

静待非农，美元的上下测试

华泰期货研究院 2026年08月06日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

联系人：
朱思谋 F03142856

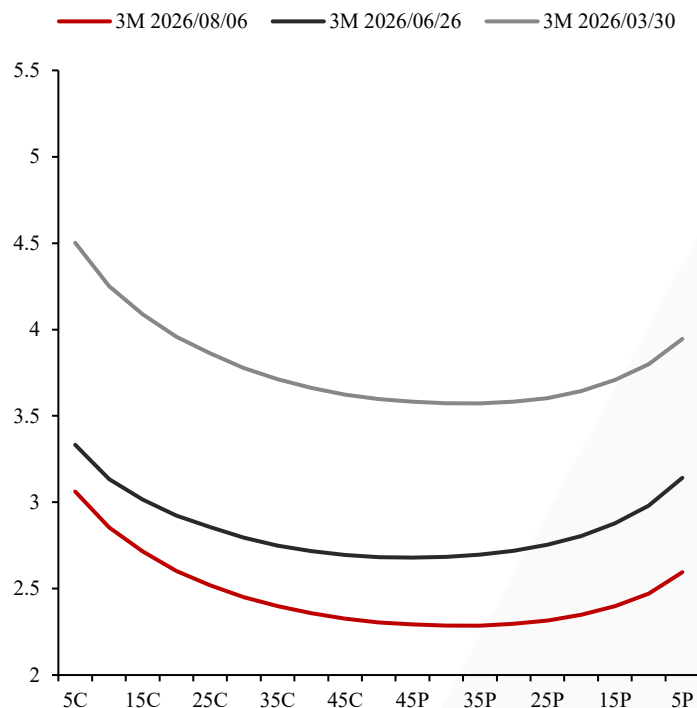


— 量价和政策信号 —

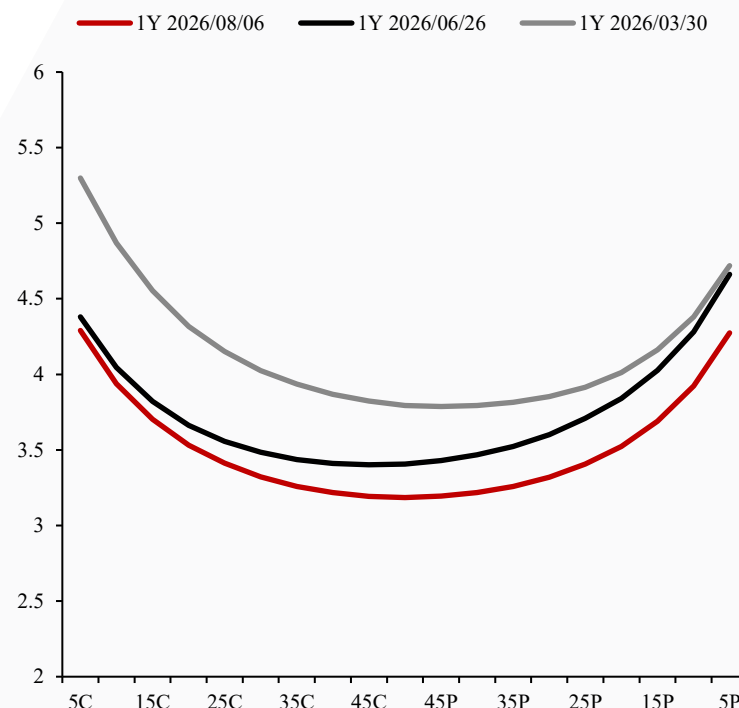


- ◆ **3个月的美元兑人民币期权隐含波动率曲线显示，Call端波动率高于Put端，波动率处于历史较低位**
- ◆ **1年的美元兑人民币期权隐含波动率曲线显示，Call端波动率与Put端持平**
- ◆ **多头拥挤：投机性净多头头寸维持相对高位**

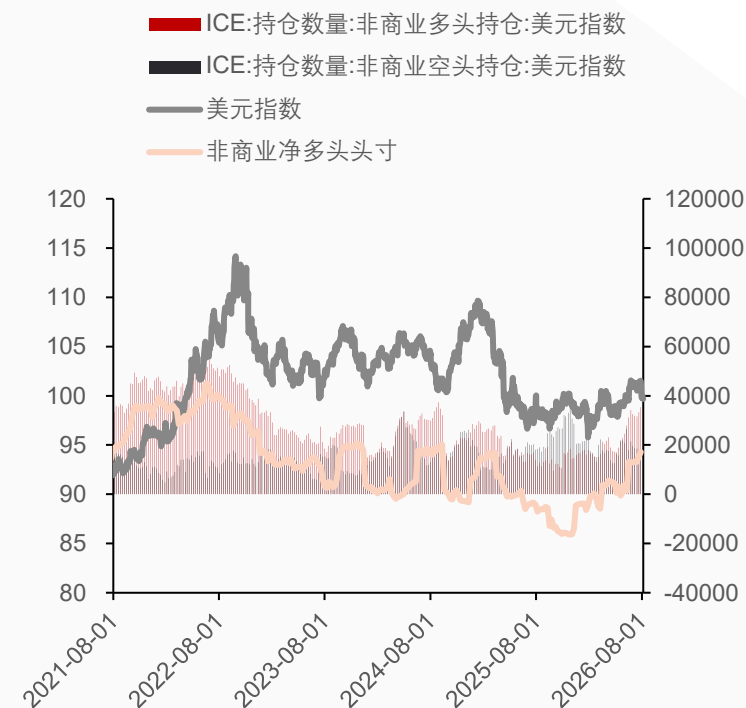
3个月的USDCNH期权隐含波动率期限结构



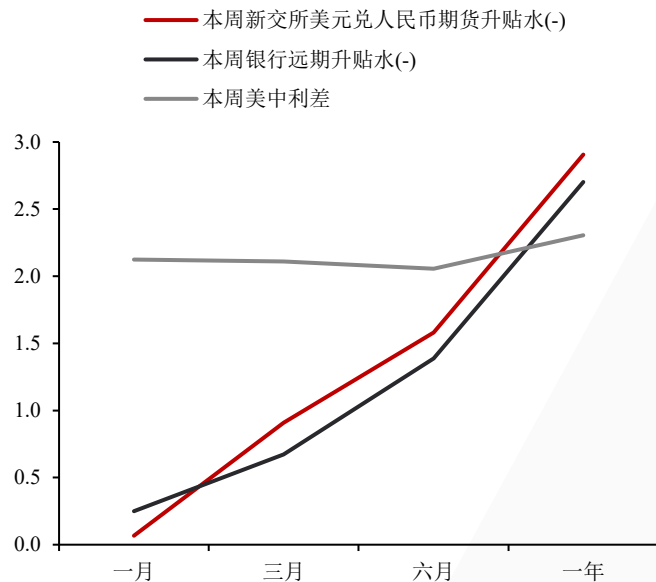
1年的USDCNH期权隐含波动率期限结构



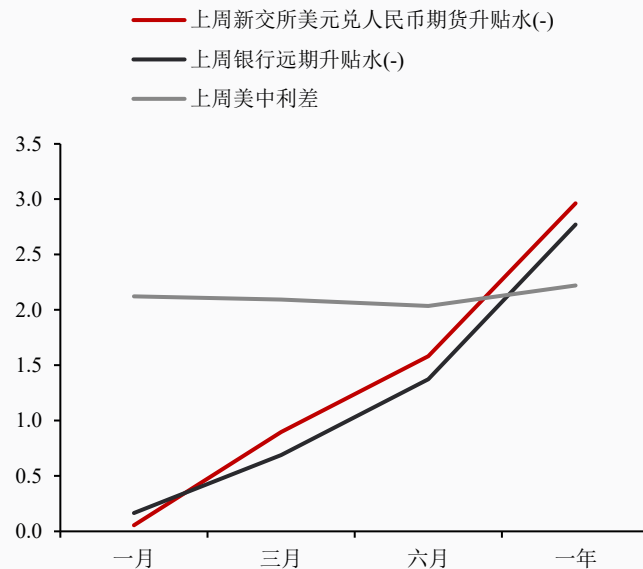
美元指数CFTC持仓



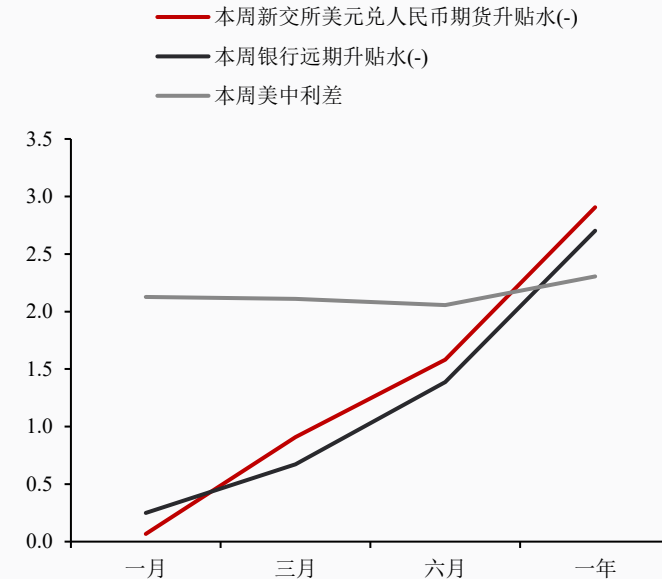
20260805 (%)



20260729 (%)

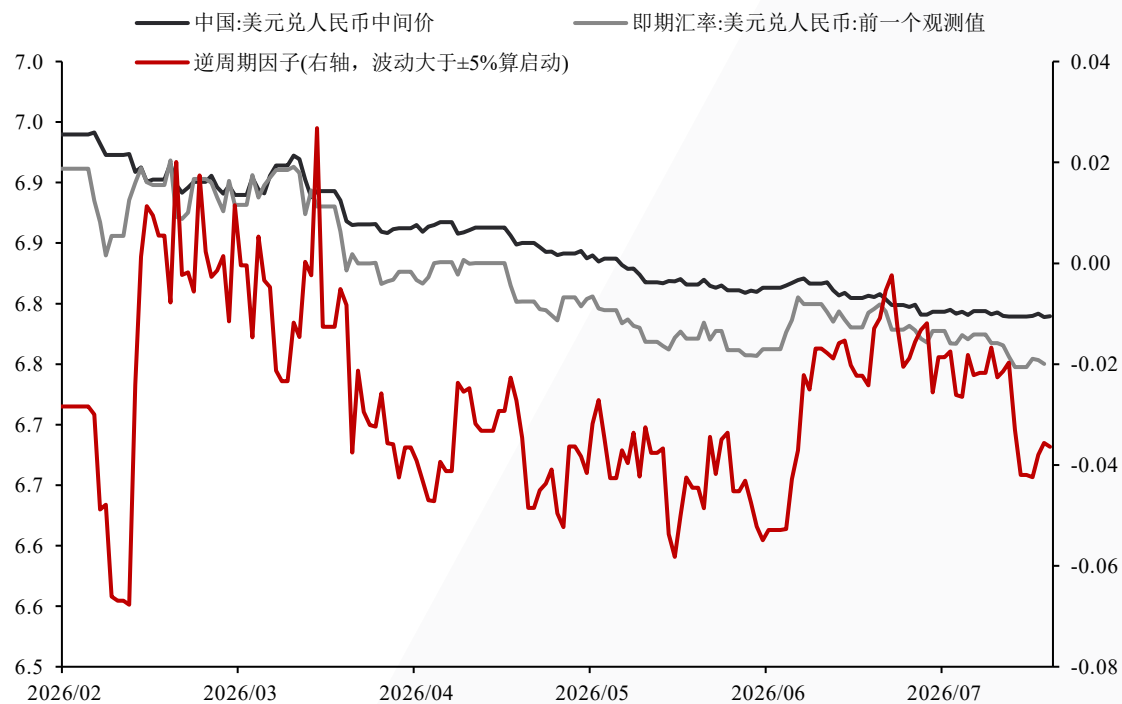


20260708 (%)



◆ 逆周期因子在 -4% 附近波动，尚未启动

人民币中间价及逆周期因子



离岸在岸人民币利差及中间价





— 基本面及观点 —

◆ 事件进展

7/25 特朗普下令结束对伊 13 天每日打击；8/1 宣布取消打击、称美伊谈判 8/4 上午（北京时间）启动

8/4 美伊展开"一整天谈判"，美方称或"今明两天"就重开霍尔木兹达成协议，力争 8/5 宣布

传为伊朗与阿曼在美方参与下的临时安全航道安排，期限约 60 天、可延长

◆ 核心分歧：通行费、伊朗是否有权批准船只通行、海峡实质控制权仍未谈拢；伊朗一度否认与美直接谈判、仅承认与阿曼磋商，进程存"罗生门"

01 6/14 美伊备忘录

- 立即停止所以战线战争；美国撤军；30 天内解封海峡；
- 暂停对伊朗石油销售制裁，解冻金融资产；向伊朗提供3000亿美元重建计划支持；
- 60天内就其他问题达成最终协议，谈判期间释放240亿伊朗资金；最终协议将涵盖浓缩铀材料和浓缩过程的未来、解除制裁以及伊朗的经济重建计划



常规武器禁运再维持5年，弹道导弹技术相关限制8年

联合国通过新决议，终止所有既往对伊核相关制裁

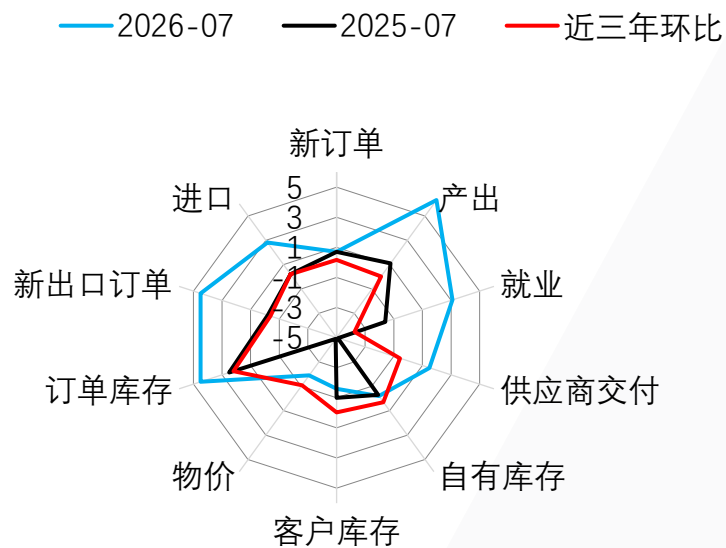
15年内，铀浓缩丰度不超过3.67%（远低于武器级90%）；离心机数量从约1.9万台减至6104台；低丰度浓缩铀库存从约1万公斤减至300公斤（削减98%）

2015年 伊核协议 02

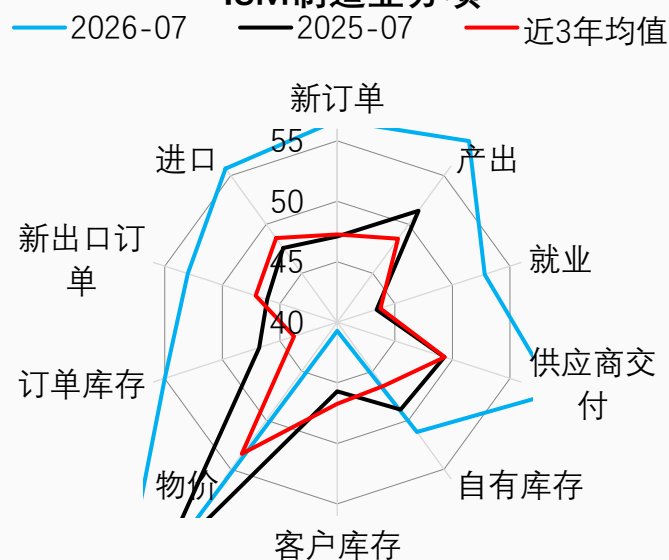
【宏观】：美国7月PMI

- ◆ 数据再度分化：S&P美国7月制造业PMI 持平于53.9（初值53.8，6月为53.9）——三个月低点；ISM美国7月制造业PMI 跃升至55.6（预期53.9，6月为53.8），录得自2022年5月以来最高；
- ◆ ISM分项来看，通胀走低，订单、产出和就业走高；通胀分析走低和大宗商品价格，尤其是油价走高背离；
- ◆ 标普全球的PMI调查表明，供应链中断的迹象在最新调查数据中也十分突出，制造商报告供应商表现出现了过去四年来最急剧的恶化之一。这导致库存和生产前商品采购的增长双双放缓，分别降至三个月和四个月低点；
- ◆ 两个数据的分化或许指向经济K型分化的结论

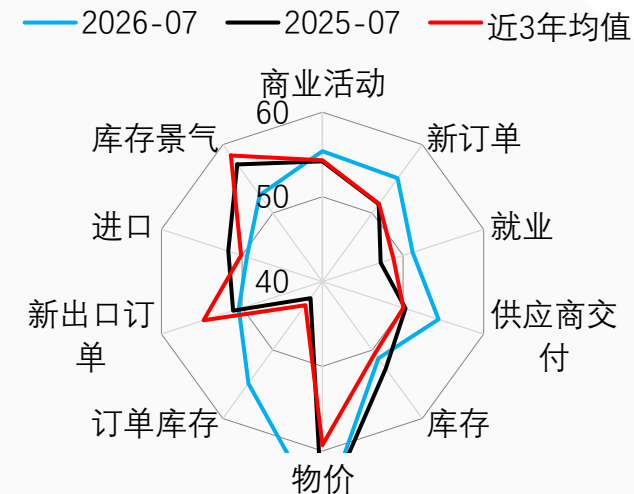
ISM制造业环比



ISM制造业分项



ISM非制造业分项



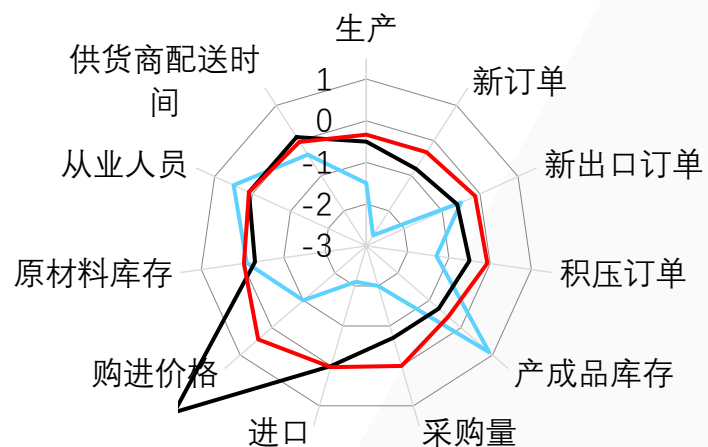
【事件】政治局会议

实施好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，及时谋划出台务实管用的增量政策，加大逆周期调节力度；继续综合整治“内卷式”竞争

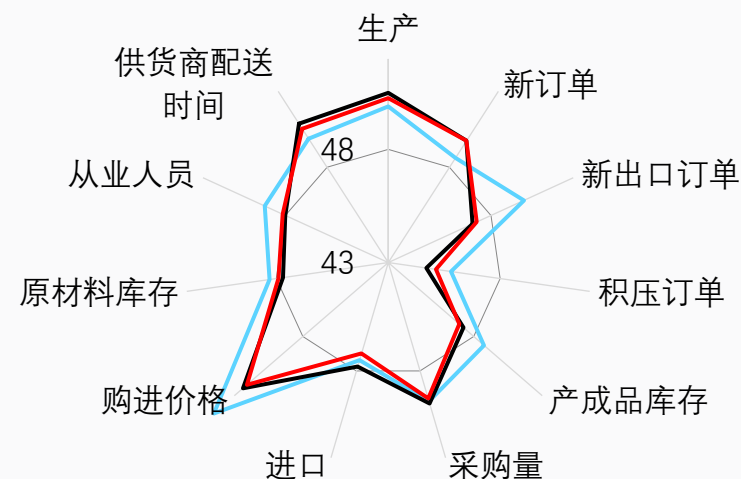
对比维度	2026年4月28日政治局会议	2026年7月30日政治局会议
会议议题	分析研究当前经济形势和经济工作。	中共中央政治局7月30日召开会议，决定今年10月在北京召开中国共产党第二十届中央委员会第五次全体会议，主要议程是，中共中央政治局向中央委员会报告工作，研究持之以恒推进全面从严治党若干重大问题。会议分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。
对经济形势的判断	我国经济起步有力，主要指标好于预期，彰显强大韧性和活力。同时，也面临一些困难和挑战，经济持续稳中向好的基础还需进一步巩固。要增强信心，以更大力度和更实举措抓好经济工作。	今年以来，以习近平同志为核心的党中央团结带领全党全国各族人民锐意进取、奋勇拼搏，坚持统筹国内国际两个大局，统筹发展和安全，有效应对各种外部冲击和内部困难，我国经济呈现动能向新、结构向优的发展态势。同时，要高度重视经济运行中的困难挑战，坚定信心，迎难而上，用好各种机遇和优势，推动高质量发展行稳致远。
经济工作总体要求	要坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，更好统筹国内国际两个大局，统筹发展和安全，坚定不移深化改革开放，推动科技自立自强、产业链自主可控，精准有效实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，持续扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，增强经济发展内生动力，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，努力实现“十五五”良好开局。	坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，更好统筹国内国际两个大局，统筹发展和安全，坚持深化改革开放，加快推动新旧动能转换，实施好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策，加大逆周期调节力度，加力扩大内需、优化供给，切实保障和改善民生，增强发展动力、激发社会活力，推动经济持续向新向优向好发展，努力实现“十五五”良好开局。
宏观政策基调	要用好用足宏观政策。持续优化财政支出结构，兜牢基层“三保”底线。增强货币政策前瞻性灵活性针对性，保持流动性充裕。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。做好宏观政策取向一致性评估。	宏观政策要发力提效，加快财政支出和债券资金使用进度，有力推进“两重”建设和“两新”工作。兜牢基层“三保”底线。综合运用并适时调整货币政策工具，优化实施财政金融协同促内需政策。
消费和投资	要深入挖掘内需潜力。扩大优质商品和服务供给，推动消费升级。深入实施服务业扩能提质行动。加强水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等规划建设。推动条件成熟的重大工程项目开工。	要有效扩大国内需求，适应不同群体消费需求扩大优质供给，挖掘服务消费潜力。扎实推进“六张网”规划建设。
风险防范重点	要有效防范化解重点领域风险。努力稳定房地产市场，扎实推进城市更新。有序化解地方政府债务风险，着力解决拖欠企业账款问题。推动中小金融机构改革，稳定和增强资本市场信心。	要切实筑牢安全屏障。稳定房地产市场，实施好一揽子化债方案，扎实推进地方中小金融机构改革化险、减量提质。深化资本市场投融资综合改革，提升资本市场韧性和信心。深入排查整治各类风险隐患，坚决遏制重特大事故发生。加强对病险水库、江河堤防、山洪和地质灾害危险区、城市低洼易涝点等隐患排查治理，扎实做好防汛应急抢险救灾各项工作，全力维护人民群众生命财产安全。
民生保障	要强化就业优先政策导向，加强教育、医疗、托育等民生建设。抓好农业生产，稳定生猪等农产品价格。完善常态化帮扶机制，确保不发生规模性返贫致贫。做好安全生产、防灾减灾、食品药品安全等工作。要深入开展树立和践行正确政绩观学习教育，把学习教育的成效转化为推动高质量发展的实效。	要毫不放松做好“三农”工作，持续巩固拓展脱贫攻坚成果，建立健全高标准农田建设、运营、管护机制，稳定生猪等农畜产品生产和价格，促进农民稳定增收。做好农资保供稳价，抓好农业生产，夺取秋粮和全年粮食丰收。要多措并举加强民生保障，加大重点群体就业支持力度，做好灵活就业人员和新就业形态人员权益保障工作。抓好“一老一小”服务保障，健全分层分类的社会救助体系。 加强生态环境保护，打好“三北”工程攻坚战，积极稳妥推进碳达峰碳中和。
产业与发展	要加快建设现代化产业体系，保持制造业合理比重。纵深推进全国统一大市场建设，深入整治“内卷式”竞争。全面实施“人工智能+”行动，发展智能经济新形态，完善人工智能治理。进一步深化国资国企改革。系统应对外部冲击挑战，提高能源资源安全保障水平，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。	要加快现代化产业体系建设，加强对基础研究的长期稳定支持，深入实施“人工智能+”行动，发展智能经济新形态，完善人工智能治理体系。积极推动前沿技术突破和未来产业发展，着力打造新兴支柱产业，持续推动传统产业改造升级。 要营造公平有序的市场竞争环境，制定实施全国统一大市场建设条例，继续综合整治“内卷式”竞争，常态化解决企业账款拖欠问题。深化国资国企改革，优化民营经济发展环境，推动平台经济规范健康发展。 要拓展国际经贸互利合作空间，大力发展服务贸易，促进贸易平衡发展。完善对外投资管理制度和海外综合服务体系，积极吸引和利用外资。

- ◆ 7月PMI数据明显偏弱，大幅低于季节性。7月制造业PMI49.2，环比值-1.1，同比值-0.1，与近年均值差值-0.1。生产量回落1.5至49.9，新订单回落2.7至48.5，产量高于订单。成品库存回升0.9至48.6，出口回落0.5至49.6，进口回落2.1至47.5。细分行业，本月绝对值最高的4个行业为木材、服装、石油炼焦、计算机，环比值最高的3个行业为木材、化学、石油炼焦。
- ◆ 客观事实下内需较差，同时也有7月全球股指调整对信心的拖累，以及地缘和关税落地的影响。

— 2026/07 — 2025/07 — 过去3年 环比



— 2026-07 — 2025-07 — 过去3年 平均值



【宏观】本轮美日利差和日元分化

- ◆ **收敛的底层逻辑：**货币政策双向调整压缩利差是根本，套息平仓是直接导火索，干预仅改变短期节奏，无法逆转长期均值回归；
- ◆ **收敛标准行情顺序：**利差收窄→套息平仓→美元兑日元下行（日元升值）→美元指数走弱；
- ◆ **资产排序（收敛后中长期强弱）：**黄金 > 纳斯达克 > 日经 225 > CRB 商品 > LME 铜 > 上证；美元系资产（美元、美债）持续走弱；
- ◆ **本轮特殊点：**截至当前收敛进度滞后历史周期，美元、美债韧性远超以往，主要因美国降息节奏慢、日本加息克制
- ◆ **汇率：**
 - ◆ **核心判断：**植田鹰派表态 + 7/30—31 联合干预共同稳住日元，但均属“节奏管理”而非趋势逆转；USDJPY 大概率在 152—162 宽幅震荡。
 - ◆ **基本面：**实际消费仍收缩、服务业 PMI 偏低、国债偿付费用超 30 万亿日元——难撑激进加息，稳汇率仍靠干预。历史四次干预中，仅 1985/1995 扭转趋势（1995 靠利差走阔），1998/2011 药效不足两周；本轮缺 2024 年“干预+加息预期+美联储宽松”合力，短期难真正反转。
 - ◆ **触发点：**周五非农大幅不及预期→美日利差收窄，或复制 2024/8 下跌；此外关注中东缓和油价走低、BOJ 9 月加息（概率约 61%）、财政转向。

分化阶段	收敛核心驱动	收敛后 3 年核心行情特征
1995.2-1995.8	美降息 + 美日联合干预	日元持续升值；黄金、商品上涨，美股震荡
1998.8-1999.1	LTCM 危机避险 + 美联储大幅降息	日元短期暴涨，全球股市先跌后修复，黄金走强
2000.11-2002.6	美联储连续降息、日零利率落地	美元阶段性反弹，股市长期走牛，商品低迷
2008.8-2009.3	全球危机、美联储零利率	日元避险升值，股市暴跌后宽松修复，黄金长牛
2015.8-2016.8	日负利率预期落地、脱欧避险	日元大幅升值，美股震荡，黄金持续上行
2022.10-2023.7	美国通胀见顶、加息收尾 + 日干预	美元兑日元触顶回落，纳指修复，黄金上涨
2024.1-2026.7（本轮）	日持续加息、美联储降息周期开启	收敛尚未完全完成；日股、黄金大幅跑赢历史，美元韧性超以往

【总体观点】中性态美元，静待非农

◆ **核心区间：**6.70 — 6.79，中枢 6.75。即期在 6.75 附近整理，对应美元指数重回 100 后的中性态。下破 6.74 需美指有效跌穿 100、周五非农走弱配合；向上走则需非农超预期叠加沃什续鹰、油价上冲。

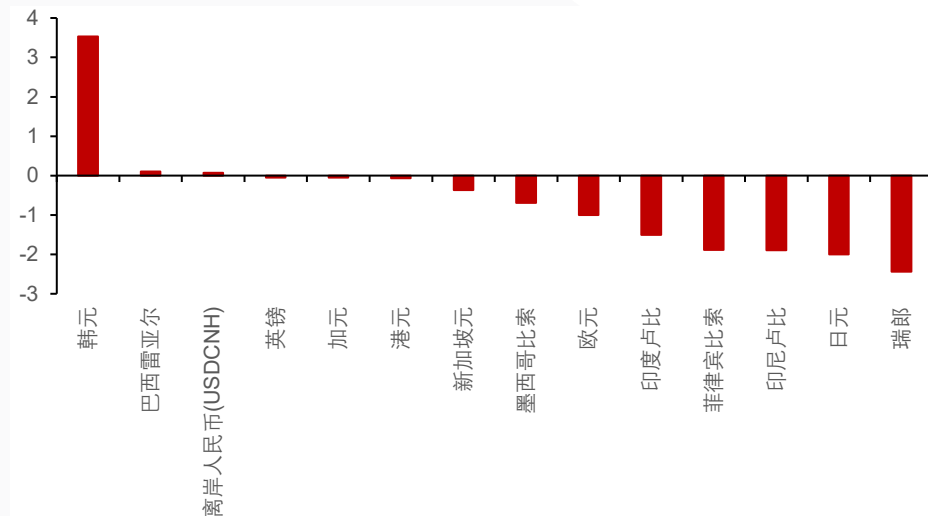
◆ 近期重点事件

- **美元中间态：**日元干预洗盘后美指重回 100。头寸、利差、预期三维度均中性——25D 风险逆转回落，看多情绪消退；2 年美-非美利差约 150bp 与美指匹配；9 月加息定价约 64%，尚无一致预期。100 是可上可下的位置，人民币借此拿到相对稳定的锚。
- **数据韧性待验证：**7 月制造业 PMI 创近四年新高、初请维持低位，但重点在周五非农。
- **联储叙事——鹰派缺基本面：**市场押注联储加息压通胀，但盈亏平衡、通胀风险溢价、居民通胀预期等指标均已回落至常态区间，通胀并未失控。且本轮通胀源于关税与油价的供给冲击，属成本推动，加息难以对症，反而拖累增长。因此联储偏鹰表态短期可托住美元、美指下方支撑偏扎实，但缺乏基本面延续性——对人民币而言是短期承压、中期不必过度悲观。
- **人民币端平稳：**央行续做买断式逆回购投放中长期流动性，中间价发挥锚定，即期在 6.75 附近，结售汇无单边抢跑，尚未形成趋势方向。

◆ 风险提示

- **非农数据：**数据超预期+前值上修→加息重启、美元美债同升；明显走弱+下修→加息持续降温、美指破 100，打开 6.74 下方修复窗口。方向未定。
- **联储与年会博弈：**沃什续鹰或票委加码“预防式加息”，人民币阶段承压；口径软化、承认供给型通胀，则鹰派溢价回吐、人民币喘息。
- **油价与地缘：**霍尔木兹方向供给扰动双向肥尾，冲突升级推油价、美债、美元跳升；缓和则溢价快速回吐、汇率反向重定价。
- **关税超预期：**难点在后续对华措施的时点、税率与范围，一旦升温人民币同步计入，且常先于基本面反应。
- **日元与外部流动性：**美日干预后日元处极端区间，套息集中平仓或引发亚洲货币与基本面无关的短时冲击。

美元指数这一轮上100之后非美货币相对美元的变动幅度

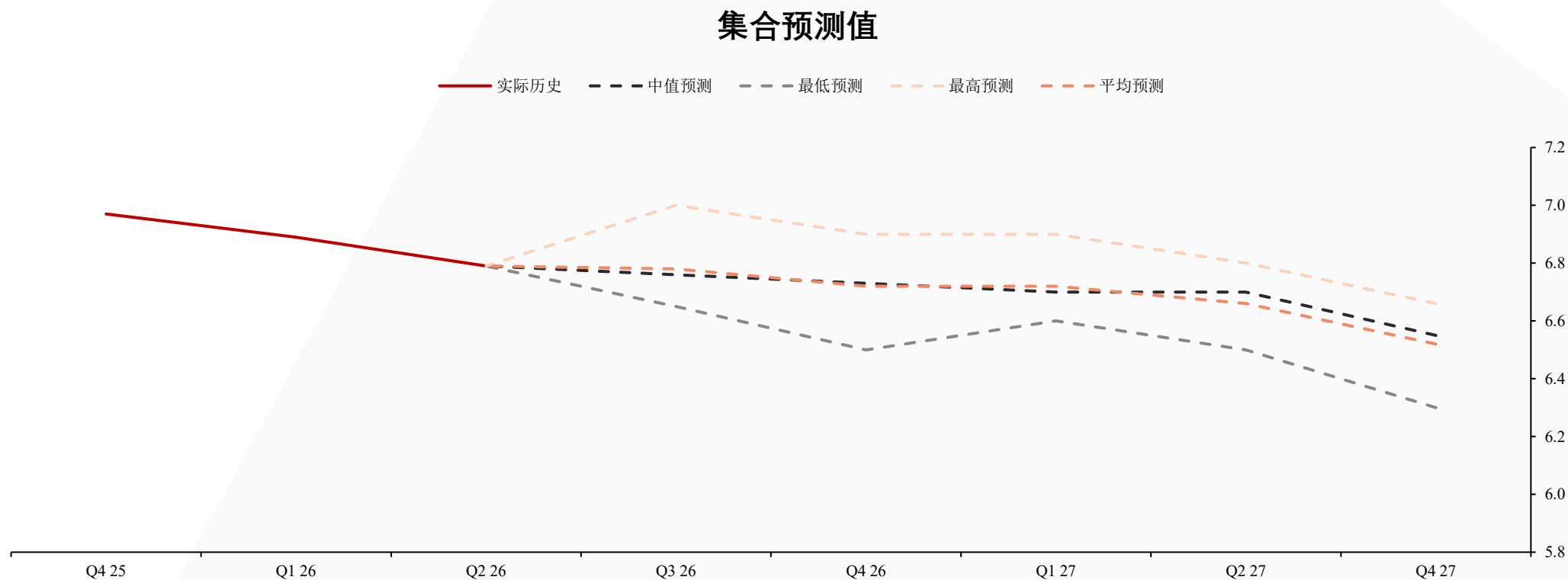


【预期】美元兑人民币汇率市场一致预期

◆ **2026 展望：**市场一致预期人民币将维持偏强震荡。

- **均值路径：**汇率预期在 6.72 区间见底。
- **预期分歧：**机构博弈区间继续收拢（6.5 – 6.9），中值预测在6.72。

◆ **2027 趋势：**各方预测均值向 6.52 附近收敛。

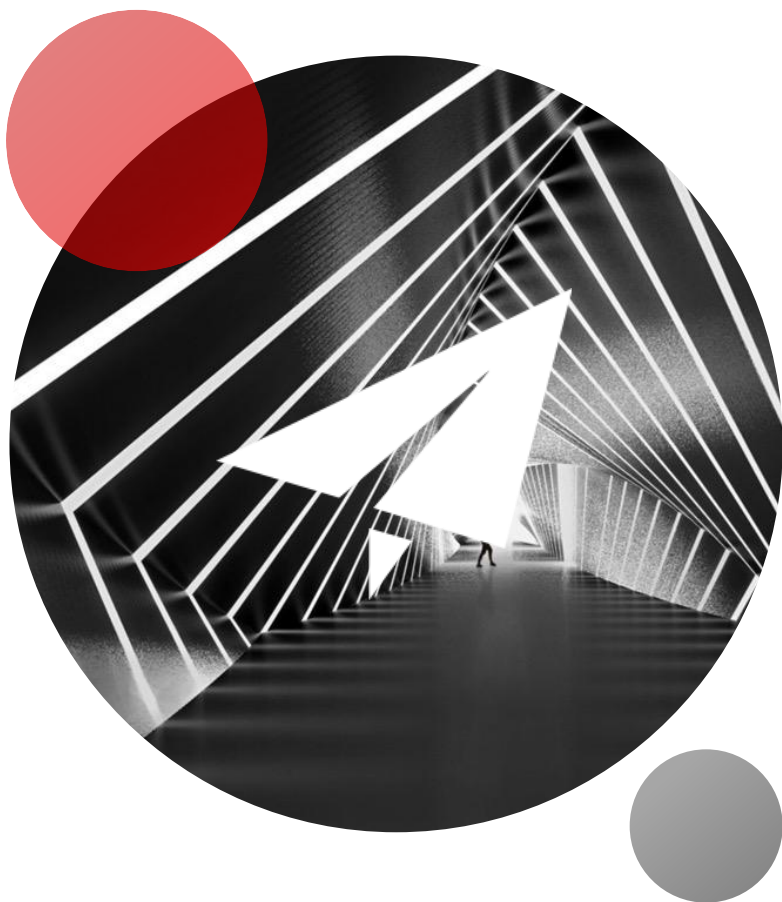


本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。



THANKS



华泰期货期赢通
APP



华泰期货研究院

公司总部：广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元

全国热线：400-628-0888

网址：www.htfc.com