

PCE顽固，Jackson Hole或为美元定方向

华泰期货研究院 2026年08月27日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

联系人：
朱思谋 F03142856

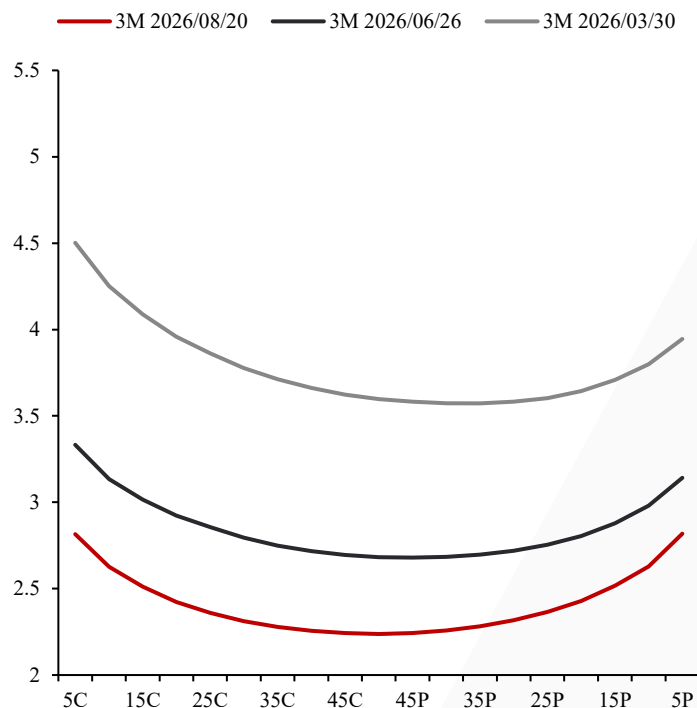


— 量价和政策信号 —

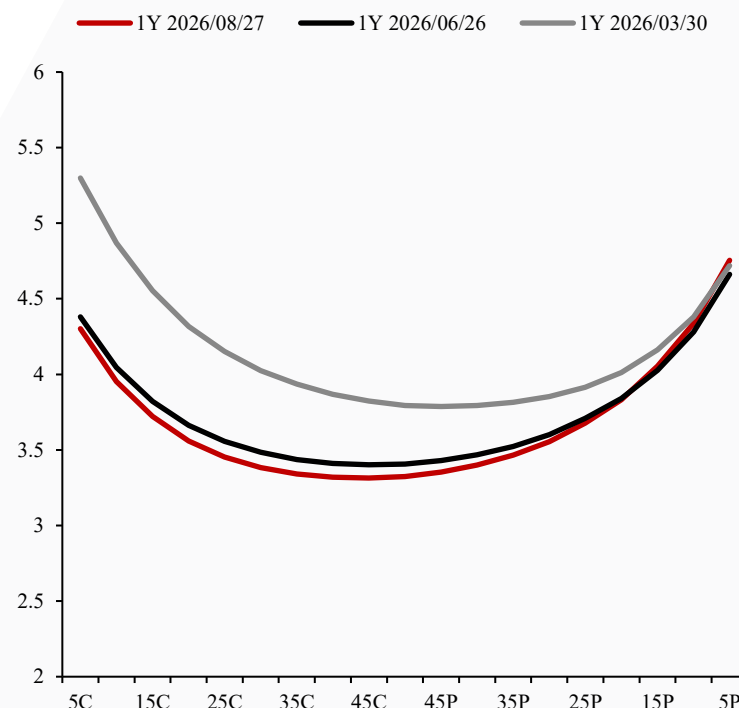


- ◆ **3个月的美元兑人民币期权隐含波动率曲线显示，Put端波动率高于Call端，波动率处于历史较低位**
- ◆ **1年的美元兑人民币期权隐含波动率曲线显示，Put端斜率高于Call端**
- ◆ **多头拥挤：投机性净多头头寸维持相对高位，近期呈现下降趋势**

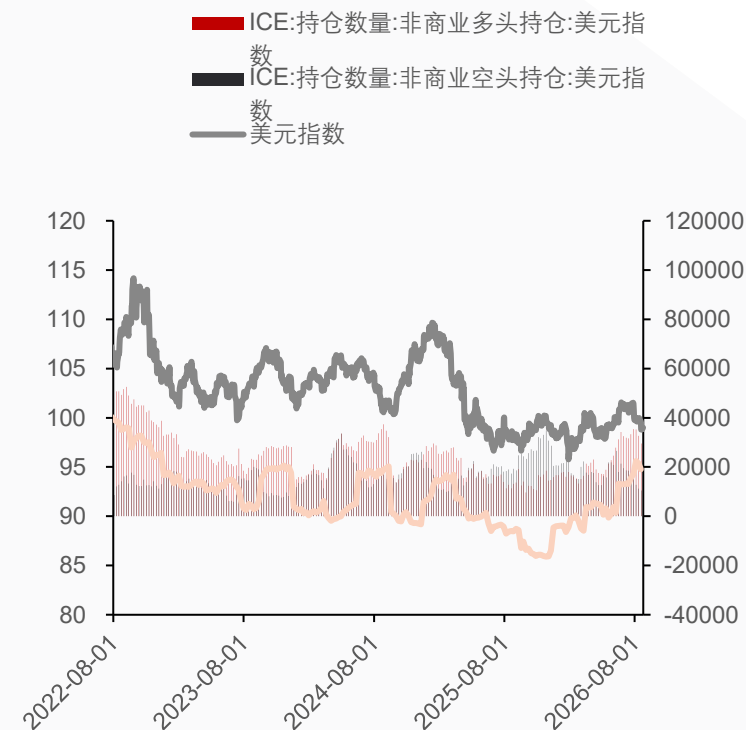
3个月的USDCNH期权隐含波动率期限结构



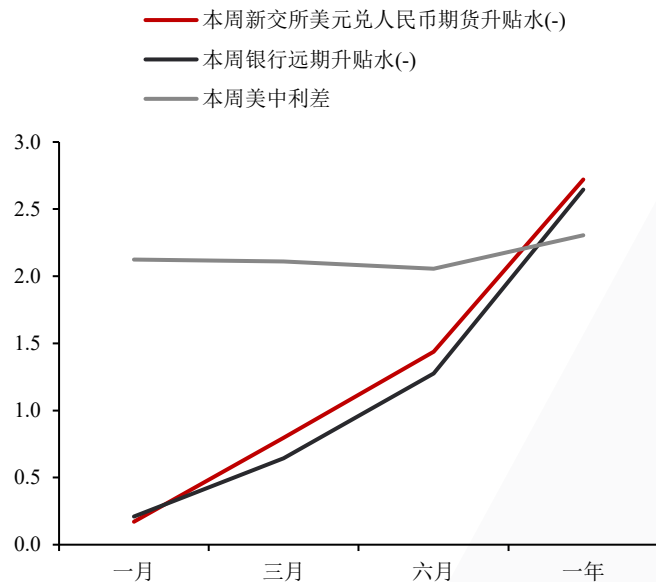
1年的USDCNH期权隐含波动率期限结构



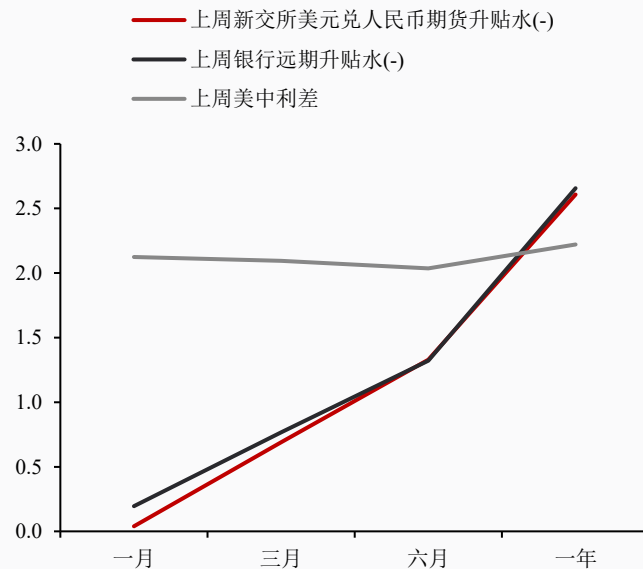
美元指数CFTC持仓



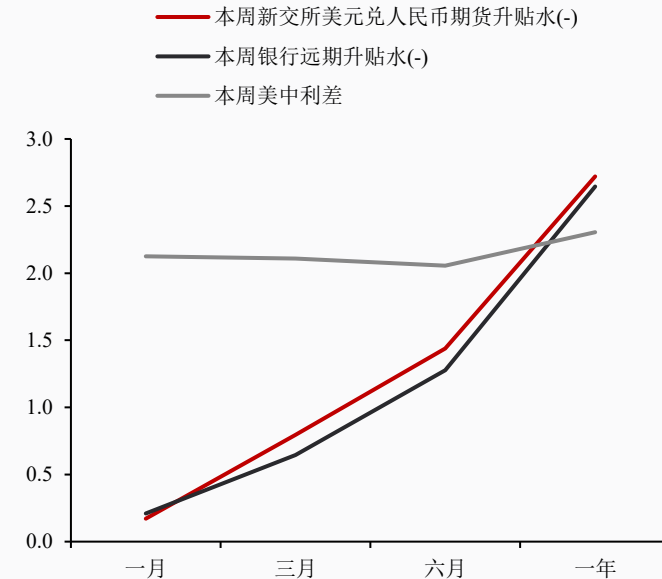
20260826 (%)



20260819 (%)

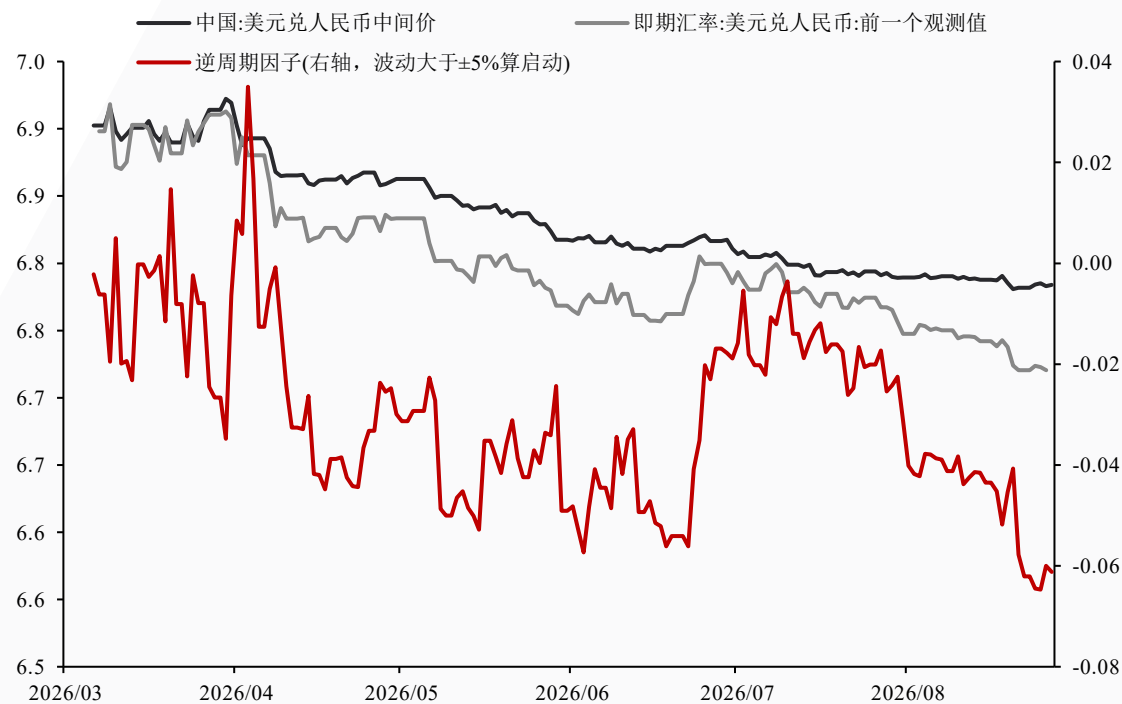


20260729 (%)



◆ 逆周期因子在 -6% 附近波动

人民币中间价及逆周期因子





— 基本面及观点 —



【宏观】停火预期上升

- ◆ 据新华社最新报道，伊朗与阿曼25日发表联合声明，拟在霍尔木兹海峡建立一条双方共同商定的安全海上通道；据俄罗斯媒体Sputnik援引巴基斯坦军方和伊朗安全部门消息人士称，美国与伊朗已就停火协议条款达成共识，其中包括霍尔木兹海峡自由通航。
- ◆ 8月26日的本轮更多是中立国和市场交易TACO，美伊双方的和谈意愿仍待进一步确认。

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】通胀仍顽固

- 7月PPI同比+4.7%（前值5.5%、低于预期4.9%）、环比0.0%持平，连续两月零上涨，为3月以来最低；核心PPI同比+4.2%、环比+0.2%。能源价格环比-3.1%是主要拖累，但剔除食品能源后仍微升，上游压力未明显向下游传导。
- 7月PCE仍顽固，压住降息空间：7月核心PCE同比维持3.3%、环比+0.2%（较6月+0.1%不降反升），整体PCE同比3.7%略超预期。商品价格-0.1%，但服务价格+0.3%，金融保险、住房粘性不改。作为联储首选指标，PCE仍顽固，压住降息空间。

美国PPI分项贡献和预测

Series	权重	2026/7/31	2026/6/30	2026/5/31	2026/4/30	2026/3/31	2026/2/28	2026/1/31	#####	#####	2025/9/30
CPI	100%	3.4	3.5	4.2	3.8	3.3	2.4	2.4	2.7	2.7	3
食品	13.60%	0.41	0.41	0.42	0.43	0.37	0.42	0.39	0.42	0.36	0.42
家庭食品		0.21	0.22	0.22	0.23	0.15	0.20	0.17	0.19	0.16	0.22
在外饮食		0.19	0.19	0.20	0.20	0.21	0.22	0.22	0.23	0.20	0.20
能源	6.70%	0.95	1.01	1.50	1.14	0.79	0.03	-0.01	0.14	0.27	0.19
能源商品		0.78	0.86	1.30	0.94	0.61	-0.17	-0.23	-0.09	0.04	-0.01
能源服务		0.14	0.13	0.17	0.17	0.16	0.20	0.23	0.24	0.23	0.20
核心商品	18.90%	0.16	0.16	0.21	0.22	0.23	0.19	0.22	0.28	0.26	0.29
家居陈设与用品		0.03	0.05	0.08	0.10	0.12	0.13	0.13	0.12	0.09	0.10
服装	2.50%	0.10	0.10	0.12	0.11	0.09	0.07	0.04	0.02	0.00	0.00
交通运输商品-减去汽车燃油	5.70%	-0.02	-0.02	-0.04	-0.06	-0.06	-0.07	-0.04	0.06	0.10	0.14
医疗保健商品	1.50%	-0.04	-0.03	-0.03	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.02	0.02	0.01
休闲商品		0.06	0.05	0.05	0.05	0.06	0.05	0.03	0.02	0.01	0.02
教育与通讯商品		-0.03	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03
含酒精饮料		0.02	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
其他商品		0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.05	0.06	0.05	0.04	0.05
核心服务	60.90%	1.83	1.92	2.08	1.98	1.85	1.77	1.79	1.84	1.87	2.13
住宅	45.10%	1.13	1.16	1.20	1.17	1.07	1.05	1.07	1.12	1.12	1.31
供水、污水和垃圾收集服务		0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
医疗保健服务	6.50%	0.18	0.20	0.24	0.22	0.25	0.28	0.26	0.24	0.22	0.25
交通运输服务	6.30%	0.18	0.21	0.26	0.27	0.26	0.14	0.09	0.10	0.11	0.17
休闲服务		0.08	0.09	0.09	0.07	0.06	0.07	0.11	0.14	0.08	0.14
教育与通讯服务	5.00%	0.07	0.05	0.10	0.06	0.05	0.05	0.06	0.06	0.11	0.06
其他个人服务		0.07	0.09	0.09	0.07	0.05	0.09	0.11	0.08	0.07	0.07
核心消费者价格指数		2.50	2.60	2.90	2.80	2.60	2.50	2.50	2.60	2.60	3.00

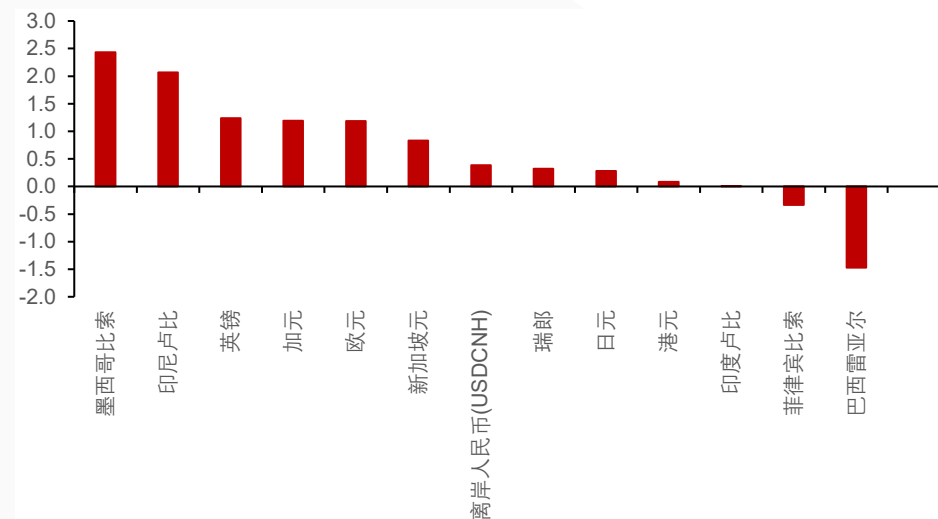
【总体观点】外弱美元给窗口，PCE粘性与逆周期因子共同设顶

◆ **核心观点：核心区间 6.70—6.76。**人民币的偏强来自美元外部走弱打开的升值窗口，而非国内基本面推动的单边升值：一边是弱美元开窗，一边是7月核心PCE仍卡在3.3%、联储降息无门给美元托底。两股力量对冲下，方向仍偏人民币强，但更可能表现为中枢温和下移后的双向震荡，而非趋势性升值。逆周期平滑之下升值斜率也不会太快。

◆ 风险提示

- **杰克逊霍尔：**偏鹰则美元反弹、美元兑人民币回抽；鹰派预期减弱或偏鸽则可能进一步下探6.70。
- **关税不确定性：**中美关税上限虽有安排托底，但后续对华措施的时点、税率与范围仍难提前定价，一旦超预期升温，会阶段性打压人民币。这是最难提前对冲的政策尾部风险。
- **联储与PCE：**若8月通胀再度走强、联储继续偏鹰，9月加息预期可能重新升温，美元向100修复，人民币阶段性强势面临回吐。
- **地缘与油价：**美伊僵局下市场已有一定脱敏，但冲突外溢仍可能推动油价和美元同步上行；若斡旋成功，则避险溢价快速回吐。
- **美元多头拥挤：**美元投机净多头仍处历史高位。若弱美元延续，多头集中平仓可能进一步放大美元跌势，推动人民币阶段性超调。

美元指数这一轮下100之后非美货币相对美元的变动幅度

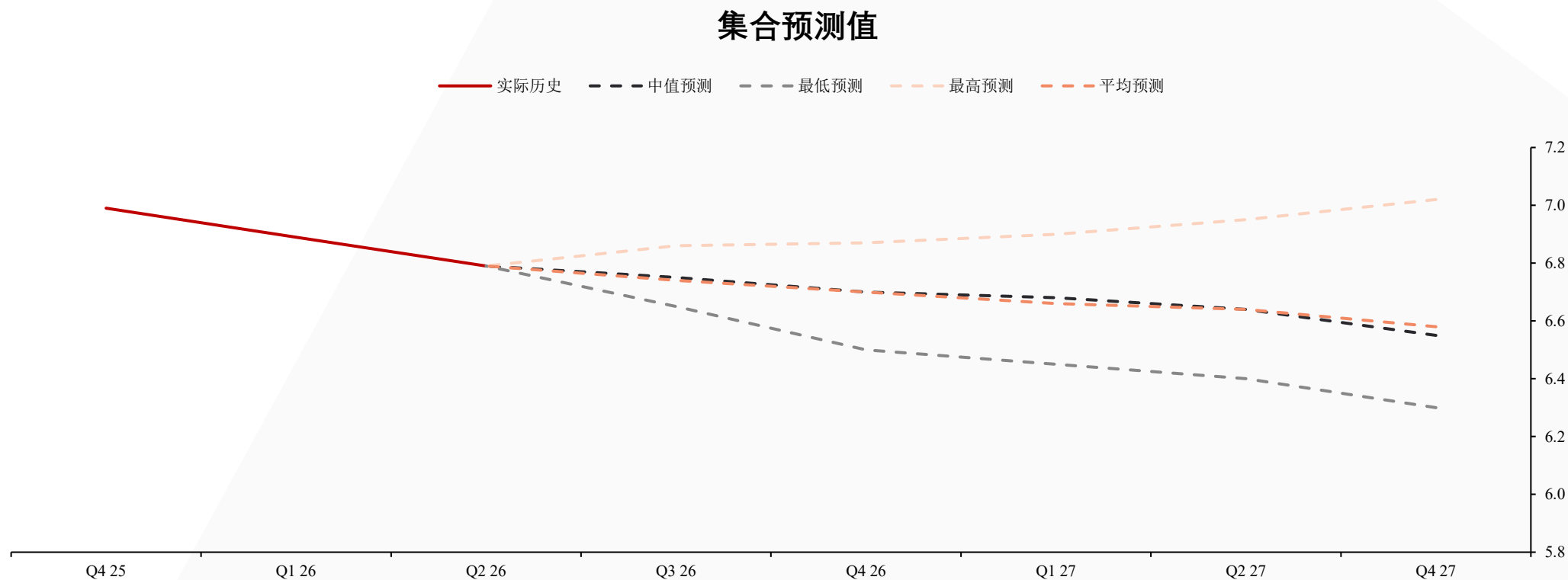


【预期】美元兑人民币汇率市场一致预期

◆ **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 6.71 区间见底。
- **预期分歧：**机构博弈区间继续收拢（6.5 – 6.87），中值预测在6.70。

◆ **2027 趋势：**各方预测均值向 6.58 附近收敛。

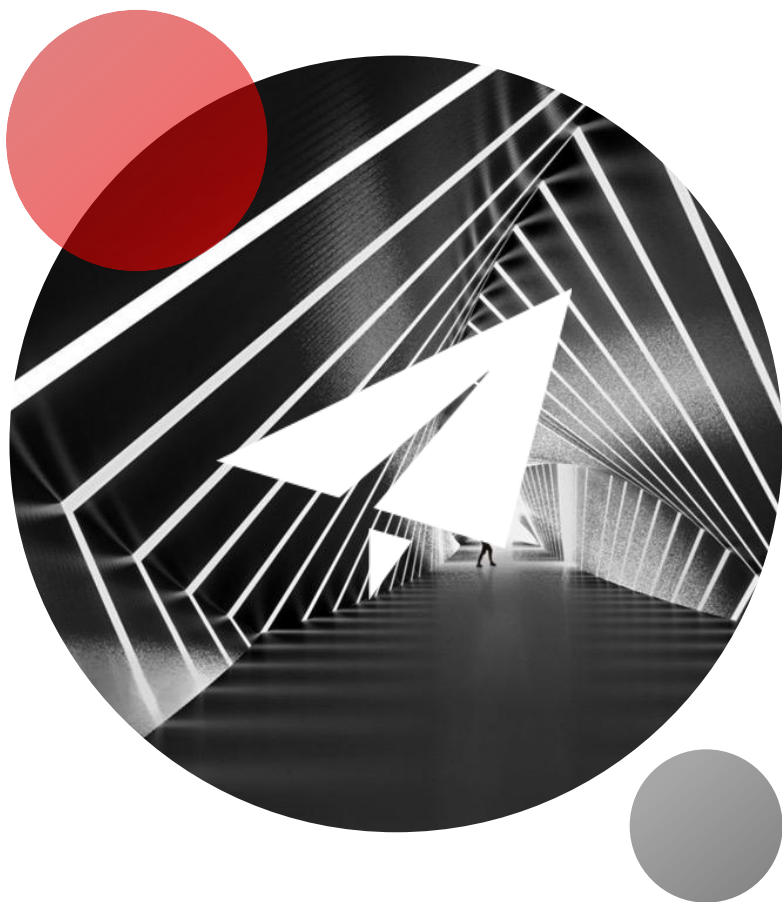


本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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