



中信建投期货
CHINA FUTURES

CHINA FUTURES RESEARCH

2026 年海外宏观与外汇半年报

定价切换，人民币趋势明确但需关注边界

概要

2026年上半年，全球外汇市场经历了从美元单边走弱到政策预期反复与地缘博弈交织的剧烈切换。美元指数在年初持续下探至97附近的四年新低后，因美联储新任主席沃什鹰派转向及中东局势升级，于6月反弹至100以上，呈现先弱后强的震荡反弹走势。人民币则延续2025年升势，在岸汇率突破6.8整数关口，上半年累计升值约2.7%，在主要新兴市场货币中表现突出，CFETS人民币汇率指数同步走强至100上方，升值动能具有显著的内生性。

展望下半年，全球汇率市场的核心变量将集中于三个维度：一是美联储加息预期能否从升温走向兑现；二是美国经济在滞胀阴影下是否迎来更大危机；三是中国资金流入的持续性及央行政策边界的演化。我们判断，下半年美元指数将呈中枢继续下移格局，核心运行区间96-104，年底收于96-100附近。人民币方面，在资金流入定价逻辑下，升值趋势明确但面临政策边界约束，预计呈现有管理的渐进式升值，年底汇率走势落在6.6-6.8区间。

宏观外汇专题报告

报告信息

作者姓名	朱冠华
电话	13717806477
期货交易咨询从业信息	Z0019503
发布日期	2026年6月26日

报告体系

周报	每周日发布
季报	每季度末发布
年报	半年与年底发布两次
事件点评	重要事件发布后1天内
专题报告	不定期发布

目录

一、上半年外汇走势回顾：从美元潮落到鹰派重现	2
1.1 全球宏观背景：地缘冲突与政策转向的交织.....	2
1.2 美元指数走势回顾：震荡反弹	3
1.3 人民币汇率走势：定价核心转换，快速升值.....	4
二、下半年美元走势展望：鹰派转向后的方向选择	5
2.1 美国经济基本面：韧性与滞胀阴影并存.....	5
2.2 美联储货币政策展望：预期强化但落地困难.....	6
2.3 美债市场与财政压力：美元的根本性压力.....	7
2.4 美元指数走势判断：中枢继续下移但幅度有限.....	8
三、下半年人民币走势展望：资金流入定价下的升值延续	9
3.1 定价逻辑转换：从利差驱动到资金流动.....	9
3.2 趋势未变：资金流入将继续推升人民币.....	10
3.3 人民币走势判断：继续上行但需关注央行调控.....	11
四、结论	12

一、上半年外汇走势回顾：从美元潮落到鹰派重现

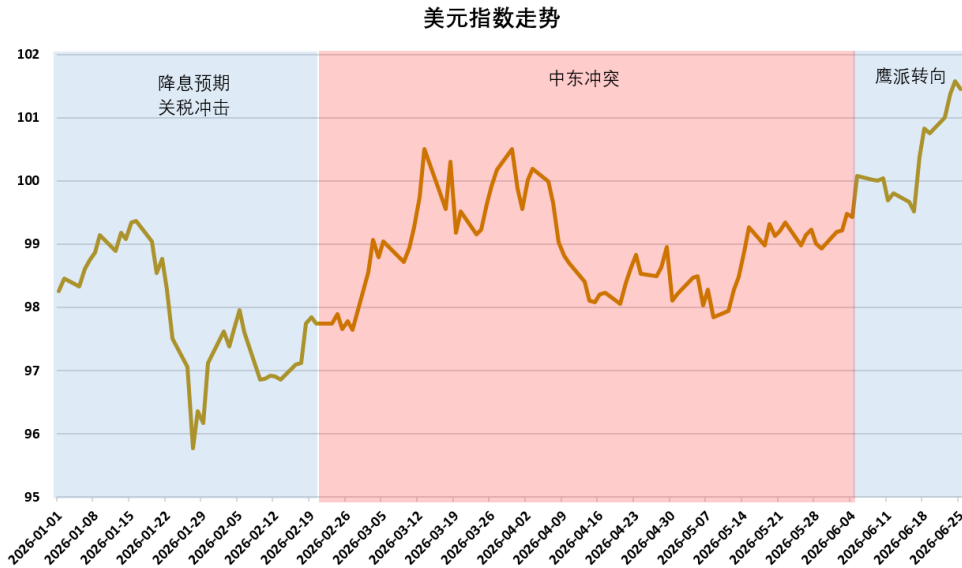
1.1 全球宏观背景：地缘冲突与政策转向的交织

美元指数在2025年全年下跌超9%，创下2017年以来最大年度跌幅，2026年初延续弱势格局。但行至年中，市场环境发生了深刻变化。一季度，美元延续走弱，美联储降息预期与美国经济相对优势减弱共同施压美元指数。然而进入二季度，美联储新任主席沃什于6月FOMC会议释放鹰派信号，点阵图利率预期大幅上修，美元指数由弱转强，重回100关口。这一转变的核心驱动力，并非美国经济基本面的显著改善，而是市场对美联储政策路径的重新定价——从计价降息转向计价加息。

中东地缘冲突阶段性推升避险情绪与油价，但美伊初步协议达成后部分缓和。全球主要经济体货币政策分化加剧，欧央行、日央行陆续加息，而美联储一度被市场计入降息预期，但6月后迅速转向。这种政策分化与预期反复的交织，构成了上半年外汇市场的主线。

在此背景下，全球外汇市场呈现出显著的波动率抬升特征。美元指数全年振幅扩大，人民币在双向波动中延续升值，非美货币从普涨走向结构性分化，全球外汇市场的波动显著放大。

1.2 美元指数走势回顾：震荡反弹



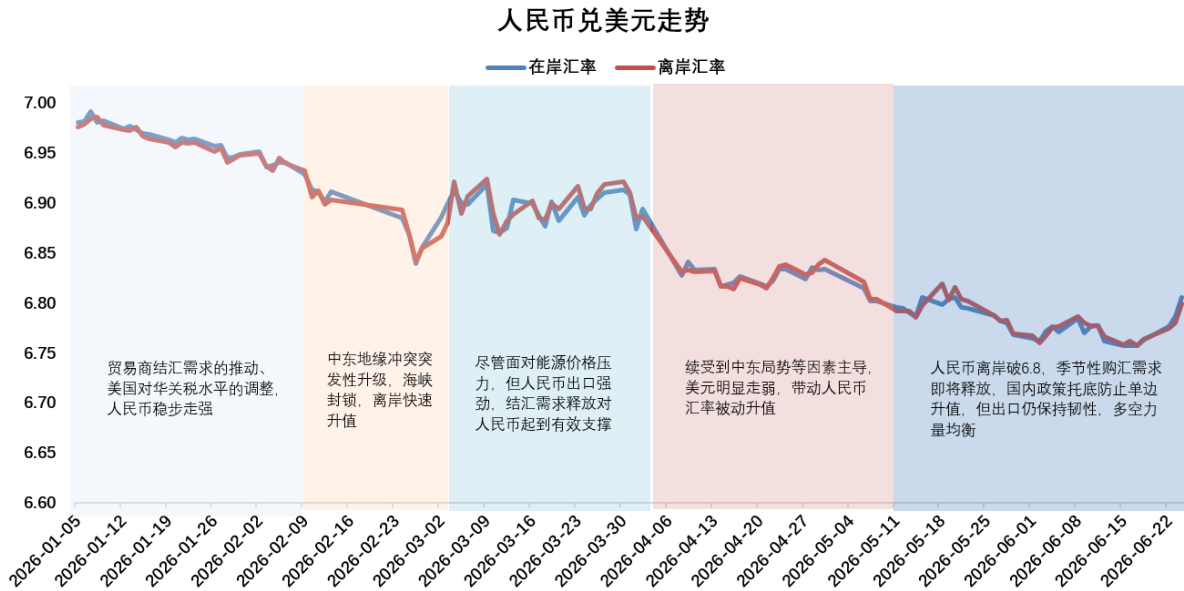
来源：WIND, iFind, Bloomberg, 中信建投期货

2026年上半年，美元指数经历了一轮完整的先抑后扬走势，波动率显著抬升。年初至5月，美元指数自100附近震荡下行，一度跌破96关口，创下阶段性新低。驱动因素包括：美联储延续2025年的降息周期，政策利率从高位持续回落；特朗普关税政策受阻；美国经济增长动能放缓，一季度经济数据表现疲软；全球投资者对美元资产配置比例下降，去美元化趋势持续深化，各国央行增持黄金的行为对美元的储备需求形成边际替代。

然而，进入6月，美元指数触底反弹，接连突破100、101关键整数关口，截至6月24日录得101.62，刷新2025年5月以来新高。核心转折点在于6月FOMC会议——新任美联储主席沃什首次主持议息会议即展现鹰派立场。会议声明大幅精简，删除此前暗示降息的宽松倾向表述；点阵图显示2026年利率中值从3.4%上修至3.8%，19名官员中9人支持年内至少加息一次；会后发言中表示更加重视通胀表现而非就业。这些结果导致市场加息预期迅速升温，10月加息概率升至70%以上。10年期美债收益率随之飙升至4.5%以上，美元指数借势反弹。

上半年美元指数的核心特征在于：波动率显著抬升，呈现先弱后强的震荡走势。这一走势的背后，是市场定价从“降息交易”向“加息预期”的剧烈切换，而这种切换更多由政策信号驱动，而非经济基本面的实质性改善。美国经济的相对韧性固然为美元提供了基本面支撑，但6月以来的强势反弹本质上反映的是货币政策预期的重定价。

1.3 人民币汇率走势：定价核心转换，快速升值



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 中信建投期货

2026年上半年，人民币延续2025年下半年开启的升势，在岸汇率突破6.8整数关口，上半年累计升值约2.7%，在主要新兴市场货币中表现突出。但这一升值的背后，更值得关注的是定价逻辑的深刻转换。

定价核心迎来从利差驱动到资金流动的历史转换。2022-2024年，人民币汇率定价核心为“中美利差+美元波动”双轮驱动。彼时中美利差深度倒挂（最高达-250bp以上），套息交易和企业结售汇行为主导资金从人民币流向美元。企业持汇观望行为普遍：出口企业获取美元收入后结汇意愿不强，选择获取美元利息收益。这一阶段呈现“强出口+弱汇率”的背离特征——贸易顺差持续扩大但汇率承压，人民币从6.3贬值至7.3附近。

2025年以来，定价逻辑发生根本转换。美联储开启降息，中美利差倒挂幅度收窄；美元趋势性走弱，套息交易吸引力下降，资金开始从美元回流。企业结汇意愿明显增强，从“持汇观望”转向“主动结汇”；跨境资本由流出转为净流入，证券投资项下资金重回流入格局。定价核心从“利差套利”转向“资金流动”——汇率更多由贸易顺差、结汇需求、资本流入等实际资金流动决定。

这一转换的核心特征在于汇率与中美利差的相关性下降，与贸易顺差、结售汇数据的相关性增强。人民币CFETS指数与美元走势同步走强，显示升值具有内生性而非单纯美元被动贬值。同时，人民币汇率的正反馈循

环形成，即：汇率升值→结汇增加→人民币进一步升值。但央行调控也悄然重现。

央行对汇率升值持续调控。2026年以来，央行对汇率升值的调控呈现来两个特征：一是政策表态明确“不寻求通过汇率贬值获取竞争优势”，坚持市场在汇率形成中的决定性作用；二是实际操作呈现“控速率、不控方向”特征，通过中间价引导、下调售汇准备金、大行即期干预等方式平滑波动，但不改变升值趋势本身。

二、下半年美元走势展望：鹰派转向后的方向选择

2.1 美国经济基本面：韧性与滞胀阴影并存

2026年美国经济呈现出复杂的“韧性与滞胀阴影并存”格局。增长端，一季度实际GDP录得负增长，但二季度以来AI产业驱动数据显示边际改善，企业投资与生产率增长强劲。就业端，非农就业表面稳健，但结构性问题凸显——工资增速低于通胀，实际购买力下降，非科技行业就业增长乏力。U6广义失业率已升至8.2%，劳动参与率从62.8%下滑至61.8%，失业率不高的表象背后，实际上是劳动力供给收缩被动对冲了需求边际放缓的压力。

通胀端是核心矛盾。美国核心PCE仍显著高于2%目标，中东冲突推高能源价格，通胀黏性特征明显，预计核心PCE将迎来进一步上升。更令人警惕的是，6月FOMC会议将2026年核心PCE预期从2.7%大幅上调至3.3%，反映出美联储对通胀前景的担忧已发生质变。分项来看，住房、医疗、运输与娱乐等核心服务项目的粘性持续推升整体通胀水平，在劳动力市场边际回暖的背景下，服务业通胀的回升格外醒目，显示出通胀压力并非单纯源于外部关税冲击。

这种经济下行风险与通胀上行压力并存的格局，形成了类滞胀格局，严重限制了美联储的政策空间。美联储在“抗通胀”与“保增长”之间的权衡，将直接决定下半年美元的走势方向。

2.2 美联储货币政策展望：预期强化但落地困难

MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026年7月	0.0%	0.0%	63.7%	36.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026年9月	0.0%	0.0%	30.9%	50.4%	18.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2026年10月	0.0%	0.0%	22.7%	45.2%	27.1%	5.0%	0.0%	0.0%
2026年12月	0.0%	0.0%	15.0%	37.5%	33.3%	12.5%	1.7%	0.0%
2027年1月	0.0%	0.0%	12.7%	34.2%	33.9%	15.6%	3.3%	0.3%
2027年3月	0.0%	0.0%	10.7%	30.8%	34.0%	18.5%	5.2%	0.7%
2027年4月	0.0%	0.0%	10.2%	29.7%	33.8%	19.3%	5.9%	1.0%
2027年6月	0.0%	0.6%	11.4%	30.0%	32.9%	18.5%	5.6%	0.9%
2027年7月	0.0%	1.5%	12.8%	30.2%	31.8%	17.5%	5.3%	0.9%
2027年9月	0.3%	3.2%	15.6%	30.5%	29.5%	15.6%	4.6%	0.7%
2027年10月	0.6%	4.5%	17.1%	30.4%	28.1%	14.4%	4.2%	0.7%
2027年12月	1.0%	5.7%	18.3%	30.2%	26.8%	13.5%	3.8%	0.6%

来源：CME，中信建投期货

FOMC会议是下半年美元走势的关键转折点。6月会议维持利率3.5%-3.75%不变，但点阵图大幅上修2026年利率预期至3.8%，19名官员中9人支持年内至少加息一次（1人支持75bp，5人支持50bp，3人支持25bp）。沃什会后强调政策更加关注通胀，亦展现出鹰派态度。6月22日，有政策指向意义的美国银行预测年内将开启3次加息，市场的加息预测也随之上升至2次以上。

然而，本轮加息预期升温与加息兑现之间可能存在巨大差异。历史经验反复证明：2023年5月、2023年8月杰克逊霍尔会议后、2024年4月，市场均曾重新押注加息，但最终均未兑现。当加息预期主要由单一数据冲击或官员鹰派言论驱动时，其持续性往往有限；只有当经济基本面持续过热、通胀形成自我强化循环时，加息才会真正落地。

当前美国经济增速已从去年的2.2%放缓至2%以下，消费者信心跌落至荣枯线以下，密歇根大学消费者信心预期指数在上半年已经跌破荣枯线，加息的基本面条件难言具备。更重要的是，39万亿美元债务规模下的利息负担已成为实实在在的政治约束——任何实质性加息都将直接推升财政融资成本，恶化债务可持续性。2026财年前五个月，美国国债利息支出已达5122亿美元，按此年化水平将超过1.2万亿美元，意味着美国财政的利息支出已经超过了全年的国防预算。

从权力结构看，沃什强推缩表的难度同样较高。无论是在美联储理事会还是议息会议委员会，美联储主席

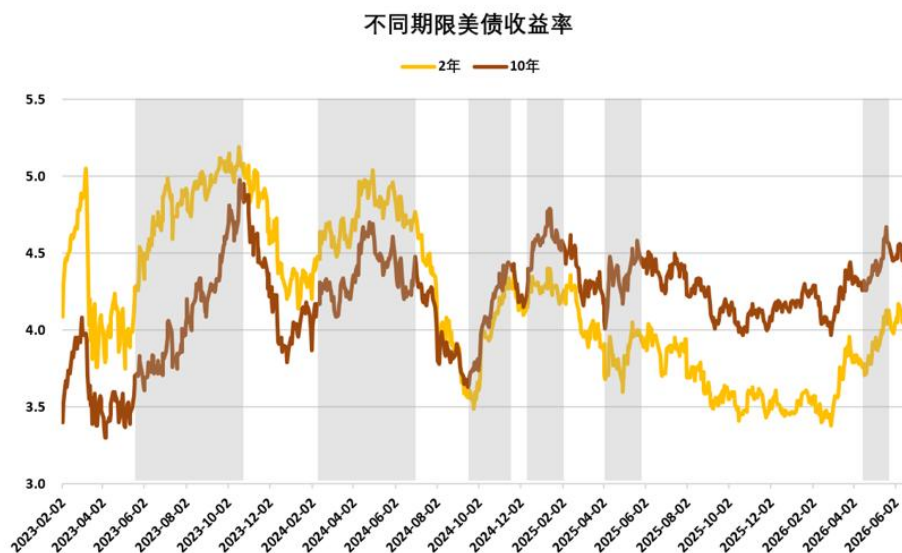
仅有1票投票权，扭转公开市场操作需获得其他成员认可。财政约束与权力结构的现实，意味着美联储虽然有必要保持更加鹰派的预期，但实际落地并不容易。

因此，我们判断本轮加息预期大概率仍会遵循“预期升温但兑现困难”的历史路径，即加息1次甚至不加息的概率较高。市场定价的鹰派程度，可能已经超过了美联储实际能够执行的政策空间。

2.3 美债市场与财政压力：美元的根本性压力

我们在《【华观全球】美元新周期：美元的短中长三重压力》中曾经阐述，美债问题是美元中期面临的压力来源。

美国债务规模与财政赤字仍在进一步抬升。截至2026年5月，美国国债总额已攀升至39.01万亿美元，债务/GDP比重达到约123%。在债务规模不断膨胀的背景下，美国财政赤字却未见收敛迹象。美国国会预算办公室预测2026财年赤字将达1.9万亿美元，赤字率5.8%；而我们预计，去年赤字规模叠加大漂亮法案生效以及伊朗冲突，2026财年预计赤字规模或达2-2.2万亿美元，赤字率攀升至7%附近。



来源: WIND, iFind, Bloomberg, 中信建投期货

供需失衡冲击美元与美债。在供给端持续扩张的同时，美债需求端的承接能力却面临考验。最近几年，美债供给端大幅扩张与需求端央行缩表、机构购买力用尽的矛盾已经逐渐显性化。事实上，美债供需问题在

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

2023-2025年已经引发了多次美元与债券市场波动，从财政部调整发债结构到美联储削减缩表速度，供需两端的努力均未能从根本上弥合矛盾。今年5月，随着市场风险偏好回落，美债连同日债、英债迎来集体大跌。而在未来的沃什时代下，美联储缩表政策的推进意味着央行对国债的边际需求将继续下降，这将为需求端带来新的冲击。

从更为宏大的视角看，美债问题的根源在于美国正处于长债务周期的尾声。美国财政赤字与经常项目赤字并存的宏观失衡状态，易引发市场对美国国债长期信用风险的担忧，进而在一定程度上削弱美元资产作为全球无风险资产的信誉。这客观上亦构成了美元的长期压力。

2.4 美元指数走势判断：中枢继续下移但幅度有限

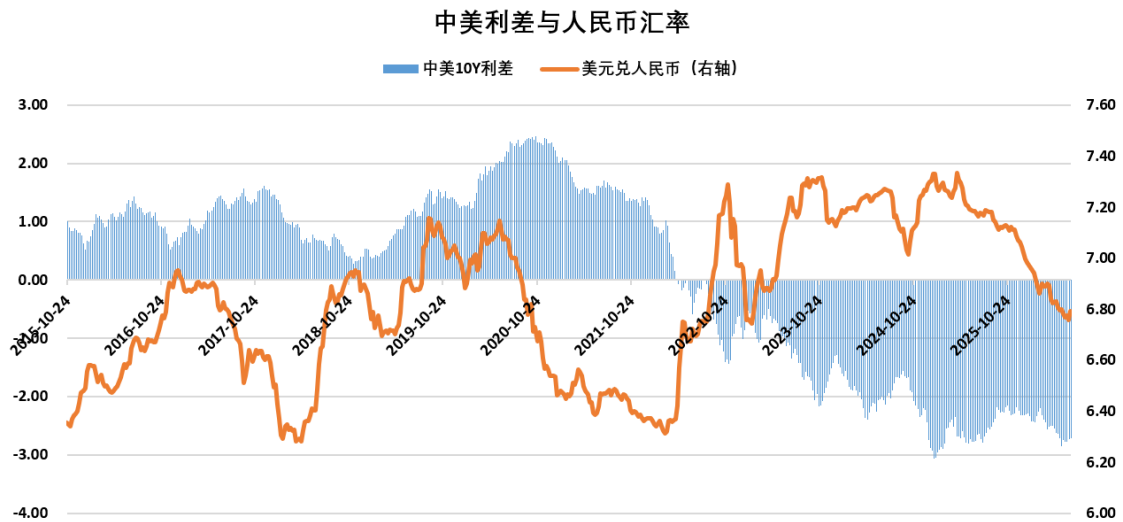
实际上，抛开中东地区冲突带来的美元跳涨以及6月议息会议的突然鹰派，美元走势符合我们在美元新周期的预测，而这一力量可能继续引领美元趋势行情。

核心逻辑：短期鹰派支撑美元反弹，中期美联储鹰派证伪、财政压力、去美元化趋势构成结构性压力，但AI投资浪潮下美国与无AI产业国家差异限制美元走弱幅度。

基准预测：美元指数下半年在96-104区间震荡，年底收于96-100附近。主要风险在于如果宏观经济指标逐步显现疲态，美联储的政策重心或将转向防范经济下行风险，一旦宽松预期转化为实际操作，短端利率可能会沿着风险中性利率通道下行，从而在边际上削弱美元的短期利差支撑。

三、下半年人民币走势展望：资金流入定价下的升值延续

3.1 定价逻辑转换：从利差驱动到资金流动



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 中信建投期货

中美利差是过往主要定价核心。2022年至2025年上半年，人民币汇率定价核心为中美利差。彼时中美利差深度倒挂，类套息交易主导资金从人民币流向美元。企业持汇观望行为普遍，出口企业获取美元收入后结汇意愿不强，选择获取美元利息收益。银行结售汇差额在高贸易顺差下反而转负，形成了过去几年“强出口+弱汇率”的背离局面。人民币汇率从6.3贬值至7.3附近，贬值幅度约16%，CFETS指数也从高位回落至100下方。这一阶段的定价逻辑具有鲜明的时代特征：汇率对中美利差的敏感度极高，美元指数也成为汇率走势的主要决定因素，企业行为呈现强烈的利差套利动机。人民币被动跟随美元波动，内生升值动能被压制。

但是，2025年下半年开始，形势出现明显变化。美联储开启降息后，美元趋势性走弱导致套息交易吸引力下降，资金开始从美元回流。企业结汇意愿明显增强，企业从“持汇观望”转向“主动结汇”，银行结售汇差额转正。同时，跨境资本由流出转为净流入，证券投资项下资金重回流入格局，4月涉外收付款证券投资项下资金净流入934亿元人民币，创2024年9月以来新高。

这一时期，汇率定价核心从“利差套利”转向“资金流动”，汇率与中美利差的相关性下降，与贸易顺差、结售汇数据的相关性增强。汇率更多由贸易顺差、结汇需求、资本流入等实际资金流动决定。人民币

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

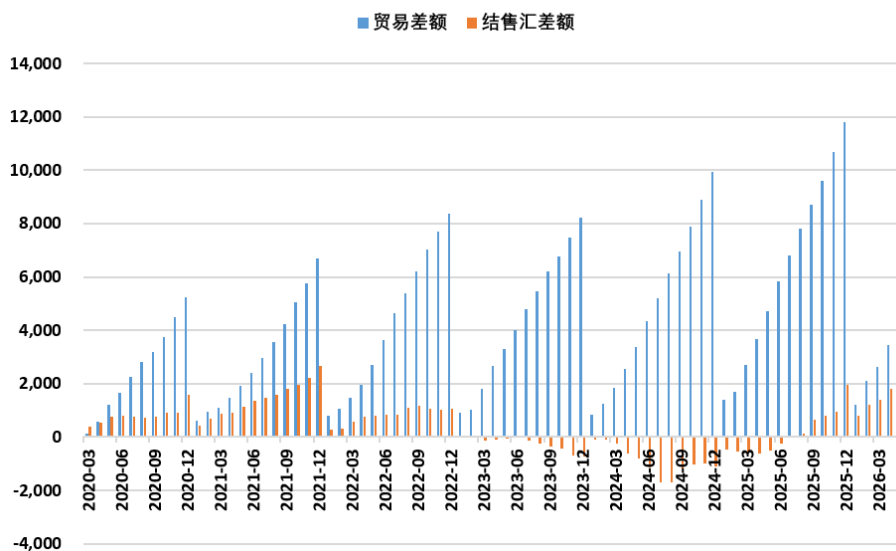
CFETS指数与美元走势同步走强，显示升值具有内生性而非单纯美元被动贬值。汇率的正反馈循环悄然形成，即汇率升值→结汇增加→人民币进一步升值。

3.2 趋势未变：资金流入将继续推升人民币

展望下半年，贸易顺差下的结汇需求与外资配置国内市场将继续成为人民币汇率的主要推升力量。

贸易顺差为结汇需求奠定基础。2026年前5个月我国货物贸易出口达11.91万亿元，同比增长11.8%，其中5月出口3767.8亿美元，同比增长19.4%。推动出口高增的核心动力在于产业竞争力的持续释放：机电产品出口增长18.4%，集成电路出口同比暴增110.9%，AI算力需求带动出口结构加速升级。尽管进口增速快于出口，顺差扩张幅度有所收窄，但5月单月顺差1054.3亿美元仍创历史同期新高。预计全年贸易顺差有望维持9000亿美元以上水平，继续为结汇提供坚实的基本面支撑。

国内贸易与结售汇差额累计值



来源: WIND, iFind, Bloomberg, 中信建投期货

结汇需求将推动资金流入。2026年前5个月银行累计结汇12675亿美元，结售汇顺差2145亿美元，跨境资金维持净流入格局。从2022-2024年“持汇观望”到2025年以来“主动结汇”，企业结汇意愿大幅提升。结汇潮的正反馈循环正在形成：汇率升值预期强化→企业加速结汇锁定利润→人民币买盘增加→汇率进一步升值。同

时，未结汇力量有望持续释放。过去几年，虽然中国出口规模逐年增长，贸易顺差规模接连扩大，但银行结售汇差额反而转负，积累了庞大的未结汇美元存量。这意味着即便当前结汇需求已较为旺盛，未来仍有进一步释放的空间。

跨境资本流动的结构性改善。跨境资本流动是人民币汇率的短期波动放大器，也是资金流入定价逻辑的重要组成部分。2026年以来，中国跨境资本流动迎来改善，在外商直接投资保持平稳情况下，证券投资则出现显著改善。4月涉外收付款证券投资项下资金净流入934亿元人民币，创2024年9月以来新高，反映出外资对人民币资产的配置意愿回升。

资金流入定价下的升值惯性。在贸易顺差高企、结汇需求旺盛、资本流入改善的三重驱动下，人民币有继续升值的惯性动力。资金流入定价逻辑一旦确立，正反馈循环将持续发挥作用——贸易顺差带来外汇流入，企业结汇增加人民币买盘，资本净流入进一步推升汇率，而汇率升值又反过来强化结汇意愿。这种内生性的升值动力，使得人民币汇率在下半年仍有上行空间。

3.3 人民币走势判断：继续上行但需关注央行调控

核心逻辑：在美元继续趋弱、人民币资金流入定价逻辑下，人民币继续走强相对明确。

然而，当前汇率可能已接近央行认为的“合理均衡水平”，继续大幅升值可能触发更强调控。在人民币过快上涨过程中，央行已经动用了逆周期因子、远期售汇业务外汇风险准备金率、跨境融资宏观审慎调节参数等工具对单边过快上涨进行调节。这意味着汇率已经越发接近当前的合理均衡水平，政策对进一步升值的容忍度正在下降。

基准预测：三季度可能因美元鹰派反弹而阶段性承压，年底汇率走势预计落在6.6-6.8区间。主要关注央行对继续升值的态度，尤其是6.7附近调控力度是否明显加大。

四、结论

2026年下半年全球外汇市场的主线是政策分化与预期反复。美元短期受鹰派支撑，但中长期结构性压力未消，呈中枢下移、幅度有限格局。人民币从利差定价转向资金流入定价，升值趋势明确但面临政策边界约束。非美货币则关注经济基本面对货币政策的压力。

美元展望：短期鹰派预期支撑美元反弹至100上方，但加息预期的兑现面临经济基本面与财政约束的双重制约。历史经验表明，由单一数据冲击或官员鹰派言论驱动的加息预期，持续性往往有限。预计美元指数下半年在96-104区间震荡，年底收于96-100附近。

人民币展望：资金流入定价逻辑下，贸易顺差、结汇需求、资本流入三重驱动为人民币提供持续升值动能。但央行“防范超调”的调控将约束升值速率和边界，汇率将呈现有管理的渐进式升值特征。年底人民币汇率预计落在6.6-6.8区间。

策略建议：对于持有美元负债的企业，建议在6.75-6.85区间建立对冲头寸；对于出口企业，应把握当前人民币升值窗口，及时结汇锁定利润；对于进口企业，可适度延后购汇，享受人民币升值带来的采购成本下降。整体而言，下半年人民币汇率将在双向波动中延续温和升值，市场主体需适应汇率波动常态化，做好风险管控。

重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。