

2026 年 06 月 21 日

人民币升值，还有多大空间？

——“汇率双周报”系列之十

近期，随着美元持续走强、人民币结售汇顺差边际收窄，市场上对人民币升值持续性的讨论逐渐增多。美元反弹会否成为升值的阻碍、“结汇潮”的支撑能否延续？本文分析，仅供参考。

相关研究

证券分析师

赵伟 A0230524070010
zhaowei@swsresearch.com
陈达飞 A0230524080010
chendf@swsresearch.com
李欣越 A0230524080004
lix@swsresearch.com
赵宇 A0230524080007
zhaoyu2@swsresearch.com
王茂宇 A0230521120001
wangmy2@swsresearch.com

联系人

李欣越 A0230524080004
lix@swsresearch.com

一、热点思考：人民币升值，还有多大空间？

（一）美元反弹会否成为阻碍？强势反弹会有影响，但本轮加息下的温和反弹影响或有限

2025 年 7 月以来，人民币一直在演绎与美元的“双强”格局；美元反弹背景下，人民币仍在升值。期间，美元震荡走强 4%，人民币仍逆势升值 6%。当前，人民币与美元的 12 个月动态相关性已回落至 -0.27，人民币升值已不再依赖美元回落，背后是资金面对人民币升值的持续助力：1) 2025 年 7 月以来，外资对中国股市的累计流入增加 338 亿美元。2) 人民币“结汇潮”也仍在延续。

历史回溯来看，2021 年的“双强”格局，是被美元强势反弹与基本面压力共同打破的；当下风险相对有限。1) 当前市场对美联储年内 1.6 次加息的预期已相对充分，实际节奏或相对偏缓；叠加美国经济“K 型”分化与政策扰动，美元难现强势反弹。2) 国内经济修复出现波折，但仍处于非典型“复苏”的早期阶段。前期支撑“双强”的资金面变化或是决定升值能否延续的关键。

（二）“结汇潮”能否延续？“流量盘”有贸易顺差支撑，“存量盘”的结汇惯性也有望维持

4-5 月结汇率走低或存季节性扰动，从结售顺差规模来看，当前仍处于历史高位。5 月人民币结汇率虽降至 50.9%，但或受二季度在港上市公司现金分红影响；同时，6 月以来人民币询价成交量已边际企稳。截至 5 月，银行代客结售汇累计顺差达 2631 亿美元，明显高于历史同期。

这一庞大的结汇额由“流量盘”与“存量盘”共同撬动；流量盘方面，AI 与新兴市场需求支撑出口韧性，企业的套保意愿也在相应抬升。1) AI 出口重构发达国家进口周期，或将是我国出口韧性的重要来源。2) 当前远期结汇率维持高位，或也说明贸易商整体提高了对出口收入的套保比率。

存量盘方面，2023 年以来积累的待结汇资金规模约 4000 亿美元；同时结汇的改善存在“惯性”。1) 2023-2025 年积累的潜在待结汇资金规模约 4000 亿美元，显著高于上一轮人民币升值周期前（2019-2021 年）积累的 2293 亿美元。2) 贸易商往往在人民币持续升值后才会加速结汇，这一行为具有一定的“惯性”，通常能持续 2 个季度以上，不会因为美元反弹等变化而快速逆转。

（三）“逆周期调节”会否扭转趋势？历史回溯来看，会熨平节奏、但难改变趋势

第一，汇率升值对出口总量层面影响并不显著；央行在升值背景下的“逆周期调节”也多与出口变化无关。汇率更多影响出口结构而非总量，数量效应与标价效应相互对冲，升值阶段出口增速未必走弱。历史回溯来看，央行汇率工具主要用于抑制单边的顺周期行为，与出口增速关联不大。

第二，历史回溯来看，央行的调节工具更多起到“调节节奏”作用，对趋势的影响或相对有限。以 2017 年 9 月下调外汇风险准备金率为例，人民币短暂调整后仍由 6.67 升至 6.29，但升值幅度由年化 11.2% 降至 4.3%；2020 年 10 月下调后，人民币亦在 3 日后重启升势。其他工具也类似。

第三，人民币国际化正当时，“坚挺且稳定”的币值或也更有利于国际化的推进。地缘格局演变下，货币互换扩围、跨境人民币结算占比提升，央行近期推进在离岸市场融合及境外央行回购工具，均有助于增强人民币资产吸引力；而币值坚挺且稳定，更能提升海外持有、结算和储备意愿。

二、大类资产&海外事件&数据：美伊停战协议达成，美联储鹰派“按兵不动”

美伊停战协议达成，全球股市多数上行。当周，标普 500 上涨 0.9%；10Y 美债收益率下行 2bp；美元指数上涨至 100.75，离岸人民币升至 6.7782；布油价格下跌 7.7% 至 80.6 美元/桶，COMEX 金价格上涨 0.3%，COMEX 银价格上涨 3.5%。

霍尔木兹海峡仅零星船只通过。自冲突开始以来，伊朗每日弹道导弹发射总量由 2 月 28 日的 438 枚下降至 6 月 16 日的 0 枚，无人机发射数量由 2 月 28 日的 345 架降至 6 月 16 日的 2 架。霍尔木兹海峡油轮船只通过数量从 2 月 28 日的 55 艘降至 6 月 18 日的 9 艘。

美联储 6 月 FOMC 例会偏“鹰”，美国 5 月零售销售强于预期。6 月 FOMC 例会维持利率不变，点阵图指引年内加息一次。沃什希望淡化前瞻指引，并设置五个“工作小组”具体推进改革议程；5 月美国零售销售环比 0.9%，机动车、家具 5 月环比分别回升到 1.2%、1.0%。

风险提示：地缘政治冲突升级；美国经济放缓超预期；美联储超预期转“鹰”



申万宏源研究微信服务号

目录

一、热点思考：人民币升值，还有多大空间？ 6

（一）美元反弹会否成为阻碍？强势反弹会有影响，但本轮加息下的温和反弹影响或有限.....6

（二）“结汇潮”能否延续？“流量盘”有贸易顺差支撑，“存量盘”的结汇惯性也有望维持8

（三）“逆周期调节”会否扭转趋势？历史回溯来看，会熨平节奏、但难改变趋势..... 11

二、大类资产&海外事件&数据：美伊停战协议达成，美联储

鹰派“按兵不动” 15

（一）大类资产：美伊停战协议达成，全球股市多数上行..... 15

（二）美债：TGA 规模上升，美债净发行下降..... 20

（三）美国财政：美国赤字规模高于去年同期水平 20

（四）中期选举：特朗普净支持率-19%..... 21

（五）美伊冲突：霍尔木兹海峡仅零星船只通过 22

（六）6 月 FOMC 例会决议：鹰派“按兵不动”，淡化前瞻指引，设置五个“工作小组” 22

（七）海外央行：美联储年内加息 50BP 概率提升 24

（八）零售：美国 5 月零售销售强于预期 27

（九）高频：失业金申领人数高于市场预期..... 28

三、全球宏观日历：关注美国 PMI、PCE 数据29

风险提示29

图表目录

图表 1：2025 年以来，人民币汇率与美元的走势	6
图表 2：2025 年 7 月以来，人民币与美元呈现双强	6
图表 3：人民币与美元的动态相关性再度转负	6
图表 4：1 月以来，人民币是少数兑美元升值货币之一	6
图表 5：EPFR 口径下，外资流入明显加速	7
图表 6：开年以来，人民币“结汇潮”仍在延续	7
图表 7：美联储加息，美元未必走强	8
图表 8：当前市场对年内联储加息定价已达 1.6 次	8
图表 9：2016 年以来的人民币与美元汇率走势	8
图表 10：便利性溢价，或仍是对美元的压制之一	8
图表 11：近期，结汇率确有一定回落	9
图表 12：港股二季度分红或对结汇率有一定影响	9
图表 13：美元兑人民币询价成交量已边际企稳	9
图表 14：银行代客结售汇顺差规模远超历史同期	9
图表 15：全球半导体销售额与我国 AI 出口增速	10
图表 16：我国与东盟 AI 产业链协同	10
图表 17：人民币远期结汇率明显走强	10
图表 18：年初以来，我国贸易顺差累计值仅次于去年	10
图表 19：企业、居民未结汇资金情况	11
图表 20：本轮潜在的“待结汇”资金约 4000 亿美元	11
图表 21：经常账户结汇率改善通常滞后于汇率升值	11
图表 22：经常账户售汇率走低通常与汇率升值同步	11
图表 23：“811”汇改以来，央行的主要的汇率调控工具	12
图表 24：我国出口与汇率呈现正相关关系	12
图表 25：我国出口份额与汇率同向变动	12
图表 26：近期逆周期因子使用幅度创历史新高	13
图表 27：工具使用后人民币升值延续、斜率放缓	13
图表 28：近年来，我国货币互换规模不断提升	13
图表 29：贸易中人民币的使用占比不断提升	13

图表 30: “币值坚挺”更利于人民币国际化	14
图表 31: 稳定的币值更利于人民币国际化.....	14
图表 32: 当周, 发达市场股指多数上涨	15
图表 33: 当周, 新兴市场股指多数上涨	15
图表 34: 当周, 美国标普 500 行业多数上涨	15
图表 35: 当周, 欧元区行业多数下跌	15
图表 36: 当周, 恒生指数悉数下跌	16
图表 37: 当周, 行业方面多数下跌	16
图表 38: 当周, 发达国家 10Y 国债收益率多数下跌	16
图表 39: 当周, 美、英、德 10Y 国债收益率走势	16
图表 40: 当周, 新兴市场 10Y 国债收益率多数上行	17
图表 41: 当周, 巴西、土耳其 10Y 收益率走势	17
图表 42: 美元指数上涨, 其他货币兑美元悉数下跌.....	17
图表 43: 当周, 欧元兑美元走势	17
图表 44: 当周, 主要新兴市场兑美元多数下跌.....	17
图表 45: 当周, 美元兑雷亚尔和韩元走势.....	17
图表 46: 当周, 美元兑人民币上涨至 6.7782	18
图表 47: 当周, 美元兑在岸人民币下跌至 6.7623	18
图表 48: 当周, 大宗商品价格多数下跌	18
图表 49: 当周, WTI 原油、布伦特原油下跌	19
图表 50: 当周, 焦煤、螺纹钢价格下跌	19
图表 51: 当周, LME 铜价格上涨、LME 铝价格下跌	19
图表 52: 当周, 通胀预期下行 4bp 至 2.25%	19
图表 53: 当周, COMEX 金、COMEX 银价格上涨	19
图表 54: 当周, 10Y 美债实际收益率上行至 2.21%	19
图表 55: 美国 TGA 规模上升	20
图表 56: 美债净发行规模本周下降	20
图表 57: 美国 2026 财政赤字高于去年同期水平	20
图表 58: 今年财政支出高于去年同期水平.....	20
图表 59: 美国 2026 年财政收入高于去年同期	21
图表 60: 美国 2026 年关税收入大幅高于去年同期	21

图表 61：特朗普总统职位支持率	21
图表 62：国会支持率.....	21
图表 63：特朗普总统的净支持率	21
图表 64：polymarket 参议院概率.....	21
图表 65：民主党、共和党众议院预测席位走势.....	22
图表 66：民主党、共和党参议院预测席位走势.....	22
图表 67：伊朗日度导弹与无人机发射量	22
图表 68：霍尔木兹海峡航运船只数量	22
图表 69：6 月 FOMC 例会声明	23
图表 70：2026 年 6 月经济预测摘要	23
图表 71：6 月 FOMC 例会期间汇率表现	24
图表 72：6 月 FOMC 例会期间黄金、原油表现	24
图表 73：6 月 FOMC 例会期间美股表现	24
图表 74：6 月 FOMC 例会期间美债利率表现.....	24
图表 75：本周，美联储维持利率不变概率下降.....	25
图表 76：市场预期欧央行在 9 月再加息(6 月 19 日).....	25
图表 77：市场预期美联储 2026 年 9 月加息（BP，截止 6 月 19 日）	25
图表 78：联储官员倾向（截止 6 月 19 日）	25
图表 79：本周美联储官员发言	26
图表 80：本周欧央行官员发言	26
图表 81：美联储点阵图及市场预期（截止 6 月 19 日）	27
图表 82：美国 5 月零售销售环比 0.9%.....	27
图表 83：当周初申领失业金人数（非季调）	28
图表 84：当周持续申领失业金人数（非季调）	28
图表 85：周度职位空缺数持续回落	28
图表 86：美国州层面的失业压力不大	28
图表 87：美国红皮书零售指数回升	28
图表 88：美国经济增速高频指标改善	28
图表 89：全球主要宏观经济数据日历	29

近期，随着美元持续走强、人民币结售汇顺差边际收窄，市场上对人民币升值持续性的讨论逐渐增多。美元反弹会否成为升值的阻碍、“结汇潮”的支撑能否延续？

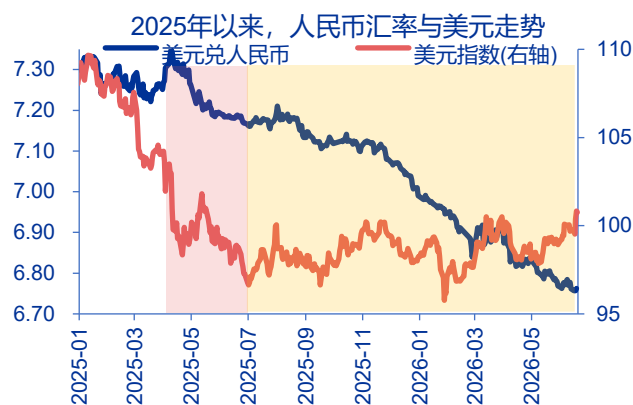
一、热点思考：人民币升值，还有多大空间？

（一）美元反弹会否成为阻碍？强势反弹会有影响，但本轮加息下的温和反弹影响或有限

有观点认为，美联储重回加息周期、叠加地缘局势的不断扰动，可能使强美元再现，导致人民币升值告一段落。这一观点或存一定偏颇。

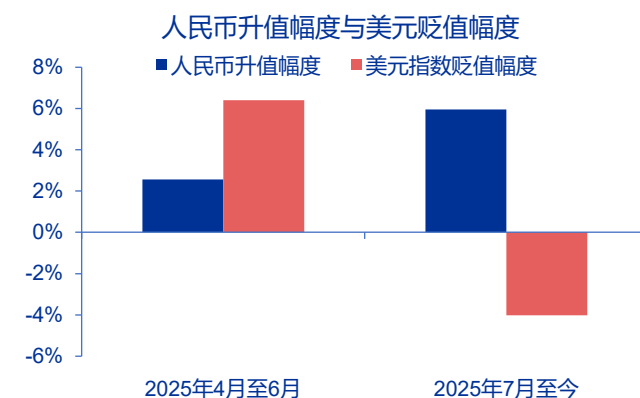
一方面，2025年7月以来，人民币一直在演绎与美元的“双强”格局；美元反弹背景下，人民币仍在持续升值。2025年4月以来的人民币升值大致可分为两个阶段：第一阶段，2025年4月至6月，期间美元指数回落6.4%、是人民币升值2.6%的主要驱动；第二阶段，2025年7月以来，美元震荡走强4.0%，但人民币依然逆势升值6.0%。当前，人民币与美元的12个月动态相关性已回落至-0.27；这是“811”汇改以来动态相关性的第二次转负，近期的人民币升值已不再依赖美元被动回落。

图表 1：2025 年以来，人民币汇率与美元的走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 2：2025 年 7 月以来，人民币与美元呈现双强



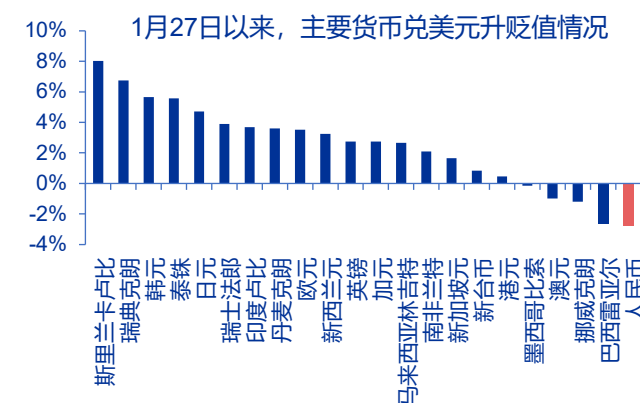
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 3：人民币与美元的动态相关性再度转负



资料来源：Wind，申万宏源研究

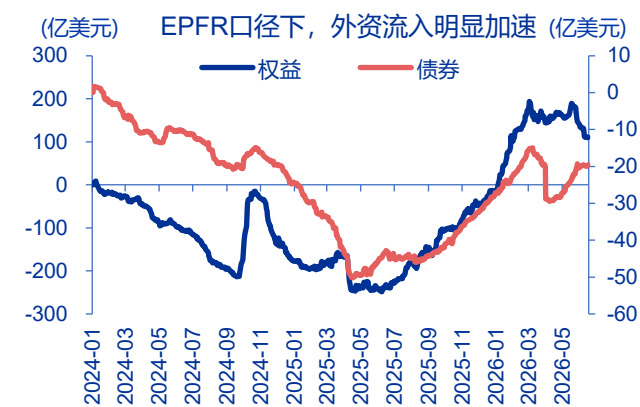
图表 4：1 月以来，人民币是少数兑美元升值货币之一



资料来源：Wind，申万宏源研究

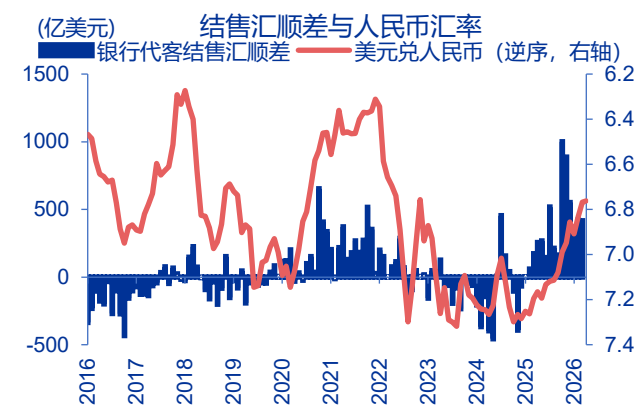
这一现象的背后，是资金面对人民币升值的持续助力。1) 全球资金“再平衡”的背景下，从 EPFR 追踪的外资流向来看，2025 年 7 月以来：权益市场，外资对中国的累计流入增加 338.3 亿美元，即便地缘扰动下的 3 月至 5 月，外资流入额也维系了相当的韧性、仅外流 25.2 亿美元；债券市场，即便美中利差不断走阔，外资对中国的累计流入仍增加 24.0 亿美元。2) 年初以来，人民币“结汇潮”仍在延续。1-5 月，银行代客结售汇顺差规模高达 2631 亿美元，为 2010 年以来同期最高。

图表 5：EPFR 口径下，外资流入明显加速



资料来源：EPFR，申万宏源研究

图表 6：开年以来，人民币“结汇潮”仍在延续



资料来源：Wind，申万宏源研究

另一方面，历史回溯来看，2021 年的“双强”格局，是被美元强势反弹与基本面压力共同打破的；当下风险相对有限。2016 年以来，人民币第二次演绎与美元的“双强格局”，彼时的人民币升值因 2022 年“赶作业”式加息带来的美元强势反弹以及国内经济基本面的下行压力而戛然而止。

首先，加息并不意味着美元会大幅走强，特朗普的政策不确定性对美元也有压制。第一，主导汇率波动的不是政策利差而是市场利差，在 2004 年、2016 年的加息周期初期，均出现过美元震荡偏弱的情形。当前市场已经计价了年内 1.6 次的加息预期，但中期选举的政治压力或导致加息相对后置、油价的回落也可能带来加息预期的降温；市场对年内加息计价或已相对充分，预期落地并不必然导致美元大幅走强。第二，美国经济的“K 型”分化或压制美联储的加息节奏，特朗普带来的政策不确定性也在压制美元的便利性溢价¹。双重压制下，美元的反弹或是温和的、而非迅猛的。除非美元打破当前“箱体震荡”格局后大幅走强，否则给人民币带来的外部压力或相对有限。

其次，国内经济修复的波折部分可能源于中短期因素扰动，经济仍处于非典型“复苏”的早期阶段。2025 年三季度经济周期的“大底”已现，年初以来经济延续修复态势。4-5 月的数据波折，有多重因素影响，部分可能源于中短期因素扰动。全年实际 GDP 增速或呈现“类 N 型”、名义 GDP 逐季抬升。²

更多分析¹ 可参考报告《沃什是否会“提前加息”？》。

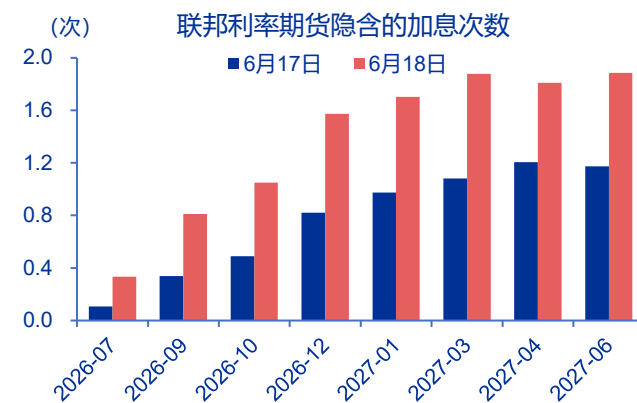
² 更多分析可参考报告《大分化下的非典型“复苏”》。

图表 7：美联储加息，美元未必走强



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 8：当前市场对年内联储加息定价已达 1.6 次



资料来源：彭博，Wind，申万宏源研究

图表 9：2016 年以来的人民币与美元汇率走势



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 10：便利性溢价，或仍是对美元的压制之一



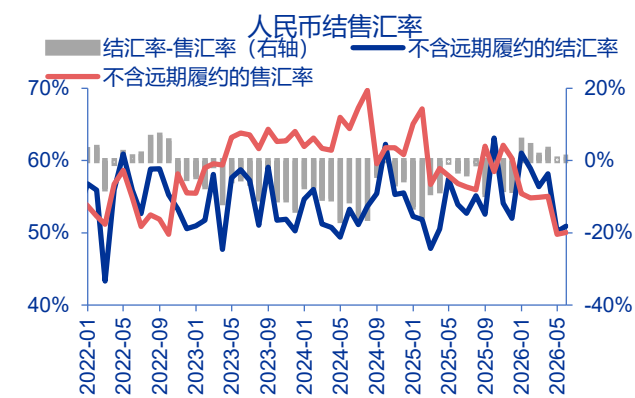
资料来源：彭博，Wind，申万宏源研究

(二) “结汇潮”能否延续？“流量盘”有贸易顺差支撑，“存量盘”的结汇惯性也有望维持

有观点认为，“结汇潮”已边际放缓，出口韧性也未必持续；资金面的边际变化或导致人民币升值的终结。这一观点同样存在一定问题。

结汇率走低或存季节性扰动，从结售顺差规模来看，当前仍处于历史高位。4 月和 5 月，人民币不含远期履约的结汇率分别录得 50.2%、50.9%，较年初显著走低。但一方面，内地在港股上市的公司多在二季度进行现金分红，这一季节性行为或对结汇率有一定扰动；另一方面，从高频数据来看，6 月以来，美元兑人民币询价成交量已边际企稳，且仍维持在相对高位。截至 5 月，银行代客结售汇累计顺差规模高达 2631 亿美元，规模远超历史同期、速度也并未放缓。

图表 11：近期，结汇率确有一定回落



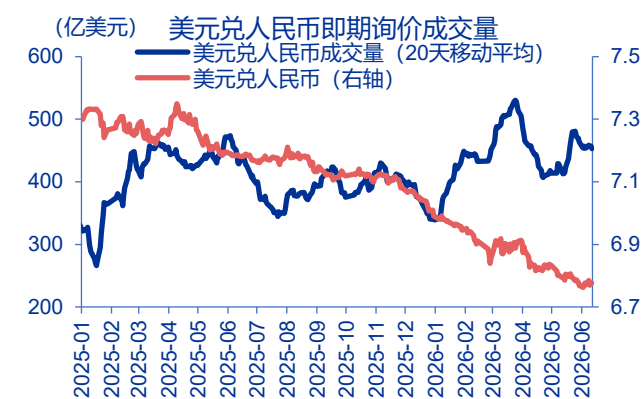
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 12：港股二季度分红或对结汇率有一定影响



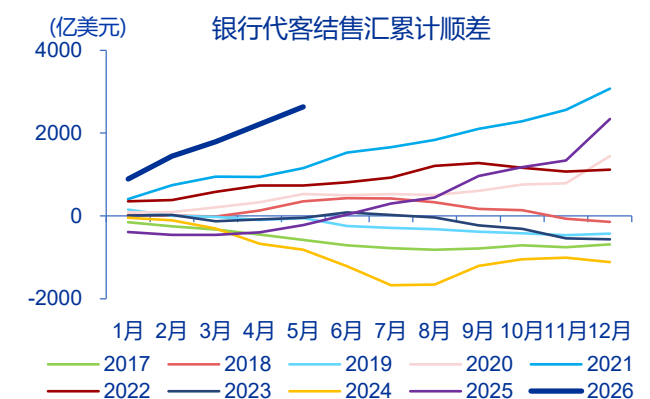
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 13：美元兑人民币询价成交量已边际企稳



资料来源：彭博，申万宏源研究

图表 14：银行代客结售汇顺差规模远超历史同期



资料来源：彭博，申万宏源研究

这一庞大的结汇额由“流量盘”与“存量盘”共同撬动；流量盘方面，AI 与新兴市场支撑下，出口或维持韧性，而企业的套保意愿也在相应抬升。1) 一方面，AI 出口重构发达国家进口周期，这或将是我国出口韧性的重要来源。AI 革命对我国出口的影响包括两方面，一是直接拉动我国 AI 出口走强，二是通过带动发达国家生产资料“超额进口”、拉动新兴国家工业化提速，进而拉动我国对新兴国家生产资料出口。³2) 另一方面，当前远期结汇率维持高位，或也说明在人民币持续升值背景下，贸易商整体也提高了对出口收入的套保比率。

³ 更多分析可参考报告《出口会否重演 2025 年“情境”？》。

图表 15: 全球半导体销售额与我国 AI 出口增速



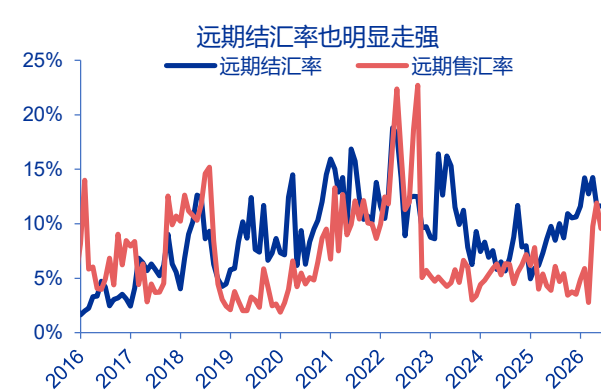
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图表 16: 我国与东盟 AI 产业链协同



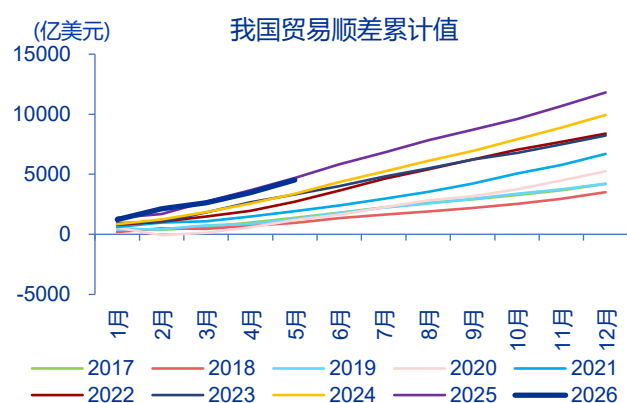
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图表 17: 人民币远期结汇率明显走强



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图表 18: 年初以来, 我国贸易顺差累计值仅次于去年

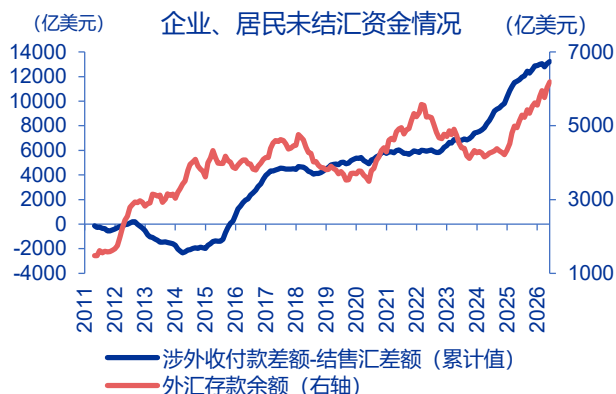


资料来源: Wind, 申万宏源研究

存量盘方面, 2023 年以来积累的待结汇资金规模约 4000 亿美元; 同时结汇的改善存在“惯性”, 存量盘的“撬动”仍有望延续。1) 2023-2025 年积累的潜在待结汇资金规模约 4000 亿美元, 显著高于上一轮人民币升值周期前 (2019-2021 年) 积累的 2293 亿美元, 后续结汇力量仍有释放空间。2) 历史回溯来看, 人民币一旦走强, 售汇率往往应声回落; 但结汇率的改善却通常滞后约 2 个季度。这主要是因为, 前者的参与主体以投机者为主, 而后者则以贸易商为主; 贸易商可以部分通过套保合约等对冲汇率风险, 往往在人民币持续升值后才会加速结汇, 而这一行为也往往具有一定的“惯性”, 并不会因为美元反弹等变化而快速逆转。⁴

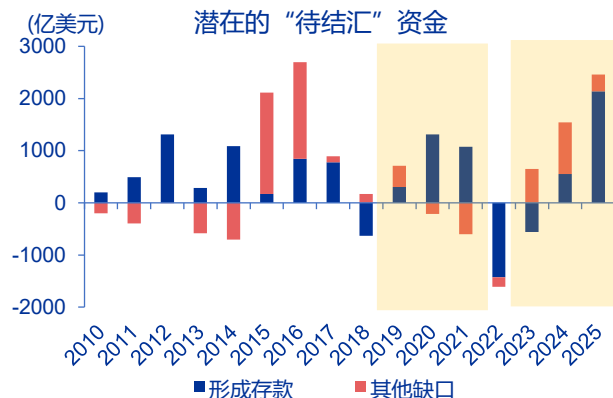
⁴ 更多分析可参考报告《人民币升值, “结汇潮”的助推?》。

图表 19：企业、居民未结汇资金情况



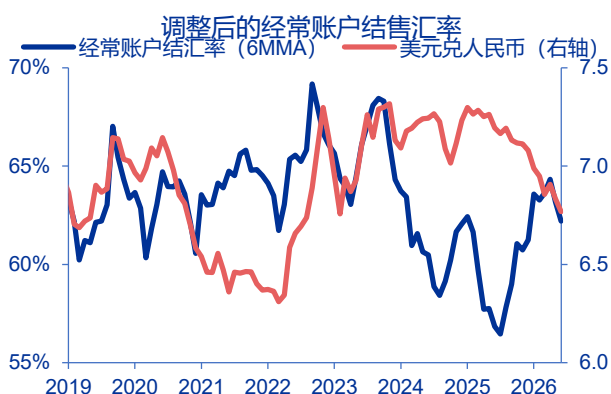
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 20：本轮潜在的“待结汇”资金约 4000 亿美元



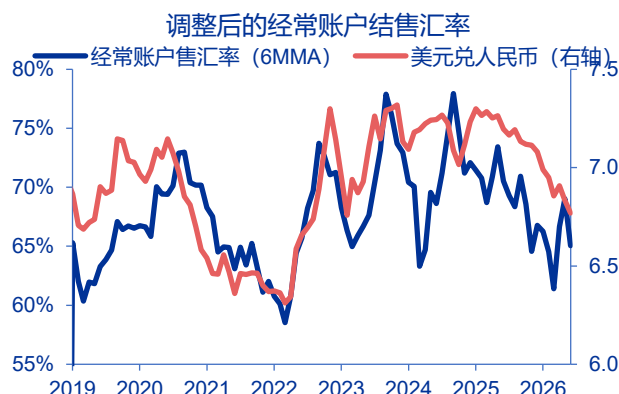
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 21：经常账户结汇率改善通常滞后于汇率升值



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 22：经常账户售汇率走低通常与汇率升值同步



资料来源：Wind，申万宏源研究

(三) “逆周期调节”会否扭转趋势？历史回溯来看， 会熨平节奏、但难改变趋势

有观点认为，人民币升值利空出口，这或导致央行出台更多“逆周期”调节政策，进而逆转人民币升值趋势。这一观点也存在一定误区。

第一，汇率升值对出口总量层面影响并不显著；央行在升值背景下的“逆周期调节”也多与出口变化无关。1) 汇率对出口的影响更多体现在结构层面。从总量来看，我国出口增速与汇率在大部分时间里呈现正相关关系，汇率升值阶段出口增速并未明显走弱。背后的原因在于，汇率影响同时存在数量效应⁵与标价效应⁶，二者会互相对冲。2) 历史回溯来看，央行下调外汇风险准备金、上调外汇存款准备金率、下调跨境融资宏观审慎调节参数等工具的使用均发生在人民币快速升值的背景下，而彼时出

⁵ 数量效应：汇率被动升值不会利空出口，汇率主动升值时会影响出口。大部分时间里，汇率升值往往是出口改善的“结果”，也即被动升值，此时汇率升值不会利空出口；而若汇率波动源于出口以外的因素时，汇率升值会影响出口。

⁶ 标价效应：贸易结算中人民币占比上升，人民币升值会折算更多美元，推高美元计价出口读数。近年来，贸易结算中人民币结算占比持续抬升，人民币升值时，同等规模的人民币可折算为更多美元，推高美元计价的出口金额读数，对冲甚至逆转出口下行压力。

口增速多未下滑。这说明，央行的汇率工具重在防止市场顺周期行为的过快强化、缓解汇率单边过快升值，而与出口增速变化关系不大。⁷

图表 23：“811” 汇改以来，央行的主要的汇率调控工具



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 24：我国出口与汇率呈现正相关关系



资料来源：iFinD，申万宏源研究

图表 25：我国出口份额与汇率同向变动



资料来源：CEIC，申万宏源研究

第二，央行针对外汇市场的调节工具更多起到“调节奏”的作用，对整体趋势的影响相对有限。以央行两次下调外汇风险准备金率为例，2017 年 9 月 8 日下调后，人民币汇率在 15 个交易日内快速调整 3.2%，随后再度由 6.67 升值至 6.29，但升值节奏由工具使用前的年化 11.2% 降至工具使用后的 4.3%；2020 年 10 月 9 日也与之类似，人民币在 3 个交易日快速调整 0.4%，随后再度由 6.74 升至 6.47，工具使用同样更多起到放缓升值节奏的作用，对趋势的影响相对有限。⁸

更多分析可参考报告《打破共识：汇率升值利空出口？》。

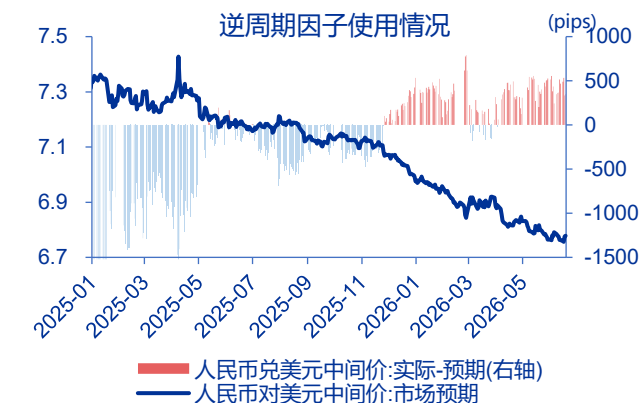
⁸ 更多分析可参考报告《人民币升值，“休止”还是“变奏”？》。

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

第12页 共31页

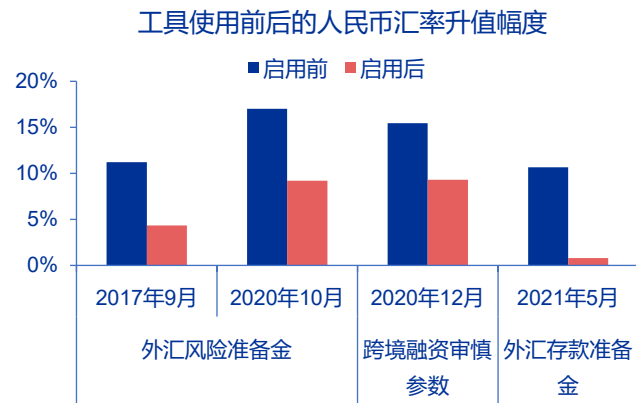
简单金融 成就梦想

图表 26：近期逆周期因子使用幅度创历史新高



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 27：工具使用后人民币升值延续、斜率放缓



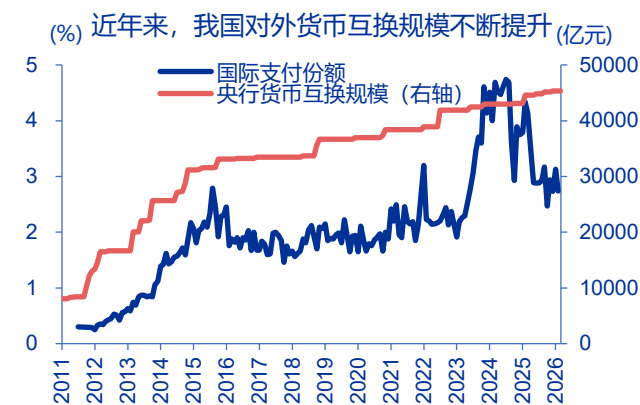
资料来源：Wind，申万宏源研究

注：此处计算均标准化为年化涨跌幅。

第三，人民币国际化正当时，“坚挺且稳定”的币值或更有利于国际化的推进。

地缘格局演变下，石油美元体系边际松动，我国货币互换扩围、跨境贸易人民币结算占比提升，正持续拓展国际使用场景。⁹近期相关部署正快速加码，6月17日陆家嘴论坛上，央行宣布将促进在岸和离岸市场融合、并将创设境外央行回购工具；这将增强人民币资产的流动性、便利性，有助于提升海外主体持有和储备人民币意愿。这一背景下，坚挺且稳定的币值或更有利于人民币国际化的推进。

图表 28：近年来，我国货币互换规模不断提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 29：贸易中人民币的使用占比不断提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

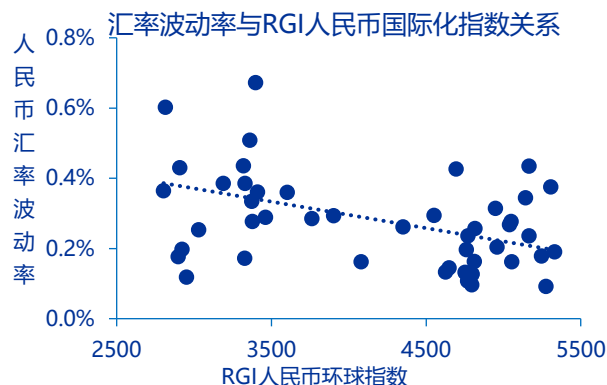
⁹ 更多分析可参考报告《地缘冲突中，人民币何以“新高”？》。

图表 30：“币值坚挺”更利于人民币国际化



资料来源：申万宏源研究

图表 31：稳定的币值更利于人民币国际化



资料来源：彭博，申万宏源研究

通过研究，本文发现：

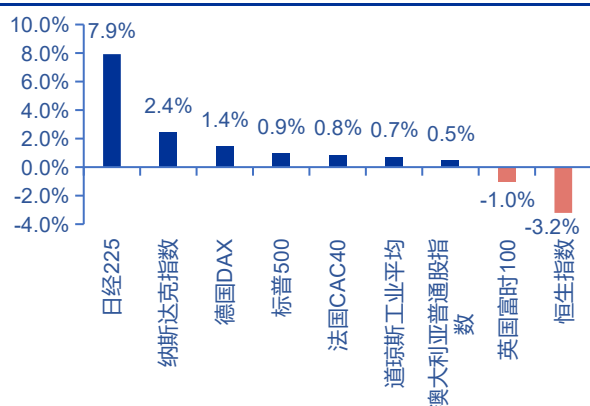
- 1、部分观点认为，美联储重回加息周期、叠加地缘扰动，或使强美元再现，导致人民币升值告一段落。但一方面，2025 年 7 月以来，人民币一直在演绎与美元的“双强”格局；美元反弹背景下，人民币仍在持续升值。另一方面，加息并不意味着美元会大幅走强，特朗普的政策不确定性对美元也有一定压制。当前市场对年内 1.6 次加息预期的计价已相对充分，实际节奏或相对偏缓。叠加美国经济 K 型分化与政策扰动，美元反弹或较温和，对人民币的外部压力也相对有限。
- 2、部分观点认为，“结汇潮”已边际放缓、出口韧性也未必持续；资金面的变化或导致升值的终结。实际上，结汇率走低或存季节性扰动，从结售顺差规模来看，当前仍处于历史高位。截至 5 月，银行代客结售汇累计顺差达 2631 亿美元，明显高于历史同期。这一庞大的结汇额由“流量盘”与“存量盘”共同撬动。1) 流量盘方面，AI 与新兴市场需求支撑出口韧性，企业的套保意愿也在相应抬升。2) 存量盘方面，2023 年以来已积累约 4000 亿美元“待结汇资金”，贸易商结汇行为多存在一定“滞后”与“惯性”；后续存量结汇的释放仍可期待。
- 3、部分观点认为，升值利空出口，这或导致央行出台更多“逆周期”调节政策，进而逆转汇率趋势。第一，汇率升值对出口总量层面影响并不显著；央行在升值背景下的“逆周期调节”也多与出口变化无关。第二，历史回溯来看，央行的调节工具更多起到“调节奏”作用，对趋势的影响或相对有限。第三，人民币国际化正当时，“坚挺且稳定”的币值或也更有利于国际化的推进。

二、大类资产&海外事件&数据：美伊停战协议达成， 美联储鹰派“按兵不动”

（一）大类资产：美伊停战协议达成，全球股市多数上行

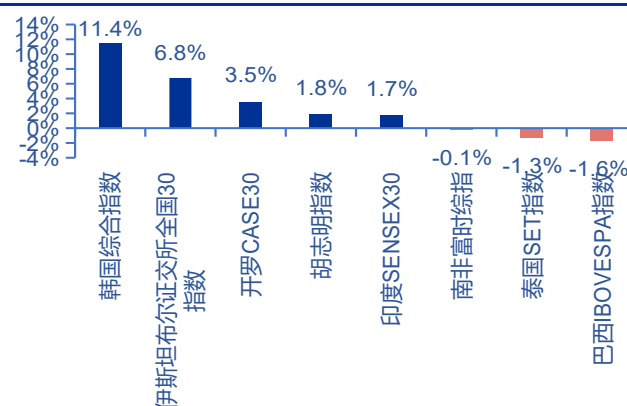
当周，发达市场股指多数上涨，新兴市场股指多数上涨。发达市场股指方面，日经225、纳斯达克指数、德国DAX分别上涨7.9%、2.4%、1.4%；新兴市场股指方面，韩国综合指数、伊斯坦布尔证交所全国30指数、开罗CASE30分别上涨11.4%、6.8%、3.5%。

图表 32：当周，发达市场股指多数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

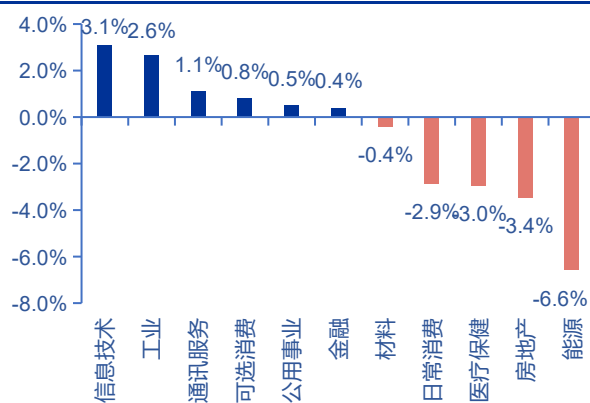
图表 33：当周，新兴市场股指多数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

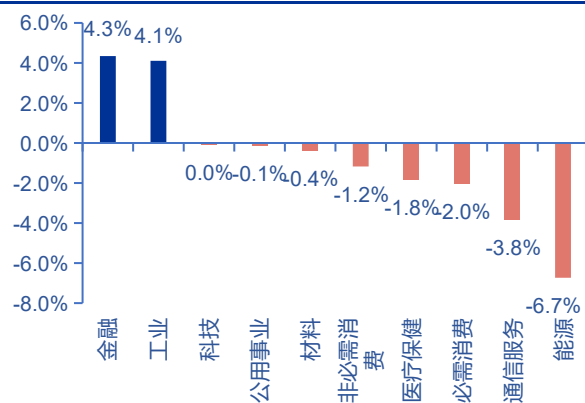
当周，美国标普500行业多数上涨。信息技术、工业、通讯服务分别上涨3.1%、2.6%、1.1%，能源、房地产、医疗保健分别下跌6.6%、3.4%、3.0%；欧元区行业多数下跌，能源、通讯服务、必需消费分别下跌6.7%、3.8%、2.0%，金融、工业分别上涨4.3%、4.1%。

图表 34：当周，美国标普500行业多数上涨



资料来源：Wind，申万宏源研究

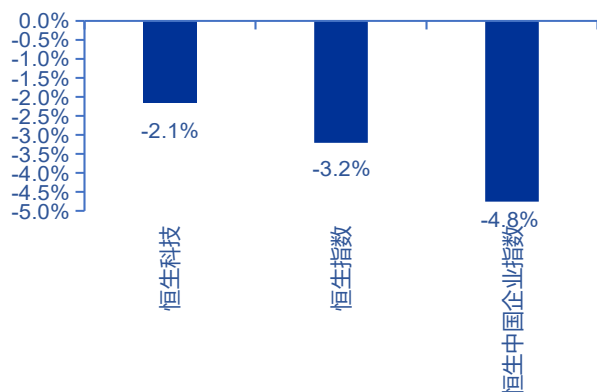
图表 35：当周，欧元区行业多数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

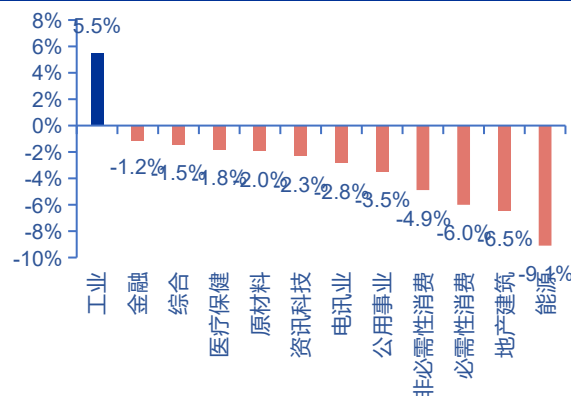
当周，恒生指数悉数下跌，行业方面多数下跌。恒生中国企业指数、恒生指数、恒生科技分别下跌 4.8%、3.2%、2.1%。行业方面，能源、地产建筑、必需性消费分别下跌 9.1%、6.5%、6.0%，工业上涨 5.5%。

图表 36：当周，恒生指数悉数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

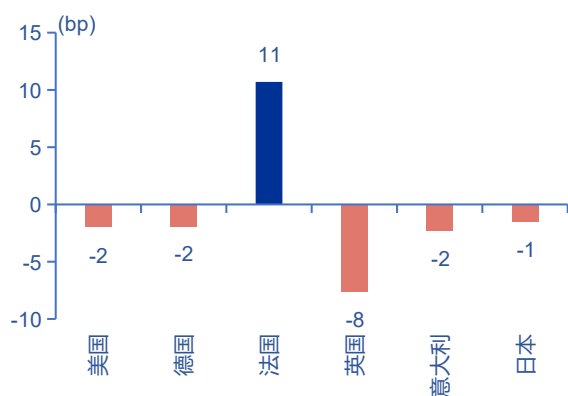
图表 37：当周，行业方面多数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

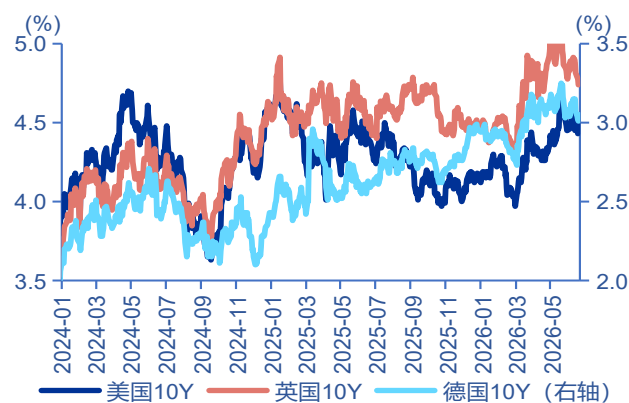
当周，发达国家 10 年期国债收益率多数下跌。美国 10 年期国债收益率下行 2.0bp 至 4.46%，德国 10 年期国债收益率下行 2.0bp 至 3.05%，法国 10 年期国债收益率上行 10.7bp 至 3.74%，英国 10 年期国债收益率下行 7.62bp 至 4.74%，意大利 10 年期国债收益率下行 2.3bp 至 3.71%，日本 10 年期国债收益率下行 1.5bp 至 2.63%。

图表 38：当周，发达国家 10Y 国债收益率多数下跌



资料来源：Wind，申万宏源研究

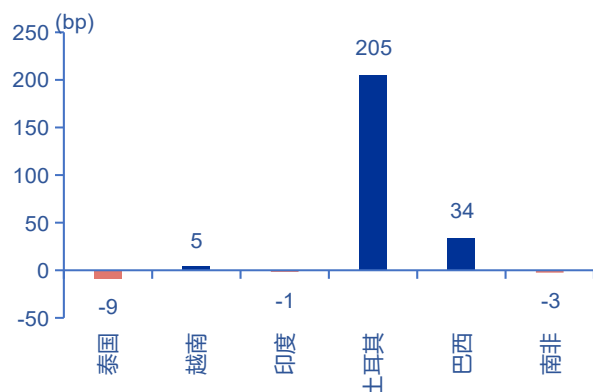
图表 39：当周，美、英、德 10Y 国债收益率走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

当周，新兴市场 10 年期国债收益率多数上行。土耳其上行 205.0bp 至 33.43%，巴西上行 34.0bp 至 14.82%，越南上行 4.7bp 至 4.53%，泰国下行 8.9bp 至 2.09%，印度下行 0.8bp 至 6.86%，南非下行 2.5bp 至 8.48%。

图表 40: 当周, 新兴市场 10Y 国债收益率多数上行



资料来源: Wind, 申万宏源研究

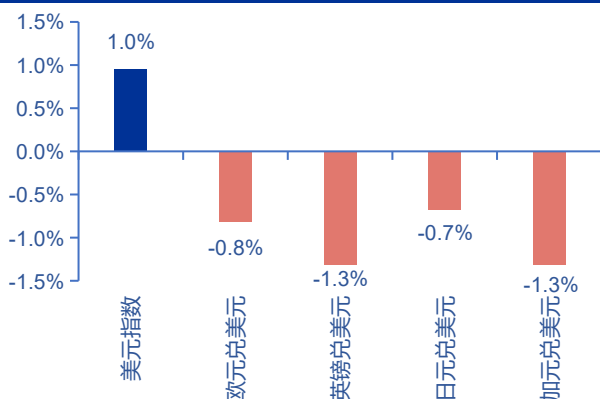
图表 41: 当周, 巴西、土耳其 10Y 收益率走势



资料来源: Wind, 申万宏源研究

当周, 美元指数上涨, 其他货币兑美元悉数下跌。美元指数上涨至 100.75, 欧元兑美元贬值 0.8%, 英镑兑美元贬值 1.3%, 日元兑美元贬值 0.7%, 加元兑美元贬值 1.3%。主要新兴市场货币兑美元多数下跌, 巴西雷亚尔兑美元贬值 1.8%, 菲律宾比索兑美元升值 0.1%, 韩元兑美元贬值 0.7%, 印尼卢比兑美元升值 0.7%, 埃及镑兑美元升值 3.9%, 墨西哥比索兑美元贬值 0.6%, 土耳其里拉兑美元贬值 0.4%。

图表 42: 美元指数上涨, 其他货币兑美元悉数下跌



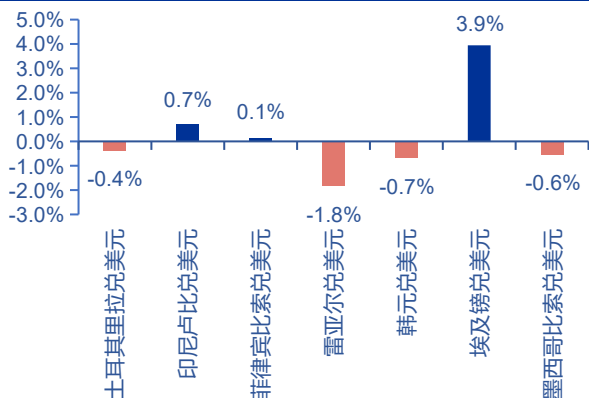
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图表 43: 当周, 欧元兑美元走势



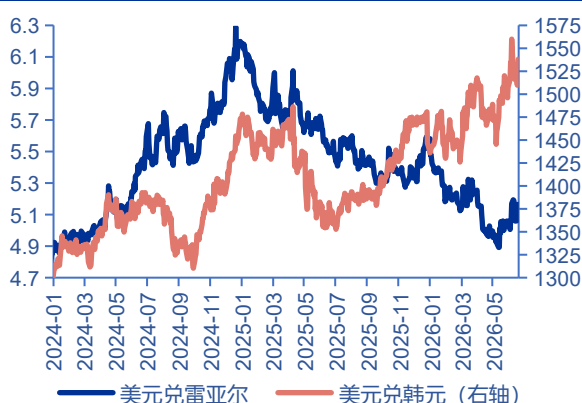
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图表 44: 当周, 主要新兴市场兑美元多数下跌



资料来源: Wind, 申万宏源研究

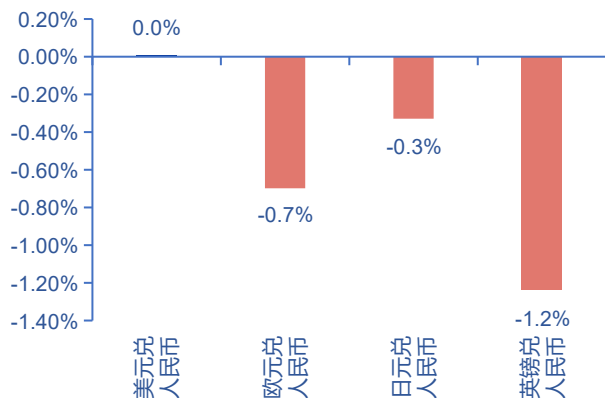
图表 45: 当周, 美元兑雷亚尔和韩元走势



资料来源: Wind, 申万宏源研究

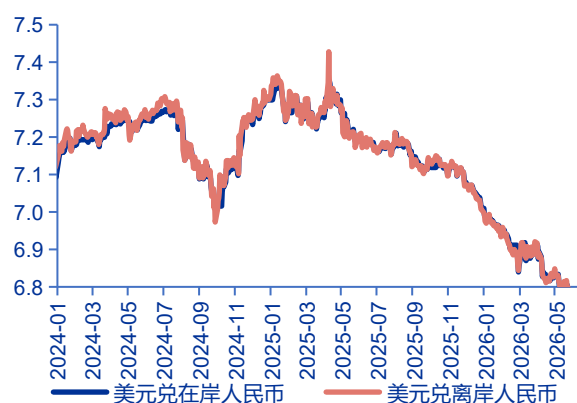
当周，人民币兑美元贬值。美元兑在岸、离岸人民币汇率分别变动至 6.7623 和 6.7782，日元兑人民币贬值 0.3%，英镑兑人民币贬值 1.2%，欧元兑人民币贬值 0.7%。

图表 46：当周，美元兑人民币上涨至 6.7782



资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 47：当周，美元兑在岸人民币下跌至 6.7623



资料来源：Wind，申万宏源研究

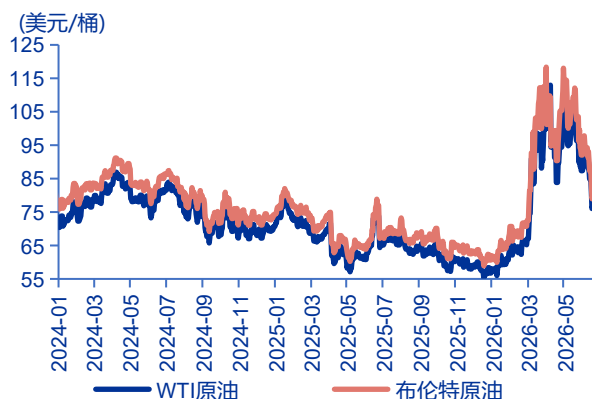
当周，大宗商品价格多数下跌。布伦特原油价格下跌 7.7%至 80.6 美元/桶，WTI 原油价格下跌 9.8%至 76.6 美元/桶，LME 镍价格上涨 1.6%至 17940 美元/吨，玻璃价格下跌 1.3%至 978 元/吨，生猪价格下跌 1.4%至 11650 元/吨。

图表 48：当周，大宗商品价格多数下跌

类别	品种	2026-06-19	2026-06-12	2026-06-05	2026-05-29	2026-05-22
原油	WTI原油	-9.8%	-6.3%	3.6%	-9.6%	-8.4%
	布伦特原油	-7.7%	-6.2%	1.1%	-11.1%	-5.2%
贵金属	COMEX黄金	0.3%	-2.6%	-4.9%	0.3%	0.1%
	COMEX银	3.5%	-1.9%	-7.9%	-1.2%	0.0%
有色	LME铜	1.7%	-0.8%	0.8%	0.4%	0.0%
	LME铝	-2.7%	-3.8%	-0.4%	1.2%	1.8%
	LME镍	1.6%	-4.7%	-2.1%	2.0%	1.0%
	LME锌	2.7%	-0.9%	1.1%	0.2%	0.2%
黑色	玻璃	-1.3%	-2.3%	-4.4%	3.6%	-1.6%
	焦煤	-6.7%	-6.1%	13.5%	10.6%	-5.1%
	沥青	-11.9%	2.7%	3.6%	-6.9%	1.2%
	铁矿石	-2.2%	-0.3%	-2.2%	-1.1%	-2.2%
	螺纹钢	-0.8%	0.4%	0.2%	-0.3%	-2.0%
农产品	生猪	-1.4%	3.1%	10.1%	-4.4%	3.7%
	棉花	1.9%	-0.9%	-1.1%	1.3%	-1.2%
	豆粕	0.1%	0.8%	-2.4%	0.0%	0.4%
	豆油	-0.1%	-1.0%	-1.3%	0.6%	0.8%

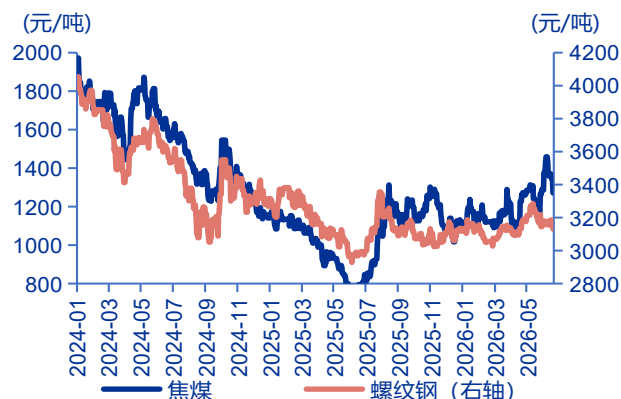
资料来源：Wind，申万宏源研究

图表 49: 当周, WTI 原油、布伦特原油下跌



资料来源: Wind, 申万宏源研究

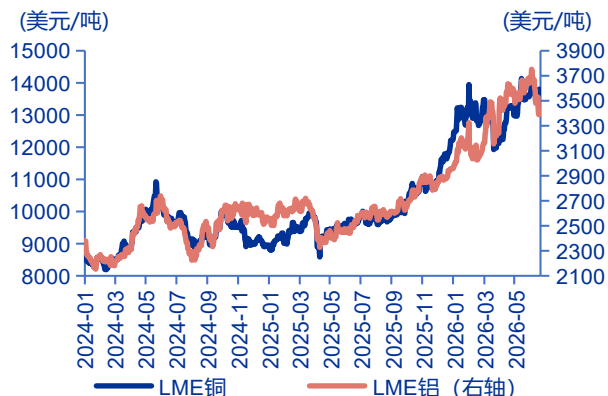
图表 50: 当周, 焦煤、螺纹钢价格下跌



资料来源: Wind, 申万宏源研究

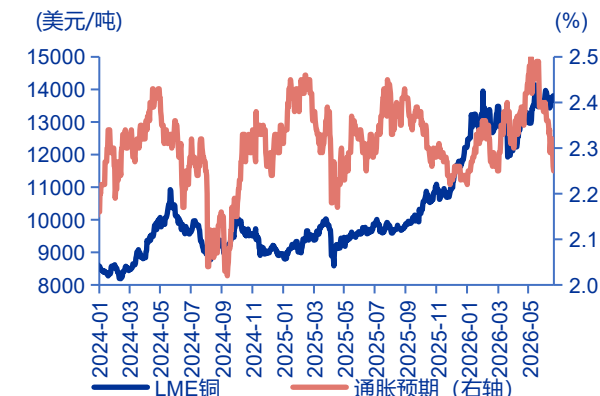
当周, 有色金属价格多数上涨、贵金属价格悉数上涨。LME 铝下跌 2.7%至 3400 美元/吨, LME 铜上涨 1.7%至 13684 美元/吨; 通胀预期下行 4bp 至 2.25%; COMEX 银价格上涨 3.5%至 66.3 美元/盎司, COMEX 金价格上涨 0.3%至 4223.7 美元/盎司; 10Y 美债实际收益率上行 5bp 至 2.21%。

图表 51: 当周, LME 铜价格上涨、LME 铝价格下跌



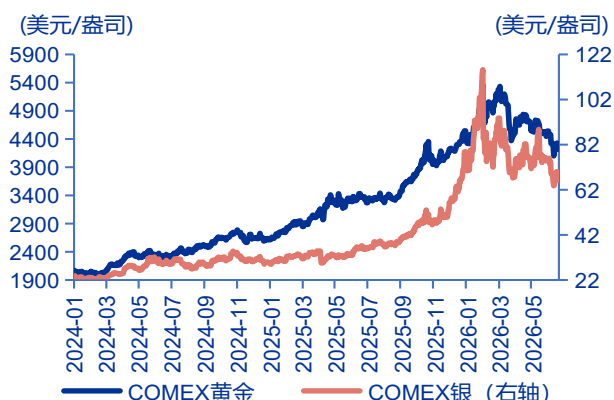
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图表 52: 当周, 通胀预期下行 4bp 至 2.25%



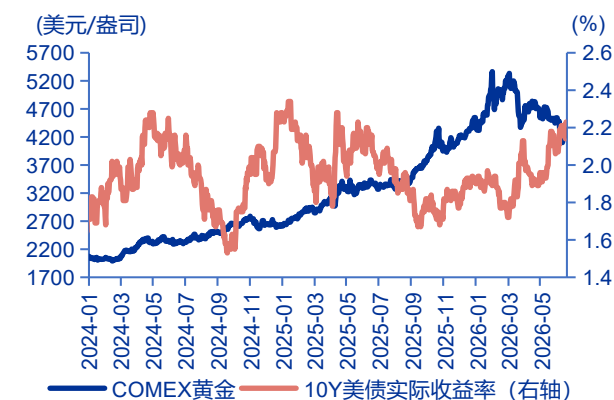
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图表 53: 当周, COMEX 金、COMEX 银价格上涨



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图表 54: 当周, 10Y 美债实际收益率上行至 2.21%

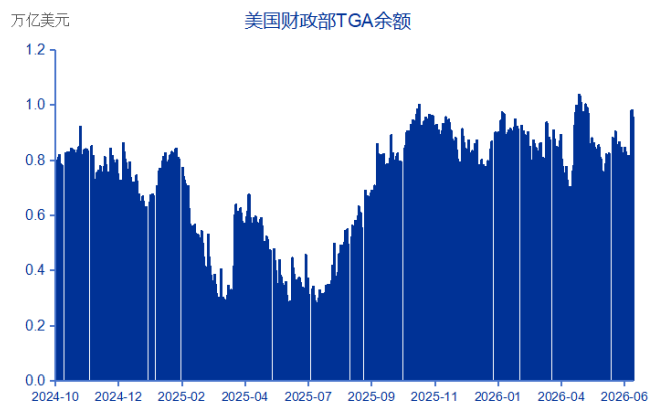


资料来源: Wind, 申万宏源研究

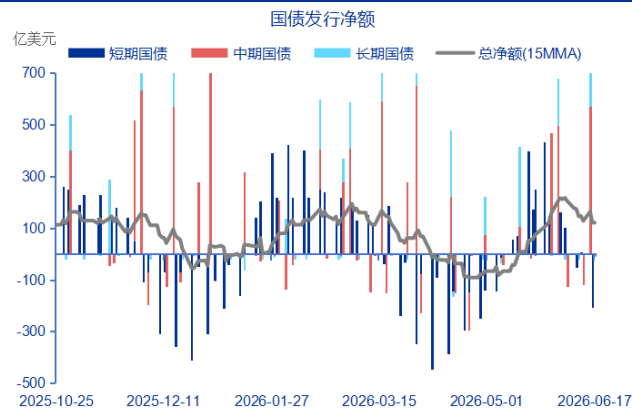
(二) 美债：TGA 规模上升，美债净发行下降

截至 2026 年 6 月 17 日，美国 TGA 余额降至 9565 亿美元；本周（2026 年 6 月 15 日-2026 年 6 月 17 日），短期国债出现多日较高规模赎回，美债 15 日滚动净发行额最新降至 121 亿美元。

图表 55：美国 TGA 规模上升



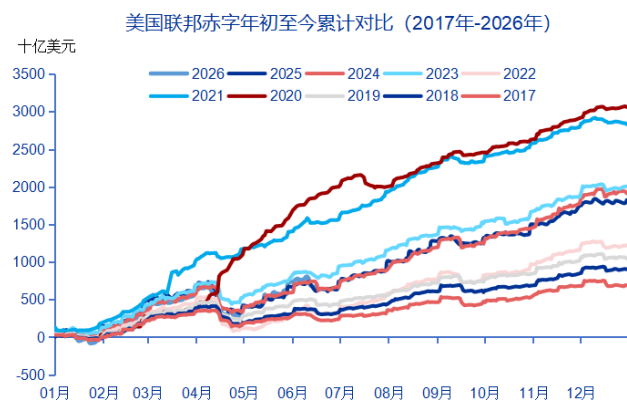
图表 56：美债净发行规模本周下降



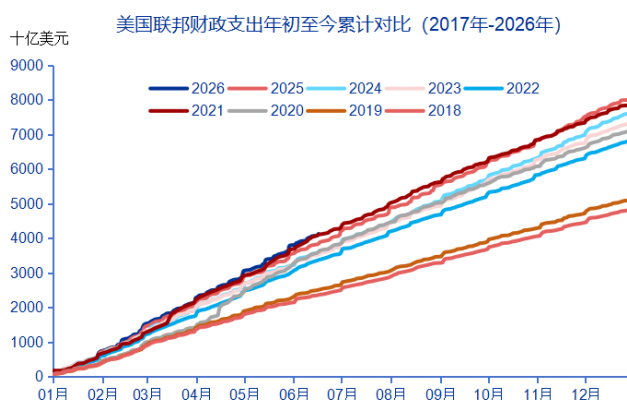
(三) 美国财政：美国赤字规模高于去年同期水平

截至 2026 年 6 月 17 日，美国 2026 日历年累计财政赤字规模 6918 亿美元，去年同期为 6129 亿美元；累计支出规模 41249 亿美元，去年同期 38352 亿美元；累计财政税收收入 26412 亿美元，去年同期 25196 亿美元；关税收入规模 1372 亿美元，去年同期 729 亿美元。

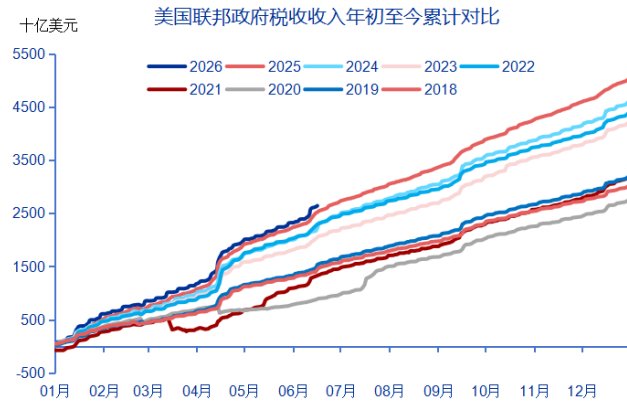
图表 57：美国 2026 财政赤字高于去年同期水平



图表 58：今年财政支出高于去年同期水平



图表 59：美国 2026 年财政收入高于去年同期



资料来源：美国财政部，申万宏源研究

图表 60：美国 2026 年关税收入大幅高于去年同期

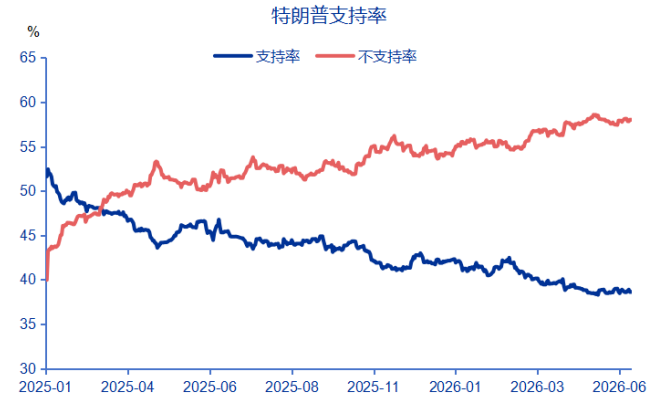


资料来源：美国财政部，申万宏源研究

(四) 中期选举：特朗普净支持率-19%

截至 2026 年 6 月 19 日，特朗普支持率 39%，反对率 58%，净支持率为-19%；国会层面，民主党支持率 48%，共和党支持率 42%，民主党领先 6 个百分点。特朗普移民政策净支持率-10%，经济政策净支持率-29%，贸易政策净支持率-24%，通胀政策净支持率-44%。截至 6 月 18 日，polymarket 市场显示民主党夺取参议院控制权的概率为 44%，共和党为 56%。

图表 61：特朗普总统职位支持率



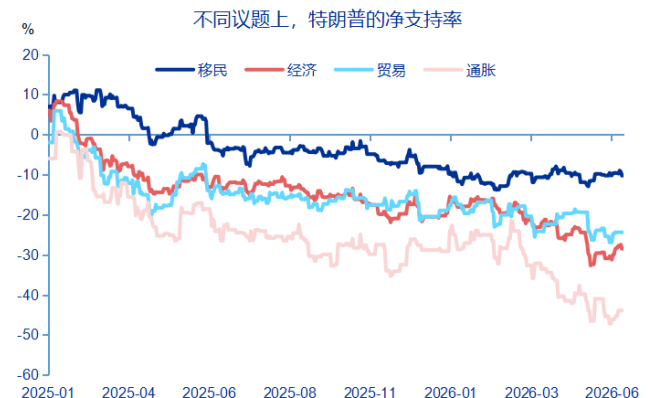
资料来源：西尔弗观察、申万宏源研究

图表 62：国会支持率



资料来源：西尔弗观察、申万宏源研究

图表 63：特朗普总统的净支持率



资料来源：西尔弗观察、申万宏源研究

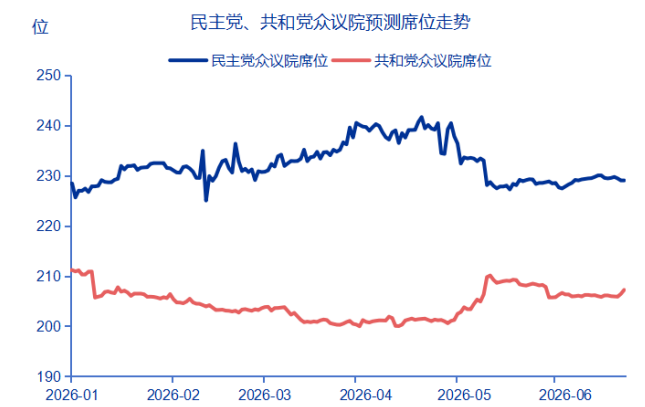
图表 64：polymarket 参议院概率



资料来源：彭博、申万宏源研究

截至 2026 年 6 月 19 日，众议院方面，民主党预测席位为 229 位，共和党预测席位为 207 位，民主党领先 22 位；参议院方面，民主党预测席位为 50 位，共和党预测席位为 50 位。

图表 65：民主党、共和党众议院预测席位走势



资料来源：Kalshi、申万宏源研究

图表 66：民主党、共和党参议院预测席位走势

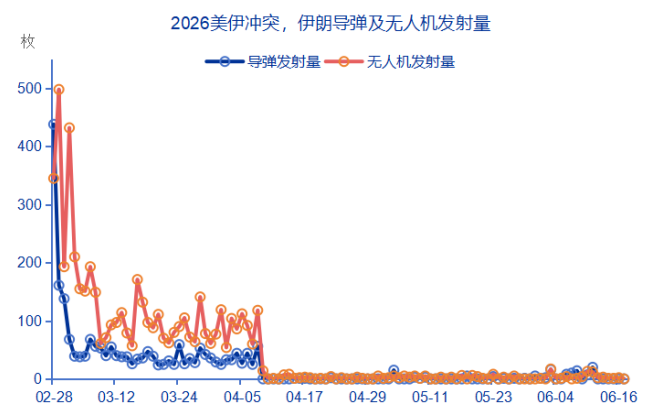


资料来源：Kalshi、申万宏源研究

（五）美伊冲突：霍尔木兹海峡仅零星船只通过

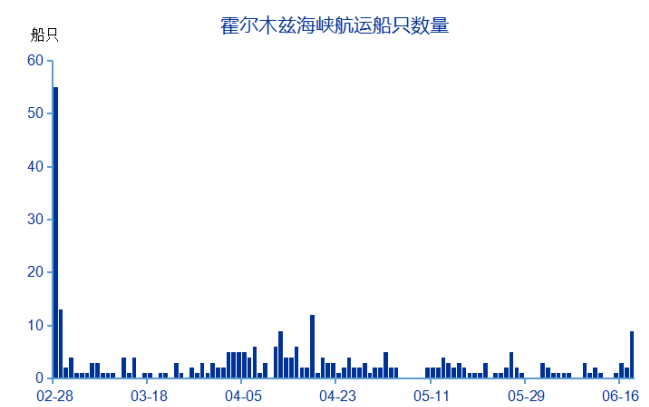
自冲突开始以来，伊朗每日弹道导弹发射总量由 2 月 28 日的 438 枚下降至 6 月 16 日的 0 枚，无人机发射数量由 2 月 28 日的 345 架降至 6 月 16 日的 2 架。霍尔木兹海峡油轮船只通过数量从 2 月 28 日的 55 艘降至 6 月 18 日的 9 艘。

图表 67：伊朗日度导弹与无人机发射量



资料来源：彭博、申万宏源研究

图表 68：霍尔木兹海峡航运船只数量



资料来源：彭博、申万宏源研究

（六）6 月 FOMC 例会决议：鹰派“按兵不动”，淡化前瞻指引，设置五个“工作小组”

6 月 FOMC 例会维持利率不变、继续开展准备金管理购买操作。声明认为，经济活动稳健扩张；就业增长与劳动力增长保持同步；通胀相对 2% 目标仍在上升，部分反映供应冲击，包括能源价格；新增“生产率增长和资本开支强劲”的表述；删除了有关前瞻指引的段落。决议以 12 比 0 全票通过。声明在肯定经济韧性的同时，也强调了通胀压力，暂时认同能源通胀的临时性扰动。

图表 69：6 月 FOMC 例会声明

维度	2026年3月18日	2026年4月29日	2026年6月17日	核心变化
经济增长	经济指标显示经济以稳健 pace 扩张	近期指标显示经济以稳健 pace 扩张	经济活动在稳健扩张，尽管不确定性 elevated，部分归因于中东冲突	6月新增“尽管不确定性”，承认中东冲突影响
就业市场	就业增长保持低位，失业率近几月变化不大	就业增长平均来看保持低位，失业率近几月变化不大	就业增长与劳动力保持同步，失业率变化不大	6月措辞转积极：“与劳动力保持同步”替代“保持低位”
通胀判断	通胀仍然 somewhat elevated	通胀 elevated，部分反映全球能源价格上涨	通胀相对 2%目标 仍然 elevated，部分反映供应冲击，包括能源价格	6月明确“相对2%目标”，强调“供应冲击”，承诺“实现价格稳定”
不确定性来源	中东局势对美国的影响不确定	中东局势导致不确定性高企	不确定性 elevated，部分归因于中东冲突	6月简化表述但保持承认
利率决策	维持 3½-3¾%	维持 3½-3¾%	维持 3½-3¾%	连续三次维持不变
前瞻指引	仔细评估 incoming data, evolving outlook, balance of risks	标准表述，隐含“宽松偏向”(easing bias)	未出现类似表述，仅重申双重使命	6月大幅简化前瞻指引，删除“宽松偏向”争议
资产负债表	未提及	未提及	重申维持充足准备金政策	或可缓解市场对于QT不确定性的担忧
新增内容	无	无	生产率增长和资本投资强劲	6月新增对AI资本开支周期的肯定
投票分歧	11:1 (Miran反对，主张降息 25bp)	8:4 (Miran主张降息；Hammack、Kashkari、Logan反对宽松偏向)	12:0 全票通过	6月分歧消失！Warsh主席达成共识能力

资料来源：美联储，申万宏源研究

经济预测摘要大幅上调 2026 年 PCE 通胀预测，点阵图整体上移，指引 2026 年加息、而后降息，长期中性利率 3.1%不变。但是，由于沃什未提供指引，中位数缺失，参考意义下降。2026 年，9 票认为至少加息 1 次、8 票维持利率不变、1 票支持降息 1 次。中位数预测指引加息 1 次。沃什明确未提供点阵图预测，主因其约束了政策灵活性，也因其干扰市场定价的有效性。

图表 70：2026 年 6 月经济预测摘要

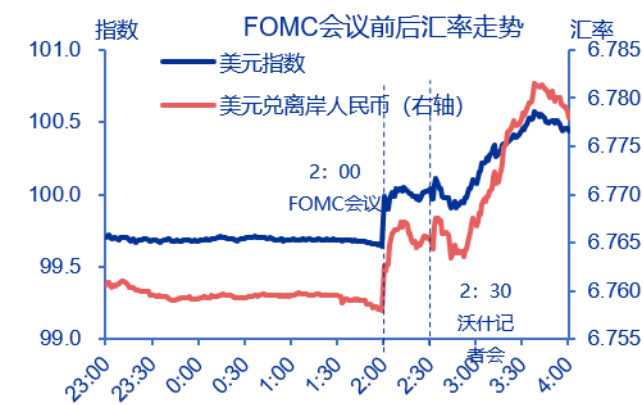
变量	中位数预测			
	2026	2027	2028	长期
实际GDP增速	2.2	2.3	2.2	2.0
2026年3月预测	2.4	2.3	2.1	2.0
失业率	4.3	4.3	4.2	4.2
2026年3月预测	4.4	4.3	4.2	4.2
PCE通胀	3.6	2.3	2.0	2.0
2026年3月预测	2.7	2.2	2.0	2.0
核心PCE通胀	3.3	2.5	2.1	
2026年3月预测	2.7	2.2	2.0	
联邦基金利率	3.8	3.6	3.4	3.1
2026年3月预测	3.4	3.1	3.1	3.1

资料来源：美联储，申万宏源研究

新闻发布会中，沃什声称已组建五个“工作小组”推进改革议程。具体而言：1. 沟通框架，即前瞻指引框架，包括经济预测摘要、点阵图等；2. 资产负债表政策，评估充足准备金体系的利与弊，以及可能的改革措施；3. 评估和改进数据源，提高数据质量，辅助更好的决策；4. 技术进步、生产率与就业的关系，及其对美联储决策的含义；5. 通胀框架，分析原因和稳物价路径。

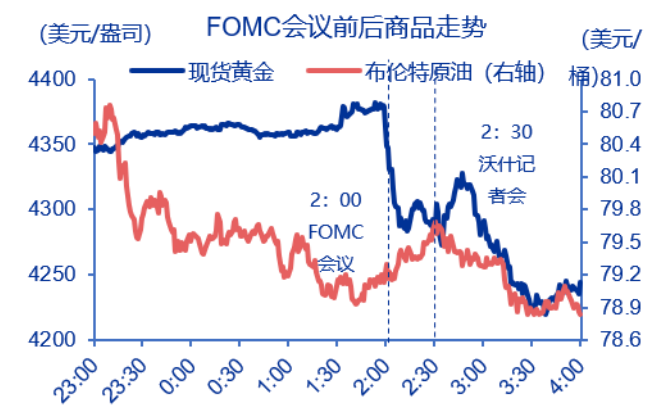
市场总体表现为“紧缩交易”，美元汇率、美债利率大幅上行，美股、黄金回调。例会结束后，市场定价到 2027 年一季度美联储加息约 2 次。2 年期美债利率收盘升至 4.20%，单日涨 13bp，创近期新高。10 年期美债利率重回 4.5%，当日涨幅 4bp。美元指数单日涨 0.8%，重回 100+。标普 500 和纳斯达克跌幅均超过 1 个百分点。黄金收跌 1.7%。

图表 71: 6 月 FOMC 例会期间汇率表现



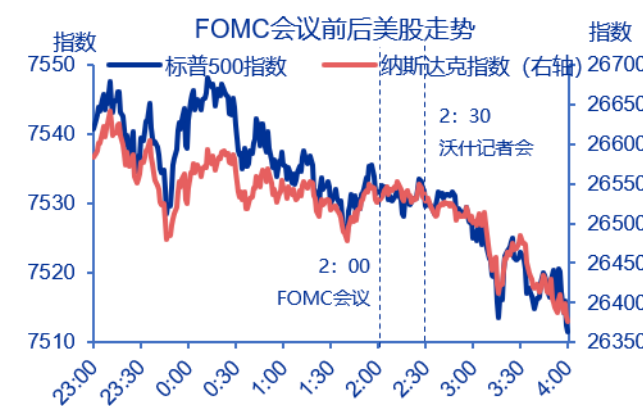
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图表 72: 6 月 FOMC 例会期间黄金、原油表现



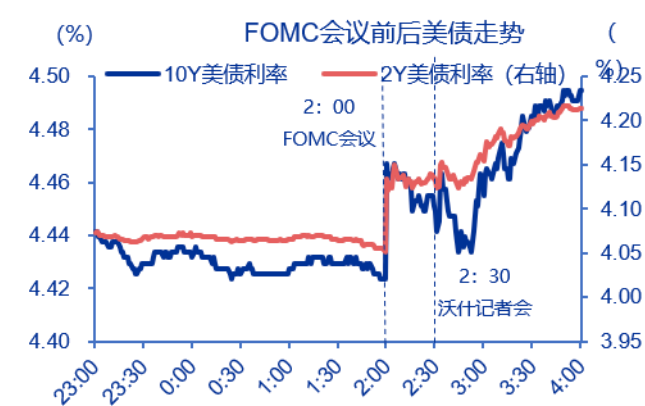
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图表 73: 6 月 FOMC 例会期间美股表现



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图表 74: 6 月 FOMC 例会期间美债利率表现



资料来源: Wind, 申万宏源研究

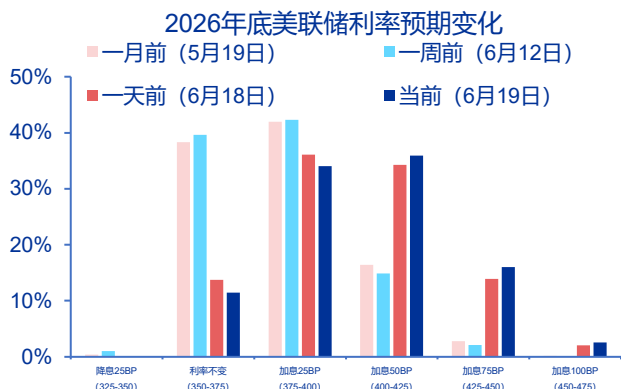
本次例会的“鹰派”基调，与其归因于沃什，不如归因于经济的事实和点阵图的指引。声明对宏观经济的运行状况表态更为积极，这一方面会增强通胀的粘性，另一方面也意味着，从风险平衡的角度来看，通胀是短期内货币政策的主要矛盾。沃什是一位通胀“鹰派”，但并未在新闻发布会中透露个人的政策倾向，归根到底仍取决于宏观经济的走向。

沃什正在开创美联储的新时代，决策逻辑或回归沃尔克-格林斯潘时代的“逆风而行”传统，“灵活性”是最重要的政策标签。沃什曾批评“数据依赖”模式，认为其会导致决策的滞后性，限制了政策灵活性、甚至可能导致误判。因此，沃什计划回归“逆风而行”规则：该加息的时候更早加息、该降息的时候更早降息；该按兵不动的时候保持定力——“灵活性”是主要特征。

(七) 海外央行：美联储年内加息 50BP 概率提升

美联储 6 月 FOMC 会议维持利率不变，点阵图较 3 月更为偏鹰。根据芝商所 CME 数据，美联储或将于 2026 年 9 月加息，本周美联储年内加息 50BP 概率提升。欧洲央行方面，受中东局势及能源价格影响，多位管委继续提示通胀及第二轮效应风险，整体官员表态中性偏鹰。

图表 75: 本周, 美联储维持利率不变概率下降



资料来源: 芝商所 (CME), 申万宏源研究

图表 76: 市场预期欧央行在 9 月再加息(6 月 19 日)

欧央行会议	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%
23-Jul-26	82.0%	18.0%		
10-Sep-26	27.1%	60.9%	12.1%	
29-Oct-26	21.4%	53.8%	22.3%	2.5%

资料来源: 欧央行观察(ECB Watch), 申万宏源研究

图表 77: 市场预期美联储 2026 年 9 月加息 (BP, 截止 6 月 19 日)

FOMC会议	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	60.4%	39.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	28.2%	50.7%	21.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	20.7%	44.7%	29.0%	5.6%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.0%	12.5%	35.2%	35.2%	14.9%	2.2%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.0%	10.2%	31.0%	35.2%	18.6%	4.5%	0.4%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.0%	8.8%	28.1%	34.6%	20.9%	6.5%	1.0%
2027/4/28	0.0%	0.0%	0.0%	8.7%	27.9%	34.6%	21.1%	6.7%	1.0%
2027/6/9	0.0%	0.0%	0.9%	10.7%	28.6%	33.1%	19.5%	6.1%	0.9%
2027/7/28	0.0%	0.1%	2.2%	13.1%	29.2%	31.3%	17.7%	5.4%	0.8%
2027/9/15	0.0%	0.4%	3.6%	15.2%	29.5%	29.6%	16.2%	4.8%	0.7%
2027/10/27	0.1%	0.9%	5.6%	17.6%	29.5%	27.3%	14.2%	4.1%	0.6%
2027/12/8	0.2%	1.3%	6.6%	18.6%	29.3%	26.2%	13.4%	3.8%	0.6%

资料来源: 芝商所 (CME), 申万宏源研究

图表 78: 联储官员倾向 (截止 6 月 19 日)

		← 鸽派			
--	--	------	--	--	--

资料来源: InTouch Capital Markets (ITC 市场), 申万宏源研究

注: 灰色阴影为 2026 年有投票权的美联储委员, 理事人名后年份表示任期, 行长人名后为投票权年份

图表 79：本周美联储官员发言

美联储官员	职位	投票权	发言时间	观点	立场
沃什 (Kevin Warsh)	主席	√	6月18日	重返美联储是一种荣幸。我们认识到，通胀远高于美联储2%目标。近期的历史不应成为通胀问题的前奏。 赞同前瞻指引不适合当前形势。今天未提供点阵图预测。2%的通胀目标是美联储的长期目标。 只要没实现，就没理由重新评估这个通胀目标。2%通胀目标将不会是通胀工作组的职责。我们能够实现通胀目标，将恪守承诺。 我们已经抛弃了前瞻指引。 现在，某些人认为前瞻指引不正确。我无法就即将做什么给出任何前瞻指引。美联储货币政策的限制性是不均衡的。住房市场表明，美联储政策在一定程度上具有限制性。 于我而言，提供点阵图对执行政策并没有帮助。FOMC并不认为自己受利率预测的约束。 不相信在通胀与就业之间存在艰难选择。 与会的19名FOMC委员中，无人认为我们今日需要收紧政策。 我的确在住房等问题上看到一些关于货币政策影响的限制性。难以用同样的词来描述其他领域。 美联储无法对特定价格产生显著影响。 美联储的工作是，确保不会出现第二轮价格效应。对第二轮通胀效应有一系列的想法。FOMC今天讨论了生产力，提到了人工智能。今天不打算对市场反应表态。FOMC决议声明出现的许许多多的变化，都需要市场深入挖掘。 我们不会将决策权转交给任何外部人。 当讨论结束后，我们处于一个更好的政策状态。 当针对未来数据做反应时，市场表现是最佳的。市场价格可能是最重要的参考信息。 我们错过通胀目标的时间已经长达五年，将解决这个问题。我们得到的大多数数据源自过时的调查方式。 FOMC认为，劳动力市场是稳定的。	中性

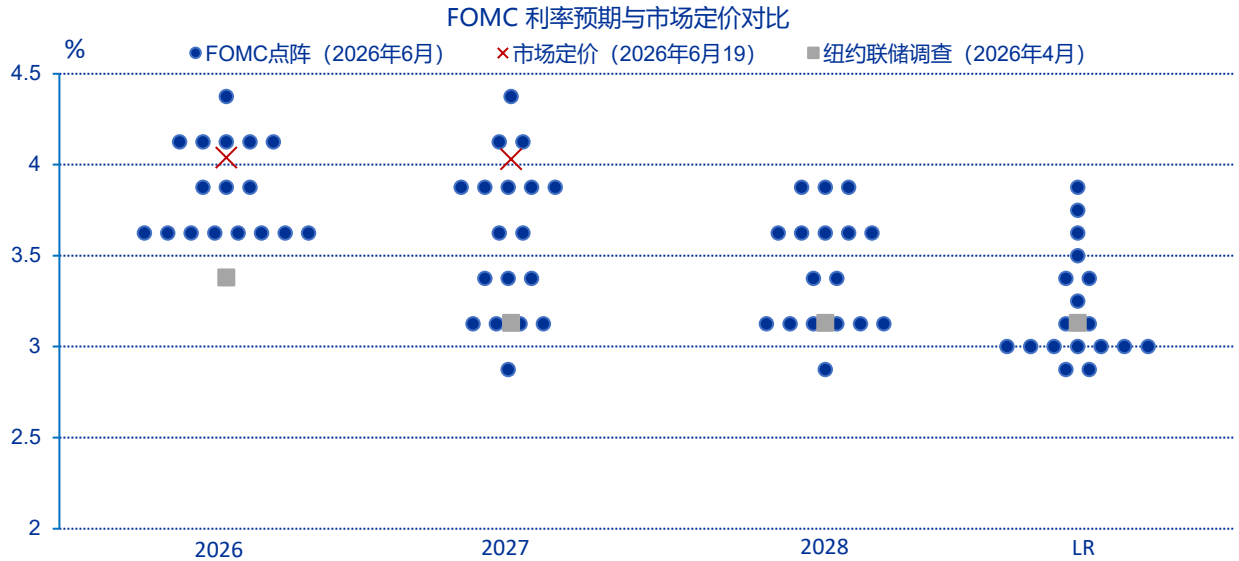
资料来源：美联储，申万宏源研究

图表 80：本周欧央行官员发言

欧央行官员	职位	投票权	发言时间	观点	立场
拉加德 (Christine Lagarde)	行长	√	6月15日	欢迎美伊达成协议，这对霍尔木兹海峡有和平意义。 地缘政治紧张局势正在缓解。能源价格高企正开始波及经济的其他领域。 通胀的间接影响，我们在最近几周已经开始在多处或多或少地看到。 如果通胀抬头，我必须将其扼杀在萌芽状态， 因为一旦通胀‘脱缰’，要将其重新控制住将困难得多且代价高昂。长期通胀对消费者和企业而言都是不可接受的，而我若未能做到这一点，便未能履行我的职责。我认为完成我的使命是我的职责。 即使欧洲央行面临风暴，也打算继续留任。	鹰
卡扎克斯 (Mārtiņš Kazāks)	管理委员会委员	√	6月15日	如有必要，欧洲央行已准备好再次采取行动。 欧洲央行可以逐步推进。仍认为通胀存在上行风险。	鹰
内格尔 (Joachim Nagel)	管理委员会委员	√	6月15日	一旦海峡开放，石油供应需要数月时间才能恢复。 欧洲央行对7月会议保留所有选项。 欧洲央行应对的已不再是短期供应冲击。 不能排除能源带来的第二轮效应。 周四加息25个基点后，欧元区利率仍处于“总体中性”区间。因此，目前的货币政策基本立场既没有对经济造成压力，也没有阻碍促进经济增长的结构性措施。	中性
埃斯科里瓦 (José Luis Escrivá)	管理委员会委员	√	6月16日	尽管达成了重开霍尔木兹海峡的协议，但能源供应方面的复杂局面可能仍将持续。 目前尚不确定市场能否充分反映供应中断的影响程度、规模以及恢复生产所需的时间， 这仍然不确定，仍有疑问，而且将是一个在一段时间内伴随我们的因素。	中性
马赫鲁夫 (Gabriel Makhlouf)	管理委员会委员	√	6月17日	仍然需要观察能源价格会按照多快的速度调整。	中性
斯莱彭 (Olaf Sleijpen)	管理委员会委员	√	6月17日	英国可以帮助欧盟整合该集团的资本市场。 欧盟与英国之间更紧密的合作，有助于推动深化资本市场和储蓄联盟的进程。呼吁与英国展开合作，表示互相借鉴经验、改善市场准入可以支持金融稳定与经济增长。	中性
希姆库斯 (Gediminas Šimkus)	管理委员会委员	√	6月17日	预测官员们至少还会再加息一次。 我们从过往吸取到的教训是，不应该妄下断言。我们需要灵活应变，既要把握大方向，又要做好应对突发情况的准备。 单次25个基点的加息不足以控制通胀预期或通胀压力。 经济形势低迷，那些价格冲击已经传导到经济中，价格仍未恢复到之前的水平，通胀压力依然很高。短期通胀预期已经上升，人们对价格上涨的预期也显而易见， 因此必须确保短期预期的变化不会演变为长期通胀预期的变化。	鹰
拉加德 (Christine Lagarde)	行长	√	6月17日	人工智能可能引发危险的金融危机，该行决心确保这种情况不会发生。 即使有我们稳健的监管，我们也无法阻止人工智能，不过，我们能做的是做好准备，让我们的居民能够从中受益，并免受其所带来危险的伤害，而这正是我们正在做的事情。真正的风险并不是人工智能本身，而是在这样一个具有颠覆性的新变量出现之后可能引发的动荡。 在近代史上，有一种力量摧毁的就业岗位、吞噬的储蓄比科技还要多，这种力量就是金融危机。 随着这些系统变得更加强大，它们正在越来越深入地扩展到经济之中。	中性
科赫尔 (Martin Kocher)	管理委员会委员	×	6月18日	尽管美伊临时和平协议生效，欧元区的消费者价格在一段时间内仍将维持在较高水平。 中东冲突让我们再次看到能源价格的冲击。希望今天达成的这项临时协议能推动物价走低， 但物价在一段时间内仍将维持在较高水平。 欧洲央行已做好准备随时采取行动，确保通胀率降至2%的目标水平， 但经济将如何反应仍存在不确定性。	鹰
埃斯科里瓦 (José Luis Escrivá)	管理委员会委员	√	6月19日	我们还在核心通胀中， 特别是在服务、交通和食品领域， 观察到能源成本上涨正传导至其他商品和服务领域，导致这些领域的价格也出现了显著上涨。 无论是在整个欧洲还是在西班牙，核心通胀的上升或许才是更值得关注的动向。 我们需要保持灵活，逐次会议做出决策。 未来数月及数个季度通胀前景高度不确定。油价的不确定性，还有间接传导效应可能在多大程度上使通胀压力更加持久，甚至最终引发工资层面的第二轮效应。不过， 目前尚未出现向工资传导的现象，但这“值得密切关注”。	中性

资料来源：欧央行，申万宏源研究

图表 81：美联储点阵图及市场预期（截止 6 月 19 日）



资料来源：美联储、芝商所（CME），申万宏源研究

（八）零售：美国 5 月零售销售强于预期

美国 5 月零售销售环比 0.9%，强于市场预期。其中，加油站消费环比 3.4%，对应油价波动。机动车、家具 5 月环比分别回升到 1.2%、1.0%，无店面零售（线上）环比也高达 1.5%。整体而言，5 月零售数据显示美国居民消费韧性，关注中东变局。

图表 82：美国 5 月零售销售环比 0.9%

细分项目	占比(%)	月度变化	季调 同比(%)						月度变化	季调 环比(%)					
			26-05	26-04	26-03	26-02	26-01	25-12		26-05	26-04	26-03	26-02	26-01	25-12
零售销售额和餐饮服务	100.0	2.1 ↑	6.9	4.8	4.2	4.2	3.3	2.4	0.5 ↑	0.9	0.4	1.7	0.9	0.0	0.0
核心(除机动车及零件)	81.6	1.1 ↑	7.5	6.4	5.7	4.2	4.0	3.3	0.1 ↑	0.8	0.7	2.0	0.9	0.1	0.0
除加油站	91.7	1.8 ↑	5.4	3.6	3.3	4.5	3.7	2.5	0.4 ↑	0.7	0.2	0.8	0.9	0.1	0.0
除机动车、零件和加油站	73.3	0.7 ↑	5.6	5.0	4.6	4.7	4.7	3.4	0.0 →	0.5	0.5	0.8	0.8	0.4	0.0
零售销售额 (除餐饮)	100.0	2.1 ↑	6.9	4.8	4.2	4.2	3.3	2.4	0.5 ↑	0.9	0.4	1.7	0.9	0.0	0.0
控制组(除机动车、加油站、餐饮、建材)	54.6	0.7 ↑	6.4	5.7	5.3	4.5	4.9	3.5	0.3 ↑	0.8	0.4	1.0	0.9	0.5	-0.1
耐用品	26.4														
机动车及零件经销商	18.4	6.2 ↑	4.4	-1.8	-1.7	3.9	0.3	-1.0	2.0 ↑	1.2	-0.9	0.6	1.0	-0.7	0.0
家具和家居用品	1.5	2.3 ↑	-1.2	-3.5	-1.1	-4.7	-3.4	-7.7	2.5 ↑	1.0	-1.5	2.4	-0.4	1.1	-1.9
电子产品和电器	1.1	-1.0 ↓	6.9	7.9	6.0	5.7	5.0	3.5	-1.9 ↓	-0.5	1.4	1.5	1.2	1.1	0.5
建材、园艺设备和用品商店	5.5	2.6 ↑	5.6	2.9	3.4	4.0	4.5	0.5	-0.2 ↓	0.0	0.2	1.3	0.5	0.7	1.1
非耐用品	73.6														
食品和饮料商店	11.2	0.7 ↑	2.0	1.3	0.5	-0.5	1.2	1.0	-0.6 ↓	0.0	0.7	1.1	-1.1	0.0	0.2
健康与个人护理商店	5.3	0.3 ↑	2.9	2.5	2.6	2.1	2.9	6.0	0.6 ↑	0.6	0.0	1.3	2.0	-3.0	-0.3
加油站	8.3	5.5 ↑	26.5	21.0	17.1	-0.1	-2.7	1.6	1.0 ↑	3.4	2.4	14.2	1.7	-2.2	0.4
服装及其配饰商店	3.6	0.0 →	5.7	5.7	7.0	8.6	4.4	5.0	0.8 ↑	0.3	-0.6	0.2	2.6	-0.4	-0.8
体育用品、文娱爱好、书影音店	1.2	-1.1 ↓	11.3	12.3	5.9	12.3	6.6	6.1	-1.4 ↓	0.3	1.7	0.3	2.9	-0.4	1.4
百货商店	10.4	0.5 ↑	3.8	3.3	3.2	1.3	1.8	1.3	0.5 ↑	0.4	-0.1	1.6	0.1	0.5	-0.1
杂货商店零售	2.1	-1.3 ↓	9.1	10.4	7.7	12.4	12.2	10.0	3.0 ↑	2.3	-0.7	-1.8	1.8	2.2	0.3
无店面零售（线上）	18.3	1.3 ↑	12.2	11.0	10.6	9.2	10.1	5.6	0.4 ↑	1.5	1.1	0.8	1.8	1.8	0.0
餐饮服务和酒馆	13.2	-0.3 ↓	2.7	3.0	2.4	5.6	3.6	4.5	-1.0 ↓	-0.1	0.9	0.0	0.7	-0.3	-0.4

资料来源：CEIC，申万宏源研究

(九) 高频：失业金申领人数高于市场预期

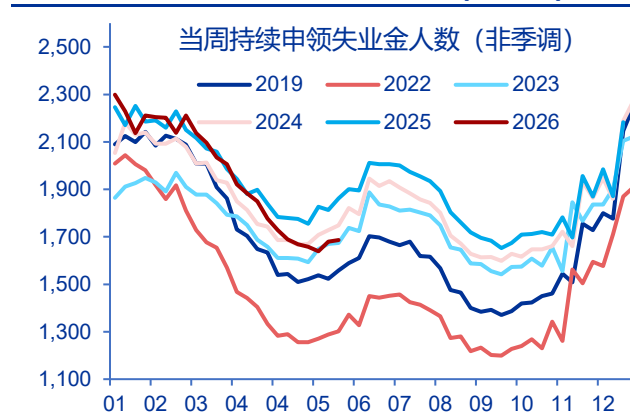
截止 6 月 13 日当周，美国失业金初申领人数 22.6 万人，高于市场 22.5 万人的预期。截止 6 月 6 日当周，续请失业金人数 181 万人，高于市场 179 万人的预期（均为季调口径）。从非季调口径来看，美国两口径失业金申领人数数据均符合历史规律。

图表 83：当周初申领失业金人数（非季调）



资料来源：CEIC、申万宏源研究 注：单位为千人

图表 84：当周持续申领失业金人数（非季调）



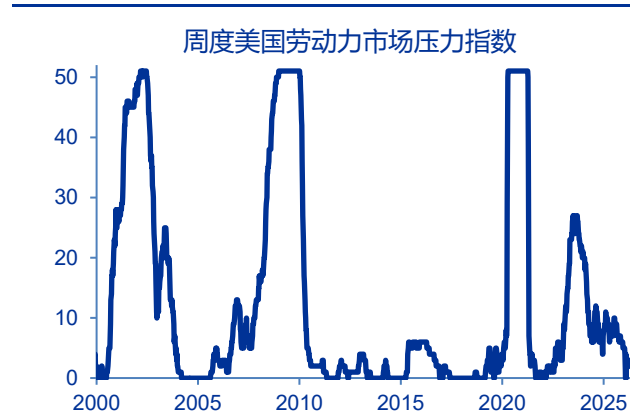
资料来源：CEIC、申万宏源研究 注：单位为千人

图表 85：周度职位空缺数持续回落



资料来源：CEIC、申万宏源研究

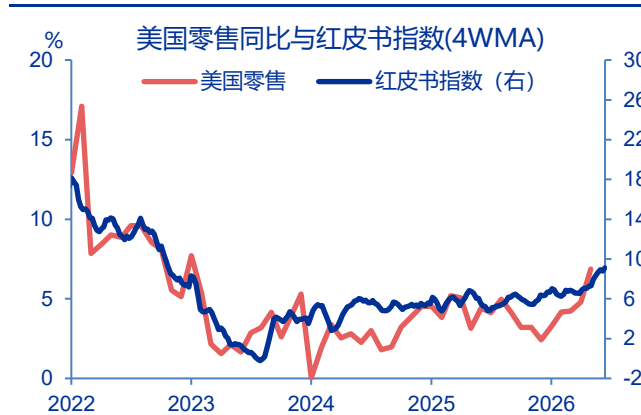
图表 86：美国州层面的失业压力不大



资料来源：美联储、申万宏源研究

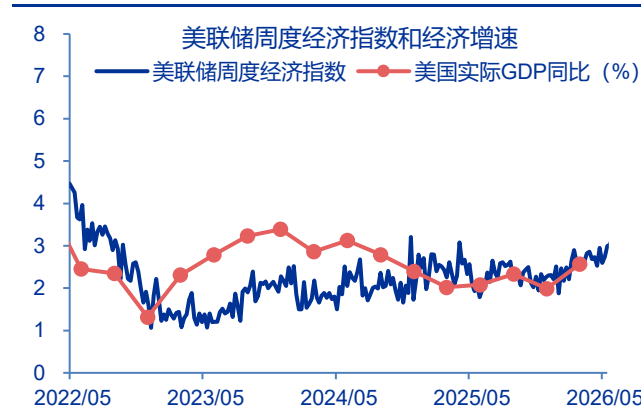
注：数据为美国各州中失业加速的州数统计

图表 87：美国红皮书零售指数回升



资料来源：CEIC、申万宏源研究

图表 88：美国经济增速高频指标改善



资料来源：CEIC、申万宏源研究

三、全球宏观日历：关注美国 PMI、PCE 数据

图表 89：全球主要宏观经济数据日历

月份	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
6月	22 9:00 CN 中国LPR利率	23 16:00 EU 6月PMI 16:30 UK 6月PMI 21:45 US 6月Markit制造业、服务业PMI	24	25 20:30 US 5月PCE、个人收入	26	27 9:30 CN 5月工业企业利润	28
	29	30 9:30 CN 6月中采PMI 22:00 US 5月JOLTs职位空缺					

资料来源：各国统计局，申万宏源研究

风险提示

- 1、**地缘政治冲突升级**。美伊冲突尚未终结，地缘政治冲突可能加剧原油价格波动，扰乱全球“去通胀”进程和“软着陆”预期。
- 2、**美国经济放缓超预期**。关注美国就业、消费走弱风险。
- 3、**美联储超预期转“鹰”**。若美国通胀展现出更大韧性，可能会影响美联储未来降息节奏。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swsresearch.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swsresearch.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。