

# 伊朗局势反复，警惕 波动抬升风险

华泰期货研究院 2026年04月09日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

联系人：

朱思谋 F03142856

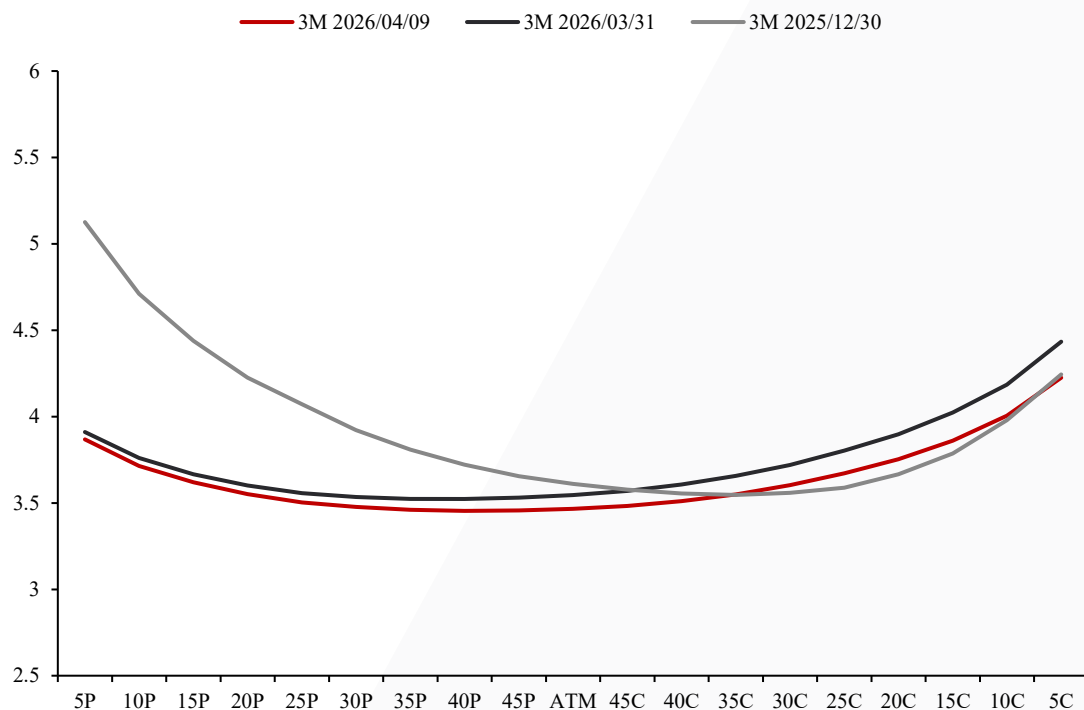


# — 量价和政策信号 —



◆ **3个月**的美元兑人民币期权隐含波动率曲线显示出美元的升值趋势，Call端波动率高于Put端

### 3个月的USDCNH期权隐含波动率期限结构

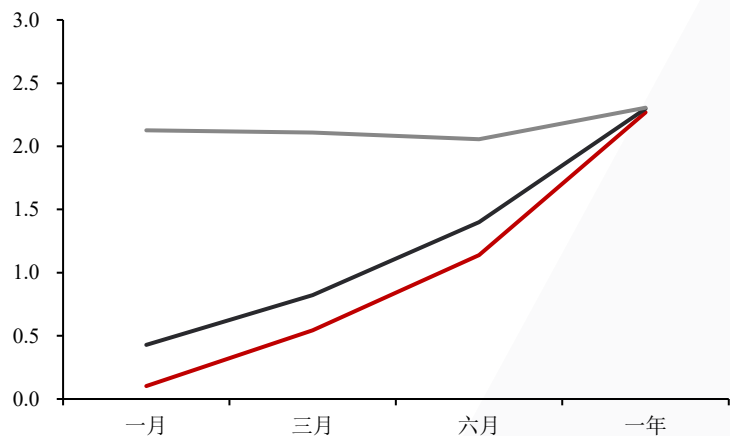


### Delta为5的美元兑人民币3个月期权隐含波动率



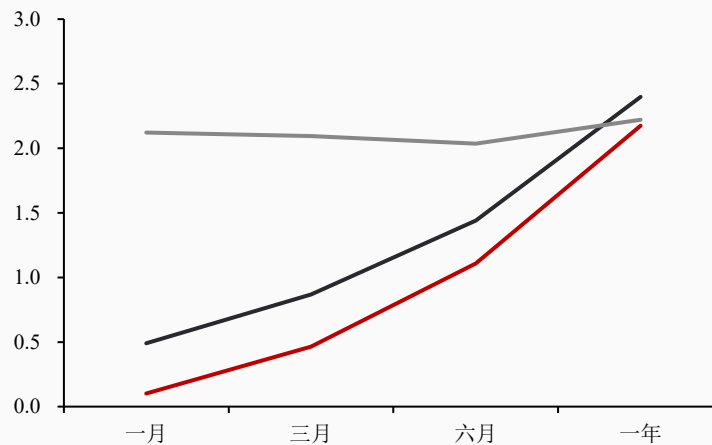
## 20260408 (%)

- 本周新交所美元兑人民币期货升贴水(-)
- 本周银行远期升贴水(-)
- 本周美中利差



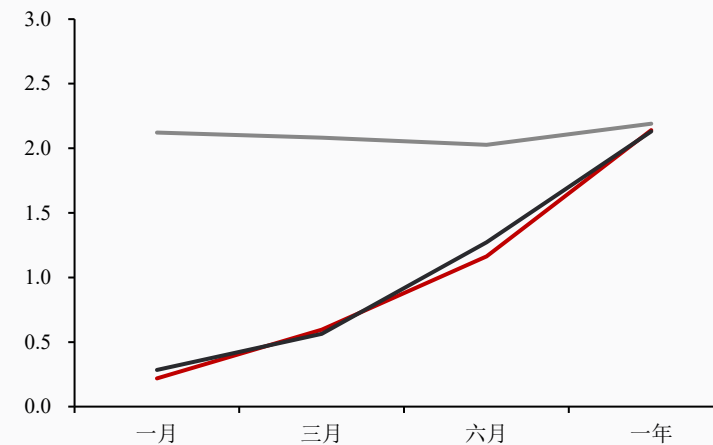
## 20260401 (%)

- 上周新交所美元兑人民币期货升贴水(-)
- 上周银行远期升贴水(-)
- 上周美中利差



## 20260311 (%)

- 上月新交所美元兑人民币期货升贴水(-)
- 上月银行远期升贴水(-)
- 上月美中利差

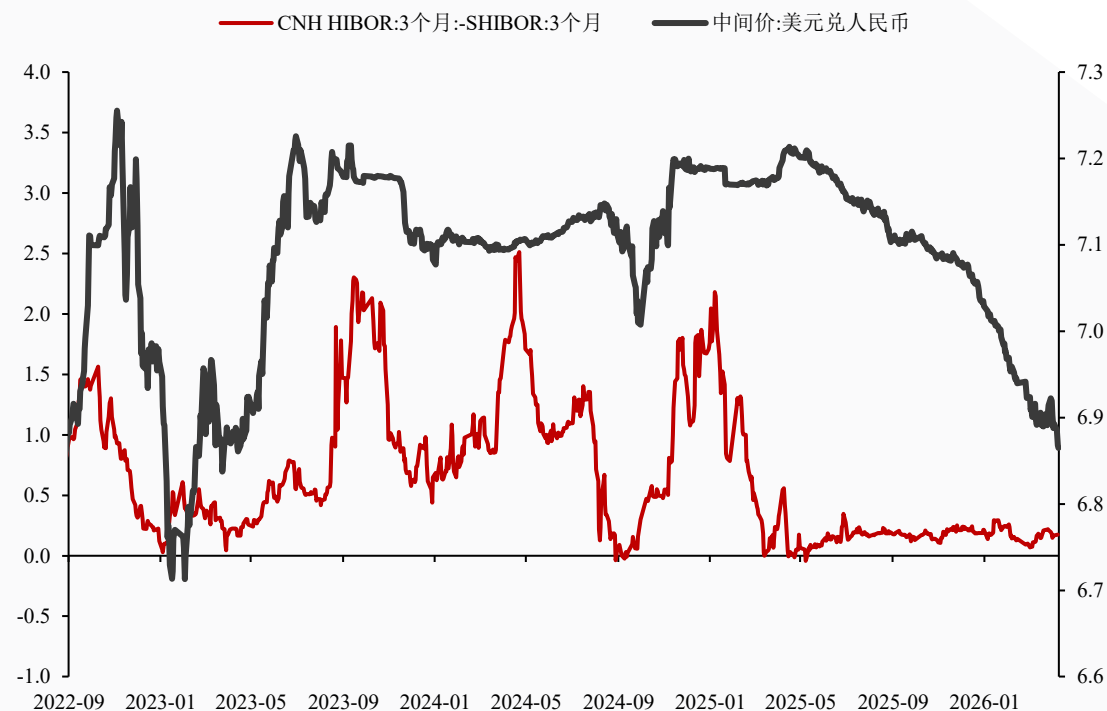


## ◆ 逆周期因子在0附近波动

### 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】地缘风险不断，冲突或长期化

## 后续推演：

- 事件影响：原油、EC、天然气>油化工（纯苯、EB、PVC、PTA、乙二醇、甲醇）>油脂油料>棉花、白糖、橡胶；
- 关键时间节点：北京时间4/22 8:00，新的停火谈判截止时间。
- 特朗普：美国和伊朗之间几乎所有过去的争议点都已达成一致，两周的时间将使协议得以最终敲定和生效；伊朗伊斯兰共和国广播电视台：伊朗最高领袖已指示所有军事单位停止开火。

### 战争/海峡

确保海峡开放；停止支持地区武装；限制弹道导弹规模和射程

### 经济

全面解除对伊朗的国际制裁；美国承诺取消“快速恢复制裁”（snapback）机制

### 其他

伊朗解除现有核能力、承诺不发展核武器、禁止在本土进行铀浓缩、移交约60%高丰度浓缩铀库存、拆除纳坦兹、伊斯法罕及福尔多等核设施。支持伊朗民用核项目。

备注：绿色为双方一致诉求；红色为双方深刻矛盾诉求



### 战争/海峡

保证不再侵犯；制定海峡通行协议且伊朗主导；美国撤军；停止中东所有战线战争

### 经济

解除一级和次级制裁；支付赔偿金

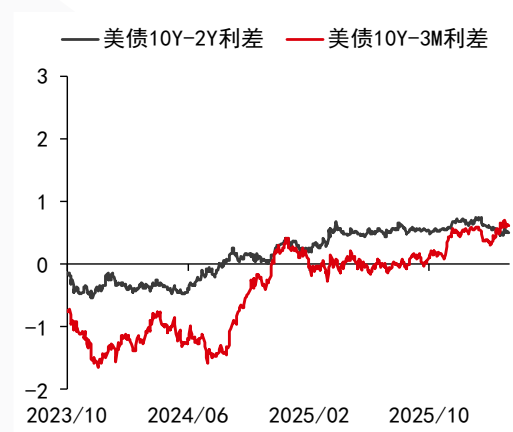
### 其他

接受伊朗铀浓缩活动，撤销联合国安理会和国际原子能机构相关决议

# 【宏观】加息再上升

- ◆ **美联储暂不加息：**鲍威尔明确表示，政策目前处于有利地位，可等待观察当前形势如何发展，倾向于忽略供应冲击，但必须关注通胀预期。**美联储年内降息计价降至0，欧洲加息计价上升至78bp，最早6月开始加息。**
- ◆ **非美央行加息步伐难应对供应端问题：**1、加息不会太强；2、加息无法压制油价。

	2026年				2025年												2024年						最新值	12M变化	衍生品26年12月变动计价		
	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月				6月	
美国					-0.25		-0.25	-0.25									-0.25	-0.25		-0.50					3.75	-0.75	-0.3bp
欧元区											-0.25		-0.25	-0.25	-0.25		-0.25		-0.25	-0.60				-0.25	2.15	-0.25	+78bp
日本					0.25											0.25					0.15				0.75	0.25	+51bp
英国					-0.25				-0.25						-0.25			-0.25			-0.25				3.75	-0.75	
加拿大							-0.25	-0.25						-0.25		-0.25	-0.50		-0.50	-0.25		-0.25	-0.25		2.5	-0.5	+46.9bp
澳大利亚	0.2	0.2							-0.25						-0.25										4.1	0	
新西兰					-0.25		-0.50		-0.25						-0.50			-0.50	-0.50		-0.25				2.25	-1.25	
瑞典							-0.25								-0.25	-0.25		-0.50	-0.25		-0.25				1.75	-0.5	
瑞士											-0.25				-0.25		-0.50			-0.25				-0.25	0	-0.25	
挪威								-0.25			-0.25														4	-0.5	
中国												-0.10							-0.25			-0.10			3	-0.1	
中国香港					-0.25		-0.25	-0.25									-0.25	-0.25		-0.50					4	-0.75	
韩国												-0.25			-0.25			-0.25	-0.25						2.5	-0.25	
印度					-0.25							-0.50		-0.25											5.25	-0.75	
印尼								-0.25	-0.25	-0.25		-0.25				-0.25								-0.25	4.75	-1	
泰国					-0.25				-0.25				-0.25		-0.25								-0.25		1.25	-0.5	
马来西亚											-0.25														2.75	-0.25	
菲律宾			-0.25		-0.25		-0.25		-0.25			-0.25		-0.25				-0.25						-0.25	4.75	-1.25	
巴西	-0.25										0.2	0.5		1.00		1.00	1.00	0.50		0.25				14.75	0.5		
俄罗斯	-0.50	-0.50			-0.50		-0.50	-1.00		-2.00	-1.00								2.00	1.00			2.00		15	-6	
墨西哥	-0.25				-0.25	-0.25		-0.25	-0.25		-0.50	-0.50		-0.50	-0.50		-0.25	-0.25		-0.25	-0.25			6.75	-2.25		
土耳其			-1.00		-1.50		-1.00	-2.50		-3.00		3.50	-2.50		2.50	-2.50									37	-9	
南非						-0.25			-0.25			-0.25						-0.25						-0.25	6.75	-0.75	
智利					-0.25												-0.25		-0.25	-0.25					4.5	-0.5	
阿根廷																	-3	-3	-5						29	0	



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

# 【核心图表】美国经济：降息步伐放缓

- ◆ **就业：权威下降。** 非农数据权威性下降；**通胀：油价上升，** 限制后续降息预期；
- ◆ **经济：预期上修。** ISM和SP制造业PMI显著分化，地产有待改善；

增量的贡献 (2024年对实际GDP同比贡献率)		指标名称	单位	2026/03	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04
		GDP:不变价:同比	%				2.23		2.33		2.08				
投资	26.1%	Markit制造业PMI	%	52.30	51.60	52.40	51.80	52.20	52.50	52.00	53.00	49.80	52.90	52.00	50.20
		全部制造业:新增订单:当月同比	%			4.37	4.26	5.40	2.21	3.59	3.74	1.64	5.59	9.70	0.71
		成屋+新建住房销售	万套		409	460.7	501.5	484.8	484.7	478.8	480	467.4	460.6	466.7	470.6
就业		新增非农就业人数	万人	17.80	-9.20	13.00	5.00	6.40	-10.50	11.90	2.20	7.30	14.70	13.90	17.70
		失业率 (色阶相反)	%	4.30	4.40	4.30	4.40	4.50		4.40	4.30	4.20	4.10	4.20	4.20
		非农职位空缺数	万人		688.2	724	655	692.8	744.9	765.8	722.7	720.8	735.7	771.2	739.5
通胀		CPI:当月同比	%		2.40	2.40	2.70	2.70		3.00	2.90	2.70	2.70	2.40	2.30
		核心CPI:当月同比	%		2.50	2.50	2.60	2.60		3.00	3.10	3.10	2.90	2.80	2.80
消费	66.8%	零售和食品服务销售额:同比	%		3.60	3.02	3.81	1.85	3.48	5.60	3.49	4.52	4.15	3.15	5.19
		Markit服务业PMI	%	49.80	51.70	52.70	52.50	54.10	54.80	54.20	54.50	55.70	52.90	53.70	50.80
		个人可支配收入:同比	%			4.63	4.15	3.89	3.88	4.35	4.78	4.57	4.24	4.36	5.35
		个人消费支出:同比	%			5.25	4.59	5.27	5.32	5.26	5.43	5.17	5.16	5.05	5.50
财政	20.3%	财政收入:同比	%		5.63	9.09	6.60	11.35	23.75	3.16	12.32	2.46	12.91	14.70	9.53
		财政支出:同比	%		2.85	1.97	16.26	-23.82	17.89	-22.60	0.36	9.67	-7.03	2.40	4.43
净出口	-13.9%	出口金额:同比	%		12.16	10.41	5.96	5.97	12.06	7.50	1.85	3.50	4.21	5.82	9.53
		进口金额:同比	%		-7.07	-11.23	-2.16	-2.88	-3.60	-3.61	-1.89	2.57	-1.03	3.56	3.67

美国  
经济  
热力  
图

# 【宏观】3月ADP和非农分化

- ◆ 3月ADP中，教育和建筑业是主要正贡献，贸易/交通/公用事业是主要负贡献。和非农相比，ADP不包含政府部门数据

	2026/03	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05
ADP——贸易/交通/公用事业	-58	-1	16	6	36	-73	-36	10	36	-9	-59
非农——贸易、运输和公用事业	33.00	-49	38	-33	-65	-11	-18	-1	3	-24	-18

Series	2026/03	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05
总	62	66	11	37	74	20	88	49	77	-1	-24
商品生产	30	16	0	-4	-8	-34	-37	-40	-16	-12	-8
矿业	11	2	-1	4	6	-29	-18	-16	6	5	11
建筑业	30	19	9	-1	-6	-3	-7	-6	1	6	7
制造业	-11	-5	-8	-7	-8	-2	-12	-18	-23	-23	-26
服务	32	50	11	42	81	55	124	89	94	9	-13
贸易/交通/公用事业	-58	-1	16	6	36	-73	-36	10	36	-9	-59
信息	16	11	-4	-11	-10	16	-10	15	8	-4	-16
金融	4	2	13	18	8	-15	-19	3	13	6	-16
专业服务	1	-28	-55	-8	40	25	99	-24	-39	-42	-16
教育与卫生	58	59	50	40	59	71	44	32	23	51	81
休闲和酒店	7	1	4	18	-5	-33	-7	40	45	-2	15
其他	4	6	-13	-21	-47	64	53	13	8	9	-2

# 【宏观】3月非农大超预期

Series	2026/03	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05
总计	178	-133	160	-17	41	-140	76	-70	64	-20	13
采矿与伐木业	2.00	-1	-2	-1	-1	1	-2	-3	-6	-2	-4
伐木业	0.90	-0.40	-0.50	-0.40	-0.60	-0.40	-0.60	-0.30	-1.10	-0.40	-0.30
采矿、采石和油气开采	1.30	-0.80	-1.30	-0.30	-0.70	1.20	-1.70	-2.40	-4.30	-2.40	-2.90
建筑业	26.00	-13	45	-7	36	-12	16	-22	-6	-2	-2
楼宇建筑	7.60	6.30	6.30	-0.80	10.40	-2.80	2.30	-9.50	-3.70	-1.60	0.10
重型土木工程建造	3.80	-5.30	10.20	5.70	6.70	-1.00	0.90	1.00	5.30	-3.30	1.60
专业贸易承包商	15.10	-14.10	28.60	-12.10	18.80	-8.30	12.60	-13.00	-7.90	3.20	-4.30
制造业	15.00	-6	2	-13	-10	-9	-3	-10	-11	-15	-11
耐用品制造:	15.00	1.00	6.00	-5.00	-3.00	-9.00	-5.00	-15.00	1.00	-12.00	-8.00
非耐用品制造	0.00	-7.00	-4.00	-8.00	-7.00	0.00	2.00	5.00	-12.00	-3.00	-3.00
贸易、运输和公用事业	33.00	-49	38	-33	-65	-11	-18	-1	3	-24	-18
批发贸易	3.30	6.70	2.10	-5.70	-6.40	2.80	8.80	-8.60	-5.70	-10.40	0.80
零售贸易	9.70	-8.00	12.70	-23.60	-0.90	-15.40	13.10	10.10	4.70	-14.50	-21.60
运输与仓储	21.00	-48.50	22.60	-4.80	-58.90	0.60	-39.30	-1.60	3.90	0.00	0.10
公用事业	-1.20	1.50	0.20	0.70	1.90	0.50	0.00	-1.20	0.40	0.50	2.60
信息	-3.00	-21	-27	-6	-5	-6	-1	-1	-2	-1	-1
电影与录音行业	-1.10	-13.90	6.30	-1.50	-0.40	-0.80	-0.20	-6.00	0.70	-0.60	-3.70
出版业-不含互联网	0.80	0.30	-2.30	-1.50	2.00	-9.50	2.10	1.50	2.00	0.80	1.40
广播业-不含互联网	0.10	-0.70	-5.70	-0.60	-1.70	0.30	0.80	-0.70	-0.40	0.60	-0.40
电信	-1.60	-4.00	-18.30	7.10	-2.90	-1.00	0.60	1.30	-2.80	-2.40	0.40
计算基础设施、数据处理、网络托管与相关服务	-1.50	-3.40	-5.40	-6.70	-1.10	4.40	-3.10	-0.60	-1.40	0.20	-0.10
网页、检索门户、资料库及其他信息服务	0.60	1.10	-2.30	-2.40	-0.70	0.60	-1.10	3.00	-0.20	0.30	1.60
金融活动	-15.00	2	-39	1	1	-5	4	-19	0	-7	6
金融和保险	-16.20	-4.30	-23.80	-1.10	-2.50	-0.10	4.50	-13.90	5.80	-3.40	4.50
房地产出租租赁	1.30	5.90	-14.90	1.70	4.20	-5.50	-0.20	-4.90	-6.30	-3.20	1.10
专业和商业服务	2.00	7	36	-19	56	-24	-16	-28	-16	-31	-20
专业、科学和技术服务	-13.50	13.20	5.80	-6.20	36.70	-6.50	-5.10	-6.80	4.50	-15.80	-2.90
公司和企业管理	-2.80	-1.90	-2.40	-4.40	1.20	-2.60	2.00	0.70	-0.50	0.40	1.80
行政和废物处理	18.50	-4.70	33.20	-8.90	18.00	-14.20	-13.20	-21.60	-20.50	-15.40	-18.90
教育与健康服务	91.00	-42	119	38	56	44	54	23	87	49	60
私立教育服务	1.70	-14.90	12.70	-4.00	-3.90	-3.10	-1.90	0.20	4.30	-11.00	-4.80
医疗保健和社会援助	89.90	-27.80	106.90	41.80	59.90	47.60	55.30	22.80	82.60	60.50	65.00
休闲及餐旅服务	44.00	-11	5	25	-12	41	37	22	11	-2	3
艺术、娱乐与休闲	14.00	18.20	-10.90	14.70	-32.80	-4.10	0.50	5.50	6.30	8.60	12.90
食宿服务	29.40	-28.30	15.10	10.20	20.90	45.40	37.00	16.40	4.70	-10.80	-10.10
其他服务	-9.00	5	3	8	16	-6	-3	19	5	-10	7
维修和维护	-6.80	7.90	-3.50	2.90	2.80	-7.00	-1.20	11.10	-0.80	-4.60	3.40
个人与洗衣服务	-5.00	-1.90	1.70	1.10	8.10	-2.50	-4.40	8.60	4.30	-4.10	0.00
宗教、慈善、民间、专业和类似组织	3.10	-0.60	4.60	3.50	5.10	3.50	2.90	-0.50	1.40	-0.90	2.80
政府	-8.00	-4	-20	-10	-31	-153	8	-50	-1	25	-7
联邦	-18.00	-9.00	-37.00	-11.00	-15.00	-166.00	-2.00	-19.00	-9.00	-8.00	-24.00
州	-4.00	1.00	3.00	-5.00	-12.00	-4.00	10.00	-17.00	-12.00	1.00	-7.00
地方	14.00	4.00	14.00	6.00	-4.00	17.00	0.00	-14.00	20.00	32.00	24.00

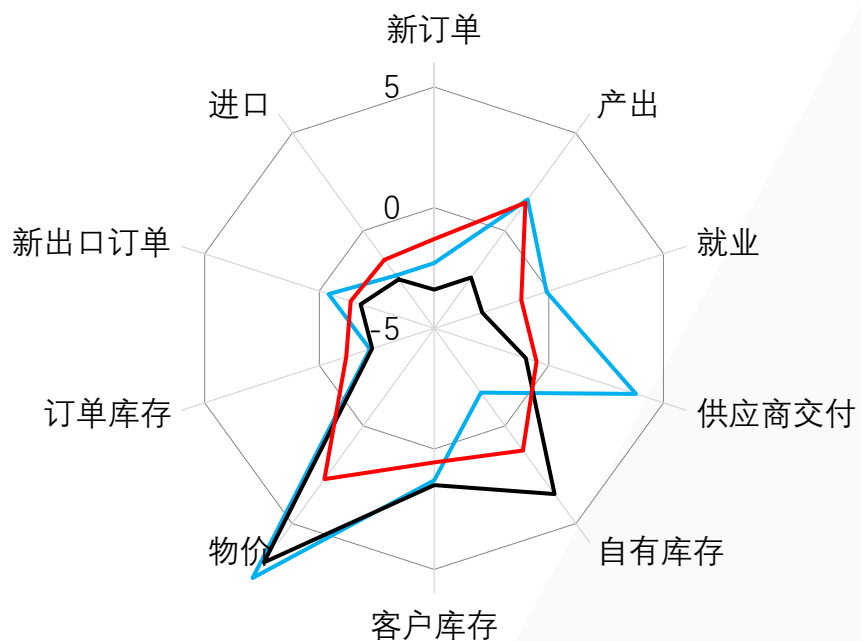
- ◆ 3月非农：建筑业、贸易运输和公共事业、教育和健康服务、休闲和餐饮正贡献，政府、金融活动负贡献；
- ◆ 失业率中，永久性失业下降，其他变化不大

Series	2026/3/31	2026/2/28	2026/1/31	2025/12/31	2025/11/30	2025/9/30
U3 失业率	4.3	4.4	4.3	4.4	4.5	4.4
离职者	0.53	0.51	0.61	0.49	0.50	0.50
重新就职者	1.33	1.36	1.27	1.36	1.52	1.36
新就业	0.42	0.47	0.47	0.49	0.45	0.48
永久性失业	1.11	1.20	1.18	1.15	1.13	1.18
临时失业	0.52	0.54	0.49	0.54	0.58	0.49
兼职	0.38	0.39	0.38	0.34	0.36	0.39

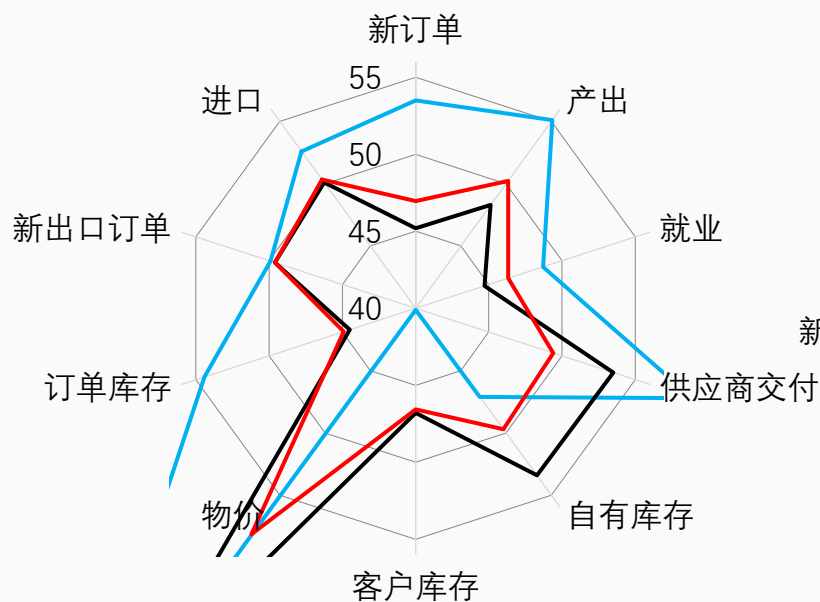
# 【宏观】：美国3月PMI

- ◆ 投入成本飞速抬升带动制造业PMI，就业录得下降；
- ◆ 非制造业PMI则有所承压，消费者信心悲观。

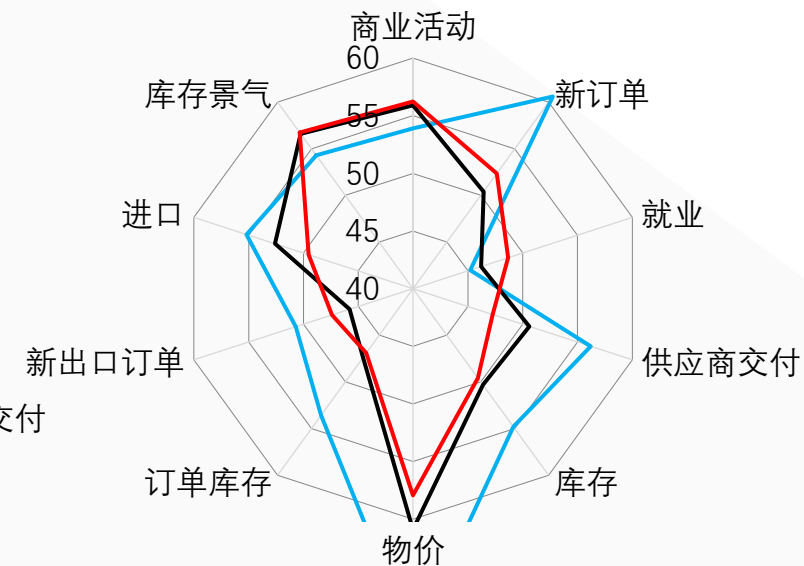
— 2026-03    — 2025-03    — 近三年环比



— 2026/03    — 2025/03    — 近三年均值



— 2026/03    — 2025/03    — 近三年均值



# 【宏观】中国经济：结构分化

◆ **开局良好：**春节错位下，需要结合1-2月数据看整体经济情况，1、政策超前发力情况下，基建持续增长；2、高基数下，商品零售回落，但餐饮收入回升；3、地产分项仍承压，核心仍在等待“价”的企稳；4、贷款数据下，居民部门差，企业部门改善；5、出口持续提供支撑。

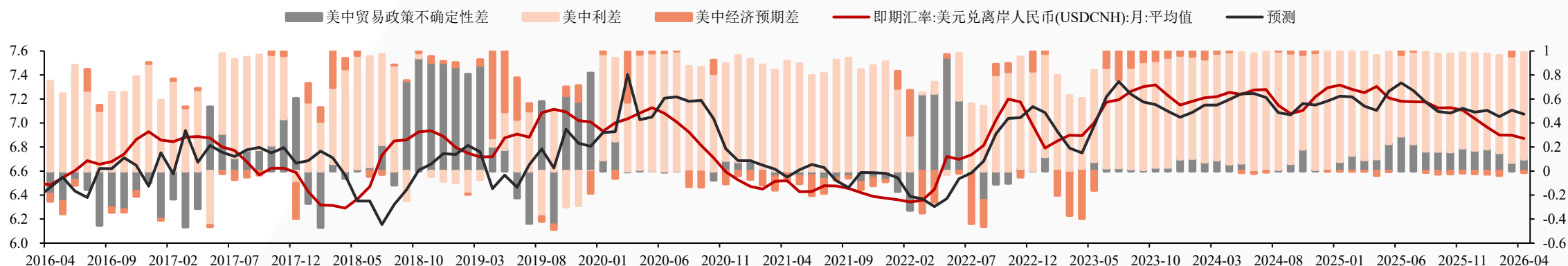
增量的贡献 (2024年对实际GDP同比贡献率)		指标名称	单位	2026/03	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04
		GDP:不变价:当季同比	%				4.5			4.8		5.2			
净出口	30.3%	出口金额:累计同比	%	N/A	21.8	10.0	5.4	5.3	5.3	6.1	5.8	6.1	5.9	5.9	6.2
		进口金额:累计同比	%	N/A	19.8	25.6	0.0	-0.5	-0.9	-1.1	-2.2	-2.7	-3.8	-4.8	-5.1
投资	25.2%	固投:累计同比	%	N/A	1.8	N/A	-3.8	-2.6	-1.7	-0.5	0.5	1.6	2.8	3.7	4.0
		地产投资:累计同比	%	N/A	-11.1	N/A	-17.2	-15.9	-14.7	-13.9	-12.9	-12.0	-11.2	-10.7	-10.3
		制造业投资:累计同比	%	N/A	3.1	N/A	0.6	1.9	2.7	4.0	5.1	6.2	7.5	8.5	8.8
		基建投资:累计同比	%	N/A	11.4	N/A	-1.5	0.1	1.5	3.3	5.4	7.3	8.9	10.4	10.9
		制造业PMI	%	50.4	49	49.3	50.1	49.2	49	49.8	49.4	49.3	49.7	49.5	49
消费	44.5%	社会零售:累计同比	%	N/A	2.8	N/A	3.7	4	4.3	4.5	4.6	4.8	5	5	4.7
		服务业PMI	%	50.2	49.7	49.5	49.7	49.5	50.2	50.1	50.5	50	50.1	50.2	50.1
		城镇调查失业率 (色阶相反)	%	N/A	5.3	5.2	5.1	5.1	5.1	5.2	5.3	5.2	5.0	5.0	5.1
通胀		CPI:当月同比	%	N/A	1.3	0.2	0.8	0.7	0.2	-0.3	-0.4	0	0.1	-0.1	-0.1
金融		社会融资规模存量:同比	%	N/A	8.2	8.2	8.3	8.5	8.5	8.7	8.8	9	8.9	8.7	8.7
		金融机构:各项贷款余额:同比	%	N/A	6	6.1	6.4	6.4	6.5	6.6	6.8	6.9	7.1	7.1	7.2
财政		财政收入:累计同比	%	N/A	0.7	N/A	-1.7	0.8	0.8	0.5	0.3	0.1	-0.3	-0.3	-0.4
		财政支出:累计同比	%	N/A	3.6	N/A	1	1.4	2	3.1	3.1	3.4	3.4	4.2	4.6

中国经济热力图

# 【总体观点】注意波动抬升风险

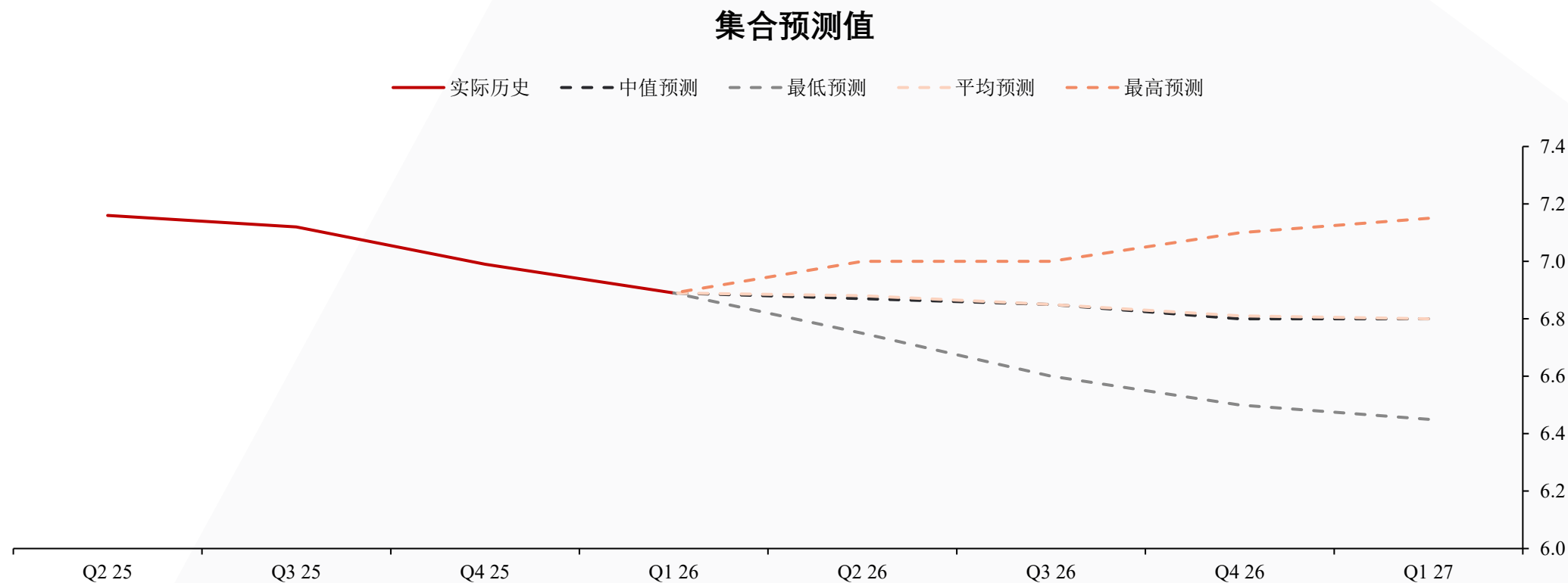
- ◆ **基本面：1)经济预期差(chā)利好人民币：**美伊两周停火后，市场交易主线转向“油价回落—避险降温—美元回吐涨幅”，但停火基础仍不稳，霍尔木兹通行和后续谈判仍有反复，说明美元短期支撑有所减弱但未完全消失。中国方面，人民币受益于外部情绪改善和短线表现钝化，短线表现偏强；**2)中美利差(chā)利好美元：**停火消息推动美债收益率阶段性回落，但3月非农超预期（17.8万 vs 预期6.5万）及通胀前景限制下行空间。市场此前定价的降息预期已基本被抹去，FOMC纪要显示官员倾向“看穿”短期商品通胀；**3)贸易政策不确定性中性：**中美元首北京会晤（5月14-15日）临近，市场对阶段性缓和抱有期待。但停火脆弱、海峡通行未正常化，全球供应链不确定性仍存。
- ◆ **核心观点：**USD/CNY维持区间震荡思路，但随着美伊停火落地，前期由中东冲突、油价上行和美元避险推动的上行动能阶段性缓和，汇价运行重心有所下移。与此同时，近期外部地缘扰动反复、市场预期频繁切换，**也使得人民币汇率的双向波动明显加大**，短期大概率呈现“波动放大的区间运行”。若后续海峡通行继续修复、油价进一步回落，汇价有望向6.82甚至更低位置试探；但在停火基础仍不稳、局势仍有反复的情况下，暂不宜直接按单边下行理解，后续仍需根据地缘局势和油价变化动态调整区间。**短期关注6.82—6.90区间，下方支撑6.82/6.79，上方阻力6.89/6.92，具体运行节奏需结合后续地缘及数据动态研判。**
- ◆ **风险提示：**
  - 1) 停火破裂，霍尔木兹海峡通行再度受阻，油价重新上冲；
  - 2) 中东局势向黎巴嫩等区域外溢，美元避险需求回升；
  - 3) 美国通胀或美联储表态超预期偏鹰，带动美元阶段性反弹。

人民币汇率拟合模型



# 【预期】2026年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 6.81 区间见底。
  - **预期分歧：**机构博弈区间继续收拢（6.50 – 7.10），中值预测在6.81。
- ◆ **2027Q1 趋势：**各方预测向 6.8 附近收敛，汇率长期预期下调。



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](http://www.htfc.com)