



# 美伊拉锯延续，波动未止

华泰期货研究院 2026年04月23日

蔡劭立 F3063489 Z0014617

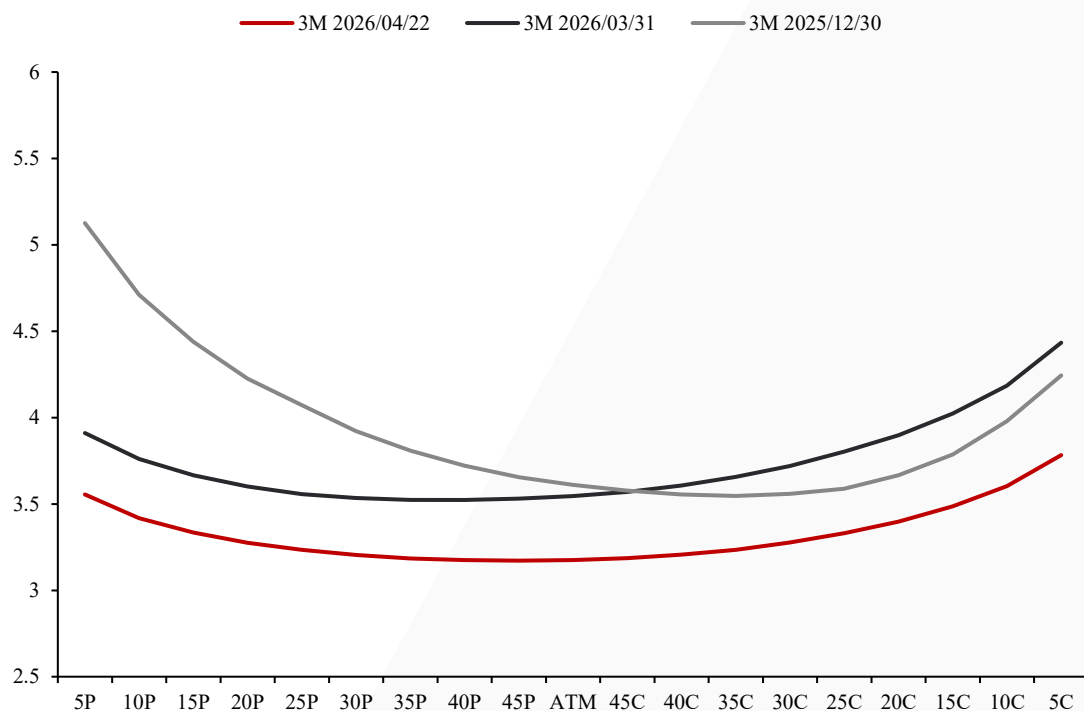
联系人：  
朱思谋 F03142856



# — 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，但Call端波动率较前期下降

### 3个月的USDCNH期权隐含波动率期限结构

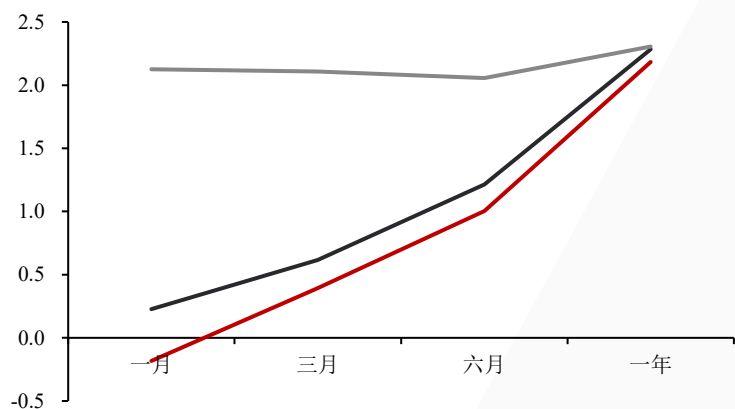


### Delta为5的美元兑人民币3个月期权隐含波动率



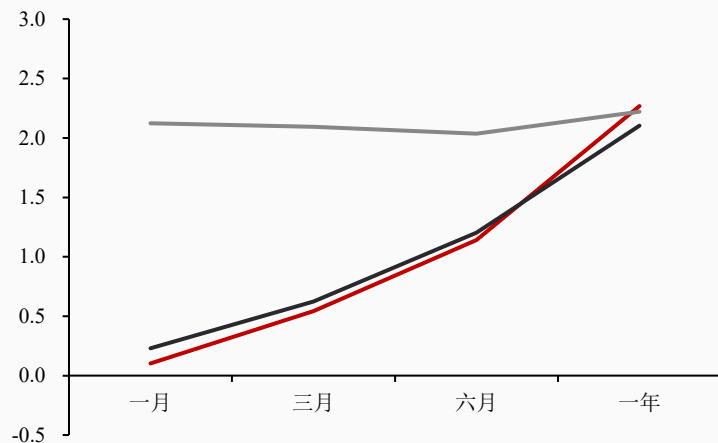
## 20260421 (%)

- 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



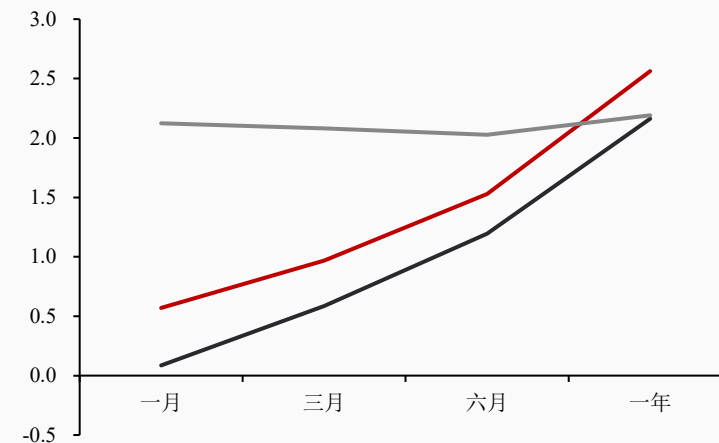
## 20260414 (%)

- 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



## 20260324 (%)

- 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

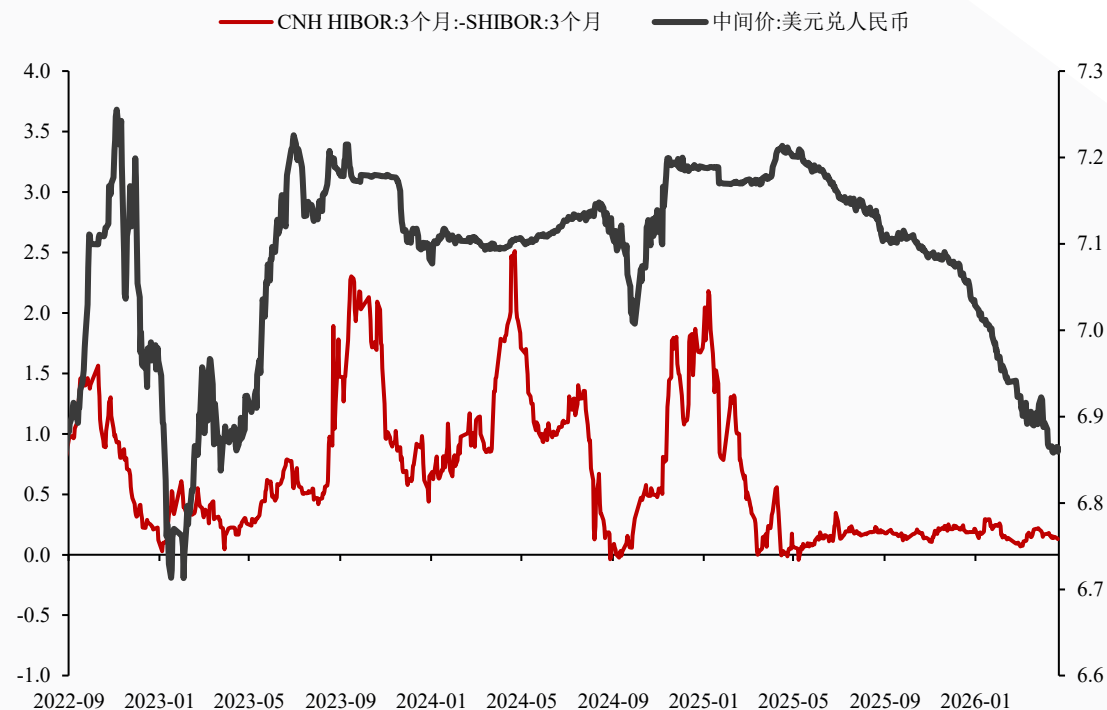


◆ 逆周期因子下降到-4%

### 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】无限期停火？

## 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：黎以临时停火协议北京时间4月27日凌晨 5:00到期。黎以第二轮大使级会谈：4月23日于华盛顿举行。
- 4月22日停火到期前夕，伊朗拒绝出席第二轮谈判，特朗普宣布延长停火但维持海上封锁，伊朗同日在霍尔木兹海峡扣押3艘货轮，进入“延长停火+海峡对峙”的灰色状态。

### 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

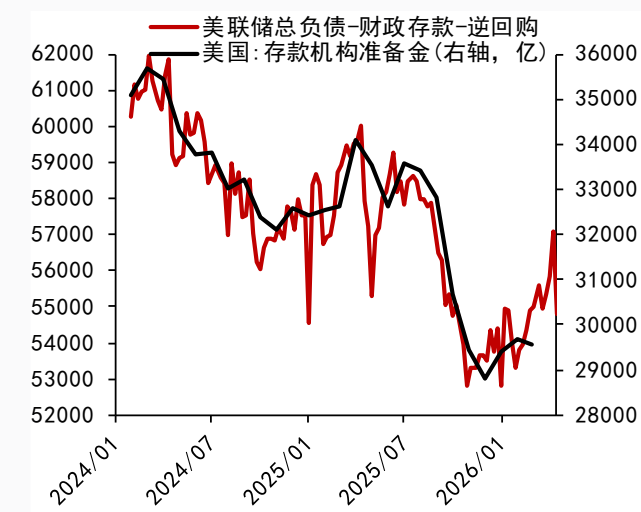
接受伊朗铀浓缩活动，撤销联合国安理会和国际原子能机构相关决议

- ◆ **客观上：**强调“缩表与降息”双线并行的核心政策主张；1、明确反对将量化宽松（QE）常态化，主张渐进有序地压缩美联储资产负债表规模；2、引入新的通胀分析框架，包括采用更具代表性的通胀指标、聚焦通胀的潜在趋势、弱化对点阵图的依赖，以及将正在发生的人工智能（AI）浪潮纳入对通胀前景的判断之中；3、强调美联储独立性。指出过去几年的高通胀已经削弱了美联储在通胀管理方面的公信力，需要重建这一信誉基础。
- ◆ **程序上：**参议院银行委员会中有13名共和党议员，11名民主党议员，共和党参议员蒂利斯（Thomas Tillis）的投票对提名具有决定性作用，但Tillis在听证中未向沃什提问，而是用整个发言时间展示幻灯片，论证美联储建筑项目的超支基本合理——包括石棉清除、地基桩处理及原材料成本上涨69%等因素。他明确告诉沃什：**你的资历非凡，无可挑剔。让我们先解决这场调查，这样我就能支持你的提名了。**
- ◆ **主观上：**强调独立性，实则独立性存疑：1、回避了所有批判特朗普的提问；2、强调美联储独立性，却回避棘手问题，如解雇理事库克案件、鲍威尔刑事调查；3、改革议程激进，对鲍威尔任期发出持续批评。**降息周期延续概率上升，缩表时间推后。**
- ◆ **历史上，听证会对任期内的政策参考意义不大。**2005年伯南克的确认听证会，完全没提到扩表相关的措辞-“量化宽松”、“资产负债表”；1987年格林斯潘听证会，强调“实现经济稳步的、最大程度的增长，同时又不让通货膨胀的恶魔从魔瓶里冒出来”，以严控通胀、独立于政治的鹰派形象上任。上任后先加息，后降息。

# 【宏观】加息预期短期稳定

- ◆ TGA账户回升至9244亿美元（6970亿）。
- ◆ 美联储理事米兰和其他三位经济学家近期共同发表了名为《缩减美联储资产负债表用户指南》的工作论文。这篇论文挑战了常规的美联储难以大幅缩表的观点，认为准备金需求在很大程度上由监管环境决定，可通过调整监管框架、抑制预防性动机及其它准备金需求来源等方式逐步缩表。我们认为，从政策讨论到实际落地至少仍需一年以上的的时间，不需要过度解读。

	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	-8.9bp
欧元区											-0.25		-0.25	-0.25	-0.25		-0.25		-0.25	-0.60				-0.25	2.15	-0.25	+54.5bp
日本					0.25											0.25						0.15			0.75	0.25	+48.6bp
英国					-0.25				-0.25			-0.25		-0.25				-0.25				-0.25			3.75	-0.75	+41.5bp
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	+30bp
澳大利亚	0.2	0.2							-0.25			-0.25		-0.25					-0.25						4.1	0	+43.8bp
新西兰					-0.25	-0.50	-0.25				-0.25	-0.25		-0.50			-0.50	-0.50		-0.25					2.25	-1.25	
瑞典						-0.25					-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	-0.25						2.5	-0.25	
印度					-0.25						-0.50		-0.25		-0.25										5.25	-0.75	
印尼							-0.25	-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	0.50		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	-0.25				-0.25	4.5	-0.5	
阿根廷																	-3	-3	-5						29	0	



# 【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：预期下修。** 成屋销售仍未明显回升，就业市场缓慢转差；

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	%				1.99			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	%		3.73	4.25	4.53	5.40	2.31	3.59	3.74	1.64	5.59	9.70	0.71
		成屋销售	万套	398	413	460.7	498.2	485.4	476	479.9	473.6	466.9	464.2	466.7	472.6
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	4.30	4.10	4.30	4.20
		非农职位空缺数	万人		688.2	724	655	684.6	717	716.9	691.9	708.9	720.4	731	709.8
通胀		CPI:当月同比	%	3.30	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	%	2.60	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	3.78	1.88	3.46	5.60	3.47	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	%		3.89	4.51	4.05	4.13	4.17	4.67	4.62	4.33	3.81	4.01	5.14
		个人消费支出:同比	%		5.34	5.13	4.54	5.13	5.25	5.24	5.61	5.30	5.16	5.05	5.50
财政	20.3%	财政收入:同比	%	4.68	5.63	9.11	6.60	11.35	23.75	3.16	12.32	2.46	12.91	14.70	9.53
		财政支出:同比	%	3.94	2.85	1.98	16.26	-23.82	17.88	-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	5.47	11.75	7.35	3.13	4.87	4.50	5.69	9.25
		进口金额:同比	%		-7.07	-11.23	-2.16	-2.43	-3.34	-3.44	-1.90	2.52	-1.22	3.30	3.42

美国  
经济  
热力  
图

# 【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、制造业和基建投资回升支撑一季度经济；2、投资回升的趋势仍待融资数据确认；3、资金面偏宽松；4、出口提供支撑，替代需求受益同时出口也有限制。

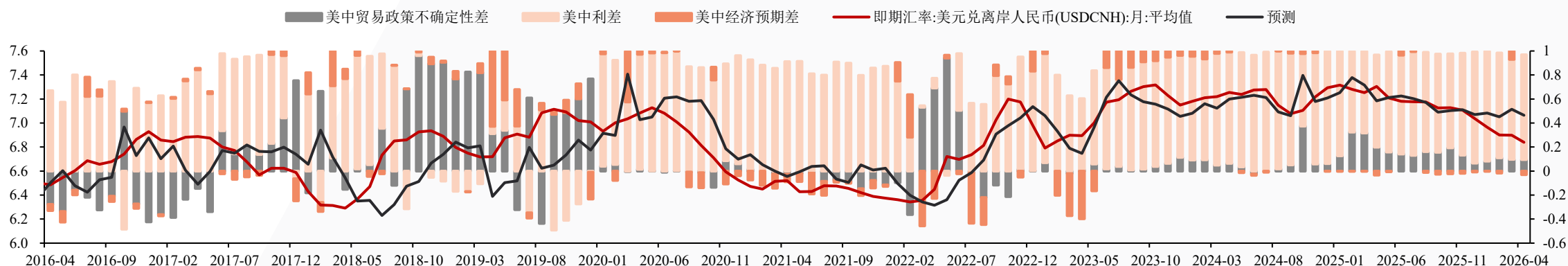
增量的贡献 (2024年对实际GDP同比贡献率)		指标名称	单位	2026/03	2026/02	2026/01	2025/12	2025/11	2025/10	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04
		GDP:不变价:当季同比	%	5.0			4.5				4.8			5.2	
净出口	30.3%	出口金额:累计同比	%	14.7	21.8	10.0	5.4	5.3	5.3	6.1	5.8	6.0	5.9	5.9	6.2
		进口金额:累计同比	%	22.7	19.8	25.6	0.0	-0.5	-0.8	-1.0	-2.1	-2.6	-3.8	-4.8	-5.1
投资	25.2%	固投:累计同比	%	1.7	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	%	-11.2	-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	%	4.1	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	%	8.9	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	%	2.4	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)	%	5.4	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	%	1	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	%	7.9	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	%	5.7	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】短期波动抬升，后续持续看好运行重心下移

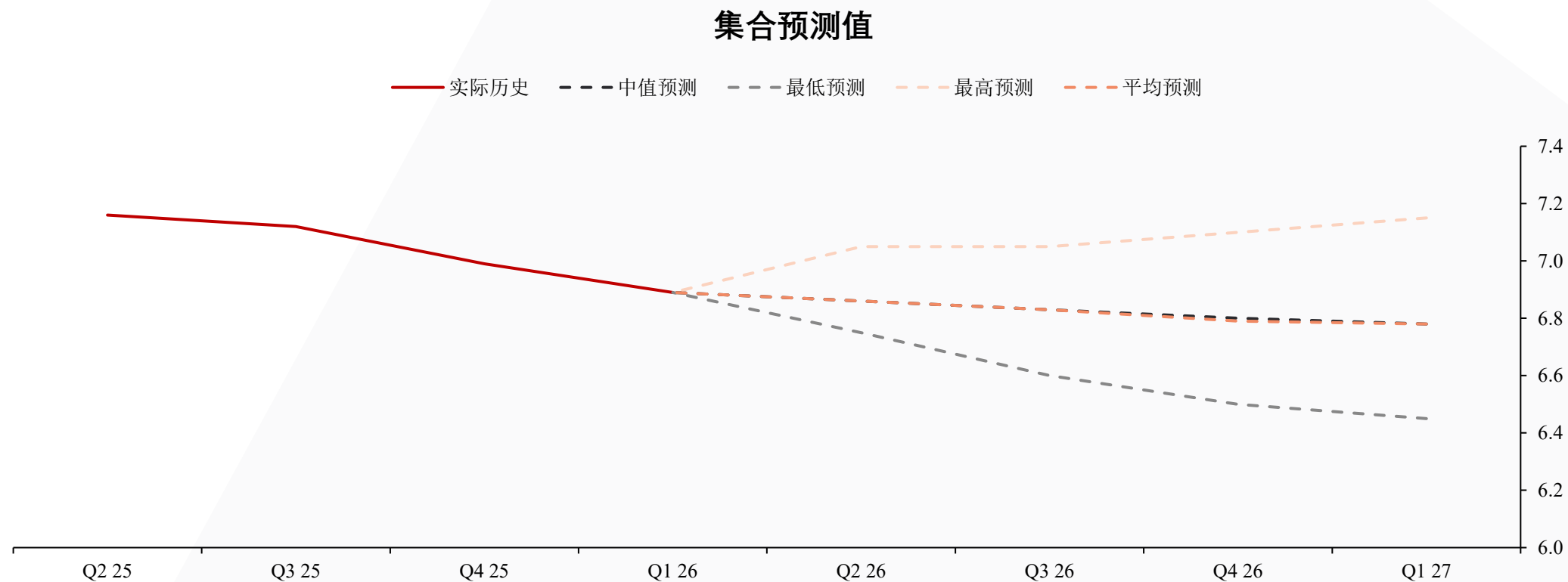
- ◆ **基本面：**1)经济预期差(chā)利好人民币：美国面临“能源驱动的通胀反弹+就业放缓+降息推迟”的三重挤压，滞胀风险重新定价；中国一季度GDP 5.0%、出口韧性、财政持续发力仍在支撑外部收支；2)中美利差(chā)中性：美联储近端降息定价收敛、美元短端利率韧性仍在。国内LPR维持不变，境外贷款杠杆率上调为资金双向流动打开空间；3)贸易政策不确定性中性：市场主线继续被地缘和能源占据，关税与中美经贸议题暂时退居二线，但美伊谈判若进一步破裂，贸易与供应链风险可能重新前置。
- ◆ **核心观点：**短期维持6.80-6.90区间判断。上沿由美元阶段性避险需求与停火反复提供支撑；下沿方面，近期中间价持续偏离即期汇率约400个基点，逆周期因子仍在对过快升值形成平滑。若霍尔木兹海峡局势明显降级、油价持续下调，汇价有望下探6.80一线，但短期向下破位概率有限。操作上不建议对单边升值线性外推，中间价与逆周期因子信号仍是重要观察锚。
- ◆ **风险提示：**
  - 一、地缘政治风险：美伊谈判反复、霍尔木兹海峡冲突升级。
  - 二、海外政策风险：美联储主席过渡期、沃什提名进展及政策框架调整。
  - 三、市场风险：全球风险偏好切换、套息头寸平仓与资金流反转。

### 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 6.79 区间见底。
  - **预期分歧：**机构博弈区间继续维持（6.50 – 7.10），中值预测在6.79。
- ◆ **2027Q1 趋势：**各方预测向 6.78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)