



2026年5月22日

风险资产修复之后，通胀与利率约束渐显

核心观点

- **2026年4月：**全球地缘风险阶段性钝化，市场风险偏好明显修复，全球主要权益市场普遍上涨，AI及半导体产业链权重较高的韩股、日股和纳斯达克领涨；商品价格整体回升，债市小幅收涨，美元指数回落，人民币分化。
- **国内市场：**权益(+8.69%)>商品(+0.83%)>债券(+0.48%)>人民币(-0.69%)。4月A股呈趋势性修复，海外地缘扰动降温、年报与一季报验证盈利改善，带动主要指数普遍放量上涨；商品小幅收涨，债券偏强运行，人民币则呈现对一篮子货币走弱、对美元小幅升值的分化特征。
- **海外市场：**权益(+9.23%)>商品(+2.93%)>债券(+1.25%)>美元(-1.78%)。4月海外市场主线在于地缘风险溢价回落、AI产业需求延续，以及紧缩担忧阶段性缓和，风险资产整体占优。全球股市普遍上涨，其中韩股涨超30%，日股与纳斯达克涨超15%；商品中有色和能源领涨。
- **展望后市：**目前美伊冲突仍处僵持状态，油价持续高位运行，市场通胀担忧升温，对美联储、欧央行年内重新加息的定价有所抬升，4月风险偏好修复后，部分风险资产估值修复较快，后续波动或有所加剧。黄金短期受实际利率和美元反弹约束，预计降波震荡整理，但中长期配置价值仍未逆转；铜价短期因流动性紧缩预期和高价需求验证约束，预计高位震荡，中长期仍受矿端偏紧以及电网、新能源、AI数据中心等需求支撑；原油则继续受霍尔木兹通行和美伊谈判进展主导，预计短期高位宽幅震荡。
- **风险因素：**能源通胀超预期、全球央行货币政策转向、美国经济超预期降温，地缘冲突进一步升级。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

何天

从业资格号：F03120615

投资咨询号：Z0022965

赵奕

从业资格号：F03153902

投资咨询号：Z0023788

目录

一、大类资产表现.....	5
二、权益市场.....	6
1. A股.....	6
2. 港股.....	9
三、债券市场.....	11
1. 国债.....	11
四、商品市场.....	13
1. 黄金.....	13
2. 铜.....	15
3. 原油.....	16
五、外汇市场.....	18
1. 美元.....	18
2. 人民币.....	18

图表目录

图表 1 2026 年 4 月国内外大类资产收益率概览	5
图表 2 权益市场表现	6
图表 3 A 股成交额	8
图表 4 A 股换手率	8
图表 5 沪深 300 风险溢价	8
图表 6 中证 1000 风险溢价	8
图表 7 主要宽基指数市盈率 (TTM)	8
图表 8 融资融券余额	9
图表 9 A 股财报净利润增速	9
图表 10 一致预期净利润同比增速	9
图表 11 工业企业利润	9
图表 12 AH 股溢价率	10
图表 13 恒生指数市盈率	10
图表 14 南向资金	10
图表 15 恒生指数换手率	10
图表 16 恒生指数与 10Y 美债收益率	10
图表 17 恒生指数与人民币汇率	10
图表 18 货币市场公开操作	12
图表 19 主要资金利率	12
图表 20 政府债发行与到期情况	12
图表 21 票据贴现利率	12
图表 22 国债收益率曲线	12
图表 23 国债期限利差	12
图表 24 伦敦金现与美元指数	14
图表 25 中国官方黄金储备	14
图表 26 黄金 ETF 波动率指数	14
图表 27 4 月全球黄金 ETF 资金流向转正	14
图表 28 国内外铜价走势	15

图表 29 LME 铜库存.....	15
图表 30 中国铜现货 TC.....	16
图表 31 精炼铜月度进口量	16
图表 32 美国商业原油库存	17
图表 33 美国炼油厂产能利用率	17
图表 34 霍尔木兹海峡通行船舶数量.....	17
图表 35 布油价格及月差	17
图表 36 中美利差	19
图表 37 在岸、离岸人民币汇率	19
图表 38 美元指数	19
图表 39 花旗经济意外指数	19
图表 40 CFETS 人民币汇率指数.....	20
图表 41 日元、欧元兑人民币	20

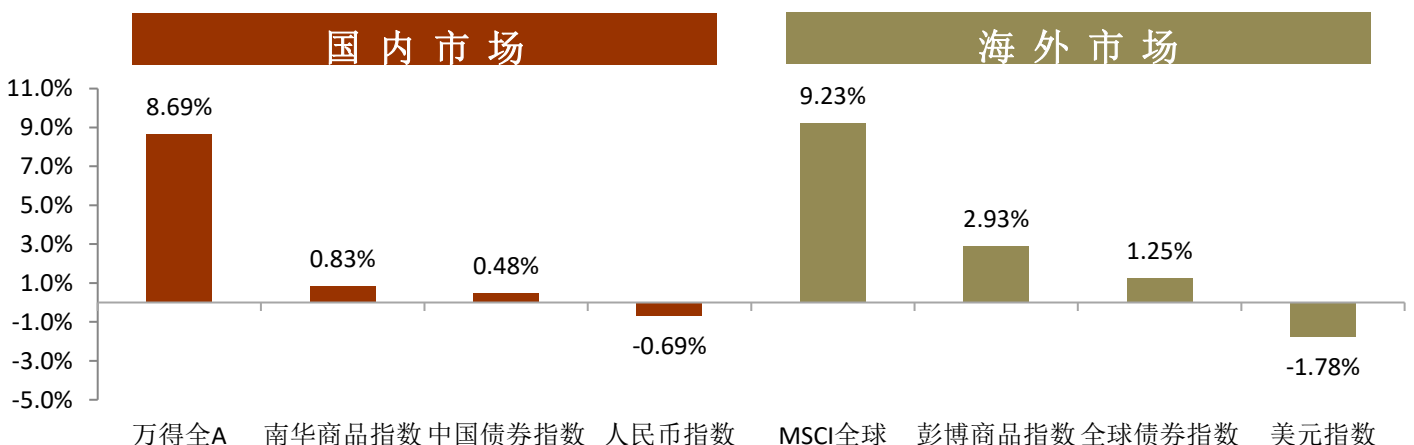
一、大类资产表现

2026年4月，全球地缘风险逐步钝化，市场风险偏好明显回暖，全球股市全面上涨，其中代表AI产业的日韩股市及纳斯达克领涨，商品价格普遍回升，债市整体收涨，美元指数与人民币指数均回落。

国内市场方面，权益(+8.69%)>商品(+0.83%)>债券(+0.48%)>人民币(-0.69%)。
A股 4月收益率录得+8.69%，全月呈现趋势上行，随着海外地缘扰动钝化、年报与一季报披露验证盈利修复，主要指数普遍修复，两市成交额亦从周均约2万亿放量至2.3万亿。**南华商品指数** 4月收益率录得+0.83%，各板块表现分化，有色(+3.11%)>贵金属(+1.14%)>农产品(+0.83%)>黑色(+0.73%)>工业品(-1.19%)>能化(-3.72%)。**中国债券综合指数** (Bloomberg) 4月收益率录得+0.48%，利率震荡下行，主要因资金面持续宽松、配置资金持续流入所致。**人民币指数** (CFETS) 4月收益率录得-0.69%，表明人民币在外汇市场上相对于主要贸易伙伴的货币走弱，在岸美元兑人民币由6.8983下行至6.8274，人民币对美元升值。

海外市场方面，权益(+9.23%)>商品(+2.93%)>债券(+1.25%)>美元(-1.78%)。
MSCI全球指数 4月收益率录得+9.23%，地缘缓和、AI需求强劲、加息预期消退共同支撑全球股市在4月上涨，其中韩股涨超30%、日股与纳指涨超15%，A股双创板块同样强劲，相比之下港股和欧股表现较弱。**彭博商品指数** 4月收益率录得+2.93%，其中工业金属、谷物、能源、农产品、畜牧、软商品分别收涨5.05%、3.76%、3.68%、3.39%、1.91%、1.23%，贵金属收跌-1.08%。**全球债券综合指数** (Bloomberg) 4月收益率录得+1.25%，其中新兴市场录得+2.11%，欧洲录得+0.46%，美国录得-1.76%。**美元指数** 4月收益率录得-1.78%，全月震荡下行。随着美伊谈判推进、地缘避险需求降温，叠加市场对加息预期有所消退，美元支撑边际减弱。

图表1 2026年4月国内外大类资产收益率概览



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

二、权益市场

2026年4月，全球权益市场均显著上涨，其中海外>A股>港股。**国内方面**，A股4月收涨8.69%，其中科创50、创业板指强势领涨，两市成交量中枢从3月的2.33万亿小幅回升至2.36万亿。**港股方面**，4月恒生指数收涨3.99%，恒生科技收涨4.76%。**海外方面**，主要经济体股指均收涨，亚洲日韩地区领涨全球，美股次之，欧洲相对较弱。

图表2 权益市场表现

	指标	现价	4月走势	4月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
A股	万得全A	6886.83		8.69	10.75
	上证指数	4112.16		5.66	5.32
	深圳成指	15107.55		12.09	15.07
	创业板指	3677.15		15.45	18.51
	上证50	2985.50		5.64	-0.91
	沪深300	4807.31		8.03	5.23
	中证500	8349.51		9.61	16.46
	中证1000	8381.95		10.00	15.09
	中证2000	3512.56		8.34	15.18
	科创50	1571.07		25.05	22.04
北证50	1330.09		6.55	-0.28	
港股	恒生指数	25776.53		3.99	2.98
	恒生科技	4871.32		4.76	-7.49
	恒生中国企业指数	8681.83		3.67	-0.28
海外	道琼斯工业指数	49499.27		7.14	3.22
	纳斯达克指数	25114.44		15.29	12.93
	标普500	7230.12		10.42	8.08
	英国富时100	10363.93		1.99	3.04
	法国CAC40	8114.84		3.81	-0.45
	德国DAX	24292.38		7.11	-0.62
	日经225	59513.12		16.10	24.58
	韩国综指	6598.87		30.61	77.92
	印度SENSEX30	76913.50		6.90	-9.26

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

1. A股

4月A股多数宽基指数均收涨，两市成交额中枢回升至2.36万亿，科创50、创业板等成长科技风格领涨，上证50等红利风格涨幅较低。

分子端有支撑，分母端催化有限，市场风偏回暖。从分子端看，2026年一季度经济整体呈现“总量不弱、结构分化”的格局，GDP同比增长5%，工业、出口共同支撑增长，但内需修复偏慢，消费改善有限。从分母端看，二季度以来国内货币政策仍维持宽松基调，但总量加码节奏放缓，资金面处于宽松区间，短期降息预期并不强。海外方面，4月地缘扰动及油价上行压力边际缓解，但通胀预期仍制约主要央行宽松节奏，市场对美联储年内降息的定价仍偏谨慎。与此同时，风险资产对地缘冲突的敏感度有所下降，市场风险偏好边际回暖。

4月成交小幅放量、换手回落。从成交额看，4月份沪深两市日均成交额为23,107亿元，较3月份放量1.2%。从换手率看，4月上证指数月均换手率达1.19%，较3月1.47%显著回落，4月市场上涨更多来自风险偏好回暖带来的估值抬升、持仓修复，而非增量资金大幅加速交易。

指数风险溢价回落，短期性价比较低。4月上证50的风险溢价从7.05%小幅回落至6.86%，沪深300的风险溢价从5.39%回落至5.08%，中证500的风险溢价从1.08%回落至0.99%，中证1000的风险溢价从0.36%回落至0.09%。目前沪深300、中证1000的风险溢价接近-2倍标准差警戒线，显示当下买入性价较低，继续上涨更依赖盈利兑现、流动性宽松或风险偏好继续扩张。

宽基指数估值修复，中证1000弹性较大。从估值端看，4月万得全A市盈率从22.4倍回升至23.8倍(+6.4%)，上证50市盈率从11.3倍回升至11.6倍(+2.9%)，沪深300市盈率从13.9倍回升至14.6倍(5.4%)，中证500市盈率从34.6倍升至36.5倍(+5.6%)，中证1000市盈率从46.1倍升至54.4倍(+18.0%)。

杠杆资金进一步扩大，外资持续流出。从杠杆资金端看，4月末两融余额为27151.82亿元，较3月末增加982.92亿元，截至5月中旬创下2.87万亿历史新高。从外资端看，EPFR资金流向显示，4月海外资金对A股由3月净流入转为小幅净流出，4月合计净流出约3.9亿美元。其中，被动型基金基本持平，4月小幅净流入约0.25亿美元，较3月约4.4亿美元的净流入明显回落；主动型基金延续净流出，4月净流出约4.2亿美元，较3月约1.5亿美元的净流出进一步扩大。5月首周被动型基金净流出约5.2亿美元，主动型基金小幅净流入约0.6亿美元，合计仍净流出约4.6亿美元。

反内卷有望推升中长期PPI，等待A股盈利底部。从盈利端看，A股上市公司财报已基本披露完毕，2025年全A归母净利润同比增速回升至1.97%，较2022-2024年(0.84%、-2.7%、-3%)明显改善，2026Q1进一步升至6.87%，盈利修复正在兑现。反内卷仍在进行中，国内通胀自一季度起已有明显反弹，4月CPI回升至1.2%，PPI也回正至2.8%，尽管有输入性通胀因素扰动，但剔除掉食品和能源的核心CPI依旧处于缓慢回升的趋势，盈利改善+通胀抬升，名义利润修复加快。

当前A股再度创下本轮行情新高，指数位置抬升后，估值性价比边际下降、获利盘逐步累积，短期波动率可能提高。但这并不意味着行情已进入尾声：一方面，盈利改善与通胀温和和回升正在共同推动名义利润修复，基本面对权益市场仍有支撑；另一方面，海外地缘风险尚未进一步升级，风险资产对相关扰动逐步钝化，海外加息预期边际消退，同时AI产业叙事仍在延续。因此，后续市场的核心逻辑或将从本轮行情前期的流动性驱动，逐步切换至盈利修复驱动。在基本面未被证伪、风险偏好尚未明显逆转的背景下，指数仍具备进一步上行空间。

图表3 A股成交额

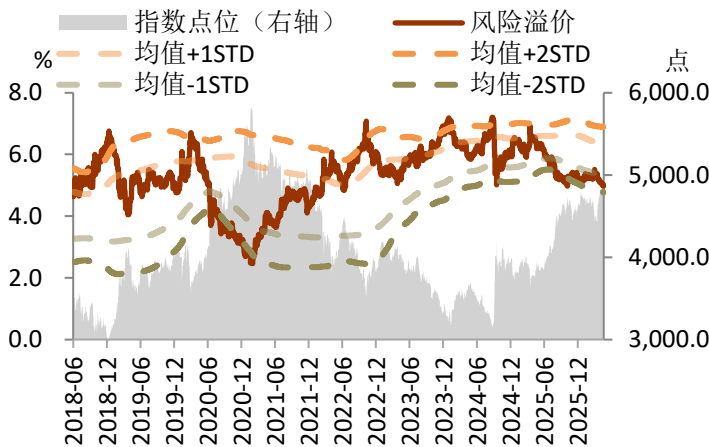


图表4 A股换手率

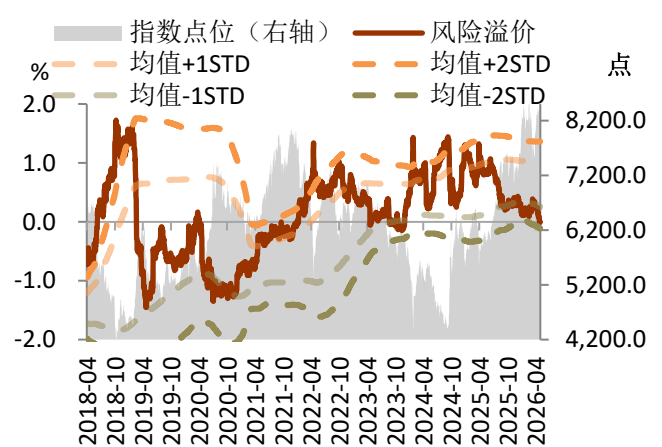


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表5 沪深300 风险溢价

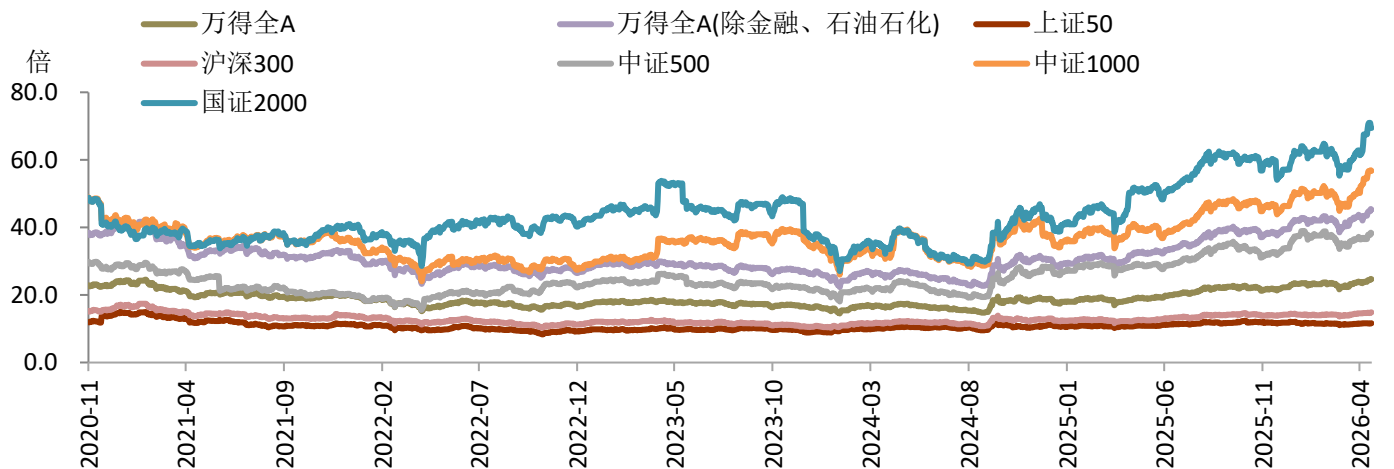


图表6 中证1000 风险溢价



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货 (风险溢价为 P/E 的倒数减去 10Y 国债收益率)

图表7 主要宽基指数市盈率 (TTM)

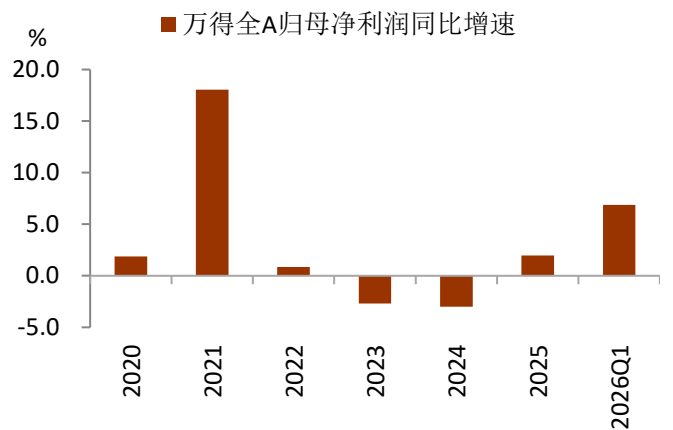


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 8 融资融券余额

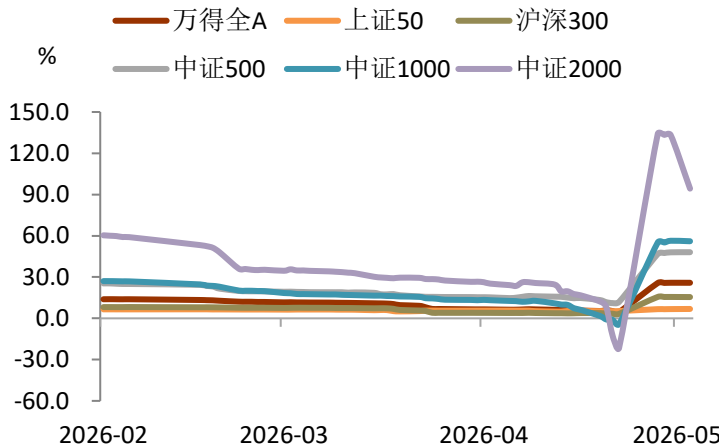


图表 9 A 股财报净利润增速

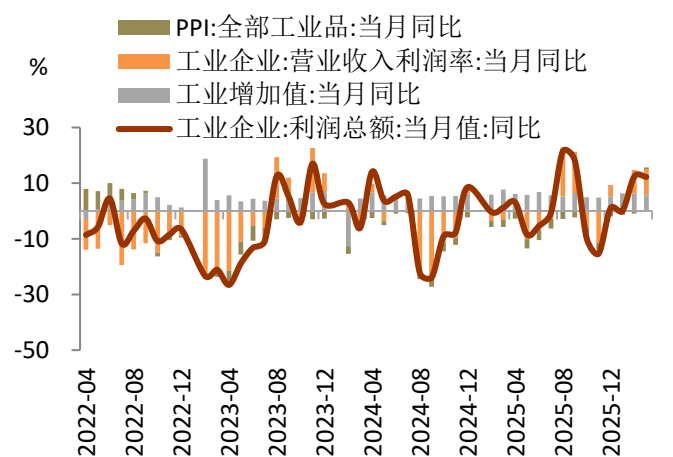


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 10 一致预期净利润同比增速



图表 11 工业企业利润



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

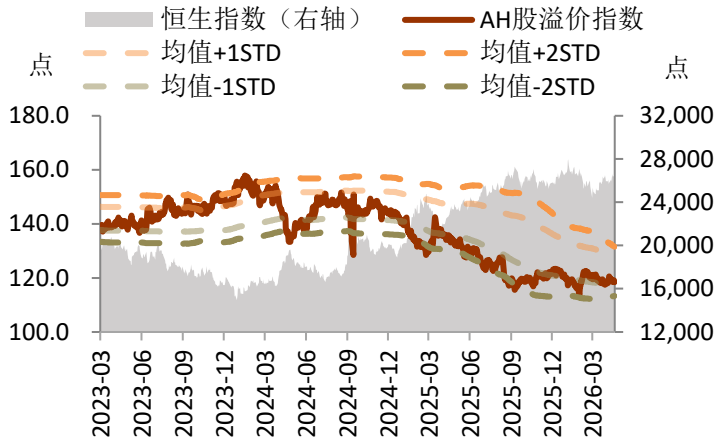
2. 港股

港股 4 月修复偏弱, AI 叙事不足制约弹性。4 月港股震荡收涨, 恒生指数涨幅 3.99%, 恒生科技指数涨幅 4.76%, 但依旧显著跑输 A 股、日韩股、美股。4 月初美伊和谈取得进展, 外部地缘风险阶段性缓和, 带动市场风险偏好回暖, 并推动港股估值修复。但从涨幅弹性看, 港股表现相对偏弱, 核心约束在于其 AI 产业链权重和叙事含量相对不足, 难以充分承接本轮全球科技风险偏好扩张。与此同时, 当前 AH 溢价指数已接近历史偏低区间, 表明港股相对 A 股的低估优势已被较大程度修复, 后续港股若要继续显著跑赢 A 股, 单纯依赖“估值便宜”的逻辑已经不够, 仍需盈利改善、外资风险偏好回升、美元走弱及美债利率下行等新增催化共同支撑。

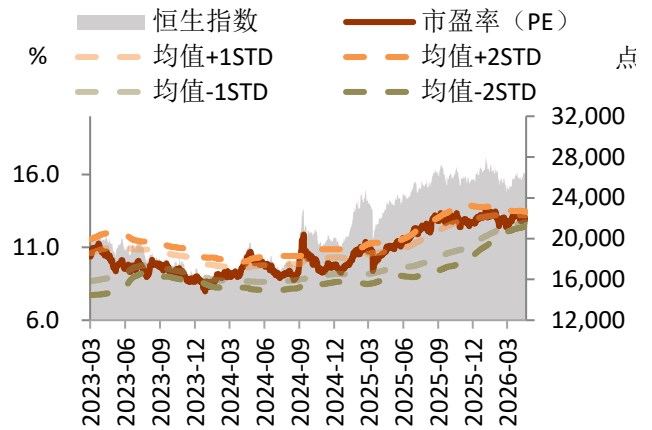
估值小幅修复, 换手率下降, 南向流入放缓。恒生指数的市盈率 (P/E) 在 4 月末为 12.8 倍, 较 3 月末 12.56 倍小幅回升; 南向资金 4 月净流入 495.06 亿元, 低于 3 月的 546.02 亿

元，流入势头减缓。同时，恒指换手率从3月的36.6%回落至29.2%。

图表 12 AH 股溢价率



图表 13 恒生指数市盈率



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 14 南向资金

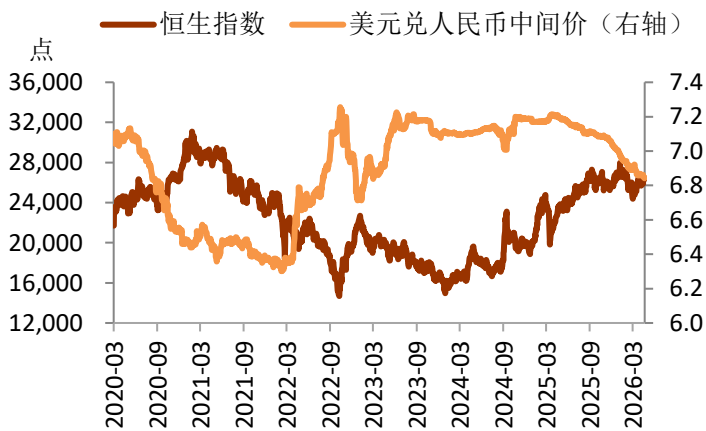


图表 15 恒生指数换手率

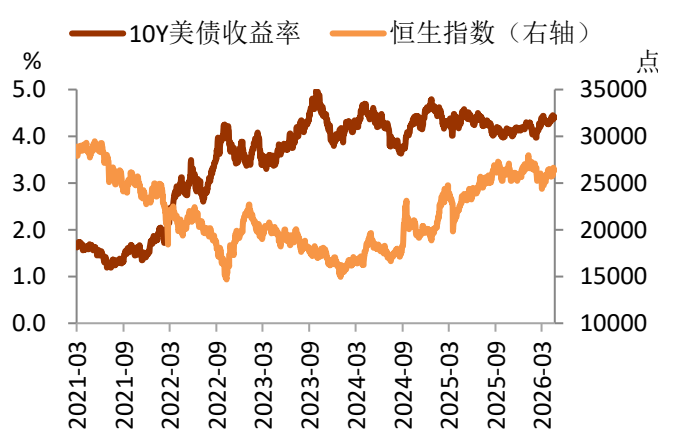


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 16 恒生指数与 10Y 美债收益率



图表 17 恒生指数与人民币汇率



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

三、债券市场

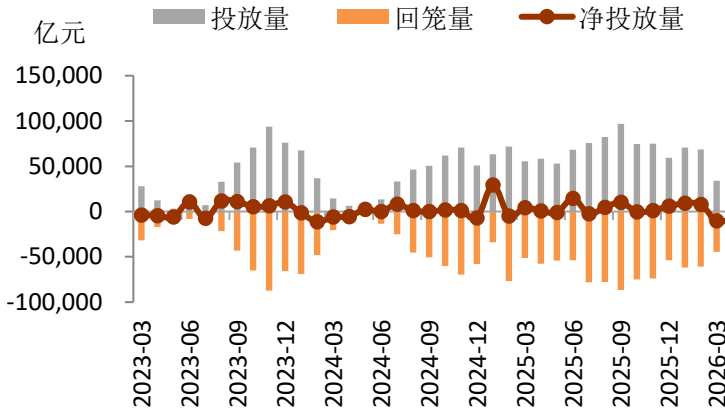
1. 国债

央行净回笼不改资金偏松，宽信用仍待修复。资金供给方面，4月央行公开市场净回笼8,016亿元，较3月减少，其中逆回购投放4,396亿元、到期7,712亿元，买断式逆回购投放13,000亿元、到期17,000亿元，MLF投放4,000亿元、到期6,000亿元，国库现金定存投放2,000亿元、到期700亿元。资金价格方面，4月资金利率整体较3月末小幅回落，7天品种下行更明显。R001较3月末下行1.8BP至1.37%，DR001较3月末上行4.7BP至1.32%；R007较3月末下行8.9BP至1.40%，与政策利率持平（7天逆回购利率1.4%）；DR007较3月末下行3.3BP至1.39%，低于政策利率约1.0BP。资金需求方面，4月政府债净融资8,079.6亿元，较3月减少4,790.8亿元，较去年同期减少1,074.8亿元；政府债发行量21,032.7亿元，较3月减少6,861.1亿元，偿还量12,953.1亿元，较3月减少2,070.3亿元。票据贴现利率4月均值为0.85%，较3月1.19%显著下行，4月信贷投放依旧较弱，宽信用仍需要时间。

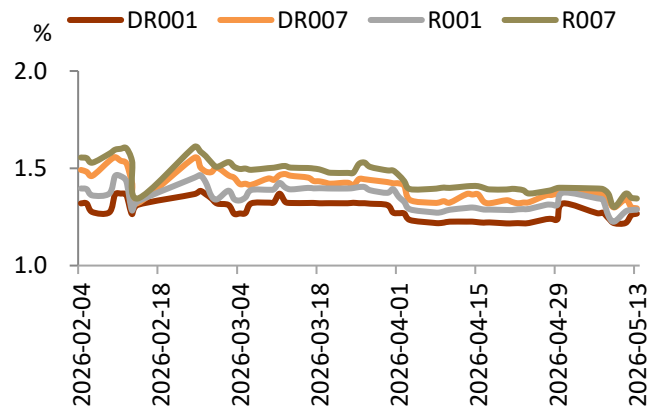
收益率曲线整体下移，长端下行幅度更大。4月末，2年期、10年期和30年期国债收益率分别为1.26%、1.75%和2.22%，较3月末分别回落1.63BP、6.08BP和12.35BP。期限利差同步收窄，其中10Y-2Y利差为0.50%，较3月末收窄4.45BP；30Y-10Y利差为0.47%，较3月末收窄6.27BP，反映长端利率下行更为明显，收益率曲线相对趋于平坦化

4月10Y国债收益率震荡下行，长端补涨特征较为明显，利率曲线转向牛平。核心驱动在于资金面持续偏松：短端利率先行下行，机构配置需求向中长久期品种扩散，推动10Y、30Y国债利率回落。与此同时，基本面对债市的影响相对有限，一季度经济韧性对利率下行空间形成一定约束，但内需修复仍不稳、信用需求偏弱，使宽松预期和配置需求仍有支撑。月末受税期扰动、政府债供给压力及超长期特别国债发行预期影响，长端收益率有所震荡，但全月债市整体仍维持震荡偏强格局。往后看，资金面松紧仍是债市定价的核心变量，弱信用对债市形成支撑，预计短期国债收益率以震荡为主。

图表 18 货币市场公开操作

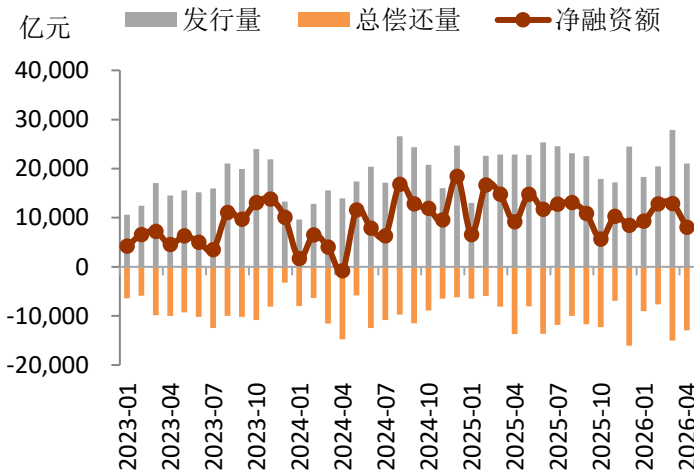


图表 19 主要资金利率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 20 政府债发行与到期情况

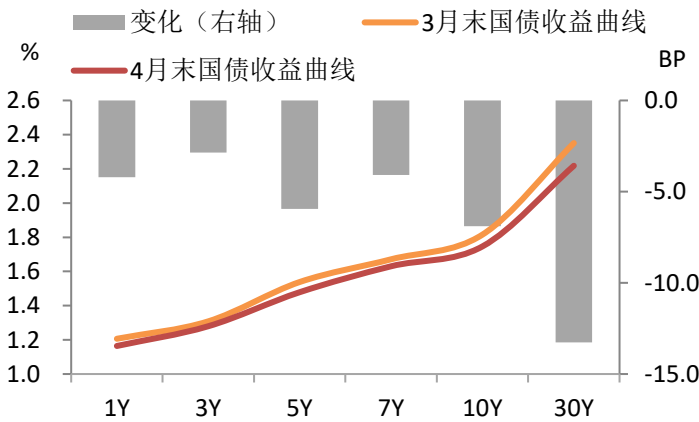


图表 21 票据贴现利率

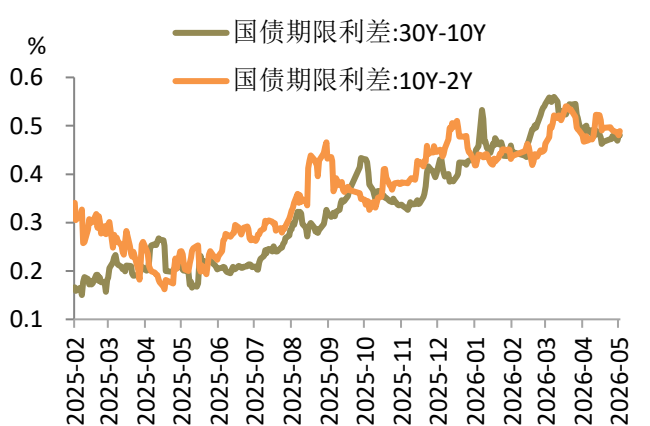


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 22 国债收益率曲线



图表 23 国债期限利差



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

四、商品市场

1. 黄金

4月末，伦敦金现收于4621美元/盎司，月涨跌幅-1.02%；沪金收于1016.1元/克，月涨跌幅-0.45%。

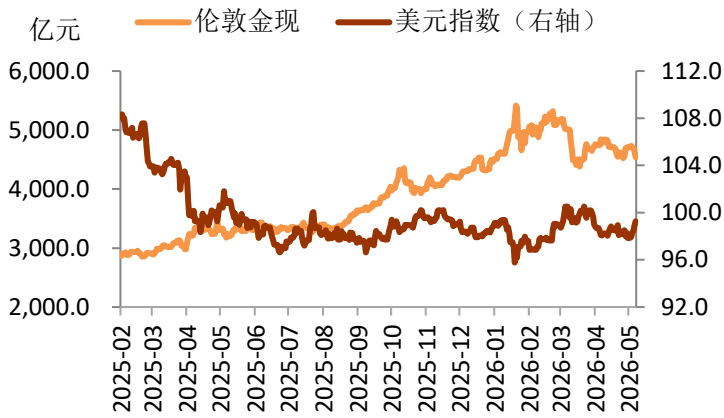
（1）金价波动率从高位回落，4月金价修复后回落。3月下旬，金价在地缘冲突升级、油价冲击推升再通胀担忧、加息预期上修的压制下，自高位快速回撤。进入4月，随着美伊和谈推进，极端地缘风险阶段性收敛，市场风险偏好回暖，黄金由恐慌式下跌转入降波修复阶段，但修复力度较弱，基本在4550-4850区间震荡。

（2）地缘风险降温但未消退，美债利率先下后上，再通胀隐忧压制金价修复空间。4月美伊冲突从军事升级边缘快速降温，阶段性缓解了市场对极端地缘冲击的担忧，但停火并未转化为实质性和平，中下旬双方围绕霍尔木兹海峡通行、伊朗核问题反复拉扯，地缘风险呈现“方向降温、尾部未消”的特征。资产定价也随之摇摆：前期风险缓和带动美债收益率和油价回落，支撑金价修复；后期油价与利率再度反弹，市场对再通胀和降息延后的担忧重新升温，抑制了黄金进一步上行的空间。

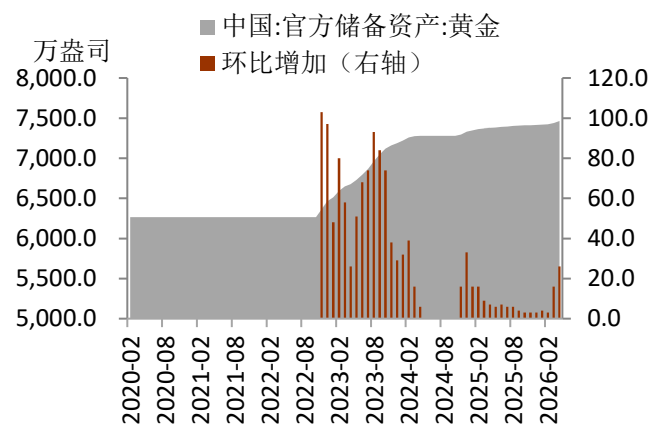
（3）资金流并未转弱，ETF配置需求构成底部支撑。4月全球实物黄金ETF重新转为净流入，录得约66亿美元流入，持仓增加45吨至4,137吨，其中欧洲资金流入最强，亚洲和北美也有贡献。这表明虽然短期金价上行动能放缓，但配置型资金仍在回补黄金，黄金并未进入趋势性撤退阶段。

（4）短期继续降波震荡，中长期看多逻辑未改。短期而言，美伊冲突仍处于“威胁+谈判”的拉锯状态，霍尔木兹海峡通行量依旧偏低，其对油价、通胀预期和美联储政策路径的扰动，成为压制金价上涨的主要原因。美国4月通胀和零售数据偏强，叠加美伊冲突未决，市场加息预期再度点燃，10Y美债收益率已突破4.5%阻力位。对黄金而言，当前主导矛盾是实际利率和美元走强带来的机会成本压力；叠加前期涨幅较大，金价短期或继续降波震荡整理。中长期来看，黄金的核心支撑逻辑尚未发生逆转。一方面，全球地缘政治裂痕加深、国际货币体系信用基础边际弱化，持续强化黄金作为非主权信用资产和避险储备资产的配置价值；另一方面，各国央行增持黄金的大体趋势仍在延续，新兴市场居民购金需求亦保持较强韧性，进一步强化了黄金价格的中长期支撑。

图表 24 伦敦金现与美元指数

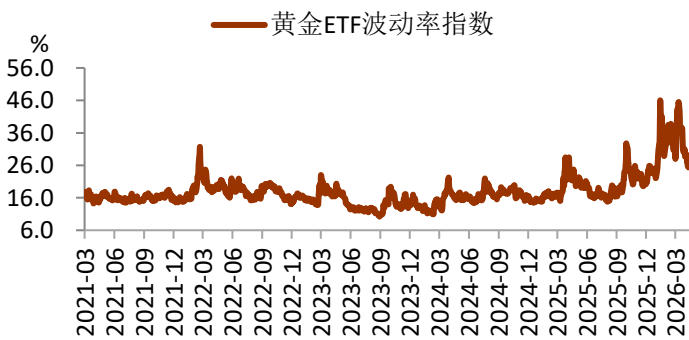


图表 25 中国官方黄金储备

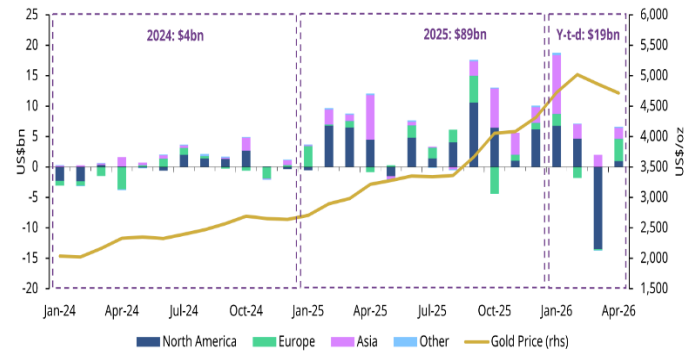


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 26 黄金ETF波动率指数



图表 27 4月全球黄金ETF资金流向转正



资料来源: iFinD, 世界黄金协会, 铜冠金源期货

2. 铜

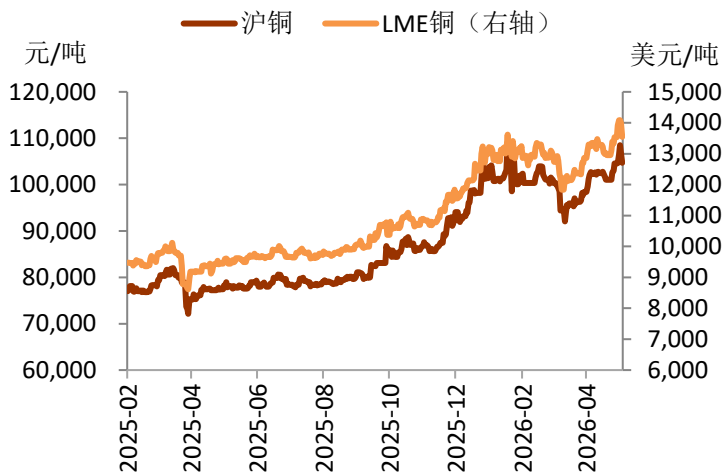
4月末，伦铜收于13019美元/吨，月涨跌幅+5.54%；沪铜收于101030元/吨，月涨跌幅+5.68%；COMEX铜收于6.03美元/磅，月涨跌幅+6.32%。

(1) 4月铜价修复震荡，通胀担忧抑制上方空间。4月初美伊和谈提振市场风偏，铜价从低位修复，中下旬美国3月CPI和3月零售销售均显示能源价格冲击下的通胀与名义消费韧性，同时随着美伊谈判反复，市场对“再通胀约束降息”的担忧仍在，叠加美债利率和美元阶段性走强，对铜价上方空间形成压制，铜价震荡回落。

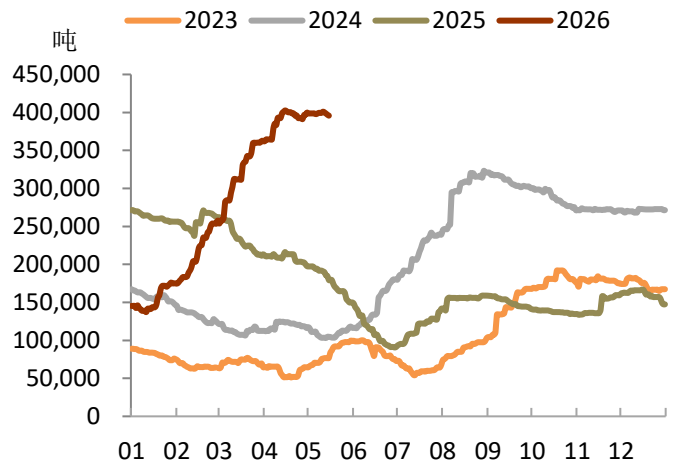
(2) 旺季去库叠加矿端偏紧，AI资本开支叙事支撑铜价中枢。基本上，4月国内处于传统消费旺季，下游五一前补库需求释放，带动铜库存持续去化，现货贴水收窄并逐步转为升水，现货端支撑有所增强。供给端看，铜矿偏紧格局延续，铜精矿加工费维持低位，矿端约束继续向冶炼环节传导。结构上，地产链修复仍弱，但电网、新能源、AI数据中心等中长期用铜场景维持需求韧性叙事；4月下旬海外科技巨头财报进一步强化AI算力与数据中心资本开支扩张预期，对铜的中枢形成支撑。

(3) 展望后市，短期分母端压制铜价高位震荡，中长期供给约束与结构性需求仍支持铜价重心上移。短期而言，铜价单边上行的阻力加大，美伊局势反复、油价仍处于100美元上方，美国4月通胀、零售数据均超预期，市场加息预期升温，美债利率处于高位，对铜价形成压制，下游需求进入高价验证阶段，预计铜价短期延续高位震荡。中长期而言，铜矿供给扩张受限、TC低位运行，叠加电网、新能源、AI数据中心等结构性用铜场景扩张，仍将支撑铜价中枢偏强。

图表 28 国内外铜价走势



图表 29 LME 铜库存

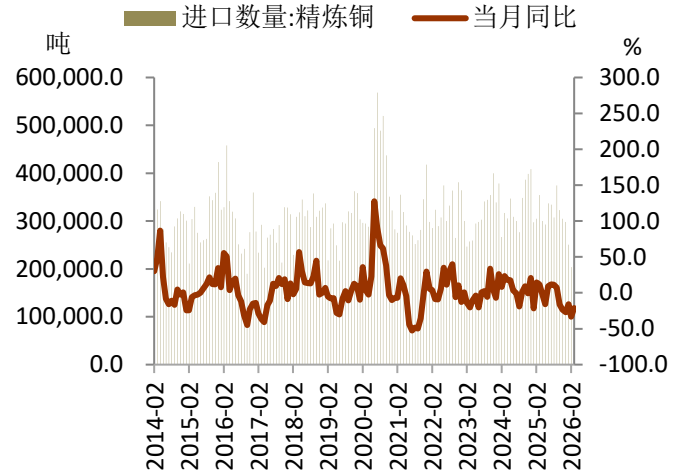


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 30 中国铜现货 TC



图表 31 精炼铜月度进口量



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3. 原油

4 月末，WTI 原油收于 100.92 美元/桶，月涨跌幅+7.83%；布伦特原油收于 110.86 美元/桶，月涨跌幅 12.98%，4 月油价走势呈现 V 型走势。

(1) 4 月油价走势主要由美伊冲突及霍尔木兹海峡扰动主导，地缘风险溢价反复重估。

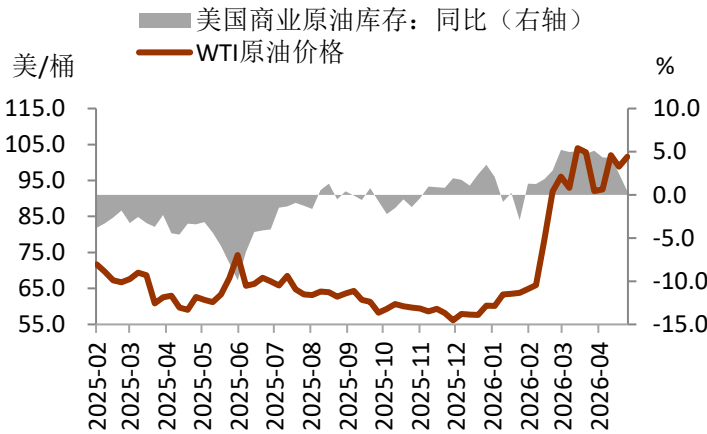
4 月初，美伊紧张局势升温，霍尔木兹海峡仍处于近封闭状态，海湾产油国出口受限，市场对中东供应中断的担忧推升布油至 100 美元/桶上方。随后，巴基斯坦斡旋下美伊出现“两周停火”及航运恢复预期，前期积累的极端地缘风险溢价被阶段性挤出，油价自高位回落至 90 美元/桶下方。但中旬以后，美国宣布对进出伊朗港口及沿海区域的船只实施封锁，叠加霍尔木兹通行恢复不及预期，现货市场重新趋紧；至 4 月下旬，美伊和平谈判陷入僵局，海峡运输仍受限制，油价再度获得支撑。

(2) 基本上，供应收缩与库存去化共同强化油价支撑。美伊冲突及霍尔木兹海峡受限削弱了中东原油外运能力，IEA 数据显示，4 月全球石油供应环比下降 180 万桶/日至 9510 万桶/日，较 2 月累计减少 1280 万桶/日；同期全球可观察库存下降 1.17 亿桶、陆上库存下降 1.70 亿桶，近端实货偏紧对油价形成支撑。OPEC+ 方面，8 个成员国虽自 4 月起释放 20.6 万桶/日自愿减产额度，试图稳定供应预期，但在霍尔木兹通行受限背景下，名义增产难以有效转化为实际可交付供应；此外，4 月底阿联酋宣布退出 OPEC 及 OPEC+，进一步削弱组织对中长期供应的协调能力。

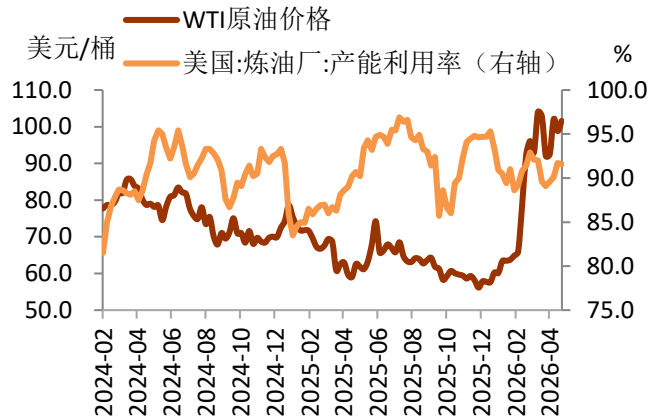
(3) 展望后市，油价或维持高位宽幅震荡，核心变量仍是霍尔木兹通行恢复节奏与美伊谈判进展。短期而言，海峡运输尚未实质恢复、库存仍在消耗，IEA 预计 2026 年全球石油供应将低于需求约 178 万桶/日，供应缺口仍对油价形成底部支撑；若美伊谈判继续停滞，近端实货偏紧不排除推动油价阶段性再度上冲。但上行空间也受到两方面约束：一是高油价

已开始抑制终端消费和炼厂采购，IEA 预计 2026 年全球石油需求同比下降 42 万桶/日，二季度降幅更大；二是 OPEC+仍试图通过小幅释放产量稳定供应预期，而阿联酋退出 OPEC 及 OPEC+后，也增加了中长期供应纪律的不确定性。综上，若霍尔木兹通行恢复慢于预期，供应短缺溢价将继续支撑油价中枢；若美伊谈判取得实质进展，地缘溢价可能快速回落，但库存修复、航运恢复和供应链再平衡仍需时间，油价也难以迅速回到冲突前水平。

图表 32 美国商业原油库存

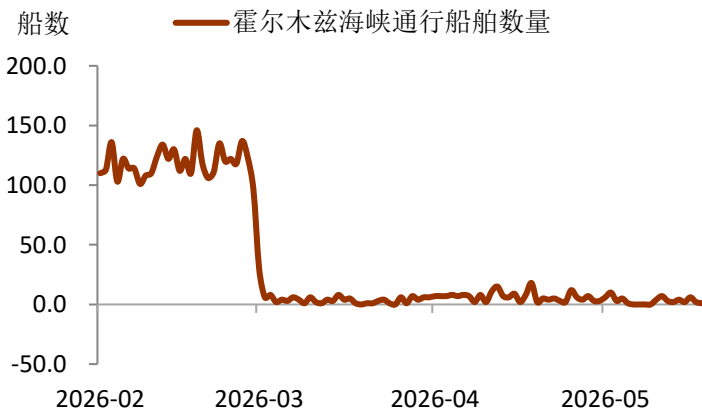


图表 33 美国炼油厂产能利用率

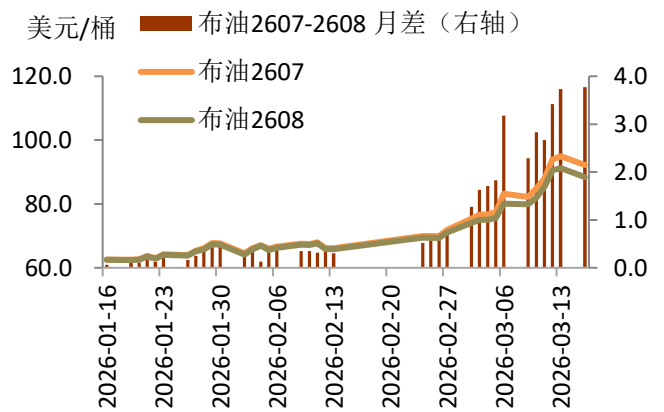


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 34 霍尔木兹海峡通行船舶数量



图表 35 布油价格及月差



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

五、外汇市场

1. 美元

4月美元指数整体呈震荡回落走势，月初自99.88附近逐步下行，月中一度触及97.63低点，随后小幅修复并收于98.08附近，重心较3月明显下移。

(1) 地缘避险溢价回吐，美元指数转向震荡整理。4月初中东局势反复、油价维持高位，市场阶段性增配美元避险，但随着美伊谈判及霍尔木兹通行问题出现缓和迹象，前期累积的避险溢价逐步回吐，美元指数转入调整。整体看，地缘风险并未完全消退，但其对美元的边际支撑明显弱化，美元由前期的避险支撑转向高位回落后的震荡整理。

(2) 美国基本面韧性与通胀担忧对美元形成托底。4月美国就业、消费及通胀数据整体仍显示经济具备韧性，叠加油价高位带来的再通胀压力，市场对美联储宽松路径的定价收敛，年内降息预期降温，并开始重新计入加息尾部风险，美债利率也在阶段性回落后再度上行。与此同时，4月FOMC释放出被动偏鹰信号，鲍威尔强调当前并不急于降息、后续仍将依据数据逐次决策，意味着在通胀风险再起背景下，美联储降息门槛被动抬高。

(3) 展望后市，短期震荡偏强，中长期下行风险仍存。短期而言，美元大概率维持5月的偏强震荡，支撑美元的因素仍在：美伊冲突和霍尔木兹通行风险没有完全解除，油价高位又重新推升通胀担忧，市场开始定价美联储年内加息，美债利率也突破4.5阻力位，同时再加上美国经济相比欧洲、日本仍具韧劲。但这轮支撑更多来自地缘风险、能源扰动和降息预期回摆，如果后续美伊和谈取得进展、霍尔木兹通行恢复，前期累积的避险溢价会继续回吐。中长期而言，若美国自身继续成为风险源，或其财政、政策与制度可信度继续恶化，美元信用将被持续侵蚀，市场定价也将从“外部风险利多美元”转向“美国风险压制美元”。

2. 人民币

4月在岸人民币汇率从6.8983升值至6.8274，离岸人民币汇率从6.8879升值至6.8318，人民币中间价从6.9194下调至6.8628。

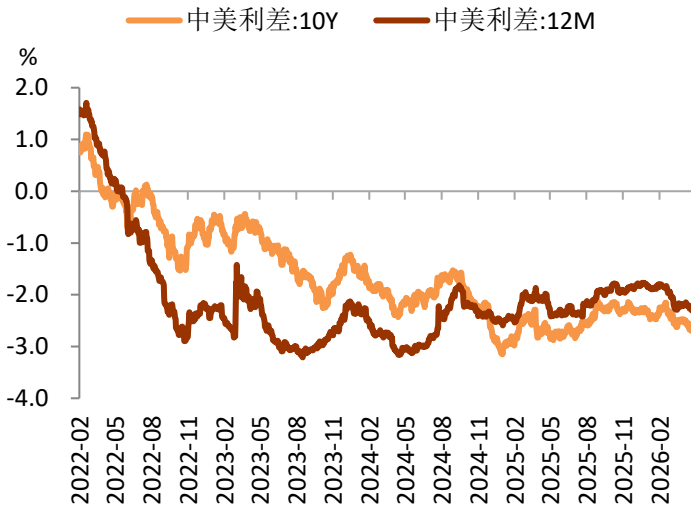
(1) 人民币对美元升值至3年多新高，主要由美元端走弱驱动。月内美伊谈判推进及霍尔木兹海峡通行恢复预期升温，地缘风险溢价阶段性回落，油价压力缓和，带动美元指数走弱，并推动人民币被动修复。国内方面，出口韧性与企业结汇需求仍对人民币形成支撑，央行中间价顺势小幅下移，维持预期稳定。

(2) 人民币对非美货币小幅贬值。4月CFETS人民币汇率指数（按贸易权重法对一篮子货币的汇率指数）回落0.69%至100.17，从3月高位有所回落，表明人民币对多边货币整体贬值，其中对欧元、日元分别贬值0.94%和0.49%。

(3) 展望后市，人民币短期或步入震荡，中长期仍有升值空间。短期而言，美元兑人民币更可能进入升值斜率修正后的区间震荡阶段，人民币此前连续升值的顺畅节奏或阶段性

放缓。海外方面，中东局势仍有反复，油价维持高位，能源通胀压力使欧美央行加息预期重新升温，美元避险和利率支撑阶段性修复，美元兑人民币存在向上回补的压力；国内方面，外贸韧性和结汇供给对汇率形成底部支撑，央行中间价也顺势小幅下移并维持预期稳定。预计短期美元兑人民币大概率在 6.80—6.93 附近震荡，人民币更多体现为对前期升值斜率的修正，而非趋势性转弱。中长期看，人民币升值逻辑尚未完全结束，出口韧性、结汇供给以及中美关系阶段性稳定仍构成支撑。

图表 36 中美利差



图表 37 在岸、离岸人民币汇率

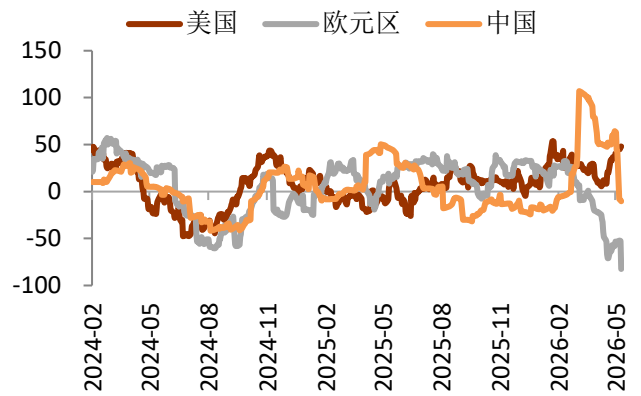


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 38 美元指数



图表 39 花旗经济意外指数

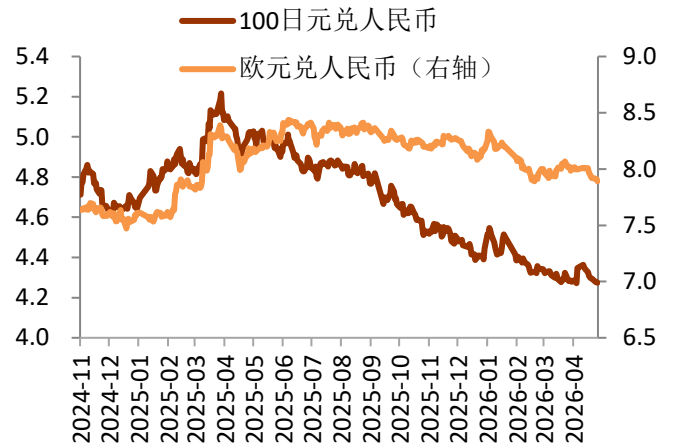


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 40 CFETS 人民币汇率指数



图表 41 日元、欧元兑人民币



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B1 栋 9 楼 910、911 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。