

海外周报 20260406

清明假期海外市场回顾——海外周报 20260406

2026年04月06日

证券分析师 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书: S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦祎

执业证书: S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

证券分析师 王茁

执业证书: S0600526010001

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《中国科技资产为全球注入稳定性》

2026-04-06

《4月震荡为主，等待美伊冲突进一步明朗》

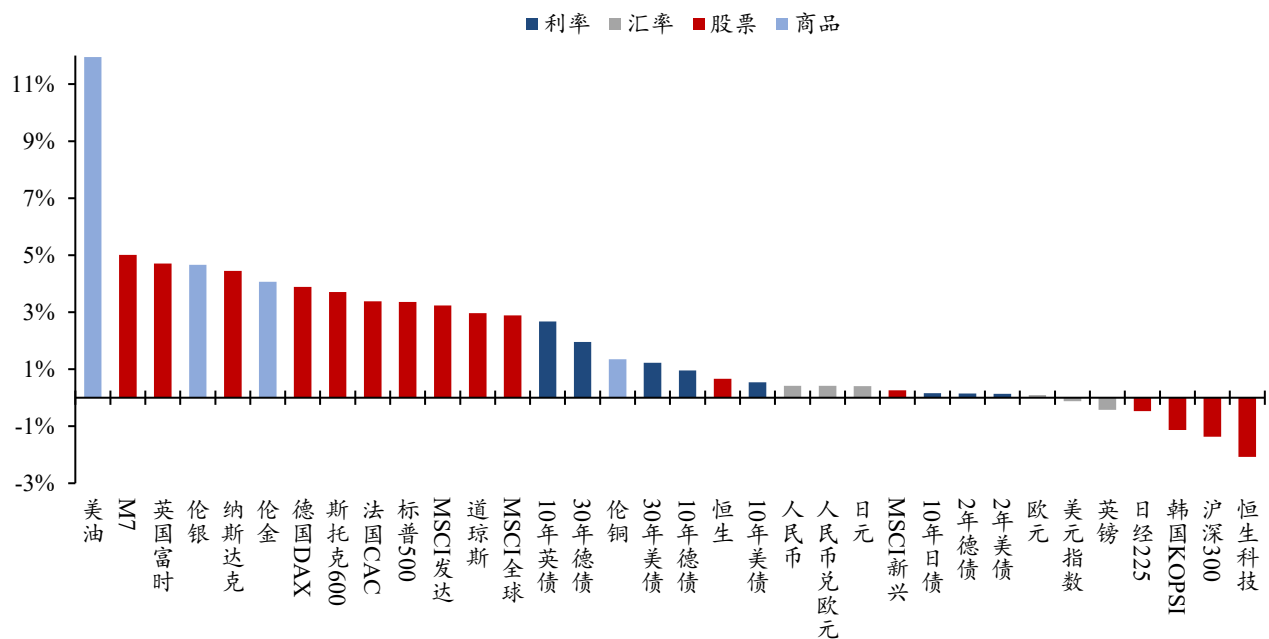
2026-04-05

- **核心观点:** 上周,中东局势变化和霍尔木兹海峡有条件通航的消息令市场情绪转为乐观,美股结束了美伊冲突以来连续四周的跌势。经济基本面来看,近期公布的美国就业、零售销售、制造业 PMI 等数据均好于预期,但 3 月非农就业的大幅超预期更多来自 2 月数据扰动因素的消退,并且失业率的改善几乎完全来自供给端因素,因此尚不能完全解读为“美国经济超预期”。本周关注 3 月美国 CPI,市场普遍预期总体 CPI 环比在油价的拉动下大幅走高,核心 CPI 保持稳定。除油价以外,重点关注居住通胀是否能够延续低位,以在短期中对冲能源通胀带来的上行压力。向前看,我们认为短期内战争局势仍有进一步升级的风险,这意味着风险资产在未来一段时间仍将大概率保持震荡。
- **大类资产:** 清明假期前一周,中东局势出现阶段性转折信号,美股也结束了美伊冲突以来连续四周的跌势。前半周,美伊双方均释放“TACO”信号,带动美股强势反弹;后半周,特朗普的全国公开讲话令市场的乐观预期落空,但阿曼与伊朗正在起草海峡通行协议的消息令霍尔木兹海峡有条件重开的希望重燃,美股强劲反弹并最终收涨。清明假期期间,中东局势进一步升温但可能接近终局的信号增多:特朗普在社交媒体对伊朗发出 48 小时最后通牒,更暗示 4 月 7 日将轰炸伊朗的发电厂和大桥。与此同时,霍尔木兹海峡通航量在缓慢恢复;而根据 Citrini Research 分析师实地调研,伊朗已在霍尔木兹海峡实质性建立起了收费式通航模式,海峡的真实航运量要高于官方报道数据。我们认为,美伊停火协议难以如特朗普计划中顺利达成,短期内战争局势仍有进一步升级的风险,这意味着风险资产在未来一段时间仍将大概率保持震荡。
- **海外经济:** 上周美欧经济基本面走势分化。受好于预期的非农就业、制造业 PMI、消费者信心调查、零售销售等数据的提振,彭博美国经济意外指数连续第三周大幅反弹。3 月美国新增非农与失业率同步好于预期改善,但这更多来自 2 月数据扰动因素的消退,并且失业率的改善几乎完全来自供给端因素,因此尚不能完全解读为“美国经济超预期”。向前看,美伊冲突→油价→通胀→央行→利率→金融条件仍是资本市场的主线。
- **本周前瞻:** 本周五, BLS 将公布 3 月美国 CPI。市场普遍预期 3 月 CPI 环比预测维持在 0.84-1.0%之间,核心 CPI 环比维持在 0.2-0.3%左右,即预期 3 月美国总体 CPI 环比在油价的拉动下大幅走高,核心 CPI 小幅上行。除油价以外,3 月 CPI 数据的一个关注点在于,2 月已经降至低位的美国居住通胀是否能够延续低位,以在短期中对冲能源通胀带来的上行压力。向前看,市场正在越来越定价原油供给冲击对油价影响的持续性影响。我们测算显示,基准情形下,若全年油价维持 80-100 美元/桶,未来半年美国 CPI 应参考 0.3-0.4%的环比中枢,到 9 月 CPI 同比料在 2.8-3.5%之间;风险情景下,若全年油价维持在 150 美元/桶,对应年底 CPI 同比增速持续维持在 4%以上。
- **风险提示:** 中东局势发展超预期;特朗普政策超预期;美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控;美联储维持高利率水平时间过长,引发金融系统流动性危机。

1. 大类资产

清明假期前一周（3月30日—4月3日），中东局势出现阶段性转折信号，美股也结束了美伊冲突以来连续四周的跌势。前半周，美伊双方均释放“TACO”信号：报道称伊朗总统表示伊朗有结束战争的“必要意愿”，特朗普政府则表示有意在霍尔木兹海峡封锁的情况下单方面结束战争，这一乐观消息带动美股强势反弹。后半周，特朗普在4月2日全国公开讲话中表示，对伊朗的核心目标已“接近完成”，“将在未来2-3周对伊朗进行严厉打击”，同时表达了无意争取霍尔木兹海峡的意愿，这一表态令市场原先对于特朗普将宣布战争迅速结束的乐观预期落空，美股、黄金等一度下跌，但随后，阿曼与伊朗正在起草海峡通行协议的消息令市场对霍尔木兹海峡有条件重开的希望重燃，油价应声下跌，美股强劲反弹并最终收涨。与此同时，美联储主席 Powell 在3月30日的讲话中淡化了对油价对通胀的影响，令高油价下持续的紧货币交易显著缓和，市场也重新开始计价年内的降息预期，带动美债收益率下行。

图1：最近一周（3月30日-4月3日）大类资产回报率



数据来源：彭博、东吴证券研究所；利率资产为利率期货合约

总体来看，受益于中东局势和霍尔木兹海峡重开的积极信号，3月30日至清明假期前，尽管油价仍旧延续上涨，全球大多数风险资产迎来反弹，MSCI 全球和发达指数分别上涨 2.88%、3.24%，其中英国富时、纳斯达克和德国 DAX 指数分别大涨 4.7%、4.44%、3.89%；此外，受益于降息预期的回暖，金、银和铜等大宗商品和长债同步上涨，美元指数小幅收跌。

而清明假期期间，中东局势进一步升温但可能接近终局的信号增多：4月4日，特朗普在社交媒体对伊朗发出 48 小时最后通牒，要求在 4月6日前开放霍尔木兹海峡；4月5日晚间，特朗普在社交媒体发文暗示 4月7日将轰炸伊朗的发电厂和大桥，伊朗则

强势回应。而截至4月6日最新，据新华社，美国和伊朗已收到将于4月6日生效的停火协议方案。与此同时，霍尔木兹海峡通航量也在缓慢恢复：3月26日以来，驶离霍尔木兹海峡而油轮日均数量约3.8艘，相较此前0-1艘有显著改善；而根据研究机构 Citrini Research 分析师的实地调研报告¹，伊朗已在霍尔木兹海峡实质性建立起了收费式通航模式，海峡的真实航运量要高于官方报道数据，并且预计将持续增加。在上述消息影响下，4月6日油价大幅走低，黄金上涨，美股期货低开高走。

向前看，我们认为美伊停火协议难以如特朗普计划中顺利达成，短期内战争局势仍有进一步升级的风险，这意味着风险资产在未来一段时间仍将大概率保持震荡；而与此同时，相较于战争本身的烈度，霍尔木兹海峡的复航进展及其对油价的影响，或将是市场更为关注的议题。

2. 海外经济

2.1. 上周回顾

上周美欧经济基本面走势分化。受好于预期的非农就业、制造业 PMI、消费者信心调查、零售销售等数据的提振，彭博美国经济意外指数连续第三周大幅反弹。彭博欧元区经济意外指数则延续下滑，主因3月多数成员国的工业产值与消费数据等显著不及预期。

图2: 美国、欧元区经济意外指数



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图3: 美国增长、通胀意外指数



数据来源：彭博、东吴证券研究所

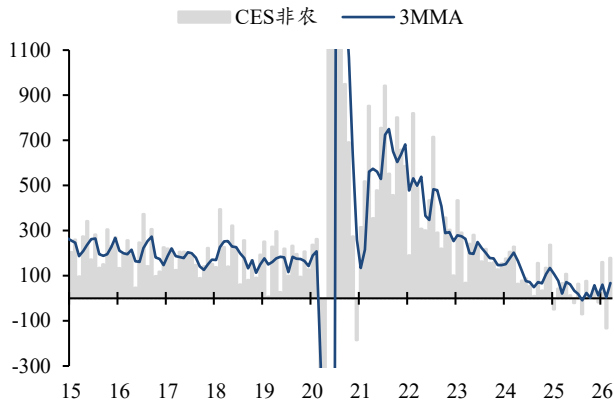
2.2. 美国非农就业

4月3日，BLS公布的3月美国非农就业全面超预期：①新增非农就业+17.8万，预期+6.5万，前值由-9.2万下修至-13.3万；②失业率回落至4.3%，预期和前值4.4%。在2月众多扰动因素消退后，美国就业延续韧性。但因就业的强劲增长部分来自一次性

¹ <https://www.citriniresearch.com/p/strait-of-hormuz-a-citrini-field>

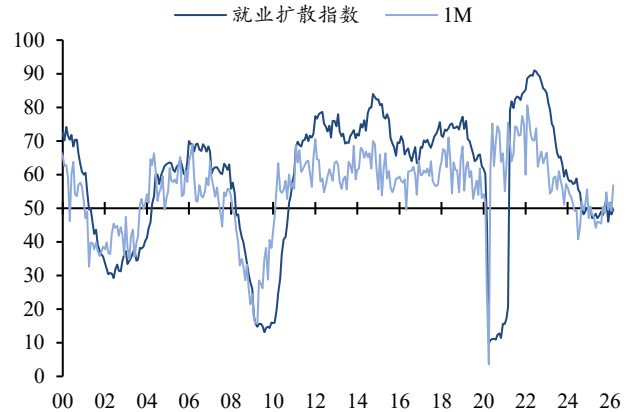
因素的贡献、居民调查数据显示失业率的回落主因劳动力的减少，以及中东局势仍是当前市场关注的核心焦点，数据发布后，交易员对年内降息预期的押注略有回撤、但幅度不大。

图4: 美国当月新增就业人数



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位千人

图5: 美国就业扩散指数

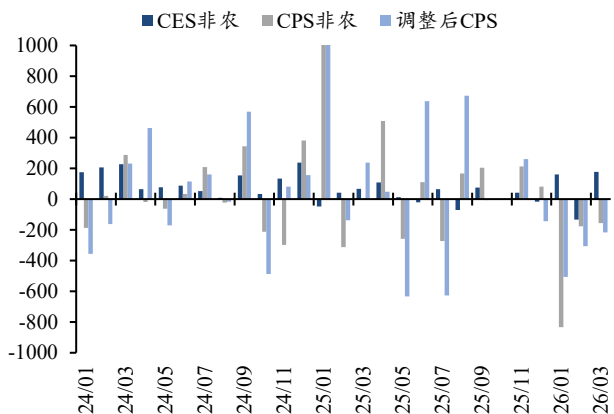


数据来源：彭博，东吴证券研究所

具体来看，企业端，2月因罢工、天气等因素而就业大幅走弱的行业新增就业在3月都出现了反弹：①教育医保就业从2月的-4.2万提升至+9.1万（部分得益于罢工结束）；②建筑业从2月的-1.3万提升至2.6万，制造业从2月的-0.6万提升至+1.5万；③商贸运输从2月的-4.9万提升至+3.3万，休闲餐旅从2月的-1.1万提升至4.4万。从这些行业新增就业的变化也可以发现，3月美国就业广度有着显著的提升，1个月和1年就业扩散指数均反弹。

此外，影响2月非农就业意外走低的统计因素——NBD模型因子在3月也回归正常区间：非季调口径下，3月非农就业数据的NBD模型因子对就业人数的调整为-13.7万，与2014-2025年-10.8万的均值接近，并略高于2023-205年水平；而作为对比，2月的NBD模型因子远低于2014-2025年均值和过去几年水平。

图6: 不同口径下的美国新增非农就业人数



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位千人

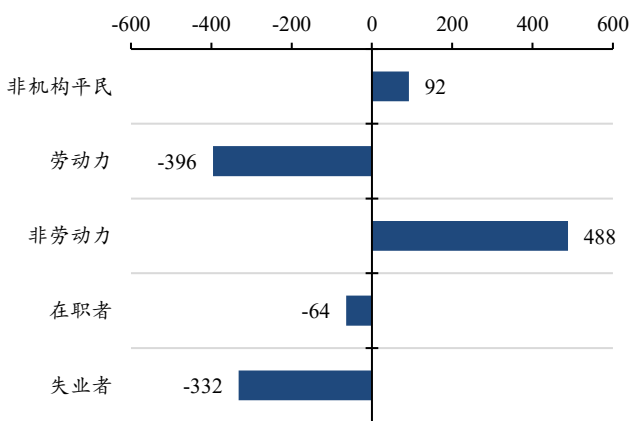
图7: 美国失业率



数据来源：彭博，东吴证券研究所

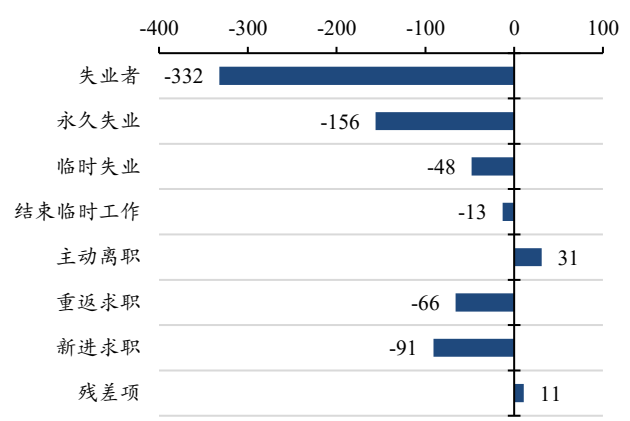
居民端，3月家庭调查就业数据则偏弱：3月美国新增非劳动力48.8万，其中9.2万来自平民人口增加，39.6万来自劳动力减少；3月减少的39.6万劳动力中，就业者贡献-6.4万，失业者贡献33.2万，换一个角度来看，3月美国失业率的下降几乎完全来自劳动力的减少；因此，失业率、就业率分别回落0.1%至4.3%、59.2%。总体来看，居民端数据显示3月美国就业呈现出供需双弱的局面，但供给更弱：供给方面，非劳动力增加了48.8万；需求方面，居民就业减少了6.4万，但失业者减少的更多，并且其中贡献最大的是永久性失业者（-15.6万）。

图8：美国劳务市场单月流量变化



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位千人

图9：美国失业者单月流量变化



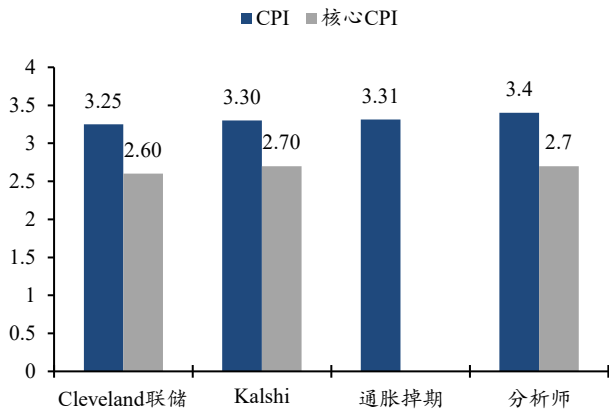
数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位千人

总结来看，3月新增非农与失业率虽然同步好于预期改善，但这并非全是美国经济韧性超常的结果。3月新增非农较2月提升了31.1万（从-13.3万至+17.8万），其中医疗保健行业的提升就有11.8万，且多数反弹的行业都是因为2月“跌出了一个坑”；并且，居民端就业环比下滑，失业率的改善几乎完全来自供给端因素。从宏观背景来看，我们此前于1月强调的美国宽财政（OBBBA 退税+政府停摆结束）与宽货币（25H2连续3次的降息）对26Q1美国实际经济层面的确存在一次性的推动，但这些利好可能在26Q2消退。向前看，美伊冲突→油价→通胀→央行→利率→金融条件仍是资本市场的主线。

3. 本周前瞻：3月美国 CPI

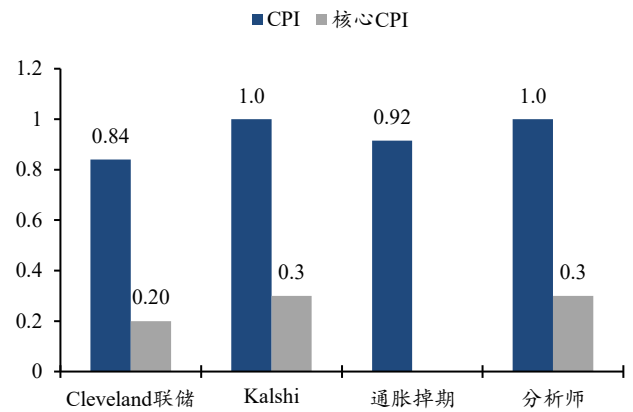
北京时间4月10日（本周五）20:30，BLS将公布3月美国CPI。最新彭博分析师预期3月美国CPI环比/核心环比+1.0%/+0.3%，前值+0.3%/+0.2%，同比/核心同比+3.4%/+2.7%，前值+2.4%/+2.5%，即预期3月美国总体CPI环比在油价的拉动下大幅走高，核心CPI小幅上行。综合美联储高频预测、通胀掉期、Kalshi博彩网站数据来看，市场普遍预期3月CPI环比预测维持在0.84-1.0%之间，核心CPI环比维持在0.2-0.3%左右。

图10: 各方对美国 3 月 CPI 同比预测



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

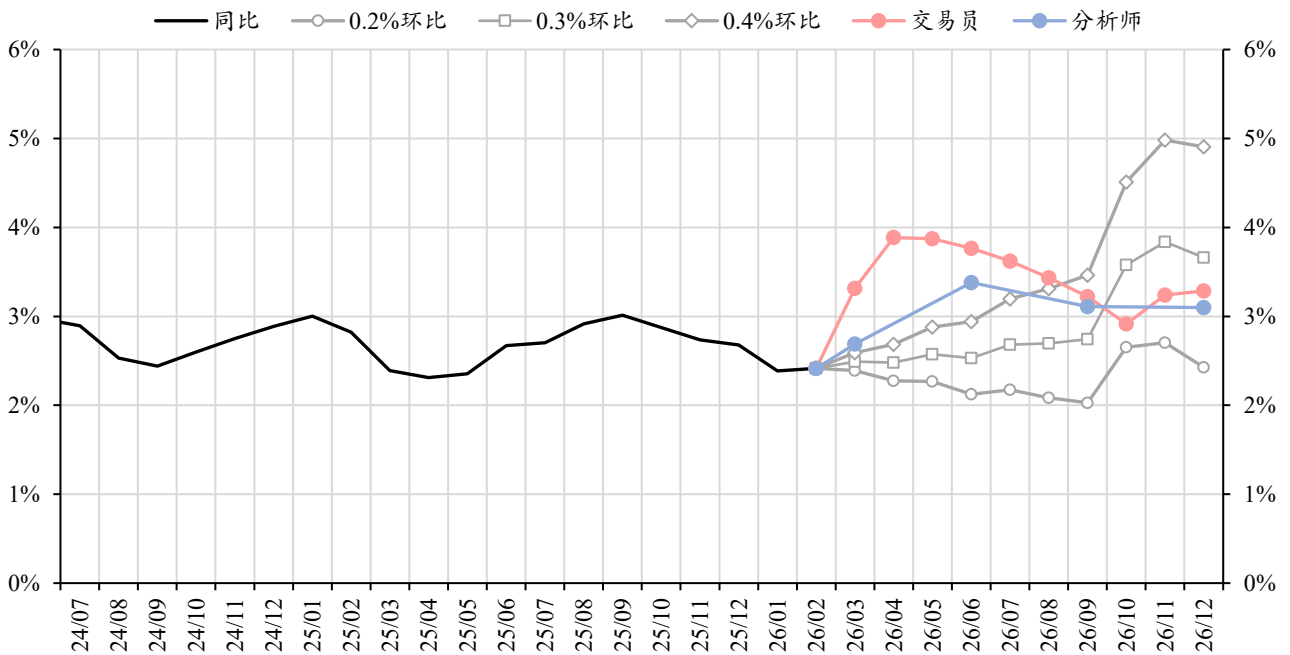
图11: 各方对美国 3 月 CPI 环比预测



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

3月CPI数据将是美伊冲突以来反映油价对美国通胀影响的首份数据,市场关注的焦点在于油价冲击及其对核心CPI的传导效应。从上月数据来看,2月美国CPI全面符合预期,市场对核心通胀黏性的担忧也得到缓释。若3月CPI仅体现为油价带动总体CPI环比大涨,而核心CPI在0.2-0.3%左右保持稳定,则市场反映可能较为平淡;而若3月核心CPI即超预期,即使未必因油价的扩散性而来,也可能放大市场的担忧。因此,从核心通胀路径来看,3月CPI数据的一个关注点也在于,2月已经降至低位的美国居住通胀是否能够延续低位,作为CPI中占比35%的项目,居住通胀的持续低迷在短期中预计能对冲能源通胀带来的上行压力。

图12: 不同环比假设以及市场各方对美国CPI同比路径预测



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

向前看，市场正在越来越定价原油供给冲击对油价影响的持续性影响。通胀掉期隐含路径显示，交易员预期3-9月美国CPI同比将升至3%以上，并于4月达峰，至2026年12月CPI同比仍保持在3.3%的高位。我们测算显示，基准情形下，若全年油价维持80-100美元/桶，未来半年美国CPI应参考0.3-0.4%的环比中枢，到9月CPI同比料在2.8-3.5%之间；风险情景下，若全年油价维持在150美元/桶，对应年底CPI同比增速持续维持在4%以上。

4. 风险提示

中东局势发展超预期；特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>