

2025 年 3 月 17 日

美国经济衰退与滞胀预期的交织

民银证券研究团队

应习文

电话: +852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

相关报告:

- 海外宏观周报 (3/10): 欧洲自主化与“特朗普交易”反转
- 海外宏观周报 (3/3): 评 GDPNow 预计美国经济一季度收缩
- 海外宏观周报 (2/24) 特朗普政策的变与不变
- 海外宏观周报 (2/17) 通胀和关税忧虑增加, 美元却回调了
- 海外宏观周报 (2/10) 通胀上失业下, 美国菲利普斯曲线逆行

主要大类资产走势:

	2025-03-14	周变动
美国国债收益率10Y	4.31	-1.0 bp
美国国债收益率2Y	4.02	3.0 bp
日本国债收益率10Y	1.55	3.2 bp
日本国债收益率2Y	0.86	0.9 bp
德国国债收益率10Y	2.88	5.0 bp
德国国债收益率2Y	2.19	-4.0 bp
标普500指数	5638.94	-2.27 %
纳斯达克指数	17754.09	-2.43 %
道琼斯工业指数	41488.19	-3.07 %
日经225指数	37053.10	0.45 %
伦敦富时100指数	8632.33	-0.55 %
巴黎CAC40指数	8028.28	-1.14 %
德国DAX指数	22986.82	-0.10 %
伦敦现货黄金	2978.05	1.60 %
英国布伦特原油现货	71.67	-0.72 %
美元指数	103.7363	-0.15 %
欧元兑美元	1.0880	47 pips
英镑兑美元	1.2935	14 pips
美元兑日元	148.6400	5950 pips
美元兑人民币	7.2288	-94 pips

【一周焦点】

上周全球市场交易分歧加大。欧美股市下跌而债市收益率小涨, 投资者对于美国经济衰退还是滞胀仍有较大争议。美国 CPI 与 PPI 均低于预期, 显示短期需求回落, 经济下滑压力增加。除物价指标外, 上周发布的其他宏观指标亦可佐证, 包括消费者信心下滑, 批发商订单减少和 JOLTs 过去半年劳动力缺口下修等。与股市角度不同的是, 债市投资者更多忧虑长期通胀。一年期和五年期通胀已连续第二个月跳升, 阻挡了债券收益率的进一步下滑。未来关税对通胀的影响将强于 2018 年。生产者降价、汇率调整和绕道他国的消化空间均大幅减少, 只能依靠美国消费者成本提高和需求下降来消化, 这意味着通胀上升和经济减速, 两者孰强孰弱将成为衰退和滞胀前景的决定性因素。

【交易模式】

最近 5 个交易日: 衰退, 通胀, 繁荣, 衰退, 繁荣

【关键数据】

美国: 1 月职位空缺率与劳动力缺口小幅上升, CPI 与 PPI 降温, 批发上零售回落, 财政赤字扩大, 消费者信心下降, 通胀预期上升。

欧洲: 工业生产回暖, 德国出口减速, 顺差收窄。日本: GDP 下修, 家庭消费回落, 价格压力上升, 经常账户两年来再现逆差。

【重要事件】

美国: 短期支出法案通过, 继续推行关税施压。欧洲: 欧盟向美国实施关税反制措施。日本: 工资创 1992 年以来最大涨幅。其他地区: 加拿大降息, 俄罗斯回应美乌声明

【本周关注】

日美英先后公布利率决议, 日本 CPI

目 录

【一周焦点】	1
美国经济衰退与滞胀预期的交织.....	1
【交易模式】	3
市场交易特征分化.....	3
【关键数据】	4
美国：短期通胀压力下降，但通胀预期上升.....	4
欧洲：工业生产回暖，德国恢复英国走弱.....	6
日本：GDP 下修，家庭消费回落，价格压力上升.....	7
【重要事件】	10
美国：短期支出法案通过，继续推行关税施压.....	10
欧洲：欧盟向美国实施关税反制措施.....	11
日本：工资创 1992 年以来最大涨幅.....	12
其他地区：加拿大降息，俄罗斯回应美乌声明.....	12
【本周关注】	13
本周关注：日美英先后公布利率决议，日本 CPI	13

【一周焦点】

美国经济衰退与滞胀预期的交织

上周全球市场交易分歧加大。股市方面，美国标普 500、纳斯达克和道琼斯工业三大股指分别周跌 2.3%、2.4%和 3.1%；欧洲股市则终结强势，德、英、法三国股市均转为收跌，经济衰退忧虑对资本市场形成冲击。债市方面，全球国债市场却在交易通胀，主要国家国债收益率走平或小幅走高，无视美国通胀数据走低的现实。投资者对于美国经济的未来是衰退还是滞胀仍有较大争议。

美国 CPI 与 PPI 均低于预期，显示短期需求回落，经济下滑压力增加。美国劳工部 3 月 12 日公布的数据显示，美国 2 月 CPI 同比上涨 2.8%，较上月回落 0.2 个百分点，低于预期的 2.9%。核心 CPI 同比上涨 3.1%，亦较上月回落 0.2 个百分点，同样低于预期的 3.2%。核心 CPI 中，更多经济下行的特征显现，一是房屋租金涨幅回落，主要住所租金和业主等价租金季调环比涨幅回落至 0.3%，与稍早发布的房地产市场系列数据趋冷同步；二是服务业价格涨幅回落，特别是以机票、外宿为代表的服务价格下降，突显政府裁员导致的商务出行需求减少；三是超级核心通胀、核心黏性通胀等重要指标均回落，其中超级核心同比回落至 2.2%，核心黏性通胀回落至 3.5%，刻画总需求的长期通胀指标正在向 2%不断前进。四是 PPI 同步回落，2 月 PPI 同比升 3.2%，核心 PPI 同比升 3.4%，分别低于 1 月 0.3 和 0.2 个百分点，与 CPI 形成上下游齐跌。

除物价指标外，上周发布的其他宏观指标亦显现美国的经济下行压力。1 月批发商销售环比走弱，耐用和非耐用品分别季调环比下降 2.3%和 0.3%，一改去年 12 月的扩张势头。3 月密歇根大学消费者信心指数大幅回落，初值由 2 月的 64.7 下降到 57.9，现状指数和预期指数同样回落。此外，JOLTs 调查数据显示去年以来的劳动力市场职位空缺数据明显下修，尽管最新公布的 1 月劳动力缺口小幅回升，但过去半年的劳动力缺口大幅减少，显示劳动力市场早在去年 6 月已经接近均衡，而非此前认为的依旧紧张。未来政府裁员效应或进一步影响劳动力市场的需求，特朗普驱逐非法移民的推进则相对较慢。

美国短期经济走弱，而此前买入欧洲股市的交易也在减弱。英国 1 月 GDP 意外收缩，工业生产疲软，德国贸易顺差减小。先前地缘政治促使欧洲觉醒与转变，并转向财政扩张，从而刺激了短期做多欧洲的交易。但随着市场恢复理性，

欧洲财政扩张的税源不足，债务可持续性存疑，国防工业长期建设的各种困难等都浮出水面。此外俄罗斯面对美乌声明的强硬表态，以及乌克兰战线的不利局面都成为摆在投资者面前的风险点。

与股市角度不同的是，债市投资者更多忧虑长期通胀。这导致各国国债并未按照衰退逻辑交易，收益率甚至在观望中小幅走高。市场对于通胀的预期仍在不断升高。周五公布的密歇根大学通胀预期显示，一年期和五年期通胀预期分别较上个月升高 0.6 和 0.4 个百分点至 4.9% 和 3.9%，连续两个月大幅上升，基本无视短期 CPI 和 PPI 的回落。这也反映了债券投资者对于远期通胀的忧虑，阻挡了债券收益率的进一步下滑。

特朗普关税对通胀的冲击究竟有多大？在已经公布的 2 月 CPI 中已初现端倪。由于 2 月美国对中国 10% 关税率先落地，对加墨的 25% 关税，以及钢铝产品 25% 的关税均在 3 月落地，因此 2 月 CPI 中更多体现了对中国制造业产品的影响。从美国 CPI 的分项中可以看出，许多中国相关制造业产品环比已转为上涨，包括家装用品（门、窗、地板等）环比上涨 1.4%；家用电器环比上涨 0.5%，其中大家电环比上涨 1.4%；户外用品环比上涨 1.2%；男装女装分别环比上涨 0.7% 和 0.4%；个人杂项环比上涨 1.4%；文具类环比上涨 1.5%。

未来关税对通胀的影响预计将强于 2018 年。一是生产者的承受能力有限，在关税加征幅度相对较低时，生产者面对激烈竞争或能放弃利润空间，但随着关税幅度不断升高，必然由上游降价传导至下游涨价和需求收缩。近期沃尔玛要求中国供应商降价立刻遭到中国商务部约谈，依靠中国供应商降价的空间已几乎没有。二是汇率调整空间远小于 2018 年，彼时恰逢美联储加息，且人民币汇率仍有调整空间，而目前随着美国经济转弱，美联储降息预期增加，依靠调节汇率的空间也在减弱。三是绕道他国的路径正在被封堵，特朗普对加墨的关税加征已经落地，对其他国家亦提出对等关税要求，想要通过绕道进入美国市场的可能性已大大减少。最终结果，就是关税上涨只能依靠美国消费者成本提高和需求下降来消化，这意味着通胀上升和经济减速，两者孰强孰弱将成为衰退和滞胀前景的决定性因素。

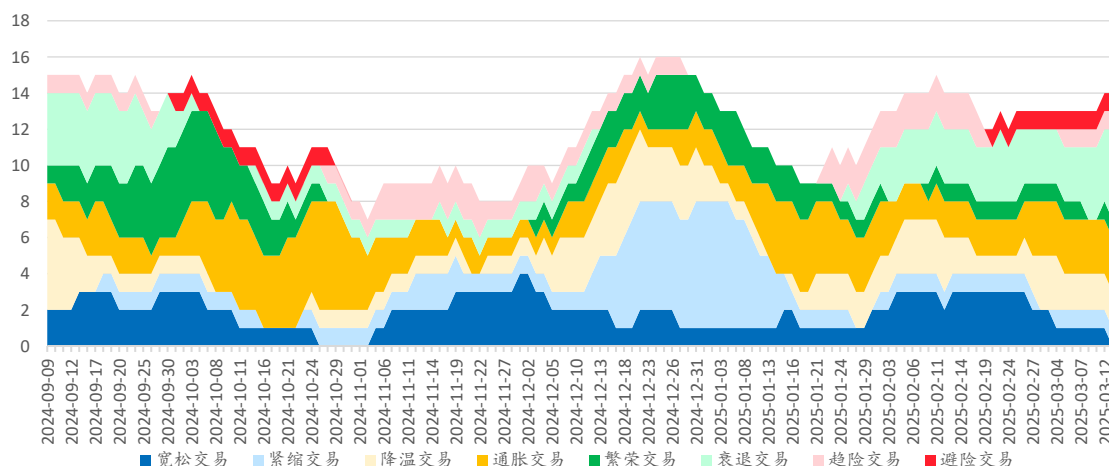
【交易模式】

市场交易特征分化

表 1：近两周各交易日交易模式

3 月 3 日	3 月 4 日	3 月 5 日	3 月 6 日	3 月 7 日
衰退交易	紧缩交易	趋险交易	不确定	通胀交易
3 月 10 日	3 月 11 日	3 月 12 日	3 月 13 日	3 月 14 日
衰退交易	通胀交易	繁荣交易	衰退交易	繁荣交易

图 1：全球市场各类交易模式的月含量（最近 20 个交易日内发生频次）



资料来源：民银证券测算

表 2：交易模式判定规则

交易种类	股市	债市	商品
宽松（降息）交易	上涨	上涨	上涨或不显著
紧缩（加息）交易	下跌	下跌	下跌或不显著
降温交易	上涨或不显著	上涨	下跌
通胀交易	下跌或不显著	下跌	上涨
繁荣（软着陆）交易	上涨	下跌或不显著	上涨
衰退交易	下跌	上涨或不显著	下跌
趋险交易	上涨	下跌	下跌
避险交易	下跌	上涨	上涨
不确定（特征不明显）	其余情况		

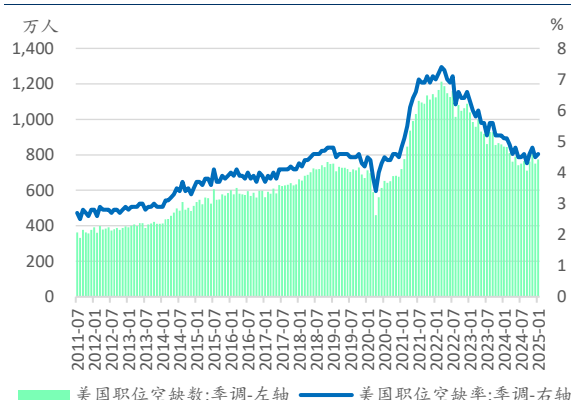
具体规则详见研报：《全球市场的交易模式：框架构建》（民银证券，2024 年 9 月 4 日）

【关键数据】

美国：短期通胀压力下降，但通胀预期上升

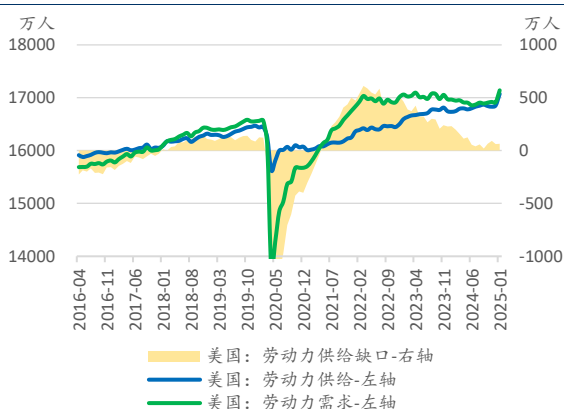
1月职位空缺率与劳动力缺口小幅上升。1月季调后非农职位空缺数为774万人（预期763万人，前值由760.0万人下修至750.8万人），职位空缺率为4.6%（前值4.5%）。经测算，1美国劳动力市场缺口为66.0万人（前值由71.4万人下调至62.2万人）。

图2：美国职位空缺人数与空缺率



数据来源：美国劳工部，Wind

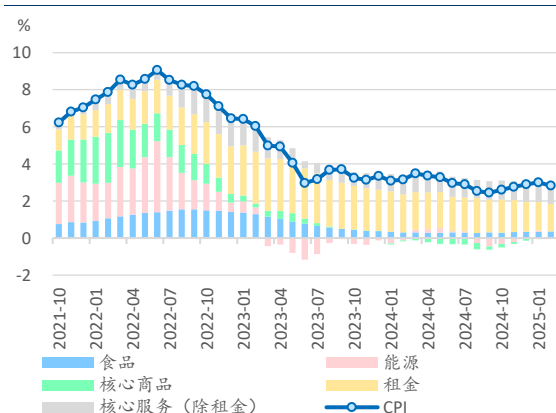
图3：美国劳动力市场供需情况



数据来源：美国劳工部，Wind

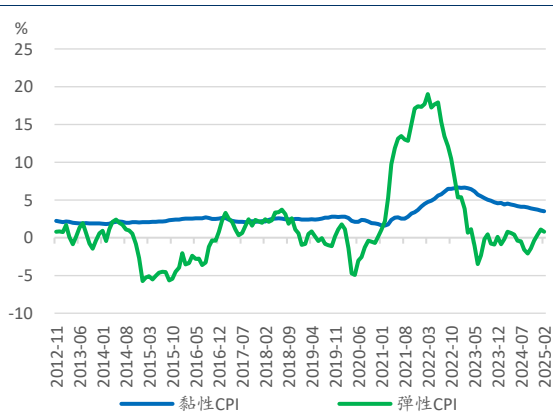
美国CPI与核心CPI降温。2月CPI同比+2.8%（预期+2.9%，前值+3.0%），季调环比+0.2%（预期+0.3%，前值+0.5%）。核心CPI同比+3.1%（预期+3.2%，前值+3.3%），季调环比+0.2%（预期+0.3%，前值+0.4%）。亚特兰大联储弹性CPI同比+0.8%（前值+1.1%），黏性CPI同比+3.5%（前值+3.6%）。

图4：美国月度CPI同比及结构分解



数据来源：美国劳工部，Wind

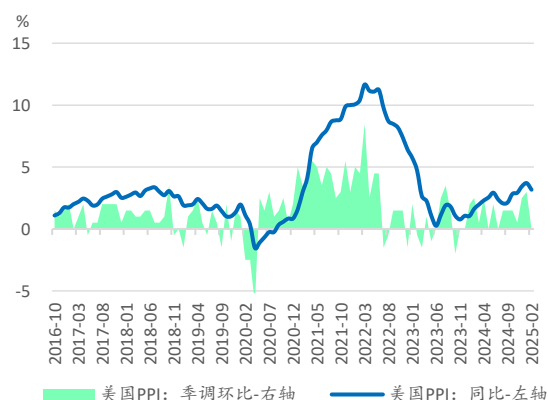
图5：亚特兰大联储的黏性与弹性通胀指标



数据来源：亚特兰大联储，Wind

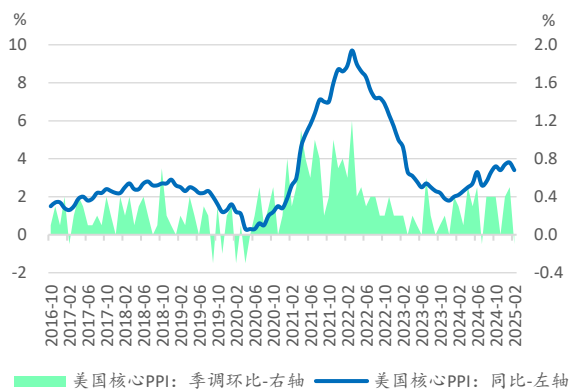
2月PPI全面降温。2月PPI同比+3.2%（预期3.3%，前值上修至+3.7%），季调环比0.0%（预期+0.1%，前值上修至+0.6%）；核心PPI同比+3.4%（预期+3.5%，前值上修至+3.8%），季调环比-0.1%（预期0.0%，前值上修至+0.5%）。

图 6：美国 PPI：同比与季调环比



数据来源：美国劳工部，Wind

图 7：美国核心 PPI：同比与季调环比



数据来源：美国劳工部，Wind

其他月度数据：批发上零售回落，财政赤字扩大，消费者信心下降，通胀预期上升。1月美国耐用品批发商销售季调环比初值-2.3%（前值+0.2%），非耐用品批发商销售季调环比初值-0.3%（前值+2.5%）。2月财政收入2960亿美元，滚动12个月（TTM）同比+8.6%（前值+8.3%），财政支出6034亿美元，TTM同比+11.7%（前值+11.9%），近12个月合计财政赤字2.15万亿美元（前值2.14万亿）。3月密歇根大学消费者信心指数初值57.9（前值64.7），现状指数初值63.5（前值65.7），预期指数初值54.2（前值64.0），1年通胀预期+4.9%（前值+4.3%），5年通胀预期+3.9%（前值+3.5%）。

周度数据：3月8日当周纽约联储周度经济指数（WEI）为+2.65%（前值维持2.24%不变），当周红皮书商业零售同比+5.7%（前值+6.6%），当周初领失业金22.0万人（前值由22.1万上修至22.2万），前周续领失业金187.0万人（前值维持189.7万人）。3月12日美联储资产负债表较上周+28.07亿美元（前值-93.37亿），联储银行准备金周较上周+785.13亿美元（前值+4.19亿），逆回购协议-87.38亿美元（前值+191.05亿）。

表 3：美国最近一周宏观数据周度更新汇总

美国宏观数据汇总									
大类	月份	2024年				2025年			短期趋势
		9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	
消费	批发商销售-耐用品-季调环比	0.6	0.2	2.2	0.2	-2.3			↓
	批发商销售-非耐用品-季调环比	0.4	-0.7	-0.4	2.5	-0.3			↓
通货膨胀	CPI-同比	2.4	2.6	2.7	2.9	3.0	2.8		↓
	CPI-季调环比	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.2		↓
	核心CPI-同比	3.3	3.3	3.3	3.2	3.3	3.1		↓
	核心CPI-季调环比	0.3	0.3	0.3	0.2	0.4	0.2		↓
	PPI-同比	2.1	2.8	2.9	3.4	3.7	3.2		↓
	PPI-季调环比	0.3	0.3	0.1	0.5	0.6	0.0		↓
	核心PPI-同比	3.3	3.6	3.4	3.7	3.8	3.4		↓
	核心PPI-季调环比	0.4	0.4	0.0	0.4	0.5	-0.1		↓
就业	劳动力供需缺口-万人	20.2	64.3	91.0	62.2	66.0			↑
	职位空缺率-季调	4.3	4.6	4.8	4.5	4.6			↑
	雇佣率-季调	3.5	3.4	3.3	3.4	3.4			→
	离职率-季调	1.9	2.0	1.9	1.9	2.1			↑
	裁员率-季调	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0			↓
财政	财政收入（TTM）-同比	10.8	7.0	7.1	8.2	8.3	8.6		↑
	财政支出（TTM）-同比	10.0	10.8	10.5	9.9	11.9	11.7		↓
	财政赤字（TTM）-万亿美元	1.83	2.02	2.08	2.03	2.14	2.15		↑
经济前景指数	密歇根大学消费者信心指数	70.1	70.5	71.8	74.0	71.1	64.7	57.9	↓
	现状指数	63.3	64.9	63.9	75.1	74.0	65.7	63.5	↓
	预期指数	74.4	74.1	76.9	73.3	69.3	64.0	54.2	↓
	1年通胀预期	2.7	2.7	2.6	2.8	3.3	4.3	4.9	↑
	5年通胀预期	3.1	3.0	3.2	3.0	3.2	3.5	3.9	↑
周		31 Jan.	7 Feb.	14 Feb.	21 Feb.	28 Feb.	7 Mar.	14 Mar.	
周度数据	纽约联储周度经济指数	2.38	2.53	2.50	2.43	2.24	2.65		↑
	红皮书商业销售-同比	5.7	5.3	6.3	6.2	6.6	5.7		↓
	当周初次申请失业金人数-万人	22.0	21.4	22.0	24.2	22.2	22.0		↓
	持续领取失业金人数-万人	184.5	186.7	185.5	189.7	187.0			↓
	美联储资产负债表周变动-亿美元	-135.74	-72.51	25.78	-311.81	-162.31	-93.37	28.07	↑
	联储银行准备金周周变动-亿美元	-1305.42	326.74	220.79	207.34	1046.14	4.19	785.13	↑
	存款机构逆回购协议周变动-亿美元	-200.62	-409.74	-29.46	85.62	507.55	191.05	-87.38	↓

数据来源：Wind，民银证券汇总整理

说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

欧洲：工业生产回暖，德国恢复英国走弱

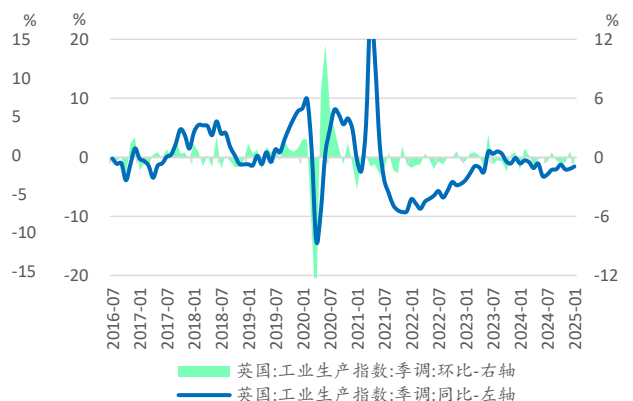
欧元区工业生产回暖，但英国走弱。1 月欧元区 20 国工业生产指数季调环比 +0.8%（前值-0.4%），其中德国季调环比+2.3%（前值-2.1%）。英国 1 月工业生产指数季调环比-0.9%（前值+0.6%）。

图 8：欧元区 20 国工业生产指数



数据来源：欧盟统计局，Wind

图 9：英国工业生产指数



数据来源：英国统计局，Wind

其他数据：德国出口减速，顺差收窄。德国 1 月出口季调同比-0.1%（前值+4.0%），进口季调同比+8.7%（前值+5.1%），贸易差额+160 亿欧元（前值+207 亿）。

表 4：欧元区与英国最近一周宏观数据更新汇总

欧元区与英国宏观数据汇总									
大类	月份	2024 年						2025 年	短期趋势
		7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	
进出口	德国进口金额-季调同比	-2.6	-0.5	1.0	1.8	-1.3	5.2	8.7	↗
	德国商品贸易差额季调-亿欧元	171.0	208.0	176.0	133.0	192.0	207.0	160.0	↘
工业生产	欧元区工业产出指数-季调环比	-0.6	1.1	-1.4	0.2	0.1	-0.4	0.8	↗
	欧元区工业产出指数-同比	-2.3	-0.6	-2.2	-1.1	-2.0	-1.5	0.0	↗
	德国工业产出指数-季调环比	-3.0	3.1	-2.5	-0.5	1.5	-2.1	2.3	↗
	德国工业产出指数-同比	-5.8	-2.7	-4.2	-4.4	-3.0	-3.1	-1.8	↗
	法国工业产出指数-季调环比	0.2	0.6	-0.5	-0.2	-0.1	-0.5	-0.6	
	法国工业产出指数-同比	-0.5	0.1	-0.2	-0.4	-0.8	-1.5	-1.6	
	英国工业产出指数-季调环比	-0.5	0.5	-0.3	-0.6	-0.5	0.6	-0.9	↘
	英国工业产出指数-同比	-2.9	-2.1	-2.0	-1.2	-2.0	-1.9	-1.5	↗

数据来源：Wind，民银证券汇总整理

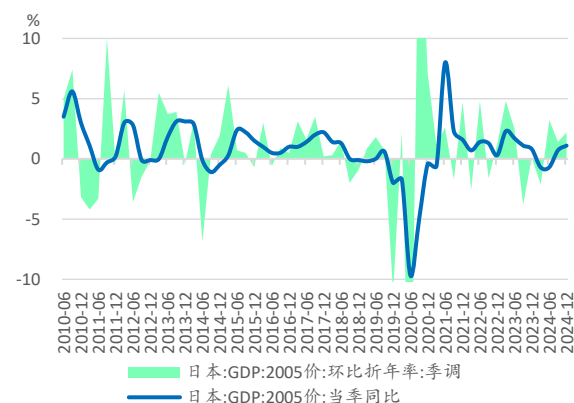
说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

日本：GDP 下修，家庭消费回落，价格压力上升

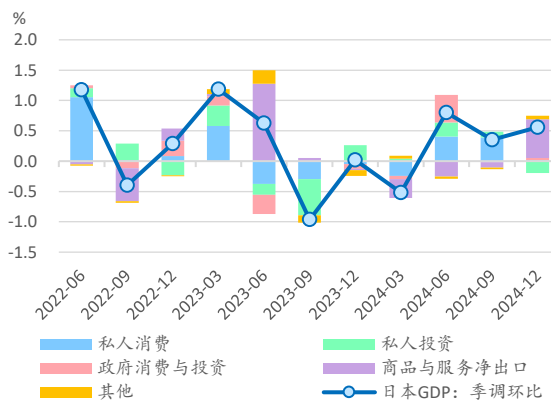
2024 年四季度 GDP 下修。2024 年四季度 GDP 同比+1.1%（初值+1.2%，前值+0.7%），季调环比折年+2.2%（初值+2.8%，前值+1.4%），季调环比+0.6%（初值+0.7%，前值+0.4%）。从支出法分项看，私人消费季调环比贡献 0.02pp，资本形成贡献-0.19pp，政府支持贡献 0.04pp，商品与服务净出口贡献 0.64pp。

图 10: 日本 GDP 季度同比与季调环比折年率



数据来源: 日本内阁府, Wind

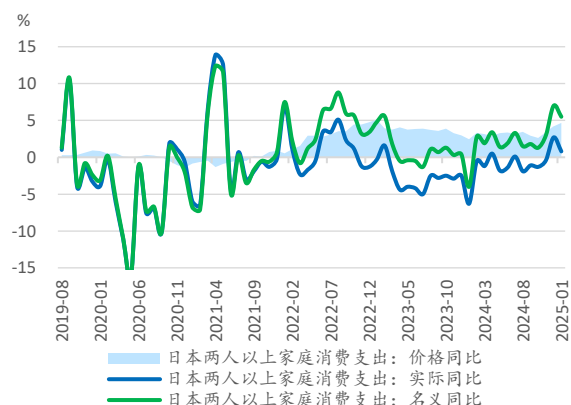
图 11: 日本季度 GDP 环比贡献分解



数据来源: 日本内阁府, Wind

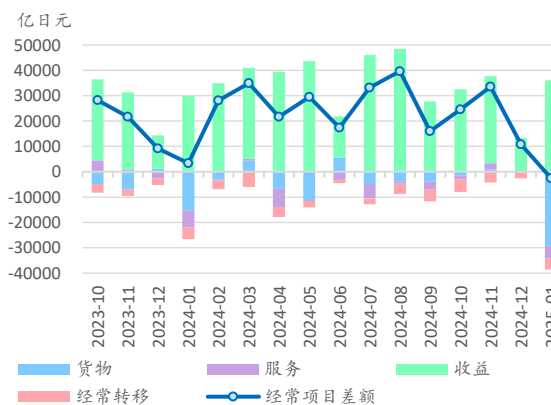
多人家庭消费支出回落，价格平减指数上升。日本 1 月多人家庭消费支出名义同比+5.5%（前值+7.0%），实际同比+0.8%（前值+2.7%），价格平减指数同比+4.7%（前值+4.2%）。

图 12: 日本两人以上家庭消费支出



数据来源: 日本统计局, Wind

图 13: 日本月度经常账户差额及组成



数据来源: 日本内阁府, Wind

1 月经常账户两年来再现逆差。1 月日本国际收支经常账户差额-2576 亿日元（前值+10073 亿），其中货物贸易差额-29379 亿日元（前值+623 亿），服务贸易差额为-4766 亿日元（前值-205 亿），收益差额+36015 亿日元（前值+12755 亿），经常转移-4447 亿日元（前值-2401 亿）。

其他数据: 经济前景指数回升。日本 1 月营建订单同比+26.1%（前值+19.1%）。1 月景气动向指数先行指标 108.0（前值 107.9），同步指标 116.2（前值 116.1）。2 月经济观察家前景指数 48.4（前值 47.9），现状指数 45.1（前值 45.5）。

表 5：日本最近一周宏观数据更新汇总

日本宏观数据汇总									
大类	月份	2024年					2025年		短期趋势
		8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	
整体经济	GDP-季调环比折年		1.4			2.2			↗
	GDP-同比		0.7			1.1			↗
消费	多人家庭消费支出-名义同比	1.5	1.8	1.3	3.0	7.0	5.5		↘
	多人家庭消费支出-实际同比	-1.9	-1.1	-1.3	-0.4	2.7	0.8		↘
	多人家庭消费支出-价格平减指数	3.5	2.9	2.6	3.4	4.2	4.7		↗
进出口	经常账户差额-亿日元	38036	17171	24569	33525	10773	-2576		↘
	经常账户-货物差额-亿日元	-3779	-3152	-1557	979	623	-29379		↘
	经常账户-服务差额-亿日元	-1049	-2563	-1590	2386	-205	-4766		↘
	经常账户-收益-亿日元	47006	27745	32541	34373	12755	36015		↗
	经常账户-经常转移-亿日元	-4141	-4859	-4825	-4214	-2401	-4447		↘
工业	营建订单-同比	8.1	1.8	26.7	10.1	19.1	26.1		↗
景气指数	景气动向指数：先行指标	106.9	108.6	108.9	107.6	107.9	108.0		↗
	景气动向指数：同步指标	113.0	113.8	116.2	115.1	116.1	116.2		↗
	经济观察家前景指数	49.2	49.2	48.0	48.4	46.9	47.9	48.4	↗
	经济观察家现状指数	48.3	47.6	46.6	48.2	49.0	45.5	45.1	↘

数据来源：Wind，民银证券汇总整理

说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

【重要事件】

美国：短期支出法案通过，继续推行关税施压

美国再次惊险避免政府“停摆”。美国国会参议院3月14日就短期支出法案进行投票，以62票赞成、38票反对的票数通过投票。美国国会众议院当地时间11日以微弱优势通过短期支出法案，基本按现有支出水平维持联邦政府运转至9月30日即2025财政年度结束。根据法案，非防务支出将在2024财政年度预算基础上削减约130亿美元，防务等支出则将增加约60亿美元。

美国与加拿大继续就关税问题“有来有回”。美国总统特朗普于早些时候表示，原计划于4月2日对来自加拿大和墨西哥的部分商品征收的关税“可能会增加”。将对加拿大木材和乳制品征收新的关税，其中或对乳制品征收250%的对等关税。作为回应，3月10日加拿大安大略省政府正式对向美国三个州出口的所有电力征收25%的附加费。加拿大不列颠哥伦比亚省省长戴维·伊比同日宣布，将下架该省酒类商店内所有美国制造的酒精饮品。特朗普以再加征25%关税为威胁。3月11日早些时候，特朗普指示商务部长对来自加拿大的所有钢铁和铝产品额外加征25%的关税，使针对从加拿大进入美国的所有钢铁和铝的关税水平达到50%，将于3月12日上午生效；此外，将在4月2日大幅提高对进口汽车征收的关税，并称这将“从根本上永久关闭”加拿大的汽车制造业。特朗普威胁发出后，加拿大安大略省省长福特当天在与美国商务部长卢特尼克对话后表示，将放弃对出口到美国三个州的电力加征25%的附加费。特朗普也收回了加征钢铝关税至50%的决定。3月12日，加拿大再次宣布回击美国钢铝关税举措，将对总计298亿加元（1加元约合0.69美元）的美国商品征收25%的反制关税，此前，加拿大已对价值300亿加元的美国产品加征25%关税。

美国政府对多地发出“对等关税”警告，其中日本进口大米关税引关注。美国白宫新闻秘书莱维特3月11日在记者会上谈及特朗普的对等关税政策时，抨击日本对大米征收700%的关税、加拿大对从美国进口的芝士和牛油征收约300%关税、印度对酒精征收150%的关税，称“这是美国政府眼中贸易伙伴所征收的过分关税的案例”。对此，日本方面回应道，该国每年将约77万吨进口大米作为“最低进口额”予以关税免除，超出部分则对每公斤征收341日元的关税，实际关税率更接近400%左右，而非美方所称的700%。今年以来，日

本大米价格已连续七周上涨。迫于米价高涨的压力，日本政府首次以促进市场流通为目的，决定投放政府储备米。

美国和乌克兰高级别代表团在沙特吉达的会谈结束，随后美乌发表联合声明。会谈核心议题是“制定和平协议框架，并推动实现初步停火”。根据会谈后发表的联合声明，乌克兰表示愿意接受美国提出的立即实施为期 30 天临时停火的建议。这一停火可在双方同意的情况下延长，并须经俄罗斯接受并同时执行。停火期间，包括交换战俘、释放被拘留的平民以及帮助被迫流离失所的乌克兰儿童返回等。美方将立即解除情报共享暂停的状态，并为乌方提供安全援助。双方代表团同意确定谈判团队组成并立即开始谈判，以实现持久和平并确保乌克兰的长期安全。美国承诺与俄罗斯代表讨论这些具体建议。乌克兰代表团再次强调，欧洲伙伴应该参与和平进程。两国总统同意尽快就乌克兰关键矿产资源开发达成全面协议，以增强乌克兰经济并确保乌克兰的长期繁荣与安全。

美国政府正考虑对 43 个国家的公民实施签证限制。其中，阿富汗、伊朗、叙利亚等国公民可能被全面暂停签证、禁止入境。就在一天前，美国副总统万斯在接受美国福克斯新闻网采访时表示，美国公民和绿卡持有者以及持有学生签证的人享有不同的权利，绿卡持有者没有无限期留在美国的权利，部分持学生签证的人可能因被美国视为不适合继续留在国内而被驱逐。

欧洲：欧盟向美国实施关税反制措施

欧盟向美国实施关税反制措施。欧盟委员会 3 月 11 日宣布，将从下个月开始对价值 260 亿欧元的美国产品征收反制性关税，将影响美国的牛肉、家禽、威士忌、摩托车等产品，以回应美国对全部进口的钢铁和铝加征 25% 关税。特朗普 3 月 13 日威胁，如果欧盟不取消将要对美国威士忌产品加征的关税，美方将很快对来自欧盟国家的酒类产品征收 200% 关税。

欧洲央行行长拉加德（C. Lagarde）表示，由于当前环境充满“异常高度的不确定性”，欧央行短期内“不太可能”始终确保通胀率达到 2% 的目标。2% 通胀目标是一个中期目标，允许短期内出现偏离。芬兰央行行长雷恩（O. Rehn）称，如果数据支持，欧洲央行在 4 月不会降低利率，而将保持观望。

市场预期英国央行在 3 月或按兵不动。LSEG 数据显示，市场认为英国央行 3 月 20 日维持利率在 4.50% 不变的可能性为 92%。不过，英国 1 月 GDP 意外环比下降 0.1%，令市场对全年英国央行降息的幅度小幅上升。

日本：工资创 1992 年以来最大涨幅

日本 1 月基本工资同比上涨 3.1%，创下自 1992 年 10 月以来最大涨幅。日本厚生劳动省 3 月 10 日发布的报告显示，该国 1 月基本工资同比增长 3.1%，是 1992 年 10 月以来的最大涨幅。1 月名义现金收入同比增速放缓至 2.8%，低于 3% 的市场普遍预期。该数据凸显了价格上涨的影响，实际现金收入下降 1.8%，为 2024 年 3 月以来的最大降幅，超过经济学家预测的 1.6%。

日本最大工会首轮工资涨幅再次超过 5%。日本劳动组合总联合会表示，第一轮数据显示，2025 财年平均工资涨幅为 5.46%（此前加薪诉求为 6.09%），这是该工会首轮工资涨幅连续第二年超过 5%，去年为 5.28%。

日本央行行长植田和男对消费持乐观态度。他重申日本央行缩减“过大”资产负债表决心，这表明该行仍在逐步减少对经济的货币刺激。消息人士表示，日本央行将在下周的政策会议上维持利率不变。

其他地区：加拿大降息，俄罗斯回应美乌声明

加拿大央行将利率下调 25 个基点至 2.75%，为 2022 年 9 月以来最低水平。该行表示，贸易紧张局势加剧和美国征收的关税可能会减缓经济活动的步伐。

俄罗斯回应美乌声明。俄罗斯总统普京 3 月 13 日表态，原则上支持美国提出的乌克兰冲突停火提议，但强调需解决冲突的根本原因并澄清关键细节。这一表态既向华盛顿释放了善意信号，也为俄美关系的未来走向增添了新的变数。然而，停火协议的复杂性和双方立场的分歧，使得局势仍充满不确定性。此前路透社引述消息人士报道，俄罗斯要求乌克兰不得加入北约、不得在乌克兰领土部署外国军队，以及承认俄罗斯对克里米亚及乌东四州拥有主权。另外，俄方可能还会强调解决“俄乌冲突的根源”，即美国为首的北约不断东扩。

【本周关注】

本周关注：日美英先后公布利率决议，日本 CPI

3 月 17 日	美国 2 月零售数据 美国 1 月库存数据
3 月 18 日	欧元区 1 月贸易账 欧元区 3 月 ZEW 景气指数 美国 2 月新屋开工、营建许可
3 月 19 日	日本央行利率决议 日本 2 月贸易账 美联储利率决议
3 月 20 日	美国 2 月成屋销售 英国央行利率决议
3 月 21 日	日本 2 月 CPI

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解，分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何其附属公司（统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。(7)民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及(8)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以

任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。