

2025 年 3 月 10 日

欧洲自主化与“特朗普交易”反转

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 (3/3): 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
- 海外宏观周报 (1/27) 特朗普就职, 日央行加息, 美元大幅回撤

主要大类资产走势:

	2025-03-07	周变动
美国国债收益率10Y	4.32	8.0 bp
美国国债收益率2Y	3.99	0.0 bp
日本国债收益率10Y	1.52	11.9 bp
日本国债收益率2Y	0.85	2.6 bp
德国国债收益率10Y	2.83	45.0 bp
德国国债收益率2Y	2.23	23.0 bp
标普500指数	5770.20	-3.10 %
纳斯达克指数	18196.22	-3.45 %
道琼斯工业指数	42801.72	-2.37 %
日经225指数	36887.17	-0.72 %
伦敦富时100指数	8679.88	-1.47 %
巴黎CAC40指数	8120.80	0.11 %
德国DAX指数	23008.94	2.03 %
伦敦现货黄金	2931.15	3.41 %
英国布伦特原油现货	72.19	-1.85 %
美元指数	103.8945	-3.41 %
欧元兑美元	1.0833	458 pips
英镑兑美元	1.2922	342 pips
美元兑日元	148.0450	-25850 pips
美元兑人民币	7.2382	-456 pips

【一周综述】

全球市场正在经历美国经济减速和欧洲自主化的“特朗普交易”反转。从主要大类资产表现看, 美股持续走弱, 欧洲股市创下新高, 美元下跌而欧系货币上涨, 美债收益率下行, 美联储年内降息预期增加到三次。美国一系列经济数据走弱, 特朗普政策的负面效果显现。1月贸易账数据印证了此前判断, 或导致一季度收缩; 非农就业数据略低于市场预期, 失业率上行, 政府裁员效应还未完全显现——美国得到了更多经济转弱乃至滑向滞胀的数据支撑。欧洲自主化推升欧元和欧洲股市, 反映了市场对于欧洲鹰派转变的认可。但政治右翼化与社会动荡可能性增加, 后续还需要看到实质性的基本面好转作为支撑方可持续。

【交易模式】

最近 5 个交易日: 衰退, 紧缩, 趋险, 不确定, 通胀

【关键数据】

美国: 2月非农数据低于预期, 失业率小幅升高, 平均时薪反弹, 标普 PMI 上修, 建造支出下滑, 制造业订单强劲, 贸易逆差创纪录。
欧洲: 四季度 GDP 终值小幅上修, CPI 小幅回落, 失业率持平, 零售销售放缓。
日本: 青年人失业率上升, 消费者信心微降。

【重要事件】

美国: 美加墨关税战开启, 美联储表示暂不急于降息。
欧洲: 欧央行如期降息, 各国力挺乌克兰。
日本: 日央行倾向于 3 月维持利率不变。
其他地区: 俄乌局势再度复杂化。

【本周关注】

美国 CPI、PPI 及 JOLTS 就业数据

目 录

【一周综述】	1
欧洲自主化与“特朗普交易”反转	1
【交易模式】	3
滞胀预期带动通胀和衰退交易占优	3
【关键数据】	4
美国：就业数据略显疲软，贸易逆差创新高	4
欧洲：GDP 小幅上修，通胀有所降温	6
日本：青年人失业率上升，消费者信心微降	9
【重要事件】	10
美国：美加墨关税战开启，美联储表示暂不急于降息	10
欧洲：欧央行如期降息，各国力挺乌克兰	11
日本：日央行倾向于 3 月维持利率不变	12
其他地区：俄乌局势再度复杂化	13
【本周关注】	14
本周关注：美国 CPI、PPI 及 JOLTS 就业数据	14

【一周综述】

欧洲自主化与“特朗普交易”反转

近期除了中国科技突破和“两会”政策推动下的中资估值修复外，全球市场的另一条交易逻辑正在持续发酵，那就是美国经济减速和欧洲自主化的“特朗普交易”反转。

从主要大类资产表现看，美股持续走弱，特别是科技股为主的纳斯达克指数自2月19日以来已回调10%至年线附近，标普500和道琼斯工业指数则分别回调了约8%和5%；相比之下，欧洲股市表现更好，其中3月以来英国和德国股市创下历史新高，法国股市也达到历史次高点。汇率方面，美元下跌而欧系货币上涨，美元指数自2月初的110附近一路回落至104下方，跌幅超5%，相反欧元与英镑同期上涨超过4%和3%。美债方面，市场对于特朗普政策下的通胀关注下降（但并不意味着预期下降），对美国经济的忧虑上升，10年期美债回落至4.3%以下，美联储年内降息预期增加到三次。

美国一系列经济数据走弱，特朗普政策的负面效果显现。经济减速主要源于减税和扩大投资等支持性政策弱于加征关税和减少财政支出等紧缩性影响，同时政府大规模部门改革形成的动荡和外交政策则增加了不确定性，对市场信心形成冲击。此外，关税政策导致“抢进口”发生，贸易短期失衡恶化，大幅拖累一季度经济甚至进入收缩区间。

美国1月贸易账数据印证了此前判断，或导致一季度收缩。上周美国1月贸易账数据正式发布，符合前周提前报出的数据，商品逆差达到创纪录的1568亿美元，同比多增652亿美元，相当于美国季度GDP的0.9%左右，年化后拖累超过3%。亚特兰大联储GDPNow模型测算的季度环比折年拖累扩大到-3.84pp，直接导致一季度GDP或环比折年收缩2.4%。尽管1月服务贸易顺差254亿美元，但与其他月份无显著趋势性差异，无法扭转整体贸易账逆差的纪录。

2月非农就业数据略低于市场预期，政府裁员效应还未完全显现。上周五发布2月新增非农就业15.1万人，低于预期的16万人。分行业看，政府新增1.1万人，是2024年4月以来最低值，其中联邦政府减少1万人。考虑到DOGE推出的政府雇员买断计划在2月中旬开始，而劳动力市场调查在2月上旬进行，

政府裁员的数据可能还未完全体现。此外下行较大的行业还包括：零售业-0.63万人，休闲和酒店业-1.6万人，延续1月以来的下行，或仍与开年以来的灾害及恶劣天气有关。不过制造业就业恢复，商品生产新增3.4万人，建筑业和耐用品制造业分别新增1.9万和1万人。特朗普上台后大力推动制造业回流的政策尽管需要时间来见效，但对相关企业的信心恢复似乎已有效果。从其他数据来看，2月制造业PMI走强，以及1月制造业订单回暖，都可以同步印证。

失业率小幅上行至4.14%，时薪反弹。U3失业率上行幅度达0.13pp，但政府雇员的“买断”计划暂未体现在失业数据中，月度主动离职者仅小幅增加6000人，远小于媒体此前爆出的7.5万人。若按10万人的政府雇员解聘或“买断”口径计算，对失业率的直接影响应该有0.06pp。薪资增速小幅回升至4.1%，表明中期的通胀压力依旧存在。整体看，上周美国得到了更多经济转弱乃至滑向滞胀的数据支撑。

欧洲防务自主化与各国的意外鹰派和团结推升欧元和欧洲股市。特朗普上台后实行的“孤立主义”已经将欧洲推向“悬崖边缘”，在美国暂停向乌克兰提供军事援助后，俄乌战场天平失衡，乌克兰军队节节败退，欧洲在乌克兰的利益已严重受损。在长达数十年的“好日子”里，欧洲躺在“美国提供保护，俄罗斯提供能源，中国提供工业品”的环境中养尊处优，社会竞争力不断下降。

如今面对困境，欧洲各国终于团结起来，表示将加大军费开支，法国总统马克龙提出将为欧洲提供“核保护”，英国已开出真金白银支援乌克兰，波兰则表示所有成年男性参加军事训练。加强国防支出的来源必然是削减福利，首先砍掉的将是移民和难民的福利支出，这需要欧洲抛弃高福利社会的左翼政见，各国在政治光谱上右翼化将是大势所趋。不过预计欧洲的“觉醒”之路将十分漫长，政治乃至社会动荡可能成为常态。欧元与股市的回升反映了市场对于欧洲鹰派转变的认可，但后续还需要看到实质性的基本面好转作为支撑方可持续。

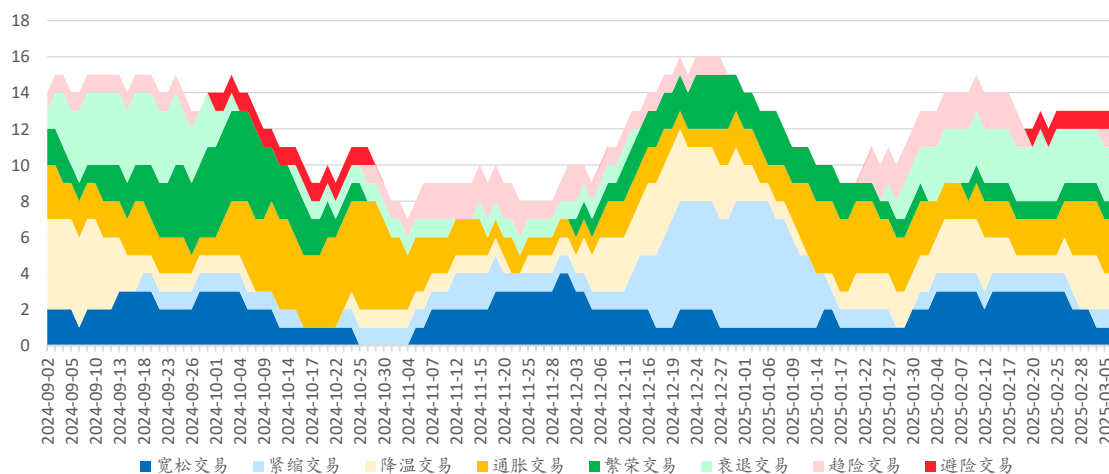
【交易模式】

滞胀预期带动通胀和衰退交易占优

表 1：近两周各交易日交易模式

2 月 24 日	2 月 25 日	2 月 26 日	2 月 27 日	2 月 28 日
不确定	衰退交易	降温交易	通胀交易	降温交易
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

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		

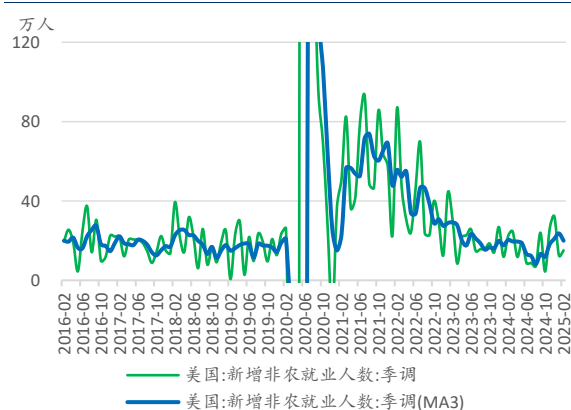
具体规则详见研报：《全球市场的交易模式：框架构建》（民银证券，2024 年 9 月 4 日）

【关键数据】

美国：就业数据略显疲软，贸易逆差创新高

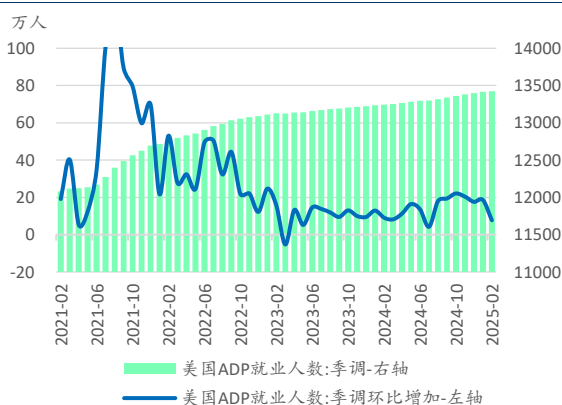
2025 年 2 月非农数据低于预期。2 月美国新增非农就业 15.1 万人（预期 16.0 万人），1 月由 14.3 万人下修至 12.5 万人，2024 年 12 月由 30.7 万人上修至 32.3 万人，新增非农就业 3 个月移动平均 20.0 万人（前值 23.6 万人）。2 月 ADP 就业新增 7.7 万人（预期 14 万人，前值由 18.3 万人上修至 18.6 万人）。

图 2：美国新增非农就业



数据来源：美国劳工部，Wind

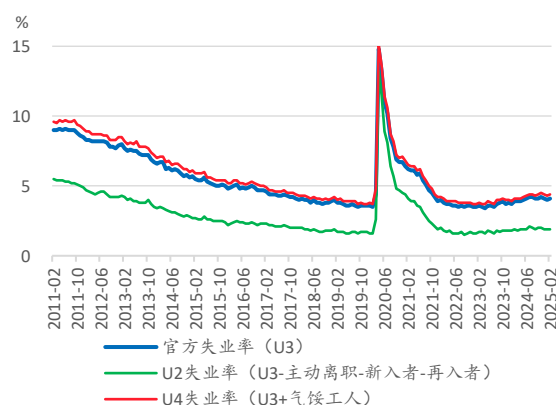
图 3：美国 ADP 就业人数与每月新增人数



数据来源：ADP 研究所，Wind

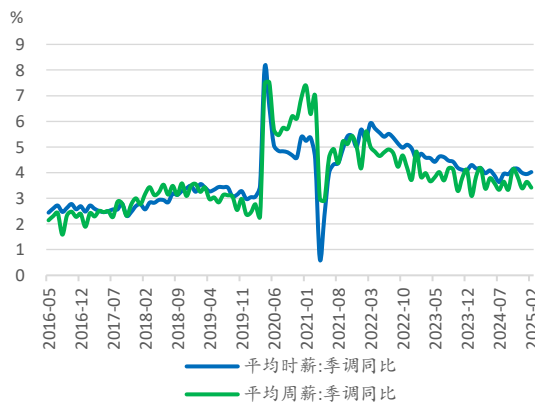
失业率小幅升高。2 月美国季调后 U3 失业率 4.14%（前值 4.01%），U2 失业率 1.95%（前值 1.90%），其中含永久性失业贡献 1.03%（前值 1.00%），暂时失业与完成临时工作贡献 0.92%（前值 0.892%），U4 失业率 4.4%（前值 4.3%），其中含气馁工人贡献 0.3%（前值 0.3%）。劳动参与率 62.4%（前值 62.6%），就业率 59.9%（前值 60.1%）。

图 4：美国主要口径失业率



数据来源：美国劳工部，Wind

图 5：美国非农平均时薪与周薪涨幅



数据来源：美国劳工部，Wind

2月平均时薪反弹，前几月增速下修。2月美国私人非农企业季调后平均时薪同比+4.0%（前值下修后+3.9%），平均周薪季调同比+3.4%（前值+3.6%）。

其他月度数据：标普 PMI 上修，建造支出下滑，制造业订单强劲，贸易逆差创纪录。2月美国 ISM 制造业 PMI 为 50.3（前值 50.9），非制造业 PMI 为 53.5（前值 52.8）；标普全球制造业 PMI 终值 52.7（初值 51.6），服务业 PMI 终值 51.0（初值 49.7），综合 PMI 终值 51.6（初值 50.4）。1月建造支出季调环比-0.2%（前值+0.5%），同比+3.3%（前值+4.5%），住宅建造支出环比-0.5%（前值+1.3%），同比+3.2%（前值+5.8%）。全部制造业订单季调环比+1.7%（前值-0.6%），同比+3.2%（前值-0.9%），耐用品新订单季调环比+3.2%（初值+3.1%，前值-1.8%），剔除国防与运输的新订单季调环比分别为+3.5%和 0%。出口季调同比+4.1%（前值+2.6%），进口同比+23.1%（前值+12.3%），贸易逆差 1313.8 亿（前值 980.6 亿）。

周度数据：亚特兰大联储 3 月 6 日更新的 GDPNow 预测数据显示，2025 年一季度美国 GDP 预计季调年化环比-2.4%（上周-1.5%）。3 月 1 日当周纽约联储周度经济指数（WEI）为+2.24%（前值由+2.37%上修至+2.43%），当周红皮书商业零售同比+6.2%（前值+6.3%），当周初领失业金 22.1 万人（前值保持 24.2 万不变），前周续领失业金 189.7 万人（前值由 186.2 万下修至 185.5 万）。3 月 5 日美联储资产负债表较上周-93.37 亿美元（前值-162.31 亿），联储银行准备金周较上周+4.19 亿美元（前值+1046.14 亿），逆回购协议+191.05 亿美元（前值+507.55 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
		8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	
房地产	建造支出-季调环比	0.9	-0.9	1.6	0.4	0.5	-0.2		↓
	建造支出-住宅-季调环比	1.5	-3.3	3.4	0.3	1.3	-0.5		↓
	建造支出-非住宅-季调环比	0.4	0.9	0.3	0.4	-0.1	0.1		↑
进出口	出口金额-季调同比	5.4	3.1	2.1	6.6	2.6	4.1		↑
	进口金额-季调同比	8.1	9.6	4.6	9.5	12.3	23.1		↑
	贸易差额-季调-亿美元	-714.4	-850.1	-737.3	-782.4	-980.6	-1313.8		↓
订单	耐用品新订单-季调环比	-0.9	-0.4	0.7	-2.0	-1.8	3.2		↑
	耐用品新订单-季调同比	0.6	-1.7	3.2	-6.1	-3.5	3.5		↑
	耐用品新订单(除国防)-季调环比	-1.3	-0.9	0.9	-1.3	-1.8	3.5		↑
	耐用品新订单(除运输)-季调环比	0.6	0.4	0.2	-0.2	0.1	0.0		↓
	全部制造业新订单-季调环比	-0.8	-0.2	0.5	-0.8	-0.6	1.7		↑
	全部制造业新订单-季调同比	0.3	-1.4	2.1	-2.3	-0.9	3.2		↑
就业	新增非农就业-万人	7.1	24.0	4.4	26.1	32.3	12.5	15.1	↑
	新增ADP就业-万人	18.0	19.4	22.1	20.4	17.6	18.6	7.7	↓
	失业率(U3)-季调	4.2	4.1	4.1	4.2	4.1	4.0	4.1	↑
	失业率(U2)-季调	2.0	1.9	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9	→
	失业率(U4)-季调	4.4	4.3	4.4	4.5	4.4	4.3	4.4	↑
	就业率	60.0	60.1	60.0	59.8	60.0	60.1	59.9	↓
	劳动参与率	62.7	62.7	62.5	62.5	62.5	62.6	62.4	↓
	时薪增速-季调同比	4.0	3.9	4.1	4.2	4.0	3.9	4.0	↑
	周薪增速-季调同比	3.7	3.3	4.1	3.8	3.4	3.6	3.4	↓
PMI 指数	周工作时长-小时	34.3	34.2	34.3	34.3	34.2	34.1	34.1	→
	标普全球制造业PMI	47.9	47.3	48.5	49.7	49.4	51.2	52.7	↑
	标普全球服务业PMI	55.7	55.2	55.0	56.1	56.8	52.9	51.0	↓
	标普全球综合PMI	54.6	54.0	54.1	54.9	55.4	52.7	51.6	↓
	ISM制造业PMI	47.2	47.2	46.5	48.4	49.3	50.9	50.3	↓
	ISM非制造业PMI	51.5	54.9	56.0	52.1	54.1	52.8	53.5	↑
周度数据	周	24 Jan.	31 Jan.	7 Feb.	14 Feb.	21 Feb.	28 Feb.	7 Mar.	
	GDPNow-GDP季调环比折年增速预测		2.9	2.9	2.3	2.3	-1.5	-2.4	↓
	纽约联储周度经济指数	2.79	2.38	2.53	2.50	2.43	2.24		↓
	红皮书商业销售-同比	4.9	5.7	5.3	6.3	6.2	6.6		↑
	当周初次申请失业金人数-万人	20.8	22.0	21.4	22.0	24.2	22.1		↓
	持续领取失业金人数-万人	188.6	184.5	186.7	185.5	189.7			↑
	美联储资产负债表周变动-亿美元	-23.10	-135.74	-72.51	25.78	-311.81	-162.31	-93.37	↑
	联储银行准备金周变动-亿美元	-278.45	-1305.42	326.74	220.79	207.34	1046.14	4.19	↓
	存款机构逆回购协议周变动-亿美元	118.08	-200.62	-409.74	-29.46	85.62	507.55	191.05	↓

数据来源：Wind，民银证券汇总整理

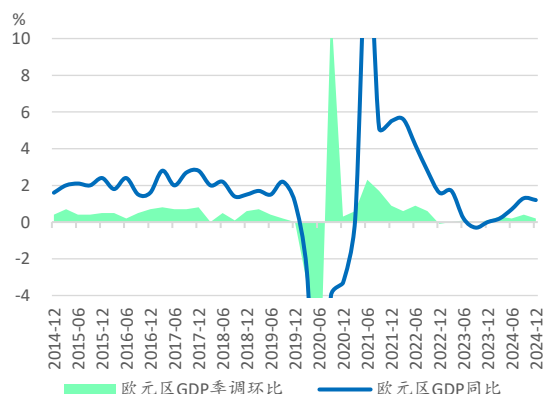
说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

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：GDP 小幅上修，通胀有所降温

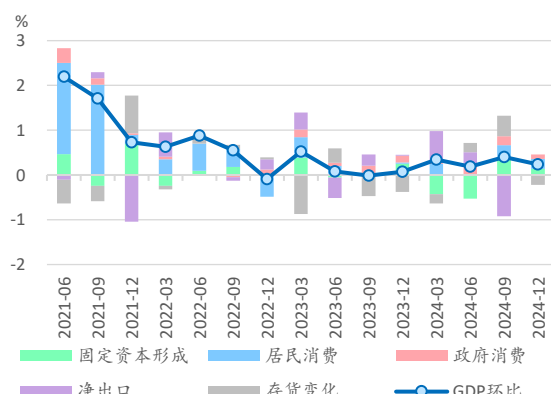
欧元区 2024 年四季度 GDP 终值小幅上修。欧元区四季度 GDP 终值同比+1.2%（初值+0.9%，前值+0.9%），季调环比+0.2%（初值+0.1%，前值+0.4%）。环比构成中，固定资本形成贡献 0.13pp（前值 0.37pp），居民消费贡献 0.23pp（前值 0.30pp），政府支出贡献 0.10pp（前值 0.20pp），净出口贡献-0.01pp（前值 0.46pp）。

图 6：欧元区季度 GDP 同比与季调环比



数据来源：欧盟统计局，Wind

图 7：欧元区 GDP 季调环比及支出法分解



数据来源：欧盟统计局，Wind

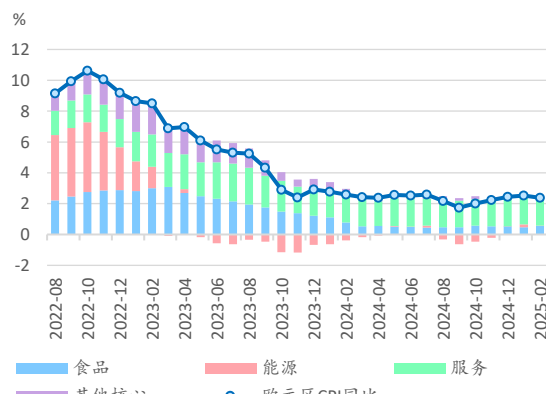
欧元区 2 月 CPI 小幅回落但略高于预期。欧元区 2 月 CPI 同比+2.4%（预期+2.3%，前值+2.5%），环比+0.5%（前值-0.3%）；核心 CPI 同比+2.6%（前值+2.7%）；环比+0.6%（前值-0.9%）。主要分项方面，食品同比+2.7%（前值+2.3%），能源同比+0.2%（前值+1.9%），服务同比+3.7%（前值+3.9%）。法国 2 月核心 CPI 同比+1.8%（前值+2.0%），德国同比+3.3%（前值+3.6%）。

图 8：欧元区 CPI 与核心 CPI



数据来源：欧盟统计局，Wind

图 9：欧元区 20 国 CPI 同比分解



数据来源：欧盟统计局，Wind

其他数据：失业率持平，零售销售放缓。1 月欧元区 20 国失业率为 6.2%（前值 6.2%），欧盟 27 国失业率为 5.8%（前值 5.8%），法国 1 月失业率为 7.3%（前值 7.3%）。欧元区 1 月 PPI 同比+1.8%（前值+0.1%）。法国 1 月工业生产指数同比-1.6%（前值-1.5%），季调环比-0.6%（前值-0.5%）。欧元区 1 月零售销售季调环比-0.3%（前值 0.0%），同比+1.5%（前值+2.2%），德国零售销售同比+4.5%（前值+3.1%），法国同比+0.7%（前值+1.5%），英国同比+2.0%（前值+3.1%）。欧元区 2 月制造业 PMI 终值 47.6（初值 47.3，前值 46.6）；服务业 PMI 终值 50.6（初值 50.7，前值 51.3），综合 PMI 终值 50.2（初值 50.2，前值 50.2）。

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
		8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	
整体经济	欧元区GDP-季调环比		0.4			0.2			↗
	欧元区GDP-同比		0.9			1.2			↗
消费	欧元区零售销售指数-季调环比	1.0	0.6	-0.3	0.0	0.0	-0.3		↘
	欧元区零售销售指数-同比	2.7	3.3	2.3	1.8	2.2	1.5		↘
	德国零售销售指数-同比	3.5	1.6	6.0	4.3	3.1	4.5		↗
	法国零售销售指数-同比	5.3	3.5	2.7	1.9	1.5	0.7		↘
	英国零售销售指数-同比	1.4	1.3	0.1	-1.2	3.1	2.0		↘
工业生产	法国工业产出指数-季调环比	0.6	-0.5	-0.2	-0.1	-0.5	-0.6		↘
	法国工业产出指数-同比	0.1	-0.2	-0.4	-0.8	-1.5	-1.6		↘
通货膨胀	欧元区CPI-同比	2.2	1.7	2.0	2.2	2.4	2.5	2.4	↘
	欧元区CPI-季调环比	0.1	-0.1	0.3	-0.3	0.4	-0.3	0.5	↗
	欧元区核心CPI-同比	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6	↘
	欧元区核心CPI-季调环比	0.3	0.1	0.2	-0.6	0.5	-0.9	0.6	↗
	德国CPI同比	1.9	1.6	2.0	2.2	2.6	2.3	2.3	
	德国核心CPI同比	3.0	3.0	3.3	3.1	3.3	3.6	3.3	↘
	法国CPI同比	1.8	1.1	1.2	1.3	1.3	1.7	0.8	
	法国核心CPI同比	2.6	2.1	2.1	2.2	2.0	2.0	1.8	↘
就业	欧元区PPI同比	-2.3	-3.5	-3.3	-1.2	0.1	1.8		↗
	欧元区20国失业率	6.3	6.3	6.2	6.2	6.2	6.2		→
	欧盟27国失业率	5.9	5.9	5.8	5.8	5.8	5.8		→
	法国失业率	7.4	7.4	7.3	7.3	7.3	7.3		→
PMI	欧元区制造业PMI	45.8	45.0	46.0	45.2	45.1	46.6	47.6	↗
	欧元区服务业PMI	52.9	51.4	51.6	49.5	51.6	51.3	50.6	↘
	欧元区综合PMI	51.0	49.6	50.0	48.3	49.6	50.2	50.2	→
	英国制造业PMI	52.5	51.5	49.9	48.0	47.0	48.3	46.9	↘
	英国服务业PMI	53.7	52.4	52.0	50.8	51.1	50.8	51.0	↗
	英国综合PMI	53.80	52.60	51.8	50.5	50.4	50.6	50.5	↘
	法国制造业PMI	43.9	44.6	44.5	43.1	41.9	45.0	45.8	↗
	法国服务业PMI	55.0	49.6	49.2	46.9	49.3	48.2	45.3	↘
	法国综合PMI	53.1	48.6	48.1	45.9	47.5	47.6	45.1	↘
	德国制造业PMI	42.4	40.6	43.0	43.0	42.5	45.0	46.5	↗
	德国服务业PMI	51.2	50.6	51.6	49.3	51.2	52.5	51.1	↘
	德国综合PMI	48.4	47.5	48.6	47.2	48.0	50.5	50.4	↘

数据来源：Wind，民银证券汇总整理

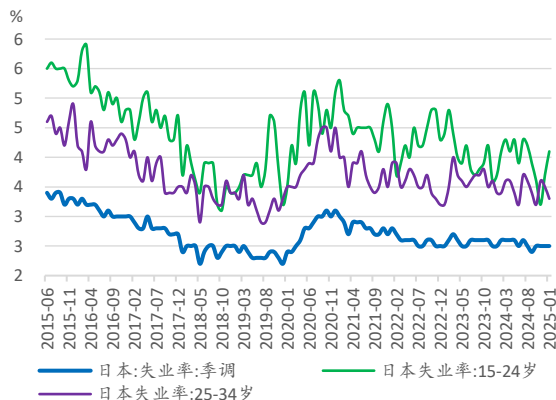
说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

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：青年人失业率上升，消费者信心微降

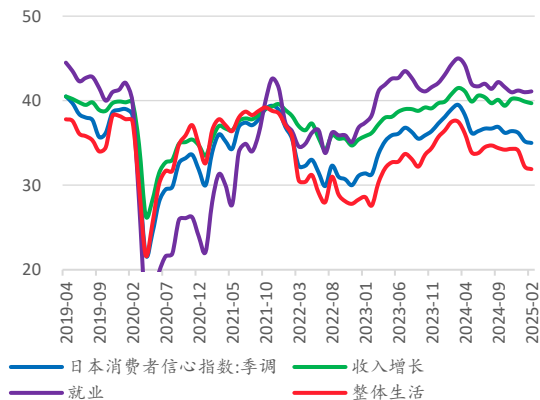
青年人失业率上升。日本 1 月整体失业率 2.5%（前值 2.5%），15-24 岁失业率 4.1%（前值 3.7%），25-34 岁失业率 3.3%（前值 3.5%）。

图 10：日本季调失业率



数据来源：日本统计局，Wind

图 11：日本消费者信心指数



数据来源：日本内阁府，Wind

消费者信心指数小幅回落。日本 2 月消费者信心指数 35.0（前值 35.2），收入增长指数 39.7（前值 39.9），就业指数 41.1（前值 41.0），整体生活指数 31.9（前值 32.2）。

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	
消费	消费者信心指数-季调	36.7	36.9	36.2	36.4	36.2	35.2	35.0	↓
	收入增长指数	39.7	40.1	39.4	40.2	40.2	39.9	39.7	↓
	就业指数	41.4	42.2	41.6	41.0	41.2	41.0	41.1	↗
	整体生活指数	34.7	34.4	34.2	34.3	34.1	32.2	31.9	↓
就业	失业率	2.5	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5		→
	失业率 15-24 岁	4.2	3.9	3.6	3.2	3.7	4.1		↗
	失业率 25-34 岁	3.6	3.4	3.2	3.6	3.5	3.3		↓

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：美加墨关税战开启，美联储表示暂不急于降息

美加墨关税战开启。3月4日，美国如期宣布对加拿大和墨西哥加征25%的关税。墨西哥当日表示将采取类似的报复性措施，将在本月稍晚宣布。加拿大则宣布对从美国进口的产品征收25%的报复性关税，其中立刻对300亿加元的美国进口商品征收25%的关税，并在21天后对价值1250亿加元加征关税。特朗普随后表示加拿大对美征收报复性关税将立即引发美国“增加同等数额的对等关税”。3月5日，特朗普与加拿大总理特鲁多通话。就两国之间的关税问题进行讨论。特朗普表示通话在“某种程度上”以友好的方式结束。3月6日，特朗普签署修正案，暂缓对符合美墨加协定的墨加商品征收关税。修正案使符合“美墨加协定”的产品暂时免征关税，直至4月2日。特朗普还表示不会改变对钢铁和铝的关税措施，对于加墨汽车产品免除25%的关税是暂时的，到期后将不再豁免。3月7日，特朗普表示很快会对加拿大的木材和乳制品实施对等关税，他表示加拿大在木材上的关税极高，他们对乳制品的征税超过200%。

美国总统特朗普于3月5日在国会联席会议演讲。演讲时间超过1小时40分钟，成为60年以来最长的国会演讲。主要研究议题包括当天的演讲以“重振美国梦”为主题，内容涵盖了目前美国内外政策的关键议题。在特朗普讲话过程中，共和党人多次起立鼓掌欢呼，民主党人则发出嘘声或举起写有抗议标语的牌子。演讲中，特朗普呼吁美国应该废除《芯片法案》，称该法案非常糟糕。关税方面，特朗普宣布将于4月2日开始征收对等关税，农产品关税也将于4月2日生效。关于政府改革，特朗普说，政府效率部发现了联邦政府中“数以千亿美元计的欺诈行为”“这里的每个人都应该感谢政府效率部的工作”。对于乌克兰问题，特朗普说，乌克兰总统泽连斯基表示“准备好”尽快回到谈判桌以实现和平。特朗普还说，美俄已经举行对话，俄方释放了“准备好迎接和平的强烈信号”。特朗普重申夺取格陵兰岛，并宣称美国“正在收回”巴拿马运河。面对鸡蛋价格飙升为题，特朗普则将责任全部归咎给了拜登。

特朗普称将对印度实施对等关税。3月4日特朗普在国会发表演讲时指责印度对美国汽车征收了超过100%的关税，并表示自4月2日起将对印度实施对等关税。

美国暂停对乌克兰的军事援助，乌克兰战局天平倾斜。在美乌白宫“不欢而散”后，特朗普政府已于3月5日停止为新的对乌克兰武器出售提供资金，并暂停当前对乌克兰的所有军事援助。3月7日，美国媒体报道美国已暂停向乌克兰提供商业卫星图像服务。同日，乌克兰总统泽连斯基在社交平台发文称，俄军再次对乌能源设施发起大规模袭击，包括敖德萨在内的多个地区的设施遭袭。俄罗斯国防部证实了袭击的说法，并表示战果显著。有媒体消息称，乌军在库尔斯克的局势在过去三天里急剧恶化。对此特朗普表示“你们不能这么干”，将加大对俄罗斯的制裁。

美联储“褐皮书”显示，自1月中旬以来，整体经济活动略有上升。大多数地区的价格温和上涨，但多个地区报告，相较于上一报告期，价格上涨速度有所加快；就业人数总体上略有上升，各区表现不一。大多数地区联系人预计关税将导致提价，有个别报告显示公司提前提高了价格。

美联储官员表示暂不急于降息。美联储主席鲍威尔（Jay Powell）表示，美联储不需要急于调整利率；劳动市场稳健，整体处于平衡状态；通胀水平略高于2%的目标，但正逐步接近该目标；关于特朗普政府政策及其经济影响的不确定性仍然很高；一些近期的通胀预期调查和市场指标因关税而上升；美联储已充分准备好静待更清晰的局势。纽约联储主席威廉姆斯（J. C. Williams）表示，真的很难预测美联储今年将如何调整利率；美联储的资产负债表策略没有改变；不担心美联储的独立性；很难对经济前景形成基础情景，更倾向于考虑不同的情景。美联储理事沃勒（C. J. Waller）表示，不认为有必要在三月降息；美联储仍需要更多数据来了解经济前景；可能在3月美联储会议之后看到降息；2025年进行两次降息的预期仍然合理。

欧洲：欧央行如期降息，各国力挺乌克兰

欧洲央行将存款机制利率下调25基点至2.5%，为连续第五次会议降息。将主要再融资利率下调25基点至2.65%；将边际贷款利率下调25基点至2.9%，均符合市场预期。欧洲央行预计2025年、2026年、2027年通胀率分别为2.3%、1.9%、2.0%（2024年12月预期分别为2.1%、1.9%、2.1%）；预计2025年、2026年、2027年GDP增长率分别为0.9%、1.2%、1.3%（2024年12月预期分别为1.1%、1.4%、1.3%）。

英国央行首席经济学家皮尔（H. Pill）表示，进一步的通胀减缓将允许今年进一步降息；降息的规模和节奏将取决于通胀风险的演变；反对更大幅度、更快的降息；政策需要保持一定的限制性。

欧盟委员会主席冯德莱恩提出“重新武装欧洲”倡议。冯德莱恩称，欧盟加强欧洲国防工业和提高军事能力的新计划可能调动近 8000 亿欧元资金。

德国候任总理默茨表示，作为全面政策改革的一部分，该国将设立 5000 亿欧元的基金，以解决急需的国防和基础设施领域投资。

英国加大对乌克兰的支持力度。英国首相斯塔默 3 月 2 日接受英国广播公司采访时表示，英国、法国以及其他欧洲国家将与乌克兰合作制订结束俄乌冲突的计划，之后与美国讨论该计划。斯塔默认为，欧洲国家必须为乌克兰提供更多安全保障。在 2 日举行的多国领导人峰会上，英国同其他领导人着重讨论了这一问题。在峰会结束后，斯塔默宣布英国将向乌克兰提供价值 16 亿英镑的导弹援助。此前，英国与乌克兰签署 22.6 亿英镑贷款协议，该贷款将用于强化乌国防能力，用冻结的俄罗斯资产收益偿还。

北欧与波罗的海八国同意向乌克兰提供大规模资金支持。3 月 8 日，北欧与波罗的海八国（丹麦、瑞典、挪威、芬兰、冰岛、爱沙尼亚、拉脱维亚和立陶宛）的国防部长在丹麦首都哥本哈根举行紧急会议，就加大对乌克兰军事援助达成共识，同意向乌克兰提供大规模的财政支持。此次援助资金主要来源于丹麦设立的“乌克兰基金”及欧盟对俄罗斯冻结资产产生的利息收益，相关资金分配方案将于未来数月内敲定。

波兰计划要求所有成年男性参加军事训练。波兰总理图斯克表示，波兰政府正在“制定大规模的军事训练计划”，要求全国所有成年男性参加军事训练，该计划应在“年底前”准备就绪，“以确保拥有一支训练有素的预备役部队，随时应对潜在威胁”。

日本：日央行倾向于 3 月维持利率不变

日本央行副總裁內田真一表示，日本央行在提高政策利率的同时，将评估经济活动和通胀的反应；退出大规模货币宽松政策的进程才刚刚开始；预计 2025 财年下半年至 2026 财年期间的实际通胀率和基础通胀率都将达到 2% 左右。**据知**

情人士称，在1月加息后，日本央行官员倾向于本月维持利率不变，而且需要密切关注全球经济中日益增加的不确定性。日本央行行长植田和男表示，亚洲新兴市场经济体的韧性将受到多方面不断上升的地缘政治紧张局势的考验。

日本“春斗”诉求为1993年以来最高水平。3月6日，日本最大工会组织——日本工会联合会发布声明称，正在进行的“春斗”薪酬谈判中，其成员工会要求今年平均工资增长6.09%，高于去年的5.85%，要求工资涨幅为1993年以来最高水平；代表小公司劳动者的工会要求加薪6.57%，高于去年的5.97%。

其他地区：俄乌局势再度复杂化

乌美3月11日将在沙特举行会谈。乌克兰总统泽连斯基3月8日在社交媒体发文称，他即将启动对沙特的访问行程。他将于10日与沙特王储兼首相穆罕默德·本·萨勒曼举行双边会谈，在11日，由乌克兰总统办公厅主任、外长、防长等高级官员组成的乌方代表团将留在沙特与美方代表团举行磋商。泽连斯基强调，乌克兰完全致力于进行建设性对话，期待就必要的决定和步骤展开讨论并达成一致。乌克兰从战争爆发第一秒起就在寻求和平，现实的方案已经摆在谈判桌上，关键是要迅速有效地采取行动。

乌克兰总统泽连斯基3月4日表示获得欧洲多国支持。他在讲话中透露，已与芬兰总统、英国首相、希腊总理、克罗地亚总理、北约秘书长以及德国基督教民主联盟领导人进行了交谈，这些领导人纷纷表示会坚持对乌克兰的支持。此外，泽连斯基还提及，欧盟委员会传来消息，将为欧洲防务提供大量资金。他认为，这对乌克兰而言意义重大，乌克兰将借此获得额外的导弹等，从而增强防御能力。泽连斯基最后强调，乌克兰将继续与各方协商并采取新的共同步骤。

普京称俄罗斯不会向任何人屈服。3月6日，俄罗斯总统普京表示，在乌克兰问题上，俄罗斯不会向任何人屈服；俄罗斯必须选择一种自身能接受且确保俄罗斯未来安宁的和平方案；俄罗斯“不需要别人的东西，但也不会放弃属于自己的东西”，俄罗斯需要一个“确保国家在和平与安全条件下稳定发展的方案”。

【本周关注】

本周关注：美国 CPI、PPI 及 JOLTS 就业数据

3 月 10 日	日本 1 月经常账户 德国 1 月贸易账
3 月 11 日	日本 2024 年四季度 GDP 修正值 美国 1 月 JOLTS 就业市场调查数据
3 月 12 日	美国 2 月 CPI
3 月 13 日	欧元区 1 月工业生产指数 美国 2 月 PPI
3 月 14 日	美国 3 月密歇根大学调查数据

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。