

2025 年 3 月 3 日

评 GDPNow 预计美国经济一季度收缩

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 (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
- 海外宏观周报 (1/20) 通胀下行缓解市场情绪, 美英欧日利率决议前瞻

主要大类资产走势:

	2025-02-28	周变动
美国国债收益率10Y	4.24	-18.0 bp
美国国债收益率2Y	3.99	-20.0 bp
日本国债收益率10Y	1.40	-4.3 bp
日本国债收益率2Y	0.83	0.5 bp
德国国债收益率10Y	2.38	-12.0 bp
德国国债收益率2Y	2.00	-12.0 bp
标普500指数	5954.50	-0.98 %
纳斯达克指数	18847.28	-3.47 %
道琼斯工业指数	43840.91	0.95 %
日经225指数	37155.50	-4.18 %
伦敦富时100指数	8809.74	1.74 %
巴黎CAC40指数	8111.63	-0.53 %
德国DAX指数	22551.43	1.18 %
伦敦现货黄金	2834.55	-3.39 %
英国布伦特原油现货	73.55	-2.27 %
美元指数	107.5644	0.86 %
欧元兑美元	1.0375	-83 pips
英镑兑美元	1.2579	-53 pips
美元兑日元	150.6300	13460 pips
美元兑人民币	7.2838	284 pips

【一周焦点】

亚特兰大联储 GDPNow 模型最新预计一季度美国 GDP 将环比折年收缩 1.5%, 该预测是否合理? 从主要原因看, 一是 1 月 PCE 不及预期, 导致 GDPNow 下调了一季度消费对 GDP 的拉动 (由 1.53pp 降至 0.87pp); 二是 1 月美国商品贸易逆差创纪录地增至 1533 亿美元, 导致净出口的拖累由 0.41pp 扩大至 3.70pp。通过两种静态测算方法, 我们发现新增的贸易逆差对 GDP 的拖累作用小于 GDPNow 模型。判断一季度美国经济是否陷入收缩需要更多证据, 但相比一周前美国经济重回“软着陆”的预期, 目前“硬着陆”风险也不能忽视。

【交易模式】

最近 5 个交易日: 不确定, 衰退, 降温, 通胀, 衰退

【关键数据】

美国: PCE 回落, PCE 物价压力减轻, 耐用品订单回暖, 新屋销售下滑, 房价同比回升, 芝加哥联储全国经济活动指数下行, 经济预期意外收缩。欧洲: 通胀压力减弱, 信心与景气喜忧参半。日本: 东京 CPI 预示通胀终于将止升, 商业零售同比回升但环比下降, 工业生产下降。

【重要事件】

美国: 美乌矿产协议谈崩, 对加墨关税继续有效。欧洲: 欧洲力挺乌克兰, 英法领导人先后与特朗普会晤。日本: 日央行或进行计划外债券操作。其他地区: G20 财长会议闭幕, 韩国与泰国相继降息。

【本周关注】

美国非农就业, 欧央行利率决议, 欧洲 CPI

目 录

【一周焦点】	1
评 GDPNow 预计美国一季度经济收缩	1
【交易模式】	3
降温与衰退交易重现	3
【关键数据】	4
美国：PCE 回落，经济预期意外收缩	4
欧洲：通胀压力减弱，部分景气指数回暖	6
日本：东京 CPI 预示通胀终于将止升	7
【重要事件】	9
美国：美乌矿产协议谈崩，对加墨关税继续有效	9
欧洲：欧洲力挺乌克兰，英法领导人先后与特朗普会晤	10
日本：日央行或进行计划外债券操作	11
其他地区：G20 财长会议闭幕，韩国与泰国相继降息	12
【本周关注】	14
本周关注：美国非农就业，欧央行利率决议，欧洲 CPI	14

【一周焦点】

评 GDPNow 预计美国一季度经济收缩

在刚刚过去的一周里，美国经济减速的信号越来越多，周五亚特兰大联储 GDPNow 模型更新的数据显示，美国一季度经济将按年率收缩 1.5%。如果成为现实，这将是自 2022 年第一季度以来，美国经济首次出现季度收缩。市场对于美国经济的担忧拖累了近期美股的表现，在过去一周中标普 500 指数和纳斯达克指数双双收阴，对经济的悲观情绪使得资金选择买入美债，10 年期美债收益率一路下降至 4.24%。CME “美联储观察”工具则显示今年首次降息预计将提前至 6 月而非此前的 7 月，年内则继续保持两次降息。

何为 GDPNow 模型？ GDPNow 模型是美国亚特兰大联储根据美国经济在个人消费支出、联邦与地方政府收支、制造业数据、房地产销售、劳动力市场情况、进出口等方面的高频（多是月度）数据，对美国商务部经济分析局（BEA）公布的 GDP 季度环比年率进行估计，每隔数日便会更新一次，频度取决于高频数据的更新情况。2014 年以来 GDPNow 对于实际 GDP 增长的估计情况获得了市场认可，一般而言越接近实际数据公布日，各项信息更为充分，预测误差越小。

GDPNow 模型为什么会突然给出如此出人意料的预测？从本次预测历史来看在 2 月 26 日亚特兰大联储给出的预测数据还是 2.3%，但 2 月 28 日的预测数据大幅下滑 3.8pp 至 -1.5%，其原因在于最近这个周五发布的一系列数据。从 GDP 组成看，私人消费由 2 月 26 日的贡献 1.53pp 下调至 0.87pp，同时净出口则有 -0.41pp 大幅下调至 -3.7pp，两者是预期大幅下调的元凶。因此原因出在 2 月 28 日公布的 PCE 数据和外贸数据上。

1 月美国个人消费支出（PCE）不及预期，导致 GDPNow 下调了一季度消费对 GDP 的拉动。数据显示，美国 1 月个人消费支出折年为 21.98 万亿美元，低于前月的 22.67 万亿，环比下跌 0.2%，是 2023 年 3 月以来首次环比下滑，以不变价计算的個人消费支出则环比下滑 0.5%，跌幅大于名义消费。通胀方面，1 月 PCE 物价并未像两周前的 CPI 那样强劲，核心 PCE 同比上涨 2.6%，较前月回落 0.3pp。相比核心 CPI，美联储更看重核心 PCE 物价指数，其与 CPI 走势的背离意味着通胀或许并不像之前预计的那么强劲。

商品贸易逆差突然扩大，导致净出口对 GDP 的拖累作用大幅加强。美国商务部周五公布的数据显示，1 月美国商品贸易逆差扩大 25.6%，至 1533 亿美元，刷新历史记录，远高于市场预期的 1166 亿美元。其中，美国 1 月进口增长 11.9%，至 3254 亿美元，近几个月来保持激增，反映出特朗普威胁要对墨西哥、加拿大、中国和其他贸易伙伴征收高额新关税所带来的“抢进口”影响。

静态测算 1 月商品贸易逆差对季度 GDP 的影响。由于 1 月美国 GDP 季调环比计算应对应去年 10 月，当时季调后的月度商品贸易逆差为 985 亿美元，相当于 1 月商品逆差对 GDP 拖累达到 548 亿美元，如果静态预测假设 2 月、3 月净出口恢复正常（分别与去年 11、12 月相当），那么一季度商品净出口对 GDP 的名义拖累将达到 0.74%（按去年四季度 GDP 现值 7.43 万亿计算），年化后拖累 3%（若考虑价格因素实际拖累为 2.8-2.9%），略低于 GDPNow 模型 3.7% 的预测。如果采用另一种静态测算方法，即考虑过去四个季度美国名义 GDP 平均每个季度增长约 890 亿美元，则 1 月预期外的 548 亿美元逆差将导致季度名义 GDP 的增量被“抹去”大概 62%，但不会引发名义上的收缩。当然，GDPNow 模型的动态测算更加复杂，或考虑到 2、3 月份的贸易逆差仍无法改善，因此其结果显得更加悲观。

那么一季度美国 GDP 真的可能出现收缩吗？我们认为“明显减速”基本确定，但确定性的收缩仍有待更多证据。一是 GDPNow 模型“并非联储官方预测，仅为数学模型的估计结果”，在单一因素的重大冲击下，模型结论可能未必适用；二是目前 1 月商品贸易大幅逆差仅为美国商务部的“初步结果”，后续将由美国经济分析局（BEA）发布更权威的数据，同时也会包括服务贸易结果而非的单一的商品贸易；三是商品贸易逆差的扩大有一定关税政策引发的临时性，在 2 月、3 月未必会出现持续性的逆差扩大；四是还需观察 GDP 其他分项比如个人消费支出的放缓是否可持续，资本形成变化（目前还尚保持稳定），以及政府支出变化（或面临下行）。不论如何，相比一周前美国经济重回“软着陆”的预期，目前“硬着陆”风险也不能忽视。

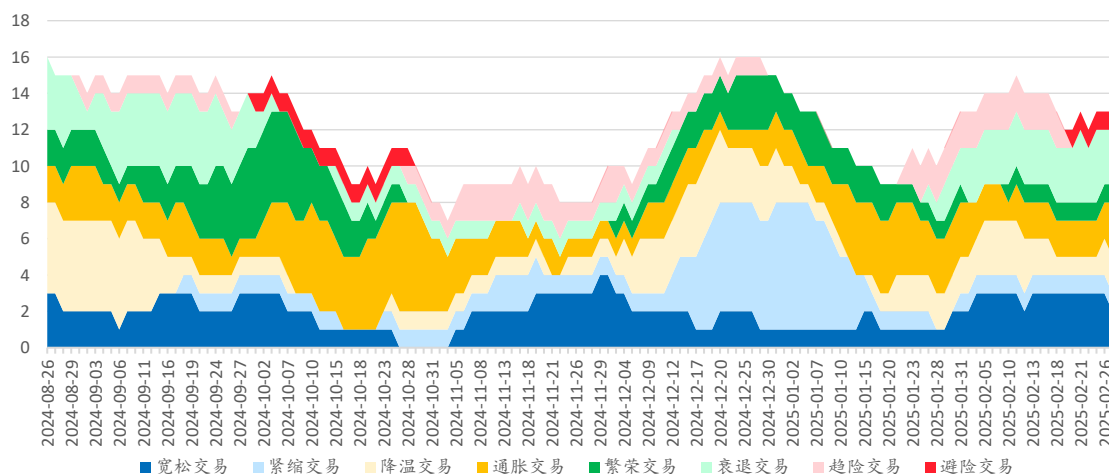
【交易模式】

降温与衰退交易重现

表 1：近两周各交易日交易模式

2 月 17 日	2 月 18 日	2 月 19 日	2 月 20 日	2 月 21 日
不确定	不确定	不确定	避险交易	衰退交易
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

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：PCE 回落，经济预期意外收缩

个人实际消费支出减速。1月美国个人消费支出（PCE）现价季调折年 21.98 万亿美元，季调环比-0.2%（前值+0.8%），季调同比+5.6%（前值+5.8%）。按不变价格计算，季调环比-0.5%（前值+0.6%），季调同比+3.0%（前值+3.1%）。

图 2：美国个人消费支出：名义季调同比、环比



数据来源：美国经济分析局，Wind

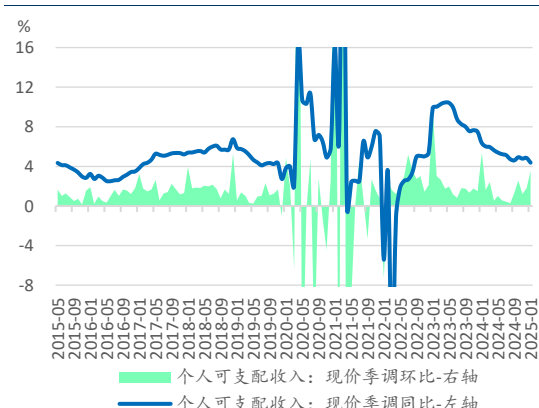
图 3：美国个人消费支出：实际季调同比、环比



数据来源：美国经济分析局，Wind

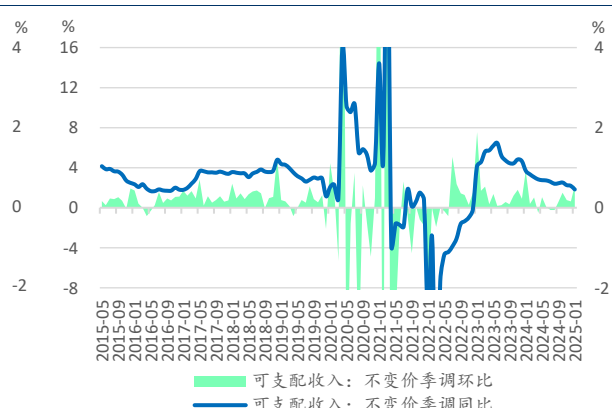
个人可支配收入环比增加但同比减速。1月个人可支配收入现价季调环比+0.9%（前值+0.5%），季调同比+4.4%（前值+4.9%）。按不变价格计算，季调环比+0.6%（前值+0.2%），季调同比+1.86%（前值+2.2%）。

图 4：美国个人可支配收入：名义季调同比、环比



数据来源：美国经济分析局，Wind

图 5：美国个人可支配收入：实际季调同比、环比

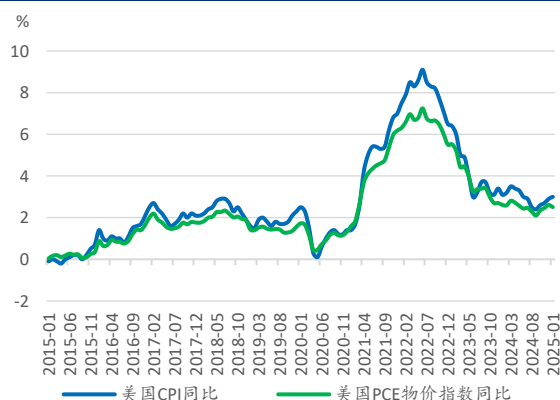


数据来源：美国经济分析局，Wind

美国核心 PCE 价格回落，与 CPI 有所背离。1月美国个人消费支出（PCE）物价指数季调环比+0.4%（前值+0.2%），季调同比+2.5%（前值+2.6%）。核心 PCE

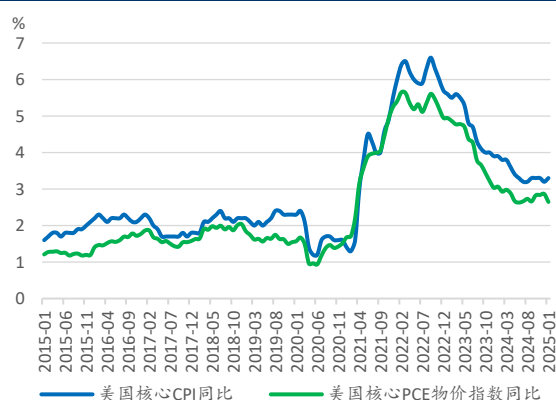
物价指数季调环比+0.3%（预期+0.3%，前值+0.2%），同比+2.6%（预期+2.6%，前值+2.9%）。

图 6：美国 CPI 与 PCE 物价指数同比



数据来源：美国经济分析局，Wind

图 7：美国核心 CPI 与 PCE 核心物价指数同比



数据来源：美国经济分析局，Wind

其他月度数据：四季度 GDP 修正值维持不变，耐用品订单回暖，新屋销售下滑，房价同比回升，芝加哥联储全国经济活动指数下行。美国 2024 年四季度修正后 GDP 季调环比折年+2.3%（初值 2.3%，前值 3.1%）。美国 1 月耐用品订单当季调环比+3.1%（前值-1.8%），同比+3.4%（前值-3.5%）；新屋销售折年 65.7 万户（预期 69.8 万，前值 73.4 万），季调环比-10.5%（前值+8.1%），新屋成交中位数同比+3.7%（前值-0.8%）。12 月标普/CS20 个大中城市房价指数同比+4.5%（前值+4.4%），FHFA 房价指数同比+4.7%（前值+4.5%）。2 月达拉斯联储制造业指数-9.1（前值 12.2），里奇蒙德联储制造业指数 6（前值-4），堪萨斯联储制造业指数-5（前值-5），芝加哥 PMI45.5（前值 39.5）。1 月芝加哥联储全国经济活动指数（CFNAI）-0.03（前值 0.18），显示经济活动整体下滑。

周度数据：亚特兰大联储 2 月 28 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-1.5%（上周+2.3%）。2 月 22 日当周纽约联储周度经济指数（WEI）为+2.37%（前值由+2.16%上修至+2.50%），当周红皮书商业零售同比+6.2%（前值+6.3%），当周初领失业金 24.2 万人（前值由 21.9 万上修至 22.0 万），前周续领失业金 186.2 万人（前值由 186.9 万下修至 186.7 万）。2 月 19 日美联储资产负债表较上周-162.31 亿美元（前值-311.81 亿），联储银行准备金周较上周+1046.14 亿美元（前值+207.34 亿），逆回购协议+207.55 亿美元（前值+85.62 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	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	短期趋势
整体经济	GDP季度-季调环比年率	3.0			3.1			2.3			↓
	GDP季度-同比	3.0			2.7			2.5			↓
消费	名义个人消费支出 (PCE) -季调环比	0.3	0.6	0.2	0.7	0.4	0.5	0.8	-0.2		↓
	实际个人消费支出 (PCE) -季调环比	0.1	0.4	0.1	0.5	0.2	0.4	0.5	-0.5		↓
	名义个人可支配收入-季调环比	0.1	0.1	0.1	0.3	0.6	0.3	0.4	0.9		↑
	实际个人可支配收入-季调环比	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.4	0.2	0.2	0.6		↑
	新屋销量-季调环比	0.0	5.2	-2.3	5.1	-14.2	9.0	8.1	-10.5		↓
房地产	新屋售价-中位数-同比	-0.9	-1.6	-8.0	-1.2	2.1	-7.7	-0.8	3.7		↑
	标普/CS20个大中城市房价指数-同比	6.6	5.9	5.2	4.6	4.2	4.4	4.5			↑
	FHFA房价指数-季调同比	5.5	4.9	4.5	4.6	4.6	4.5	4.7			↑
订单	耐用品新订单-季调环比	-6.9	9.8	-0.9	-0.4	0.7	-2.0	-1.8	3.1		↑
	耐用品新订单-季调同比	-10.6	1.3	0.6	-1.7	3.2	-6.1	-3.5	3.4		↑
	耐用品新订单 (除国防) -季调环比	-7.5	10.2	-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	0.1	-0.2	0.6	0.4	0.2	-0.2	0.1	0.0		↓
通货膨胀	PCE物价-同比	2.4	2.5	2.3	2.1	2.3	2.5	2.6	2.5		↓
	PCE物价-季调环比	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.1	0.3	0.3		→
	核心PCE物价-同比	2.6	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	2.9	2.6		↓
	核心PCE物价-季调环比	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.1	0.2	0.3		↑
PMI 指数	里奇蒙德联储制造业指数	-10.0	-17.0	-19.0	-21.0	-14.0	-14.0	-10.0	-4.0	6.0	↑
	达拉斯联储制造业产出指数	1.5	-0.4	2.4	-2.1	15.5	0.1	5.3	12.2	-9.1	↓
	堪萨斯联储制造业指数	-8.0	-13.0	-3.0	-8.0	-4.0	-2.0	-4.0	-5.0	-5.0	→
	芝加哥联储PMI	47.4	45.3	46.1	46.6	41.6	40.2	36.9	39.5	45.5	↑
	芝加哥联储全国经济活动指数 (CFNAI)	-0.15	-0.33	-0.05	-0.21	-0.51	-0.05	0.18	-0.03		↓
周		3 Jan.	10 Jan.	17 Jan.	24 Jan.	31 Jan.	7 Feb.	14 Feb.	21 Feb.	28 Feb.	
周度数据	GDPNow-GDP季调环比折年增速预测					2.9	2.9	2.3	2.3	-1.5	↓
	纽约联储周度经济指数	1.96	2.27	2.80	2.79	2.38	2.53	2.50	2.37		↓
	红皮书商业销售-同比	6.8	4.0	4.5	4.9	5.7	5.3	6.3	6.2		↓
	当周初次申请失业金人数-万人	20.3	21.7	22.3	20.8	22.0	21.4	22.0	24.2		↑
	持续领取失业金人数-万人	185.3	190.0	185.0	188.6	184.5	186.7	186.2			↓
	美联储资产负债周变动-亿美元	-334.72	10.63	-194.84	-23.10	-135.74	-72.51	25.78	-311.81	-162.31	↑
	联储银行准备金周变动-亿美元	-3261.17	4400.76	266.06	-278.45	-1305.42	326.74	220.79	207.34	1046.14	↑
	存款机构逆回购协议周变动-亿美元	3220.68	-3168.75	-668.79	118.08	-200.62	-409.74	-29.46	85.62	207.55	↑

数据来源：Wind，民银证券汇总整理

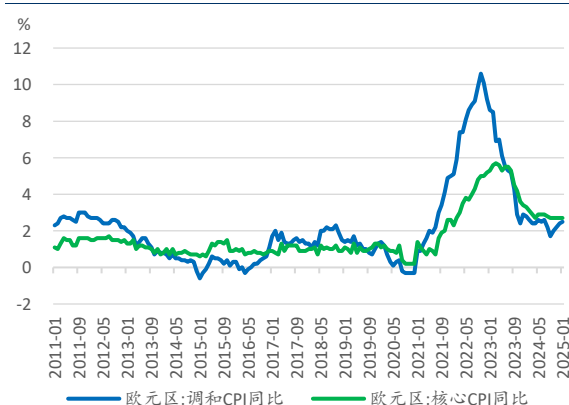
说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

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：通胀压力减弱，部分景气指数回暖

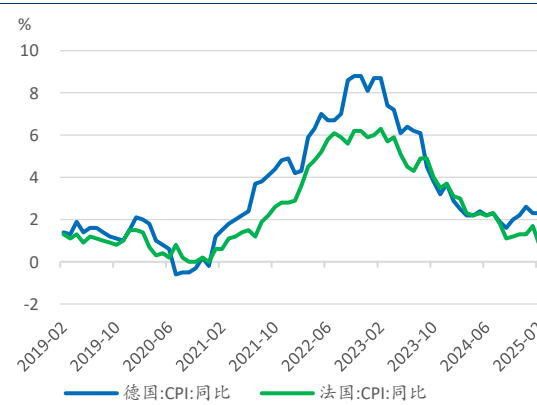
欧元区 1 月 CPI 终值不变，法国 2 月 CPI 不及预期。欧元区 1 月 CPI 终值同比与环比持平于初值，核心 CPI 季调环比终值-0.9%（初值-1.0%，前值+0.5%）。法国 1 月 PPI 同比-2.1%（前值-3.8%）。法国 2 月 CPI 初值+0.8%（预期+1.0%，前值+1.7%），德国 2 月 CPI 初值+2.3%（前值+2.3%）。

图 8：欧元区 CPI 与核心 CPI



数据来源：欧洲统计局，Wind

图 9：法国与德国 CPI 同比



数据来源：欧洲统计局，Wind

其他数据：信心与景气喜忧参半，德国失业率持平。1月欧元区20国工业信心指数-11.4（前值-12.7），营建信心指数-3.5（前值-3.0），零售信心指数-5.3（前值-5.3），服务业信心指数6.2（前值6.7），经济景气指数96.3（前值95.3）。德国1月IFO景气指数85.2（前值85.2），3月GFK消费者信心指数-24.7（前值-22.6），1月失业率3.5%（前值3.5%）。

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
		9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	
消费	德国GFK消费者信心指数	-21.9	-21.0	-18.4	-23.1	-21.4	-22.6	-24.7	↓
通货膨胀	欧元区CPI-同比	1.7	2.0	2.2	2.4	2.5			↑
	欧元区CPI-季调环比	-0.1	0.3	-0.3	0.4	-0.3			↓
	欧元区核心CPI-同比	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7			→
	欧元区核心CPI-季调环比	0.1	0.2	-0.6	0.5	-0.9			↓
	德国CPI同比	1.6	2.0	2.2	2.6	2.3	2.3		→
	法国CPI同比	1.1	1.2	1.3	1.3	1.7	0.8		↓
	法国PPI同比	-7.1	-6.0	-4.7	-3.8	-2.1			↑
就业	德国失业率	3.5	3.4	3.4	3.5	3.5			→
景气指数	欧元区20国工业信心指数	-11.1	-12.9	-11.4	-14.0	-12.7	-11.4		↑
	欧元区20国营建信心指数	-4.5	-3.8	-3.7	-3.9	-3.0	-3.5		↓
	欧元区20国零售信心指数	-8.4	-7.3	-4.7	-4.8	-5.3	-5.3		→
	欧元区20国服务业信心指数	7.0	6.9	5.4	5.9	6.7	6.2		↓
	欧元区20国经济景气指数	96.4	95.7	95.8	93.8	95.3	96.3		↑
	德国IFO景气指数	85.40	86.5	85.6	84.7	85.2	85.2		→

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：东京 CPI 预示通胀终于将止升

日本2月东京都区部CPI与核心CPI回落。2月日本东京都区部CPI同比+2.9%（前值+3.4%），环比-0.4%（前值+0.4%）；剔除新鲜食品的核心CPI同比+2.2%（前值+2.5%），环比-0.1%（前值0.0%）。

图 10：日本东京都 CPI 同比

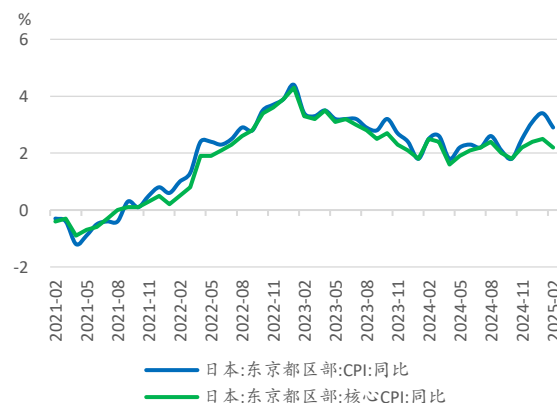
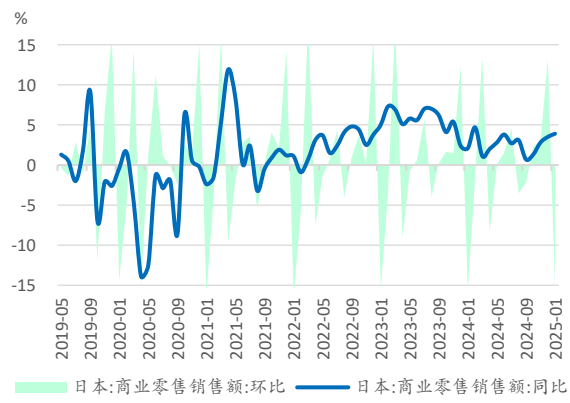


图 11：日本商业零售：同比与环比



数据来源：日本统计局，Wind

数据来源：日本产业省，Wind

请仔细阅读本报告最后部分的免责声明

7

海外宏观周报

其他数据：商业零售同比回升但环比下降，工业生产下降。1月日本商业零售同比+3.9%（前值+3.5%），环比-15.4%（前值+13.2%）。1月工业生产指数同比-2.3%（前值-1.6%），季调环比-1.1%（前值-0.2%）。12月景气动向指数先行指标下修至 108.3，同步指标下修至 116.4。

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	商业销售额-环比	-3.5	-2.2	2.3	2.9	13.2	-15.4		↓
	商业销售额-同比	3.1	0.7	1.3	2.8	3.5	3.9		↗
工业	工业产出指数-季调环比	-3.3	1.6	2.8	-2.2	-0.2	-1.1		↓
	工业产出指数-同比	-4.9	-2.6	1.4	-2.7	-1.6	-2.3		↓
通货 膨胀	东京区部CPI-同比	2.6	2.1	1.8	2.5	3.1	3.4	2.9	↓
	东京区部CPI-季调环比	0.5	-0.3	0.7	0.4	0.5	0.4	-0.4	↓
	东京区部核心CPI-同比	2.4	2.0	1.8	2.2	2.4	2.5	2.2	↓
	东京区部核心CPI-季调环比	0.4	-0.5	0.6	0.4	0.3	0.0	-0.1	↓
景气 指数	景气动向指数：先行指标	107.2	109.0	109.2	107.8	108.3			↗
	景气动向指数：同步指标	113.3	114.0	116.8	115.4	116.4			↗

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

【重要事件】

美国：美乌矿产协议谈崩，对加墨关税继续有效

美国与乌克兰的矿产协议签署谈判不欢而散。美国总统特朗普 2 月 28 日与到访白宫的乌克兰总统泽连斯基在媒体前爆发激烈争吵。双方原计划在会晤后召开联合记者会并签署美乌矿产协议。泽连斯基提前离开白宫，联合记者会被取消。在白宫举行会谈的现场，特朗普与泽连斯基分别发表简短讲话后，对话的火药味渐浓，特别是在美国副总统万斯加入谈话后，双方情绪激烈，随后会议不得不请出在场的媒体记者。特朗普强调泽连斯基处于非常不利的地位，手上没有筹码，基应该“更加感恩”，并指责泽连斯基在“拿第三次世界大战赌博”。副总统万斯则表示，泽连斯基当着美国媒体的面与特朗普争论，这是“不尊重”的行为，并且抨击了泽连斯基在美国大选前为民主党助选。泽连斯基则“回击”，要求特朗普和万斯亲访乌克兰了解真实战况，认为美国对俄罗斯立场太软。泽连斯基称，美国因为有“美丽的海洋”，无法感受乌克兰的处境，但终有一天美国会感受这一切。

各方就美乌矿产协议争吵事件表态。美国总统特朗普会后在社交媒体平台发布声明称，他当天与乌克兰总统泽连斯基在白宫举行了一次“非常有意义”的会议，如果不在如此“激烈和压力”下进行对话，“很多事情”就永远无法理解。如果美国介入，泽连斯基就不准备实现和平，因为他觉得美国的参与让他在谈判中占据了很大的优势，但当前不需要优势，而是想要和平。特朗普表示，泽连斯基在椭圆形办公室不尊重美国，他可以在准备好实现和平时再回来。泽连斯基也在争执发生后通过社交媒体 X 发声，对于美国援助乌克兰以及此行访问表示感谢，并表示乌克兰需要公正和持久和平。

特朗普召开首次内阁会议。2 月 26 日，特朗普政府举行新任期首次内阁会议。整个“特朗普班子”同时出现在媒体面前，接受接近 1 个小时的各类询问。会议内容涉及乌克兰停战、关税措施、“黄金签证”等一系列热点话题。关税政策方面，特朗普在会议中一度宣布加墨关税将在 4 月 2 日执行（此前延期 30 天将于下周到期），但遭到贸易部长卢特尼克打断，声称尚未做出决定，而 4 月 2 日会是更大规模关税到来的日子。特朗普还表示，美方已决定对欧盟征收 25% 关税，适用于汽车和其他各种商品，并将“很快”宣布。

特朗普宣布对加墨加征 25% 关税，对华加征 10% 关税。2 月 27 日，特朗普宣布，对加拿大和墨西哥加征的关税将在 3 月 4 日如期生效，理由是毒品仍继续从这些国家涌入美国。同时，**当天也将对中国加征 10% 关税，这意味着对华额外关税将提高到 20%。**4 月 2 日对等关税实施的日期仍然有效。

美联储官员就经济及货币政策表态。FOMC 票委，堪萨斯联储主席施密德 (J. R. Schmid) 表示，可能需要重新考虑核心通胀的概念，因为食品价格现在表现得更像其他商品；应将焦点保持在通胀上，以保护美联储的可信度，偏向于尽可能继续缩减资产负债表。**芝加哥联储主席古尔斯比 (A. Goolsbee)** 表示，在政府政策调整之际，美联储应保持“谨慎”，仍认为在一段不确定时期后利率会下降；认为消费者通胀预期上升的影响不大，仍对美联储在实现 2% 通胀目标的道路上进展感到满意。**克利夫兰联储主席哈马克 (B.M. Hammack)** 表示，美联储可能会在“相当一段时间”内维持利率不变；当前股票市场估值处于高位；在支持进一步降息之前寻求通胀向 2% 迈进的证据；目前广泛的金融状况是宽松的。

美国众议院通过特朗普减税和边境议程。25 日，美国众议院通过了特朗普的减税和边境议程。众议院预算寻求在 10 年内削减 2 万亿美元支出，为特朗普的议程筹措资金。特朗普第一任期内的减税措施将于今年年底到期，他寻求将此延长。几名强硬的保守派人士寻求进一步削减开支，加强对单独政府资金立法控制，以避免在 3 月 14 日资金到期后可能出现的政府关门。

欧洲：欧洲力挺乌克兰，英法领导人先后与特朗普会晤

欧盟各国领导人在美乌“谈崩”后发言支持泽连斯基。法国总统马克龙在社交平台 X 表示，向那些从一开始就坚持战斗的人致敬，因为他们是在为自己的尊严和独立而战；波兰总理图斯克在表达对泽连斯基和乌克兰的支持时说：“你们并不孤单。”；欧盟委员会主席冯德莱恩和欧洲理事会主席科斯塔共同发文说：“你的不屈彰显了乌克兰人民的勇敢”；在上周大选中胜出的德国保守派领导人默茨发文说：“无论顺境还是逆境，我们都与乌克兰站在一起”。比利时、克罗地亚、捷克、爱沙尼亚、芬兰、爱尔兰、拉脱维亚、立陶宛、卢森堡、荷兰、葡萄牙、斯洛文尼亚、西班牙和瑞典的领导人也纷纷表达了对乌克兰的支持。但特朗普的盟友、匈牙利总理欧尔班却表示支持特朗普。

特朗普与马克龙白宫会晤，讨论乌克兰和平问题。美国总统特朗普 2 月 24 日与来访的法国总统马克龙在白宫举行会晤。围绕乌克兰和平问题，特朗普称，美方的重点是尽快实现停火，并最终达成持久和平。马克龙则表示，欧洲同样希望尽快实现和平，但“我们不想要一份脆弱的协议”“这场和平绝不能意味着乌克兰的投降，也不能是一场没有保障的停火”“但与此同时，我们也必须承担起自己的责任，以确保乌克兰及整个地区的安全与稳定。”在当天早些时候，特朗普与马克龙在白宫共同出席七国集团领导人视频会议。随后，双方在椭圆形办公室会晤，并举行双边会谈。

英国首相斯塔默 2 月 27 日到访白宫与特朗普会晤。特朗普在会谈结束后举行的联合记者会上说，解决乌克兰危机将分为两个步骤，首先是“迅速”实现停火，继而寻求达成“长期和平协议”。俄乌停火将为双方签署“长期和平协议”奠定基础，从而使东欧地区恢复稳定，确保欧洲乃至世界其他地方不再发生“这种可怕的战争”。斯塔默表示，英美双方当天讨论了一项“坚实、公平且以力量支撑的”俄乌和平计划。英国确定将向乌克兰派遣地面和空中部队，为未来俄乌和平协议的执行提供支持。英国还将“全力以赴”，为乌克兰提供更多军事援助，并在维护欧洲安全方面“扛起更多责任”。

在特朗普施压下，欧洲被迫承担更多援乌责任。2 月 24 日，多位欧洲领导人到访基辅，参加乌克兰总统泽连斯基主持召开的“支持乌克兰”峰会，他们包括欧洲理事会主席科斯塔、欧盟委员会主席冯德莱恩、西班牙首相桑切斯等。在展现“挺乌”姿态同时，冯德莱恩宣布，欧盟将于 3 月向乌克兰提供 35 亿欧元的新一笔援助。英国已决定将防务支出占国内生产总值（GDP）的比重提升至 2.5%，马克龙一度呼吁欧洲“战略自主”，有望出任德国新总理的默茨也要争取最终实现欧洲防务“独立于美国”。

欧洲央行会议纪要显示，抗通胀进程进展顺利。预计近期通胀仍将保持在目标之上；高度不确定性、持续存在的能源和食品价格上涨风险、强劲的劳动市场以及高额的工资谈判增加都需要保持谨慎；通胀前景面临的风险被视为双向的；一些证据表明，自去年 12 月以来，风险平衡出现向上调整的迹象。

日本：日央行或进行计划外债券操作

日本央行行长植田和男称在全球主要经济体经济决策者本周会议上凸显谨慎态度。植田和男在开普敦 20 国集团财长和央行行长会后的新闻发布会上表示，

债券收益率的波动反映了市场对经济的看法；全球经济的明显恶化可能会阻碍政策回归正常化；许多人在 G20 会议上对全球经济感到不确定，美国经济政策及其影响仍然存在很多不确定性；**在债券收益率快速上升的特殊情况下，日本央行将进行计划外债券操作。**隔夜指数互换显示，日本央行到 6 月政策会议加息的可能性约为 49%，1 月会议结束后可能性为 18%。

日本政府在内阁会议上敲定了关于人工智能（AI）的新法案。核心内容是政府依法对 AI 的风险进行调查，并采取为相关企业提供指导和建议等措施。法案还规定，企业有义务配合国家的相关政策。这是日本首次针对 AI 制定专门法律，旨在缓解对生成式 AI 等出现后被滥用的强烈担忧，并推动企业研发及国民对 AI 的使用。

其他地区：G20 财长会议闭幕，韩国与泰国相继降息

G20 财长会议闭幕，未达成联合公报。本次在开普敦的会谈因美国削减对外援助以及多国财务主管的缺席而蒙上阴影。与会者重申抵制保护主义的承诺；支持基于规则、非歧视、公平、开放、包容、平等、可持续和透明的以世贸组织为核心的多边贸易体系。与会者讨论涉及一系列下行风险，如持续冲突和战争、地缘政治紧张局势、经济分化、保护主义抬头、全球供应链中断、公共和私人债务水平上升以及偿债成本高企、通货膨胀持续、气候变化和极端天气频发。南非财政部长戈东瓜纳对 G20 财长会议未能发布联合公告表示不满。

韩国央行将基准利率从 3.00% 下调至 2.75%，符合市场预期。此前市场普遍预计，在缺乏早期财政刺激措施的情况下，韩国央行本周将恢复宽松周期，以支持韩国经济抵御特朗普的关税战。

泰国央行意外将政策利率下调 25 个基点至 2.00%，为四个月来首次降息，市场预期为维持利率不变。此举是在经济增长数据令人失望，以及泰国总理和国际货币基金组织（IMF）公开呼吁降低借贷成本之后做出的。泰国央行在声明中表示：“由于工业部门面临结构性问题以及外国商品竞争的压力，加之主要经济体贸易政策风险上升，泰国经济增长预期将低于此前估计。”不过，央行也指出：“尽管如此，国内需求和旅游业仍为经济提供支撑。”

俄美在土耳其伊斯坦布尔的双边谈判结束，进程持续了 6.5 个小时。会议以闭门形式举行会谈，不对媒体开放。俄罗斯外交部发言人扎哈罗娃表示，直接从

事与俄美关系相关工作的外交部代表参加了双边谈判。俄总统普京出席联邦安全局委员会年度会议时表示，俄罗斯和美国已准备好重新建立合作关系。

俄罗斯就俄乌问题，稀土产业，同美国合作等方面表态。俄罗斯总统普京表示，俄罗斯并不反对保留乌克兰的国家性，但其领土不应该用于作为反对俄罗斯的敌对基地。欧洲国家应该参与与乌克兰问题相关的谈判进程。他与美国总统特朗普并未就解决乌克兰冲突进行实质性的讨论。俄美两国可以就削减 50% 军备达成一致；俄罗斯计划恢复对美出口铝制品，出口量为 200 万吨；在 2030 年之前，俄罗斯应打造加工稀土资源的全产业链条，俄方愿同相关伙伴开展合作，其中包括同美国的合作，美国与乌克兰可能达成的矿产资源协议与俄方无关。**俄罗斯外长拉夫罗夫表示**，如果关于俄美总统结束战争倡议的谈判能获得成果，俄罗斯就将停止在乌克兰的战斗。俄罗斯的要求是：乌克兰军队投降，基辅完全或部分地让出五个地区；乌克兰宣布不再加入北约，并且有一个主张“去纳粹”的新政权。

【本周关注】

本周关注：美国非农就业，欧央行利率决议，欧洲 CPI

3 月 3 日	欧元区 2 月 CPI 美国 2 月 ISM 制造业 PMI
3 月 4 日	日本 1 月失业率 欧元区 1 月失业率
3 月 5 日	欧元区 1 月 PPI 美联储 3 月褐皮书
3 月 6 日	欧央行利率决议
3 月 7 日	美国 2 月非农就业、失业率和薪资

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。