

2026 年 3 月 16 日

中东战局长期化，全球资产大变局

民银国际研究团队

应习文

电 话: +852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

相关报告:

- 海外宏观周报 (3/9): 美国非农就业大跌, 滞胀预期升温
- 海外宏观周报 (3/2): 中东局势骤然升级, 全球市场面临大幅波动
- 海外宏观周报 (2/23): 春节期间海外市场宏观大事一览
- 海外宏观周报 (2/16): 美国失业与通胀同降, 市场选择交易衰退
- 海外宏观周报 (2/9): 美、欧、英、澳、日未来议息路径观察
- 海外宏观周报 (2/2): 美联储主席人选公布, 贵金属史诗级震荡

主要大类资产走势:

	2026-03-13	周变动
美国国债收益率10Y	4.28	13.0 bp
美国国债收益率2Y	3.73	17.0 bp
日本国债收益率10Y	2.20	2.6 bp
日本国债收益率2Y	1.26	0.7 bp
德国国债收益率10Y	2.95	10.0 bp
德国国债收益率2Y	2.39	12.0 bp
标普500指数	6632.19	-1.60 %
纳斯达克指数	22105.36	-1.26 %
道琼斯工业指数	46558.47	-1.99 %
日经225指数	53819.61	-3.24 %
伦敦富时100指数	10261.15	-0.23 %
巴黎CAC40指数	7911.53	-1.03 %
德国DAX指数	23447.29	-0.61 %
伦敦现货黄金	5044.60	-1.62 %
英国布伦特原油现货	103.68	9.89 %
美元指数	100.5040	1.56 %
欧元兑美元	1.1416	-202 pips
英镑兑美元	1.3222	-190 pips
美元兑日元	159.7360	19355 pips
美元兑人民币	6.9030	49 pips

【一周焦点】

中东战局正在向着扩大化、长期化趋势发展, 全球市场正在面临上
世纪 70 年代以来最严重的能源危机风险。上周美国发布了大量 1 月
和 2 月的宏观数据, 形成了一幅“战前经济快照”, 即便在开战前,
美国经济的滞胀特征就已经初步显露。中东地缘政治正在向着不可
控的方向发展。一是特朗普明显失去了对停战主动权的控制。二是
双方的袭击目标正在扩大至非军事化目标。三是霍尔木兹海峡恢复
通行遥遥无期。四是国际原油储备释放杯水车薪。全球资产迎来大
变局。首先是原油价格依旧存在上涨空间, 引发相关产品成本上升。
二是通胀预期下全球资本市场将大幅波动, 能源进口国、受阻的石
油出口国影响更大, 其他能源出口国则获益。三是全球央行转向鹰
派, 债市遭遇抛售压力。四是黄金价格避险功能被暂时压制。

【交易模式】

中东战局长期化, 通胀交易笼罩全球市场

【关键数据】

美国: 四季度 GDP 下修, 消费差强人意, 居民收入增速回升, 通胀
压力升高, 职位空缺数回升, 地产数据回暖, 关税收入下降, 订单
明显下滑。欧洲: 工业产出下滑, 德国贸易减速。日本: 四季度 GDP
上修, 家庭支出疲软。

【重要事件】

美国: 特朗普正丧失结束战争主动权, 启动新关税调查。欧洲: 欧
央行加息预期上升, 德国将释放原油储备。日本: 日本决定释放国
家石油储备。其他地区: 霍尔木兹海峡继续受阻, 各国紧急应对。

【本周关注】

中东局势, 美、欧、英、日、澳、加、瑞士 3 月利率决议

目 录

【一周焦点】	1
中东战局长期化，全球资产大变局.....	1
【交易模式】	3
中东战局长期化，通胀交易笼罩全球市场.....	3
【关键数据】	4
美国：四季度 GDP 下修，通胀压力上升.....	4
欧洲：工业产出下滑，德国贸易减速.....	9
日本：四季度 GDP 上修，家庭支出疲软.....	9
【重要事件】	12
美国：特朗普正丧失停战主动权，启动新关税调查.....	12
欧洲：欧央行加息预期上升，德国将释放原油储备.....	14
日本：日本决定释放国家石油储备.....	15
其他地区：霍尔木兹海峡继续受阻，各国紧急应对.....	15
【本周关注】	17
中东局势，美、欧、英、日、澳、加、瑞士 3 月利率决议.....	17

【一周焦点】

中东战局长期化，全球资产大变局

美以伊战事成为自 2022 年俄乌战争爆发后的又一只全球地缘政治“黑天鹅”。过去的一周中东战局正在向着扩大化、长期化趋势发展，全球市场正在面临上**世纪 70 年代以来最严重的能源危机风险**。受伊朗有限封锁霍尔木兹海峡影响，国际油价大幅攀升，重新回到 100 美元上方，全球股市持续大面积下行，全球债市亦遭到抛售，具备避险性质的黄金价格受强石油美元压制暂时走低。

美国“战前经济快照”提示滞胀风险。上周美国发布了大量 1 月和 2 月的宏观数据，形成了一幅“战前经济快照”，尽管这些数据刚发布就成为了“旧的故事”，但依旧是重要的初始条件。**整体看，即便在开战前，美国经济的滞胀特征就已经初步显露**。首先是美国**2025 年四季度 GDP 进一步下修**，季调环比折年由 1.4% 的初值修正到仅有 0.7%，最重要的个人消费贡献下修 0.25pp，固定资产投资贡献下修 0.16pp，出口部门贡献下修 0.3pp，政府部门贡献下修 0.13pp，反而是存货贡献小幅上修。其他 1、2 月经济数据也不乐观，1 月 PCE 支出连续第二个月微弱增长，关税收入开始减少，耐用品新订单大幅低于预期。目前 GDPNow 模型对于美国一季度的 GDP 增速预计在 2.7%，**考虑到上一季度的低基数，以及国防支出将大幅增加，正真的核心内需将依旧保持疲软**。

其次是通胀压力不轻，1 月 PCE 核心物价再次升高，2 月 CPI 勉强符合预期。从 CPI 的结构看，**核心通胀暂时稳定**，其中**核心商品环比微涨**，主要是**新车和二手车疲软，关税影响开始减弱**；**核心服务仍有黏性**，房租表现中规中矩，非房服务依旧有些偏高，酒店、机票、医疗护理环比涨幅并不小。**非核心方面更值得警惕，能源价格已经开始上涨**，包括燃油和电力服务；**食品价格环比提速**，水果蔬菜、鸡蛋和饮料上涨压力较大。**未来非核心通胀将成为最大的风险来源**，石油价格高涨将显著改变 3 月份开始的通胀结构，而农业方面化肥价格也与能源高度相关，**食品和能源齐涨是大概率事件**。考虑到经济“K 型复苏”下美国居民相对脆弱的价格承受能力，生活成本的上升会迅速要求工资进行弥补，**非核心通胀在“可负担性危机”下向核心通胀的传导速度可能非常快**，这会同时给特朗普政府和美联储以巨大压力。唯一值得庆幸的是通胀预期还没有大幅上升，TIPS 隐含未来 5 年通胀预期较战前升高了 0.1pp，密歇根大学对未来 1 年

的通胀预期调查结果稳定在 3.4%。但如果未来通胀预期开始上升，美联储将不得不引导更加鹰派的预期。

中东地缘政治正在向着不可控的方向发展。一是特朗普明显失去了对停战主动权的控制。上周特朗普一度表示“战争将很快结束”，市场将其解读为又一次“TACO”（“特朗普总是临阵退缩”的缩写）。然而 TACO 很快失效，伊朗新最高领导人的强硬表态，和美国无法接受的停战条件，击碎了特朗普的一厢情愿。二是双方的袭击目标正在扩大至非军事化目标。随着美以开始攻击伊朗能源基础设施，伊朗也开始对中东地区更大范围的目标进行攻击，包括石油基础设施、海水淡化厂等，严重威胁地区安全稳定。周末美以袭击伊朗重要的石油出口枢纽哈尔克岛，该岛承担伊朗 90%原油出口，很可能引发伊朗更大规模的非军事化目标报复。三是霍尔木兹海峡恢复通行遥遥无期。据媒体报道开战以来仅有 77 艘船只通过霍尔木兹海峡，伊朗对于海峡的干扰成本远低于美国的防御成本，悲观预期认为除非美国地面部队介入，否则难以改变现状。四是国际原油储备释放杯水车薪。上周 IEA 同意释放 4 亿桶战略石油储备，美国将在三个月内逐步供应 1.72 亿桶原油，占其目前储备的 40%，德国、日本等国纷纷响应。但预计每日的供给量仅能提振约 200-400 万桶左右（按 100-200 天释放完毕计算），远低于当前高达 1000 万桶以上的下降量。而一旦战略原油储备见底，将迎来更大的恐慌。

全球能源危机风险大幅增加，将导致全球资产迎来大变局。首先是原油价格依旧存在上涨空间，引发相关产品成本上升。在战事进一步扩大化、长期化影响下，国际原油价格或将维持在 100 上方，且不排除进一步上升。除燃料价格大幅升高外，全球如化肥、农药、化纤、塑料、橡胶、沥青、涂料等基础工业品均将上涨，导致全球农产品价格上涨，工业制造业利润下滑，70 年代的石油危机引发高通胀的情景或将再现。二是通胀预期下全球资本市场将大幅波动，其中能源进口国、受阻的石油出口国影响更大，其他能源出口国则获益。欧洲、日韩、中东及东南亚地区的股市将显著承压，相反俄罗斯、北欧等地区反而收益。从行业来看，前期估值较高的科技行业将面临较大压力，AI 行业的能源瓶颈继续收紧，高耗能行业也将严重受损。三是全球债市遭遇大幅抛售。高通胀预期下，欧洲央行年内将转向加息，美联储降息预期大幅延后，通胀升高对固定收益类资产形成巨大冲击。四是黄金价格避险功能被暂时压制，一方面美元被动走强（日元欧元转弱）压制金价，另一方面加息预期增加持有成本，但长期看随着石油美元体系的弱化，黄金上涨的趋势将继续保持。

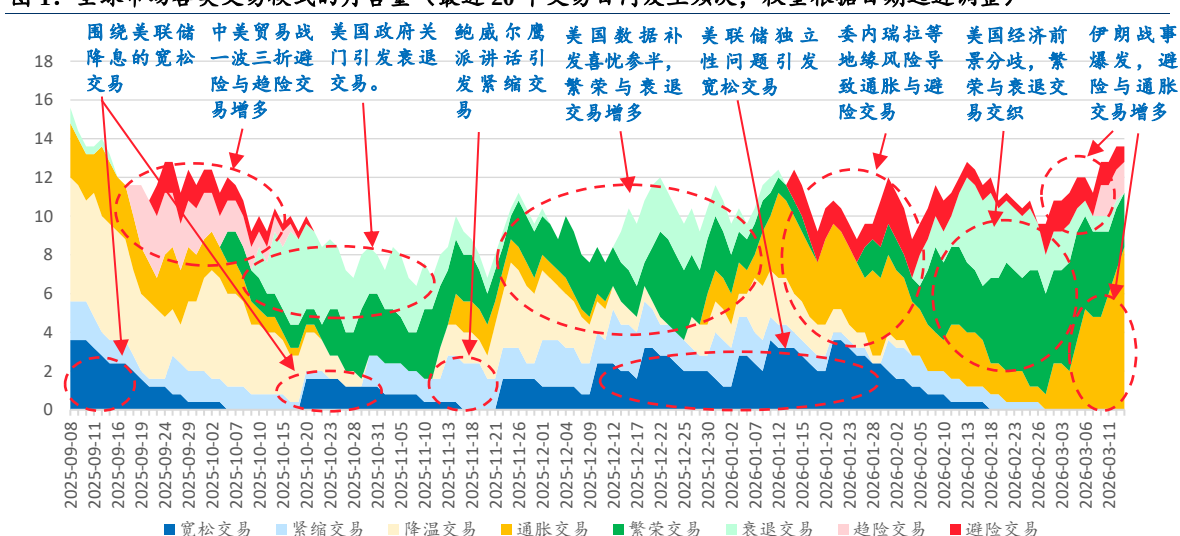
【交易模式】

中东战局长期化，通胀交易笼罩全球市场

表 1：近两周各交易日交易模式

3 月 2 日	3 月 3 日	3 月 4 日	3 月 5 日	3 月 6 日
通胀交易	不确定	繁荣交易	通胀交易	通胀交易
3 月 9 日	3 月 10 日	3 月 11 日	3 月 12 日	3 月 13 日
不确定	趋险交易	通胀交易	通胀交易	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，权重根据日期远近调整）



资料来源：民银国际测算

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		

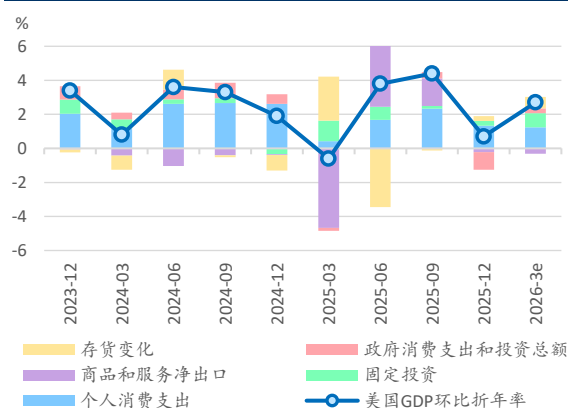
具体规则详见研报：《全球市场的交易模式：框架构建》（民银证券，2024 年 9 月 4 日）

【关键数据】

美国：四季度 GDP 下修，通胀压力上升

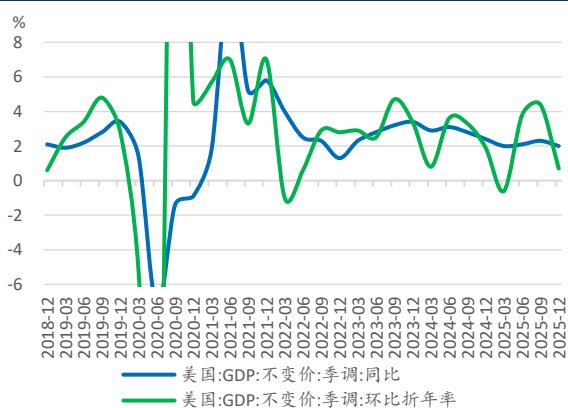
美国 2025 年四季度 GDP 下修。四季度美国 GDP 季调环比折年修正值+0.7%（初值+1.4%，前值+4.4%）。其中，个人消费贡献+1.33pp（前值+2.34pp），固定资产投资贡献+0.29pp（前值+0.15pp），净出口贡献-0.22pp（前值+1.62pp），政府部门贡献-1.03pp（前值+0.38pp），存货变化贡献+0.28pp（前值-0.12pp）。亚特兰大联储 3 月 13 日更新的 GDPNow 预测数据显示，2026 年一季度美国 GDP 预计季调年化环比+2.7%（上周预测+2.1%）。

图 2：美国 GDP 季调环比结构分解



数据来源：美国经济分析局，亚特兰大联储，Wind

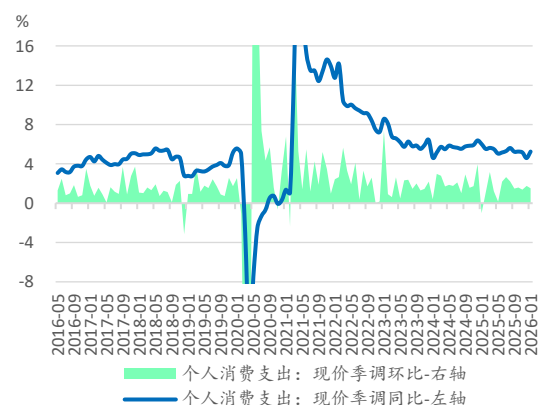
图 3：美国 GDP 季调环比与同比



数据来源：美国经济分析局，Wind

实际个人消费环比微幅增长。1 月个人消费支出（PCE）季调环比+0.4%（前值+0.4%），季调同比+5.3%（前值+4.6%）。按不变价格计算，季调环比+0.1%（前值+0.1%），季调同比+2.4%（前值+1.6%）。

图 4：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

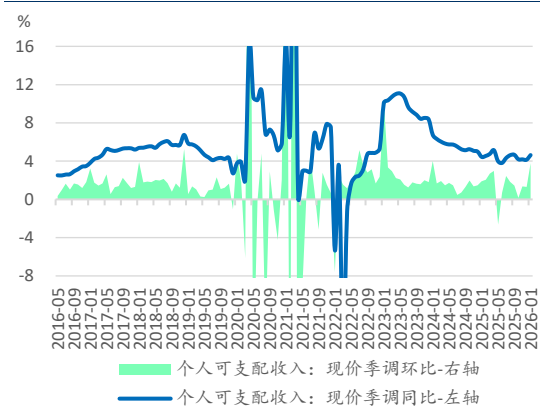
图 5：美国个人消费支出：实际季调同比、环比



数据来源：美国经济分析局，Wind

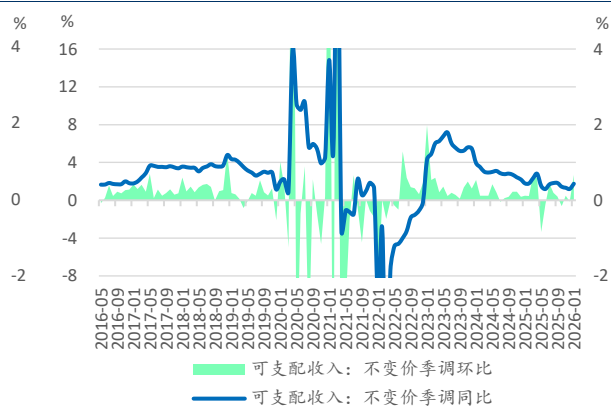
个人可支配收入增速回升。1月个人可支配收入现价季调环比+0.9%（前值+0.3%），季调同比+4.6%（前值+4.1%）。按不变价格计算，季调环比+0.7%（前值0.0%），季调同比+1.8%（前值+1.2%）。

图 6：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

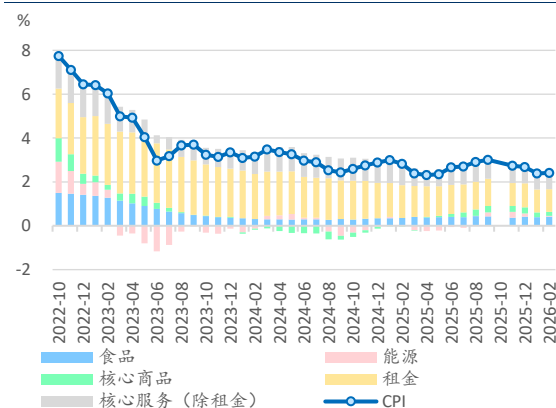
图 7：美国个人可支配收入：实际季调同比、环比



数据来源：美国经济分析局，Wind

2月CPI符合预期。2月CPI同比+2.4%（预期+2.4%，前值+2.4%），季调环比+0.3%（预期+0.3%，前值+0.2%）。核心CPI同比+2.5%（预期+2.5%，前值+2.5%），季调环比+0.2%（预期+0.2%，前值+0.3%）。亚特兰大联储2月弹性CPI同比+1.0%（前值+0.7%），黏性CPI同比+3.0%（前值+3.0%）。

图 8：美国月度CPI同比及结构分解



数据来源：美国劳工部，Wind

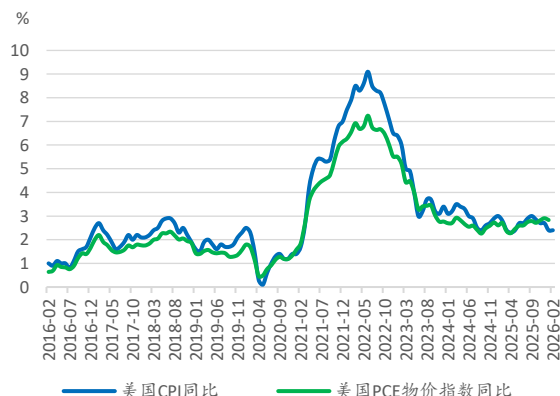
图 9：亚特兰大联储的黏性与弹性通胀指标



数据来源：亚特兰大联储，Wind

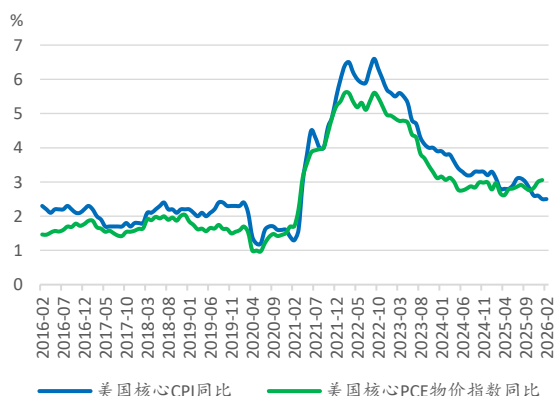
核心PCE物价指数再次回升。1月PCE物价指数分别季调环比+0.3%（预期+0.3%，前值+0.3%），季调同比+2.8%（预期+2.9%，前值+2.9%）。核心PCE物价指数季调环比+0.4%（预期+0.4%，前值+0.4%），同比+3.1%（预期+3.1%，前值+3.0%）。

图 10: 美国 CPI 与 PCE 物价指数同比



数据来源：美国经济分析局，Wind

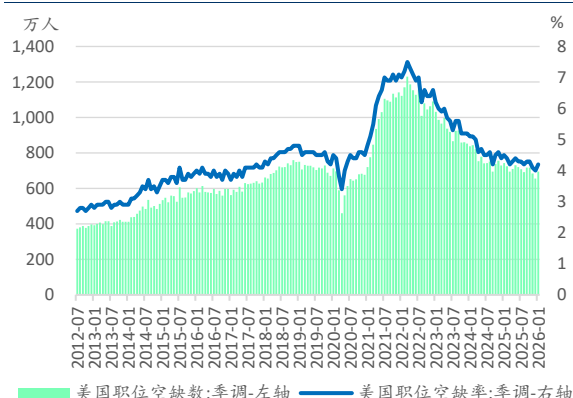
图 11: 美国核心 CPI 与 PCE 核心物价指数同比



数据来源：美国经济分析局，Wind

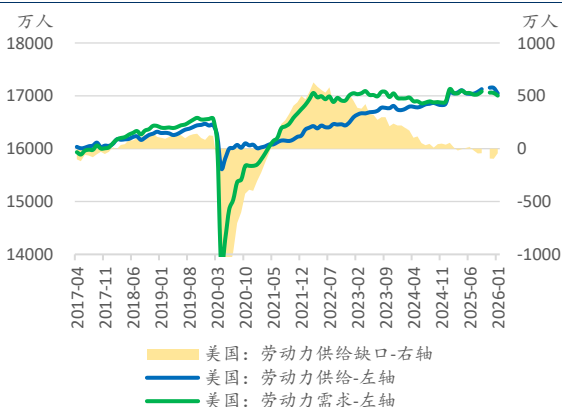
2025 年 1 月职位空缺数回升。1 月季调后非农职位空缺数为 694.6 万人（预期 675 万人，前值 655.0 万），职位空缺率为 4.2%（预期 4.1%，前值 4.0%）。经测算，1 月美国劳动力市场缺口为 -42.2 万人（前值 -95.3）。1 月裁员率 1.0%（前值 1.1%），雇佣率 3.3%（前值 3.3%），离职率 2.0%（前值 2.0%）。

图 12: 美国职位空缺人数与空缺率



数据来源：美国劳工部，Wind

图 13: 美国劳动力市场供需情况



数据来源：美国劳工部，Wind

成屋销量、新屋开工回升，但营建许可下降。2 月成屋销量季调折年 409 万套（前值 402 万套），季调环比 +1.7%（前值 -5.9%），同比 -1.5%（前值 -1.7%），成屋售价中位数季调环比 +0.8%（前值 -2.5%），同比 +0.3%（前值 +0.4%）。2 月私人住宅新屋开工数量季调折年后分别为 148.7 万套（前值 138.7 万套），季调环比分别 +7.2%（预期 -4.5%，前值 -8.4%）。营建许可年化总数分别为 137.6 万套（预期 141 万套，前值 145.5 万套），季调环比分别 -5.4%（前值 +4.8%）。

财政赤字明显下降，关税收入连续 3 个月下降。2 月财政收入 3131 亿美元，过去 12 个月滚动累计（TTM）同比 +9.8%（前值 +10.0%），财政支出 6206 亿美元，过去 12 个月滚动累计（TTM）同比 -0.2%（前值 0.0%），2 月财政赤字 3075

亿美元,过去 12 个月滚动累计财政赤字 1.633 万亿,同比-23.5%(前值-23.1%)。2 月关税收入 266 亿美元(前值 277 亿),为连续第 3 个月减少。

出口提速进口减速,贸易逆差收窄。1 月美国商品和服务贸易出口同比+10.4%(前值+6.0%),进口-11.3%(前值-2.2%),贸易逆差 544.6 亿美元(前值 729.0 亿)。其中,商品出口同比+12.7%(前值+6.1%),进口-15.7%(前值-4.5%),贸易逆差 817.9 亿美元(前值 992.5 亿)。

耐用品新订单大幅低于预期。1 月耐用品新订单季调环比初值 0.0%(预期+1.1%,前值-0.9%),同比+10.3%(前值+10.6%),制造业核心资本品(剔除飞机和国防)新订单季调环比初值 0.0%(预期+0.5%,前值+0.9%),同比+4.3%(前值+6.3%)。

其他数据:消费信贷余额环比增长,密歇根大学消费者信心下滑但通胀预期稳定。1 月耐用品新订单季调环比初值 0.0%(预期+1.1%,前值-0.9%),同比+10.3%(前值+10.6%),制造业核心资本品(剔除飞机和国防)新订单季调环比初值 0.0%(预期+0.5%,前值+0.9%),同比+4.3%(前值+6.3%)。1 月未偿个人消费信贷环比+1.9%(前值+6.0%),同比+3.2%(前值+3.2%)。3 月密歇根大学消费者信心指数初值 55.5(预期 55.0,前值 56.6),现状指数初值 57.8(前值 56.6),预期指数初值 54.1(前值 56.6),1 年通胀初值+3.4%(前值+3.4%),5 年通胀初值+3.2%(前值+3.3%)。

周度数据:3 月 8 日当周纽约联储周度经济指数(WEI)为+2.62%(前值保持+2.48%不变),当周红皮书商业零售同比+6.2%(前值+7.0%);当周美国初请失业金人数 21.3 万人(前值由 21.3 万人上修至 21.4 万人),前周续请失业金人数 185.0 万人(前值由 186.8 万人上修至 187.1 万人)。3 月 11 日美联储资产负债表规模较上周+174.5 亿美元(前值+150.97 亿),联储银行准备金+594.35 亿美元(前值+92.87 亿),财政部一般账户(TGA)-411.73 亿美元(前值+80.04 亿),逆回购协议较上周亿美元+59.56 亿美元(前值-97.18 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	2025年					2026年			短期趋势
		8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	
整体经济	GDP季度-季调环比年率		4.4			0.7				↓
	GDP季度-同比		2.3			2.0				↓
消费	名义个人消费支出（PCE）-季调环比	0.6	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4			→
	实际个人消费支出（PCE）-季调环比	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1			→
	名义个人可支配收入-季调环比	0.5	0.4	0.0	0.3	0.3	0.9			↑
	实际个人可支配收入-季调环比	0.2	0.1	-0.2	0.1	0.0	0.7			↑
	未偿消费信贷余额-季调环比年率	0.2	3.6	1.7	0.6	6.0	1.9			↓
	未偿消费信贷余额-季调同比	0.1	0.3	0.2	0.4	3.2	3.2			→
房地产	新屋开工-万套	129.1	132.8	127.2	132.4	138.7	148.7			↑
	新屋开工-季调环比	-9.1	2.9	-4.2	4.1	4.8	7.2			↑
	营建许可-万套	133.0	141.5	141.1	138.8	145.5	137.6			↓
	营建许可-季调环比	-2.4	6.4	-0.3	-1.6	4.8	-5.4			↓
	成屋销量-季调环比	0.0	1.2	0.7	-0.5	4.4	-5.9	1.7		↑
	成屋售价-中位数-同比	2.0	1.4	2.0	1.4	0.3	0.4	0.3		↓
进出口	出口金额-季调同比	3.1	7.4	11.8	5.5	6.0	10.4			↑
	进口金额-季调同比	-1.9	-3.4	-3.3	-2.4	-2.2	-11.3			↓
	贸易逆差-季调-亿美元	560.1	491.7	311.0	560.3	729.0	544.6			↓
	商品：出口金额-季调同比	0.3	7.4	14.9	5.5	6.1	12.7			↑
	商品：进口金额-季调同比	-4.0	-6.0	-5.9	-4.5	-4.5	-15.7			↓
	商品：贸易逆差-季调-亿美元	855.9	777.6	585.8	836.3	992.5	817.9			↓
订单	耐用品新订单-季调环比	3.0	0.6	-2.1	5.4	-0.9	0.0			↓
	耐用品新订单-季调同比	7.7	7.4	4.9	12.5	10.6	10.3			↓
	耐用品新订单（除国防）-季调环比	1.9	0.1	-1.3	6.6	-1.9	0.5			↑
	耐用品新订单（除运输）-季调环比	0.5	0.6	0.2	0.5	1.3	0.4			↓
	制造业核心资本品新订单-季调环比	0.9	1.0	0.5	0.9	0.8	0.0			↓
	CPI-同比	2.9	3.0		2.7	2.7	2.4	2.4		→
通货膨胀	CPI-季调环比	0.4	0.3			0.3	0.2	0.3		↑
	核心CPI-同比	3.1	3.0		2.6	2.6	2.5	2.5		→
	核心CPI-季调环比	0.3	0.2			0.2	0.3	0.2		↓
	亚特兰大联储黏性CPI-同比	3.4	3.3	3.1	3.0	3.1	3.0	3.0		→
	亚特兰大联储弹性CPI-同比	1.6	2.3	2.4	2.0	1.6	0.7	1.0		↑
	PCE物价-同比	2.7	2.8	2.7	2.8	2.9	2.8			↓
就业	PCE物价-季调环比	0.3	0.3	0.2	0.2	0.4	0.3			↓
	核心PCE物价-同比	2.9	2.8	2.8	2.8	3.0	3.1			↑
	核心PCE物价-季调环比	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4			→
	职位空缺数-万人	691.9	716.9	717.0	684.6	655.0	694.6			↑
	劳动力供需缺口-万人	-46.1	-43.6		-93.5	-95.3	-42.2			↑
	职位空缺率-季调	4.2	4.3	4.3	4.1	4.0	4.2			↑
财政	雇佣率-季调	3.2	3.3	3.3	3.2	3.3	3.3			→
	离职率-季调	2.0	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0			→
	裁员率-季调	1.2	1.1	1.2	1.0	1.1	1.0			→
	财政收入（TTM）-同比	7.4	6.4	9.7	9.8	9.9	10.0	9.8		↓
	财政支出（TTM）-同比	2.7	4.1	3.9	0.4	1.9	0.0	-0.2		↓
	财政赤字（TTM）-万亿美元	1.893	1.775	1.802	1.609	1.667	1.633	1.633		→
前景指数	财政赤字（TTM）-同比	-8.5	-2.3	-10.2	-21.9	-17.4	-23.1	-23.5		↓
	密歇根大学消费者信心指数	58.2	55.1	53.6	51.0	52.9	56.4	56.6	55.5	↓
	现状指数	61.7	60.4	58.6	51.1	50.4	55.4	56.6	57.8	↑
	预期指数	55.9	51.7	50.3	51.0	54.6	57.0	56.6	54.1	↓
	1年通胀预期	4.8	4.7	4.6	4.5	4.2	4.0	3.4	3.4	→
	5年通胀预期	3.5	3.7	3.9	3.4	3.2	3.3	3.3	3.2	→
周		23 Jan.	30 Jan.	6 Feb.	13 Feb.	20 Feb.	27 Feb.	6 Mar.	13 Mar.	
周度数据	GDPNow-GDP季调环比折年增速预测					3.1	3.0	2.1	2.7	↑
	纽约联储周度经济指数	2.49	2.21	2.65	2.89	2.61	2.48	2.62		↑
	红皮书商业销售-同比	7.1	6.7	6.5	7.2	6.7	7.0	6.2		↓
	当周初次申请失业金人数-万人	20.9	23.2	22.9	20.8	21.3	21.4	21.3		↓
	持续领取失业金人数-万人	184.1	185.2	186.4	182.2	187.1	185.0			↓
	美联储资产负债表周变动-亿美元	28.80	29.88	183.41	164.73	-89.87	4.02	150.97	174.50	↑
	联储银行准备金周变动-亿美元	-1052.35	-735.85	545.53	210.00	14.68	444.68	92.87	594.35	↑
	财政部一般账户（TGA）周变动-亿美元	941.08	815.36	-449.68	27.96	-216.79	-498.79	80.04	-411.73	↓
	存款机构逆回购协议周变动-亿美元	56.37	37.63	-2.92	-62.04	86.93	-1.26	-97.18	59.56	↑

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

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：工业产出下滑，德国贸易减速

欧元区工业产出下滑。1月欧元区工业生产指数季调同比-1.1%（前值+2.2%），季调环比-1.5%（前值-0.5%）；德国工业生产指数季调同比-1.6%（前值+0.5%），英国工业生产指数季调同比+0.3%（前值+0.4%）。

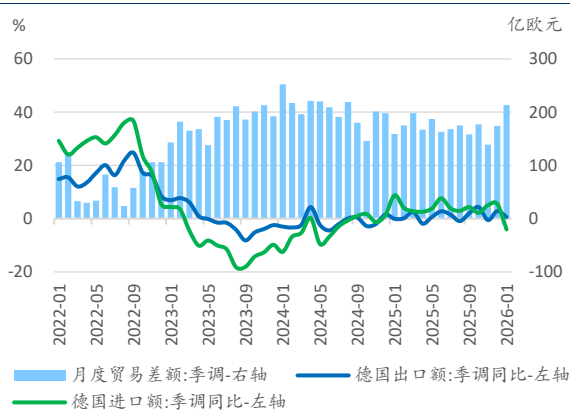
德国进出口均下滑，贸易顺差扩大。1月，德国出口同比+0.6%（前值+2.9%），季调环比-2.3%（前值+1.3%）；进口同比-4.0%（前值+5.5%），季调环比-5.9%（前值+1.3%）；贸易差额+213 亿欧元（前值+174 亿）。

图 14：欧元区 20 国工业生产指数



数据来源：欧盟统计局，Wind

图 15：德国月度进出口同比增速与贸易差额



数据来源：德国统计局，Wind

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	2025 年								短期趋势
		6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	
进出口	德国出口金额-季调同比	2.8	1.5	-0.9	2.0	4.4	-0.5	2.9	0.6	↓
	德国进口金额-季调同比	7.6	3.8	2.9	4.3	2.2	5.0	5.5	-4.0	↓
	德国商品贸易差额季调-亿欧元	163.0	168.0	175.0	158.0	177.0	139.0	174.0	213.0	↑
工业生产	欧元区工业产出指数-季调环比	-0.5	0.5	-0.7	-0.1	0.7	0.2	-0.5	-1.5	↓
	欧元区工业产出指数-同比	0.8	2.1	1.3	1.3	2.0	2.2	2.2	-1.1	↓
	德国工业产出指数-季调环比	-0.3	1.3	-3.4	1.3	1.5	0.8	-1.7	-1.3	↑
	德国工业产出指数-同比	-2.0	2.0	-3.9	-0.9	1.2	1.0	0.5	-1.6	↓
	英国工业产出指数-季调环比	1.1	-0.4	0.0	-1.5	1.6	1.3	-0.9	-0.1	↑
	英国工业产出指数-同比	0.2	0.5	-0.6	-2.1	0.1	2.3	0.4	0.3	↓

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

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

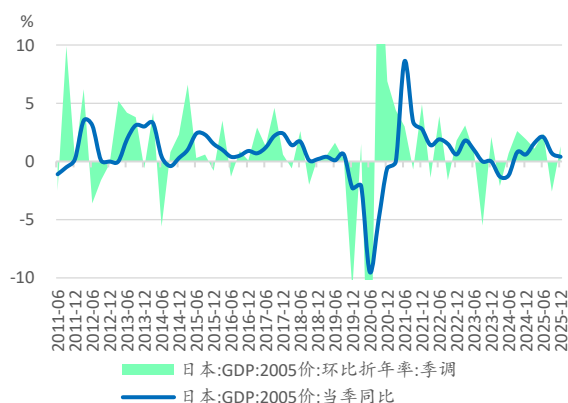
说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

日本：四季度 GDP 上修，家庭支出疲软

四季度 GDP 明显上修。日本 2025 年四季度 GDP 修正值同比+0.4%（初值+0.1%，前值+0.7%），季调环比+0.3%（初值+0.1%，前值-0.7%），按年率季调环比+1.3%（初值+0.2%，前值-2.6%）。从支出法分项看，私人消费季调环

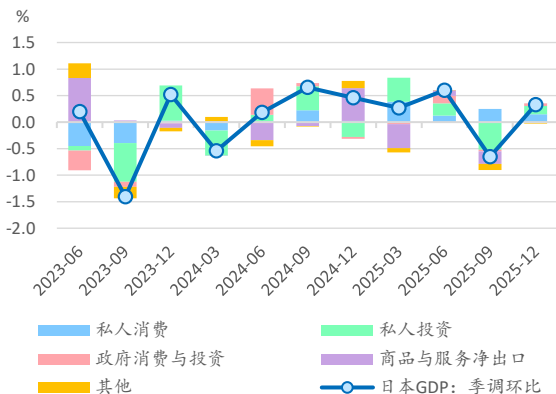
比贡献 0.15pp，资本形成贡献 0.16pp，政府支持贡献 0.05pp，商品与服务净出口贡献-0.01pp。2025 年全年 GDP 同比上修至+1.2%（前值-0.2%）。

图 16：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

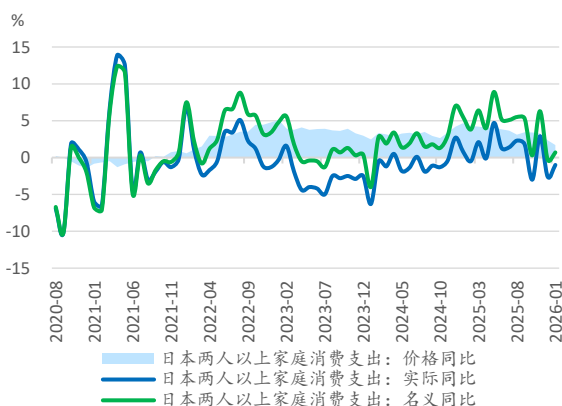
图 17：日本季度 GDP 环比贡献分解



数据来源：日本内阁府，Wind

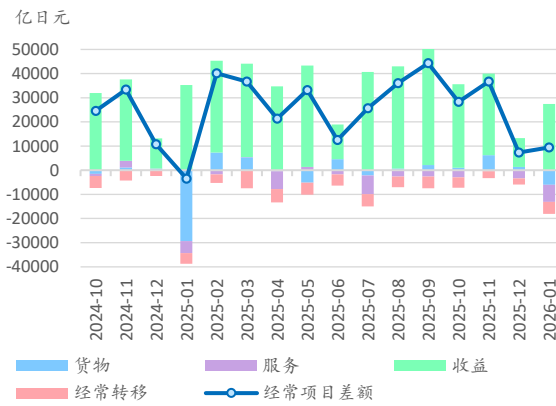
家庭消费支出依旧疲软，价格平减指数回落。1 月多人家庭消费支出名义同比 +0.7%（前值-0.3%），实际同比-1.0%（前值-2.6%），价格平减指数同比+1.7%（前值+2.4%）。

图 18：日本两人以上家庭消费支出



数据来源：日本统计局，Wind

图 19：日本月度经常账户差额及组成



数据来源：日本财务省，Wind

经常项目顺差季节性下降。1 月日本国际收支经常账户差额+9416 亿日元（前值+7288 亿），其中货物贸易差额-6004 亿日元（前值+1349 亿），服务贸易差额为-7153 亿日元（前值-3401 亿），收益差额+27466 亿日元（前值+11894 亿），经常转移-4893 亿日元（前值-2554 亿）。

其他数据：PPI 回落，劳动收入增速回升，营建订单下滑，前景指数回暖。2 月日本 PPI 同比+2.0%（前值+2.3%），环比-0.1%（前值+0.1%）。1 月劳动现金收入同比+3.0%（前值+2.4%），合同现金收入同比+3.0%（前值+2.1%）。营建

订单同比-0.4%（前值+0.7%）。2月经济观察家前景指数 51.8（前值 50.6），现状指数 48.2（前值 45.4）。1月景气动向指数先行指标 112.4（前值 110.3），同步指标 116.8（前值 114.3）。

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	2025年						2026年		短期趋势
		7月	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			-2.6			1.3			↗
	GDP-同比			0.7			0.4			↗
消费	多人家庭消费支出-名义同比	5.1	5.5	5.3	0.3	6.3	-0.3	0.7		↗
	多人家庭消费支出-实际同比	1.4	2.3	1.8	-3.0	2.9	-2.6	-1.0		↗
	多人家庭消费支出-价格平减指数	3.6	3.1	3.4	3.4	3.3	2.4	1.7		↘
进出口	经常账户差额-亿日元	26099	37014	44833	28335.0	36741.0	7288.0	9416.0		↗
	经常账户-货物差额-亿日元	-1894	1059	2360	983.0	6253.0	1349.0	-6004.0		↘
	经常账户-服务差额-亿日元	-6956	-1899	-2146	-2946.0	-441.0	-3401.0	-7153.0		↘
	经常账户-收益-亿日元	40002	42242	49497	34646.0	33809.0	11894.0	27466.0		↗
	经常账户-经常转移-亿日元	-5054	-4388	-4878	-4348.0	-2880.0	-2554.0	-4893.0		↘
工业	营建订单-同比	-2.5	-2.0	9.4	-3.3	-8.5	0.7	-0.4		↘
通货	PPI-同比	2.5	2.6	2.8	2.7	2.7	2.4	2.3	2.0	↘
通胀	PPI-环比	0.2	-0.2	0.5	0.5	0.3	0.1	0.2	-0.1	↘
就业	劳动者总现金收入-同比	3.4	1.3	2.1	2.5	1.6	2.4	3.0		↗
	劳动者合同现金收入-同比	2.1	1.7	2.0	2.4	1.9	2.1	3.0		↗
景气指数	景气动向指数：先行指标	105.7	106.6	107.9	109.4	109.6	110.3	112.4		↗
	景气动向指数：同步指标	114.3	113.2	114.7	115.7	114.8	114.3	116.8		↗
	经济观察家前景指数	47.0	46.7	48.2	52.1	48.8	48.1	50.6	51.8	↗
	经济观察家现状指数	45.5	46.3	46.6	48.5	48.0	48.5	45.4	48.2	↗

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

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：特朗普正丧失停战主动权，启动新关税调查

特朗普一度宣布战争“很快结束”，但在遭遇伊朗强硬回应后态度发生转变，表示将加大中东军事部署。美国总统特朗普3月9日在佛罗里达州迈阿密举行的新闻发布会上说，对伊朗的战事“很快”会结束，但“不会”在本周结束。在一天后的3月10日，美国总统特朗普再次表示对伊朗军事行动“即将结束”，伊朗境内“几乎已无可打击的目标”。面对特朗普的说法，伊朗外交部表示战争的停止掌握在伊朗手中。当前伊朗的优先事项只有“果断防御”，“战争的停止掌握在伊朗手中”，德黑兰方面提出停火的首要条件是“不会再有进一步的侵略行为”。特朗普在几天后转向强硬立场，其于3月13日表示，美国正从军事、经济及其他方面彻底摧毁伊朗，美军下周将对伊朗进行“猛烈空袭”。如果伊朗在霍尔木兹海峡部署水雷，必须立即将其移除，否则将面临“前所未有的军事后果”。据美国官员透露，随着伊朗持续封锁霍尔木兹海峡，五角大楼正向中东地区调派更多海军陆战队部队和军舰。另有报道称，美国国防部考虑增派驱逐舰，为霍尔木兹海峡护航做准备。

美以与伊朗均强硬表态，拒绝和谈。据知情人士透露，美国政府和伊朗领导层均已拒绝中东各国为结束战争所作的斡旋。三位熟悉相关情况的人士表示，特朗普政府拒绝了外交谈判。当地时间3月15日，以色列国防军发言人埃菲·德夫林表示，以色列对伊朗的军事行动将至少再持续三周。伊朗伊斯兰革命卫队3月15日发表声明称，在与以色列和美国持续的战争中，将把以色列总理内塔尼亚胡作为打击目标。

伊朗最高领袖穆杰塔巴·哈梅内伊发表就任最高领袖以来的首份声明。声明称，伊朗不会放弃复仇，将继续采取包括封锁霍尔木兹海峡在内的战略手段，并在必要时开辟新的战线，呼吁邻国关闭境内被美国利用的军事基地，伊朗打击目标仅针对相关军事设施。伊朗无论如何都要从敌人那里获得赔偿。伊朗武装部队哈塔姆安比亚中央总部发言人表示，任何对伊朗能源基础设施和港口的攻击，都将遭到伊朗“毁灭性”的报复。伊朗总统提出结束战争三大必要条件，是承认伊朗的合法权利、支付战争赔偿，并由国际社会提供防止未来侵略行为的坚定保障。伊朗武装部队哈塔姆安比亚中央总部发言人表示，任何对伊朗能源基础设施和港口的攻击，都将遭到伊朗“毁灭性”的报复。伊朗伊斯兰革命

卫队高级指挥官穆赫辛·礼萨伊少将说，伊朗将在两个条件下考虑结束战争，一是伊朗收回所有损失，二是美国离开波斯湾。

美以加大军事行动力度，对哈尔克岛发动空袭。3月14日德黑兰再次遭到猛烈空袭，以色列称13日对伊朗西部和中部地区进行了20次大规模空袭。3月13日凌晨，美国和以色列对哈尔克岛发动空袭，岛上部分军事设施以及哈尔克机场遭到破坏。伊朗表示，目前哈尔克岛石油设施完好无损，石油出口完全正常进行。哈尔克岛位于波斯湾西北部，是伊朗最大原油出口基地，负责处理伊朗全国90%的石油出口。3月11日，特朗普表示开战以来已击沉58艘伊朗舰艇，包括28艘布雷船。**美以伊战事开启以来，伊朗已发动51轮“真实承诺-4”军事行动。**

美国进一步有条件放松与委内瑞拉能源相关交易。美国财政部3月13日发布文件，进一步有条件放松与委内瑞拉油气等能源行业相关交易；向委内瑞拉提供商品和服务用于油气和石化产品开发或生产；与委内瑞拉就油气、石化或电力领域进行谈判或签约；扩大美方在委内瑞拉能源行业投资和活动的范围，并允许委内瑞拉直接向美国出口化肥。

美国财政部宣布，暂时放松对俄罗斯石油的制裁，以应对霍尔木兹海峡航运受阻给能源市场带来的冲击。这一措施只适用于目前滞留在海上的俄罗斯石油。据外媒消息，目前大约有1.24亿桶俄罗斯石油分布在全球30个海上位置。

美国正在与古巴进行接触。白宫官员当地时间3月13日表示，特朗普称美国正与古巴进行接触，并表示古巴领导层应达成协议，而这一协议“很容易实现”。古巴国家主席迪亚斯-卡内尔表示，古方官员已同美国政府举行会谈，旨在通过对话途径解决两国分歧。但与美国的对话仍处于初期阶段。美国总统特朗普此前曾威胁称，先结束伊朗战争，下一个就是古巴。

美国将对包括中国在内的16个主要贸易伙伴的“过剩工业产能”启动两项新的贸易调查。当地时间3月11日，美国贸易代表办公室宣布，将对包括中国、欧盟、墨西哥、印度、日本、韩国、泰国在内的16个主要贸易伙伴，就“过剩工业产能”问题发起新一轮“301调查”。根据美国贸易代表办公室官员的说法，这可能导致新的关税。欧盟委员会3月12日表示，若美方违反双方此前达成的贸易协议，欧盟将作出“坚决且相称的回应”。中国外交部发言人郭嘉

昆对此表示，所谓“产能过剩”是一个伪命题，中方反对以此为借口进行政治操弄。欧盟委员会表示，若美方违反贸易协议将作出“坚决回应”。

美法官驳回针对美联储主席鲍威尔的传票。美国联邦法院一名法官以几乎毫无证据为由，驳回司法部针对美联储主席鲍威尔的大陪审团传票，裁定传票系出于打压目的而非正当执法。检察官皮罗强烈抨击裁决，称司法部将就裁决提起上诉。参院银行委员会重要议员 Tillis 称，上诉只会推迟沃什提名确认。

美国监管机构计划放宽针对华尔街银行的部分资本要求提案。美国监管机构拟提出一揽子新的资本要求，旨在鼓励部分华尔街银行及其中型竞争对手扩大信贷投放。知情人士称，美联储、联邦存款保险公司 (FDIC) 和货币监理署 (OCC) 官员最快将于一周内公布相关提案，该方案将包括三项与资本相关的关键措施。其中一项计划是美国银行资本重大提案“巴塞尔协议 III”的修订版。另一项措施将允许中型银行在计算资本水平时采用标准化方法，以回应较小机构的担忧，即若采用华尔街银行使用的更复杂方法，将不得不承担更高的计算成本。

美俄乌三方会谈再推迟，因谈判地点存分歧。乌克兰总统泽连斯基 3 月 13 日表示，原定于下周三至周四举行的乌美俄三方会谈已被推迟，原因是美方要求改期，但由于美国和俄罗斯立场不同，谈判地点至今尚未确定。美方介于目前安全局势，希望在美国举行会谈，但俄方拒绝前往美国，并提议选择土耳其或瑞士作为会面地点，而美方拒绝了这一提议。

欧洲：欧央行加息预期上升，德国将释放原油储备

伊朗战争引发的能源价格飙升正重塑欧洲央行政策预期。欧央行管委，斯洛伐克央行行长卡兹米尔 (P. Kažimír) 表示，加息时点“可能比许多人预想的更近”。欧央行副行长金多斯 (L. De Guindos) 表示，金融市场波动可能放大对经济造成的冲击，价格风险偏向上行。交易者近期增加了对欧洲央行加息的押注，预计 6 月有 60% 的概率加息，今年加息的可能性已达 100%。

七国集团领导人通电话，讨论中东最新局势以及如何应对局势对经济的影响。英国首相斯塔默表示，各国应携手合作应对冲突对经济造成的影响，对国际能源署成员国释放战略石油储备的决定表示欢迎，并重申确保霍尔木兹海峡航行自由的重要性。法国总统马克龙称，当前中东地区紧张局势下，七国集团成员应协调行动，促使霍尔木兹海峡尽快恢复航行通畅。

德国响应将释 240 万吨石油储备。德国经济部长 REICHE 证实，德国将释放部分国家石油储备，鉴于国际能源署要求各国释放总计 4 亿桶石油储备，德国也确认将释放 240 万吨储备。法国马克龙则表示，法国将贡献 1450 万桶石油储备。

日本：日本决定释放国家石油储备

日本决定释放国家石油储备。日本政府宣布最早将于本周启动约 8000 万桶国家及私人战略石油储备的释放。此前，日本首相高市早苗与 3 月 11 日宣布，受伊朗局势恶化影响，日本将于 16 日起释放石油储备。计划首先释放 15 天份额的民间储备，随后释放为期一个月的国家储备。此次日本单边行动与国际能源署（IEA）协调的 4 亿桶紧急储备释放计划同步推进。

中东冲突引发的最新供给冲击可能加速日本央行推进鹰派政策议程。四位熟悉日本央行思路的消息人士表示，由于通胀风险上升，日本央行在 4 月份再次加息的可能性仍然存在。

其他地区：霍尔木兹海峡继续受阻，各国紧急应对

国际能源署（IEA）同意释放 4 亿桶战略石油储备。以应对伊朗战争导致的能源供应中断风险，这是该机构历史上规模最大的一次协调释放行动。七国集团能源部长发表联合声明称，原则上支持必要时动用战略储备稳定能源市场。

霍尔木兹受阻，沙特、阿联酋紧急改道。面对霍尔木兹海峡持续受阻，海湾主要产油国迅速启动备用出口方案。沙特阿美正将东西管道输送量推向每日 700 万桶的设计上限，将原油从波斯湾沿线设施转运至红海港口延布，再由油轮出口至全球市场。据彭博援引船舶追踪数据，沙特阿美正全力提升东西管道输送能力，阿联酋富查伊拉出口量大幅跳升，至少 25 艘油轮已绕道沙特红海港口延布，运力达 5000 万桶。阿联酋则依托富查伊拉港实施类似方案。该港位于阿曼湾，可绕开霍尔木兹直接出口，本月出口量已较近期均值增长约 45%，升至约每日 160 万桶。

海湾国家减少石油产量。国际能源署 3 月 12 日指出，海湾产油国合计减产规模已达至少 1000 万桶/日。此前报道称，受霍尔木兹海峡运输受阻影响，沙特、

伊拉克、阿联酋和科威特合计减产石油约 670 万桶/日，这相当于四国产能削减逾三分之一，全球石油供应整体减少约 6%。

伊朗伊斯兰革命卫队发表声明重申，霍尔木兹海峡目前也处于革命卫队海军的全面监控之下。美国、以色列及其盟友的油轮与商船仍被禁止通行，一旦发现其航行或穿越，将成为打击目标。据美国有线电视新闻网（CNN）援引一名伊朗高级官员的说法称，伊朗正考虑允许有限数量的油轮通过霍尔木兹海峡，前提是这些油轮运载的石油货物必须以人民币结算。

据媒体报道 3 月 1 日至今仅 77 艘船只通过霍尔木兹海峡。法新社 3 月 13 日援引英国劳埃德船舶信息社说法报道，通行的 77 艘船只中，大多是状况不佳的老旧船只，没有购买适当保险，所有权也不清晰。这家提供海运数据及分析服务的机构称，这些船中大多数属于所谓“影子船队”，即规避西方制裁的油轮和天然气运输船等。

媒体称印度正与伊朗紧急谈判。由于中东冲突持续，印度仍有约 20 艘油轮滞留在霍尔木兹海峡附近。知情人士透露，印度目前正与伊朗方面进行新一轮紧急谈判，以确保船只安全通行。专家表示，如果军事冲突持续，能源供应中断将导致印度经济增长放缓。

【本周关注】

中东局势，美、欧、英、日、澳、加、瑞士 3 月利率决议

3 月 16 日	美国 2 月零售销售
3 月 17 日	澳洲联储利率决议
3 月 18 日	日本 2 月贸易账 美国 2 月 PPI 加拿大联储利率决议 美联储利率决议
3 月 19 日	美国 1 月新屋销售 日本央行利率决议 英国央行利率决议 欧洲央行利率决议 瑞士央行利率决议
3 月 20 日	欧元区 1 月贸易账

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司法管辖区不能出售或分发。

此报告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”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1，4类牌照。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。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，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，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。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务关系，（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，并独立判断相关信息。

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，应咨询独立的专业意见。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。

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的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。