

## 海外宏观周报

## 美国通胀难降

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号  
S1060523010001  
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



## 平安观点：

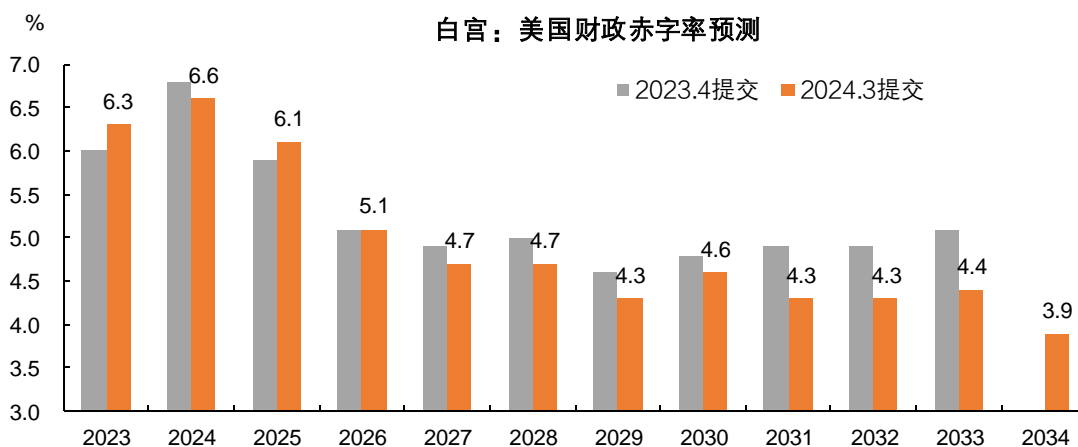
- **海外经济政策。**1) **美国：**拜登政府 2025 预算案公布，继续主张增税以削减赤字，但预计国会阻力较大。美国 2 月 CPI 和核心 CPI 略高于预期，能源、住房、核心服务等通胀均偏高，2 月 PPI 更超预期反弹，暗示通胀回落难度加大，预计美联储更加谨慎对待降息。美国 2 月零售销售温和反弹，略弱于预期。美国最新初请和续请失业金人数低于预期。美国 3 月密歇根消费信心意外走弱，通胀预期保持稳定。**CME 降息预期明显推迟，6 月降息概率由 73% 下降至 59%，全年降息次数预期由 3.5 减少至 2.9 次。**2) **欧洲：**央行官员讲话对通胀前景乐观，暗示基准情形为 6 月首次降息。英国 1 月 GDP 温和反弹，暗示经济脱离技术性衰退。3) **日本：**日本 2023 年四季度 GDP 终值上修，虽不及预期，但避免了衰退。日本“春斗”结果积极，大型企业工资涨幅创 33 年以来最高，为日银转向铺路。
- **全球大类资产。**1) **股市：**全球股市表现继续分化，欧股及部分新兴市场上涨，美国、日本、印度等股市调整。美国方面，纳斯达克综指、标普 500 指数和道琼斯工业指数整周分别下跌 0.7%、0.1% 和 0.0%。宏观层面，美国通胀仍强，降息预期推迟，打压风险偏好。微观层面，一方面，围绕人工智能行情的争议不断。另一方面，中概股表现仍然亮眼，纳斯达克中国金龙指数整周涨 3.8%。日经 225 整周下跌 2.5%，继续受到日银转向风险的冲击。2) **债市：**各期限美债利率明显反弹。10 年美债收益率上涨 22BP 至 4.31%，10 年 TIPS 利率（实际利率）整周上涨 18BP 至 1.99%，隐含通胀预期整周上涨 4BP 至 2.32%。10 年德国国债收益率整周上涨 17BP 至 2.44%；10 年英国国债收益率整周上涨 14BP 至 4.14%；10 年日本国债收益率整周上升 2.6BP 至 0.772%。3) **商品：**原油和铜价大涨，黄金小幅回调。原油方面，布伦特和 WTI 原油整周分别上涨 4.0% 和 3.9%，分别至 85.3 和 81.0 美元/桶。美国原油库存下降表明需求增强，加上乌克兰袭击俄罗斯炼油厂后可能导致供应中断，使得石油价格随之上涨、创下四个月新高。金价终结连涨，主要受美国通胀超预期及降息预期推迟的影响。LME 铜整周上涨 5.9%。主要受中国冶炼厂讨论联合减产供应可能趋紧的支撑。4) **外汇：**美元指数整周上涨 0.69% 至 103.45，日元和澳新货币明显走贬，欧元跌幅较小。欧元区方面，欧央行最新表态认为 6 月降息概率大于 4 月，令欧元获得一定支撑，欧元兑美元整周跌 0.5%。日本方面，虽然“春斗”结果积极，但四季度 GDP 回升幅度不及市场预期，日银转向预期未能扭转美联储降息预期推迟的冲击，日元兑美元整周跌 1.33%，美元兑日元录得 149.06。
- **风险提示：**美国经济和通胀超预期上行，美联储降息预期超预期推迟，国际金融风险超预期上升等。

## 一、海外经济政策

### 1.1 美国：美国通胀难降，降息预期推迟

拜登政府 2025 预算案公布，继续主张增税以削减赤字，但预计国会阻力较大。3 月 11 日，拜登政府公布 2025 财年财政预算，预算支出为 7.3 万亿美元，高于 2024 财年的 6.9 万亿美元；赤字将从目前预计的 2024 财年的 1.86 万亿美元降至 1.78 万亿美元。未来十年，拜登的提案预计将增加 16.3 万亿美元的赤字，比目前的路径下减少约 3 万亿美元。到 2034 年，赤字率将从 6.6% 下降到 3.9%，美国公共持有债务将从现在的 28 万亿美元增加到 45 万亿美元。2024-2025 两个财年的提案都包含了增加社会保障、医疗保险和为富人增税。但由于两党分控国会，提案多数内容获得国会通过的难度较大。

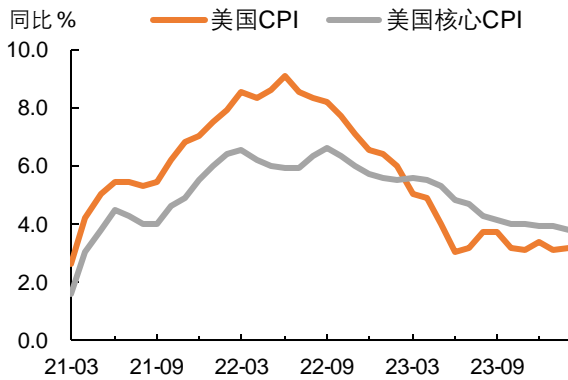
图表1 拜登政府最新预算赤字路径较去年有所下移



资料来源：Wind, 平安证券研究所

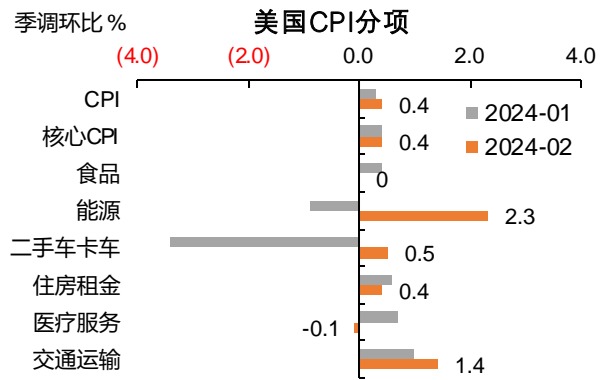
美国 2 月 CPI 和核心 CPI 略高于预期，能源、住房、核心服务等通胀均偏高，2 月 PPI 更超预期反弹，暗示通胀回落难度加大，预计美联储更加谨慎对待降息。具体来看：1) 能源以及相关的交通运输服务价格是 CPI 整体走高的推手。2 月 CPI 能源分项环比 2.3%，前值-0.9%；交运服务环比 1.4%，前值 1%。2) 住房租金仍是最大贡献。2 月住房分项环比 0.4%，前值 0.6%，同比仍高达 5.7%。3) 核心服务通胀仍高。2 月不含住房租金的服务项环比 0.6%，前值 0.6%，同比 3.9%。展望后续，通胀反弹风险值得警惕。一方面，美国服务通胀维持韧性，尤其住房租金可能受房价回暖的影响，回落不及预期。另一方面，商品通胀也出现隐忧，目前美国商品需求已经开始复苏，2 月二手车价格（环比 0.5%，前值-3.4%）已经在反弹。此外，3 月 13 日公布的数据显示，美国 2 月 PPI 同比 1.6%，高于预期的 1.1%；环比 0.6%，高于预期的 0.3%，说明上游生产成本压力超预期上升。综合 2 月通胀数据，美联储可能对于降息的态度更加谨慎。在下周即将召开的 3 月 FOMC 会议中，点阵图有可能显示一些官员预计年内降息不足 3 次。继而，市场可能会阶段性交易紧缩，美债利率和美元可能反弹，美股可能波动加大。

图表2 美国 2 月 CPI 和核心 CPI 略高于预期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 能源、住房、交运等通胀环比均偏高

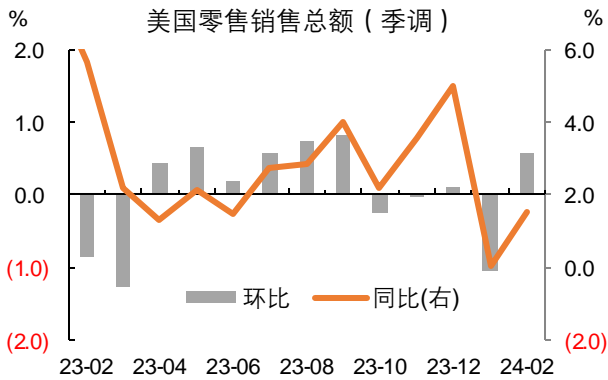


资料来源: Wind, 平安证券研究所

**美国 2 月零售销售温和反弹，略弱于预期。**美国商务部 3 月 14 日公布的数据显示，美国 2 月零售销售环比 0.6%，继 1 月环比大幅下滑 1.1% 之后出现反弹，但不及预期的 0.8%。剔除汽车及零部件销售额后，2 月零售销售额环比增长 0.3%，同比增长 1.5%。剔除加油站销售额后，该指标环比增长 0.6%，同比上涨 2%。家具和家居用品店零售额下降 1.1%，同比降幅达到 10.1%。综合来看，年初以来消费者支出出现放缓迹象。

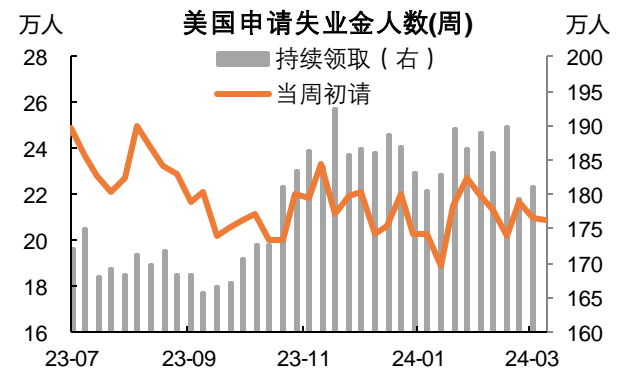
**美国最新初请和续请失业金人数低于预期。**3 月 14 日，美国劳工部公布数据显示，截至 3 月 9 日当周，初请失业金人数录得 20.9 万人，低于预期的 21.8 万人，前值由 21.7 万人下修至 21.0 万人；截至 3 月 2 日，续请失业金人数录得 181.1 万人，低于预期的 190 万人，前值由 190.6 万人下修至 179.4 万人。

图表4 美国 2 月零售销售温和反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 美国最新初请和续请失业金人数低于预期



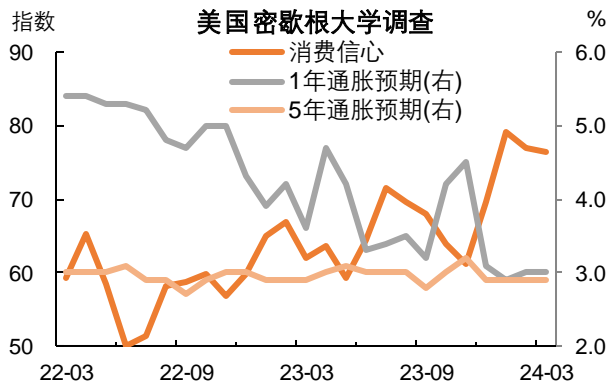
资料来源: Wind, 平安证券研究所

**美国 3 月密歇根消费信心意外走弱，通胀预期保持稳定。**3 月 15 日公布的数据显示，美国 3 月密歇根大学消费者信心指数初值 76.5，预期 77.1，2 月前值为 76.9。其中，现况指数初值 79.4，市场预期 79.7，2 月前值 79.4；预期指数初值 74.6，市场预期 75.1，2 月前值 75.2。通胀预期方面，1 年通胀预期初值 3%，低于市场预期的 3.1%，2 月前值 3%；5 年通胀预期初值 2.9%，与市场预期 2.9% 持平，也持平于 2 月前值 2.9%。

**CME 降息预期明显推迟，6 月降息概率由 73% 下降至 59%，全年降息次数预期由 3.5 减少至 2.9 次。**CME 数据显示，截至 3 月 15 日，市场认为 3 月首次降息的概率为 2%，前一周为 4%；认为 5 月首次降息的概率为 6.4%，前一周为 24.1%；认为 6 月首次降息的概率为 58.8%，前一周为 73.4%；认为 2024 全年降息次数（加权平均）为 2.9 次，前一周为 3.5 次；

10 年美债利率在上一周上升 22BP 至 4.31%。

图表6 密歇根消费信心意外走弱，通胀预期保持稳定



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 美国降息预期在上一周明显推迟

CME FedWatch	3.15	3.8	2.16
3月降息概率	2.0%	4.0%	10.0%
5月降息概率	6.4%	24.1%	38.4%
6月降息概率	58.8%	73.4%	81.6%
全年降息次数	2.9	3.5	3.9
10年美债利率	4.31%	4.09%	4.30%

资料来源: CME, 平安证券研究所

## 1.2 欧洲：欧央行对通胀乐观，英国 GDP 温和反弹

**欧央行官员讲话对通胀前景乐观，暗示基准情形为 6 月首次降息。** 3 月 13 日，法国央行行长维勒鲁瓦讲话称，欧洲央行 6 月首次下调利率的可能性大于 4 月。同时，法国央行将 2024 年核心 HICP 的预测从去年 12 月的 2.8% 下调至 2.4%。同日，拉脱维亚央行行长表示，如果欧元区经济“大致符合”欧洲央行的预测，那么在接下来的几次会议上，就可能做出开始降息的决定。他还称，金融市场目前有一个相当相似的预期，它已经完全消化了 6 月份首次降息 0.25 个百分点的预期。

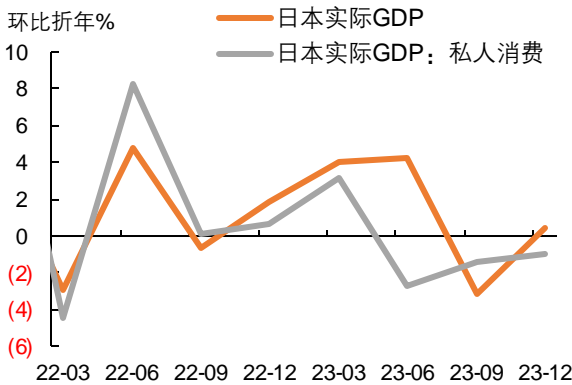
**英国 1 月 GDP 温和反弹，暗示经济脱离技术性衰退。** 3 月 13 日公布的数据显示，英国 1 月 GDP 环比增长 0.2%，高于预期的 0.1%。其中，服务业和建筑业贡献了增长，抵消了工业生产的下降。这表明，英国经济在去年下半年陷入技术性衰退后，今年年初出现温和增长迹象。

## 1.3 日本：四季度 GDP 转正，“春斗”结果积极

**日本 2023 年四季度 GDP 终值上修，虽不及预期，但避免了衰退。** 3 月 11 日，日本内阁府公布数据显示，日本 2023 年第四季度实际 GDP (终值) 环比增长 0.1%，初值为-0.1%；同比增长 0.4%，不及预期的 1.1%，但好于初值的-0.4%，前值(修正后)为-3.3%。至此，日本经济避免了“技术性衰退”。从分项数据来看，四季度日本制造业资本投资增长 20.6%，非制造业投资增长 14.2%，这也是此次 GDP 数据上调的原因。但是消费依旧乏力，占 GDP 一半以上的个人消费下降 0.3%，较初值回落 0.1 个百分点。

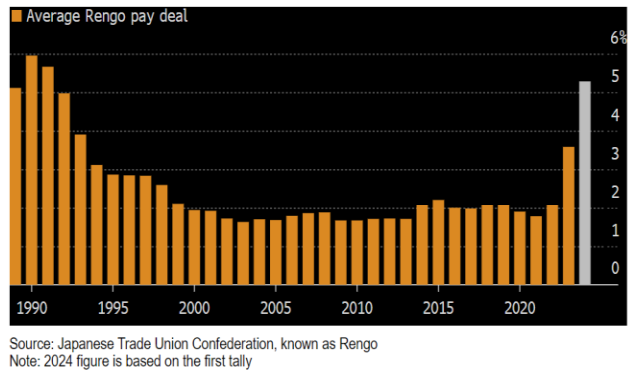
**日本“春斗”结果积极，大型企业工资涨幅创 33 年以来最高，为日银转向铺路。** 3 月 15 日，日本最大的工会组织日本工会联合会 (Rengo) 公布“春斗”结果显示，其下属工会的日本公司同意在 2024 财年将工资平均提高 5.28%，这是自 1991 年 (5.66%) 以来 33 年来的最高水平。其中，大公司的工人要求每年加薪 5.85%，兼职员工在本财年的工资将上涨 6%；基本工资涨幅将达到 3.7%，也高于前一年的 2.33%。本次“春斗”结果好于主流市场预期，此前市场预计新财年的薪资涨幅将超过 4%，高于去年的 3.66%。

图表8 日本四季度 GDP 终值转正，但私人消费疲弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 日本“春斗”工资涨幅创33年以来新高



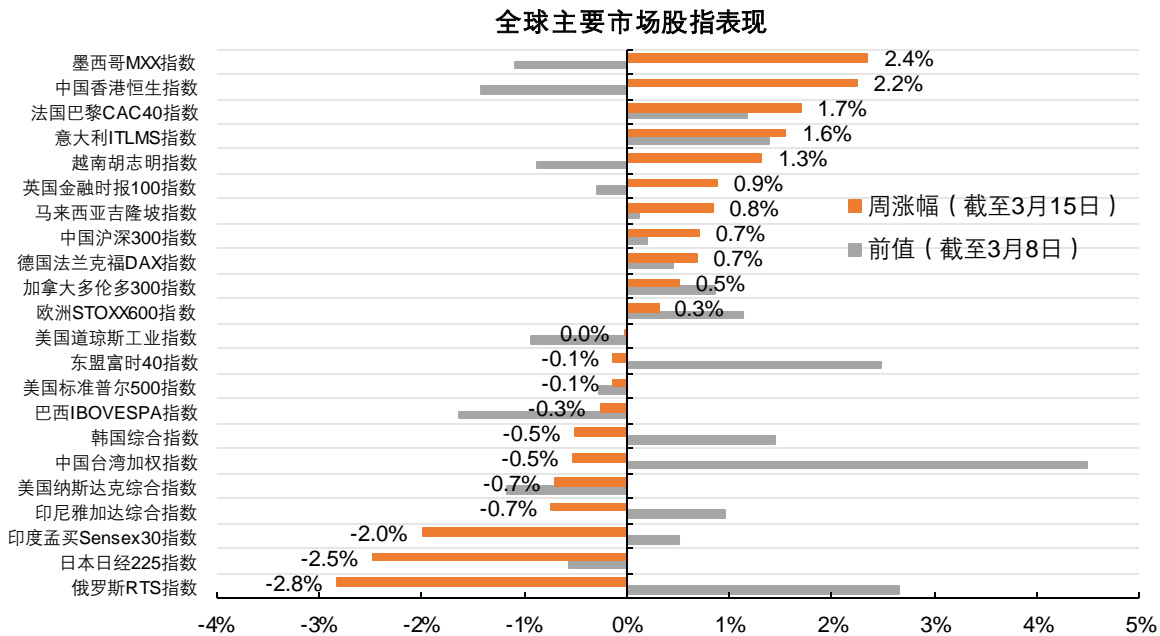
资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

## 二、全球大类资产

### 2.1 股市：美日股延续调整

近一周（截至3月15日），全球股市表现继续分化，欧股及部分新兴市场上涨，美国、日本、印度等股市调整。美国方面，纳斯达克综指、标普500指数和道琼斯工业指数整周分别下跌0.7%、0.1%和0.0%。宏观层面，美国通胀仍强，降息预期推迟，打压风险偏好。微观层面，一方面，围绕人工智能行情的争议不断。著名投资者杰里米·格兰瑟姆3月11日发布题为《美国市场的大悖论》的报告，认为美国股市被危险地高估了，人工智能泡沫一定会破裂，经济衰退很可能出现。高盛3月14日发布报告指出，AI成长题材可分为四个阶段，第一阶段以“英伟达的繁荣”为特征，第二阶段聚焦于英伟达以外的“AI基础设施”概念股（如半导体、云服务、数据中心等），第三阶段是“AI赋能”公司（如部分软件及IT服务公司），第四阶段是“生产力提升”的公司（如劳动密集型企业，部分软件、服务、商业与专业服务公司等）。另一方面，中概股表现仍然亮眼，纳斯达克中国金龙指数整周涨3.8%，曾于3月12-13日连创年内新高。欧洲方面，欧洲STOXX600指数整周上涨0.3%，继续刷新历史新高。亚洲方面，日经225整周下跌2.5%，继续受到日银转向风险的冲击。其他亚洲地区股市表现各异，中国香港、越南、马来西亚等股票指数上涨，印度、印尼、韩国等股票指数下跌。

图表10 欧股及部分新兴市场上涨，美国、日本、印度等股市调整

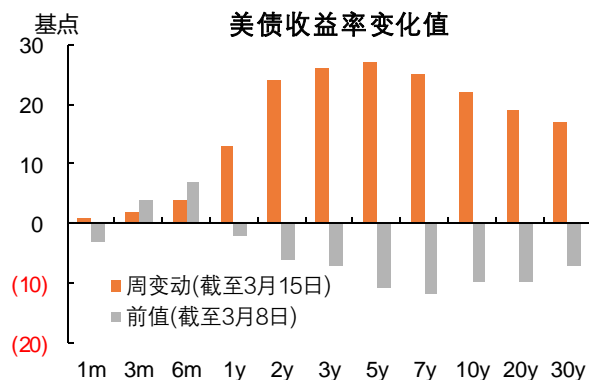


资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 2.2 债市：美债利率反弹

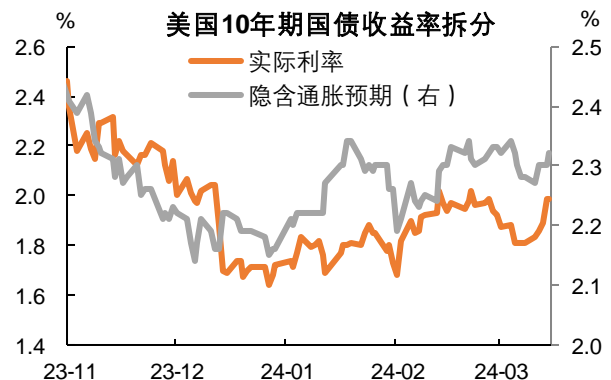
近一周（截至3月15日），各期限美债利率明显反弹。10年美债收益率上涨22BP至4.31%，10年TIPS利率（实际利率）整周上涨18BP至1.99%，隐含通胀预期整周上涨4BP至2.32%；2年期美债利率整周上涨24BP至4.72%。非美地区方面，10年德国国债收益率整周上涨17BP至2.44%；10年英国国债收益率整周上涨14BP至4.14%；10年日本国债收益率整周上升2.6BP至0.772%，主要受春斗结果与日银转向预期驱动。

图表11 各期限美债利率反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 10年美债实际利率大幅上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 2.3 商品：油铜大涨

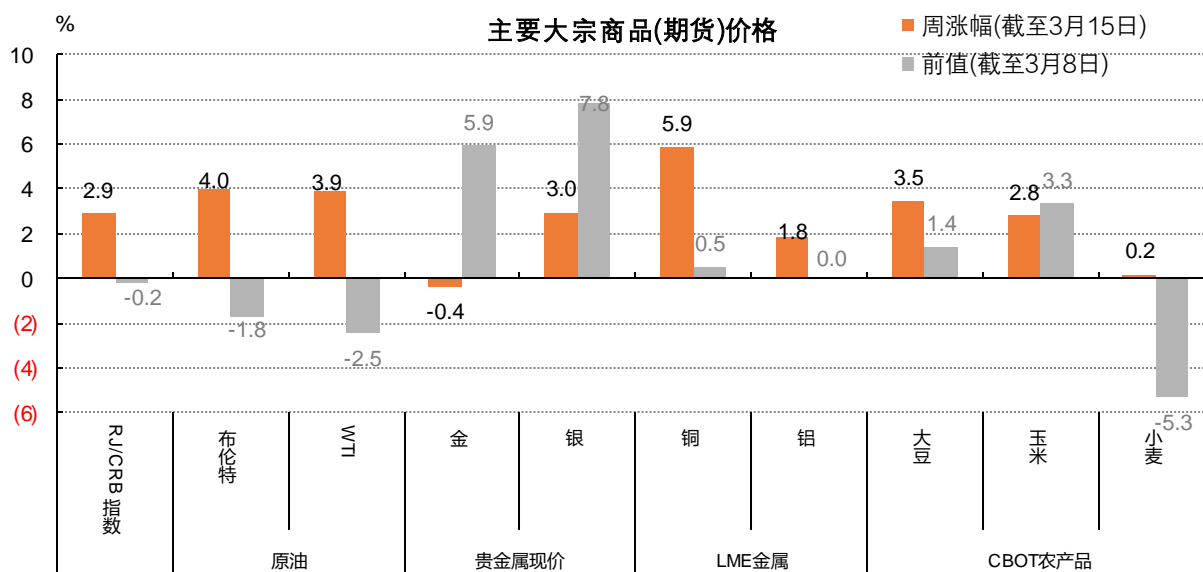
近一周（截至3月15日），原油和铜价大涨，黄金小幅回调。原油方面，布伦特和WTI原油整周分别上涨4.0%和3.9%，

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。



分别至 85.3 和 81.0 美元/桶。美国原油库存下降表明需求增强，加上乌克兰袭击俄罗斯炼油厂后可能导致供应中断，使得石油价格随之上涨、创下四个月新高。3 月 14 日，美国能源信息署 (EIA) 表示，截至 3 月 8 日的一周内，原油意外减少 150 万桶，原先分析师预测库存将增加 130 万桶。3 月 13 日，乌克兰无人机连续第二天袭击俄罗斯炼油设施，导致俄罗斯石油公司 (Rosneft) 旗下最大炼油厂起火，这是近几个月来，俄罗斯能源行业遭受的最严重袭击之一。**贵金属方面**，黄金和白银现货价整周分别下跌 0.4% 和上涨 3.0%，金价终结连涨，主要受美国通胀超预期及降息预期推迟的影响。**金属方面**，LME 铜整周上涨 5.9%，主要受中国冶炼厂讨论联合减产后供应可能趋紧的支撑。3 月 14 日，中国有色金属工业协会发布声明称，3 月 13 日其组织举行铜冶炼企业座谈会，来自 19 家冶炼厂高管在推进铜原料结构调整、调整冶炼生产节奏、提高准入门槛、严控铜冶炼产能扩张等方面达成共识。**农产品方面**，CBOT 大豆、玉米和小麦整周分别上涨 3.5%、上涨 2.8% 和上涨 0.2%。

图表13 原油和铜价大涨，黄金小幅回调

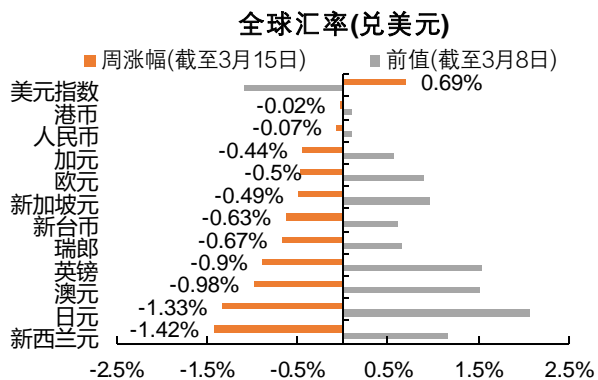


资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 2.4 外汇：美元指数上涨

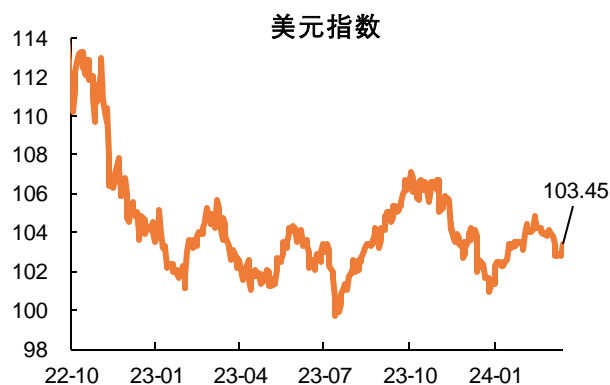
近一周 (截至 3 月 15 日)，美元指数整周上涨 0.69% 至 103.45，日元和澳新货币明显走贬，欧元跌幅较小。美国方面，通胀数据引发市场降息预期反弹，提振美元表现。**欧元区方面**，欧央行最新表态认为 6 月降息概率大于 4 月，令欧元获得一定支撑，欧元兑美元整周跌 0.5%。**英国方面**，更多迹象显示英国经济的表现好于市场此前预期，包括 3 月 13 日英国 GDP 数据回升，英镑兑美元整周跌 0.9%。**日本方面**，虽然“春斗”结果积极，但四季度 GDP 回升幅度不及市场预期，日银转向预期未能扭转美联储降息预期推迟的冲击，日元兑美元整周跌 1.33%，美元兑日元录得 149.06。

图表14 日元和澳新货币明显走贬，欧元跌幅较小



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 美元指数整周上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

**风险提示:** 美国经济和通胀超预期上行，美联储降息预期超预期推迟，国际金融风险超预期上升等。



## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）  
推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）  
中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）  
回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）  
中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）  
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层