

海外周报 20260308

2月美国CPI前瞻：油价飙升前的平静—— 海外周报 20260308

2026年03月08日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦祎

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

证券分析师 王茁

执业证书：S0600526010001

wangzhuo@dwzq.com.cn

■ **核心观点：**本周原油价格的飙升令美国通胀预期快速上行，加之2月美国非农就业大幅逊于预期，市场对美国滞胀乃至衰退担心迅速升温。综合来看，市场更多在定价偏滞胀而非单纯的衰退，而年迄今美国经济数据整体好于预期，我们仍预期一季度美国增长在宽财政、宽货币脉冲的影响下而保持稳健增长。下周关注2月美国CPI，市场预期核心CPI环比改善。向前看，中东局势和油价的走势是美国CPI的核心矛盾。给定原油价格对燃油CPI分项50%传导率，风险情景下，若3、4月油价维持在150美元/桶，则3、4月CPI同比增速将分别抬升1.80、2.04个百分点；若油价维持100美元/桶至年底，则12月CPI同比将升至3.48%。

■ **大类资产：**本周海外市场由伊朗局势的迅速升温主导，避险情绪和滞胀担忧令除原油、美元与人民币以外的几乎所有大类资产均下跌。全周来看，受中东战争持续、航运受阻和产油国停产预期影响，原油大涨，全球股市普遍下跌，其中对进口原油依赖度高、前期因AI基建主题而大涨的韩国股市大跌；部分受流动性影响，白银和黄金下跌，黄金的避险属性再度失效。

■ **海外经济：**本周原油价格的飙升令美国通胀预期快速上行，加之2月美国非农就业大幅逊于预期，市场对美国滞胀乃至衰退担心迅速升温。综合来看，一方面，2月美国非农的疲软更多受罢工、模型调整、极端天气的噪音影响，与近期公布的ISM制造业和服务业PMI、ADP就业趋势背离；另一方面，综合美债TIPS利率和BEI盈亏平衡通胀率来看，市场更多在定价偏滞胀而非单纯的衰退。整体来看，年迄今美国经济数据整体好于预期，我们仍预期一季度美国增长在宽财政、宽货币脉冲的影响下而保持稳健增长。

■ **2月美国CPI前瞻：**下周三BLS将公布2月美国CPI，综合彭博分析师、美联储高频预测、通胀掉期、Kalshi博彩网站数据来看，市场对2月CPI环比预测维持在0.25-0.3%之间，对核心CPI环比预期在0.2%左右，通胀压力延续改善。由于2月油价仍在低位，总体通胀压力尚可控，2月CPI值得关注的是：①从Manheim二手车趋势来看，2月二手车环比预期回暖，核心商品是否因此存在上行风险；②1月超级核心服务通胀环比增速录得1年以来新高，核心服务黏性仍强，若2月这一趋势延续，则市场对美国核心通胀黏性担忧或进一步升温。向前看，中东局势和油价的涨势及其对美国CPI、美联储降息预期的影响是短期内的核心矛盾。给定原油价格对燃油CPI分项50%传导率，风险情景下，若3、4月油价维持在150美元/桶，则3、4月CPI同比增速将分别抬升1.80、2.04个百分点，对应CPI同比升至4.19%、4.43%；若油价维持100美元/桶至年底，则12月CPI同比将升至3.48%。

■ **风险提示：**伊朗局势发展超预期；特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

相关研究

《2月非农：数据偏弱，但噪音更强——2026年2月美国非农就业数据点评》

2026-03-07

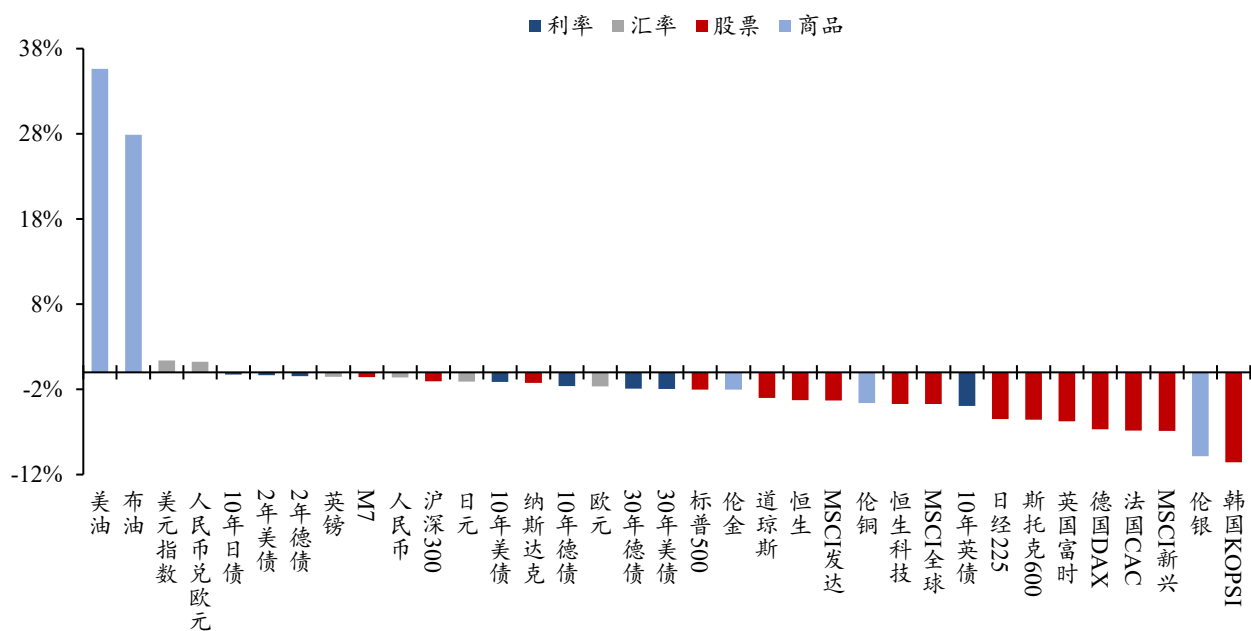
《海外冲突持续进行，但A股仍以自身节奏为主》

2026-03-07

1. 大类资产

本周（3月2日至3月8日）海外市场由伊朗局势的迅速升温主导，避险情绪和滞胀担忧令除原油、美元与人民币以外的几乎所有大类资产均下跌。从基本面来看，本周公布的ISM美国PMI、ADP就业等数据均好于预期，但周五公布的2月非农就业在噪音影响下大幅逊于预期，市场对美国经济滞胀的担忧飙升。全周来看，受中东战争持续、航运受阻和产油国停产预期影响，WTI原油大涨35.63%；避险情绪的升温下，美元上涨1.41%，而全球股市普遍下跌，其中对进口原油依赖度高、前期因AI基建主题而大涨的韩国股市大跌，KOSPI指数全周下跌10.56%。部分受流动性影响，白银大跌9.86%，黄金下跌2.03%，其避险属性再度失效。

图1：最近一周（3月2日-3月8日）大类资产回报率



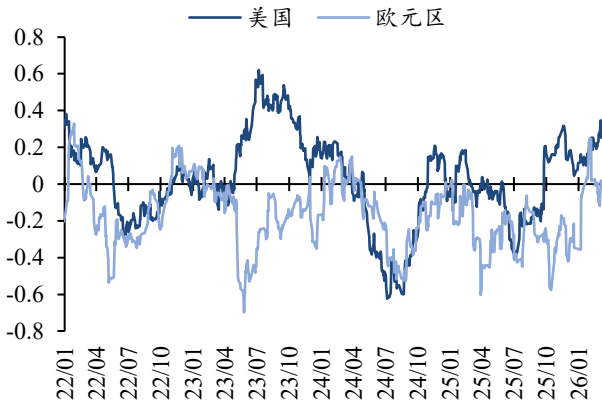
数据来源：彭博、东吴证券研究所；利率资产为利率期货合约

从交易节奏来看，伊朗局势的升级及其对海外资产的影响从周中开始显著升温，而前半周，好于预期的美国经济数据、特朗普对保障中东地区航运的表态一度提振市场情绪，带动美股上涨。具体来看，周一，市场计价周末美以联合对伊朗的袭击，油价上涨，美债利率则在通胀预期的升温下上行，而美国“斩首行动”的实施令市场对局势相对乐观，叠加好于预期改善的2月ISM美国制造业PMI提振增长预期，美股震荡小幅上行；周二以后，随着特朗普表示“不达目标不停战，行动可能持续四周五”，以及霍尔木兹海峡航运流量锐减，市场对战事持续、油价飙升、美国经济陷入“滞胀”的担忧升温，原油价格和美债利率进一步上涨的同时，全球风险资产持续下挫，美元指数上涨。周五，随着战事升级，伊拉克、科威特等中东产油国减产的消息令市场对全球原油供给的担忧飙升，WTI原油大涨12%突破90美元/桶；而当晚发布的2月美国非农就业大幅弱于预

期、失业率回升，市场对美国经济滞胀担忧升温，市场从前期油价引发的“通胀升温→紧货币”剧本短暂走向衰退剧本，全年降息预期一度迅速升温后收窄。

2. 海外经济

图2: 美国、欧元区经济意外指数



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

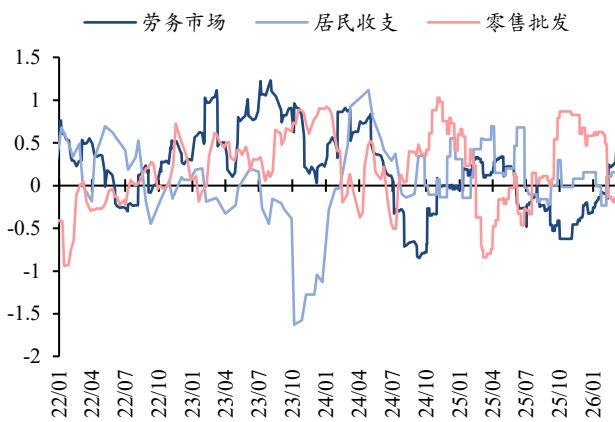
图3: 美国增长、通胀意外指数



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

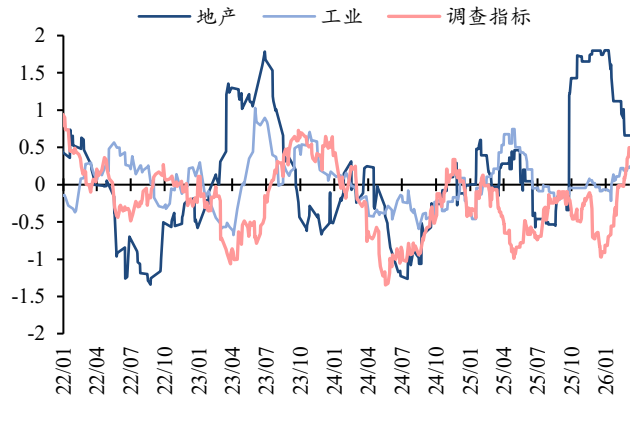
本周海外经济基本面整体改善。彭博美国经济意外指数保持震荡，其中增长意外指数在好于预期的2月ISM制造业、服务业PMI数据公布后，由2月27日的0.083一度上修至3月5日的0.155，随后在弱于预期的非农数据后回落至0.085；通胀意外指数由2月26日的0.366上修至最新0.598。彭博欧元区经济意外指数由2月27日的-0.091上修至0.0186，主要来自消费者信心和零售的改善。

图4: 美国居民相关经济意外指数



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

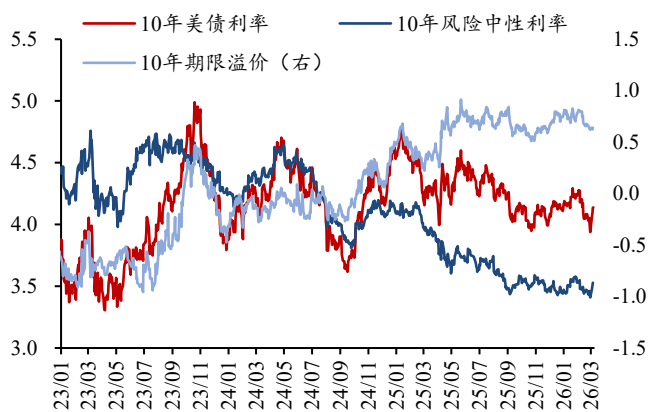
图5: 美国企业相关经济意外指数



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

值得注意的是，伊朗战争爆发以来，原油价格的飙升令美国通胀预期快速上行，加之本周发布的2月美国非农就业大幅逊于预期、环比录得2020年以来最大跌幅，市场对美国滞胀乃至衰退担心迅速升温。但综合来看，一方面，2月美国非农就业虽然延续了中期降温趋势，但其疲软更多受罢工、模型调整、极端天气的噪音影响，令其与近期公布的ISM制造业和服务业PMI、ADP就业趋势背离。另一方面，综合美债2年期、10年期TIPS利率（实际利率预期）和BEI盈亏平衡通胀率来看，实际利率预期下降的同时，通胀预期抬升，市场更多在定价偏滞胀而非单纯的衰退，并且隐含认为降息能够解决滞胀问题。综合来看，年迄今美国经济数据整体好于预期，我们仍预期一季度美国增长在宽财政、宽货币脉冲的影响下而保持稳健增长。

图6: 10年期美债利率、风险中性利率和期限溢价



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图7: 10年期美债利率、实际利率与通胀预期

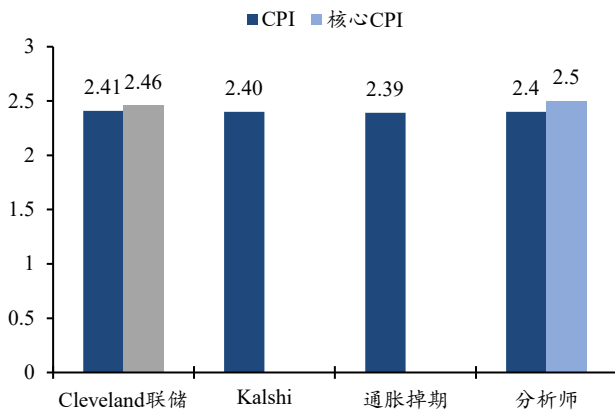


数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

3. 下周前瞻：2月美国CPI预计改善

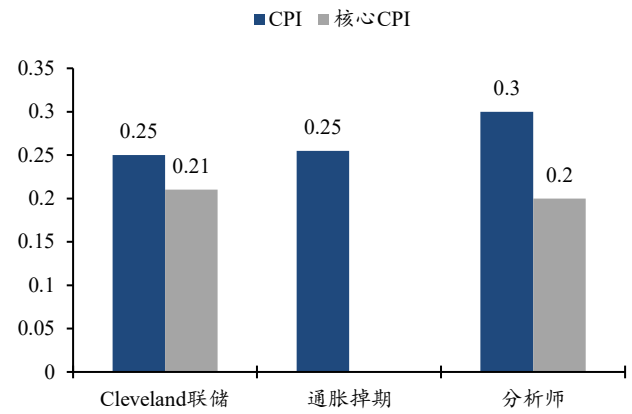
北京时间3月11日（下周三）20:30，BLS将公布2月美国CPI。最新彭博分析师预期2月美国CPI环比/核心环比+0.3%/+0.2%，前值+0.2%/+0.3%，同比/核心同比+2.4%/+2.5%，前值+2.4%/+2.5%，即预期2月美国总体CPI环比小幅反弹，核心CPI则因偏弱的油价而环比小幅回落。综合美联储高频预测、通胀掉期、Kalshi博彩网站数据来看，市场对2月CPI环比预测维持在0.25-0.3%之间，对核心CPI环比在0.2%左右，通胀压力延续改善。

图8: 各方对美国 2 月 CPI 同比预测



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

图9: 各方对美国 2 月 CPI 环比预测



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

由于 2 月油价仍维持在低位, 总体通胀压力尚可控, 2 月 CPI 值得关注的是: ①从 Manheim 二手车趋势来看, 2 月二手车环比预期回暖, 核心商品是否因此存在上行风险; ②1 月超级核心服务通胀环比增速录得 1 年以来新高, 核心服务黏性仍强, 若 2 月这一趋势延续, 则市场对美国核心通胀黏性担忧或进一步升温。向前看, 中东局势和油价的涨势及其对美国 CPI、美联储降息预期的影响是短期内的核心矛盾。

图10: 不同情景下油价对美国 CPI 环比月均拉动力

	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
60	-0.10%	-0.05%	-0.04%	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.01%	-0.01%	-0.01%
65	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
70	0.13%	0.06%	0.04%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%
75	0.24%	0.12%	0.08%	0.06%	0.05%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%
80	0.36%	0.17%	0.11%	0.08%	0.07%	0.05%	0.05%	0.04%	0.04%	0.03%
85	0.48%	0.22%	0.14%	0.11%	0.09%	0.07%	0.06%	0.05%	0.05%	0.04%
90	0.59%	0.27%	0.18%	0.13%	0.10%	0.09%	0.07%	0.06%	0.06%	0.05%
95	0.71%	0.32%	0.21%	0.15%	0.12%	0.10%	0.09%	0.07%	0.07%	0.06%
100	0.83%	0.37%	0.24%	0.17%	0.14%	0.11%	0.10%	0.08%	0.07%	0.07%
105	0.94%	0.41%	0.26%	0.19%	0.15%	0.13%	0.11%	0.09%	0.08%	0.07%
110	1.06%	0.46%	0.29%	0.21%	0.17%	0.14%	0.12%	0.10%	0.09%	0.08%
115	1.17%	0.50%	0.32%	0.23%	0.18%	0.15%	0.13%	0.11%	0.10%	0.09%
120	1.29%	0.55%	0.34%	0.25%	0.20%	0.16%	0.14%	0.12%	0.11%	0.10%
125	1.41%	0.59%	0.37%	0.27%	0.21%	0.17%	0.15%	0.13%	0.11%	0.10%
130	1.52%	0.63%	0.39%	0.29%	0.23%	0.19%	0.16%	0.14%	0.12%	0.11%
135	1.64%	0.67%	0.42%	0.30%	0.24%	0.20%	0.17%	0.15%	0.13%	0.11%
140	1.76%	0.71%	0.44%	0.32%	0.25%	0.21%	0.18%	0.15%	0.13%	0.12%
145	1.87%	0.75%	0.46%	0.34%	0.26%	0.22%	0.18%	0.16%	0.14%	0.13%
150	1.99%	0.79%	0.49%	0.35%	0.28%	0.23%	0.19%	0.17%	0.15%	0.13%

数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴数字代表月份, 纵轴为油价, 单位美元/桶

图11: 不同情景下油价对美国 CPI 同比拉动力

	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
60	-0.18%	-0.08%	-0.05%	-0.18%	-0.18%	-0.11%	-0.09%	-0.02%	0.00%	0.05%
65	-0.07%	0.03%	0.07%	-0.07%	-0.07%	0.00%	0.02%	0.10%	0.12%	0.18%
70	0.04%	0.15%	0.19%	0.04%	0.04%	0.12%	0.14%	0.22%	0.25%	0.31%
75	0.15%	0.27%	0.31%	0.15%	0.14%	0.23%	0.26%	0.35%	0.37%	0.44%
80	0.26%	0.39%	0.43%	0.26%	0.25%	0.35%	0.38%	0.47%	0.50%	0.57%
85	0.37%	0.51%	0.55%	0.37%	0.36%	0.47%	0.49%	0.59%	0.62%	0.70%
90	0.48%	0.62%	0.67%	0.48%	0.47%	0.58%	0.61%	0.72%	0.75%	0.83%
95	0.59%	0.74%	0.79%	0.59%	0.58%	0.70%	0.73%	0.84%	0.87%	0.96%
100	0.70%	0.86%	0.91%	0.70%	0.69%	0.81%	0.85%	0.96%	1.00%	1.09%
105	0.81%	0.98%	1.03%	0.81%	0.80%	0.93%	0.96%	1.09%	1.12%	1.22%
110	0.92%	1.10%	1.15%	0.92%	0.91%	1.04%	1.08%	1.21%	1.25%	1.35%
115	1.03%	1.21%	1.27%	1.03%	1.02%	1.16%	1.20%	1.33%	1.37%	1.48%
120	1.14%	1.33%	1.40%	1.14%	1.13%	1.28%	1.31%	1.46%	1.50%	1.61%
125	1.25%	1.45%	1.52%	1.25%	1.24%	1.39%	1.43%	1.58%	1.62%	1.73%
130	1.36%	1.57%	1.64%	1.36%	1.35%	1.51%	1.55%	1.70%	1.75%	1.86%
135	1.47%	1.69%	1.76%	1.47%	1.46%	1.62%	1.67%	1.83%	1.87%	1.99%
140	1.58%	1.81%	1.88%	1.58%	1.57%	1.74%	1.78%	1.95%	2.00%	2.12%
145	1.69%	1.92%	2.00%	1.69%	1.68%	1.85%	1.90%	2.07%	2.12%	2.25%
150	1.80%	2.04%	2.12%	1.80%	1.79%	1.97%	2.02%	2.20%	2.25%	2.38%

数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 横轴数字代表月份, 纵轴为油价, 单位美元/桶

当前博彩市场对美伊直接停火的预期仍较为悲观, Polymarket 预期 4 月 30 日前双方停火的概率为 47%, 6 月 30 日前停火概率为 60%。考虑到特朗普的强硬表态大概率仍属于极限施压手段, 且国内环境不支持特朗普长期维持对伊朗的大规模军事行动, 我们仍预期对伊打击仍将在特朗普给定的时间框架范围内提前结束, 即冲突继续持续约 4 周, 则基准情形下, 原油价格主要影响 3 月 CPI。风险情形下, 若战争持续 8 周或更长, 原油价格飙升至 150 美元/桶, 则原油价格将继续影响 4-5 月 CPI。给定原油价格对燃油 CPI 分项 50%传导率, 我们推演了不同油价情景对美国 CPI 环比和同比拉动力情景, 如

图 10-11 所示。基准情景下，若 3、4 月油价维持在 100 美元/桶，则 3、4 月 CPI 同比增速将分别抬升 0.7、0.86 个百分点，对应 CPI 同比升至 3.09%、3.25%；风险情景下，若 3、4 月油价维持在 150 美元/桶，则 3、4 月 CPI 同比增速将分别抬升 1.80、2.04 个百分点，对应 CPI 同比升至 4.19%、4.43%；若油价维持 100 美元/桶至年底，则 12 月 CPI 同比将升至 3.48%。对于降息预期而言，在上述伊朗局势的基准情形下，我们仍预期沃什就任美联储主席后将于 6 月首次降息，风险情景下，油价飙升至 120-150 美元以上并高企不下，推高通胀，则年内降息可能延后或清零。

4. 风险提示

伊朗局势发展超预期；特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>