

宏观周报 20260329

市场对地缘风险的定价仍然乐观——海外周报 20260329

2026年03月29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

相关研究

《外围冲击持续发酵，仍需保持警惕》

2026-03-28

《今年财政到底是弱还是强？》

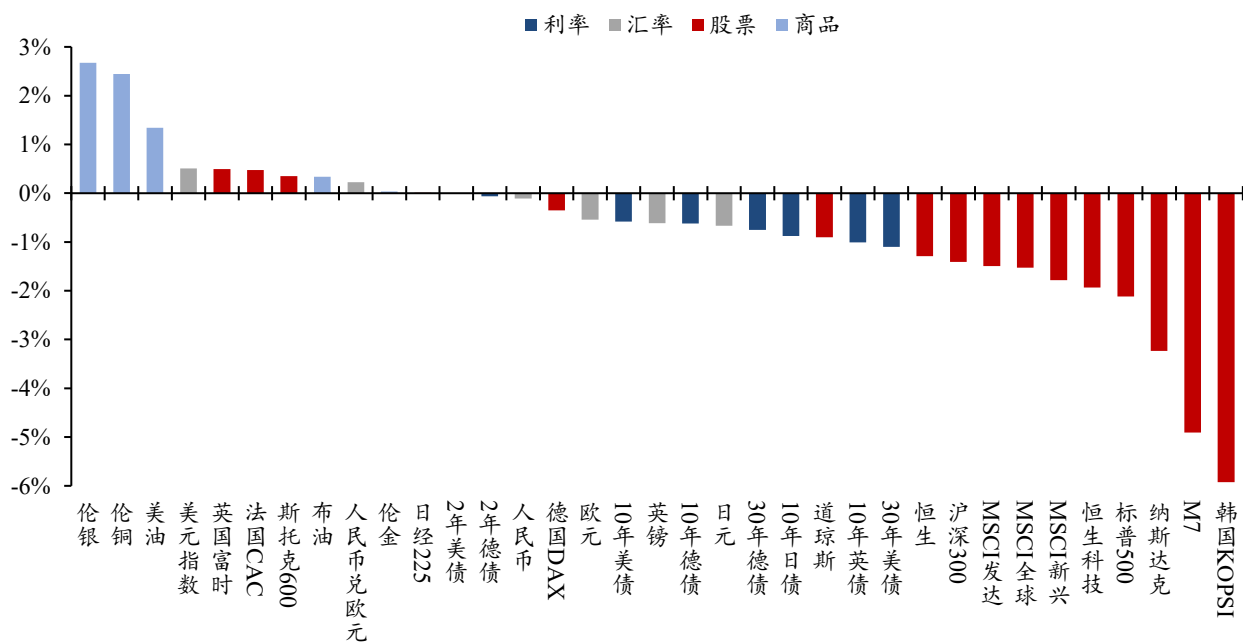
2026-03-28

- **核心观点:** 本周美伊冲突并未见有效的缓和迹象，战争局势延续了前几周的“前半周特朗普‘TACO’、后半周冲突升级”模式，全球资产走势因而维持了高波动，美股大跌，油价中枢居高不下，黄金、白银止跌反弹。市场预期方面，当前交易员预期美联储年内将有小幅加息预期，而根据最新彭博调查，**分析师仍预期2026年内美联储将有一次降息**。同时，分析师大幅上调26Q1美国增长预期、大幅下调了26Q2增长预期，并大幅上调未来几个季度通胀预期。向前看，**我们对美股仍偏悲观，因当前市场尚未充分计价战争失控的尾部风险，即油价失控→美联储加息→美国衰退预期，届时美股可能面临非线性下跌风险。**
- **大类资产:** 本周，美伊冲突延续了前几周的“前半周‘TACO’、后半周冲突升级”模式，全球资产因而维持了高波动。周一，特朗普在社交媒体表示与伊朗在过去两天进行了“富有成效”的对话，但随着时间的推移，市场对于短期内达成和平协议、战争迅速平息的预期越来越悲观，美股遭遇抛售，油价反弹。值得注意的是，在周五油价上涨、美股继续下跌的同时，美债收益率并未继续攀升，黄金、白银同样止跌反弹，这或表明市场正在部分交易衰退预期，但这一幅度并不显著。
- **海外经济:** 本周海外经济基本面保持稳健，彭博美国经济意外指数连续第二周反弹，欧元区经济意外指数略有回落。市场预期方面，根据彭博在3月20—25日对79名经济学家进行的月度问卷调查，分析师一致预期大幅下调了26Q2美国增长预期，上调未来几个季度通胀预期和政策利率预期，但仍预期2026年内美联储将有一次降息。增长方面，分析师显著上修26Q1美国增长预期，但同时大幅下修26Q2增长预期，对2026年下半年增长预期变化不大，或表明市场对中东局势和增长前景仍保持高度不确定性态度。
- **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。

1. 大类资产

本周（3月23日—3月29日），美伊冲突并未见有效的缓和迹象，战争局势延续了前几周的“前半周‘TACO’、后半周冲突升级”模式，全球资产走势因而维持了高波动。周一，特朗普在社交媒体表示与伊朗在过去两天进行了“富有成效”的对话，并将暂停打击伊能源设施。尽管这一表态很快遭到伊朗方面的否认，但市场对和平谈判的乐观预期仍带动美股上涨、油价大跌。随后，美伊双方各自提出和平谈判条件，并对对方的表态予以强硬回应；与此同时，白宫计划向中东增派更多兵力等消息令市场担忧美国仍将在短期内升级冲突，因此，随着时间的推移，市场对于短期内达成和平协议、战争迅速平息的预期越来越悲观，美股遭遇猛烈抛售，油价反弹。尤其是，尽管周四特朗普再次称将对伊朗的能源设施打击行动暂停10天，但市场并不“买账”，周五美股继续大跌。值得注意的是，在周五油价上涨、美股继续下跌的同时，美债收益率并未继续攀升，而是转为下行，黄金、白银同样止跌反弹，这或表明市场正在部分交易衰退预期，但这一幅度并不显著。

图1：最近一周（3月23日-3月29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

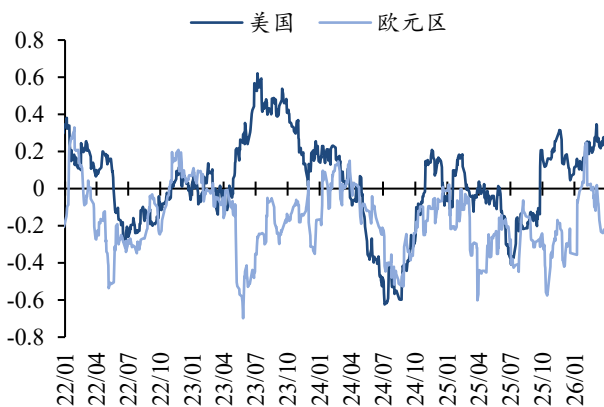
全周来看，全球股指多数大跌，MSCI全球、发达和新兴市场指数普跌，其中韩国KOSPI指数、纳斯达克和标普500分别跌5.92%、4.91%、3.23%，跌幅居前；受油价居高不下和紧货币预期持续的影响，债券普遍下跌，美元指数上涨。而受前半周战争局势缓和、以及前几周超跌情绪修复影响，本周白银、铜和黄金等贵金属震荡收涨，金、银结束了连续三周的大跌。向前看，我们对美股仍偏悲观，因当前市场尚未充分计价战争失控的尾部风险，即油价失控→美联储加息→美国衰退预期；若未来几周中东局势进一步失控、或陷入持久战，风险资产可能面临非线性下跌风险。

2. 海外经济

2.1. 本周回顾

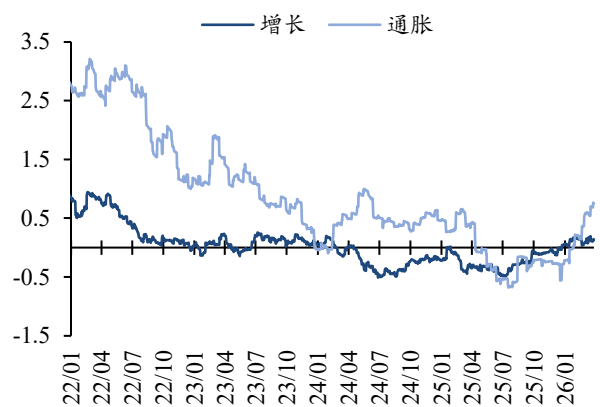
本周海外经济基本面保持稳健。受好于预期的首申失业金、地区联储调查数据等的提振，彭博美国经济意外指数连续第二周反弹，其中通胀意外指数上行幅度高于增长意外指数。彭博欧元区经济意外指数略有回落，主因3月多数成员国的调查与经济指数整体偏弱。

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

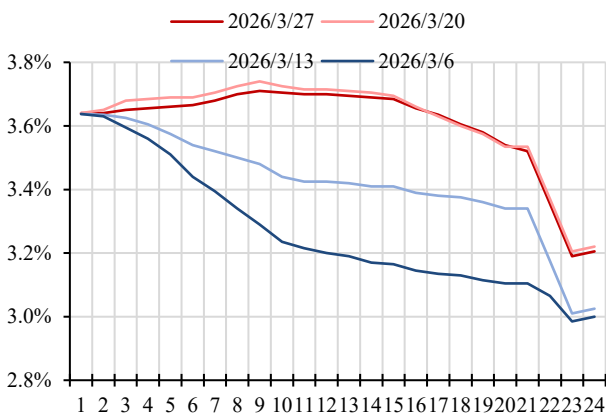
图3: 美国增长、通胀意外指数



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

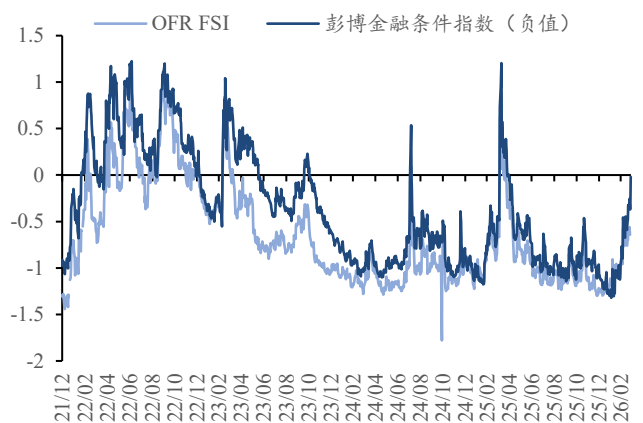
流动性方面，本周虽然和平谈判消息一度提振市场情绪，但伊朗的强硬回应、以及双方再度升级的地面打击令中东局势前景仍然具有高度不确定性。受此影响，油价中枢居高不下，Brent原油周五再度飙升至112美元/桶以上。本周，欧央行行长拉加德表示，“如有必要将在任何一次会议上加息”。截至最新，联邦基金期货预期美联储截至9月加息概率为23%，掉期市场显示交易员预期4月欧央行加息概率为52%，并充分定价至6月有1次加息。受长债利率攀升、股市大跌影响，美国金融条件本周大幅收紧。

图4: 联邦基金期货隐含未来政策利率路径



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图5: 美国金融条件指数

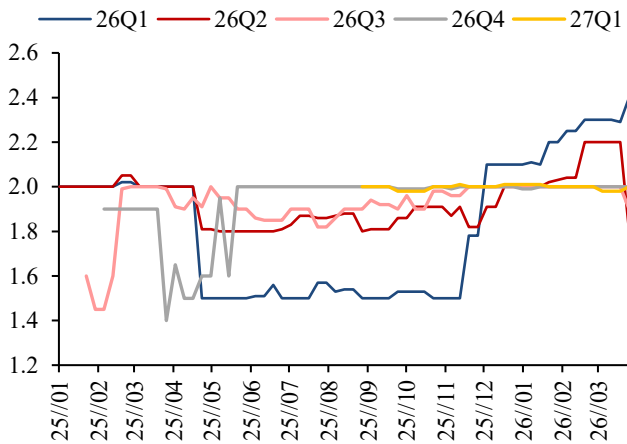


数据来源: 彭博、东吴证券研究所

2.2. 分析师预期

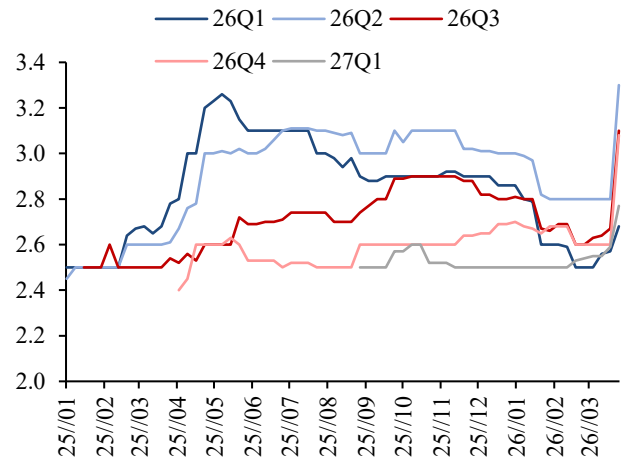
根据彭博在3月20—25日对79名经济学家进行的月度问卷调查，分析师一致预期大幅下调了26Q2美国增长预期，上调未来几个季度通胀预期和政策利率预期，但仍预期2026年内美联储将有一次降息。

图6: 分析师对26Q1-27Q1美国GDP一致预期



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位%, GDP为季调环比年率增速

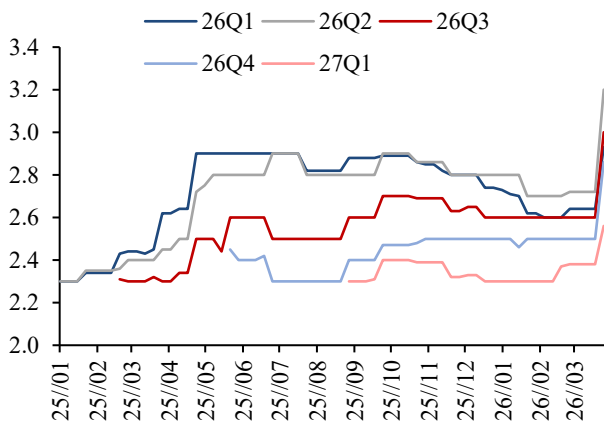
图7: 分析师对26Q1-27Q1美国CPI同比一致预期



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位%

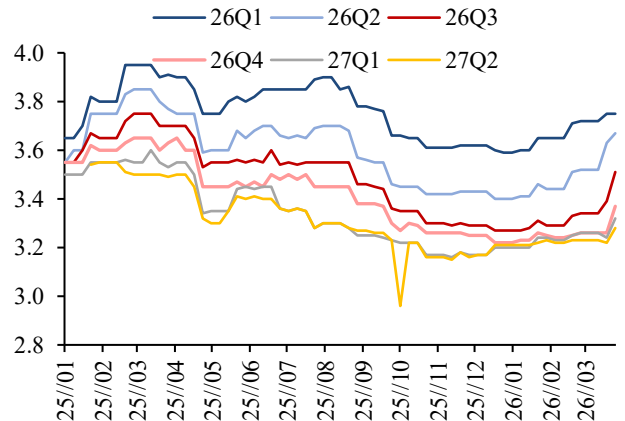
具体来看, 增长方面, 分析师显著上修26Q1美国增长预期, 但同时大幅下修26Q2增长预期, 当前分析师一致预期26Q1—27Q1美国GDP季环比年率增速分别为2.4→1.8→1.9→2.0→2.0%, 即预期26Q1美国GDP环比增速仍有望在宽财政的脉冲下反弹, 但部分受中东战争带来的高油价和紧货币预期拖累, 预期26Q2美国增长将显著走弱; 同时, 对2026年下半年增长预期变化不大, 或表明市场对中东局势和增长前景仍保持高度不确定性态度。

图8: 分析师对26Q1-27Q1美国PCE同比一致预期



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位%

图9: 分析师对26Q1-27Q1美联储政策利率一致预期



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位为%, 彭博政策利率为利率上限

通胀方面，分析师大幅上修 2026 年通胀预期，最新分析师一致预期 26Q1—27Q1 美国 PCE 同比增速分别为 2.93→3.2→3.0→2.86→2.56%，相较上月预测大幅提升。货币政策方面，最新分析师一致预期美联储将在 9 月 16 日 FOMC 会议上降息 25bps，随后保持利率不变至 2027 年 4 月。而相应地，交易员对于年内货币政策预期显著更为悲观，预计年内有小幅（约 25%）的加息预期（图 4）。

3. 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>