



研究所

分析师:李起
SAC 登记编号:S1340524110001
Email:liqi2@cnpsec.com
分析师:高晓洁
SAC 登记编号:S1340526020001
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《海外宏观周报：地缘冲突升温，市场波动加剧》 - 2026.03.24

宏观观点

海外宏观周报：从“金发姑娘”转向滞胀交易

● 核心要点

上周宏观图景仍由中东局势主导，美以伊冲突进入第二个月，前景仍充满不确定性。上周一，美国方面释放正在与伊朗接触谈判的信号，总统特朗普宣布，将推迟针对伊朗能源基础设施的打击行动，理由是美伊之间进行了“非常良好且富有成效的”对话，市场短暂交易冲突降级预期。但谈判随即遭到伊朗官方否认，伊朗外交部发言人表示，并未与美国进行谈判，且伊朗关于结束战争的条件没有改变。当前双方诉求差距显著，达成协议仍需时日。同时，战火外溢风险仍在累积，也门胡塞武装参战，还有媒体报道称，美国计划向该地区增派部队。

市场在停火的希望与冲突延长的担忧之间剧烈摇摆。在此背景下，上周投资者风险偏好明显下降，股市整体承压，国债收益率因通胀担忧和宽松预期消退而上行，美元在避险需求驱动下走强。市场从年初的“金发姑娘”叙事逐渐转向滞胀交易。回顾历史经验，在滞胀预期下，市场风格通常呈现明显的防御特征，能源、必需消费、上游原材料等板块相对抗跌，金融、可选消费等板块表现疲软；大宗商品、通胀挂钩债券（TIPS）等能够直接受益于价格上涨或具备通胀对冲属性的资产，往往获得超额收益。

● 风险提示：

若地缘冲突快速缓和，能源供给恢复，油价与通胀预期或回落，市场可能重新定价增长修复+通胀下行情景。

目录

1 海外宏观事件与数据跟踪.....	4
2 美联储观点跟踪.....	6
3 风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 美国初请失业金人数 (万人)	4
图表 2: 美国续请失业金人数 (万人)	4
图表 3: 美国密歇根大学消费者信心指数	5
图表 4: 美国密歇根大学通胀率预期 (%)	5
图表 5: 日本 CPI 增速 (%)	5
图表 6: 市场预期降息路径延后, 年内维持利率不变	8

1 海外宏观事件与数据跟踪

上周宏观图景仍由中东局势主导，美以伊冲突进入第二个月，前景仍充满不确定性。上周一，美国方面释放正在与伊朗接触谈判的信号，总统特朗普宣布，将推迟针对伊朗能源基础设施的打击行动，理由是美伊之间进行了“非常良好且富有成效的”对话，市场短暂交易降级预期。但谈判随即遭到伊朗官方否认，伊朗外交部发言人表示，并未与美国进行谈判，且伊朗关于结束战争的条件（包括赔偿、安全保障、关闭美国在中东的基地等）没有改变。当前双方诉求差距显著，达成协议仍需时日。同时，战火外溢风险仍在累积，也门胡塞武装参战，还有媒体报道称，美国计划向该地区增派部队。

市场在停火的希望与冲突延长的担忧之间剧烈摇摆。油价先因暂停消息暴跌，后又因伊朗否认和持续冲突担忧而反弹，股市整体承压，国债收益率因通胀担忧和降息预期消退而上行，美元在避险需求支撑下走强。未来应重点关注美伊是否有实质性外交突破，以及霍尔木兹海峡航运能否部分恢复。

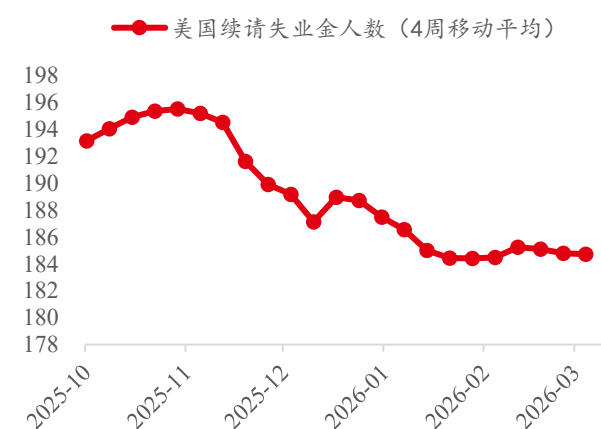
经济数据方面，美国劳动力市场仍有韧性，但受中东局势影响，消费者信心有所恶化。申领失业金人数维持低位，密歇根大学消费者信心指数下滑至 53.3，同时 1 年期通胀预期抬升，而 5 年期通胀预期相对稳定，显示长期通胀预期尚未失控。日本通胀放缓趋势明确，但未来路径或受到国际油价飙升的干扰。各主要经济体的通胀与消费都笼罩在中东冲突的阴影之下。

图表1：美国初请失业金人数（万人）



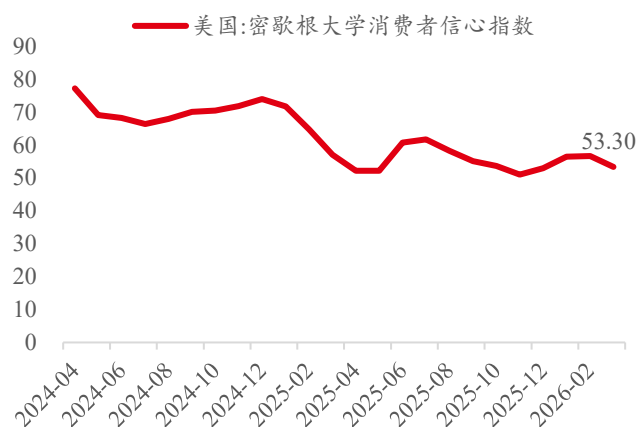
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：美国续请失业金人数（万人）



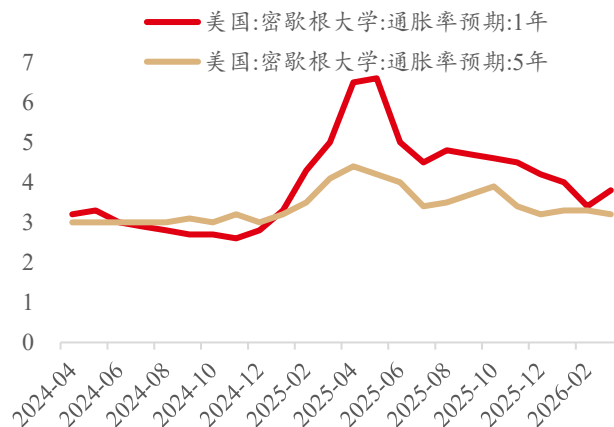
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表3：美国密歇根大学消费者信心指数



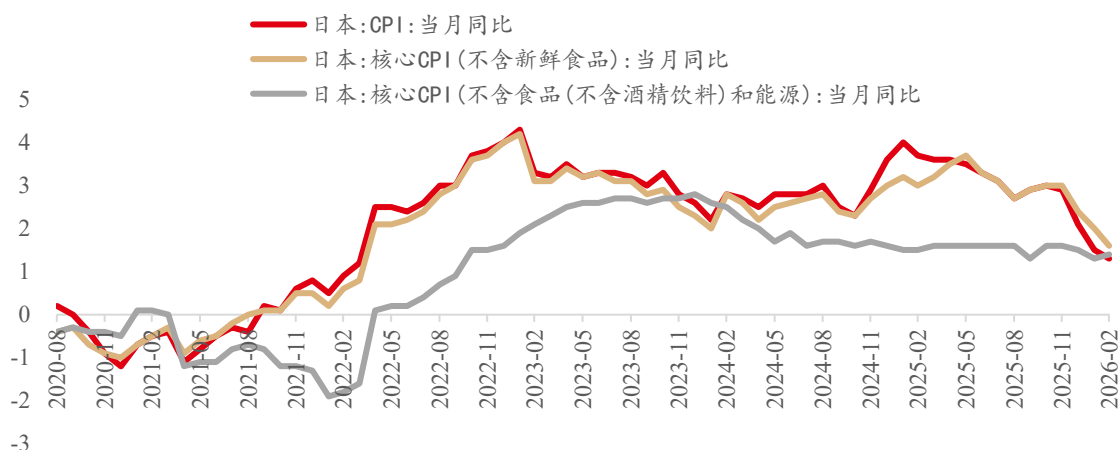
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：美国密歇根大学通胀率预期（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表5：日本 CPI 增速（%）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 美联储观点跟踪

1. 芝加哥联储主席古尔斯比：

美联储古尔斯比强调当前是一个经济紧平衡时刻，通胀和冲击因素增加了政策的不确定性。古尔斯比指出，尽管失业率未显著上升，但通胀仍是主要风险，且通胀预期的稳定性至关重要。

油价上涨对家庭预期影响较大，可能引发通胀预期偏离，影响未来的货币政策决策。古尔斯比提到历史上的石油危机常引发滞胀，当前需关注油价对经济的长远影响。未来美联储可能在加息和降息之间反复调整，以应对不断变化的经济环境和通胀压力。

2. 美联储理事库克：

美联储理事库克指出，劳动力市场处于低招聘、低解雇状态，对最年轻的劳动者而言尤为艰难。美联储正在密切关注人工智能和就业市场的相关数据，人工智能对劳动力市场具有变革性作用，不确定性加剧，但风险总体平衡。鉴于伊朗战争，如今通胀风险升高。风险平衡已更多地向通胀方向倾斜。美联储此前已接近 2% 的目标，关税偏离了这一目标，而当前的局势则进一步远离目标。

3. 美联储理事巴尔：

鉴于通胀高于目标水平，利率可能需要“在一段时间内”保持不变。劳动力市场似乎正在企稳。巴尔指出，中东冲突带来额外风险，降息前需看到通胀回落的证据，鉴于高油价，战争增加了风险。

4. 美联储副主席杰斐逊：

持续的能源价格冲击可能产生重大影响。预计一旦关税效应消退，在生产率增长和放松监管的助力下，通胀回落势头将得以恢复。今年经济将以约 2% 或略高于 2% 的速度扩张，但不确定性较高。杰斐逊预计失业率将在 2026 年前保持稳定，劳动力市场前景面临下行风险。杰斐逊指出，当前的政策立场使美联储处于有利

地位。迄今为止的能源价格上涨对通胀的影响应相对温和。当前的政策立场应继续支持劳动力市场，并促使通胀重新回落。他将密切关注成本上升是否会对经济产生深远影响，但私人信贷脆弱性令人感到些许担忧。

5. 美联储理事米兰：

美联储理事米兰认为应避免根据短期新闻制定货币政策，强调当前形势尚不明朗。他指出油价冲击对核心通胀影响有限，能源价格上涨抑制需求，抵消部分通胀压力。

米兰预计 2026 年将多次降息，劳动力市场逐步走软，政策前景偏向宽松。他警示二次通胀和工资上涨可能促使加息，但目前尚无必要。米兰调高今年年底通胀预期至 2.7%，强调需关注油价对未来通胀的潜在影响。

在上周的讲话中，美联储理事米兰还指出，庞大的美联储资产负债表扭曲了市场，给美联储带来了问题。美联储更积极的市场干预举措可缩减资产负债表规模。存在将美联储持有资产缩减 1 万亿至 2 万亿美元的路径，美联储资产负债表规模缩小，能让美联储在下次危机时拥有更多选择。使美联储资产规模缩小的道路将需要数年时间，而美联储持有资产规模的缩减取决于准备金需求的变化，美联储应消除回购操作和贴现窗口的污点效应影响。

6. 里奇蒙德联储主席巴尔金：

美联储巴尔金指出人工智能领域变革的步伐和不确定性，让许多美联储官员感到不安。早在石油冲击之前，通胀进展就面临停滞风险。3 月维持利率不变“显得审慎”。他将密切关注通胀和预期数据，认为汽油价格上涨打击消费者信心，可能挤压其他支出。同时他指出失业率虽然低，但劳动力市场感觉脆弱。

图表6：市场预期降息路径延后，年内维持利率不变

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.4%	1.6%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	94.4%	1.5%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	92.5%	3.5%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.8%	90.7%	3.4%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.8%	90.7%	3.4%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	12.8%	83.5%	3.1%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	16.8%	78.9%	2.9%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.1%	1.9%	19.2%	76.0%	2.8%
2027/4/28	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	20.4%	74.4%	2.8%
2027/6/9	0.0%	0.0%	0.5%	5.3%	29.5%	62.4%	2.3%
2027/7/28	0.0%	0.1%	1.1%	8.5%	33.8%	54.4%	2.0%
2027/9/15	0.0%	0.1%	1.1%	8.2%	32.9%	53.6%	4.1%
2027/10/27	0.0%	0.5%	3.8%	17.5%	40.7%	34.9%	2.6%
2027/12/8	0.4%	3.4%	16.0%	38.2%	35.5%	6.1%	0.3%

资料来源：Fed Watch，中邮证券研究所

3 风险提示

若地缘冲突快速缓和，能源供给恢复，油价与通胀预期或回落，市场可能重新定价增长修复+通胀下行情景。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048