

2026 年 4 月 6 日

## 点评特朗普讲话与美国就业等数据开战后表现

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 (3/30): 再看中东局势的推演与大类资产影响
- 海外宏观周报 (3/23): 能源危机与通胀预期下的超级央行周
- 海外宏观周报 (3/16): 中东战局长期化, 全球资产大变局
- 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

### 主要大类资产走势:

	2026-04-03	周变动
美国国债收益率10Y	4.31	-13.0 bp
美国国债收益率2Y	3.79	-9.0 bp
日本国债收益率10Y	2.40	10.9 bp
日本国债收益率2Y	1.39	4.2 bp
德国国债收益率10Y	3.03	-8.0 bp
德国国债收益率2Y	2.63	-11.0 bp
标普500指数	6582.69	3.36 %
纳斯达克指数	21879.18	4.44 %
道琼斯工业指数	46504.67	2.96 %
日经225指数	53123.49	-0.47 %
伦敦富时100指数	10436.29	4.70 %
巴黎CAC40指数	7962.39	3.38 %
德国DAX指数	23168.08	3.89 %
伦敦现货黄金	4639.35	3.00 %
英国布伦特原油现货	141.61	17.10 %
美元指数	100.1948	0.02 %
欧元兑美元	1.1519	6 pips
英镑兑美元	1.3195	-70 pips
美元兑日元	159.6730	-6045 pips
美元兑人民币	6.8803	-302 pips

### 【一周焦点】

特朗普就伊朗问题发表全国讲话, 但并未起到安抚市场效果, 战事依旧存在较大升级可能。一是解释战争的必要性; 二是展示战果强调胜利; 三是对伊朗继续施压; 四是保证很快会撤军; 五是不再为海峡负责。我们认为美国与伊朗短期达成协议的可能性依旧极低; “美军将在两到三周退兵” 具有较高可信度, 但不意味着美国势力撤出中东; 派出地面部队的可能性降低; 4月6日后大规模空中打击概率较高, 而伊朗也较大可能做出强烈回应; 最终战局将走向缓和, 随后全球能源格局将经历俄乌战争后的第二次重塑。3月非农就业数据显示开战前两周美国劳动力市场暂时稳健, PMI数据也显示出中东战局对美国经济的不良影响, 随着更多数据发布, 预计美国经济的滞胀特征或进一步显现。

### 【交易模式】

通胀交易有所缓和, 地缘风险仍高度不确定

### 【关键数据】

**美国:** 非农就业回升, 失业率下行, 零售表现回暖, 贸易逆差环比小幅扩大, 批发销售增速放缓, 总库存下降, 房价涨幅收窄, 服务业PMI大幅下修。**欧洲:** CPI大幅上升, 失业率小幅升高。**日本:** 东京都CPI同比下行, 失业率下降。

### 【重要事件】

**美国:** 伊朗谈判最后期限已临近, 特朗普全国讲话。**欧洲:** 为能源危机作准备, 回应特朗普退出北约言论。**日本:** 央行表示加息必要性增加。**其他地区:** 多国船只通过霍尔木兹海峡。

### 【本周关注】

中东局势, 美国CPI及PCE数据

## 目 录

<b>【一周焦点】</b> .....	1
点评特朗普讲话与美国就业等数据开战后表现.....	1
<b>【交易模式】</b> .....	3
通胀交易有所缓和，地缘风险仍高度不确定.....	3
<b>【关键数据】</b> .....	4
美国：非农就业回升，失业率下行，零售表现回暖.....	4
欧洲：CPI 大幅上升，失业率小幅升高 .....	7
日本：东京都 CPI 同比下行，失业率下降 .....	9
<b>【重要事件】</b> .....	11
美国：伊朗谈判最后期限已临近，特朗普全国讲话.....	11
欧洲：为能源危机作准备，回应特朗普退出北约言论.....	14
日本：央行表示加息必要性增加.....	14
其他地区：多国船只通过霍尔木兹海峡.....	15
<b>【本周关注】</b> .....	17
中东局势，美国 CPI 及 PCE 数据.....	17

## 【一周焦点】

### 点评特朗普讲话与美国就业等数据开战后表现

中东战局持续五周，地缘风险依旧高度不确定。上周特朗普就伊朗问题发表全国讲话，但并未起到安抚市场效果，战事依旧存在较大升级可能。此外，随着3月非农就业和PMI数据发布，战事开启首月美国经济的表现初现端倪。

**特朗普“愚人节”讲话。**特朗普的开场白祝贺了“阿尔特弥斯二号”成功发射，指出这是“又一场胜利”，随后便切入正题。**一是解释战争的必要性。**特朗普历数伊朗47年来对美国的“威胁”，强调绝对不允许伊朗拥有核武器，指出打击伊朗的必要性。**二是展示战果强调胜利。**声称美国在军事上取得“迅速的、决定性的、空前的胜利”。特别指出政权更迭从来就不是目标，但伊朗旧领导层大量死亡，相当于政权更迭。**三是对伊朗继续施压。**若伊朗不妥协，将攻击伊朗的发电厂、油井、哈尔克岛等能源设施，把伊朗炸回“石器时代”。**四是保证很快会撤军。**无论最终是否和伊朗达成正式协议，美国都会在未来两三周后撤军。**五是不再为海峡负责任。**美国在石油和天然气方面完全自给自足，盟友要么问美国买，要么自己去解决霍尔姆斯海峡问题。

**特朗普讲话如何影响我们对中东局势的最新判断？**一是美国与伊朗短期达成协议的可能性依旧极低。特朗普讲话依旧强硬，而伊朗也同等强硬地作出了回应。更重要的是，特朗普指出了无论如何都会在两到三周后退兵，意味着伊朗无需坚持太久，就能获得很大收益——海峡控制权，而通行费很可能被伊朗视为战争的合理赔偿。**二是“美军将在两到三周退兵”具有较高可信度，但不意味着美国势力撤出中东。**不论是出于维护石油美元霸权的需要，还是出于以色列长期生存需要，亦或是保障海湾国家亲美政权的稳定性，美国都将继续保持在中东的势力，但在未成功打通海峡的情况下，其存在感与实力将受到削弱，石油美元会长期衰落，但不会一夜间崩塌。**三是派出地面部队的可能性降低。**特朗普在新的威胁中提到打击伊朗电厂、油井、哈尔克岛等能源基础设施，这些目标仅用空袭即可完成。同时也表示不再追求控制海峡（包括控制哈尔克岛等关键岛屿）。此外，考虑到地面进攻很难“脱身”（两到三周内结束），因此地面进攻概率有所下降。**四是4月6日后大规模空中打击概率较高，而伊朗也较大可能做出强烈回应。**可以设想，若没有更大的战果并最终退兵，美国政府或无法向国会和国民交代，因此4月上中旬战争升级的可能性很大，而最终

对地区能源供给的破坏程度现难以估量，需要做好市场再次大幅波动的准备。**五是最终战局将走向缓和。**尽管时间较长，而全球石油供应可能在未来 2-6 个月都无法恢复，**全球能源格局将经历俄乌战争后的第二次重塑。**

**3 月非农就业数据显示开战前两周美国劳动力市场暂时稳健。**一是**非农就业新增 17.8 万人，前两月合计下修 0.7 万人，大超市场预期。**从行业看，教育与保健服务大增 9.1 万人，而 2 月为减少 4.2 万人，主因凯撒医疗大规模罢工结束后的就业反弹；建筑业、制造业、休闲与酒店、运输仓储业同样恢复增长，主因 2 月极端天气影响消散。不过金融业减少 1.5 万人，信息业减少 0.3 万人，反映 AI 对就业负面影响持续。政府就业岗位减少 0.8 万人，为连续第 6 周减少。整体看临时负面影响消除是非农就业反弹的主要支撑，但就业面临的长期结构性问题依旧存在。

二是**失业率小幅下行，但劳动参与率创数年新低。**3 月 U3 失业率由 2 月的 4.44% 下降到 4.26%，下降接近 2pp，失业人数减少 33.2 万人。不过劳动参与率下行至 61.9%，是 2021 年 11 月以来新低，有 **39.6 万人退出劳动力市场，这显著拉低了失业率下行的含金量。**其他口径中，U2（U3 剔除新入、重返和主动退出职场者）下行 0.1pp 至 2.0%，U4（U3 加“气馁工人”）下降 0.1pp 至 4.5%。但 U5（口径扩大至边缘劳动力）维持 5.3% 不变，U6（U5 加寻找全职工作的兼职劳工）上升 0.1pp 至 8.0%。整体看在开战的头两周，美国退出劳动力市场（因前景黯淡而转向长期观望、或选择回归家庭等原因）人数增加，**劳动力供给和职位供给双紧，企业招聘谨慎但裁员相对克制。**

三是**薪资增速再降，实际收入增长存隐忧。**3 月平均时薪同比增速降至 3.5%，为 2021 年 5 月以来新低，考虑到油价上涨不可避免，**美国居民的实际收入压力正在激增，必将影响后续消费。**面对生活成本压力，若不能短期结束战事，特朗普的国内支持率岌岌可危。当然，薪资增速放缓对核心通胀或许是好事，但非核心通胀若长期高企最终必然会传导至核心通胀。

最后，**PMI 数据也显示出中东战局对美国经济的不良影响。**标普全球制造业 PMI 升至 52.3，产出和新订单回升，主因国内需求与安全库存补库；但供应商交付时间恶化，显示供应链瓶颈再现；投入与销售价格创 2022 年 8 月以来最快增速，通胀压力陡增。服务业 PMI 意外降至荣枯线以下，反应整体信心受战局影响显著。**随着战局推进以及更多数据发布，预计美国经济的滞胀特征或进一步显现。**

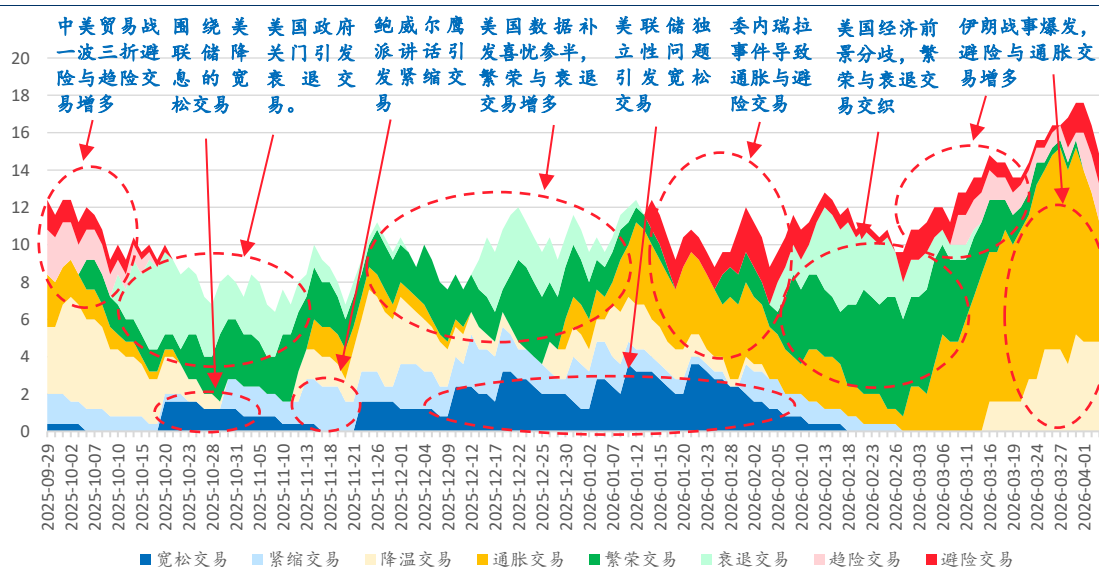
## 【交易模式】

### 通胀交易有所缓和，地缘风险仍高度不确定

表 1：近两周各交易日交易模式

3月23日	3月24日	3月25日	3月26日	3月27日
降温交易	通胀交易	降温交易	通胀交易	通胀交易
3月30日	3月31日	4月1日	4月2日	4月3日
避险交易	降温交易	风险交易	不确定	不确定

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		

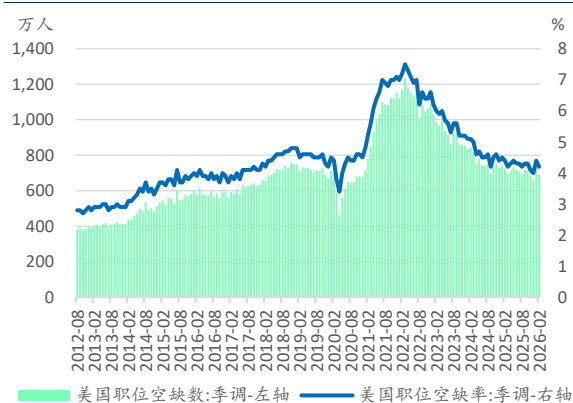
具体规则详见研报：《全球市场的交易模式：框架构建》（民银证券，2024 年 9 月 4 日）

## 【关键数据】

### 美国：非农就业回升，失业率下行，零售表现回暖

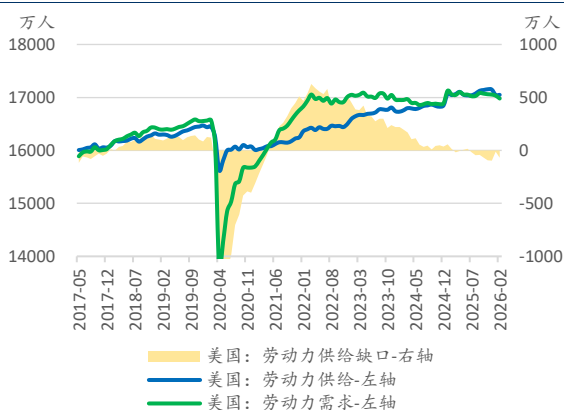
职位空缺数回升。2月季调后非农职位空缺数为688.2万人（预期689万人，前值由694.6万上修至724.0万），职位空缺率为4.2%（前值4.4%）。经测算，2月劳动力市场缺口为-68.9万人（前值-12.8）。2月裁员率1.1%（前值1.0%），雇佣率3.1%（前值3.4%），离职率1.9%（前值2.0%）。

图2：美国职位空缺人数与空缺率



数据来源：美国劳工部，Wind

图3：美国劳动力市场供需情况



数据来源：美国劳工部，Wind

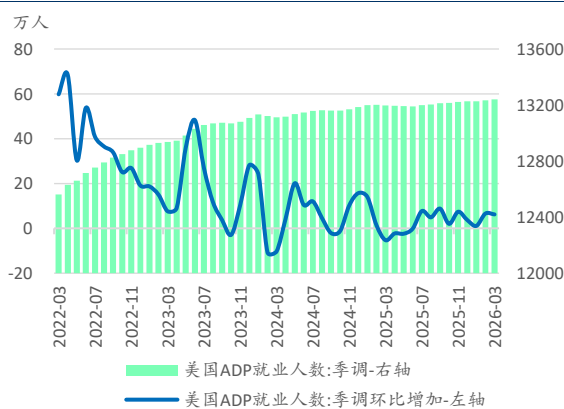
新增非农就业大幅反弹。3月美国新增非农就业17.8万人（预期5.1万人），2月由-9.2万人下修至-13.3万人，1月由12.6万人上修至16.0万人，新增非农就业3个月移动平均6.8万人（前值0.3万人）。3月ADP就业新增6.2万人（预期4万人，前值由6.3万上修至6.6万）。

图4：美国新增非农就业



数据来源：美国劳工部，Wind

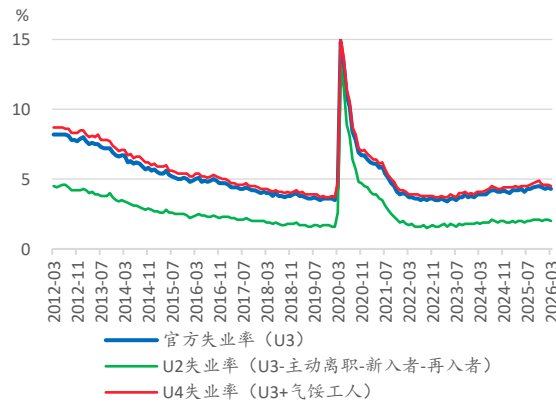
图5：美国ADP就业人数与每月新增人数



数据来源：ADP研究所，Wind

**失业率与劳动参与率同时下行。**3月美国季调后U3失业率4.26%（预期4.4%，前值4.44%），U2失业率2.12%（前值2.00%），其中含永久性失业贡献1.11%（前值1.19%），暂时失业与完成临时工作贡献0.89%（前值0.93%），U4失业率4.5%（前值4.6%），U5失业率5.3%（前值5.3%），U6失业率8.0%（前值7.9%）。劳动参与率61.9%（前值62.0%），就业率59.2%（前值59.3%）。3月挑战者企业裁员人数6.06万人（前值4.83万人）。

图6：美国主要口径失业率



数据来源：美国劳工部，Wind

图7：美国非农平均时薪与周薪涨幅

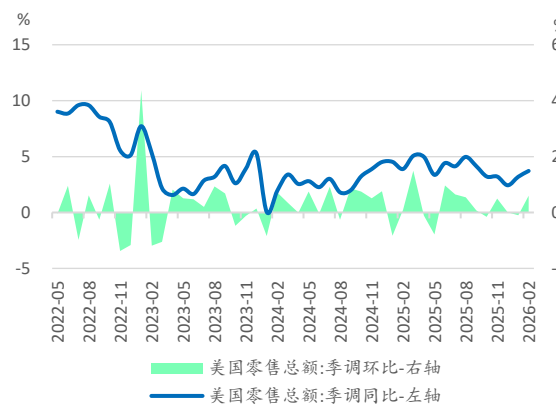


数据来源：美国劳工部，Wind

**平均时薪增速下行。**3月美国私人非农企业季调后平均时薪同比+3.5%（前值+3.8%），平均周薪季调同比+3.5%（前值+4.1%）。

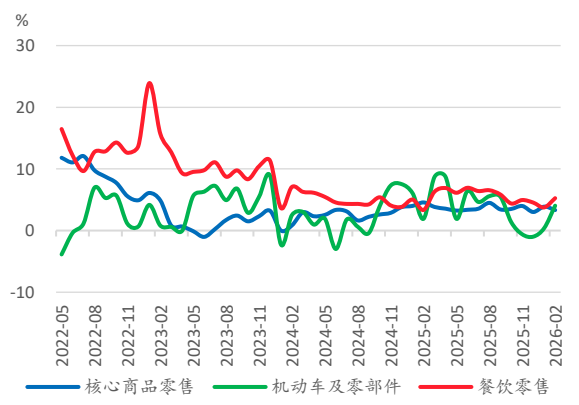
**零售销售好于预期。**2月零售销售季调环比+0.6%（预期+0.4%，前值-0.1%），季调同比+3.7%（前值+3.2%）；不含汽车的核心零售季调环比+0.5%（预期+0.3%，前值0.0%），季调同比+3.6%（前值+3.9%）。汽车零售店季调环比+1.2%（前值-0.7%），季调同比+4.0%（前值+0.4%），餐饮零售季调环比+0.4%（前值-0.2%），季调同比+5.3%（前值+3.8%）。

图8：美国零售和食品服务销售季调同比环比增速



数据来源：美国人口普查局，Wind

图9：美国核心商品零售、汽车零售、餐饮零售同比



数据来源：美国人口普查局，Wind

**贸易逆差环比小幅扩大。**2月美国商品和服务贸易出口同比+12.2%（前值+10.4%），进口-7.1%（前值-11.2%），贸易逆差 573.5 亿美元（前值 546.8 亿）。其中，商品出口同比+14.6%（前值+12.7%），进口-11.0%（前值-15.7%），贸易逆差 846.0 亿美元（前值 821.4 亿）。

**批发销售增速放缓，总库存下降。**1月批发销售季调环比+0.5%（前值+1.3%），耐用品批发销售季调环比+1.0%（前值+2.3%），非耐用品批发销售季调环比+0.1%（前值+0.3%）。库存总额季调环比-0.1%（前值 0.0%），零售商库存季调环比+0.3%（前值+0.1%），批发商库存季调环比-0.5%（前值-0.1%），制造商库存季调环比+0.1%（前值+0.1%）。

**其他数据：房价涨幅收窄，服务业 PMI 大幅下修。**1月 FHFA 房价指数季调环比+0.1%（前值+0.3%），同比+1.6%（前值+1.9%）；20 城标普/CS 房价指数季调环比+0.2%（前值+0.5%），同比+1.2%（前值+1.4%）。3 月美国达拉斯联储制造业指数为 6.8（前值 12.5），芝加哥 PMI 为 52.8（前值 57.7）。3 月 ISM 制造业 PMI 指数 52.7（前值 52.4）。标普全球制造业 PMI 终值 52.3（初值 52.4，前值 51.6），服务业 PMI 终值 49.8（初值 51.1，前值 51.7），综合 PMI 终值 50.3（初值 51.4，前值 51.9）。

**周度数据：**亚特兰大联储 3 月 23 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+2.0%（上周预测+2.3%）。3 月 28 日当周纽约联储周度经济指数（WEI）为+2.82%（前值由+2.86%下修至+2.82%），当周红皮书商业零售同比+6.9%（前值+6.7%）；当周美国初请失业金人数 20.2 万人（前值由 21.0 万人上修至 21.1 万），前周续请失业金人数 184.1 万人（前值由 181.9 万人下修至 181.6 万人）。4 月 1 日美联储资产负债表规模较上周+181.83 亿美元（前值+12.22 亿），联储银行准备金+283.87 亿美元（前值+372.64 亿），财政部一般账户（TGA）-338.59 亿美元（前值-384.21 亿），逆回购协议较上周亿美元+54.58 亿美元（前值 27.84 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									
		2025年					2026年				
大类	月份	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	短期趋势	
消费	零售销售总额-季调环比	0.5	0.1	-0.2	0.5	0.0	-0.1	0.6		↗	
	核心零售销售(不含机动车)-季调环比	0.6	0.1	0.2	0.4	0.0	0.0	0.5		↗	
	机动车零售销售-季调环比	0.4	0.0	-1.5	0.9	0.0	-0.7	1.2		↗	
	餐饮零售-季调环比	0.6	0.2	-0.1	0.5	-0.4	-0.2	0.4		↗	
	批发商销售-季调环比	-0.2	-0.2	-0.4	1.4	1.3	0.5			↘	
	批发商销售-耐用品-季调环比	-0.1	-0.7	-0.7	1.4	2.3	1.0			↘	
房地	批发商销售-非耐用品-季调环比	-0.2	0.2	-0.1	1.4	0.3	0.1			↘	
	标普/CS20个大中城市房价指数-同比	1.6	1.4	1.3	1.4	1.4	1.2			↘	
进	FHFA房价指数-季调同比	2.6	1.9	1.9	2.1	1.9	1.6			↘	
	出口金额-季调同比	3.1	7.4	11.8	5.5	6.0	10.4	12.2		↗	
	进口金额-季调同比	-1.9	-3.4	-3.3	-2.4	-2.2	-11.2	-7.1		↗	
	贸易逆差-季调-亿美元	560.1	491.7	311.0	560.3	729.0	546.8	573.5		↗	
出	商品: 出口金额-季调同比	0.3	7.4	14.9	5.5	6.1	12.7	14.5		↗	
	商品: 进口金额-季调同比	-4.0	-6.0	-5.9	-4.5	-4.5	-15.6	-11.0		↗	
	商品: 贸易逆差-季调-亿美元	855.9	777.6	585.8	836.3	992.5	821.4	846.0		↗	
	库存总额-季调环比	0.0	0.3	0.2	0.0	0.0	-0.1			↘	
库	零售商库存总额-季调环比	0.0	0.5	0.5	-0.4	0.1	0.3			↗	
	批发商库存总额-季调环比	-0.1	0.5	0.2	0.2	-0.1	-0.5			↘	
	制造商库存总额-季调环比	-0.1	-0.1	0.0	0.2	0.1	0.1			↔	
	新增非农就业-万人	-7.0	7.6	-14.0	4.1	-1.7	16.0	-13.3	17.8	↗	
就	新增ADP就业-万人	4.9	8.8	2.0	7.4	3.7	1.1	6.6	6.2	↘	
	挑战者企业裁员人数-万人	8.60	5.41	15.31	7.13	3.56	10.84	4.83	6.06	↗	
	失业率(U3)-季调	4.3	4.4	4.5	4.4	4.3	4.4	4.4	4.3	↘	
	失业率(U2)-季调	2.0	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	2.1	2.0	↘	
	失业率(U4)-季调	4.6	4.7	4.9	4.6	4.5	4.6	4.5	4.5	↘	
	就业率	59.6	59.7	59.6	59.7	59.4	59.3	59.2	59.2	↘	
	劳动参与率	62.3	62.4	62.5	62.4	62.1	62.0	61.9	61.9	↘	
	时薪增速-季调同比	4.0	3.8	3.9	3.9	3.7	3.7	3.8	3.5	↘	
	周薪增速-季调同比	3.7	3.5	3.9	3.9	3.4	4.3	4.1	3.5	↘	
	周工作时长-小时	34.2	34.2	34.2	34.3	34.2	34.3	34.3	34.2	↘	
	职位空缺数-万人	691.9	716.9	717.0	684.6	655.0	724.0	688.2		↘	
	劳动力供需缺口-万人	-46.1	-43.6	-93.5	-95.3	-12.8	-68.9			↘	
	职位空缺率-季调	4.2	4.3	4.3	4.1	4.0	4.4	4.2		↘	
	雇佣率-季调	3.2	3.3	3.3	3.2	3.3	3.4	3.1		↘	
离职率-季调	2.0	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	1.9		↘		
裁员率-季调	1.2	1.1	1.2	1.0	1.1	1.0	1.1		↗		
PMI	标普全球制造业PMI	53.0	52.0	52.5	52.2	51.8	52.4	51.6	52.3	↗	
	标普全球服务业PMI	54.5	54.2	54.8	54.1	52.5	52.7	51.7	49.8	↘	
	标普全球综合PMI	54.6	53.9	54.6	54.2	52.7	53.0	51.9	50.3	↘	
	ISM制造业PMI	48.7	49.1	48.7	48.2	47.9	52.6	52.4	52.7	↗	
	达拉斯联储制造业产出指数	15.4	5.5	5.5	20.7	-3.0	11.2	12.5	6.8	↘	
芝加哥联储PMI	41.5	40.6	43.8	36.3	43.5	54.0	57.7	52.8	↘		
周	周度数据	13 Feb.	20 Feb.	27 Feb.	6 Mar.	13 Mar.	20 Mar.	27 Mar.	3 Apr.		
	GDPNow-GDP季调环比折年增速预测		3.1	3.0	2.1	2.7	2.3	2.0	1.6	↘	
	纽约联储周度经济指数	2.89	2.61	2.48	2.67	2.63	2.82	2.82		↔	
	红皮书商业销售-同比	7.2	6.7	7.0	6.2	6.4	6.7	6.9		↗	
	当周初次申请失业金人数-万人	20.8	21.3	21.4	21.3	20.5	21.1	20.2		↘	
	持续领取失业金人数-万人	182.2	187.1	184.7	185.1	181.6	184.1			↗	
	美联储资产负债表周变动-亿美元	164.73	-89.87	4.02	150.97	174.50	95.95	12.22	181.83	↗	
	联储银行准备金周变动-亿美元	210.00	14.68	444.68	92.87	594.35	-743.42	372.64	283.87	↘	
	财政部一般账户(TGA)周变动-亿美元	27.96	-216.79	-498.79	80.04	-411.73	700.27	-384.21	-338.59	↗	
	存款机构逆回购协议周变动-亿美元	-62.04	86.93	-1.26	-97.18	59.56	58.92	27.84	54.58	↗	

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

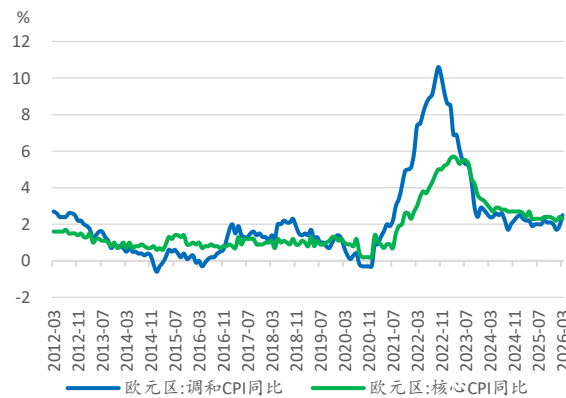
说明 2: 箭头方向表示较上期变化, 红色箭头表示升温(经济回暖, 通胀上升, 失业下降), 绿色表示降温

## 欧洲: CPI 大幅上升, 失业率小幅升高

欧元区 CPI 同比大幅上升。欧元区 3 月调和 CPI 同比+2.5% (预期+2.6%, 前值+1.9%), 环比+1.2% (前值+0.6%); 核心调和 CPI 同比+2.3% (前值+2.4%), 环比+0.8% (前值+0.8%)。主要分项方面, 食品同比+2.4% (前值+2.5%), 能源同比+4.9% (前值-3.1%), 服务同比+3.2% (前值+3.4%)。德国调和 CPI 同

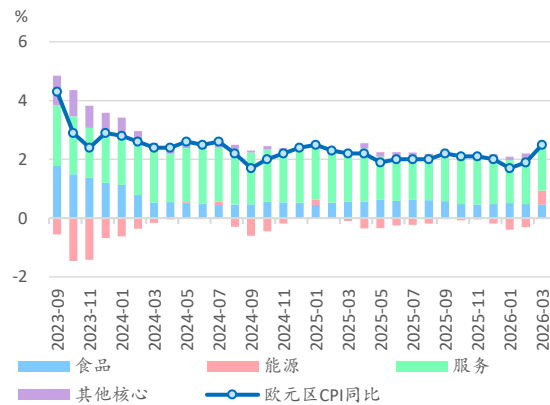
比+2.7%（前值+1.9%），核心调和 CPI 同比+2.5%（前值+2.5%）；法国调和 CPI 同比+1.7%（前值+0.9%），核心调和 CPI 同比+1.3%（前值+1.3%）。法国 2 月 PPI 同比-2.4%（前值-2.3%）。

图 10: 欧元区 CPI 与核心 CPI



数据来源：欧盟统计局，Wind

图 11: 欧元区 20 国 CPI 同比分解



数据来源：欧盟统计局，Wind

**其他数据：欧元区失业率小幅升高，制造业 PMI 小幅上修，德国零售减速，法国零售加快。** 2 月欧元区 21 国失业率为 6.2%（前值 6.1%），欧盟 27 国失业率为 5.9%（前值 5.9%），法国失业率为 7.8%（前值 7.8%），德国失业率为 4.0%（前值 4.0%）。3 月欧元区制造业 PMI 终值 51.6（初值 51.4，前值 50.8）。2 月德国零售销售季调同比+1.5%（前值+1.8%），法国零售销售季调同比+3.9%（前值+3.4%）。法国 2 月工业生产指数季调同比-0.3%（前值+1.9%）。

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					2026年			短期趋势
		8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	
消费	德国零售销售指数-同比	0.2	5.0	3.5	-0.8	4.2	1.8	1.5		↓
	法国零售销售指数-同比	1.9	2.3	3.4	3.6	2.9	3.4	3.9		↑
工业生产	法国工业产出指数-季调环比	-1.0	0.5	0.2	0.0	-0.5	0.2	-0.7		↓
	法国工业产出指数-同比	0.2	1.3	1.9	1.7	1.5	1.9	-0.3		↓
通胀	欧元区CPI-同比	2.0	2.2	2.1	2.1	2.0	1.7	1.9	2.5	↑
	欧元区CPI-季调环比	0.1	0.1	0.2	-0.3	0.2	-0.6	0.6	1.2	↑
	欧元区核心CPI-同比	2.3	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	2.4	2.3	↓
	欧元区核心CPI-季调环比	0.3	0.1	0.3	-0.5	0.4	-1.1	0.8	0.8	→
	德国CPI同比	2.2	2.4	2.3	2.3	1.8	2.1	1.9	2.7	↑
	德国核心CPI同比	2.4	2.6	2.7	3.0	2.5	2.4	2.5	2.5	→
	法国CPI同比	0.9	1.2	0.9	0.9	0.8	0.3	0.9	1.7	↑
	法国核心CPI同比	1.4	1.5	1.5	1.2	1.3	1.0	1.3	1.3	→
就业	法国PPI同比	0.0	0.1	-0.7	-1.5	-1.9	-2.3	-2.4		↓
	欧元区21国失业率	6.3	6.3	6.3	6.3	6.2	6.1	6.2		↑
	欧盟27国失业率	6.0	6.0	6.0	6.0	5.9	5.9	5.9		→
	德国失业率	3.8	3.9	3.9	3.9	4.0	4.0	4.0		→
PMI	法国失业率	7.7	7.8	7.9	7.9	7.8	7.8	7.8		→
	欧元区制造业PMI	50.7	49.8	50.0	49.6	48.8	49.5	50.8	51.6	↑
	英国制造业PMI	47.0	46.2	49.7	50.2	50.6	51.8	51.7	51.0	↓
	法国制造业PMI	50.4	48.2	48.8	47.8	50.7	51.2	50.1	50.0	↓
德国制造业PMI	49.8	49.5	49.6	48.2	47.0	49.1	50.9	52.2	↑	

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

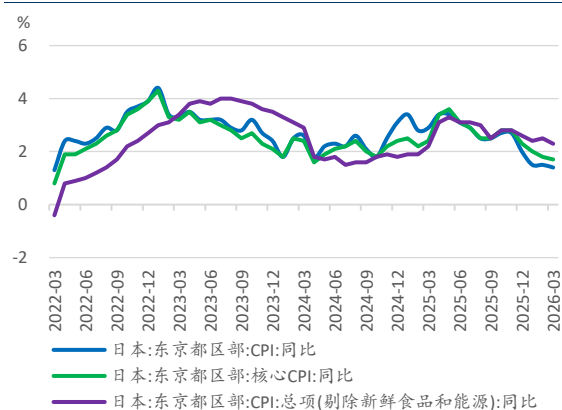
说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

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

## 日本：东京都 CPI 同比下行，失业率下降

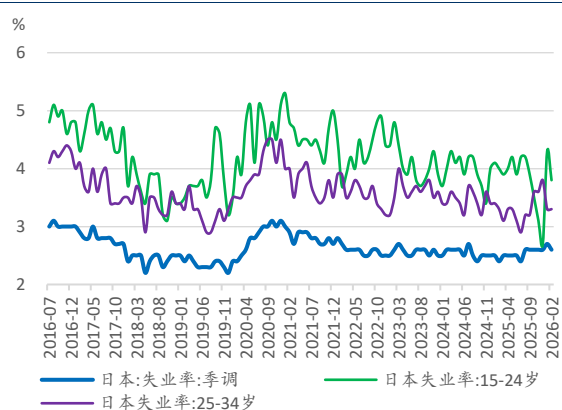
日本东京都区部 CPI 同比下行但环比升高。3 月日本东京都区部 CPI 同比+1.4%（预期+1.6%，前值+1.5%），环比+0.3%（前值-0.4%）；剔除新鲜食品的核心 CPI 同比+1.7%（前值+1.8%），环比+0.4%（前值-0.3%）；剔除新鲜食品和能源的核心 CPI 同比+2.3%（前值+2.5%），环比+0.3%（前值+0.2%）。

图 12：日本东京都 CPI 同比



数据来源：日本统计局，Wind

图 13：日本季调失业率



数据来源：日本统计局，Wind

整体失业率下降。2 月日本整体失业率 2.6%（前值 2.7%），15-24 岁失业率 3.8%（前值 4.3%），25-34 岁失业率 3.3%（前值 3.3%）。

表 5：日本最近一周宏观数据更新汇总

		日本宏观数据汇总								
		2025年					2026年			短期趋势
大类	月份	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	
消费	商业销售额-环比	-4.8	-1.0	3.7	2.4	11.0	-12.6	-6.2		↗
	商业销售额-同比	-0.9	0.2	1.7	1.1	-0.9	1.8	-0.2		↘
工业生产	工业产出指数-季调环比	-1.3	1.8	0.6	-2.0	0.6	4.3	-2.1		↘
	工业产出指数-同比	-3.3	2.2	0.1	-4.2	0.9	0.7	0.3		↘
通货膨胀	东京都区部CPI-同比	2.5	2.5	2.7	2.7	2.0	1.5	1.5	1.4	↘
	东京都区部CPI-季调环比	0.2	-0.4	0.9	0.3	-0.2	-0.1	-0.4	0.3	↗
	东京都区部核心CPI-同比	2.5	2.5	2.8	2.8	2.3	2.0	1.8	1.7	↘
	东京都区部核心CPI-季调环比	0.1	-0.6	0.9	0.4	-0.2	-0.2	-0.3	0.4	↗
就业	失业率	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.7	2.6		↘
	失业率15-24岁	4.2	3.9	3.5	3.1	2.7	4.3	3.8		↘
	失业率25-34岁	3.2	3.2	3.6	3.6	3.8	3.3	3.3		→
PMI	制造业PMI	49.7	48.5	48.2	48.7	50.0	51.5	52.8	51.6	↘
	服务业PMI	53.1	53.3	53.1	53.2	51.6	53.7	53.8	53.4	↘
	综合PMI	52.0	51.3	51.5	52.0	51.1	53.1	53.8	53.0	↘

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

其他数据：工业产出与商业零售均环比下降，服务业与综合 PMI 上修。2 月工业生产指数季调环比-2.1%（前值+4.3%），同比+0.3%（前值+0.7%）；商业销售额环比-6.2%（前值-12.6%），同比-0.2%（前值+1.8%）。制造业 PMI 终值

51.6（初值 51.4，前值 53.0），服务业 PMI 终值 53.4（初值 52.8，前值 53.8），综合 PMI 终值 53.0（初值 52.5，前值 53.9）。

## 【重要事件】

### 美国：伊朗谈判最后期限已临近，特朗普全国讲话

特朗普给与伊朗谈判的最后期限正在临近，特朗普再次强硬表态。美国总统特朗普4月4日在社交平台发文，就伊朗问题再次发出强硬表态，称此前已给予伊朗10天时间达成协议或开放霍尔木兹海峡。特朗普表示，相关期限正在临近，并警告称，若未能满足美方要求，“48小时内”可能采取进一步行动。特朗普稍早声称，美国军队“还没有开始摧毁伊朗剩下的东西”，接下来将打击伊朗桥梁和发电厂。再过一段时间，霍尔木兹海峡将“轻松”打开，美国将“夺取石油”。上周稍早时间，美方透露由巴基斯坦等地区国家主导，旨在促成美国与伊朗停火的最新一轮斡旋努力已陷入僵局。伊朗方面已正式告知调解人，不愿于伊斯兰堡同美方官员会面，并表示美方提出的要求不可接受。

美国总统特朗普4月2日发表全国讲话。特朗普宣称对伊朗战事取得“快速、决定性、压倒性胜利”，核心战略目标“接近完成”。他表示，绝不让伊朗拥有核武器，未来两到三周将对伊朗开展猛烈打击。如果没有达成协议，将打击伊朗能源设施。特朗普还称，美国不需要霍尔木兹海峡，通过海峡获取石油的国家必须自己负责维护这条通道。伊朗方面则给予强硬回应，称将战至敌人投降。若美国敢对伊朗基础设施动手，伊朗将摧毁美国和以色列在中东地区的“所有资产和基础设施”。

美军地面战“数周速决”方案曝光。消息称，美国国防部正为在伊朗展开为期数周的地面行动做准备。增兵集结完毕后，美国在中东地区驻军人数超过5万人。不同于2003年伊拉克战争的全面入侵，五角大楼这次祭出“尖刀斩首”战术——不占领土、不打持久战，直指伊朗石油命脉哈尔克岛，妄图以“数周速胜”复刻1991年海湾战争的荣光。伊朗军方发表声明称，若相关威胁付诸实施，伊朗武装力量将予以坚决反击。

伊朗称击落美军A-10攻击机和F-15E战机。据美国和伊朗媒体报道，伊朗防空系统在4月3日先后击落了一架美军F-15E战斗机，击中一架参与搜救任务的A-10攻击机。美国官员确认，F-15E双座战斗机的两名机组人员成功跳伞，并先后被救出，但其中第二位救援的历时较长。据报道，参与救援的两架美军“黑鹰”直升机被伊朗火力击中，受损后安全返回基地，机上人员受伤但无生命危险。美国总统特朗普表示，美国战机坠毁一事不会影响与伊朗的谈判。

**伊朗宣布将打击在中东地区的美国科技企业目标。**伊朗伊斯兰革命卫队发布公告称，将中东地区与 18 家美国信息通信技术和人工智能企业有关的公司机构作为“合法打击目标”，包括英伟达、苹果、特斯拉、谷歌、Meta、微软、思科、惠普、英特尔、甲骨文、IBM、摩根大通及波音等。

**伊朗布什尔省官员表示，布什尔核电站周边区域再次遭到袭击。**这是自美以伊冲突以来发生的第四次袭击。该官员称，此次袭击造成核电站一名安保人员死亡，并导致一处附属建筑受损，但未影响核电站正常运行。**俄罗斯国家原子能公司首席执行官利哈乔夫当天在接受采访时表示，**伊朗布什尔核电站遭袭后，公司在该核电站的工作人员开始乘坐大巴撤往伊朗与亚美尼亚边境，首批撤离人员共 198 人。**伊朗外交部长阿拉格齐表示，**放射性污染若发生，将终结海湾阿拉伯国家合作委员会成员国首都的生命，而非德黑兰。

**美国白宫连续发布两份政策说明文件，宣布对关键工业与医药领域实施新的关税政策。**在金属关税方面，特朗普政府维持对多种进口钢、铝和铜产品征收 50% 的关税，同时简化对金属含量较低商品的征税规则，将对制成品及衍生产品统一征收 25% 关税。在医药关税方面，美国将对“拥有品牌或专利”的进口药品征收 100% 的关税，但已同特朗普政府达成协议的国家地区和药企可以得到此类药品关税的豁免。

**美国私募信贷行业信任危机持续蔓延。**Blue Owl Capital 旗下两只私募信贷基金赎回申请激增，OCIC 基金赎回请求约占已发行份额 21.9%，OTIC 基金高达 40.7%。Blue Owl 将赎回申请增加归因于市场对人工智能冲击软件企业的担忧，并设定实际赎回比例上限为 5%。过去一年中，随着几起引人关注的违约事件发生，原本寄望通过私募信贷基金获取稳定高收益分红的高净值投资者，正逐步撤出这一资产类别。

**特朗普政府正式发布 2027 财年预算草案，要求大幅增加国防开支，再次削减国内项目开支。**该预算案提出的国防开支高达 1.5 万亿美元，较 2026 财年申请额增加 5000 亿美元，为二战以来最大年度增幅。这一数字包含国防部 1.1 万亿美元的基础可支配开支，以及另外 3500 亿美元的强制性开支。非国防可自由支配开支拟削减 10% 至约 730 亿美元。国内方面，预算提议为移民执法增加 285 亿美元拨款，为司法部增拨 47 亿美元，并为首都美化项目拨款 100 亿美元。多数国内机构将面临大幅削减。内政部、住房与城市发展部、卫生与公众服务部这三个部门，各自将被削减约 13% 预算。教育部将削减 2.9%，预算称这是

“逐步取消该部门的路径”。预算将继续推进特朗普废除前任政府多项环境议程的努力，取消 150 亿美元可再生能源与清洁空气项目资金——并将其中大部分转用于能源部的化石燃料基础设施建设，以及高能耗人工智能超级计算机项目。提案还提议大幅削减面向贫困人口的项目，包括无家可归者援助拨款、家庭取暖补贴，以及医学研究经费。尽管最高法院 2 月裁定特朗普无权动用紧急权力实施全球关税，但预算仍预估 2027 年关税收入将达 4640 亿美元，较去年增长 138%。预算未提及特朗普此前提出的面向个人纳税人的 2000 美元“关税红利”，该计划前景不明。

**美法官维持撤销针对美联储主席鲍威尔传票的裁决。**3 月 13 日，博斯伯格驳回联邦检察官今年 1 月针对鲍威尔发出的传票。博斯伯格认为，传票只是为了向鲍威尔施压，迫使他对总统让步或辞职，并无正当理由。之后，美国司法部要求法官重新考虑该裁决结果。博斯伯格 4 月 3 日驳回了司法部的要求，维持此前裁决结果。博斯伯格表示，原告的论证“不足以说服法院作出不同裁决”。不过，这一裁决可能引发上诉，并进一步推迟鲍威尔继任者凯文·沃什的提名确认进程。

**除米兰外多位美联储官员表示不能无视能源冲击。**美联储主席鲍威尔（Jay Powell）表示，在美以对伊朗战争引发的能源冲击背景下，美联储倾向于维持利率不变，并暂时“忽略”这一冲击的影响；如果物价上涨开始改变公众对通胀的长期预期，美联储可能无法继续袖手旁观。**堪萨斯联储主席施密德（J.R. Schmid）**表示，美联储不应忽视伊朗冲突带来的能源价格飙升对通胀的影响；鉴于通胀已经火热，现在不应假设油价上涨带来的通胀只是暂时性的；担忧通胀率会滞留在 3% 左右。**纽约联储主席威廉姆斯（J. C. Williams）**表示，在中东冲突导致供应链出现重大扰动的背景下，当前利率水平处于有利位置；中东冲突可能带来一次重大的供应冲击，推升价格压力，也会抑制经济活动；能源及相关商品供应已受到干扰；美联储目前最合适的应对方式是暂不采取行动。**美联储理事米兰（S. Miran）**表示，除非出现长期影响迹象，否则政策制定者应无视当前能源价格上涨；今年仍可将利率下调 100 个基点。

**“阿耳忒弥斯 2 号”载人绕月飞行火箭成功发射。**美国航空航天局新一代登月火箭“太空发射系统”从佛罗里达州发射升空，将四名宇航员送上太空，执行为期约 10 天的“阿耳忒弥斯 2 号”载人绕月飞行测试任务。这是美国自 1972 年以来首次载人飞向月球。此次任务原计划于 2 月实施，但因两次综合演练中出现技术问题，发射时间一再推迟。

**美国联邦最高法院开庭审理总统特朗普限制美国出生公民权指令的合法性。**特朗普出席最高法院就限制出生公民权政策举行的口头辩论，成为美国历史上首位亲自出席联邦最高法院庭审的在任总统。该案预计将在今年6月底前作出裁决。联邦最高法院目前由保守派占多数，比例为6比3，其中有三名大法官是特朗普在第一任期内任命的。

## 欧洲：为能源危机作准备，回应特朗普退出北约言论

**北约多国领导人回应特朗普退出北约言论。**在北约盟友拒绝帮助打击伊朗后，美国总统特朗普怒斥北约是“纸老虎”，并表示正“认真考虑”让美国退出北约。英国首相斯塔默对此回应称，英国在伊朗问题上将坚持按本国国家利益决策，不会被卷入冲突。德国联邦政府发言人强调，德国将继续支持北约，并再次指出，北约是一个以集体防务为核心的防御性军事同盟。北约秘书长吕特将于近期会见美国总统特朗普。

**欧盟五国财长呼吁对能源企业征收超额利润税。**德国、意大利、奥地利、西班牙和葡萄牙五个欧盟国家日前致信欧盟委员会，敦促后者对能源企业获得的超额利润征税，这封信件由上述五国财长共同发出。报道援引信件内容说，凡是从事战中获益者，必须为减轻社会整体负担作出贡献。

**中东战事持续冲击全球能源市场，欧洲正在为最坏情况做准备。**欧盟能源专员根森警告称，此次能源冲击将是“长期性的”，虽然欧盟目前尚未陷入供应安全危机，但欧盟正在评估“所有选项”，包括燃料限量供应和进一步动用战略储备。

**法国央行行长维勒鲁瓦 (F. Villeroy De Galhau) 表示，**欧洲央行的下一步利率行动极有可能是加息，但目前断言加息何时启动仍为时过早；伊朗战争正将欧元区经济推向中度不利情景。

## 日本：央行表示加息必要性增加

**日本央行行长植田和男表示，**如果加息延迟，长期利率有可能加速上升。日本央行报告称，基本通胀正接近其2%的目标，但由于中东紧张局势加剧带来的能源价格压力以及政府的生活成本措施，短期内消费者物价可能会更加波动。

**日本央行执委中村康治表示，**虽然油价上涨会对经济增长构成风险，但也可能

通过提高长期通胀预期来推高潜在通胀；如果经济预测成立，日本央行将继续加息。

日本参议院全体会议表决通过 2026 财年临时预算案，总额约为 8.56 万亿日元，涵盖对地方的转移支付、社保相关费用、公务员工资、高中学费补贴等开支，以维持政府正常运转 11 天。

## 其他地区：多国船只通过霍尔木兹海峡

伊朗战争爆发逾一个月后，霍尔木兹海峡封锁出现松动迹象。4 月 4 日，一艘法国集装箱船和一艘日本所有的石油气运输船相继穿越这一关键水道，成为已知的首批与美国传统盟友国家有关联的船只成功通行。与此同时，伊朗正与阿曼起草一项协议，旨在对霍尔木兹海峡的通航情况进行监测，促进并确保航行安全。一套由伊朗主导的通行机制逐步成形：船舶需获得许可、可能缴纳“过路费”，且被划分为五档收费等级；航线亦分化为伊朗北线与阿曼南线。3 月 30 日，伊朗议会国安委通过霍尔木兹海峡管理方案。确立伊朗武装部队的管控角色，明确禁止美国、以色列以及对伊朗进行单边制裁的国家的船只通过该海峡。

消息人士称，海湾国家正重新考虑修建一条管道绕过霍尔木兹海峡，以继续出口石油和天然气。多位官员和行业高管称，新的管道可能是减轻霍尔木兹海峡航运中断对海湾国家长期影响的唯一途径，尽管项目成本高，涉及复杂的政治问题，并且需要数年时间才能完成。该地区先前的管道建设计划多次因高昂的成本和复杂性而搁置。

据联合国分析，伊朗战争造成的扰乱可能导致阿拉伯国家 GDP 损失 1200 亿-1940 亿美元。导致该地区失业率上升最多 4 个百分点，约 360 万个就业岗位流失，使多达 400 万人陷入贫困。高盛估计，如果冲突持续至 4 月底，卡塔尔和科威特今年 GDP 可能各自萎缩 14%，沙特和阿联酋的 GDP 可能分别下降约 3% 和 5%。

消息称，阿联酋、沙特等部分海湾国家希望美国继续对伊朗战争。其中，阿联酋正“极力推动”美军发动地面战，科威特和巴林也对此持支持立场。针对美可能发动地面战，伊朗高官近日密集发声进行警告。伊朗最高领袖外事顾问韦拉亚提表示，敌人对伊朗任何地区的地面入侵，都将遭遇“历史性”失败。

**印度七年来首次购买伊朗石油。**印度石油部表示，在中东冲突扰乱霍尔木兹海峡供应之际，印度炼油企业已采购伊朗原油。美国此前宣布暂时取消对伊朗石油及成品油制裁，以缓解供应短缺。

**土耳其央行黄金储备在过去两周骤降超过 118 吨，价值接近 200 亿美元，远超市场预期。**其中，上周骤降 69.1 吨至 702.5 吨。单周抛售规模创下至少 2013 年以来最大单周降幅纪录。

**联合国粮农组织发布数据显示，**受伊朗战争推高能源和货运价格影响，3 月全球食品价格指数为 128.5 点，比 2 月份上涨 3 点，为连续第二个月上涨。

## 【本周关注】

### 中东局势，美国 CPI 及 PCE 数据

4月6日	美国3月ISM服务业PMI
4月7日	特朗普打击伊朗最后时限 日本2月家庭消费
4月8日	日本2月劳动现金收入 欧元区2月PPI 欧元区2月零售销售
4月9日	美国2025年四季度GDP终值 美国2月PCE数据
4月10日	美国3月CPI 美国4月密歇根大学调查数据

## 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。