



2026 年 4 月 21 日

地缘冲击扰动通胀预期，全球经济延续分化修复

核心观点

- **全球经济：**2月末美伊冲突后，全球货币政策定价由“宽松预期”迅速切换至“再通胀约束”，油价自70美元附近飙升至110美元，促使市场重新评估主要央行的政策空间，并一度交易欧美央行年内加息可能。但从现实层面，全球流动性并未实质转向收紧：美联储、欧央行和日央行3月均选择按兵不动，地缘冲击更多改变了短期定价节奏，延长了央行观察期，尚未改变中期政策方向。3月全球制造业仍处扩张区间，从此前亚洲独强转向北美改善、欧洲边际修复，亚洲内部开始分化降温；美国、德国、韩国、中国台湾和泰国仍是主要支撑，东盟、印度及部分拉美经济体则有所降温。总体而言，主要经济体的通胀与增长分化延续，景气强弱顺序为：日本>美国>欧洲>中国。短期关注：停火能否延续，以及霍尔木兹海峡实际通行情况。
- **美国经济：**美伊冲突推升油价，打断美国通胀回落进程，并扰动美联储政策路径，市场一度交易加息预期。尽管4月和谈预期带动油价自高位回落，但停火基础仍不稳固，谈判反复、供给风险未消，油价与通胀仍是货币政策面临的主要约束。与此同时，美国经济呈现增长边际放缓、但就业与消费仍具韧性的格局，3月非农和2月零售均超预期。后续需重点关注①高油价是否进一步侵蚀居民实际购买力，拖累消费动能。②美联储主席提名人Warsh的参议院确认进程及其释放的政策取向。
- **中国经济：**一季度经济增长5.0%，呈现“总量不弱、结构分化”的特征：工业、出口和服务业韧性支撑增长，但内需修复仍偏慢，消费改善有限，居民消费倾向依然谨慎；投资虽有修复，主要仍靠基建和制造业支撑，房地产仍是主要拖累。GDP平减指数接近转正，产能利用率仍处低位，反内卷仍在执行阶段，低效产能出清和盈利中枢修复仍需时间。
- **风险因素：**地缘政治风险升温，主要央行货币政策转向，美国经济降温风险，国内经济复苏不及预期。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

从业资格号：F0297587
投资咨询号：Z0011509

黄蕾

从业资格号：F0307990
投资咨询号：Z0011692

高慧

从业资格号：F03099478
投资咨询号：Z0017785

王工建

从业资格号：F3084165
投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

从业资格号：F03112296
投资咨询号：Z0021040

何天

从业资格号：F03120615
投资咨询号：Z0022965

赵奕

从业资格号：F03153902
投资咨询号：Z0023788

目录

一、全球主要经济体景气循环	4
1、【美国】经济温和放缓，油价与通胀风险约束货币政策	4
2、【中国】一季度经济开门红，结构延续分化	7
3、【欧洲】延续弱复苏，通胀预期受扰动	9
4、【日本】通胀表观回落，工资通胀螺旋未止，内需与制造业修复仍偏弱	11
二、全球主要央行政策节奏	12
三、全球制造业景气温和向上	15

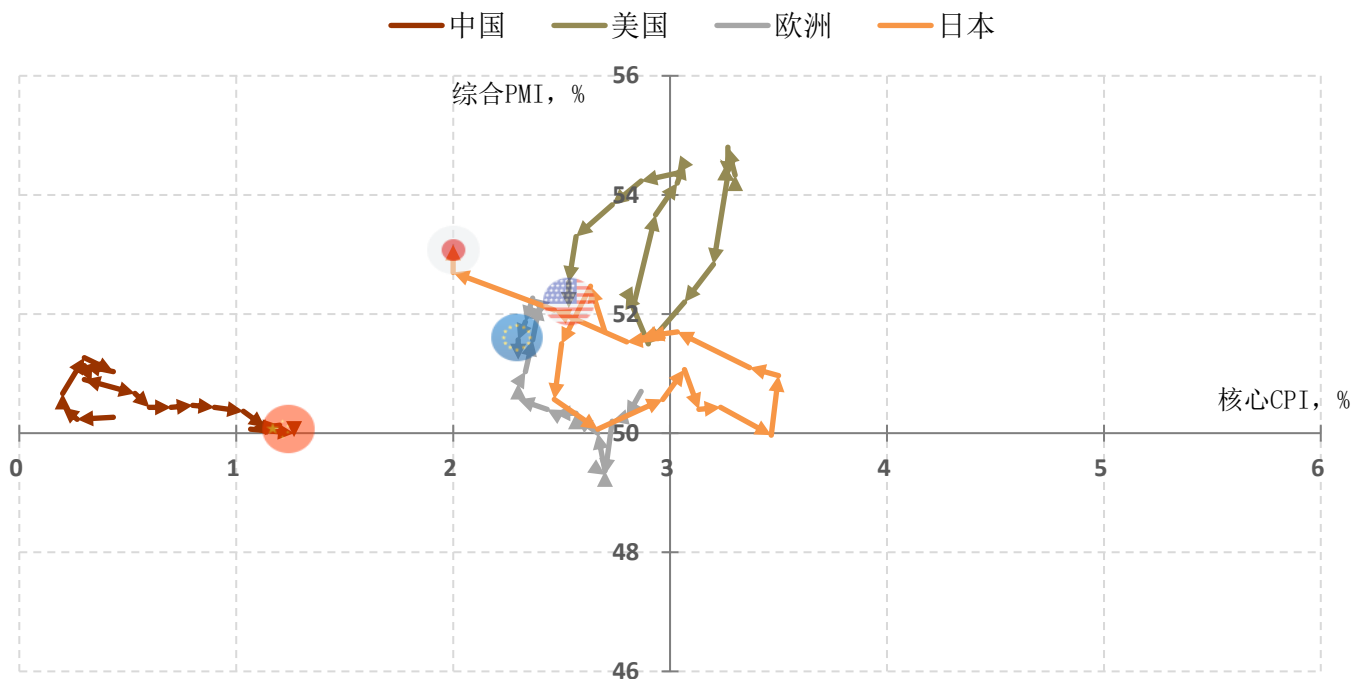
图表目录

图表 1 主要经济体景气循环	4
图表 2 美国 CPI 及核心 CPI	6
图表 3 密歇根大学通胀预期	6
图表 4 美国非农就业人数及失业率	6
图表 5 美国 ISM 制造业分项指标	6
图表 6 美国联邦基金目标利率	6
图表 7 芝商所 FedWatch 工具	6
图表 8 霍尔木兹海峡通行量	7
图表 9 美国经济软数据、硬数据	7
图表 10 中国经济指标 3 月同比增速概览	8
图表 11 GDP 平减指数	8
图表 12 社会消费品零售	8
图表 13 30 城商品房成交面积	9
图表 14 对主要国家出口增速（美元计价）	9
图表 15 居民及企业中长贷	9
图表 16 中国金融条件指数	9
图表 17 欧元区 PMI	10
图表 18 欧元区失业率	10
图表 19 欧元区 CPI	10
图表 20 欧元区基准利率	10
图表 21 日本 CPI	11
图表 22 日本出口数据	11
图表 23 日本政策目标利率及国债利率	12
图表 24 日本利率期货定价	12
图表 25 全球主要央行总资产规模及同比增速	14
图表 26 全球央行净降息比例	14
图表 27 美联储 FED SPEAK NLP 鹰鸽指数	14
图表 28 欧央行 ECB SPEAK NLP 鹰鸽指数	14
图表 29 市场对美联储利率路径定价	14
图表 30 市场对欧央行利率路径定价	14
图表 31 全球主要国家制造业 PMI（标普口径）	16

一、全球主要经济体景气循环

截至 2026 年 4 月，全球主要经济体仍处于“通胀与增长分化”的宏观格局。我们以核心 CPI 为横轴、综合 PMI 为纵轴，构建景气坐标图，用以刻画中、美、欧、日四大经济体的相对位置与演变路径。从当前坐标点看，日本>美国>欧洲>中国，日本改善幅度最为显著，美国景气与通胀同步回落，欧洲边际小幅走弱，中国景气、通胀有所抬升。

图表 1 主要经济体景气循环



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货（截至 2026 年 3 月，均取 3 个月均值）

1、【美国】经济温和放缓，油价与通胀风险约束货币政策

3 月美国综合 PMI 进一步回落至 51.4，前值 51.9，扩张动能趋弱，其中制造业 PMI 小幅回升至 52.3（前值 51.6），服务业降至荣枯线下方 49.8（前值 51.1），3 月核心 CPI 回升至 2.6%，整体呈现景气降温、通胀小幅上行的格局。

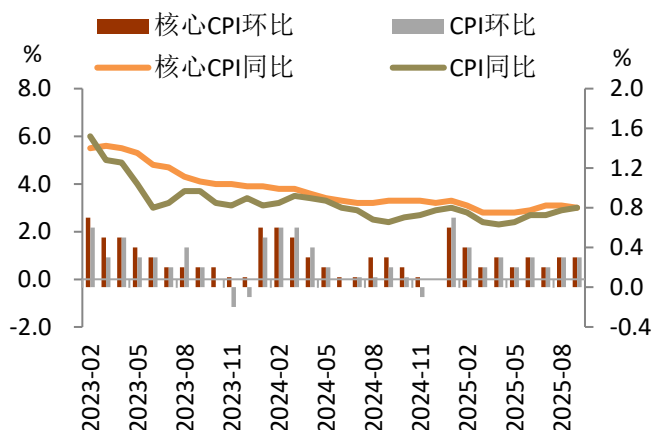
美伊冲突推高油价，通胀下行路径被打断，货币政策路径受扰动。自 2 月底美伊战争爆发来，市场持续交易中东供给冲击，霍尔木兹海峡通行流量骤减，全球原油供应阶段性受扰，

油价两度升破 110 美元/桶，并显著推升通胀预期。4 月上旬，随着美伊和谈预期升温，伊朗曾短暂释放恢复通航信号，油价随之快速回落；但由于美国对伊港口封锁并未解除、扣押伊朗货船再度激化矛盾，海峡通行并未真正恢复，局势重新回到“脆弱停火、谈判反复、供给风险未消”的高压状态。冲突推升油价，并已对美国通胀形成明显扰动，3 月美国 CPI 同比由 2.4% 升至 3.3%，核心 CPI 同比升至 2.6%；其中能源价格同比上涨 12.5%，汽油价格单月大涨 21.2%。3 月 PPI 同样偏热，同比升至 4.0%，其中最终需求商品价格单月上涨 1.6%，能源上涨 8.5%。市场一度下修对美联储年内降息的预期，甚至在 3 月交易小幅加息可能；随着 4 月美伊首轮谈判启动，加息预期有所消退，但由于冲突的核心矛盾仍未解决，当前局势依旧处于边打边谈的高压博弈阶段，油价与通胀风险仍在掣肘美联储政策路径，目前市场对年内降息的定价依然十分克制。

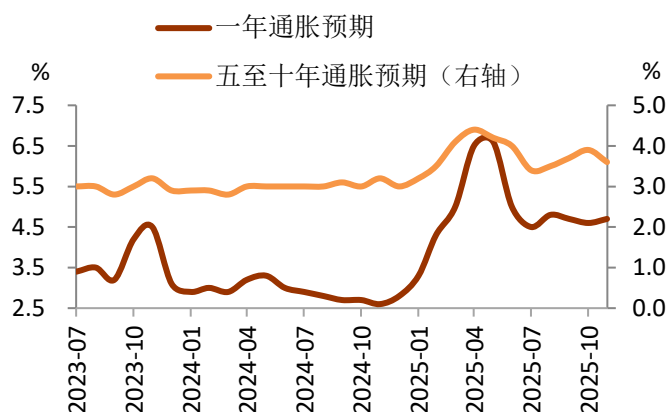
美国增长边际放缓，就业与消费韧性仍在。尽管美国“硬数据”近期边际回落，GDPNow 对一季度环比增速的预测已降至 1.3%，其中贸易逆差扩大和住宅投资走弱是主要拖累，个人消费支出的贡献也明显放缓，但劳动力市场与零售消费等重要硬数据尚未同步转弱，调研类软数据也未见明显恶化。就业方面，3 月非农就业总体呈现“表面偏强、内部分化”的特征：新增非农就业 17.8 万人，显著高于市场预期的 6 万人，失业率由 4.4% 降至 4.3%。但从结构看，新增就业主要集中在医疗保健、建筑业和运输仓储，其中医疗保健较大程度受罢工结束后的回补带动；与此同时，联邦政府和金融活动就业仍在减少。消费方面，美国 2 月零售销售环比增长 0.6%，高于市场预期的 0.5%，同比升至 3.7%，且 1 月环比降幅由 -0.2% 上修至 -0.1%。从结构上看，2 月零售回暖主要由汽车销售反弹、服装消费修复、线上零售增长和餐饮改善带动，但家具与食品杂货销售仍然偏弱，显示消费并非全面走强，而更像是在天气改善、促销下的阶段性修复。因此，2 月数据更多反映的是地缘冲击前消费仍具韧性，后续关注高油价是否开始侵蚀居民真实购买力。

美伊冲突对市场最极端的冲击阶段或已过去，油价自高位回落至 95 美元附近震荡，风险资产也一度随和谈预期改善而走强，但这并不意味着地缘风险已出清。后续仍需重点关注：①停火能否延续、第二轮谈判能否落地；②霍尔木兹海峡实际通行情况、战争险与运价是否持续修复；③新任联储主席的参议院确认进程，以及其释放的政策取向；④高油价是否继续向美国通胀和居民消费传导。

图表 2 美国 CPI 及核心 CPI

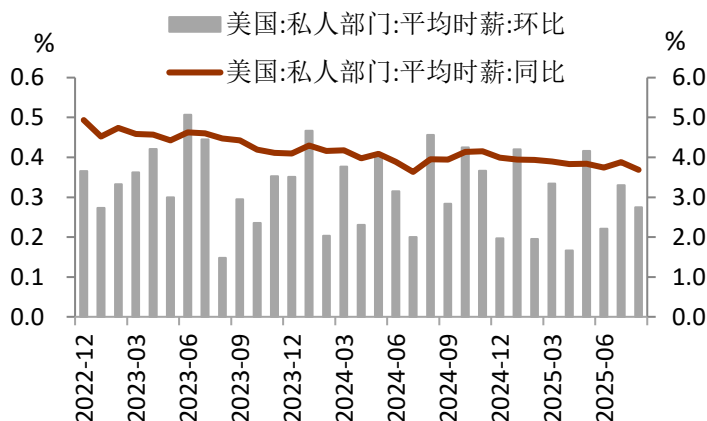


图表 3 密歇根大学通胀预期

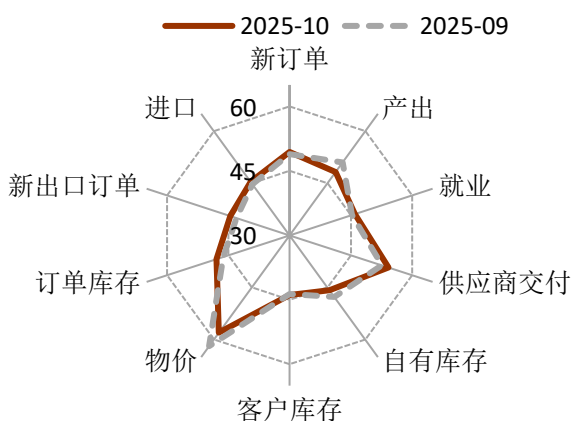


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 4 美国非农就业人数及失业率

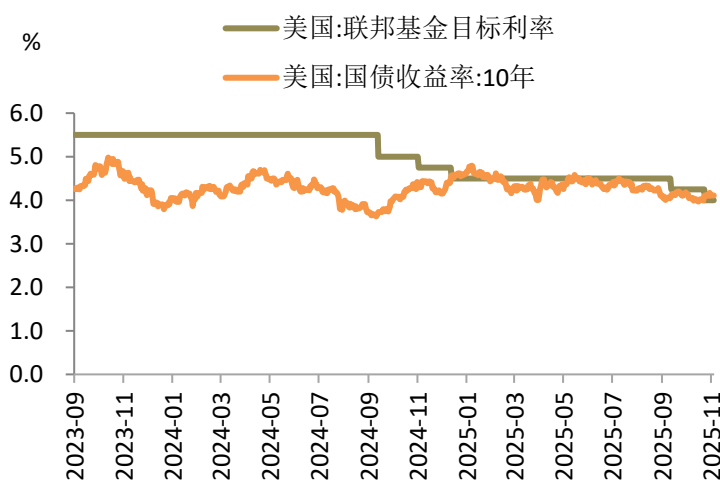


图表 5 美国 ISM 制造业分项指标



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 6 美国联邦基金目标利率

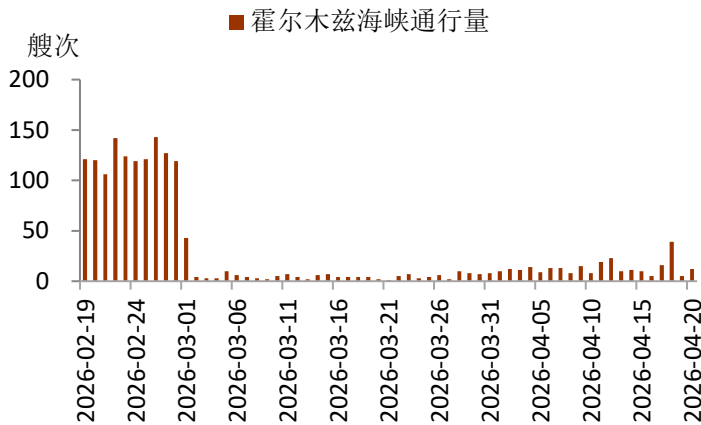


图表 7 芝商所 FedWatch 工具

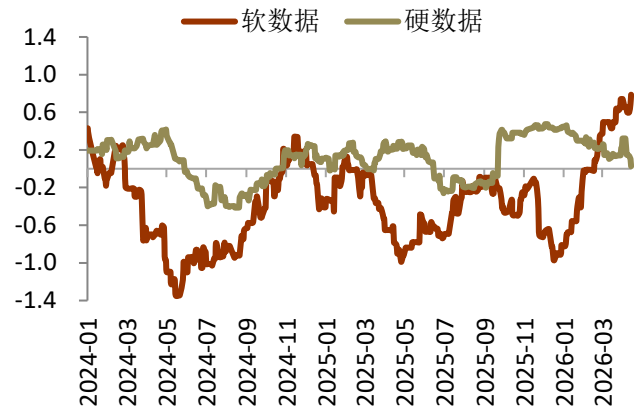
	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/12/10				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	62.9%	37.1%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.7%	53.2%	23.2%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.8%	34.6%	42.0%	14.5%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	15.0%	36.4%	35.5%	11.1%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	9.4%	27.2%	35.9%	21.6%	4.8%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.4%	3.8%	15.1%	30.0%	31.3%	16.2%	3.2%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	1.6%	7.9%	20.5%	30.4%	25.8%	11.5%	2.1%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.4%	2.7%	10.1%	22.3%	29.6%	23.3%	9.8%	1.7%	0.0%
2026/12/9	0.1%	0.8%	4.1%	12.4%	23.6%	28.5%	20.8%	8.3%	1.4%	0.0%
2027/1/27	0.1%	1.0%	4.5%	12.9%	23.8%	28.1%	20.2%	8.0%	1.3%	0.0%
2027/3/17	0.2%	1.1%	4.7%	13.2%	24.0%	27.9%	19.9%	7.8%	1.3%	0.0%
2027/4/28	0.5%	2.3%	7.5%	16.8%	25.3%	25.2%	15.9%	5.7%	0.9%	0.0%
2027/6/9	0.4%	1.8%	6.3%	14.5%	23.2%	25.2%	18.2%	8.2%	2.0%	0.2%
2027/7/28	0.3%	1.6%	5.6%	13.2%	21.8%	24.9%	19.3%	9.7%	3.0%	0.5%
2027/9/15	0.3%	1.6%	5.5%	13.2%	21.8%	24.9%	19.3%	9.8%	3.0%	0.5%
2027/10/27	0.3%	1.5%	5.2%	12.5%	21.0%	24.6%	19.8%	10.7%	3.7%	0.7%

资料来源: iFinD, CME FedWatch, 铜冠金源期货

图表 8 霍尔木兹海峡通行量



图表 9 美国经济软数据、硬数据



资料来源：船视宝，Bloomberg，铜冠金源期货

2、【中国】一季度经济开门红，结构延续分化

3 月中国综合 PMI 升至 50.5，较前值 49.5 明显改善，时隔三个月重回扩张区间。分项看，制造业 PMI 回升至 50.4，服务业 PMI 小幅升至 50.2、为近五个月首次重返扩张，建筑业 PMI 升至 49.3，但服务业和建筑业景气水平仍处历年同期低位。与此同时，核心 CPI 回升至 1.1%，近半年中枢稳定在 1% 左右。总体而言，国内经济延续“通胀修复、景气低位震荡”的格局。

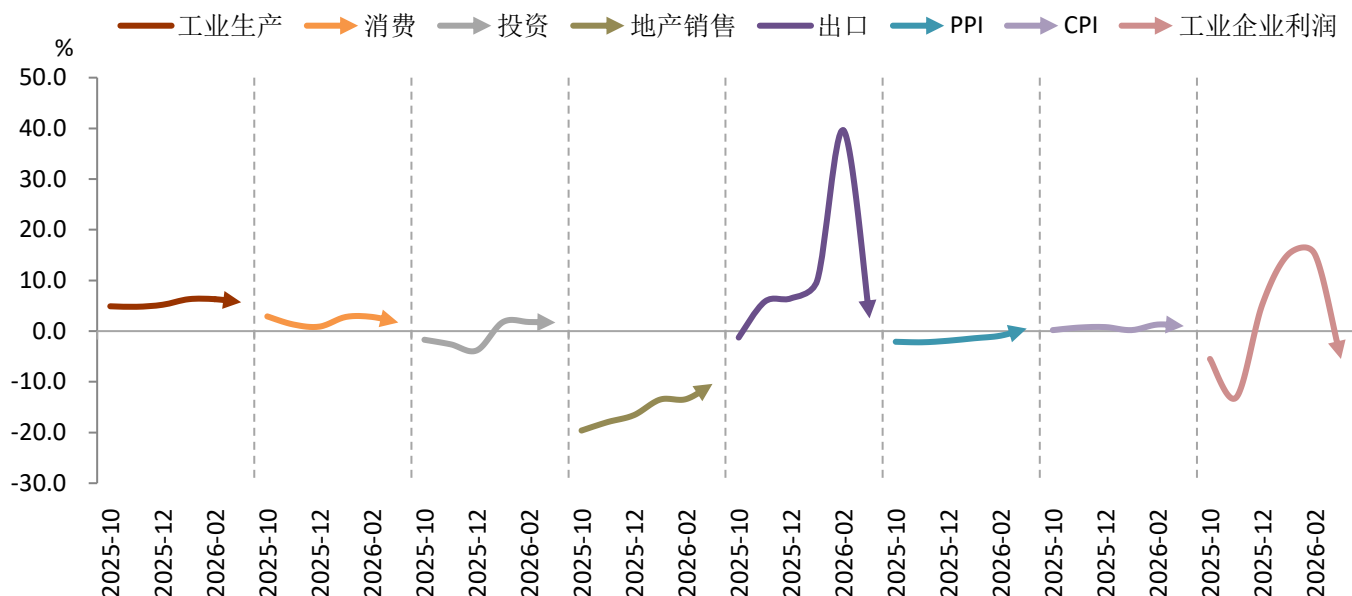
一季度经济开门红，结构上仍是生产、出口和政策驱动强于居民内需，地产继续拖累。

2026 年一季度 GDP 同比增长 5.0%，高于市场预期的 4.8%。分产业看，第一产业同比增长 3.8%（前值 4.2%），第二产业增长 4.9%（前值 3.4%），第三产业增长 5.2%（前值 5.3%）；从贡献结构看，服务业和工业占比分别升至 63.2% 和 34.1%，继续构成增长的主要支撑；按三大需求拆分，消费、投资和净出口分别拉动 GDP 增长 2.4%、1.9% 和 0.8%。其中，消费贡献率由 52% 回落至 48%，投资贡献率由 15.3% 显著升至 38%，净出口贡献率由 32.7% 回落至 16%。总体而言，一季度经济呈现“总量不弱、结构分化”的特征：工业、出口和服务业韧性共同托住增长，但内需修复仍然偏慢，消费改善力度有限，居民消费倾向依旧谨慎；投资虽有修复，主要依赖基建和制造业支撑，房地产仍是主要拖累。

GDP 平减指数接近回正，产能利用率处于低位，反内卷仍在推进。2026 年一季度名义 GDP 同比增长 4.84%，低于实际 GDP 增速 5.0%，GDP 平减指数同比录得 -0.16%，尽管已 12 个

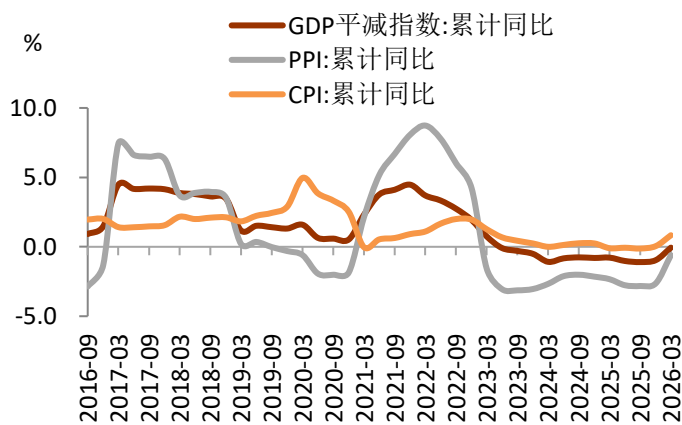
季度为负、但已经显著好转；一季度产能利用率为 73.6%，环比回落，仍处于 2017 年来历年同期低位。反内卷政策自去年三季度推进至今，目前仍处执行阶段，制造业利润上游及部分中游行业有所改善、但结构分化明显，汽车、光伏等行业仍处于“止血阶段”，低效产能的实质出清与行业盈利中枢的修复，尚需时日。

图表 10 中国经济指标 3 月同比增速概览



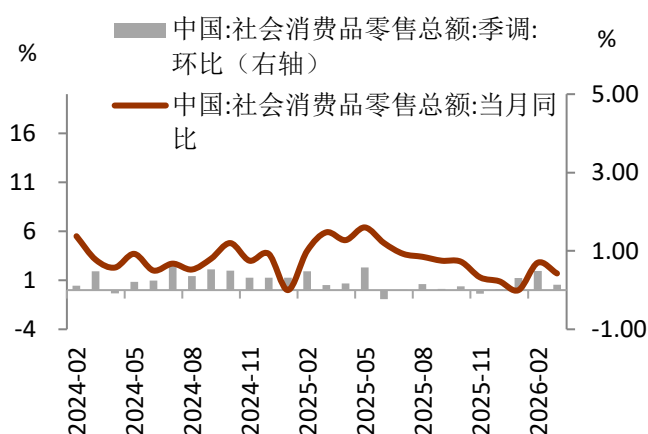
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 11 GDP 平减指数

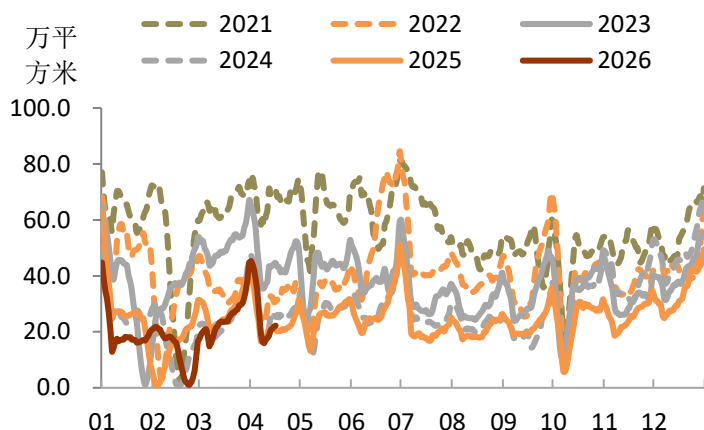


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 社会消费品零售

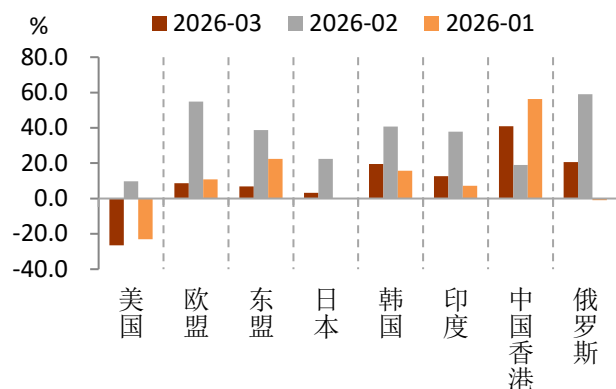


图表 13 30 城商品房成交面积

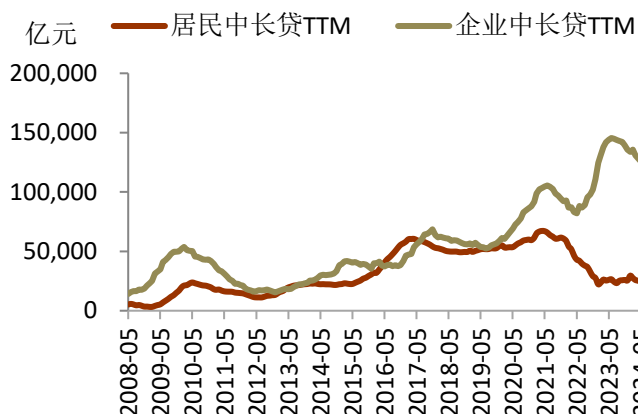


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 对主要国家出口增速（美元计价）



图表 15 居民及企业中长贷



图表 16 中国金融条件指数



资料来源：iFinD，第一财经研究院，铜冠金源期货（注：TTM 即过去 12 个月滚动求和；金融条件指数越低，表示金融环境越宽松）

3、【欧洲】延续弱复苏，通胀预期受扰动

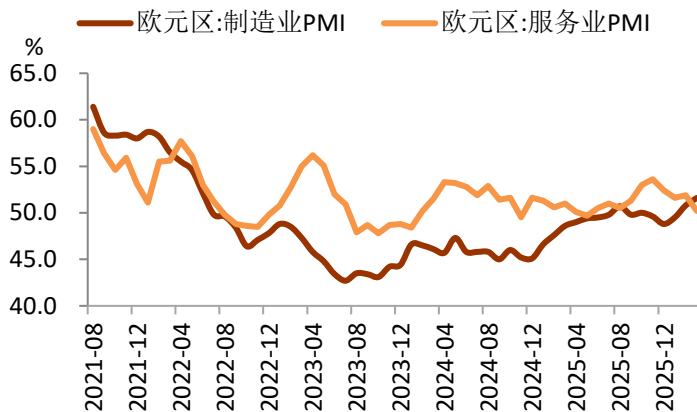
3 月欧元区综合 PMI 回落至 50.5，前值 51.9，其中制造业 PMI 进一步扩张至 51.6、服务业 PMI 从 51.9 回落至 50.2，核心 CPI 连续小幅回落至 2.3%，整体呈现核心通胀、景气均回落，但总通胀受能源冲击反弹。

欧元区经济修复动能偏弱，叠加能源扰动带来的再通胀压力，欧央行趋于谨慎。增长方面，2025 年四季度欧元区 GDP 环比增长 0.2%，全年增长 1.4%。从结构看，家庭消费、政府消费和固定资本形成分别环比增长 0.4%、0.5%和 0.6%，而出口环比下降 0.4%，库存和净出口亦对增长形成拖累，表明当前增长主要依赖内需和财政支撑，制造业与外需链条贡献仍较有限。与此同时，劳动力市场尚未出现实质性松动，2 月失业率维持在 6.2%的历史低位，

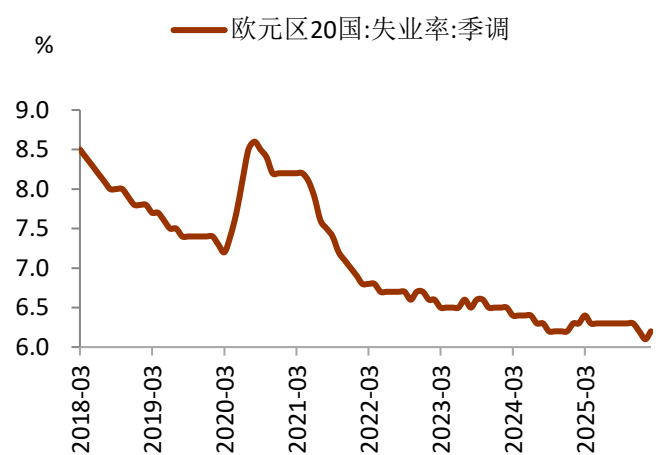
敬请参阅最后一页免责声明

2025 年四季度工资增速回落至 2%，整体仍显示欧元区经济处于放缓而非收缩阶段。通胀方面，3 月欧元区 HICP 同比由 2 月的 1.9% 升至 2.6%，核心通胀为 2.3%，其中能源价格同比上涨 5.1%，表明本轮通胀回升主要由外生能源冲击驱动，而非内生需求重新走强。在此背景下，欧元区宏观环境正由此前的“低增长、低通胀回落”转向“弱增长叠加再通胀扰动”。3 月欧央行也相应下调增长预测，指出中东战争升级推升大宗商品价格，并对居民实际收入和经济信心形成拖累，预计欧元区实际 GDP 增速 2026 年为 0.9%、2027 年为 1.3%、2028 年为 1.4%，较 2025 年 12 月预测分别下修 0.3、0.1 和 0.0 个百分点，反映其对中期增长前景的判断进一步趋于谨慎。

图表 17 欧元区 PMI

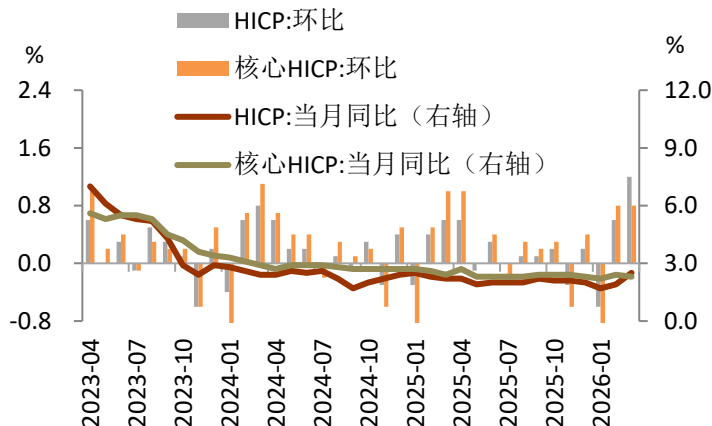


图表 18 欧元区失业率

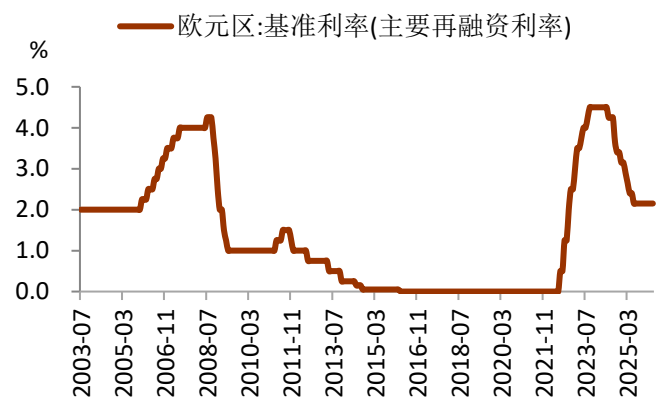


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 19 欧元区 CPI



图表 20 欧元区基准利率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

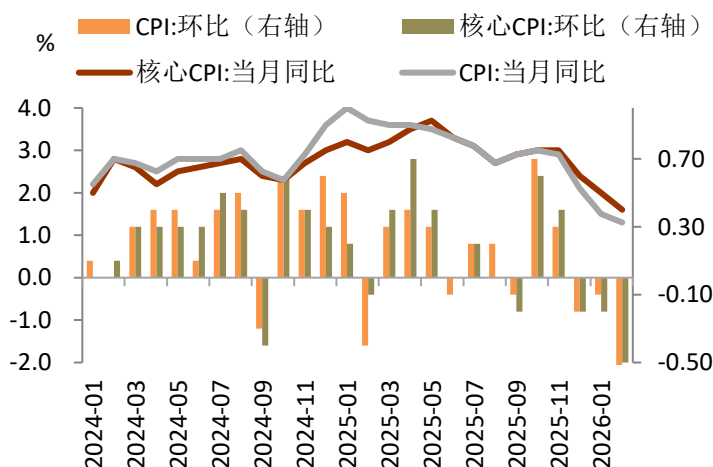
4、【日本】通胀表现回落，工资通胀螺旋未止，内需与制造业修复仍偏弱

3月日本综合PMI从53.9回落至52.5，其中制造业PMI从53.0回落至51.6、服务业从53.8小幅回落至53.4，2月日本核心CPI回落至1.6%，创下近4年低位，整体呈现通胀回落、制造业边际降温、服务业景气偏高的格局。

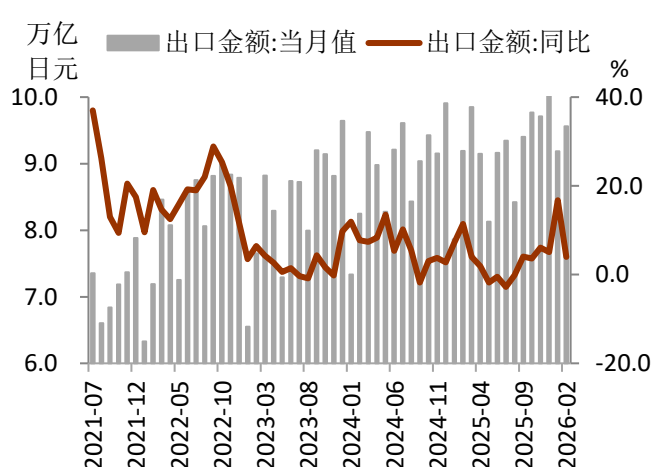
能源补贴压低通胀，但“工资-通胀”螺旋仍在延续。2月日本CPI同比1.3%，核心CPI（剔除生鲜）同比1.6%，核心-核心CPI（剔除生鲜和能源）同比2.5%；更具前瞻性的东京3月核心CPI同比1.7%，剔除生鲜和能源后的CPI同比2.3%。这表明，日本表现通胀仍在较大程度上受到能源补贴压制，但更能反映日本国内价格粘性的核心-核心CPI仍高于2%，日本内生通胀基础仍在。与此同时，2026年春斗首轮平均加薪幅度为5.26%，已连续第三年超过5%，显示工资上涨仍在向服务价格和广义通胀传导，日本“工资-通胀”螺旋仍在延续。

真实需求偏弱，消费与制造业未跟上名义层面的改善。2025年四季度日本实际GDP环比增长0.3%，全年增长1.2%，经济虽维持正增长，但内生动能并不强。日本央行3月判断，出口和工业生产总体仍处于“基本横盘”状态，制造业已开始受到关税冲击，居民部门则呈现“收入改善、支出偏弱”的背离。2026年2月，两人及以上家庭实际消费支出同比下降1.8%，但工薪家庭实际收入同比增长1.6%，同期零售销售同比下降0.2%、环比下降2.0%，表明实际收入修复并未顺畅转化为消费扩张，居民更可能选择提高储蓄或压缩可选消费。外部需求偏弱、关税扰动升温，也进一步压制了制造业修复。政策方面，2026财年创纪录的122.3万亿日元预算已正式落地，财政重心正由短期刺激转向半导体、造船等经济安全领域的中长期投入；同时，政府还在讨论为期两年的食品消费税减免，并通过燃油补贴、释放石油储备、设立约100亿美元亚洲能源支持框架来对冲高物价和中东局势冲击。整体看，日本当前的政策组合正在向“财政更主动、民生减负更直接”转变，货币端仍由日本央行主导渐进式正常化，目前市场定价年内加息2次，节点上为7月、12月。

图表 21 日本 CPI

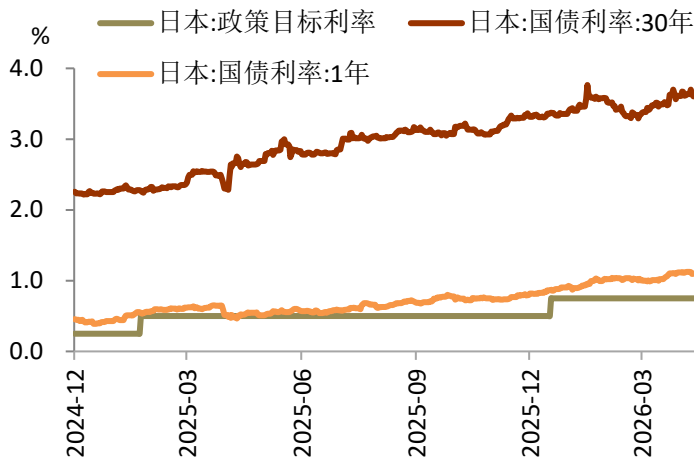


图表 22 日本出口数据



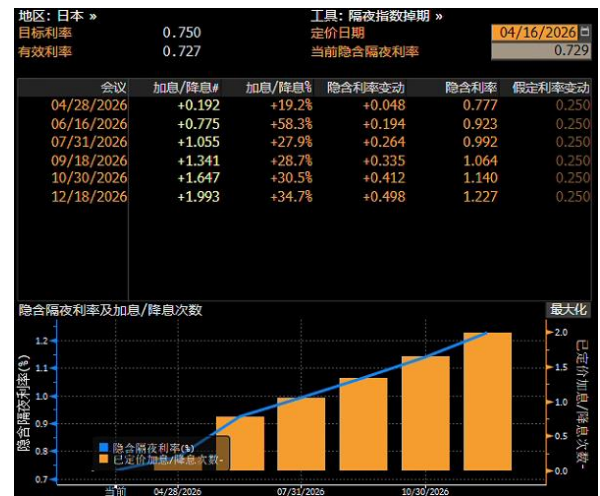
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 日本政策目标利率及国债利率



资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 24 日本利率期货定价



二、全球主要央行政策节奏

自 2 月末美伊冲突爆发以来,全球市场对货币政策前景的定价明显发生切换。此前,市场主流预期仍是美联储年内降息两次、欧央行大体维持利率不变、日央行则继续小幅加息;3 月以来,随着国际油价由 70 美元附近快速上冲至 110 美元,再通胀风险显著升温,市场开始重新评估主要央行的政策约束,并转向定价欧美央行年内加息的可能。目前就现实层面而言,全球仍处于流动性宽松的局面:

从“价”的维度上看,2022 年初至 2023 年中,受高通胀压力推动,全球主要经济体同步加息、收紧流动性,全球央行净降息比例一度维持在-70%左右的历史极低区间。自 2023 年下半年起,降息央行占比逐步回升,货币政策环境边际转松。2024 年下半年,净降息比例由负转正,截至 2026 年 4 月录得 65.3%,持平 3 月,仍处于近三年高位,反映全球央行仍处于货币宽松的现实,尽管战争带来的油价上行、扰动了通胀预期,但是央行仍处于观望阶段。

从“量”的维度上看,自 2022 年初以来,全球主要央行整体处于长期缩表与去杠杆阶段,总资产规模持续回落。进入 2024 年后,这一轮“量”的收缩开始边际放缓:美联储缩表节奏逐步减慢,并于 2025 年末暂停缩表;欧洲央行主要体现为路径相对清晰的被动缩表;日本亦处于缩表进程之中;相比之下,中国央行则处于扩表阶段。截至 2026 年 4 月,全球央行总资产同比增速为 0.8%,较 2 月的 2.9%有所回落,但从趋势上看,全球流动性“量”收缩阶段已总体结束。

美联储 3 月按兵不动,中东冲突抬升短期不确定性,尚未改中期宽松方向。3 月 FOMC 会议维持政策利率在 3.50%-3.75% 区间不变,点阵图仍指向 2026 年降息 1 次,说明美联储在地缘风险上升背景下并未偏离既有的中期宽松路径。与此前相比,本次会议的变化主要体

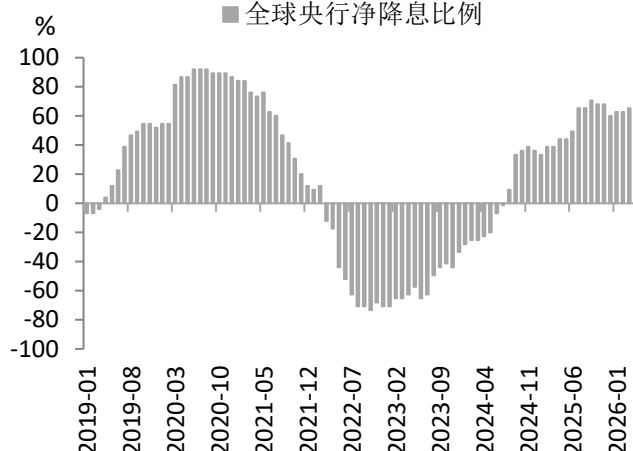
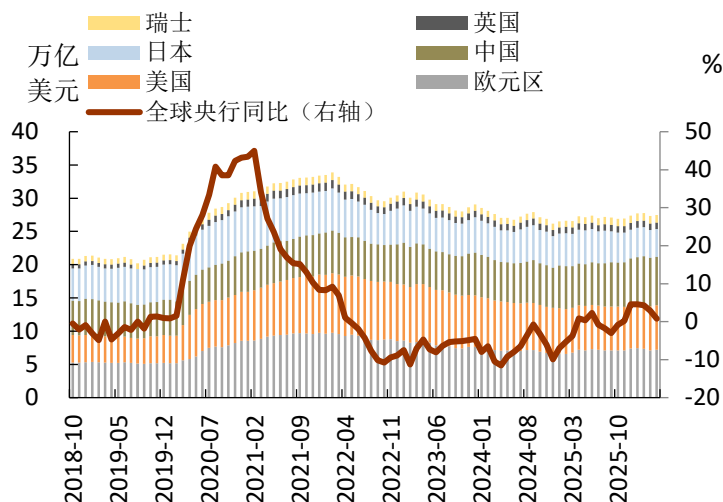
现在两点：一是声明稿新增了对中东局势高度不确定性的表述；二是 SEP 小幅上修了经济、通胀和核心通胀预期，其中 2026 年 GDP 增速预期上调至 2.4%，通胀与核心通胀预期均上调至 2.7%。这意味着美联储当前的核心判断是，地缘冲突可能推升短期油价和通胀，但尚不足以改变其中期政策框架。鲍威尔在记者会上的表态也延续了这一思路，即在不确定性较高的阶段保持观望，根据未来 6 周数据和局势变化再决定政策取向；即便内部讨论过加息可能，这也并非当前的基准情景。然而利率期货市场在冲突爆发后，就完全打消了年内降息的可能，转向小幅加息，表明市场的担忧更加大

地缘冲击扰动通胀与增长，欧央行延长观察期，市场对其加息预期较强。3 月欧央行议息会议维持三大利率不变，在中东冲突推升能源价格、同时加大增长不确定性的背景下，欧央行明显转向观望。本次会议的变化主要体现在两点：一是政策表述更加强调中东局势带来的不确定性；二是欧央行上调了通胀路径、下调了增长预期，其中 2026-2028 年欧元区总通胀预期分别为 2.6%、2.0%和 2.1%，剔除能源和食品后的核心通胀预期分别为 2.3%、2.2%和 2.1%，而同期经济增速预期分别为 0.9%、1.3%和 1.4%。本次会议的核心信号不是政策重新转向鹰派，而是在能源冲击抬升短期通胀的背景下，欧央行不得不延长观望期。往后看，欧央行大概率仍将保持审慎，政策调整节奏将高度依赖能源价格、中东局势及核心通胀黏性的后续表现。当前利率期货市场对欧央行年内加息 2 次的定价，相比美联储更为激进，表明市场对欧元区通胀黏性的担忧更深，同时也认为欧央行在政策上受到的约束更强。

日央行 3 月按兵不动，外部风险升温下延长观察窗口，中期加息方向未改。3 月日本央行会议维持政策利率 0.75%不变，整体信号较为清晰：短期按兵不动，中期加息倾向不变。经济判断上，日本央行维持“局部偏弱、整体温和复苏”的基本定性，出口与工业生产大体横盘，私人消费在就业和收入改善的支撑下保持韧性，金融环境仍属宽松。政策声明延续既有表述，若经济与物价走势符合预期，将继续上调政策利率、推进货币宽松的渐进退出。本次会议最值得关注的边际变化，是日本央行对外部风险的措辞明显升温，强调了中东局势、油价上行及全球不确定性，认为上述因素可能短期推高通胀、并对企业利润与经济情绪形成扰动。但这一表述并不意味着立场转鸽，日本央行将其定性为阶段性扰动，尚不足以动摇工资-物价良性循环和潜在通胀渐进抬升的基本判断。目前日央行在外部冲击上升的背景下主动延长观察窗口、暂缓行动，而非政策转向或重新偏鸽，后续政策方向仍是继续正常化，市场定价年内加息 1-2 次。

图表 25 全球主要央行总资产规模及同比增速

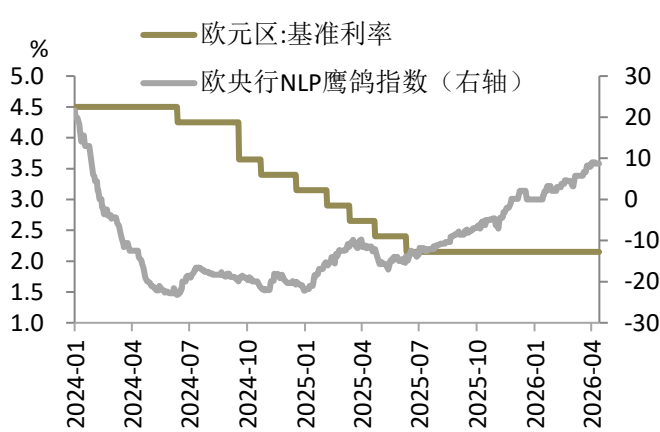
图表 26 全球央行净降息比例



资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货 (全球央行净降息比例=降息央行占比-加息央行占比)

图表 27 美联储 FED SPEAK NLP 鹰鸽指数

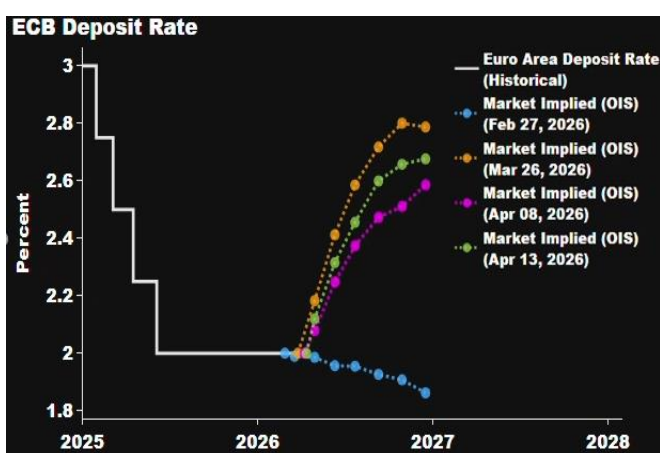
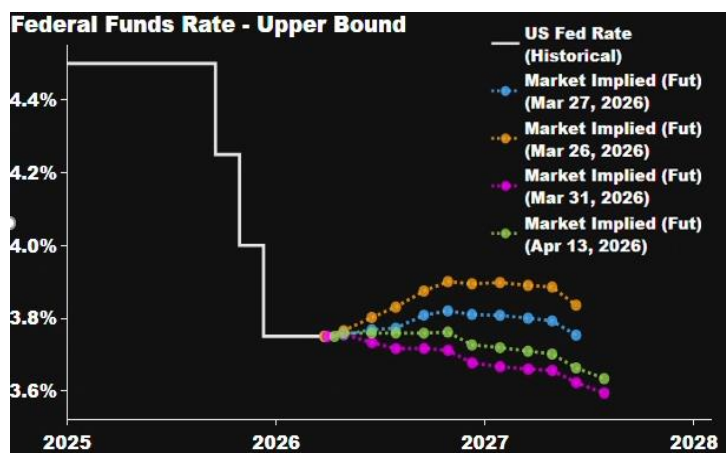
图表 28 欧央行 ECB SPEAK NLP 鹰鸽指数



资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货 (鹰鸽指数越低, 代表政策立场越偏鸽, 倾向于货币宽松)

图表 29 市场对美联储利率路径定价

图表 30 市场对欧央行利率路径定价



资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

三、全球制造业景气温和向上

全球制造业在 2026 年 3 月延续扩张，已连续 8 个月处于扩张区间，标普全球制造业 PMI 在 2 月升至阶段高点 51.8 后，3 月景气边际放缓至 51.3，主要受中东冲突升温、能源价格上行及供应链扰动影响，但整体仍稳在荣枯线以上，表明全球制造业修复趋势尚未逆转。从主要经济体 PMI 表现看，欧美修复有所强化，亚洲地区高位降温，新兴市场整体仍偏弱。

欧美：美国保持扩张，欧元区持续改善。美国制造业 PMI 升至 52.3，较 2 月的 51.6 进一步改善，显示制造业景气仍有韧性；欧元区 PMI 升至 51.6，较 2 月的 50.8 明显回升，整体走向较为清晰的扩张区间。分国别看，德国 PMI 升至 52.2，重回扩张并成为欧洲修复的主要支撑；法国 PMI 录得 50.0，处于荣枯线附近；意大利 PMI 录得 51.3，继续处于扩张区间；希腊 PMI 录得 54.5，维持强劲领先；英国 PMI 录得 51.0，虽较 2 月的 51.7 有所回落，但仍保持扩张。

亚洲：高景气仍在，边际降温。印度制造业 PMI 录得 53.9，虽较 2 月的 56.9 明显降温，但仍处于较高景气区间；日本 PMI 录得 51.6，较 2 月 53.0 回落，但连续处于扩张区间；韩国 PMI 升至 52.6，景气进一步改善；中国台湾 PMI 为 55.4，虽较 2 月 58.5 的高位有所回落，但仍维持强劲扩张。东盟整体 PMI 为 51.8，较 2 月 53.8 明显放缓，但仍处扩张区间，内部也存在分化：越南 51.8，扩张放缓；泰国 54.1，仍维持较强景气；印尼 50.1，回到荣枯线附近；马来西亚 50.7，重新回到扩张区间。

新兴市场：拉美仍承压，俄罗斯偏弱，南非改善。巴西 PMI 录得 49.0，较 2 月 47.3 有所修复，但仍处于收缩区间；墨西哥 PMI 录得 48.9，同样较前月改善但未摆脱收缩；俄罗斯 PMI 录得 48.3，制造业景气依旧偏弱；南非 PMI 升至 50.8，较 2 月 48.5 明显回升，重新进入扩张区间。

总体而言，2026 年 3 月全球制造业仍在扩张，但驱动力从此前“亚洲高景气”逐步转向“欧美修复”接棒，同时亚洲内部开始分化、部分高景气经济体出现降温。美国、德国、韩国、中国台湾和泰国仍是当前景气的重要支撑，而东盟整体、印度以及部分拉美经济体较前期已有边际降温，后续需要重点关注欧美修复的持续性，以及亚洲出口链景气是否继续从高位回落。

图表 31 全球主要国家制造业 PMI（标普口径）

国家	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04
美国	52.3	51.6	52.4	51.8	52.2	52.5	52.0	53.0	49.8	52.9	52.0	50.2
欧元区	51.6	50.8	49.5	48.8	49.6	50.0	49.8	50.7	49.8	49.5	49.4	49.0
德国	52.2	50.9	49.1	47.0	48.2	49.6	49.5	49.8	49.1	49.0	48.3	48.4
法国	50.0	50.1	51.2	50.7	47.8	48.8	48.2	50.4	48.2	48.1	49.8	48.7
英国	51.0	51.7	51.8	50.6	50.2	49.7	46.2	47.0	48.0	47.7	46.4	45.4
希腊	54.5	54.4	54.2	52.9	52.7	53.5	52.0	54.5	51.7	53.1	53.2	53.2
意大利	51.3	50.6	48.1	47.9	50.6	49.9	49.0	50.4	49.8	48.4	49.2	49.3
日本	51.6	53.0	51.5	50.0	48.7	48.2	48.5	49.7	48.9	50.1	49.4	48.7
韩国	52.6	51.1	51.2	50.1	49.4	49.4	50.7	48.3	48.0	48.7	47.7	47.5
中国台湾	55.4	58.5	57.2	55.3	51.4	50.3	48.3	47.9	48.0	49.6	51.0	48.9
东盟	51.8	53.8	52.8	52.7	53.0	52.7	51.6	51.0	50.1	48.6	49.2	48.7
越南	51.8	54.3	52.5	53.0	53.8	54.5	50.4	50.4	52.4	48.9	49.8	45.6
泰国	54.1	53.5	58.3	57.4	56.8	56.6	54.6	52.7	51.9	51.7	51.2	49.5
印尼	50.1	53.8	52.6	51.2	53.3	51.2	50.4	51.5	49.2	46.9	47.4	46.7
马来西亚	50.7	49.3	50.2	50.1	50.1	49.5	49.8	49.9	49.7	49.3	48.8	48.6
印度	53.9	56.9	55.4	55.0	56.6	59.2	57.7	59.3	59.1	58.4	57.6	58.2
巴西	49.0	47.3	47.0	47.6	48.8	48.2	46.5	47.7	48.2	48.3	49.4	50.3
墨西哥	48.9	47.1	46.3	46.1	47.3	49.5	49.6	50.2	49.1	46.3	46.7	44.8
俄罗斯	48.3	49.5	49.4	48.1	48.3	48.0	48.2	48.7	47.0	47.5	50.2	49.3
南非	50.8	48.5	45.1	39.6	48.7	53.1	52.1	49.8	48.0	45.3	43.1	41.4

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B1 栋 9 楼 910、911 室

电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。