

美国经济出现滞胀风险 关税政策令全球前景充满变数

宏观金融与航运团队 陈臻 Z0018730

2025年3月30日

- 2024年世界经济增速预期3.2%。欧美两大经济体摆脱了衰退风险，实现了软着陆。去年美国经济增长录得2.8%，欧盟和英国均为0.9%。日本前两个季度均出现同比负增长，依靠四季度强势复苏，将全年经济增速拉回正值0.09%。越南在主要经济体中增速最高，达到7.3%，其次是印度前三季度的6.2%。全球制造业复苏，1-2月均处于荣枯线以上。
- 2024年至今，全球货币政策整体从紧缩转向宽松。由于经济疲软，欧洲各大央行在2025年继续降息，欧洲央行、瑞典央行、丹麦央行均再降息两轮，英国央行、冰岛央行、捷克央行、瑞士央行、保加利亚央行降息一轮。新西兰央行和加拿大央行因为经济疲软连续降息两轮。随着通胀回落，印度和澳大利亚央行开启首轮降息。日本通胀反弹至4%，日本央行认为暂时摆脱通缩风险，在1月开启第三轮加息，目前基准利率已经提升至0.5%。不过，2月通胀回调，日本央行没有在3月继续加息。特朗普关税和移民政策可能引发美国通胀反弹，美联储1月和3月均保持利率不变。
- 一季度美元指数和美债收益率整体呈现先扬后抑走势。1月美联储担忧特朗普上台后引发通胀反弹，连续发表鹰派言论，同时中东局势升级，美元避险需求提升。1月13日和2月1日美元指数冲破110点整数关，2年期美债收益率逼近4.3%。2-3月美国经济出现滞胀风险。日本央行加息，欧洲经济加速复苏，降息预期降温，日元、欧元、英镑相对走强。美元指数持续回落至103点，2年期美债收益率跌破4%。
- 多家国际机构对于2025年经济增速给出谨慎乐观的预期，OCED预计3.3%，IMF预计3.2%，联合国2.7%。IMF总裁格奥尔基耶娃警告，尽管全球通胀正在缓解，世界经济并未进入衰退，但下行风险显著增加，未来可能陷入低增长、高债务的困境。特朗普关税政策成为今年最大的不确定性经济因素，世界银行警告称倘若特朗普政府加征10%关税且遭到其他国家采取报复性关税，2025年世界经济增速或下调0.3BP至2.4%。



CONTENT 目录

第一部分 各国经济差异化发展 全球货币政策继续宽松

第二部分 美国：2024年经济软着陆 一季度出现滞涨担忧

第三部分 欧洲：经济加速复苏 预期好于现状

第四部分 日韩：日本经济避免衰退 韩国开启第三轮降息

第五部分 新兴经济体：通胀整体放缓 出口整体增长

第六部分 全球宏观经济综合展望

1、2024年主要经济体实际GDP

2024年全球主要经济体实际GDP										
经济体	一季度同比	二季度同比	三季度同比	四季度同比	全年/前三季度	全年/前三季度（万亿本币）	美元兑本币汇率	全年/前三季度（万亿美元）	地理位置	经济发展水平
美国	2.9%	3.0%	2.7%	2.5%	2.8%	23.3035	1	23.3035	北美洲	发达经济体
中国	5.3%	4.7%	4.6%	5.4%	5.0%	128.23208	7.1217	18.0058	亚洲	发展中国家
欧盟	0.6%	0.8%	1.1%	1.4%	1.0%	13.3391117	0.9242	14.4331	欧洲	发达经济体
日本	-0.8%	-0.7%	0.7%	1.2%	0.1%	557.5491	151.4842	3.6806	亚洲	发达经济体
英国	0.5%	0.9%	1.0%	1.4%	0.9%	2.559803	0.7824	3.2717	欧洲	发达经济体
印度	7.8%	6.5%	5.6%	6.2%	6.5%	183.7499271	83.6566	2.1965	亚洲	发展中国家
加拿大	0.7%	1.2%	1.9%	2.4%	1.5%	2.42189425	1.3702	1.7675	北美洲	发达经济体
澳大利亚	1.1%	1.0%	0.8%	1.3%	1.0%	2.617099	1.5156	1.7268	大洋洲	发达经济体
韩国	3.1%	2.3%	1.6%	1.2%	2.1%	2289.4086	1352.3997	1.6928	亚洲	发达经济体
俄罗斯	5.4%	4.1%	3.1%		4.2%	103.8459	90.1468	1.1520	欧洲/亚洲	发展中国家
墨西哥	1.5%	2.2%	1.7%	0.5%	1.5%	25.43786585	18.3263	1.3881	北美洲	发展中国家
印度尼西亚	5.1%	5.0%	4.9%	5.0%	5.0%	12920.2817	15869.1371	0.8142	亚洲	发展中国家
沙特阿拉伯	-1.7%	-0.3%	2.8%		0.2%	2.582678458	3.75	0.6887	亚洲	发展中国家
瑞士	0.4%	1.5%	1.9%	1.5%	1.3%	0.5767901	0.8808	0.6548	欧洲	发达经济体
新加坡	3.3%	3.5%	5.7%	5.0%	4.4%	0.5617712	1.3363	0.4204	亚洲	发达经济体
菲律宾	5.8%	6.4%	5.2%	5.2%	5.6%	22.239734	57.2774	0.3883	亚洲	发展中国家
马来西亚	4.2%	5.8%	5.3%	4.8%	5.0%	1.64656783	4.5718	0.3602	亚洲	发展中国家
泰国	1.7%	2.3%	3.0%	3.2%	2.3%	11.177772	35.2845	0.3168	亚洲	发展中国家
越南	6.0%	7.4%	7.8%	7.9%	7.3%	6251.826222	24141.4921	0.2590	亚洲	发展中国家
南非	0.6%	0.4%	0.4%	0.9%	0.6%	4.659293887	18.3255	0.2543	非洲	发展中国家
巴西	2.6%	3.3%	4.0%	3.6%	3.4%	1.341810602	5.3872	0.2491	南美洲	发展中国家
哥伦比亚	0.8%	2.1%	2.1%	2.6%	1.9%	997.2084408	4074.1257	0.2448	亚洲	发展中国家
新西兰	1.4%	-0.5%	-1.6%	-1.1%	-0.5%	0.281092	1.6527	0.1701	大洋洲	发达经济体
尼日利亚	3.0%	3.2%	3.5%		3.2%	56.67899919	1430.7255	0.0396	非洲	发展中国家
土耳其	5.4%	2.4%	2.2%	3.0%	3.2%	1.2335947	32.8217	0.0376	欧洲/亚洲	发展中国家
巴勒斯坦	-34.9%	-32.3%	-30.1%		-32.4%	0.0080629	1	0.0081	亚洲	发展中国家
阿根廷	-5.2%	-1.7%	-2.0%	2.1%	-1.7%	0.702181224	916.2543	0.0008	南美洲	发展中国家

2024-2025年全球制造业PMI

指标名称	全球制造业PMI	产出	新订单	投入价格	就业
2025-02	50.60	51.50	51.30	55.60	49.20
2025-01	50.10	50.60	50.80	54.50	48.50
2024-12	49.60	49.20	49.50	54.40	49.40
2024-11	50.00	50.40	50.20	53.90	49.00
2024-10	49.40	50.10	48.70	53.20	48.60
2024-09	48.70	49.20	47.20	53.20	48.90
2024-08	49.60	50.00	48.90	55.00	49.70
2024-07	49.70	50.20	48.80	55.20	50.00
2024-06	50.80	52.30	50.70	55.30	50.50
2024-05	51.00	52.80	51.20	54.80	50.30
2024-04	50.30	51.40	50.40	54.10	50.00
2024-03	50.60	51.90	50.90	52.40	50.10
2024-02	50.30	51.20	50.40	52.90	49.60

2024-2025年全球服务业PMI

指标名称	全球服务业PMI	新订单	积压工作	投入价格	就业
2025-02	51.60	51.40	48.30	57.40	50.00
2025-01	52.20	52.50	49.90	57.60	51.70
2024-12	53.80	53.60	50.00	56.60	50.60
2024-11	53.10	53.00	50.90	56.40	50.30
2024-10	53.10	52.70	49.40	57.30	50.20
2024-09	52.90	52.40	50.10	57.40	50.40
2024-08	53.80	53.30	49.00	57.10	50.00
2024-07	53.30	52.80	49.70	57.70	51.70
2024-06	53.10	52.40	50.00	56.70	51.50
2024-05	54.00	53.20	49.90	57.20	51.10
2024-04	52.70	52.20	49.70	57.20	49.80
2024-03	52.40	52.50	49.20	58.10	51.20
2024-02	52.40	52.00	49.10	57.10	51.10
2024-01	52.30	52.00	50.60	57.20	51.20

- 1-2月全球制造业PMI重返荣枯线以上，分别录得50.1和50.6，扩张略有提速。全球服务业持续扩张，从2023年1月至今年2月连续26个月高于荣枯线，但扩张速度有所放缓，2月录得51.6，为2024年以来新低。
- 全球制造业和服务业的投入价格PMI分项分别高达55.6和57.4，说明全球通胀压力依然偏高。
- 全球制造业的就业PMI继续低于荣枯线，而服务业高于荣枯线，说明服务业还在不断吸纳新增就业人口，而制造业不断裁员。

2024-2025年全球主要央行货币政策				
货币政策（以2025年调整为准）	经济体	2024年变动幅度	2025年一季度变动幅度	最新利率
降息	阿根廷	降息6800BP	降息300BP	29.00%
	墨西哥	降息125BP	降息50BP	9.50%
	新西兰	降息125BP	降息50BP	3.75%
	加拿大	降息175BP	降息50BP	3.00%
	欧元区	降息100BP	降息50BP	2.50%
	瑞典	降息125BP	降息50BP	2.25%
	丹麦	降息100BP	降息50BP	2.25%
	冰岛	降息75BP	降息25BP	8.00%
	南非	降息50BP	降息25BP	7.50%
	印度	0	降息25BP	6.25%
	印尼	降息25BP	降息25BP	5.75%
	印度尼西亚	加息25BP/降息25BP	降息25BP	5.75%
	英国	降息50BP	降息25BP	4.50%
	澳大利亚	0	降息25BP	4.10%
	捷克	降息275BP	降息25BP	3.75%
	韩国	降息50BP	降息25BP	2.75%
	泰国	降息25BP	降息25BP	2.00%
	瑞士	降息125BP	降息25BP	0.25%
	保加利亚	降息76BP	降息22BP	2.82%
未变化	土耳其	加息475BP/降息250BP		47.50%
	尼日利亚	加息875BP		27.50%
	俄罗斯	加息500BP		21.00%
	罗马尼亚	降息50BP		6.50%
	匈牙利	降息425BP		6.50%
	菲律宾	降息75BP		6.25%
	塞尔维亚	降息75BP		5.75%
	波兰	0		5.75%
	挪威	0		4.50%
	以色列	降息25BP		4.50%
	美国	降息100BP		4.25—4.5%
	马来西亚	0		3.00%
加息	巴西	降息100BP/加息175BP	加息200BP	14.25%
	哈萨克斯坦	降息175BP	加息100BP	15.25%
	日本	加息35BP	加息25BP	0.50%

2024年至今全球货币政策整体从紧缩转向宽松，今年一季度采取降息央行的数量明显多于加息，部分央行暂且选择按兵不动。

- 降息：由于经济疲软，欧洲各大央行在2025年继续降息，欧洲央行、瑞典央行、丹麦央行均再降息两轮，英国央行、冰岛央行、捷克央行、瑞士央行、保加利亚央行降息一轮。新西兰央行和加拿大央行因为经济疲软连续降息两轮。随着通胀回落，印度和澳大利亚央行开启首轮降息。阿根廷目前通胀率从高位回调，阿根廷央行一季度累计降息300BP。
- 加息：日本通胀反弹至4%，日本央行认为暂时摆脱通缩风险，在1月开启第三轮加息，目前基准利率已经提升至0.5%。不过，2月通胀回调，日本央行没有在3月继续加息。随着通胀率持续反弹超过5%，巴西央行从去年5月开始货币政策转向，从宽松转向紧缩，一季度连续两轮各加息100BP。
- 未变化：特朗普关税和移民政策可能引发美国通胀反弹，美联储1月和3月均保持利率不变。虽然俄罗斯通胀接近10%，但基准利率已经达到21%，继续加息将对脆弱的经济雪上加霜，因此俄罗斯央行选择暂且停止加息。土耳其通胀依然高达42%，土耳其央行并未继续降息担忧通胀反弹。

2024-2025年全球主要经济体通胀率																						
	美国	中国	欧元区	英国	瑞典	日本	韩国	俄罗斯	印度	加拿大	澳大利亚	新加坡	印尼	马来西亚	越南	泰国	菲律宾	沙特	南非	巴西	土耳其	阿根廷
2025-02	2.8%	-0.7%	2.3%	0.0%	2.8%	3.7%	2.0%	10.1%	3.6%	2.6%	0.0%	0.9%	-0.1%	1.5%	2.9%	1.1%	2.1%	0.0%	3.2%	5.1%	39.1%	66.9%
2025-01	3.0%	0.5%	2.5%	3.0%	2.0%	4.0%	2.2%	9.9%	4.3%	2.0%	0.0%	1.2%	0.8%	1.7%	3.6%	1.3%	2.9%	0.0%	3.1%	4.6%	42.1%	84.5%
2024-12	2.9%	0.1%	2.4%	2.5%	1.6%	3.6%	1.9%	9.5%	5.2%	1.8%	2.4%	1.5%	1.6%	1.7%	2.9%	1.2%	2.9%	1.9%	2.9%	4.8%	44.4%	117.8%
2024-11	2.7%	0.2%	2.2%	2.6%	2.0%	2.9%	1.5%	8.9%	5.5%	1.9%	0.0%	1.6%	1.6%	1.8%	2.8%	1.0%	2.5%	2.0%	2.8%	4.9%	47.1%	166.0%
2024-10	2.6%	0.3%	2.0%	2.3%	1.6%	2.3%	1.3%	8.5%	6.2%	2.0%	0.0%	1.2%	1.4%	1.9%	2.9%	0.8%	2.3%	1.9%	2.8%	4.8%	48.6%	193.0%
2024-09	2.4%	0.4%	1.7%	1.7%	1.2%	2.5%	1.6%	8.6%	5.5%	1.7%	2.8%	1.9%	1.8%	1.8%	2.6%	0.6%	1.9%	1.7%	3.7%	4.4%	49.4%	209.0%
2024-08	2.6%	0.6%	2.2%	2.2%	1.3%	3.0%	2.0%	9.1%	3.7%	2.0%	0.0%	2.2%	2.1%	1.9%	3.5%	0.4%	3.3%	1.6%	4.4%	4.2%	52.0%	236.7%
2024-07	2.9%	0.5%	2.6%	2.2%	1.7%	2.8%	2.6%	9.1%	3.5%	2.5%	0.0%	2.5%	2.1%	2.0%	4.4%	0.8%	4.4%	1.5%	4.6%	4.5%	61.8%	263.4%
2024-06	3.0%	0.2%	2.5%	2.0%	1.4%	2.8%	2.4%	8.6%	5.1%	2.7%	3.8%	2.5%	2.5%	2.0%	4.3%	0.6%	3.7%	1.5%	5.0%	4.2%	71.6%	271.5%
2024-05	3.2%	0.3%	2.6%	2.0%	2.5%	2.8%	2.7%	8.3%	4.7%	2.9%	0.0%	3.1%	2.8%	2.0%	4.4%	1.5%	3.9%	1.6%	5.1%	3.9%	75.5%	276.4%
2024-04	3.4%	0.3%	2.4%	2.3%	2.4%	2.5%	2.9%	7.8%	4.8%	2.7%	0.0%	2.6%	3.0%	1.8%	4.4%	0.2%	3.8%	1.6%	5.1%	3.7%	69.8%	289.4%
2024-03	3.5%	0.1%	2.4%	3.2%	2.3%	2.7%	3.1%	7.7%	4.9%	2.9%	3.6%	3.0%	3.1%	1.8%	4.0%	-0.5%	3.7%	1.6%	5.3%	3.9%	68.5%	287.9%
2024-02	3.2%	0.7%	2.6%	3.4%	2.6%	2.8%	3.1%	7.7%	5.1%	2.8%	0.0%	3.6%	2.8%	1.8%	4.0%	-0.8%	3.4%	1.8%	5.5%	4.5%	67.1%	276.2%
2024-01	3.1%	-0.8%	2.8%	4.0%	3.4%	2.2%	2.8%	7.4%	5.1%	2.9%	0.0%	3.1%	2.6%	1.5%	3.4%	-1.1%	2.8%	1.6%	5.4%	4.5%	64.9%	254.2%

- ◆ 为了刺激经济复苏，各大央行转向宽松，从去年四季度起通胀逐步反弹，一直延续至今年1月，该月美国、欧元区、英国、越南、泰国、新加坡、菲律宾等国家CPI同比增速创阶段性新高。2月国际油价出现明显回调，带动能源CPI回落，多国通胀率出现拐点后下降。
- ◆ 在西方国家制裁下，俄罗斯通胀持续反弹超过10%。巴西通胀也在不断攀升，已经超过5%。
- ◆ 阿根廷和土耳其恶性通胀所有好转，土耳其降至39.1%，阿根廷降至66.9%。不过，随着阿根廷央行大幅降息，后期通胀可能反弹。

5、全球大类资产表现情况

资产类别	具体市场	1月	2月	3月	一季度
大宗商品	伦敦现货黄金	7.7%	0.8%	6.1%	15.2%
	伦敦现货白银	9.3%	-1.5%	6.3%	14.5%
	LME3个月锌	-7.7%	1.3%	4.3%	-2.5%
	LME3个月镍	-0.3%	2.6%	3.1%	5.5%
	LME3个月铜	3.2%	3.3%	6.1%	13.1%
	CBOT大豆	3.4%	-1.9%	-1.8%	-0.3%
	NYMEX天然气	-15.4%	24.3%	2.3%	7.5%
	布伦特原油	2.8%	-4.7%	-0.2%	-2.2%
股市	标准普尔500指数	2.7%	-1.4%	-3.1%	-1.9%
	道琼斯工业平均指数	4.7%	-1.6%	-2.9%	0.1%
	纳斯达克综合指数	1.6%	-4.0%	-3.5%	-5.8%
	伦敦金融时报100指数	6.1%	1.6%	-1.9%	5.7%
	巴黎CAC40指数	7.7%	2.0%	-1.1%	8.7%
	法兰克福DAX指数	9.2%	3.8%	1.3%	14.8%
	上证A股指数	-3.0%	2.8%	1.5%	0.5%
波动率	VIX	-5.3%	19.5%	-11.0%	0.7%
	纳斯达克100波动率指数	1.0%	12.7%	-6.1%	6.8%
债市	美国10年期国债收益率	0.0%	-7.4%	2.4%	-5.2%
	欧元区10年期公债收益率	3.4%	-2.4%	15.3%	16.3%
汇率	美元指数	0.0%	-0.9%	-3.0%	-3.8%
	欧元兑美元	0.1%	0.1%	4.1%	4.3%
	美元兑日元	-1.3%	-2.9%	0.0%	-4.1%
	中间价:美元兑人民币	-0.3%	0.1%	0.1%	-0.1%
	美元兑卢布	-3.6%	-10.5%	-4.4%	-17.5%

- 大宗商品：受地缘局势和美元指数走弱影响，贵金属和金属整体偏强。OPEC+扩产以及美国加大国内能源产量，导致原油价格冲高回调。
- 股市：美国经济存在滞胀风险，2-3月美股集体下挫。欧洲经济弱复苏，连续5个季度实际GDP同比增速加快，欧洲三大股指拉升。
- 波动率：2月特朗普正式发起贸易战，美股波动明显加剧。
- 债市：美国经济增速预期放缓，美元指数回调，美债收益率下降。欧洲经济好转，欧洲央行转鹰，3月开始讨论后期是否停止降息，因此3月之后欧元区公债利率大幅反弹。
- 汇市：美国经济不振，美元指数连续下降。欧元区经济弱复苏且后期可能停止降息，日本连续三轮加息，因此美元兑其他货币略有贬值。



CONTENT 目录

第一部分 各国经济差异化发展 全球货币政策继续宽松

第二部分 美国：2024年经济软着陆 一季度出现滞涨担忧

第三部分 欧洲：经济加速复苏 预期好于现状

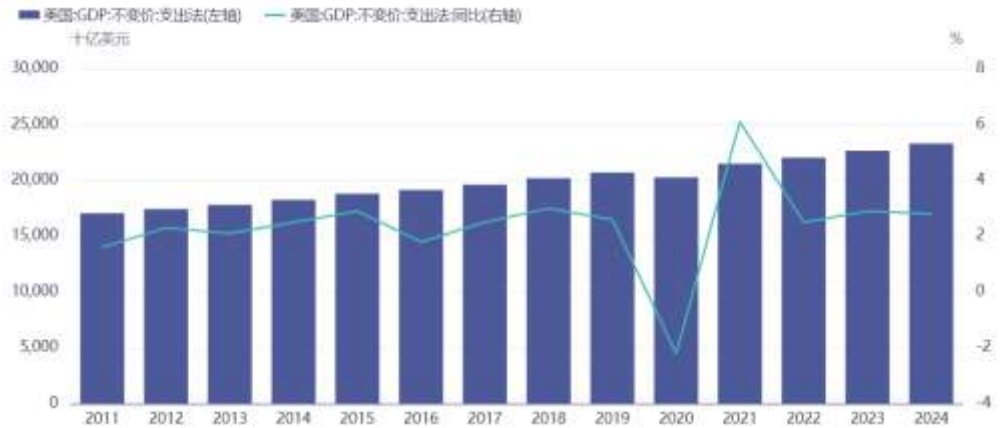
第四部分 日韩：日本经济避免衰退 韩国开启第三轮降息

第五部分 新兴经济体：通胀整体放缓 出口整体增长

第六部分 全球宏观经济综合展望

1、美国经济基本面（1）：2024年实现软着陆

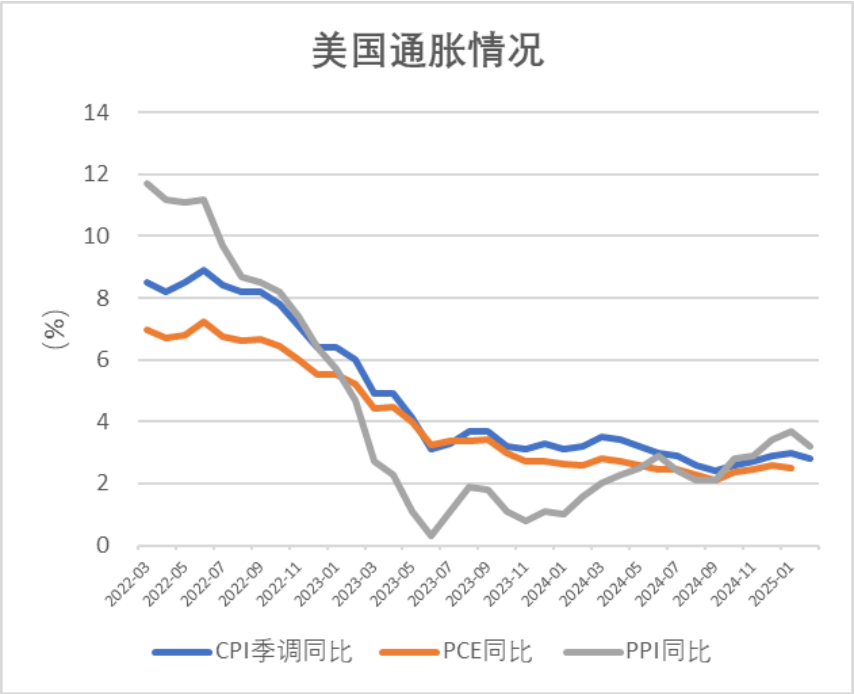
2024年美国GDP及各分项增速				
指标名称	实际GDP（万亿美元）	同比	占比	同比增速拉动率
GDP	23.30	2.8%	100%	2.8%
个人消费	16.05	2.8%	68.9%	1.9%
商品	5.45	2.4%	23.4%	0.6%
耐用品	2.05	3.3%	8.8%	0.3%
非耐用品	3.41	1.9%	14.6%	0.3%
服务	10.62	2.9%	45.6%	1.3%
国内私人投资	4.34	4.0%	18.6%	0.7%
固定资产投资	4.26	3.8%	18.3%	0.7%
非住宅类	3.51	3.7%	15.1%	0.6%
建筑	0.68	3.2%	2.9%	0.1%
设备和器械	1.33	3.4%	5.7%	0.2%
知识产权产品	1.51	4.1%	6.5%	0.3%
住宅类	0.79	4.2%	3.4%	0.1%
私人存货变化	0.04	14.7%	0.2%	0.0%
净出口	-1.04	11.2%	-4.5%	-0.5%
出口	2.61	3.2%	11.2%	0.4%
进口（负项）	3.64	5.4%	15.6%	0.8%
政府消费支出和投资	3.94	3.4%	16.9%	0.6%
残差	-0.03	-27.5%	-0.1%	0.0%



- 2024年美国实际GDP录得23.3万亿美元，同比增长2.8%，略低于2023年的2.9%，其中四个季度均实现同比和环比正增长，并且增速较为平滑，未大起大落。2024年美国实现软着陆，并未出现2023年担忧的经济衰退。
- 再看具体分项，“个人消费”GDP录得16.05万亿美元，占GDP比重68.9%，对于GDP增速拉动率1.9%。其中，“服务”GDP占比将近“商品”GDP的两倍，并且增速更快。在“商品”中，“耐用品”GDP增速高于“非耐用品”，可以看出随着疫情期间囤货被消耗后，耐用品需求再度复苏。“国内私人投资”GDP增速4%，其中非住宅类GDP增速3.7%，住宅类GDP增速4.2%。“净出口”始终是拖累美国GDP的负项，并且进口GDP增速高于出口GDP增速2.2个百分点，导致净出口GDP负项规模扩大。“政府消费支出和投资”GDP增速3.4%，相对稳定。

2024-2025年美国季调CPI分项同比增速（%）															
月份		2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01
总项	CPI	2.80	3.00	2.90	2.70	2.60	2.40	2.60	2.90	3.00	3.20	3.40	3.50	3.20	3.10
	核心CPI	3.10	3.30	3.20	3.30	3.30	3.30	3.30	3.20	3.30	3.40	3.60	3.80	3.80	3.90
分项	商品	0.60	0.80	0.20	-0.30	-1.10	-1.30	-1.10	-0.30	-0.30	0.10	0.30	0.60	0.30	0.10
	服务	4.10	4.20	4.40	4.50	4.70	4.70	4.80	4.90	5.00	5.20	5.20	5.30	5.00	5.00
细项	食品与饮料	2.50	2.40	2.40	2.30	2.10	2.20	2.10	2.20	2.20	2.10	2.20	2.30	2.20	2.50
	能源	-0.30	0.80	-0.30	-3.10	-4.80	-6.80	-4.10	1.00	1.00	3.60	2.40	1.80	-1.80	-4.20
	住宅	3.80	3.80	4.10	4.10	4.20	4.10	4.30	4.30	4.40	4.60	4.50	4.60	4.50	4.60
	服装	0.50	0.50	1.30	1.20	0.30	1.80	0.20	0.10	0.60	0.80	1.30	0.40	0.00	0.10
	交通运输	1.60	3.10	1.60	0.30	-0.30	-1.10	-0.60	1.10	1.20	2.70	3.50	4.00	2.80	1.80
	医疗保健	2.90	2.60	2.80	3.10	3.30	3.30	3.00	3.20	3.30	3.10	2.60	2.20	1.40	1.00
	娱乐	1.80	1.60	1.10	1.50	1.00	0.70	1.50	1.40	1.30	1.40	1.50	1.90	2.10	2.80
	教育与通信	0.30	0.50	0.60	0.70	0.80	0.90	1.00	0.90	0.70	0.50	0.40	0.20	0.40	0.00

美国通胀情况



- 美国三大通胀指标，均在2024年9月出现阶段性底部，随后连续反弹，与美联储开启首轮加息时间表相对应。今年1月通胀出现拐点，2月出现回调。2月CPI、PCE和PPI同比增速分别录得2.8%、2.51%、3.2%。
- 再看CPI具体分项，服务业依然是拉动美国通胀最关键的因素，不过增速逐步趋缓，创2022年以来新低增速，最让市场担忧的服务业过热问题正在得到缓解。再从细分板块来看，能源是2月所有板块中唯一出现负增长的行业，同比下降0.3%。特朗普上台后积极解除国内化石能源限产禁令，同时为了迫使俄罗斯接受在美国设定的框架内停战，推动OPCE+增产打压国际油价，进而令俄罗斯财政赤字进一步恶化。2月OPCE报告显示OPCE+2月环比增产36.3万桶/日，导致2月OPCE-揽子原油价格均值回落至76.81美元/桶，同比和环比分别下降5.4%和3.2%。交通运输CPI增速边际下降同样较快，从前值3.19%下降至1.6%。油价回落促使交运成本回调，同时随着中美航班增加，美国机票价格下降，此外海运市场进入季节性淡季，海运费出现跳水。虽然能源和交运通胀问题得到大幅好转，但是其他行业通胀情况仍然较为突出。首当其冲的是受禽流感冲击最为显著的鸡蛋行业，2月鸡蛋CPI同比和环比大幅攀升58.8%和10.4%，鸡蛋短缺并未得到缓解，促使整个食品饮料板块CPI同比增速提速至2.5%。住宅通胀黏性依然较强，维持3.8%，继续成为所有行业中绝对增速最快的。医疗保健和娱乐CPI同比增速还在加快。

2024-2025年美国ISM制造业PMI

指标名称	制造业PMI	新订单	产出	就业	物价	进口	自有库存	订单库存	客户库存	新出口订单
2025-02	50.30	48.60	50.70	47.60	62.40	52.60	49.90	46.80	45.30	51.40
2025-01	50.90	55.10	52.50	50.30	54.90	51.10	45.90	44.90	46.70	52.40
2024-12	49.20	52.10	49.90	45.40	52.50	49.70	48.40	45.90	46.70	50.00
2024-11	48.40	50.30	47.50	48.10	50.30	47.60	47.70	41.80	48.40	48.70
2024-10	46.90	47.90	47.00	44.80	54.80	48.30	43.20	42.30	46.80	45.50
2024-09	47.50	46.10	49.80	43.90	48.30	48.30	43.90	44.10	50.00	45.30
2024-08	47.50	44.60	44.80	46.00	54.00	49.60	50.30	43.60	48.40	48.60
2024-07	47.00	47.40	45.90	43.40	52.90	48.60	44.50	41.70	45.80	49.00
2024-06	48.30	49.30	48.50	49.30	52.10	48.50	45.40	41.70	47.40	48.80
2024-05	48.50	45.40	50.20	51.10	57.00	51.10	47.90	42.40	48.30	50.60
2024-04	48.80	49.10	51.30	48.60	60.90	51.90	48.20	45.40	47.80	48.70
2024-03	49.80	51.40	54.60	47.40	55.80	53.00	48.20	46.30	44.00	51.60
2024-02	47.60	49.20	48.40	45.90	52.50	53.00	45.30	46.30	45.80	51.60
2024-01	49.10	52.50	50.40	47.10	52.90	50.10	46.20	44.70	43.70	45.20

2024-2025年美国ISM服务业PMI

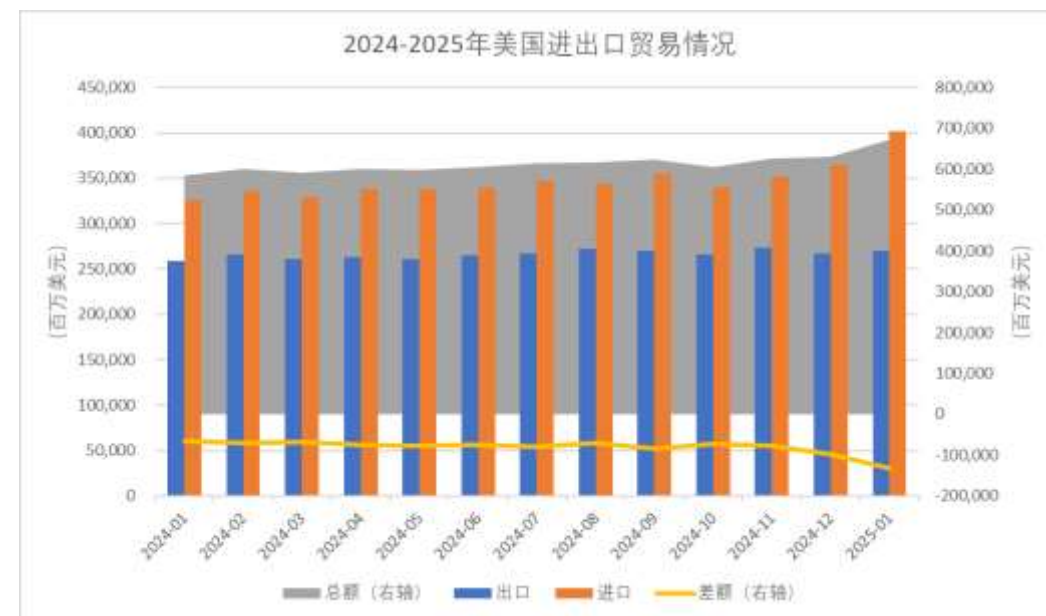
指标名称	服务业PMI	就业	库存	物价	新订单	进口	商业活动	订单库存	供应商交付	库存景气	新出口订单
2025-02	53.50	53.90	50.60	62.60	52.20	49.60	54.40	51.70	53.40	54.70	52.10
2025-01	52.80	52.30	47.50	60.40	51.30	49.80	54.50	44.80	53.00	53.50	52.00
2024-12	54.00	51.30	49.40	64.40	54.40	50.70	58.00	44.30	52.50	53.40	50.10
2024-11	52.50	50.90	45.90	58.50	54.20	53.80	55.50	47.10	49.50	54.60	49.60
2024-10	55.80	52.20	57.20	58.60	56.70	50.20	57.70	47.70	56.40	53.00	51.70
2024-09	54.50	48.10	58.10	59.40	59.40	52.70	59.90	48.30	52.10	54.00	56.70
2024-08	51.60	50.20	52.90	57.30	53.00	50.30	53.30	43.70	49.60	54.90	50.90
2024-07	51.40	51.10	49.80	57.00	52.40	53.30	54.50	50.60	47.60	63.20	58.50
2024-06	49.20	46.10	42.90	56.30	47.30	44.00	49.60	44.00	52.20	64.10	51.70
2024-05	53.50	47.10	52.10	58.10	54.10	42.80	61.20	50.80	52.70	57.70	61.80
2024-04	49.60	45.90	53.70	59.20	52.20	53.60	50.90	51.10	48.50	62.90	47.90
2024-03	51.30	48.50	45.60	53.40	54.40	52.40	57.40	44.80	45.40	55.70	52.70
2024-02	52.20	48.00	47.10	58.60	56.10	54.30	57.20	50.30	48.90	56.70	51.60
2024-01	53.40	50.50	49.10	64.00	55.00	59.90	55.80	51.40	52.40	59.30	56.10

- ◆ 1-2月ISM和Markit制造业PMI均高于荣枯线，但3月Markit制造业PMI再度低于荣枯线以下，说明美国制造业复苏前景并不顺利。2月新订单录得48.6，近4个月首次低于荣枯线。由于担忧国内需求下降以及出口商品被别国反制裁，美国制造业订单量急剧下降，未来预期也不容乐观。
- ◆ 1-2月ISM服务业PMI分别录得52.8和53.5，连续8个月高于荣枯线，并且扩张速度还在加快。
- ◆ 制造业和服务业的物价PMI都是本项指数最高的，服务业录得62.6，制造业录得62.4。未来美国通胀压力依然较高。
- ◆ 服务业就业PMI连续4个月增长，连续5个月高于荣枯线。相较而言，制造业就业PMI再最近8个月中仅今年1月高于荣枯线。可见服务业加快扩招新招员工，而制造业整体还在裁员。

◆ 1月美国贸易逆差录得1314亿美元，创历史新高。其中，进口录得4012亿美元，同比和环比宽幅增长23.1%和10%；出口录得2698亿美元，同比和环比增长4.1%和1.2%。从贸易类型来看，美国贸易逆差扩大源于商品贸易。1月美国服务贸易顺差录得254亿美元，同比和环比增长2.8%和0.7%，继续维持全球最大服务贸易国地位。然而，商品贸易逆差达到1568亿美元，同比和环比增长71.2%和27.2%。去年11月至今年1月美国商品进口逐月大幅增长主要有三方面因素造成：其一，去年11月特朗普竞选成功，美国贸易商赶在关税落地前抢运；其二，去年四季度美东码头工人多次威胁将在今年1月中旬发起二次罢工，因此美国贸易商提前发运避免供应链危机。其三，1月底之前美元指数整体偏强，多次尝试突破110点压力位。美元走强，利多美国进口，利空美国出口。

◆ 美国商品进口前三大来源国分别是墨西哥、中国、加拿大，三国占比超过1/3。特朗普贸易战不仅针对中国，同样还针对同在北美的墨西哥和加拿大，就是因为这两国对美贸易顺差也非常高。

◆ 特朗普始终认为贸易逆差是别国对于本国财富的掠夺，并且贸易逆差确实始终是美国GDP的拖累项，进一步坚定了特朗普加征关税的决心。



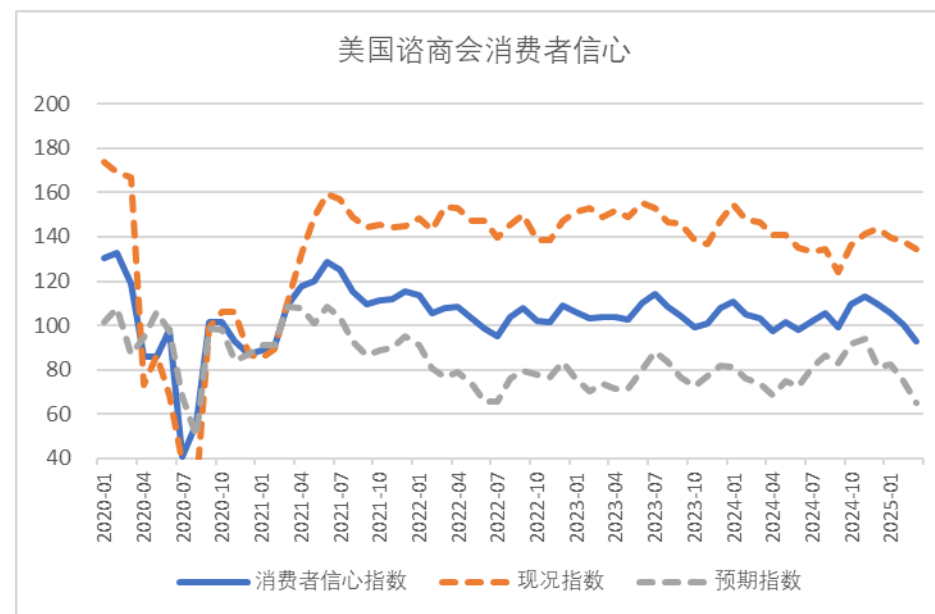
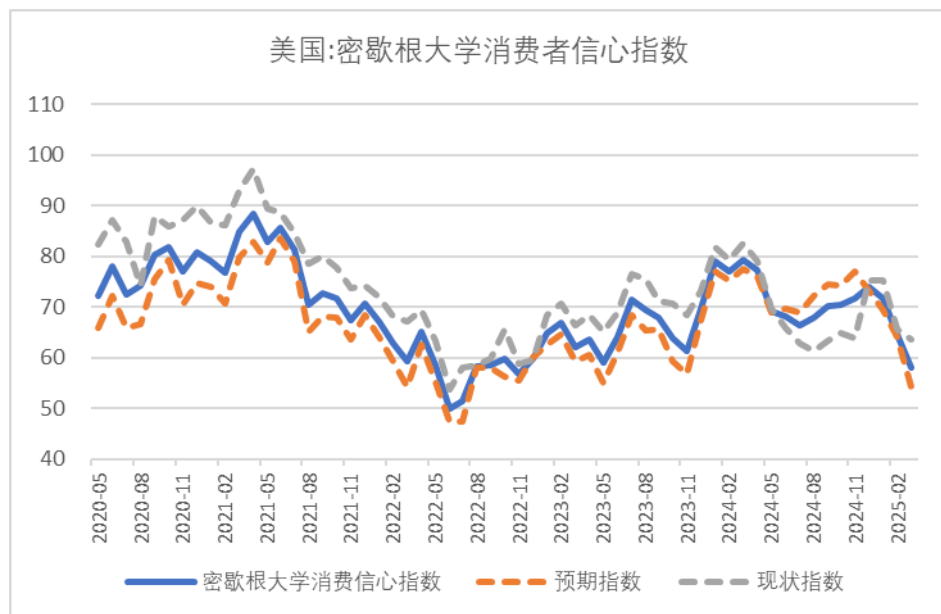
2024-2025年美国商品进口前十大来源国										
	墨西哥	中国	加拿大	德国	爱尔兰	越南	日本	韩国	印度	英国
2025-01	12.6%	12.6%	11.6%	4.1%	4.1%	3.9%	3.9%	3.2%	2.5%	1.8%
2024-12	11.9%	11.4%	10.8%	4.2%	2.3%	3.6%	3.8%	3.3%	2.2%	1.8%
2024-11	12.8%	11.5%	10.1%	3.9%	3.2%	3.7%	3.7%	3.1%	2.1%	1.8%
2024-10	13.8%	12.6%	10.5%	3.9%	3.1%	3.9%	4.2%	3.1%	2.5%	1.8%
2024-09	13.4%	13.1%	10.5%	4.0%	3.3%	4.3%	3.5%	3.4%	2.1%	1.7%
2024-08	13.3%	12.1%	10.0%	4.1%	2.9%	3.6%	3.5%	3.2%	1.9%	1.8%
2024-07	12.7%	12.4%	10.9%	4.4%	2.4%	3.6%	4.0%	3.4%	2.1%	1.7%
2024-06	12.8%	10.4%	10.4%	3.9%	2.2%	3.5%	3.5%	3.4%	2.2%	1.7%
2024-05	13.3%	10.6%	10.8%	4.2%	2.2%	3.4%	3.7%	3.7%	2.5%	1.7%
2024-04	13.1%	9.6%	10.6%	4.4%	3.1%	3.0%	3.9%	3.5%	2.4%	1.7%
2024-03	12.6%	9.1%	10.4%	4.3%	2.4%	3.0%	3.7%	3.5%	2.3%	1.7%
2024-02	12.2%	9.7%	10.1%	3.7%	2.0%	2.9%	3.5%	2.9%	2.1%	1.6%
2024-01	11.5%	10.9%	10.1%	3.8%	2.2%	2.9%	3.8%	3.3%	2.1%	1.6%

- 新增就业岗位：1-2月美国新增非农就业人数分别录得12.5和15.1万人，低于去年均值水平；1-2月ADP新增就业岗位人数录得18.3和7.7万人，起伏较大。
- 申领失业金：一季度美国初申失业金人数周度均值约21.9万人，持续领取失业金季调人数周度均值187万人，与去年均值相差不多。
- 失业：1-2月美国季调失业率分别录得4%和4.1%；2月挑战者裁员人数达到17.2万人，创2020年8月以来新高。
- 职位空缺：1月美国非农职位空缺季调人数录得774万人，略低于去年均值。不过，1月失业人数大幅下降，因此非农职位空缺数与登记失业人数比值录得1.13，创近8个月新高。
- 整体来看，美国就业市场有所降温但尚未到令人担忧程度，用工需求矛盾缓和。



一季度美国消费者信心指数持续下降。1-3月密歇根大学消费者信心指数分别录得71.7、64.7、57.9；谘商会消费者信心分别录得105.3、100.1、92.9。其中，3月美国谘商会消费者信心预期指数录得65.2，创近12年新低。

两大消费信心下降尤其预期回落程度更大，主要由于特朗普政府上台后推行了大规模政府裁员、提升关税、收紧移民计划等一系列政策，导致民众对于未来的就业、物价、身份都有极不稳定的预期，从而严重打压了消费热情和积极性。



2、美联储一季度两场议息会议：停止降息

	2025年1月FOMC声明	2025年3月FOMC声明
基准利率	In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent.	In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 4-1/4 to 4-1/2 percent. （维持现有利率不变）
经济	Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace.	Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace. （此段没有做调整：最新指标显示经济活动继续保持稳定扩张）
就业	The unemployment rate has stabilized at a low level in recent months, and labor market conditions remain solid.	The unemployment rate has stabilized at a low level in recent months, and labor market conditions remain solid. （此段没有做调整：失业率在最近数月保持低位，劳动力市场条件保持稳健）
通胀	Inflation remains somewhat elevated.	Inflation remains somewhat elevated. （此段没有做调整：通胀略有回升）
政策目标	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. The Committee judges that the risks to achieving its employment and inflation goals are roughly in balance. The economic outlook is uncertain, and the Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.	The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Uncertainty around the economic outlook has increased. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate. （删除了“委员会认为实现就业和通胀目标的风险正趋于平衡”，认为未来经济前景不确定性在提升。 The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.
决策依据	In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee’s goals. The Committee’s assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.	In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. （此段没有做调整：在考虑对联邦基金利率目标范围进行额外调整的程度和时间时，委员会将仔细评估即将到来的数据、不断变化的前景以及风险平衡。） In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee’s goals. The Committee’s assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments. （此段没有做调整：在评估货币政策适当立场时，委员会将继续监测最新信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会实现目标的风险，委员会将准备根据需要调整货币政策的立场。委员会在评估时将考虑各方面信息，包括劳动力市场状况、通胀压力、通胀预期以及金融和国际发展方面的数据。）
缩表	The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities.	The Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities. Beginning in April, the Committee will slow the pace of decline of the securities holdings by reducing the monthly redemption cap on Treasury securities from \$25 billion to \$5 billion. The committee will maintain the monthly redemption cap on agency debt and agency mortgaged-backed securities at \$35 billion. （新增：从4月起，委员会将放缓缩表进度，将每月赎回的国债上限从250亿美元减少至50亿美元，保持每月赎回机构债务和机构抵押贷款支持证券的上限为350亿美元。）
投票结果	Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; Alberto G. Musalem; Jeffrey R. Schmid; and Christopher J. Waller.	Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Susan M. Collins; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Philip N. Jefferson; Adriana D. Kugler; Alberto G. Musalem; and Jeffrey R. Schmid. Voting against this action was Christopher J. Waller, who supported no change for the federal funds target range but preferred to continue the current pace of decline in securities holdings. （Christopher J. Waller投了反对票，他支持维持利率不变，但认为应该继续按照原有节奏缩表）



3月美联储褐皮书：12大分行联储地区主要情况

地区	主要经济情况
波士顿	在房屋销售激增的推动下，经济活动增长缓慢。平均房价略有上涨，但受关税影响，上涨将受到较大压力。就业人数略有下降，工资水平温和增加。预期依然乐观，但前景充满不确定性。
纽约	2025年初经济活动变化不大。就业和工资均温和增长，劳动力供给和劳动力需求恢复平衡。物价经历了放缓、回升再到温和增长。许多企业注意到经济增长的不确定性以及对于关税政策的关注。
费城	去年末商业活动有所增长，然而今年初略有下降。就业、工资和价格均温和增长。财政和贸易政策的变化带来了通胀上升的风险。在经济不确定性的情况下，市场情绪有所下降，但企业对未来发展仍持乐观态度。
克利夫兰	最近几周商业活动持平，预计未来几个月将会增加。消费支出下降，主要因为消费者信心下降。就业基本稳定。非劳动力投入成本边际上升，整体物价温和上涨。
里士满	最近几周经济温和增长。消费支出适度增长，但慢于上个报告期。非金融服务公司也报告了适度增长，而制造业活动未发生变化。价格增速保持温和，但各行业公司对经济整体不确定性以及关税导致未来价格上涨表示担忧。
亚特兰大	经济适度增长。就业稳定。工资、投入成本和物价温和上涨。零售额略有下降。旅游行业稳定。房屋销售有所下降。运输活动温和增长。贷款增长温和。制造业略有扩张。能源需求温和增长。
芝加哥	经济活动变化较小。就业人数略有上升；消费者和商业支出持平；非商业活动几乎没有变化；建筑、房地产和制造业活动略有下降。物价和工资温和上扬；财务状况没有变化。预计2025年农场收入将与2024年持平。
圣路易斯	经济活动和就业继续持平。价格继续温和上涨，但高于预期。由于政策不确定性，企业正在推迟投资，担心关税将推升物价。市场前景预期从上一份报告的“略微乐观”下调至“中性”。
明尼阿波利斯	经济活动稳定。就业还在增长，但劳动力需求和招聘已显疲态。工资和物价上涨幅度不大。消费支出与旅游业的改善持平。制造业经历了适度改善。非住宅单元的建设速度有所放缓，但住宅单元的建设速度略有加快。商业房地产基本保持不变，房屋销售有所改善。农业生产条件平稳。
堪萨斯城	经济活动没有变化，但消费支出略有下降。物价温和上涨。虽然价格上涨阻碍了支出，但企业更有可能缩减规模，而不是通过降低价格来打击利润率。尽管劳动力流失有所增加，但是就业水平保持稳定。
达拉斯	经济继续温和扩张。非金融服务活跃，零售额持平，制造业活动相当不稳定。尽管住房需求不温不火，但贷款明显增加，商业房地产活动有所改善。就业稳定，工资和价格增长几乎没有变化。社会对于前景不确定性明显提升。
旧金山	经济活动下降。就业水平稳定。物价和工资水平微幅增长。零售销售温和下降，服务需求略有减弱。制造业、农业和住宅房地产状况均有所改善。商业房地产和贷款活动稳定。

- 美联储、OCED、高盛、惠普和摩根士丹利均下调了美国最近1-3年的经济增速预期。2025年增速预期均值约1.7%。
- 美联储将2025年失业率预期提升0.1BP至4.4%，将2025年PCE与核心PCE分别提升0.2和0.3BP至2.7%和2.8%。
- 经济增速预期被下调，失业率和通胀预期被上调，美国面临滞涨风险。

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, March 2025

Percent

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5-1.9	1.6-1.9	1.6-2.0	1.7-2.0	1.0-2.4	0.6-2.5	0.6-2.5	1.5-2.5
December projection	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.6-2.5	1.4-2.5	1.5-2.5	1.7-2.5
Unemployment rate	4.4	4.3	4.3	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.4	3.9-4.3	4.1-4.6	4.1-4.7	3.9-4.7	3.5-4.5
December projection	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	3.9-4.6	3.8-4.5	3.5-4.5
PCE inflation	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-2.9	2.1-2.3	2.0-2.1	2.0	2.5-3.4	2.0-3.1	1.9-2.8	2.0
December projection	2.5	2.1	2.0	2.0	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0	2.1-2.9	2.0-2.6	2.0-2.4	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.2	2.0		2.7-3.0	2.1-2.4	2.0-2.1		2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9	
December projection	2.5	2.2	2.0		2.5-2.7	2.0-2.3	2.0		2.1-3.2	2.0-2.7	2.0-2.6	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.9	3.4	3.1	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6	3.6-4.4	2.9-4.1	2.6-3.9	2.5-3.9
December projection	3.9	3.4	3.1	3.0	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	3.1-4.4	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.9

源于Federal Reserve Board

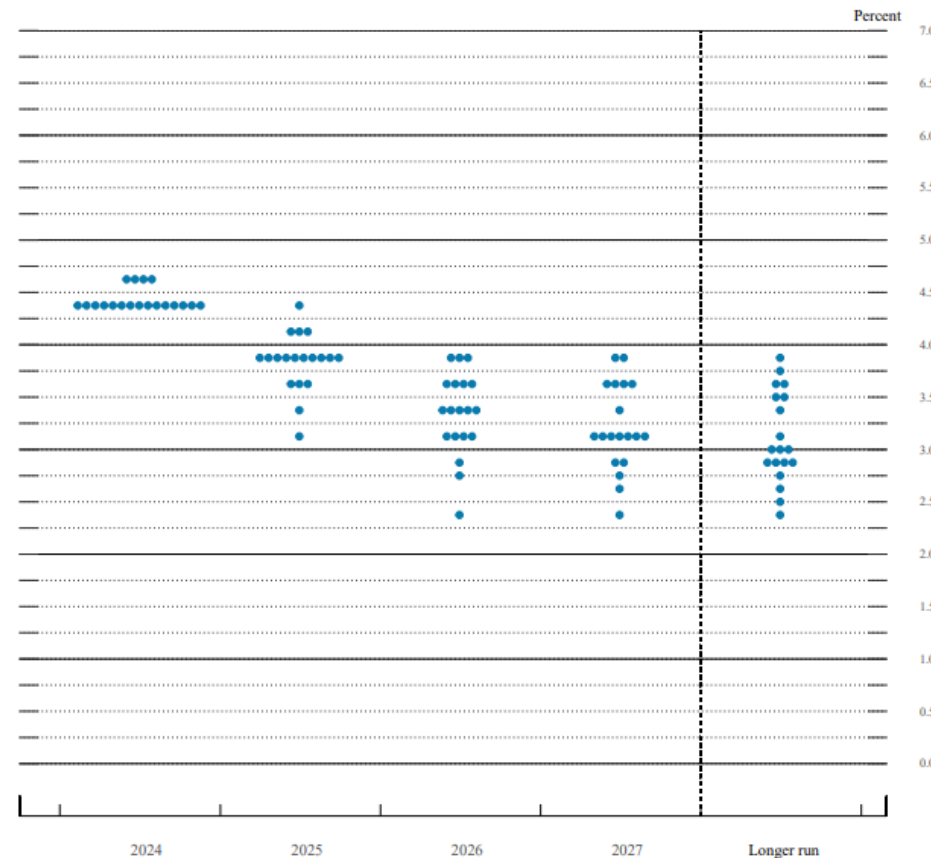
世界各大组织对于2025-2026年最新经济预期				
	2025年	下调幅度	2026年	下调幅度
OCED	2.2%	-0.2BP		
高盛	1.7%	-0.5BP		
惠普	1.7%	-0.4BP	1.6%	-0.5BP
摩根士丹利	1.5%	-0.4BP	1.2%	-0.1BP

源于公开信息

2024年12月点阵图

For release at 2:00 p.m., EST, December 18, 2024

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

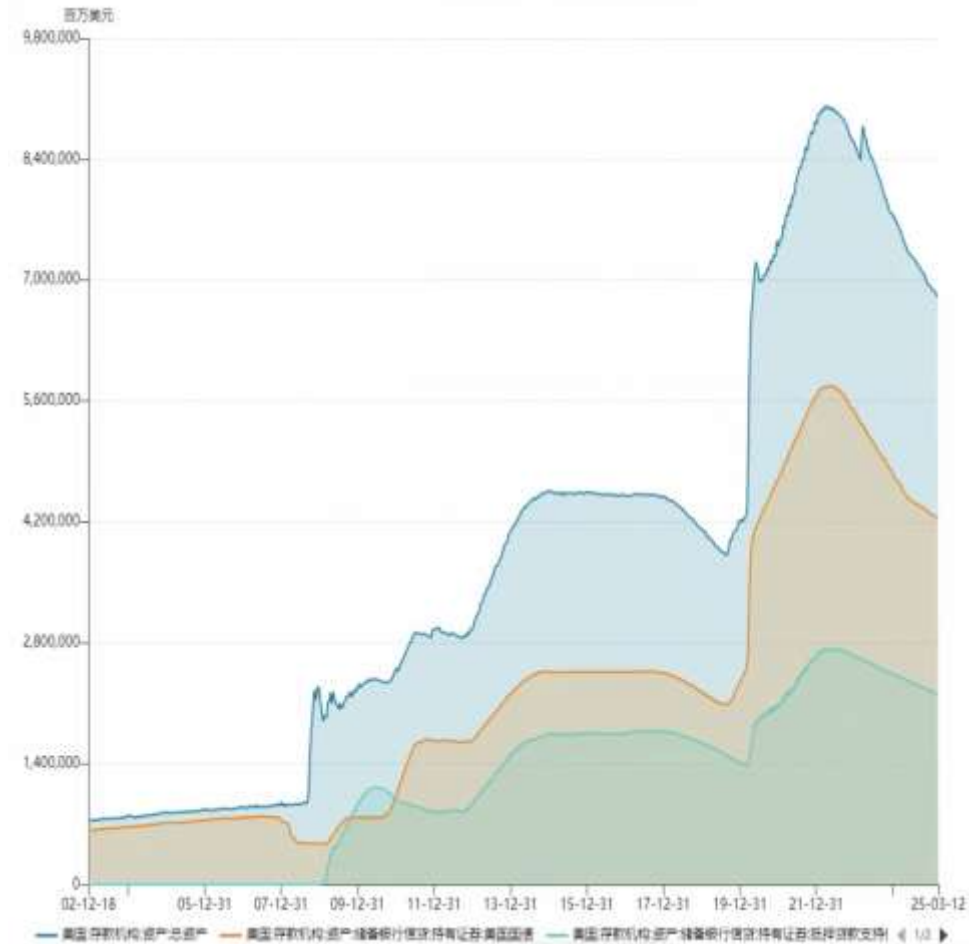


- ❑ 2025年：支持降息两轮至3.75-4%的委员依然占据绝大多数，达到9名，去年12月为10名。认为“不降息”和“仅降息1轮”的委员均达到4人，而去年12月分别仅有1名和3名。此次没有委员再认为将降息3-4轮，去年12月则各有1名委员。
- ❑ 2026年：此次降息意见相对统一，认为2026年再降息两轮至3.25-3.5%的议员达到9名，去年12月观点则较为分散。
- ❑ 2027年：或将再降息一轮至3-3.25%。

- ◆ **经济方面：**最新的经济指标显示前景不确定性有可能抑制家庭消费和投资，因此美联储下调了未来三年的增速预期，但并不认同市场担忧的美国经济将步入衰退。
- ◆ **通胀方面：**通胀依然处于高位，基于对于公司和消费者的调查发现，他们因关税上调了通胀预期。此次美联储上调通胀预期的主要源于关税政策。
- ◆ **就业方面：**劳动力市场保持稳健且趋向平衡，失业率保持低位，岗位供需差保持稳定。
- ◆ **未来货币政策方面：**并未既定货币路径。倘若经济较强，通胀较高，联储将放缓降息；倘若劳动力市场超预期疲软或通胀回落速度较快，联储将加速降息。
- ◆ **缩表方面：**此轮缩表超过2万亿美元，已经看到货币市场紧缩的迹象。

美联储此轮缩表			
单位：万亿美元	总资产	美国国债	MBS
2022年3月23日	9.01	5.76	2.74
2025年3月19日	6.81	4.24	2.20
累计缩表	2.20	1.53	0.53

源于Wind





变相指责拜登政府执政不利

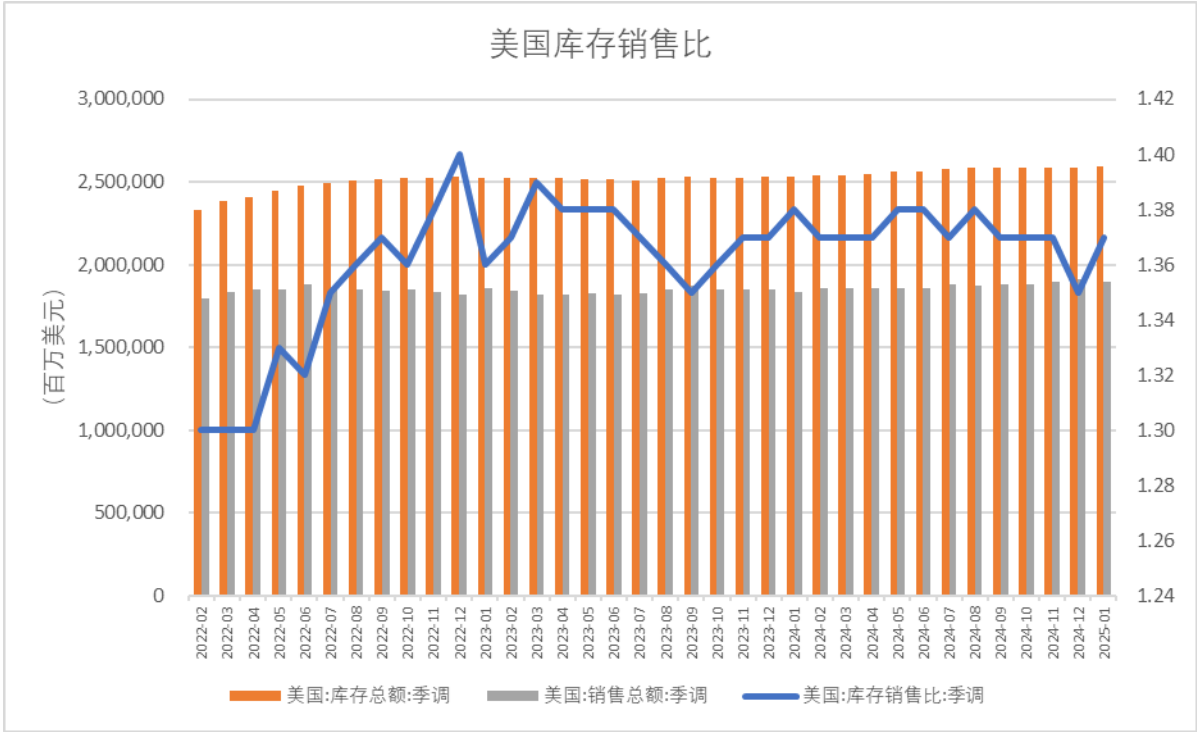
领域	施政纲要（根据特朗普演讲顺序排列）
移民	宣布美国南部进入紧急状态，称数百万非法移民为罪犯，会派遣军队入驻当地，将恢复“留在墨西哥”政策。
能源/制造业	1、美国将再次成为一个制造业国家，拥有其他制造业国家所没有的东西 2、宣布美国进入能源紧急状态，将扩大石油和天然气产量，不仅可以遏制通胀，还能创造巨额出口财富。 3、将结束绿色新政，拯救传统汽车产业。
外贸	通过向外国征收关税致富本国公民。特朗普赞扬了美国第25任总统——威廉·麦金莱，称麦金莱总统是一位伟大的商人，他的关税政策为美国积累了大量财富，也会包括罗斯福在内的继任总统们提供了足够的财政收入用于国家发展。
政府	提升政府效率，树立公平法律秩序，阻止国家权力作为迫害政敌的武器。 特朗普主要暗示民主党为了阻止自己参选，在竞选期间试图利用司法手段将自己进监狱。
价值观	美国政府只认可男性和女性。每个种族、肤色人群都该被尊重，特朗普提到了就职当天是马丁路德金的纪念日。
军队	将继续建设强大的美国军队，衡量军队成功的标准不仅是要打赢战争，更重要是未卷入战争。（主要指俄乌冲突）
中东	将自己比作和平使者和消防员，在就职前一日，成功确保中东人质能返回本国家园。（这是拜登和哈里斯唯一一次起身为特朗普鼓掌）
供应链	1、将墨西哥湾改名为美国湾。 2、将收回巴拿马运河的管理权，因为这条运河是美国人建立的，为此美国牺牲了数千名工人，但美国船舶却被巴拿马政府征收高昂的通航费，尤其无法容忍中国也在参与经营该条运河。这是特朗普整场演讲中唯一一次提到中国。
卫生	阻止疾病传播，为美国公民尤其儿童建立一个健康安全的社会环境。
航天	未来会将宇航员送入火星。直播镜头特意切给了马斯克，马斯克兴奋地双手竖起大拇指。

演讲顺序一定程度上反映了各项政策重要性

特朗普宣布从3月4日起对中国额外再征收10%关税。对于中国绝大多数商品而言，就需要承受基础关税+45%额外关税(301法案25%+2月4日10%+3月4日10%)，部分中国商品还要再额外征收关税，比如针对钢铝产品征收25%关税的232法案。经历两轮延期之后，美国将从4月2日对加拿大和墨西哥征收25%关税。

美国1月库存和销售总额季调分别录得2.59和1.9万亿美元，库销比录得1.37。这就意味着相对低价的商品库存能供应美国民众消费大约1个多月，随后进口的商品将会包含更高的关税，并且逐远递增。其中，进口中国的商品会在2月和3月逐步增加10%关税，进口墨西哥和加拿大的绝大多数商品至少从4月才会加征关税。此外，美国有可能对欧盟和其他国家征收关税，也有可能对中国、加拿大、墨西哥再加征新的关税。

新增关税将在出口国工厂、出口贸易商、进口贸易商和美国消费者等多个环节分摊，但是分摊比例尚未确定，各方会根据谈判地位、依赖程度、盈亏收益等多方面进程博弈。有些原材料和半成品会在美国二次加工。所以，关税影响部分会反映在生产端物价PPI，部分会反映在消费端物价CPI和PCE。



4、美元指数和美债收益率先扬后抑



数据来源: 同花顺iFinD

一季度美元指数和美债收益率整体呈现先扬后抑走势:

1月: 美联储担忧特朗普上台后引发通胀反弹, 连续发表鹰派言论, 同时中东局势升级, 美元避险需求提升。1月13日和2月1日美元指数冲破110点整数关, 2年期美债收益率逼近4.3%。

2-3月: 美国经济有滞涨风险; 此外, 日本央行加息, 欧洲经济加速复苏, 降息预期降温, 日元、欧元、英镑相对走强。美元指数持续回落至103点, 2年期美债收益率跌破4%。



GDP主要由“消费支出”、“国内私人投资”、“净出口”、“政府消费支出和投资”四大板块组成。美国是消费驱动型经济体，2024年“消费支出”板块占GDP比重接近七成。特朗普上台后推动的移民、关税、政府裁员政策令民众对于未来充满不确定性，从而降低消费热情和积极性。同时，各国对美国可能采取的反制措施以及国内政策的不确定性也会让企业选择观望或逃离至别国投资，这将会影响“国内私人投资”板块GDP。马斯克领导的效率部将大幅缩减不必要的财政支出，同时美国财政捉襟见肘，“政府消费支出和投资”GDP可能出现负增长。特朗普的关税政策或许能收窄贸易逆差，降低“净出口”负项规模。不过，其他国家对美采取反制措施以及美国产业空心化问题，令“净出口”GDP难以明显改善。世界银行警告，倘若美国加征10%关税且其他国家予以同等反制裁，美国经济可能下调至1.4%。

特朗普推行的关税政策将推升进口原材料和成品的价格，不过特朗普将扩大石油、天然气产量又能降低能源价格，因此通胀可能出现温和增长。在通胀反弹且经济增速放缓情况下，美国或出现滞涨局面，美联储将面临两难境地。虽然美联储目前措辞依然偏鹰，坚称必须先抑制通胀，但是特朗普政府不断施压美联储加快降息步伐。新一届美国国会的美联储监督工作组负责人计划加强对于美联储的监督和审查，其中一个重要议题就是“是否应该将控制通胀置于保障就业之上”。众议院此时突然提出审查美联储，其背后可能是特朗普团队的献策。根据美国法律，美国总统没有干预美联储的权力，但是众议院能以监督名义调查美联储，从而起到干预美联储决策的真正目的。未来美联储是否会加快降息步伐值得关注，市场目前预判美联储会在年中开启下轮降息，今明两年各降息两轮，2027年再降息1轮，最终利率维持于3-3.25%。



CONTENT 目录

第一部分 各国经济差异化发展 全球货币政策继续宽松

第二部分 美国：2024年经济软着陆 一季度出现滞涨担忧

第三部分 欧洲：经济加速复苏 预期好于现状

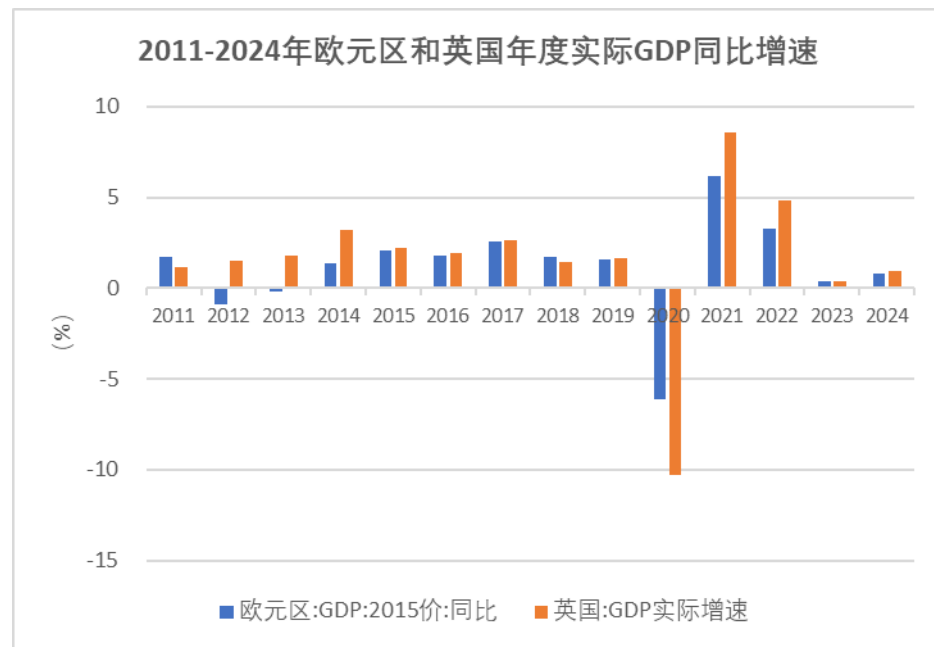
第四部分 日韩：日本经济避免衰退 韩国开启第三轮降息

第五部分 新兴经济体：通胀整体放缓 出口整体增长

第六部分 全球宏观经济综合展望

1、欧洲经济加速复苏 预期强于现状

- ◆ 欧元区：2024年四季度实际GDP录得2.86万亿欧元，同比增长1.16%，连续5个季度增速加快；环比分别增长0.23%，低于前值0.42%。2024全年实际GDP录得11.37万亿欧元，同比增长0.79%，高于2023年的0.4%。欧洲经济火车头——德国经济状态堪忧，2023-2024年实际GDP同比分别下降0.3%和0.2%，连续两年陷入衰退。
- ◆ 英国：2024年四季度实际GDP录得6410.65亿英镑，同比增长1.4%，连续5个季度增速加快；环比分别增长0.1%，高于前值-0.03%，超出英国央行2月货币政策报告中-0.1%的预期。在四季度中，12月增速尤为明显，同比增速达到1.5%，创近26个月新高；环比增速0.4%，创近9个月新高。2024全年实际GDP录得2.56万亿英镑，同比增长0.94%，高于2023年的0.38%。
- 3月ZEW欧元区经济现状指数录得-45.2，连续3个月好转，创近4个月新高；景气指数录得39.8，连续4个月好转，创近8个月新高。其中，德国出现一定好转，现状和景气指数分别录得-87.6和51.6，其中预期指数创近3年新高。1月英国GDP同比增长1%，主要是服务业和农业带动。
- 随着欧洲央行连续六轮降息以及德国采取宽松的财政政策，市场对于欧元区未来发展信心攀升。



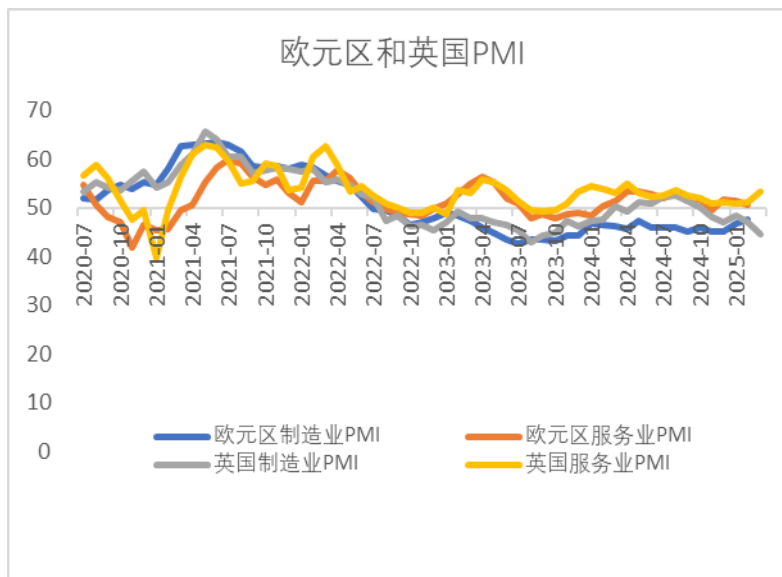
【产业】欧洲继续呈现“制造业萎缩，服务业扩张”，1-3月欧元区制造业PMI均高于荣枯线，服务业PMI均低于荣枯线。

【就业】1月欧元区失业率6.2%，与去年四季度持平，整体处于近30年低位；英国失业率4.36%，为近三个月最低值，整体处于近4年高位。

【外贸】2024年欧洲对外贸易整体萎缩。欧元区出口贸易额2.56万亿欧元，同比下降；进口贸易额3.2%2.49万亿欧元，同比下降3.5%。英国出口贸易额8417.1亿英镑，同比下降0.4%；进口贸易额8757.8亿英镑，同比下降0.9%。

【投资】市场对欧元区投资信心明显好转，对于未来预期好于现状。3月欧元区Sentix投资者信心指数录得-2.9，创近9个月新高。其中，现状指数录得-21.8；预期指数录得18。机构投资者的投资信心现状和预期均高于个人投资者。

【消费】消费信心：一季度欧元区消费者信心指数均值-14.1，去年均值基本持平；英国均值-20.3，明显低于去年均值。消费量：1月英国零售指数录得98.7，为近5个月新高；欧元区零售指数录得101.6，为近5个月新低。



3、通胀略有好转



- 1月欧元区和英国CPI分别同比增长2.5%和3%，分创近6个月和10个月新高，2月分别下降至2.3%和2.8%。
- 随着2月原油价格下降，能源和居民CPI分项增速明显放缓。禽流感蔓延至欧洲，导致食品价格持续攀升。

2024-2025年欧元区CPI分项同比增速									
	食物和非酒精饮料	服装鞋类	居住、水、电、气及其他燃料	能源	家具、家用设备及住房日常维护	保健	交通	通信	娱乐和文化
2025-02	2.2%	0.1%	2.7%	0.2%	0.1%	3.4%	1.0%	-3.2%	2.3%
2025-01	1.6%	-0.1%	3.1%	1.9%	-0.1%	3.4%	2.0%	-3.1%	2.8%
2024-12	1.9%	0.7%	2.9%	0.1%	-0.2%	3.2%	1.2%	-3.6%	2.5%
2024-11	2.0%	1.4%	2.7%	-2.0%	-0.1%	3.3%	-0.1%	-3.1%	2.2%
2024-10	2.2%	0.9%	2.0%	-4.6%	-0.3%	3.4%	-1.3%	-3.5%	2.6%
2024-09	1.7%	1.1%	1.8%	-6.1%	-0.5%	3.5%	-2.1%	-3.3%	2.4%
2024-08	1.7%	1.1%	2.0%	-3.0%	-0.4%	3.6%	-0.1%	-2.4%	2.4%
2024-07	1.6%	2.2%	2.6%	1.2%	-0.3%	3.5%	1.7%	-2.1%	2.5%
2024-06	1.8%	1.7%	1.7%	0.2%	0.0%	3.6%	2.0%	-1.8%	2.6%
2024-05	2.0%	1.3%	1.0%	0.3%	0.1%	3.3%	2.8%	-2.1%	2.9%
2024-04	2.2%	1.4%	0.9%	-0.6%	0.4%	3.0%	1.8%	-2.0%	2.5%
2024-03	2.0%	1.4%	0.6%	-1.8%	0.8%	2.9%	2.2%	-1.9%	2.7%
2024-02	3.3%	2.2%	-0.4%	-3.7%	1.1%	2.9%	1.6%	-1.6%	3.1%
2024-01	5.4%	1.9%	-1.2%	-6.1%	1.9%	2.9%	0.9%	-1.2%	3.3%

2024-2025年英国CPI分项同比增速										
	食品和非酒精饮料	住房、供水和燃料	服装鞋类	家具和家用设备	交通	通信	娱乐	教育	商品和服务业	烟草
2025-01	3.3%	2.1%	1.8%	0.5%	1.7%	5.9%	3.8%	7.5%	2.8%	9.4%
2024-12	2.0%	3.1%	1.1%	-0.3%	-0.6%	6.1%	3.4%	5.0%	3.5%	9.2%
2024-11	2.0%	3.0%	2.0%	-0.4%	-0.9%	4.8%	3.6%	5.0%	3.0%	12.8%
2024-10	1.9%	2.9%	1.0%	-0.5%	-1.9%	4.6%	3.0%	5.0%	2.9%	9.0%
2024-09	1.9%	-1.7%	0.8%	-1.0%	-2.2%	5.2%	3.8%	4.4%	3.3%	9.2%
2024-08	1.3%	-1.6%	1.6%	-1.3%	1.3%	4.1%	4.0%	4.5%	3.3%	9.5%
2024-07	1.5%	-1.5%	2.1%	-1.7%	0.2%	4.5%	3.7%	4.5%	3.5%	9.2%
2024-06	1.5%	-4.7%	1.6%	-1.6%	0.9%	2.9%	3.9%	4.5%	2.9%	9.6%
2024-05	1.7%	-4.8%	3.0%	-1.9%	0.5%	4.1%	3.9%	4.5%	3.1%	9.8%
2024-04	2.9%	-4.9%	3.7%	-1.0%	0.1%	4.0%	4.4%	4.5%	3.6%	10.1%
2024-03	4.0%	-1.6%	4.0%	-0.9%	0.1%	7.5%	5.3%	4.5%	3.4%	16.8%
2024-02	5.0%	-1.7%	5.0%	0.0%	-0.1%	5.6%	5.4%	4.5%	3.6%	15.5%
2024-01	6.9%	-2.1%	5.6%	0.4%	-0.3%	8.2%	5.7%	4.5%	4.5%	16.1%

4、美国贸易关税对于英国的潜在影响

美国是继欧盟之后英国最重要的贸易伙伴。2023年英国22%的出口商品销往美国，占英国当年GDP的7%，并且一些出口至其他国家的英国商品也有可能作为中间品加工后销往美国。英国出口美国的商品中将近70%是服务，这部分不会直接受到潜在美国关税政策的影响，但是并不排除美国会增加对于服务贸易的限制。

短期内，不断上升的贸易政策不确定性可能会影响投资。即使在宣布或实施具体政策之前，公司因为有这么方面的预期，也会对现有贸易安排做出重大改变。毕竟很多投资是不可逆的，当全球贸易政策存在不确定性时，参与全球供应链的公司就有观望的动机。自美国大选以来，贸易政策不确定性指数大幅上升。较低的商业投资可能会拖累总需求，降低经济活动和通胀压力。

其他国家的贸易政策和不同传输渠道的相对能力将会影响美国关税对英国通胀情况的演变。大多数渠道都会抑制英国的经济活动，但有一小部分通道可能会降低英国通胀，也有小部分渠道可能会推升通胀。

美国关税可能会导致最终支出转嫁至美国消费者和企业，这将降低对于英国出口商品的需求进而影响英国经济活动和通胀。更高的进口成本将会令美国企业和家庭重新平衡开支来购买本国商品，而抛弃包括英国商品在内的外国商品。美国对其他国际征收关税也有可能导致该国减少对于英国半成品的进口需求。从中期来看，美联储可能由于关税加征导致通胀反弹而被迫收紧货币政策，从而引发美国经济活动疲软，进一步影响国际需求。

其他国家为了应对美国制裁同样对美国加征关税，这种层层叠加的贸易壁垒将导致贸易量和价格的进一步扭曲，从而削弱全球总需求。同时，供应链因贸易壁垒发生紊乱，也将引发全球通胀，进而推升英国物价。

美国关税政策可能导致贸易转向，从而降低英国进口成本。随着打入美国市场的成本攀升，出口企业只能寻找其他国家加以替代，这些企业可能会为了进入其他国家而降低商品价格。倘若英国没有修改贸易政策，进口商品价格下调有利于降低英国国内物价，提升英国家庭实际购买力。不过，更为低廉的进口商品会冲击英国本土商品。

Channel	UK activity	UK inflation	Explanation
Expenditure switching	↓	↓	US demand for UK exports weakens.
Weaker global demand due to counter-tariffs	↓	↓	Additional trade distortions weigh on global demand, weakening demand for UK exports.
Supply chain disruptions	↓	↑	Supply chain disruptions due to missing components could lead to short-term price spikes.
Trade diversion	↔	↓	Other countries lower prices of exports previously destined for US.
Exchange rate movements	↑ ↓	↑ ↓	Sterling could appreciate or depreciate depending on other countries' trade policies and changes in global risk sentiment.
Long-term supply chain reconfiguration	↓	↑	Reorganisation temporarily reduces global supply capacity and increases price pressures.
Lower competition and knowledge transfers	↓	↔	Reduced trade openness weighs on global potential supply growth.

- ◆ 欧洲央行3月议息会议决定再降息25BP，将三大利率（隔夜存款利率、主要再融资利率、隔夜贷款便利利率）分别下调至2.5%、2.65%、2.9%，这是欧洲央行连续第六轮降息，已经回归至2023年2月的利率水平。议息声明暗示未来降息可能放缓，声明中提到货币政策已经显得不那么具有限制性，同时删除了今年实现通胀目标的措辞。随后行长拉加德回应了市场最为关注的后续降息节奏，她表示欧洲央行不会预设货币政策路径，会像以往那样依赖数据，逐次会议做出决定。倘若数据表明有必要暂停降息，那么我们会做出相对应的决定。3月27日利率期货显示至今年底还将降息47BP。
- ◆ 在3月议息会议中，英国央行以8-1的投票结果宣布维持4.5%的基本利率不变，其中斯瓦蒂·丁格拉投了反对票，他认为英国央行应该继续降息。议息会议报告将2025年一季度实际GDP增速预期从0.1%上调至0.25%，将今年通胀峰值从3.7%提升至3.75%，随后通胀压力将缓解；美国的贸易政策将招致其他国家报复，导致全球贸易政策不确定性加剧；不会按预先设定的路径进行，将采取渐进且谨慎的方式进一步降息。随后央行行长贝利发表讲话称谨慎看待通胀，必须看到通胀下降的证据；正在非常仔细地关注裁员增加的任何迹象，目前早期指标中尚未出现这种迹象；依然认为利率仍然处于逐渐下降的轨道上。3月27日利率期货显示至今年底还将降息55BP。

英国利率期货（2025年3月27日）

地区: 英国 »			工具: 隔夜指数掉期 »		
目标利率	4.500		定价日期	03/27/2025	
有效利率	4.45680		当前隐含隔夜利率	4.457	
会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
05/08/2025	-0.761	-76.1%	-0.190	4.267	0.250
06/19/2025	-0.910	-14.9%	-0.228	4.230	0.250
08/07/2025	-1.309	-39.9%	-0.327	4.130	0.250
09/18/2025	-1.543	-23.4%	-0.386	4.072	0.250
11/06/2025	-1.717	-17.5%	-0.429	4.028	0.250
12/18/2025	-1.887	-17.0%	-0.472	3.985	0.250
02/05/2026	-2.122	-23.4%	-0.530	3.927	0.250
03/19/2026	-2.043	+7.9%	-0.511	3.947	0.250

欧元区利率期货（2025年3月27日）

地区: 欧元区 »			工具: 隔夜指数掉期 »		
目标利率	2.5000		定价日期	03/27/2025	
有效利率	2.4180		当前隐含隔夜利率	2.415	
会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
04/17/2025	-0.746	-74.6%	-0.187	2.229	0.250
06/05/2025	-1.316	-57.0%	-0.329	2.086	0.250
07/24/2025	-1.640	-32.4%	-0.410	2.005	0.250
09/11/2025	-1.984	-34.3%	-0.496	1.919	0.250
10/30/2025	-1.964	+2.0%	-0.491	1.924	0.250
12/18/2025	-2.188	-22.5%	-0.547	1.868	0.250
02/05/2026	-2.254	-6.6%	-0.564	1.852	0.250



CONTENT 目录

第一部分 各国经济差异化发展 全球货币政策继续宽松

第二部分 美国：2024年经济软着陆 一季度出现滞涨担忧

第三部分 欧洲：经济加速复苏 预期好于现状

第四部分 日韩：日本经济避免衰退 韩国开启第三轮降息

第五部分 新兴经济体：通胀整体放缓 出口整体增长

第六部分 全球宏观经济综合展望

1、日本2024年避免衰退 2025年有望再加息1轮

2024年日本实际GDP及分项占比			
单位：万亿日元	2024年GDP	占比	同比
GDP总量	557.55	100%	0.09%
私人消费	297.90	53.4%	-0.04%
私人住宅投资	18.32	3.3%	-2.44%
私人企业设备投资	92.57	16.6%	1.35%
私人存货变化	0.50	0.1%	-45.06%
政府消费	119.38	21.4%	0.94%
公共投资	26.19	4.7%	-0.95%
公共存货变化	-0.01	0.0%	-128.29%
净出口	3.02	0.5%	-8.29%



- ◆ 2024上半年日本实际GDP连续两个季度同比负增长，得益于下半年尤其四季度超预期增长，2024全年日本经济避免了负增长。2024全年日本实际GDP录得557.55万亿日元，同比增长0.09%。其中，私人企业设备投资增速最快，达到1.35%；政府消费GDP录得119.38万亿日元，占GDP比重达到21.4%，同比增速0.94%。私人消费一直占日本GDP半壁江山，去年GDP录得297.9万亿日元，占比53.4%，同比下降0.04%。
- ◆ 日本经济好转且1月CPI同比增速达到4%，令日本央行判断日本暂时摆脱通缩危机，因此在1月开启第三轮加息，并且加息25BP，是这三轮最大的。2月CPI同比增速放缓至3.7%，环比下降0.4%，同时国际局势前景不明，日本央行并未在3月连续加息。
- ◆ 日本外贸赤字终于得到暂时扭转。去年12月外贸顺差507.31亿日元，时隔10个月贸易逆差之后再度实现贸易顺差。今年1月再度出现贸易逆差，录得-6013.35亿日元。2月重回贸易顺差，录得1822.63亿日元。
- ◆ 今年日本工资收入有望进一步明显增长，从而推动日本经济复苏，增速预期1.35%。通胀预期保持平稳，能在2-3%左右。预计日本央行可能在今年底前再加息1轮。

经济方面：2024年韩国实际GDP季调录得2289.4万亿韩元，同比增长2.06%，高于2023年的1.4%。不过，四季度同比增速仅1.24%，为近5个季度最低，一定程度受到政局动荡影响。

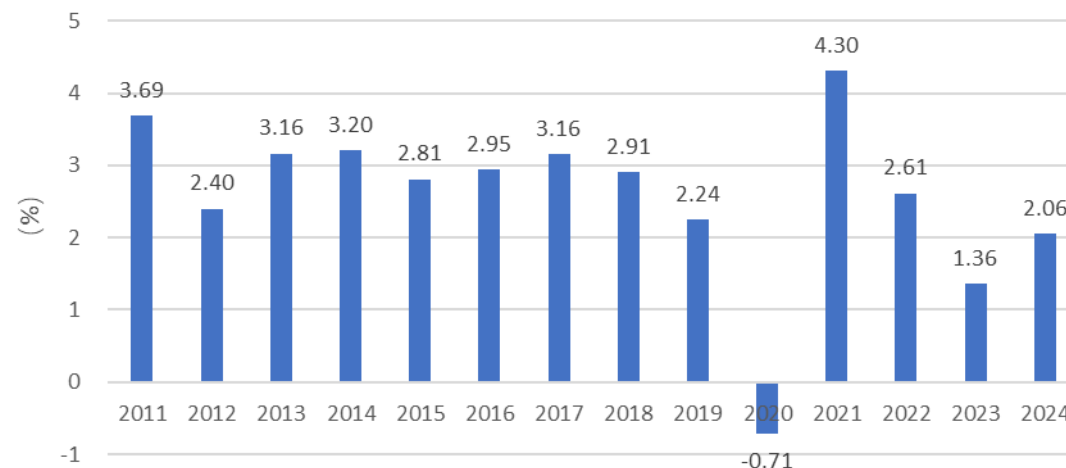
通胀方面：1月韩国CPI同比增速录得2.24%，为近半年新高；环比增长录得0.7%，为近17个月新高。2月通胀水平下降，CPI同比和环比增速分别录得2.02%和0.32%。

外贸方面：1月韩国贸易逆差录得18亿美元，近20个月首次出现贸易逆差，主要受到春节影响。2月韩国贸易恢复顺差，录得41.5亿美元。

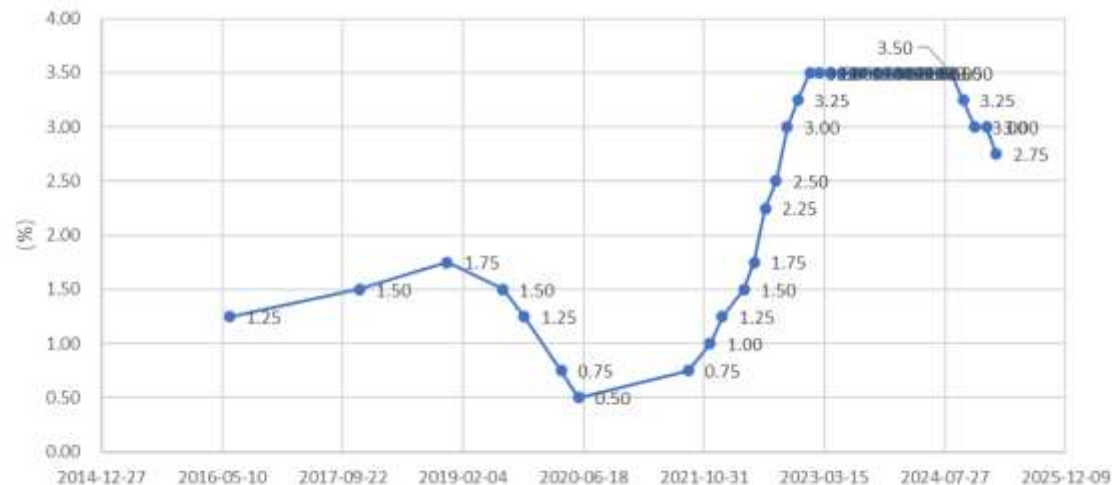
就业方面：经历了去年12月3.7%的阶段性失业率高峰之后，今年1-2月逐步回落至2.9%和2.7%，为最近两年均值水平。

利率方面：2月25日韩国央行宣布降息25BP至2.75%，这是韩国央行第三轮降息。虽然通胀反弹，但绝对增速接近2%，不必过分担忧。韩国央行更为关注四季度经济增速放缓，并且降息有利于货币贬值，有助于扭转贸易赤字。

2011-2024年韩国实际GDP增速



韩国基准利率





CONTENT 目录

第一部分 各国经济差异化发展 全球货币政策继续宽松

第二部分 美国：2024年经济软着陆 一季度出现滞胀担忧

第三部分 欧洲：经济加速复苏 预期好于现状

第四部分 日韩：日本经济避免衰退 韩国开启第三轮降息

第五部分 新兴经济体：通胀整体放缓 出口整体增长

第六部分 全球宏观经济综合展望

2024-2025年全球主要新兴经济体对外出口贸易额月度同比增速													
板块	南亚/东南亚							欧洲/亚洲		南美/北美			非洲
国家	印度	越南	马来西亚	印尼	泰国	菲律宾	文莱	土耳其	俄罗斯	阿根廷	巴西	墨西哥	南非
2025-02	-10.9%	25.3%	6.2%	14.1%						11.7%	-1.8%		
2025-01	-2.4%	-4.2%	0.3%	4.6%	13.6%	6.3%	-6.8%	5.8%	2.4%	10.6%	-5.2%	5.5%	1.2%
2024-12	-1.0%	8.0%	16.9%	4.8%	8.7%	-1.9%	-20.8%	2.1%	1.7%	32.0%	-13.6%	4.9%	-3.8%
2024-11	-4.8%	8.5%	3.9%	9.1%	8.2%	-8.6%	-14.5%	-3.3%	16.0%	33.3%	-0.1%	3.7%	-4.5%
2024-10	17.2%	10.1%	1.6%	10.3%	14.6%	-5.0%	-22.6%	2.9%	9.6%	33.0%	-1.3%	11.2%	2.9%
2024-09	0.5%	8.4%	-0.6%	6.3%	1.1%	-7.6%	-20.5%	-2.0%	-3.2%	20.7%	-0.8%	-0.03%	-3.2%
2024-08	-9.3%	16.1%	12.0%	6.6%	7.0%	0.3%	-13.2%	2.1%	-5.9%	16.6%	-7.6%	-1.0%	-9.2%
2024-07	-1.8%	21.0%	12.3%	6.6%	15.2%	0.1%	-0.2%	13.6%	12.5%	16.9%	9.0%	14.7%	1.9%
2024-06	2.4%	12.9%	1.7%	1.2%	-0.3%	-17.3%	15.1%	-8.5%	3.5%	27.4%	-2.9%	-5.7%	4.0%
2024-05	13.3%	12.9%	7.1%	2.9%	6.9%	-3.1%	32.1%	11.8%	-2.0%	24.1%	-7.6%	5.4%	-2.9%
2024-04	2.0%	12.3%	9.1%	1.7%	6.7%	27.9%	80.1%	0.2%	7.8%	14.3%	11.9%	11.4%	5.5%
2024-03	-0.6%	15.0%	-0.9%	-3.8%	-10.5%	-5.9%	44.2%	-3.9%	1.2%	9.4%	-15.7%	-5.4%	-16.0%
2024-02	11.9%	-4.1%	-1.2%	-9.6%	3.8%	17.8%	22.8%	13.6%	3.4%	2.6%	15.3%	13.0%	6.6%
2024-01	4.3%	33.9%	8.6%	-8.2%	8.0%	10.0%	-15.0%	3.5%	-14.9%	7.8%	17.1%	-1.1%	4.4%

- 出口：越南出口增速稳定，最近两年仅在春节假期增速放缓之外，其他月份均保持同比增长。印尼、越南、泰国出口同样保持稳定甚至高速曾铮。虽然印度制造业是全球主要经济体扩张速度最快的，但主要用于内需，出口已经连续4个月同比负增长。阿根廷农产品和矿产资源丰富深受国际市场青睐，另外阿根廷国内通胀严重，比索严重贬值，助推出口。
- 通胀：物价增速整体放缓。阿根廷从去年最高近290%通胀率降至66.9%，土耳其从去年最高71.6%降至39.1%。

2024-2025年全球主要新兴经济体CPI同比增速															
板块	南亚/东南亚								欧洲/亚洲		南美/北美				非洲
国家	印度	印尼	马来西亚	泰国	越南	老挝	菲律宾	沙特	土耳其	俄罗斯	巴西	阿根廷	智利	墨西哥	埃及
2025-02	3.6%	-0.1%	1.5%	1.1%	2.9%		2.1%		39.1%	10.1%	4.9%	66.9%	4.7%	3.8%	
2025-01	4.3%	0.8%	1.7%	1.3%	3.6%	15.5%	2.9%	2.0%	42.1%	9.9%	4.2%	84.5%	4.9%	3.6%	24.0%
2024-12	5.2%	1.6%	1.7%	1.2%	2.9%	16.9%	2.9%	1.9%	44.4%	9.5%	4.8%	117.8%	4.6%	4.2%	24.1%
2024-11	5.5%	1.6%	1.8%	1.0%	2.8%	18.3%	2.5%	2.0%	47.1%	8.9%	4.8%	166.0%	4.2%	4.5%	25.5%
2024-10	6.2%	1.4%	1.9%	0.8%	2.9%	20.7%	2.3%	1.9%	48.6%	8.5%	4.6%	193.0%	4.7%	4.8%	26.5%
2024-09	5.5%	1.8%	1.8%	0.6%	2.6%	21.7%	1.9%	1.7%	49.4%	8.6%	4.1%	209.0%	4.2%	4.6%	26.4%
2024-08	3.7%	2.1%	1.9%	0.4%	3.5%	24.3%	3.3%	1.6%	52.0%	9.1%	3.7%	236.7%	4.8%	5.0%	26.2%
2024-07	3.5%	2.1%	2.0%	0.8%	4.4%	26.1%	4.4%	1.5%	61.8%	9.1%	4.1%	263.4%	4.6%	5.6%	25.7%
2024-06	5.1%	2.5%	2.0%	0.6%	4.3%	26.2%	3.7%	1.5%	71.6%	8.6%	3.7%	271.5%	4.2%	5.0%	27.5%
2024-05	4.7%	2.8%	2.0%	1.5%	4.4%	25.8%	3.9%	1.6%	75.5%	8.3%	3.3%	276.4%	4.2%	4.7%	28.2%
2024-04	4.8%	3.0%	1.8%	0.2%	4.4%	24.9%	3.8%	1.6%	69.8%	7.8%	3.2%	289.4%	4.0%	4.7%	32.5%
2024-03	4.9%	3.1%	1.8%	-0.5%	4.0%	25.0%	3.7%	1.6%	68.5%	7.7%	3.4%	287.9%	3.8%	4.4%	33.3%
2024-02	5.1%	2.8%	1.8%	-0.8%	4.0%	25.4%	3.4%	1.8%	67.1%	7.7%	3.9%	276.2%	4.5%	4.4%	35.7%
2024-01	5.1%	2.6%	1.5%	-1.1%	3.4%	24.4%	2.8%	1.6%	64.9%	7.4%	3.8%	254.2%	3.8%	4.9%	29.8%



CONTENT 目录

第一部分 各国经济差异化发展 全球货币政策继续宽松

第二部分 美国：2024年经济软着陆 一季度出现滞涨担忧

第三部分 欧洲：经济加速复苏 预期好于现状

第四部分 日韩：日本经济避免衰退 韩国开启第三轮降息

第五部分 新兴经济体：通胀整体放缓 出口整体增长

第六部分 全球宏观经济综合展望

- 多家国际机构对于2025年经济增速给出谨慎乐观的预期，OCED预计3.3%，IMF预计3.2%，联合国2.7%。IMF总裁格奥尔基耶娃警告，尽管全球通胀正在缓解，世界经济并未进入衰退，但下行风险显著增加，未来可能陷入低增长、高债务的困境。特朗普关税政策成为今年最大的不确定性经济因素，世界银行警告称倘若特朗普政府加征10%关税且遭到其他国家采取报复性关税，2025年世界经济增速或下调0.3BP至2.4%。
- **美国**开启加征关税、政府裁员、收紧移民等改革措施，将会令美国“居民消费”和“企业投资”GDP增速大幅缩水，“政府支出”GDP甚至可能出现负增长，“净出口”GDP负项规模可能收窄，但鉴于制造业回流的难度较大，收窄规模相对有限。美国产业发展方向将出现重大转变，重点发展化石能源、虚拟货币、油车以及传统制造业，致力于扩大出口缩减贸易赤字。马斯克领导的效率部将大幅缩减政府工业人员，对于非农就业人数将形成冲击。预计2025年美国经济增长将降速至1.7%。今年**欧洲**继续处于弱复苏状态，欧元区 and 英国经济增长预计将近1%。从1月起欧盟彻底切断从俄罗斯进口天然气，对于欧洲制造业将雪上加霜，高成本将令更多跨国企业将工厂外迁，欧洲产业空心化问题严重，制造业PMI将长期处于荣枯线以下。得益于宽松的财政政策，欧洲经济火车头——德国今年有望摆脱连续两年经济衰退的泥潭。去年**日本**经济差点出现衰退，今年日本首先要保证正增长。日本是家庭消费驱动型的经济体，预计今年春季工资谈判会像去年一样取得一定幅度增长，有利于刺激日本经济恢复。**印度和东盟**有望继续保持较快增速，主要得益于持续增长的青年劳动力人口以及庞大的内需市场以及较为友好的国际环境。**俄罗斯**今年处境会更为艰难，欧洲有意完全切断俄罗斯对欧洲能源出口，欧盟表示即便美俄谈判成功，将继续制裁俄罗斯，而亚洲等其他市场无法弥补欧洲缺口，同时美英有意让本国和OPEC扩产，进一步压低石油价格，俄罗斯财政收入将会缩水。俄罗斯正在被西方列强排出世界主流经济圈中。俄罗斯应该趁特朗普撮合时，尽快摆脱俄乌冲突，不然军费支出还将持续攀升，导致更为严重财政赤字和通胀问题。
- 虽然美国通胀持续反弹，但美国经济、就业和消费信心将逐步放缓，同时特朗普政府要求美联储加速降息，将给美联储较为谨慎的货币政策带来巨大压力。**美联储**下轮降息或发生于今年年中，预计2025年降息两轮。预计二季度美元指数中枢在102-107点区间震荡。欧洲经济好转，投资和消费信心回升，欧洲央行和英国央行可能会提升对于通胀重视程度，今年**欧洲央行**和**英国央行**可能在降息两轮。**日本银行**今年可能还将加息一轮，主要得益于经济复苏、工资上涨以及暂无通胀风险。**瑞士国家银行**已降息至0.5%，鉴于美国可能发动的贸易战，瑞士在2025年可能再度回归负利率。

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。



谢 谢！

方正中期期货有限公司

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室