山金期货有限公司
SHANDONG GOLD FUTURES CO.,LTD.

美国难逃“例外”，非美企稳回升

——二季度国际宏观分析报告

2025 年 3 月 24 日

目录

一、概述 2

二、美国或难避免例外 2

2.1 贸易战或造成美国通胀超预期回升 2
2.2 美国制造业 PMI 回升，但非农就业仍较低迷 3
2.3 通胀上行风险导致降息趋缓 4
2.4 美国经济难逃“例外” 5

三、欧元区：降息与财政扩张并行 7

3.1 欧元区整体经济增长动能较弱，但环比已经有所改善 7
3.2 德国放宽“债务刹车” 8
3.3 欧洲央行有望继续降息 8

四、日本：通胀回升，继续加息 9

4.1 “工资-通胀”螺旋仍在延续 9
4.2 贸易战可能会使日本出口受益 10
4.3 二季度日本央行暂停加息，下半年预计再有一次加息 11

五、全球宏观经济展望 12

免责声明 13

投资咨询部

作者｜曹有明
从业资格号：F3038998
交易咨询号：Z0013152
联系邮箱：caoyouming@sd-gold.com

审核｜王云飞
从业资格号：F03141565
交易咨询号：Z0021688
联系邮箱：wangyunfei@sd-gold.com

审核｜刘书语
从业资格号：F03107583
联系邮箱：liushuyu@sd-gold.com

山金期货官方微信号

一、概述

有了中国“硬刚”美国所发动贸易战的先例，本轮特朗普所发动的贸易战，其贸易对手更多的选择发起反制措施，而不是选择“城下之盟”。美国所发动的贸易战，乃至于对加拿大和格林兰到提出领土主张，不仅动摇了美国与传统盟友的关系基础，也在一定程度上对美国的通胀和就业构成挑战，中长期来看，特朗普让就业岗位回流美国的愿景终将难以实现。另外，在科创领域，来自中国的 DeepSeek 开源大模型以及机器人领域的进展，让世界看到了中国在该领域的不可忽视的影响力，在某种程度上瓦解了美国在人工智能领域的垄断优势。在人工智能领域，将来不会是美国的专属。近期美股以及美元指数的调整，远超此前市场的普遍预期，美国经济“例外”论将受到严峻的考验。欧洲方面，经济低迷一时难改，但在财政扩张与“防卫重建”的影响下，可以部分的对冲美国发动的贸易战的影响，经济增速有望企稳回升，二季度欧洲央行仍有可能继续降息。日本的“工资-通胀”螺旋仍在延续，美国所发动的贸易战，坏的一面是，其国内产业也会受到冲击，好的一面是，将受益于美对中进口的转移。在二季度，日本的通胀预计仍维持在近几年的高位，日本央行大概率按兵不动，下半年仍将降息一次。

二、美国或难避免例外

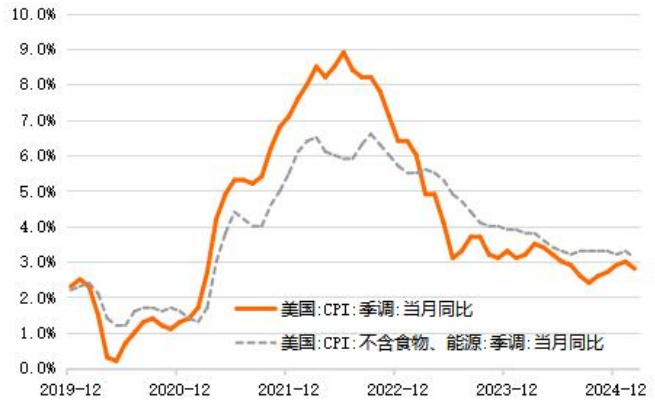
2.1 贸易战或造成美国通胀超预期回升

美国 2 月 CPI 涨幅低于预期，但这种改善可能是暂时的，因为美国对进口商品加征高额关税，预计将在未来几个月推高多数商品的成本，并且，贸易战造成物价的上涨所持续的时间可能会长于市场以及美联储的普遍预期。美国劳工统计局发布的 2 月 CPI 报告显示，美国 2 月 CPI 同比增长 2.8%，低于市场预期的 2.9%，低于前值 3%，为去年 11 月来新低；美国 2 月 CPI 环比增长 0.2%，为去年 10 月来新低，低于市场预期的 0.3%，前值为 0.5%。报告显示，美国 2 月核心 CPI 同比增长 3.1%，2021 年 4 月来新低，低于预期的 3.2%，前值为 3.3%；美国 2 月核心 CPI 环比增长 0.2%，为去年 12 月来新低，低于市场预期的 0.3%，前值为 0.4%。

美国通胀超预期回升，近期该指数从最低 2.6%跃升至 4.9%，为 2023 年 11 月以来的最高水平，并且是过去 14 年中第五次出现如此大幅的单月增长。3 月份长期通胀预期上升至 3.9%，为近三十年来的最高水平。一方面，欧洲对俄罗斯能源实施新一轮制裁，天然气供应受到影响，以及需求回

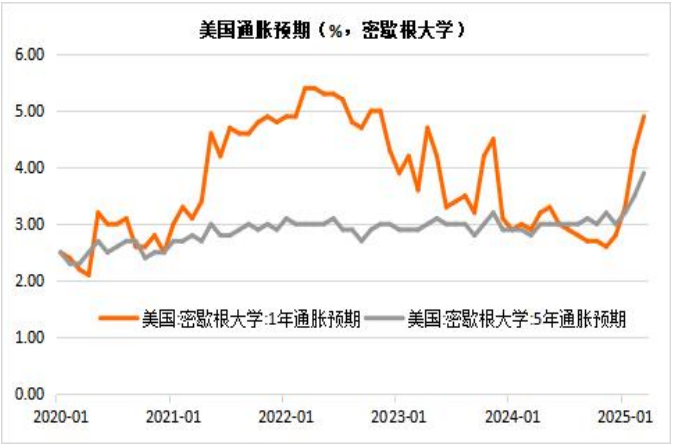
暖，天然气价格短期偏强运行。另一方面，美国发动贸易战，其税负主要由国内消费者承担。如果贸易战最终能像特朗普所预期的带来就业的回流，在业已较低的失业率情况下，也会推动通胀的上升。但是目前美国核心 CPI 由于房屋租金、服务业消费等核心 CPI 支撑维持较高水平，且整体超预期回升。值得注意的是，住房成本上涨 0.3%，占当月所有项目增长的近一半，航空公司票价下降了 4%，这可能与最近对航空旅行的悲观评论相符。汽油价格下跌 1%，但整体能源指数上涨 0.2%。

图 1：2 月美国通胀数据有所回落



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 2：近期美国通胀预期大幅上升



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

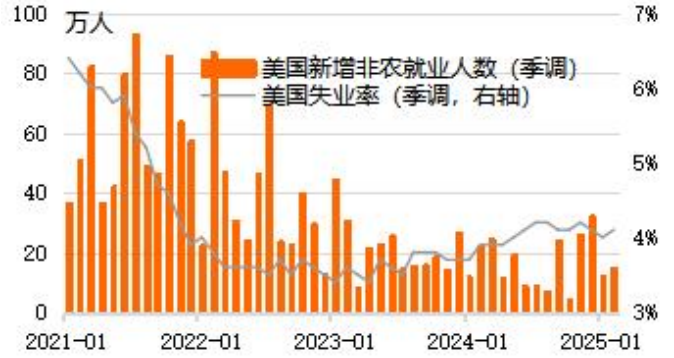
2.2 美国制造业 PMI 回升，但非农就业仍较低迷

美国 2 月 ISM 制造业 PMI 继续扩张，目前已经回到荣枯线上方，服务业 PMI 虽有回落，但整体仍在荣枯线上方。就业方面，目前美国劳动力市场整体市场缓慢降温，非农就业人数已经连续两个月低于 20 万人，但失业率仍处于低位，势头仍然较为强劲，就业-薪资-通胀螺旋上升循环依旧。消费方面，美国 2 月密歇根大学消费者信心指数终值录得 57.9，2 月 Sentix 投资信心指数为-2.7，近期均出现了明显的回落。

图 3：美国制造业 PMI 有所回落

数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 4：美国非农就业低迷，失业率在上升



数据来源：iFind，山金期货投资咨询部

图 5：美国消费者信心指数明显回落

数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 6：投资者信心指数与年初相比大幅下降

数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

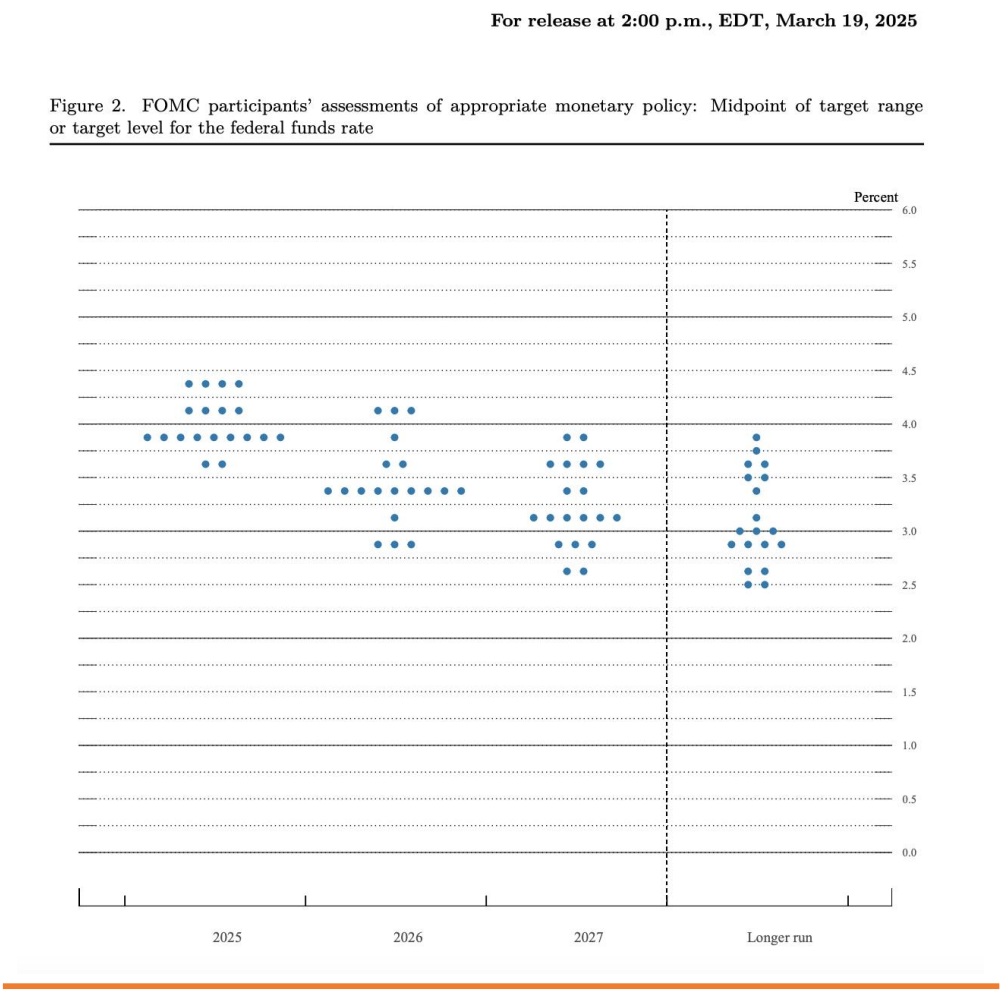
2.3 通胀上行风险导致降息趋缓

美联储 3 月的议息会议如期维持利率不变，但放慢缩表节奏。美国总统特朗普的关税政策引发了美联储对通胀上升的担忧，而不是就业市场的风险。FOMC 声明显示，美联储将于 4 月 1 日开始放慢缩表节奏，将美债减持上限从 250 亿美元/月放缓至 50 亿美元/月，MBS 减持上限维持在 350 亿美元/月。经济前景不确定性增加。仍预计今年两次降息，累计降息 50 个基点。但点阵图中，预计今年不降息者由一人增至四人，降息两次者降一人至九人。此外，美联储大幅下调 2025 年经济增长预期，同时上调通胀预期。美联储 FOMC 经济预期显示，2025 年 GDP 增速预期中值为 1.7%，去年 12 月预期为 2.1%；2025 核心 PCE 通胀预期中值 2.8%，去年 12 月预期为 2.5%。

美联储主席鲍威尔重申，美联储无需急于调整货币政策的立场，称已做好充分准备，耐心等待更清晰的市场信息。调查显示关税推动通胀预期，但较长期的通胀预期与美联储 2%的通胀目标相符。通货膨胀仍然相对较高，今年通胀取得进一步进展可能会有所延迟。美国经济总体强劲，调查显示经济不确定性加剧。

美联储点阵图显示，2025 年将累计降息 50 个基点，4 名官员支持年内不降息。美联储点阵图显示，在 19 位官员中，有 4 位官员认为 2025 年不应降息（12 月为 1 位），有 4 位官员认为 2025 年应累计降息 25 个基点，即降息 1 次（12 月为 3 位），有 9 位官员认为 2025 年应累计降息 50 个基点，即降息 2 次（12 月为 10 位），有 2 位官员认为 2025 年应累计降息 75 个基点，即降息 3 次（12 月为 3 位），没有官员认为 2025 年应累计降息 100 个基点（12 月为 1 位），没有官员认为 2025 年应累计降息 125 个基点（12 月为 1 位）。

图 7：点阵图显示，美联储 2025 年预计将降息两次，每次 25 个基点



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

2.4 美国经济难逃“例外”

过去几年“美国例外”论盛行的局面可能即将结束。自疫情以来，美国经济复苏势头强劲，远超其他地区，但现在，这一差距正在缩小。美国的政策正在转向不利于增长的立场，导致“美国例外”的几个关键因素正在发生逆转：

1）政府支出：2023-2024 年，美国政府支出大幅增加，推动了经济增长。但现在，DOGE 的政策导致政府支出可能大幅削减。相反，欧洲正转向更具刺激性的财政政策，尤其是在国防和基础设施方面。

2）价格冲击：疫情和俄乌冲突导致欧洲通胀飙升。而现在，因为关税将推高通胀，美国正面临新的价格冲击。目前美国政府机构内部的观点是，通胀所持续的时间是短暂的。不过，或许这仅是一种自我安慰。

3）供应端难题：过去两年，美国生产率大幅增长，而欧洲生产率却出现下降。随着美国需求

降温和移民流入放缓，美国的供应增长已经在放缓。相比之下，欧洲的供应正在加速，并有望随着需求的复苏而进一步恢复。

4）科技方面，DeepSeek 凭借低成本+低 GPU 依赖+开源等重要特性，动摇了美国 AI 科技“霸权”，也引发了对全球科技资产的重估。国别上，如果以恒生科技和纳斯达克分别代表中国和美国科技资产，两者估值一度相仿，不过在 Chatgpt 诞生后明显分化，近期随着 DeepSeek 问世又开始逐步收敛。更低成本的模型打开了 AI 应用的前景，海外算力端和应用端资产的分化同样明显。

5）地缘形势与关税等政策反复摇摆，除了对相关经济体造成影响，也导致美国企业面临较大的不确定性。在美俄会谈后，市场对俄乌停火的前景一度乐观，也成为欧洲股市强势表现的重要催化剂之一。不过近期泽连斯基访美不欢而散，根据 Polymarket，对 4 月 20 日之前俄乌停火的概率已经降至 22%左右，较高点下跌接近一半。关税政策的变化也是导致美元出现冲高回落的重要原因之一，2 月 27 日，特朗普宣布对加墨的 25%关税将在 3 月 4 日按时生效，同时还会对中国额外加征 10%的关税，再度扰动市场情绪。

美国衰退风险虽然有限，国际主流投行预期美国进入衰退的概率在 40%左右，但考虑到高利率滞后效应+关税等不确定性扰动+政府效率部推动裁员或拖累就业，美国基本面暂时缺乏上行动能，基本面降温可能需要持续一段时间。从下图中不难发现，美债利差进入负值或接近于零时，一般不久都会经历一轮明显的经济降温。政府效率部正在大量削减联邦雇员，而被解雇的联邦雇员可能会在未来几个月内开始申请失业救济。美国至 3 月 15 日当周初请失业金人数 22.3 万人，预期 22.4 万人，前值由 22 万人修正为 22.1 万人。续请人数维持稳定，但不排除后续会有一定程度恶化。

图 8：美债收益率与美债利差

数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

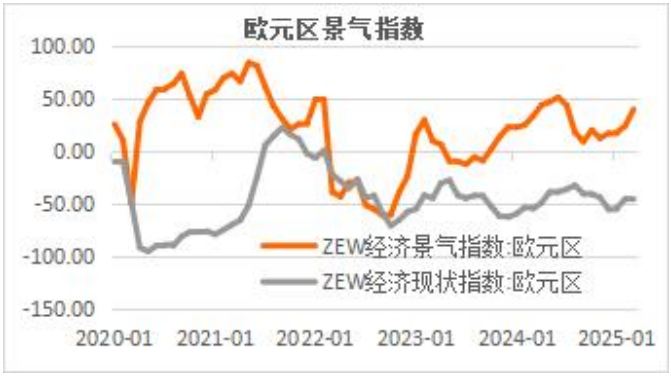
三、欧元区：降息与财政扩张并行

3.1 欧元区整体经济增长动能较弱，但环比已经有所改善

欧洲目前经济增长动能较弱，从 2024 年下半年至今欧元区 ZEW 经济现状指数处于低位，但最近两个月有所回升。2 月欧元区综合 PMI 终值为 50.2，与 1 月持平，仅略高于 50 的荣枯线，其中服务业 PMI 降至 50.6，为三个月低点。虽然制造业 PMI 近两年一直处于荣枯线下方，近期欧元区制造业 PMI 快速回升至近两年的高点。

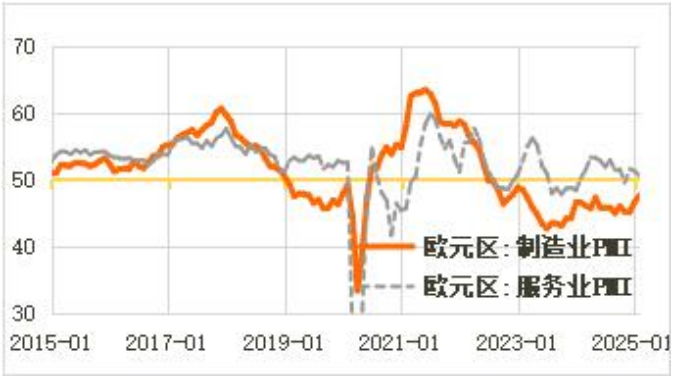
与此同时，欧元区通胀在 2025 年放缓，但仍未降至目标水平，欧盟统计局近日公布的初步统计数据显示，受需求疲软影响，2 月欧元区通胀率按年率计算为 2.4%，低于 1 月的 2.5%，其中欧元区 2 月服务价格同比上涨 3.7%，服务业通胀难降成为欧洲央行需谨慎行事的考量。

图 9：欧元区景气指数有所回升



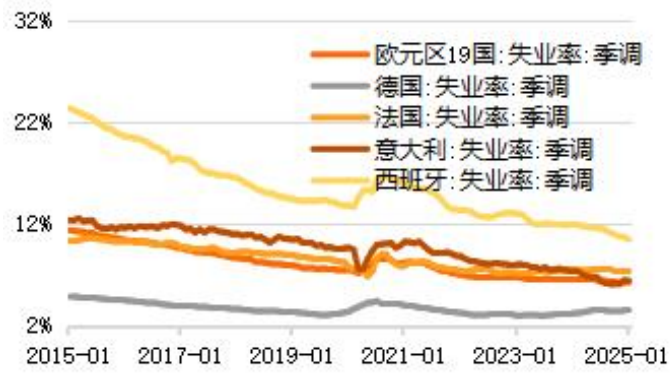
数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 10：欧元区制造业 PMI 环比有所上涨



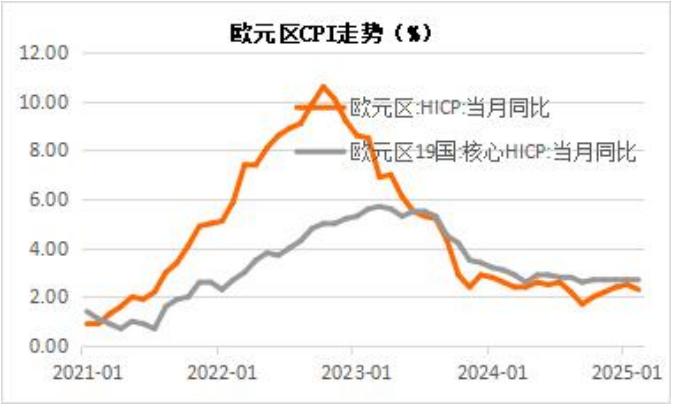
数据来源：iFind，山金期货投资咨询部

图 11：欧元区整体失业率在不断下降



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 12：欧元区 CPI 环比有所回落



数据来源：iFind，山金期货投资咨询部

3.2 德国放宽“债务刹车”

特朗普要求美国削减开支、并减少对盟友的安全承诺。出于防卫的需要，长期坚持严格财政纪律的德国候任总理默茨表示，德国将修改宪法，豁免国防和安全支出的财政支出限制，以“不惜一切代价”保护国家。默茨还表示，主要的中心政党也已同意启动一个 5,000 亿欧元的基础设施基金，用于投资交通、能源电网和住房等优先领域。在这一计划的刺激下，德国国债收益率飙涨，10 年期德债收益率单日暴涨 30 个基点，创 1990 年以来最大单日涨幅，2 年期和 30 年期德债收益率也均涨超 20 个基点。在德国国债利率飙升的刺激下，欧元也一路高歌猛进，兑美元的汇率也逼近了 1.08 关口，美元指数在今年前两个月连续下跌后，在 3 月的第一周再度下跌超过 3%。从美债和德债的利差来看，欧元开始指向 1.10 的关键位置。

图 13：德国国债收益率出现了大幅的拉升

数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 14：欧元兑美元出现了大幅反弹

数据来源：iFind，山金期货投资咨询部

3.3 欧洲央行有望继续降息

在货币政策方面，欧洲央行面临两难选择：经济疲软要求进一步降息，但通胀压力和外部不确定性限制了政策空间。目前，多数欧洲央行管委会委员近期发布的言论都倾向于继续降息，近期公布的经济数据也为欧洲央行进一步降息提供了支撑。

鉴于当前欧洲经济增长乏力、通胀下降取得进展以及贸易政策带来的经济下行风险，预计欧洲央行会在 4 月和 6 月各降息 25 个基点，将基准存款利率下调至 2%，但在德国一系列经济刺激计划的推动下，预计欧洲央行在下半年的行动有所放缓。

图 15：欧洲央行再融资利率有望继续下调

数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

四、日本：通胀回升，继续加息

4.1 “工资-通胀”螺旋仍在延续

日本二季度经济有望加速复苏，主要在于工资提高带来的内需改善。由于劳动力市场的短缺和经济的修复，日本近年来工资增速显著提高，2024 年春斗最终答复工资增速上升到 5.1%，创下了 1992 年以来的新高。2025 年春季劳资谈判，日本最大的工会组织日本工会总联合会（Rengo）表示，其成员工会要求今年平均加薪 6.09%，高于去年的 5.85%，也是三十多年来首次寻求超过 6%的加薪幅度。代表小企业工人的工会甚至要求加薪 6.57%，高于去年的 5.97%。日本工会“春斗”要求加薪幅度创 1993 年来新高。而当前日本通胀稳定在 2%～3%之间，日本正在形成一个有助于锚定通胀预期的良性“工资—价格螺旋”。

投资端，企业利润增厚有助于带动企业扩大资本支出。日本公司治理改革成效明显，企业利润快速提升，为企业资本扩张提供基本条件。当前日本企业资本开支信心相对高涨，厂房设备投资额增速保持较高水平。日本短端季度报告显示，2024 年四季度全部企业、制造业商业信心指数分别上升至 15%、8%，均为疫情以来最高值。后续企业投资可能成为日本经济增长的重要拉动。

此外，石破茂批准的 2025 年财政支出计划整体力度不低，也为 2025 年消费和投资恢复提供了支撑。2024 年年底石破茂批准 2025 年 21.9 万亿日元的财政支出计划，加上对私人部门支出的拉动，总体影响预计约为 39 万亿日元，相较于去年略有提升，在当前日本经济逐步修复的背景下，这一财政刺激计划并不低。一方面通过提高个人所得税的征税门槛、为低收入家庭提供现金和能源补贴等带动居民收入上涨，抵抗通货膨胀，促进消费；另一方面，支持对半导体和人工智能领域的

大规模投资，对企业提供财政援助等也有助于企业未来投资增速的回升。

图 16：日本的失业率不断回落

数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 17：日本 CPI 回到高位

数据来源：iFind，山金期货投资咨询部

4.2 贸易战可能会使日本出口受益

受益于地缘政治紧张带来的订单转移，日本出口进一步迎来利好。2025 年中美贸易摩擦进一步升级，美国对华进口大概率将受到重大影响，日本可能承接部分友岸外包美国订单，日本也将成为中美贸易摩擦的受益者。国别上，2025 年受益于低基数以及各国经济温和修复的影响，日本对各国出口预计均有不同程度的回升。2024 年日本出口受欧盟、东盟、非洲等拖累较大，2025 年在低基数以及各国经济温和增长的影响下，对这些地区出口降幅预计收窄。此外，受益于中国内需刺激政策以及美国经济韧性的拉动，二季度日本对中美出口或将重回正增长。

产品上，机械设备、电子、电气机械等产品出口修复力度预计更大。一方面此类产品 2024 年出口表现均不佳，在低基数以及全球经济修复的影响下，出口预计有所好转。另外，此类产品均为日本竞争力强的行业，从出口结构上来看，中日对美出口中，机械、电子、电气机械均占比较高，中美贸易摩擦下，部分订单或向日本转移。在此基础上，机械、家电、电子等产品出口增速有望延续回升。

图 18：日本出口增速回升

数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

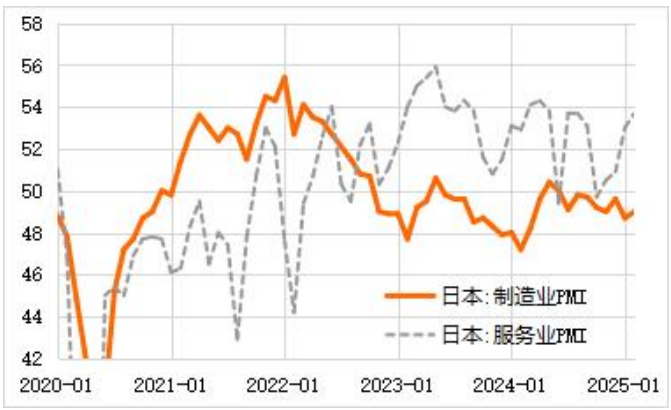
4.3 二季度日本央行暂停加息，下半年预计再有一次加息

2025 年日央行货币延续收紧，核心原因仍在于通胀的温和复苏，主要来自：第一，日本劳动力市场仍相当火热。当前日本失业率持续保持在较低水平，日本有效求人倍率（有效需求人数与有效求职人数之比）当前仍处于历史较高的水平（且大于 1），显示劳动力市场依然紧张。这有助于进一步提高日本劳动力的薪资水平，也为通胀保持在 2%的目标水平提供了强劲支撑。

第二，由于美国发动贸易战，引发了其贸易伙伴的关税报复，在一定程度上打压了其国内经济基本面。因此，近期美元指数大幅下跌，日元汇率被动升值，日本央行稳汇率紧迫性下降。另外，目前日本的服务业 PMI 已经出现了较快速度的攀升，显示日本国内的服务业景气度较好。

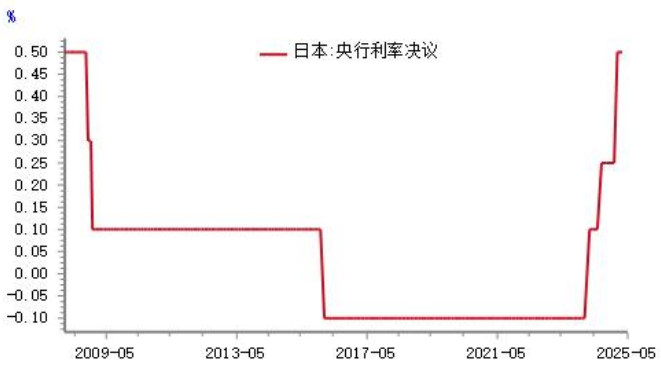
2025 年二季度，日本央行将按兵不动。全年来看，日央行预计延续货币政策正常化，全年加息 2 次，共 50bp，上半年和下半年各一次，上半年加息已于 1 月份完成，二季度预计日本央行将。当前日央行多位官员发言均向市场暗示可能继续加息，下一次加息可能最早将于 7 月展开。

图 19：日本服务业 PMI 大幅回升



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 20：日本央行处于加息通道中



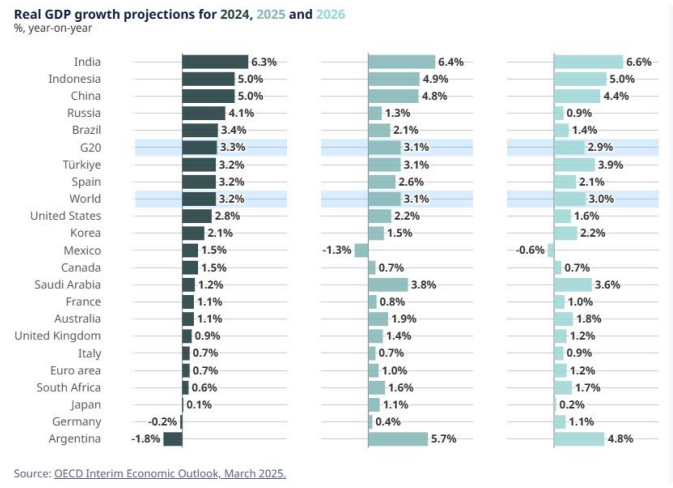
数据来源：iFind，山金期货投资咨询部

五、全球宏观经济展望

由于特朗普发动的贸易战以及其贸易伙伴的反制推高全球的通胀，同时动摇了经济增长的基础。近期，OECD 下调了美国和全球经济增长预期，同时上调了主要经济体的通胀预期。OECD 预测，全球 GDP 增长率将从 2024 年的 3.2%放缓至 2025 年的 3.1%和 2026 年的 3.0%。去年 12 月，OECD 报告预测今明两年全球经济将增长 3.3%。G20 经济体今年和明年的总体通胀率分别为 3.8%和 3.2%，比去年 12 月的预测均上调 0.3 个百分点。今年美国的总体通胀率预计为 2.8%，高于去年 12 月估计的 2.1%。报告还预测，到 2026 年许多国家的核心通胀率仍将高于央行目标，包括美国。

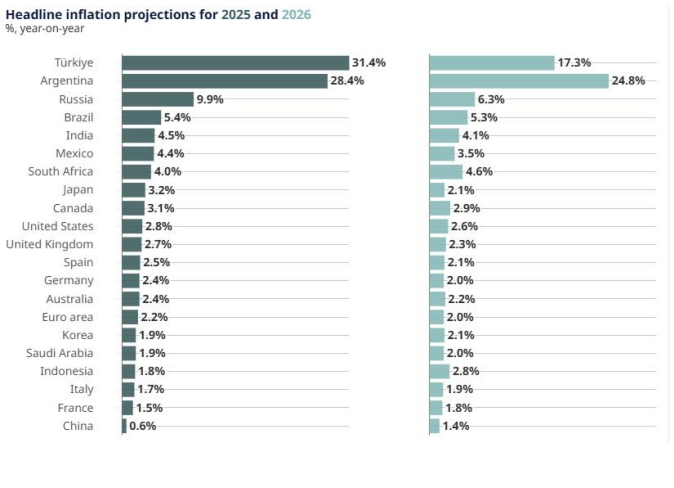
展望二季度，美国经济或难逃“例外”，通胀上行并伴随增速的回落；欧洲经济维持低通胀，防卫重建部分的对冲贸易战的影响，经济表现将略好于预期；日本目前“工资-通胀”螺旋仍在延续，预计二季度日本央行将按兵不动，中美贸易战可能会利多日本企业，对日本的宏观经济起到一定的支撑作用。

图 21：OECD 全球经济增速展望



数据来源：OECD，山金期货投资咨询部

图 22：OECD 全球通胀展望



数据来源：OECD，山金期货投资咨询部

免责声明

本报告由山金期货投资咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。