

# 日本结束 YCC 政策对大类资产有何影响？

## ——Global Vision 第六期

### ► 什么是YCC政策？

YCC 政策为央行通过承诺无限量交易国债来维持目标利率水平的一种货币政策。作为 2013 年开始执行的 QQE 的补充与升级，2016 年日本央行开始执行 YCC 政策。尽管 YCC 与 QQE 均是以交易国债实现，但 YCC 关注的是“价”而非“量”。此前的零利率、QE、QQE 等非常规货币政策失效，2016 年日本央行推出 YCC 政策，作为 QQE 政策的“进阶”，试图刺激需求、改善产出缺口，以实现可持续的经济增长和良性的通货膨胀。

### ► 为什么日本可能在当前结束YCC政策？

当前市场预期日本将在 3 月或 4 月结束 YCC 政策。我们认为来源于三个方面。结构问题来看，长期采用 QQE 与 YCC 导致日本国内出现财政赤字货币化，央行持有国债比例过高。短期催化来看，日本“春斗”薪资涨幅超预期可能成为结束负利率政策的主因。长期趋势来看，一方面，日本国内经济基本面回暖，有望在脱离宽松政策帮助下实现经济与通胀的良性增长。另一方面，日本劳动力市场趋于平衡，或已逐渐出现薪资→通胀良性循环。

### ► 日本结束YCC政策对各类资产有何影响？

从全球流动性来看，此前大量资金“套息交易”流向海外兑换成美元。而在日本退出 YCC 政策后，日元融资成本提升，日元回流或成为趋势，全球市场流动性可能边际收紧，但影响幅度或相对有限。从汇率来看，日元回流下可能升值。从债市来看，日债、美债收益率或均可能提升。权益市场来看，日本股市当前估值已处于历史高位，借贷成本上升背景下资金或流出，可能逐步增配 A 股、港股等估值更具性价比、政策利率更低的市场。

**风险提示：**日本央行货币政策宽松超预期。日本股市估值系统性抬升。地缘政治冲突加剧。

### 作者

分析师：杨灵修

执业证书编号：S0590523010002

邮箱：yanglx@glsc.com.cn

分析师：包承超

执业证书编号：S0590523100005

邮箱：baochch@glsc.com.cn

分析师：张晓春

执业证书编号：S0590513090003

邮箱：zhangxc@glsc.com.cn

联系人：付祺泰

邮箱：fuqt@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《如何看待设备更新带来的投资机会？：——产业面面观第 16 期》2024.03.17
- 2、《艾碧迦：光学玻璃制造“小巨人”：——北交所新股申购策略之一》2024.03.12

## 正文目录

1. 日本结束 YCC 政策对大类资产有何影响？	4
1.1 什么是 YCC 政策？	4
1.2 为什么日本可能在当前结束 YCC 政策？	5
1.3 日本结束 YCC 政策对各类资产有何影响？	8
2. 全球数据观察	11
2.1 全球宏观经济数据一览	11
2.2 全球大类资产数据一览	14
3. 风险提示	24

## 图表目录

图表 1: 日本 YCC 政策历史沿革	4
图表 2: QQE 提振信贷需求作用有限	5
图表 3: 日本在超常规量化宽松后 CPI 先上行后回落 (%)	5
图表 4: 日本自 2013 年后央行快速扩表 (十亿日元)	6
图表 5: 日本央行持有国债占比远高于美国水平	6
图表 6: 2024 年“春斗”初步情况高于往年增速	6
图表 7: 春斗协定的涨薪幅度同日本 CPI 呈正向相关	6
图表 8: 日本产出缺口接近转正	7
图表 9: 日本潜在 GDP 增速提高	7
图表 10: 日本通胀水平持续高于 2% 目标	7
图表 11: 日本通胀预期水平提高	7
图表 12: 日本求人倍率与失业率情况	8
图表 13: 日本失业率与薪资增速情况	8
图表 14: 日本股市“观测锚”与“核心竞争力”思考框架	9
图表 15: 2023 年初至今外资持续净流入	9
图表 16: 日经 225 长期走势同外资流入额相关性较高	9
图表 17: 日元汇率与全球主动型基金对日本的配置比例呈负相关关系	10
图表 18: 日元汇率同日经 225 呈负相关关系	10
图表 19: 全球主动型基金对中国与日本的配置比例呈负相关关系	10
图表 20: 近期北向资金主要加仓电力设备、食品饮料、医药生物等行业	10
图表 21: 2 月中旬以来北向资金持续净流入	11
图表 22: 港股主要指数估值分位数接近历史低位	11
图表 23: 美国 2024 年 2 月零售销售环比上升 0.58%	12
图表 24: 汽车及零部件经销商为美国 24 年 2 月零售销售环比增速的主要贡献	12
图表 25: G7、中国、印度 OECD 综合领先经济指标分别录得 99.77、101.67、99.75	12
图表 26: 中国、美国、欧洲、日本花旗经济意外指数较前一周上升	12
图表 27: 美国、欧元区 ZEW 经济景气指数上升, 中国 ZEW 经济景气指数下降	12
图表 28: 美国周度经济指数 (WEI)、WEI_4WMA、WEI_13WMA 上升	12
图表 29: 美国通胀预期较前一周上升	13
图表 30: 联邦利率期货显示 2024 年 3 月基准利率维持不变的概率为 98.0%, 年内降息 3 次	13
图表 31: 全球制造业 PMI 回升至荣枯线上方, 主要发达国家制造业 PMI 仍在荣枯线下方	13
图表 32: 主要新兴国家制造业 PMI 中, 俄罗斯、印度、越南、巴西位于荣枯线上方, 中国位于荣枯线下方	13
图表 33: 美国金融条件指数较前一周上升	13
图表 34: 欧元区、日本金融条件指数较前一周上升	13
图表 35: 上周全球大类资产表现 (%)	14

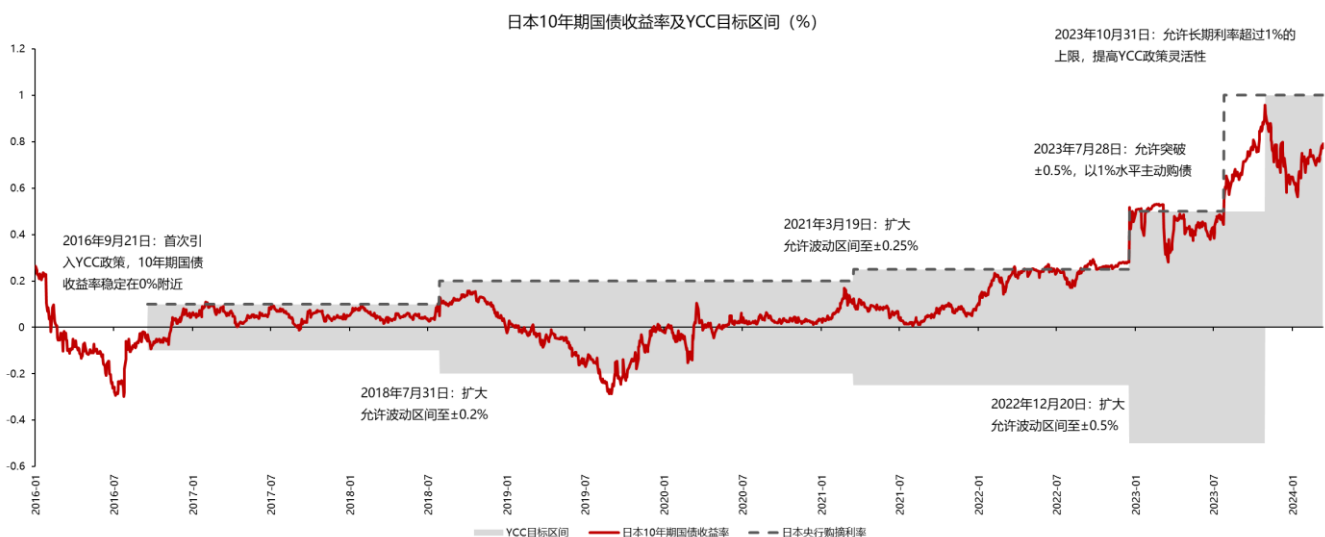
图表 36:	全球主要股票市场指数跌幅 .....	15
图表 37:	全球主要权益市场 PE 以及十年期分位数 .....	15
图表 38:	全球主要股票市场二级行业涨跌幅 .....	16
图表 39:	全球主要股票市场二级行业估值情况 .....	17
图表 40:	过去一周, A 股、港股、日本小盘占优, 美股、欧洲大盘占优 .....	17
图表 41:	过去一周, 欧洲、日本价值风格占优, A 股、港股成长风格占优, 美股表现均衡 .....	17
图表 42:	标普 500 指数 12 个月动态 P/E 为 20.6 倍, 位于 2006 年以来均值+1*标准差上方 .....	18
图表 43:	纳斯达克指数 12 个月动态 P/E 为 28.3 倍, 位于 2007 年以来均值+1*标准差上方 .....	18
图表 44:	恒生指数 12 个月动态 P/E 为 7.9 倍, 位于 2013 年以来均值-1*标准差下方 .....	18
图表 45:	欧洲 Stoxx600 指数 12 个月动态 P/E 为 12.5 倍, 位于 2006 年以来均值下方 .....	18
图表 46:	日经 225 指数 12 个月动态 P/E 为 22.0 倍, 位于 2006 年以来均值上方 .....	18
图表 47:	MSCI 新兴市场指数 12 个月动态 P/E 为 12.1 倍, 位于 2006 年以来均值上方 .....	18
图表 48:	美股风险溢价位于近三年均值-1*标准差下方 .....	19
图表 49:	港股风险溢价位于近三年均值+1*标准差上方 .....	19
图表 50:	标普 500 指数未来 12 个月 EPS 一致预期上升 .....	19
图表 51:	恒生指数未来 12 个月 EPS 一致预期下降 .....	19
图表 52:	过去一周, 中国、美国、日本、英国、法国、德国 10 年期国债利率上升 .....	19
图表 53:	过去一周, OIS-SOFR 利差收窄至 25.05bp .....	20
图表 54:	过去一周, 美债期限利差 10Y-2Y 倒挂加深, 10Y-3M 倒挂收窄 .....	20
图表 55:	过去一周, VIX、恒指、日经波幅指数回落 .....	20
图表 56:	过去一周, CBOE 美股看跌看涨期权成交量比 10DMA 上升 .....	20
图表 57:	过去一周, iShares 中国大盘股 ETF log_PCR 上升 .....	21
图表 58:	过去一周, 恒生指数 log_PCR 上升 .....	21
图表 59:	过去一周, RSI(14 天) 显示欧洲 Stoxx50 达到超买, 黄金接近超买 .....	21
图表 60:	过去一周, 北向资金净流入 328.2 亿元, 南向资金净流入 195.0 亿元 .....	22
图表 61:	过去一周, 北向资金主要流入电力设备、食品饮料, 流出计算机、公用事业 .....	22
图表 62:	过去一周, 南向资金主要流入银行、传媒, 流出纺织服饰、社会服务 .....	22
图表 63:	北向持仓占行业总市值比重变化 (%) .....	23
图表 64:	北向资金持仓各行业占比变动 .....	24
图表 65:	北向重仓行业资金累计流入 (亿元) .....	24

## 1. 日本结束 YCC 政策对大类资产有何影响？

### 1.1 什么是 YCC 政策？

收益率曲线调控 (YCC) 始于美国，2016 年日本开始采用，并在后续不断调整。YCC (Yield Curve Control) 政策为央行通过承诺无限量交易国债来维持目标利率水平的一种货币政策。最早于 1940 年代在美国提出并应用。作为 2013 年开始执行的 QQE (质化量化宽松, Quantitative and Qualitative Monetary Easing) 的补充与升级，2016 年日本央行开始执行 YCC 政策。尽管 YCC 与 QQE 均是以交易国债实现，但 YCC 关注的是“价”而非“量”。日本采用 YCC 政策初期针对政策利率账户实施-0.1%的负利率，长端利率控制则通过购买 10 年期国债的方式，将 10 年期国债收益率控制在 0 左右。此后日本央行结合实际宏观情况作出调整，在 2018 年、2021 年、2022 年、2023 年不断修改调整 YCC 钉住利率目标，至当前改为目标利率 1% 左右。

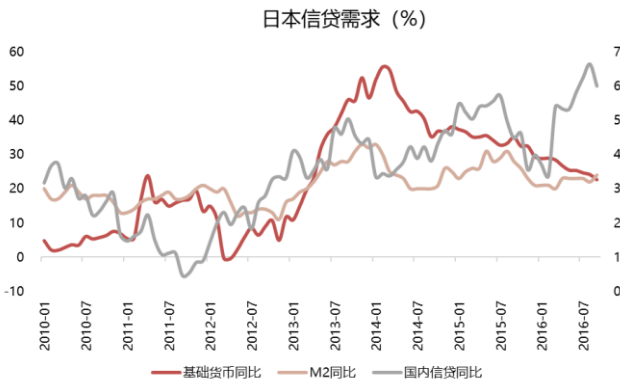
图表1：日本 YCC 政策历史沿革



资料来源：日本央行，Wind，国联证券研究所整理

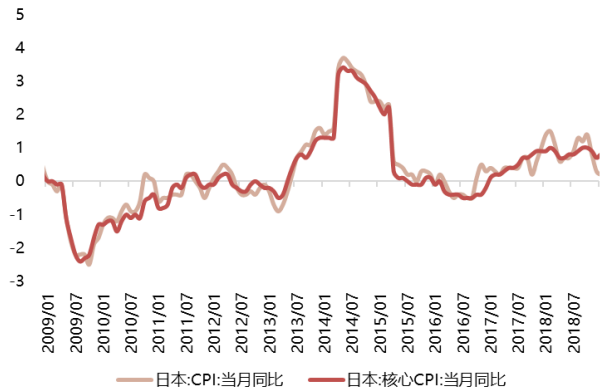
此前的货币政策失效，推行 YCC 政策旨在解决国内通缩。2000 年后日本央行先后推出零利率、QE、QQE 等非常规货币政策，并不断排列组合，但在资产泡沫破裂、居民资产负债表缩水、人口长期结构问题下，居民信心并未在前所未有的宽松政策中彻底恢复。M0、M2 同比在 2013 年推出 QQE 后有阶段性回暖，通胀在 2013 年后也出现显著抬升，但在 2015 年后均出现再度下滑。2016 年日本央行推出 YCC 政策，作为 QQE 政策的“进阶”，试图刺激需求、改善产出缺口，以实现可持续的经济增长和良性的通货膨胀。而“连续日固定利率购买”策略，彰显日本央行控制国债收益率的决心，提高了日本 YCC 政策的“可信度”，最终使日本央行达成推出 YCC 政策的初心。

图表2: QQE 提振信贷需求作用有限



资料来源: Bloomberg, Wind, 国联证券研究所

图表3: 日本在超常规量化宽松后 CPI 先上行后回落 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 1.2 为什么日本可能在当前结束 YCC 政策?

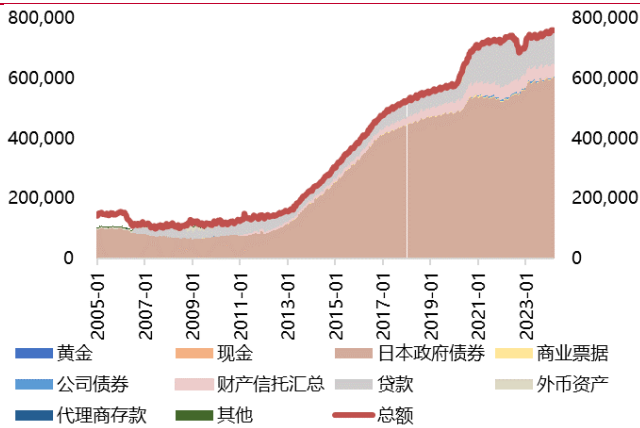
进入 2024 年,市场预期日本退出 YCC 并在后续加息的声音屡屡出现。三菱金融集团 Hiroyuki Seki 在采访中表示日本或将在 3 月结束负利率,并在 10 月之前再度加息。<sup>1</sup>此外,隔夜掉期指数显示,3 月加息的可能性超过 50%。我们认为日本当前具备退出 YCC 政策的短期催化,掣肘日本结束负利率的因素也已缓解,而继续延续负利率政策将面临结构问题。整体而言,日本央行可能选择在 3 月退出 YCC 政策。

### 1.2.1 结构问题: 央行所持国债占比过高

QQE 与 YCC 政策并非“万能良药”,长期宽松的货币政策导致日本国内出现结构问题。当前日本面临的核心问题是财政赤字货币化。QQE 与 YCC 政策无限量发行国债,在国债需求不足的时候日本央行扮演了国债的主要买方,导致日本央行资产负债表快速扩张,由 2013 年的 160 万亿日元上升至当前的 760 万亿日元左右。同美国对比来看,2013 年以前美联储持有国债占比高于日本央行,但在此后随着日本央行大量直接购买国债,央行持有国债比重快速提高,日美央行所持国债占比的轧差超过 30%,政策干预下国债价格失真,面临市场有效性弱化、货币宽松的政策成本增加等问题。此外,超常规的货币政策亦对于汇率产生较大影响,在 2021 年后全球主要经济体先后进入加息周期,日本持续维持负利率政策导致日元汇率贬值压力过大,日元兑美元汇率、日元实际有效汇率分别贬值约 30%和 25%。

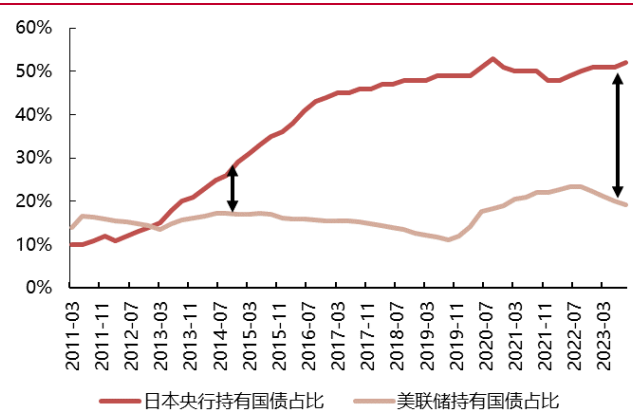
<sup>1</sup> <https://wallstreetcn.com/articles/3709755>

图表4：日本自 2013 年后央行快速扩表（十亿日元）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：日本央行持有国债占比远高于美国水平

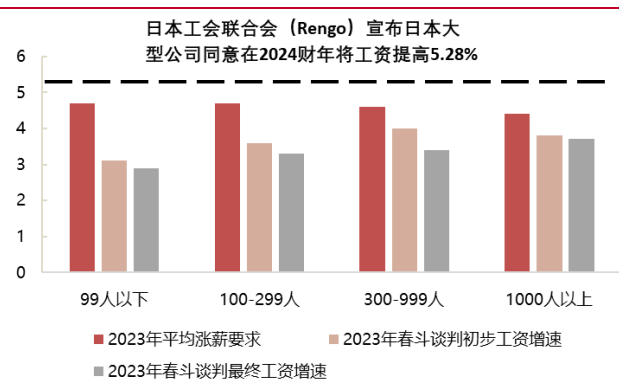


资料来源：Wind，iFinD，国联证券研究所

### 1.2.2 短期催化：“春斗”薪资涨幅超预期

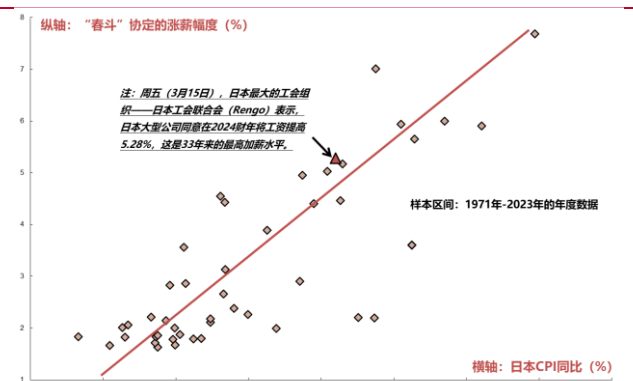
日本“春斗”薪资涨幅超预期可能成为重要催化因素。“春斗”指日本每年春季举行全国性劳资谈判，主要工会组织将与企业进行协商，为劳动者争取涨薪和其他福利条件，包括丰田、日立和松下等日企巨头均会参加，时间段大致位于3月附近。随着参与“春斗”的企业及公会成员不断增加，且大企业工资谈判结果对于中小企业具有指引意义，“春斗”往往作为日本薪资涨幅的前瞻预测。2024年春斗初步结果于3月15日公布，日本最大工会联合会 Rengo 宣布成员工会平均工资涨幅为 5.28%，为 1991 年以来的最大涨幅，超出去年加薪幅度 3.8%。从统计情况来看，日本“春斗”协定的涨薪幅度，同 CPI 呈现正相关关系。此次“春斗”增幅超预期，或对通胀长期位于 2% 上方的目标提供重要支撑，或对于日本退出 YCC 政策形成主要催化。

图表6：2024 年“春斗”初步情况高于往年增速



资料来源：华尔街见闻，财联社，Wind，国联证券研究所

图表7：春斗协定的涨薪幅度同日本 CPI 呈正向相关



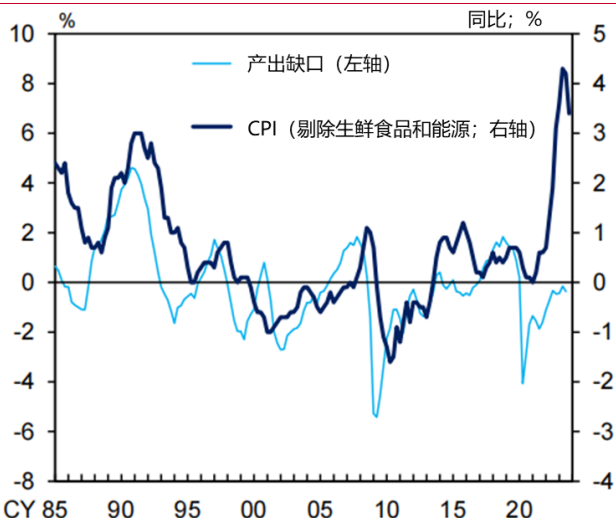
资料来源：华尔街见闻，财联社，Wind，国联证券研究所

### 1.2.3 长期趋势：薪资-通胀螺旋上升逐步走出通缩

日本国内经济基本面回暖，有望在脱离宽松政策帮助下实现经济与通胀的良性增长。从 2024 年 1 月的日本央行经济展望报告来看，经济方面，日本当下产出缺口接近转正，或预示着国内需求持续回暖，供需水平接近均衡状态。同时，受益于 AI

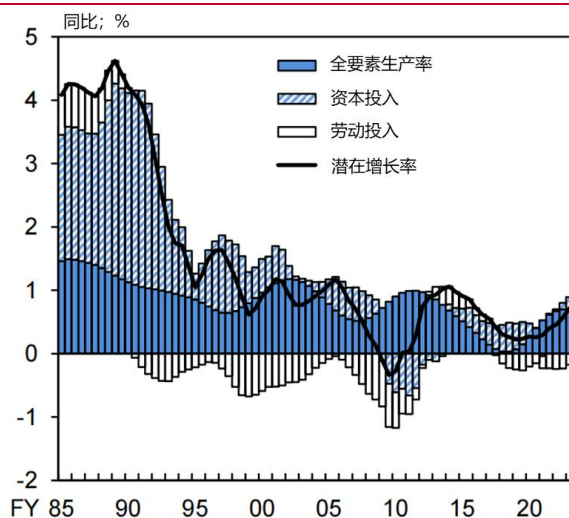
等数字化赋能，日本全要素生产率不断提高，带动日本潜在 GDP 增长持续上行。通胀方面，在全球通胀与宽松的货币政策共促下，日本 CPI 水平已经连续 2 年左右处于 2% 的目标水平以上，即使在剔除能源与食品的核心 CPI 也持续处于高位。同时，日本的通胀预期数据 display 尽管未来可能低于 2%，但多数主体预测结果在近年来持续提升。

图表8：日本产出缺口接近转正



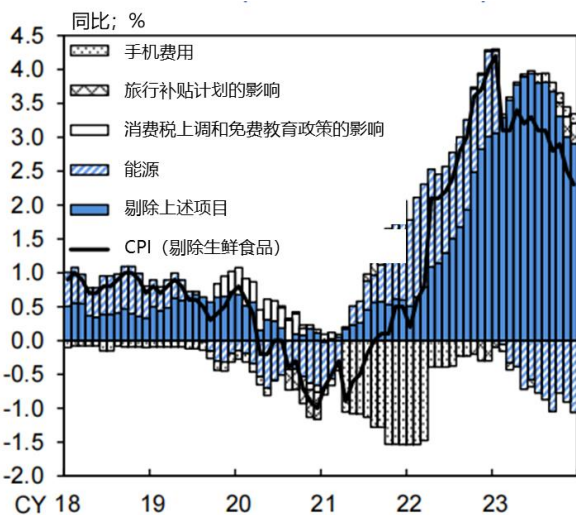
资料来源：日本央行 1 月经济展望，日本内务和通信部，国联证券研究所

图表9：日本潜在 GDP 增速提高



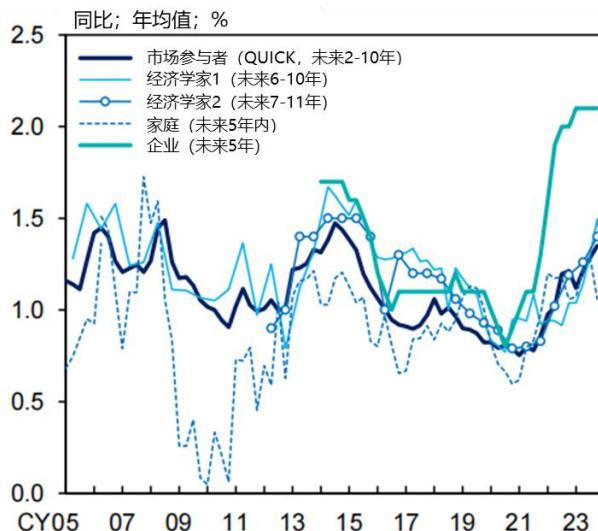
资料来源：日本央行 1 月经济展望，国联证券研究所

图表10：日本通胀水平持续高于 2% 目标



资料来源：日本央行 1 月经济展望，日本内务和通信部，国联证券研究所  
注：1. 能源的数据包括石油产品、电力、天然气、制造和管道的数据。

图表11：日本通胀预期水平提高



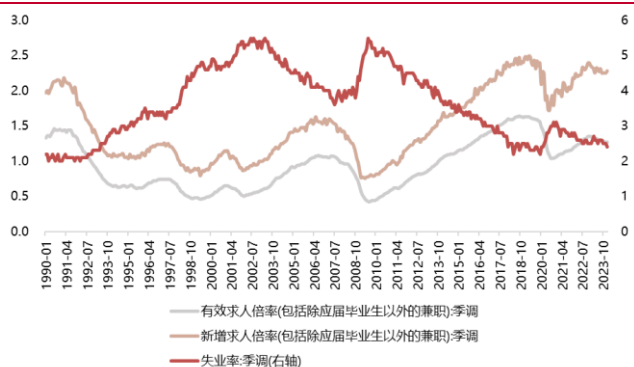
资料来源：日本央行 1 月经济展望，QUICK 月度市场调查，ESP Forecast, Consensus Forecasts, 国联证券研究所

注：注释：1. “经济学家 1”显示了经济学家在 Consensus Forecasts 中的预测。“经济学家 2”显示了 ESP Forecast 中的预测。2. 家庭的数字来自于关于一般公众的观点和行为的意见调查，使用改进的卡尔森-帕金方法，对一个 5 个选择的问题进行估计。

此外，从就业与薪资来看，日本劳动力市场或逐渐趋于平衡。一方面，有效求人倍率统计各岗位有效需求人数与有效求职人数之比，这一指标大于 1 或反映日本劳动力市场需求火热，而失业率的持续走低也反映出日本劳动力就业较为充分。另一方

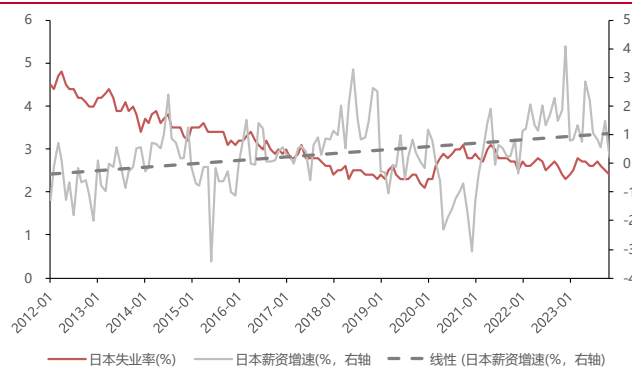
面，日本薪资增速在疫情后持续上行，薪资增速中枢出现抬升。在长期宽货币的刺激下，日本就业市场向好或表明当下已逐渐出现薪资→通胀良性循环。

图表12：日本求人倍率与失业率情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表13：日本失业率与薪资增速情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

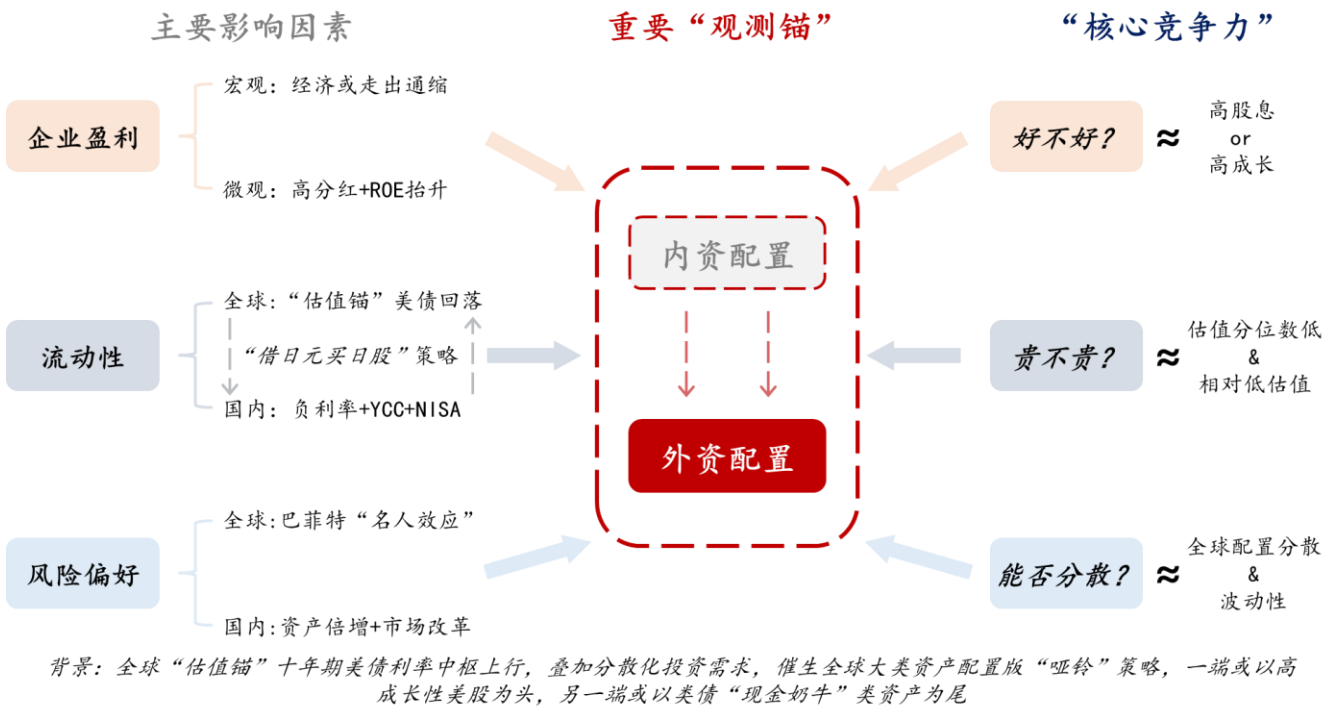
### 1.3 日本结束 YCC 政策对各类资产有何影响？

整体来看，日本 3 月议息会议的决策或将对多数大类资产产生影响，但幅度可能相对有限。全球流动性来看，过去在日元“负利率”时期，并未大幅推动日本通胀回升，大量资金流向海外兑换成美元。而在日本退出 YCC 政策并加息之后，日元融资成本有所提升，日元回流或成为趋势，全球市场流动性可能边际收紧，但影响幅度可能不大。对美元汇率影响来看，日本退出超宽松周期后，日元回流或成为趋势，日元可能面临升值。债市来看，日本债券利率提升或成为趋势，但提升幅度和节奏可能偏慢。美债短期亦有上行压力，或由于日本投资者进行的日元低息融资套系交易所致。

对于权益类资产，我们认为日本股市的配置性价比边际减弱，资金或转移至低估值地区。日本权益类资产来看，当前已处于历史高位，以往以全球哑铃型策略吸引投资者的两大优势（低政策利率、高股息率）逐渐消除，其自身成长性又较难对标美国，中短期内可能相对承压。非日本权益类资产来看，全球流动性边际收缩下可能对于多数地区高估值风险资产造成“泡沫挤出”，但影响效果可能是渐进并可控的。结合此前 Global Vision 系列中《日本股市当前是否过热？》总结的日本股市核心竞争力，当下我们仍认为日本股市性价比来源于高分红、低估值、低持仓三大优势，在日本负政策利率背景下，形成的“借日元买日股”的全球哑铃型资产配置策略。当前负利率这一条件面临转变，日本股市估值高位，可能降低其配置性价比，资金可能逐步向港股、A 股等估值性价比更具有优势的地区转移。



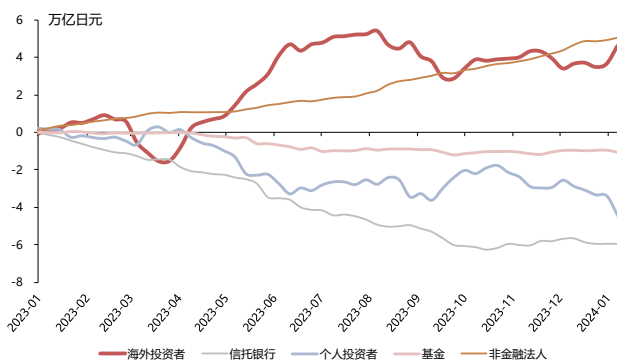
图表14：日本股市“观测锚”与“核心竞争力”思考框架



资料来源：国联证券研究所整理

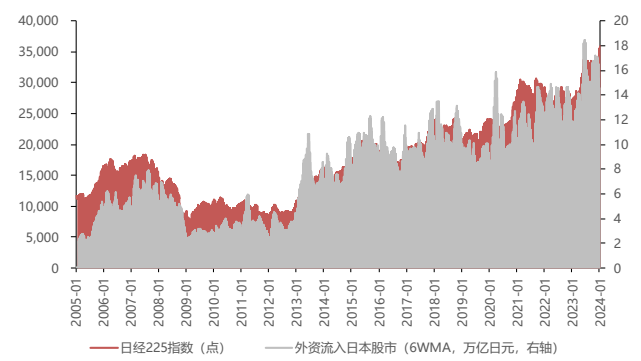
具体来看，推动日本上涨的因素或将边际放缓，日元升值背景下全球主动型基金投资者或将减配日本权益市场。2023年初至今，外资或成为推动日本股市上涨的主要原因，日经225在2013年后走势同外资流入额相关性较高。但当前这一驱动因素或将出现放缓。从历史来看，日元汇率与全球主动基金对日本的配置比例呈负相关，在日本退出负利率政策背景下，日元汇率或将迎来升值，全球主动基金对日本的配置比例或将出现回落。此外，汇率同日经225的走势也呈现较强的相关性，日元升值下日本股市或将承压。

图表15：2023年初至今外资持续净流入



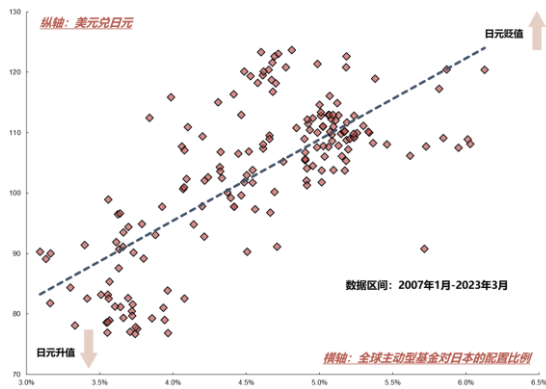
资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

图表16：日经225长期走势同外资流入额相关性较高



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表17: 日元汇率与全球主动型基金对日本的配置比例呈负相关关系



资料来源: EPFR, 国联证券研究所

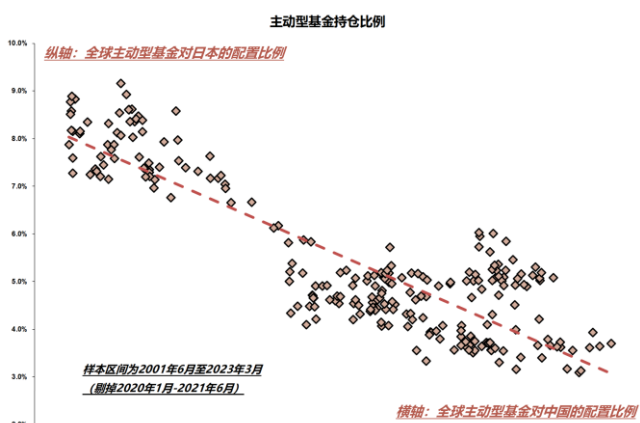
图表18: 日元汇率同东京日经225指数呈负相关关系



资料来源: Wind, 国联证券研究所

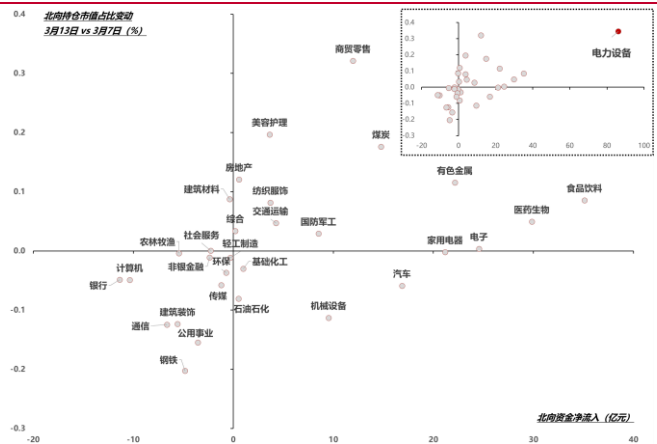
对于亚洲其余地区权益市场而言, A股有望重受外资青睐。从历史经验来看, 过去20多年中, 外资在对于中日配置比例上呈现“跷跷板效应”, 即当全球主动型基金对日本配置比例降低时, 对中国的配置比例增加, 结合上述中日元升值下外资对日本减配的现象, 后续外资可能将流出日本、增配中国。从北向资金来看, 在2月中旬市场触底反弹中, 外资持续回流, 近期外资重点配置行业为电力设备, 或受到大摩上调宁德时代评级催化。除此以外, 食品饮料、医药生物、电子等传统外资青睐行业在近期也被大幅配置。后续日本退出YCC、外资回流中国后, 或可关注上述行业。

图表19: 全球主动型基金对中国与日本的配置比例呈负相关关系



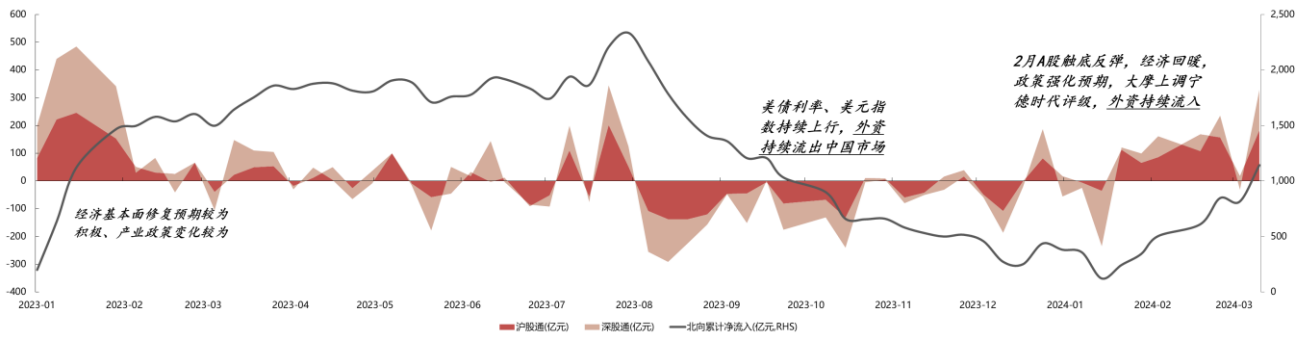
资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

图表20: 近期北向资金主要加仓电力设备、食品饮料、医药生物等行业



资料来源: Wind, 国联证券研究所

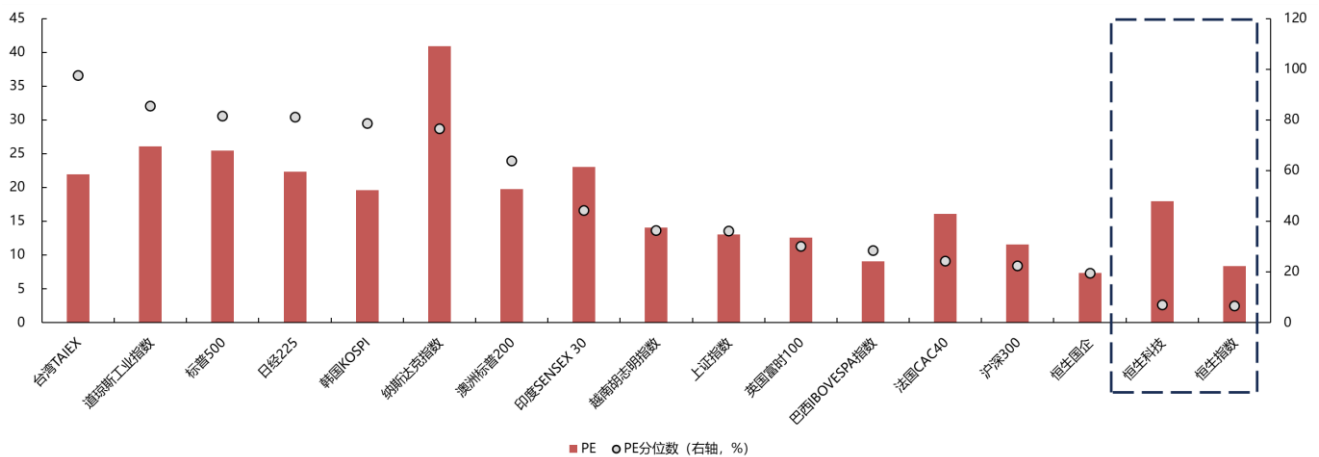
图表21：2月中旬以来北向资金持续净流入



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

此外，港股估值处于历史低位，在全球大类资产配置视角下，港股或具备一定吸引力。从定位来看，中央对香港市场重视程度高，两会期间证监会主席吴清会见香港证监会主席雷添良，双方一致认为，巩固和提升香港国际金融中心地位具有重要意义，共同促进两地市场优势互补、协同发展。<sup>2</sup> 从自身资产价值来看，港股价值类股票具备高股息优势，科技类具备高成长性，两类主要风格资产当前估值均处于历史低位，配置性价比凸显。从全球资金配置来看，港股外资配置比重较高，短期内有望接替日股，成为哑铃策略中“红利资产”一端，而中长期在美联储降息后资金可能再度流入。

图表22：港股主要指数估值分位数接近历史低位



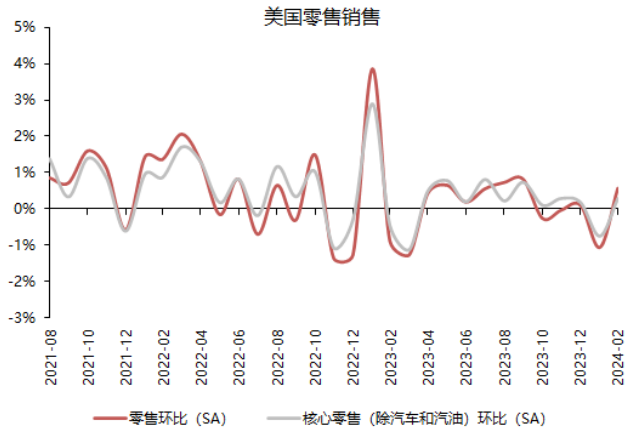
资料来源：Wind，国联证券研究所  
注：数据截至2024年3月15日

## 2. 全球数据观察

### 2.1 全球宏观经济数据一览

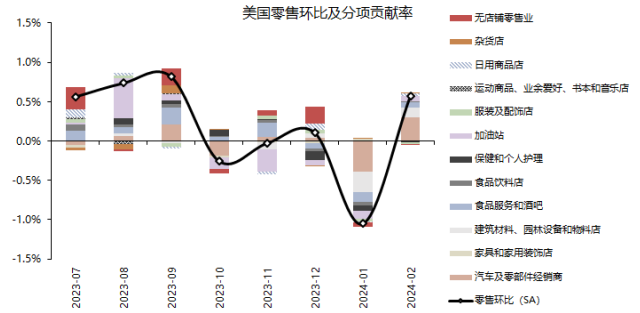
<sup>2</sup> <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c106311/c7467528/content.shtml>

图表23: 美国 2024 年 2 月零售销售环比上升 0.58%



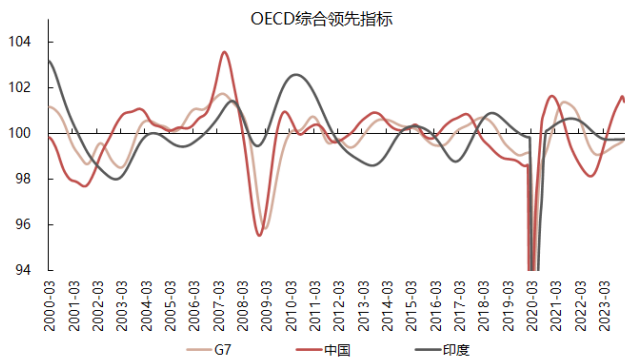
资料来源: Wind, 国联证券研究所  
注: 数据截至 2024 年 2 月

图表24: 汽车及零部件经销商为美国 24 年 2 月零售销售环比增速的主要贡献



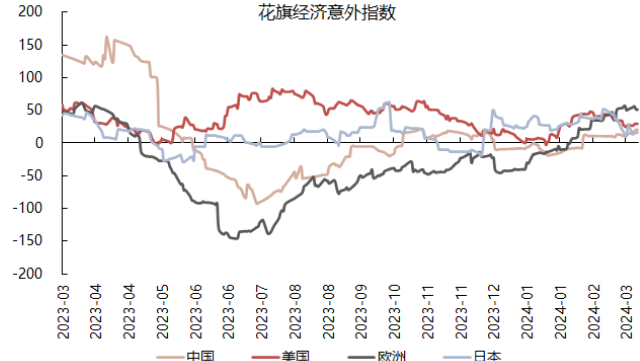
资料来源: Wind, 国联证券研究所  
注: 数据截至 2024 年 2 月

图表25: G7、中国、印度 OECD 综合领先经济指标分别录得 99.77、101.67、99.75



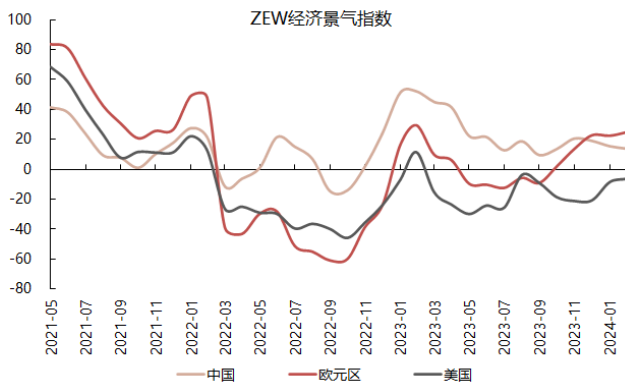
资料来源: Wind, 国联证券研究所  
注: 数据截至 2024 年 2 月

图表26: 中国、美国、欧洲、日本花旗经济意外指数较前一周上升



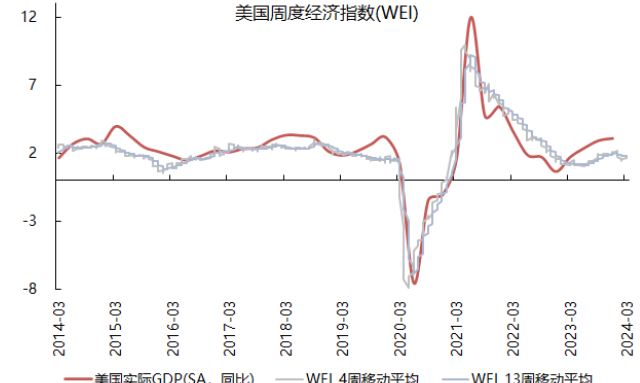
资料来源: Wind, 国联证券研究所  
注: 数据截至 2024 年 3 月 14 日

图表27: 美国、欧元区 ZEW 经济景气指数上升, 中国 ZEW 经济景气指数下降



资料来源: Wind, 国联证券研究所  
注: 数据截至 2024 年 2 月

图表28: 美国周度经济指数 (WEI)、WEI\_4WMA、WEI\_13WMA 上升



资料来源: Wind, 国联证券研究所  
注: 数据截至 2024 年 3 月 9 日

图表29：美国通胀预期较前一周上升



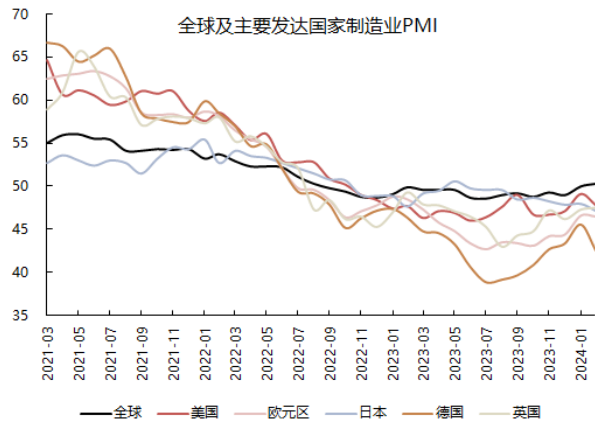
资料来源：Wind，国联证券研究所  
注：数据截至2024年3月15日

图表30：联邦利率期货显示2024年3月基准利率维持不变的概率为98.0%，年内降息3次

会议日期	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20					0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	<b>98.0%</b>
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.4%	<b>93.6%</b>
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.6%	<b>55.2%</b>	41.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	27.1%	<b>48.8%</b>	22.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	1.2%	19.4%	<b>42.3%</b>	30.4%	6.7%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	10.1%	30.7%	<b>36.4%</b>	18.8%	3.4%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.4%	6.7%	23.3%	<b>34.3%</b>	25.1%	9.0%	1.2%
2025/1/29	0.0%	0.2%	3.6%	15.1%	28.9%	<b>29.7%</b>	16.9%	5.0%	0.6%
2025/3/19	0.1%	2.0%	9.6%	22.4%	<b>29.3%</b>	23.0%	10.7%	2.7%	0.3%

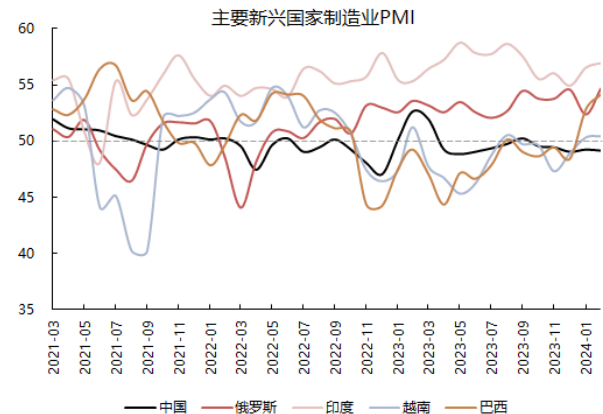
资料来源：CME，国联证券研究所  
注：数据截至2024年3月17日，黑框内为2月2日CME预测数据

图表31：全球制造业PMI回升至荣枯线上方，主要发达国家制造业PMI仍在荣枯线下方



资料来源：Wind，国联证券研究所  
注：数据截至2024年2月

图表32：主要新兴国家制造业PMI中，俄罗斯、印度、越南、巴西位于荣枯线上方，中国位于荣枯线下方



资料来源：Wind，国联证券研究所  
注：数据截至2024年2月

图表33：美国金融条件指数较前一周上升



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所  
注：数据截至2024年3月15日

图表34：欧元区、日本金融条件指数较前一周上升



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所  
注：数据截至2024年3月15日

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/378040054106006047>