

2025年1月13日

强劲就业表明通胀威胁已全面取代衰退

民银证券研究团队
应习文
电 话: +852 3728 8180
Email: xiwenying@cmbcint.com

相关报告:

- 海外宏观周报 (1/6) 跨年周全球市场并不平静
- 海外宏观周报 (12/23) 暗潮涌动的超级央行周
- 海外宏观周报 (12/16) 美国最新通胀点评与超级央行周前瞻
- 海外宏观周报 (12/9) : 就业数据反复, 美联储接近降息
- 海外宏观周报 (12/2) : 特朗普未上台但贸易战已箭在弦上

主要大类资产走势:

	2025-01-10	周变动
美国国债收益率10Y	4.77	17.0 bp
美国国债收益率2Y	4.40	12.0 bp
日本国债收益率10Y	1.18	7.5 bp
日本国债收益率2Y	0.64	4.1 bp
德国国债收益率10Y	2.58	20.0 bp
德国国债收益率2Y	2.25	13.0 bp
标普500指数	5827.04	-1.94 %
纳斯达克指数	19161.63	-2.34 %
道琼斯工业指数	41938.45	-1.86 %
日经225指数	39190.40	-1.77 %
伦敦富时100指数	8248.49	0.30 %
巴黎CAC40指数	7431.04	2.04 %
德国DAX指数	20214.79	1.55 %
伦敦现货黄金	2687.45	1.54 %
英国布伦特原油现货	80.52	4.84 %
美元指数	109.6567	0.68 %
欧元兑美元	1.0242	-67 pips
英镑兑美元	1.2208	-218 pips
美元兑日元	157.7105	4000 pips
美元兑人民币	7.3326	233 pips

【一周焦点】

美国就业市场全方位改善, 强劲程度超市场预期, 但也给特朗普第二任期带来了更多通胀隐患。2024年11月美国职位空缺数上升至809.8万个, 职位空缺率升至4.8%的6个月高点, 劳动力缺口升至97.7万人, 也是近6个月新高, 劳动力市场有重回紧张的趋势。12月非农就业人数增加25.6万人, 远超预期, 6个月移动平均的长期趋势止跌向好。各口径失业率重新下降, 全面改善, 结构更优。薪资增速小幅下行, 但并没有降低市场对于通胀的忧虑。非农数据过后, 市场预计美联储全年将仅降息一次, 不再降息的预期也同步升高。

【交易模式】

最近5个交易日: 繁荣、通胀、不确定、不确定、通胀

【关键数据】

美国: 12月非农就业超预期, 失业率与薪资增幅下降; 11月职位空缺率与劳动力缺口回升, 建造支出放缓, 制造业订单明显回落, 批发商销售回暖, 贸易逆差扩大; 1月密歇根大学通胀预期反弹。
欧洲: PPI与CPI均出现反弹, 零售销售同比回落, 失业率持平, 信心指数多数下滑, 服务业PMI多数上修。
日本: 家庭消费同比回升, 价格指数明显升高, 服务业PMI下修, 景气动向指数回落。

【重要事件】

美国: 美联储官员鹰派表态, 特朗普政策扰动全球。
欧洲: 德国大选临近, 右翼大获支持。
日本: 日央行加息预期升高。
其他地区: 加拿大总理拟辞职, 韩再次发布总统逮捕令。

【本周关注】

美国CPI, 日本央行发布会

目 录

【一周焦点】	1
强劲就业表明通胀威胁已全面取代衰退	1
【交易模式】	3
全球通胀交易重现	3
【关键数据】	4
美国：非农数据超预期，失业率整体下行	4
欧洲：CPI 与 PPI 均出现反弹	7
日本：家庭消费同比回升，价格指数明显升高	8
【重要事件】	10
美国：美联储官员鹰派表态，特朗普政策扰动全球	10
欧洲：德国大选临近，右翼大获支持	11
日本：日央行加息预期升高	12
其他地区：加拿大总理拟辞职，韩再次发布总统逮捕令	12
【本周关注】	14
本周关注：美国 CPI，日本央行发布会	14

【一周焦点】

强劲就业表明通胀威胁已全面取代衰退

美国 2024 年最后一期就业数据公布，也是拜登时代的最后一期就业数据。数据表明美国就业市场全方位改善，强劲程度超市场预期，但也给特朗普第二任期带来了更多通胀隐患。

劳动力市场紧张程度的放松出现停止迹象。周内稍早公布的 JOLTS 数据显示，2024 年 11 月美国职位空缺数上升至 809.8 万个，在 6 个月后重返 800 万上方，10 月职位空缺数也小幅上调。职位空缺率升至 4.8% 的 6 个月高点，贝弗里奇曲线反映的职位空缺率下行和失业率上行的路径基本停滞甚至逆转。从结构看，制造业职位空缺数量在减少，但服务业职位空缺数大幅增加，包括金融业、房地产业、专业和商业服务、教育、医疗保健等行业，反映服务业景气度回升，且仍在贡献大量就业。从供需来看，11 月美国劳动力缺口升至 97.7 万人，也是近 6 个月新高，劳动力市场有重回紧张的趋势。

12 月新增非农就业超市场预期，长期趋势已止跌回稳。美国劳工统计局报告显示，美国 2024 年 12 月非农就业人数增加 25.6 万人，远超预期的 16 万人，此前两个月合计下修 0.8 万人。新增非农就业 6 个月移动平均回升至 16.5 万人，较前值上升 2.3 万人，结束了连续 7 个月的下行态势，长期趋势止跌向好。从结构看，与职位空缺数特征吻合，制造业对非农贡献为负，服务业贡献超 90%，剩余为政府部门贡献。零售、运输、金融业、信息业、教育、保健、休闲酒店业贡献的就业均表现强劲。

各口径失业率重新下降。CES 调查数据显示，12 月美国 U3 失业率下行至 4.09%，较 11 月 4.23% 下降 1.4pp，优异表现通常超市场预期。失业人数为 688.4 万人，环比减少 23.6 万，其中永久失业和完成临时工作分别减少 16.4 和 5.4 万人，而暂时性失业增加 7.5 万人，U2 口径失业减少 14.3 万，U2 失业率由 1.7% 下行至 1.6%。其他口径中，U4、U5 失业率下降 0.1pp，U6 失业率下降 0.2pp。整体看失业数据全面改善，结构更优。

就业数据数据的一致性增强。近期美国制造业 PMI 表现低迷，但服务业 PMI 表现强劲，与就业数据表现一致。尽管市场有关于非农数据质量和水分的争议，但结合近期 CPS、CES、JOLTS、PMI 数据看并没有明显矛盾之处。

薪资增速小幅下行，但并没有降低市场对于通胀的忧虑。12 月美国季调后平均时薪为 35.69 美元/小时，环比升 0.28%（前值 0.37%），同比升 3.93%（前值升 3.97%），同比环比均小幅回落。商品生产和服务业生产时薪分别同比升 4.21% 和 3.89%，涨幅也各自回落。不过市场并没有减轻对于未来通胀的担忧。非农数据发布后，美国股市下行，美国国债债券收益率大涨，美元、黄金和原油齐涨，全球笼罩在美联储放缓加息以应对通胀再次升高的忧虑中。从原因看，一是薪资下行幅度不显著（同比环比均小于 1pp）；二是薪资存在易上难下的黏性，如果劳动力市场紧张程度不改善，薪资增速迟早会重新上行；三是通胀预期的自实现效应，同日公布的美国密歇根大学调查表明，美国未来一年和五年通胀预期齐升至 3.3%，前值分别为 2.8% 和 3.0%。

美国经济的通胀担忧已完全取代表退。与去年 9 月还在谈论美国经济是否存在“硬着陆”可能相比，当前市场已基本放弃经济着陆的想法，转而对特朗普上台后的再通胀定价。非农数据过后，市场预计美联储 2025 年的降息步伐延后至下半年，且全年将仅降息一次，不再降息的预期也同步升高。

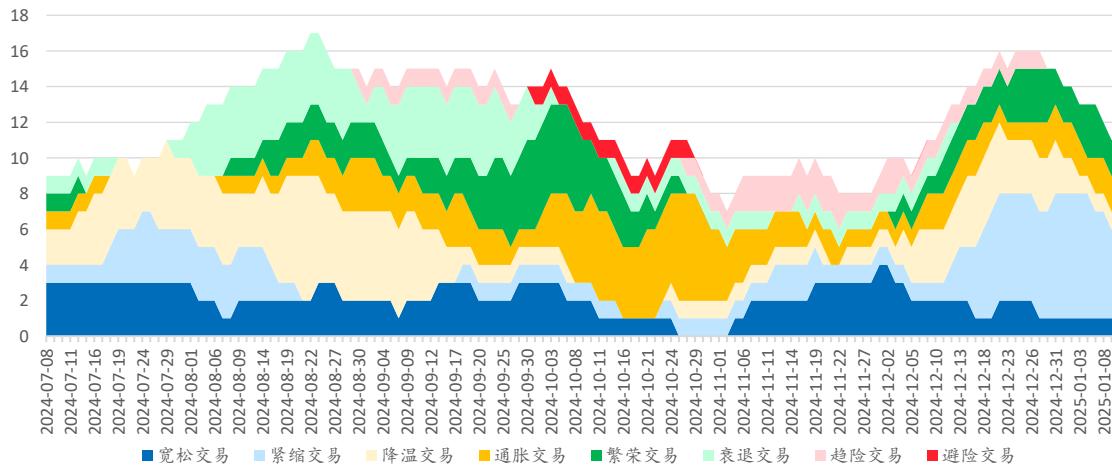
【交易模式】

全球通胀交易重现

表 1：近两周各交易日交易模式

12月30日	12月31日	1月1日	1月2日	1月3日
不确定	紧缩交易	休市	不确定	不确定
1月6日	1月7日	1月8日	1月9日	1月10日
繁荣交易	通胀交易	不确定	不确定	通胀交易

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）



资料来源：民银证券测算

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		

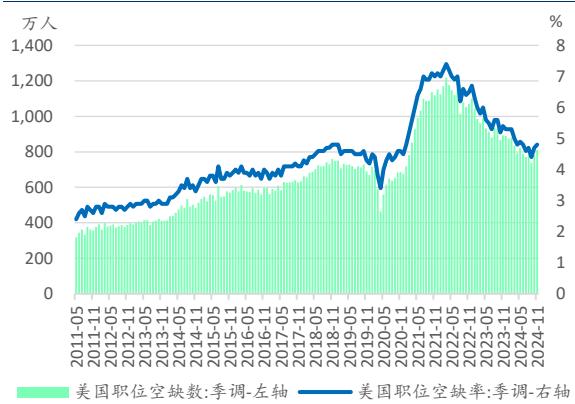
具体规则详见研报：《全球市场的交易模式：框架构建》（民银证券，2024 年 9 月 4 日）

【关键数据】

美国：非农数据超预期，失业率整体下行

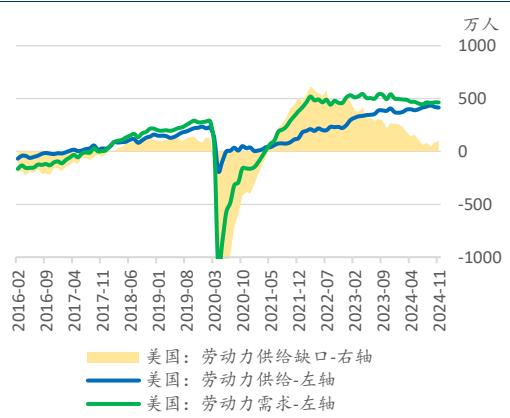
2024年11月职位空缺率与劳动力缺口回升。11月季调后非农职位空缺数为809.8万人（预期774万人，前值由774.4万人上修至783.9万人），职位空缺率为4.8%（预期4.7%，前值4.7%）。经测算，11月美国劳动力市场缺口为97.7万人（前值由76.1万人上修至86.7万人）。

图2：美国职位空缺人数与空缺率



数据来源：美国劳工部，Wind

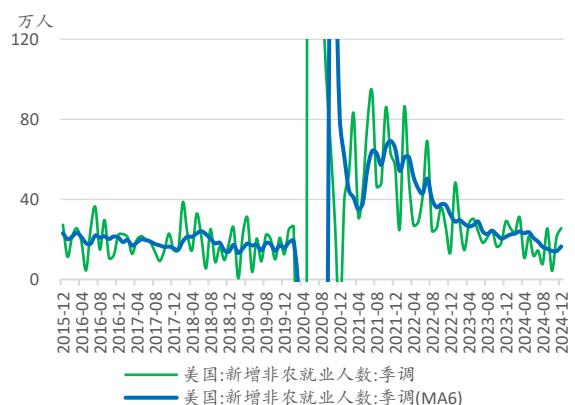
图3：美国劳动力市场供需情况



数据来源：美国劳工部，Wind

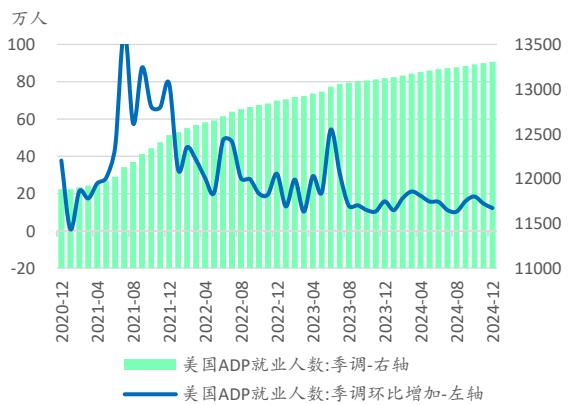
2024年12月非农数据反弹好于预期。12月美国新增非农就业22.7万人（预期16万人），11月由22.7万人下修至21.2万人，10月由3.6万人上修至4.3万人，新增非农就业6个月移动平均16.5万人（前值14.2万人）。11月ADP就业新增12.2万人（预期15万人，前值持平于14.6万人）。

图4：美国新增非农就业



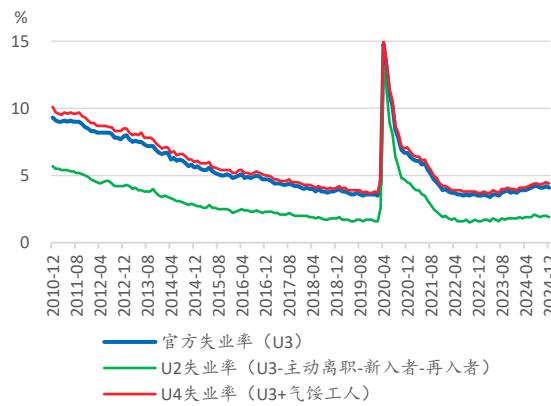
数据来源：美国劳工部，Wind

图5：美国ADP就业人数与每月新增人数

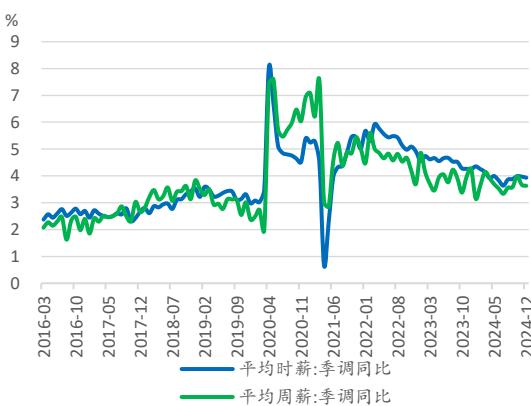


数据来源：ADP研究所，Wind

失业率小幅下降。12月美国季调后U3口径失业人口为688.4万人，较上月减少23.6万人；U2口径失业人口（丢失工作者）减少14.3万人，其中暂时性失业增加7.5万人，永久性失业减少16.4万人，完成临时工作减少5.4万人。主动退出、再入职场、新入职场者减少9.3万人。U3失业率4.09%（前值4.23%）。劳动参与率62.5%（前值62.5%），就业率60.0%（前值59.8%）。

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

2024年12月平均时薪小幅回落。12月美国私人非农企业季调后平均时薪同比+3.9%（前值+4.0%），平均周薪季调同比+3.6%（前值+3.7%）。

其他月度数据：非制造业PMI上升，建造支出放缓，制造业订单明显回落，批发商销售回暖，贸易逆差扩大，密歇根大学消费者信心回升，通胀预期明显上升。2024年12月美国ISM非制造业PMI为54.1（前值52.1）；标普全球服务业PMI终值下修至56.8（初值58.5），综合PMI终值下修至55.4（初值56.6）。11月建造支出环比0.0%（前值+0.5%），同比+3.0%（前值+3.9%）。全部制造业订单季调环比-1.2%（前值+0.7%），同比-1.9%（前值+2.1%），耐用品新订单季调环比下修至-1.2%（前值+0.7%），剔除国防与运输的新订单季调环比分别下修至-0.4%和-0.2%。批发商销售季调环比+0.4%（前值-0.1%），耐用品与非耐用品分别季调环比+1.5%、-0.3%。商品出口季调同比+6.6%（前值+2.1%），进口同比+9.4%（前值+4.6%），贸易逆差781.9亿（前值736.2亿）。2025年1月密歇根大学消费者信心指数73.2（前值74.0），1年通胀预期3.3%（前值2.8%）。

周度数据：亚特兰大联储2025年1月9日更新的GDPNow预测数据显示，2024年四季度美国GDP预计季调年化环比增长2.7%（上周2.4%）。1月4日当周纽约联储周度经济指数（WEI）为2.01%（前值由2.31%上修至2.70%），

当周红皮书商业零售同比+6.8%（前值+7.1%），当周初领失业金 20.1 万人（前值维持 21.1 万），前周续领失业金 186.7 万人（前值下修至 183.4 万人）。1 月 8 日美联储资产负债表较上周-334.72 亿美元（前值-33.69 亿），联储银行准备金周较上周+4400.76 亿美元（前值-3261.17 亿），逆回购协议-3168.75 亿美元（前值+3220.68 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							
大类	月份		2024年						2025年	短期趋势
			7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	
消费	批发商销售-季调环比		1.2	0.2	0.5	-0.1	0.4			↗
	批发商销售-耐用品-季调环比		0.9	1.2	0.6	0.2	1.5			↗
	批发商销售-非耐用品-季调环比		1.4	-0.7	0.4	-0.7	-0.3			↗
建设与房地产	建造支出-季调环比		0.0	0.9	-0.9	0.5	0.0			↘
	建造支出-住宅-季调环比		-0.3	1.5	-3.3	1.4	0.1			↘
	建造支出-非住宅-季调环比		0.1	0.4	0.9	-0.3	-0.1			↗
进出口	出口金额-季调同比		5.2	5.5	3.2	2.1	6.6			↗
	进口金额-季调同比		8.7	7.9	9.3	4.6	9.4			↗
	贸易差额-季调-亿美元		-791.7	-706.2	-838.0	-736.2	-781.9			↘
订单	耐用品新订单-季调环比		9.8	-0.9	-0.4	0.7	-1.2			↘
	耐用品新订单-季调同比		1.3	0.6	-1.7	3.2	-5.3			↘
	耐用品新订单（除国防）-季调环比		10.2	-1.3	-0.9	0.9	-0.4			↘
就业	耐用品新订单（除运输）-季调环比		-0.2	0.6	0.4	0.2	-0.2			↘
	全部制造业新订单-季调环比		4.9	-0.8	-0.2	0.5	-0.4			↘
	全部制造业新订单-季调同比		2.1	0.3	-1.4	2.1	-1.9			↘
PMI 指数	新增非农就业-万人		14.4	7.8	25.5	4.3	21.2	25.6		↗
	新增ADP就业-万人		11.1	10.3	15.9	18.4	14.6	12.2		↘
	劳动力供需缺口-万人		61.4	78.9	47.1	86.7	97.7			↗
经济前景指数	失业率 (U3) -季调		4.2	4.2	4.1	4.1	4.2	4.1		↘
	失业率 (U2) -季调		2.1	2.0	1.9	2.0	2.0	1.9		↘
	失业率 (U4) -季调		4.4	4.4	4.3	4.4	4.5	4.4		↘
周度数据	就业率		60.0	60.0	60.1	60.0	59.8	60.0		↗
	劳动参与率		62.7	62.7	62.7	62.5	62.5	62.5		→
	职位空缺率-季调		4.6	4.7	4.4	4.7	4.8			↗
	雇佣率-季调		3.4	3.4	3.5	3.4	3.3			↘
	离职率-季调		2.0	2.0	1.9	2.1	1.9			↘
	裁员率-季调		1.1	1.0	1.2	1.1	1.1			→
	时薪增速-季调同比		3.6	3.9	3.9	4.0	4.0	3.9		↘
	周薪增速-季调同比		3.3	3.6	3.6	4.0	3.7	3.6		↘
	周工作时长-小时		34.2	34.3	34.3	34.3	34.3	34.3		→
	周	29 Nov.	6 Dec.	13 Dec.	20 Dec.	27 Dec.	3 Jan.	10 Jan.		
	GDPNow-GDP季调环比折年增速预测		2.7	3.3	3.3	3.1	2.5	2.4	2.7	↗
	纽约联储周度经济指数		1.69	2.17	2.77	2.46	2.70	2.01		↘
	红皮书商业销售-同比		7.4	4.2	4.8	5.9	7.1	6.8		↘
	当周初次申请失业金人数-万人		22.4	24.2	22.0	21.9	21.1	20.1		↘
	持续领取失业金人数-万人		187.9	186.4	189.6	183.4	186.70			↗
	美联储资产负债表周变动-亿美元		-185.9	-93.10	16.58	-81.53	-33.69	-34.72	10.63	↗
	联储银行准备金周周变动-亿美元		-332.8	-178.90	576.56	-363.46	-189.83	-3261.17	4400.76	↗
	存款机构逆回购协议周变动-亿美元		-306.3	-219.50	587.21	-740.75	441.18	3220.68	-3168.75	↘

数据来源：Wind，民银证券汇总整理

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 与 PPI 均出现反弹

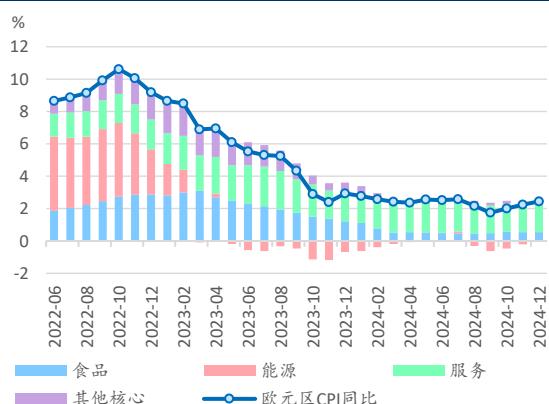
欧元区 204 年 12 月 CPI 反弹。欧元区 12 月 CPI 同比+2.4%（预期+2.4%，前值+2.2%），环比+0.4%（预期+0.4%，前值-0.3%）；核心 CPI 同比+2.7%（预期+2.7%，前值+2.7%）；环比+0.5%（预期+0.5%，前值-0.6%）。法国 CPI 同比+1.3%（前值+1.3%），核心 CPI 同比+2.1%（前值+2.2%），德国 CPI 同比+2.6%（前值+2.2%），核心 CPI 同比+3.3%（前值+3.1%）。

图 8：欧元区 CPI 与核心 CPI



数据来源：欧盟统计局，Wind

图 9：欧元区 20 国 CPI 同比分解



数据来源：欧盟统计局，Wind

其他数据：PPI 环比大涨同比降幅收窄，零售销售同比回落，失业率持平，信心指数多数下滑，服务业 PMI 多数上修；德国贸易顺差扩大，法国工业生产环比上升。2024 年 11 月欧元区 PPI 同比-1.2%（前值-3.3%），环比+1.6%（前值+0.4%）；欧元区零售销售季调环比+0.1%（前值-0.3%），同比+1.2%（前值+2.1%）；欧元区 20 国失业率为 6.3%（前值 6.3%），欧盟 27 国为 5.9%（前值 5.9%），法国失业率为 7.7%（前值 7.6%）。12 月欧元区工业信心指数-14.1（前值-11.4），营建信心指数-5.2（前值-4.9），零售信心指数-4.4（前值-4.3），服务业信心指数 5.9（前值 5.3），经济景气指数 93.7（前值 95.6）。12 月欧元区、法国、德国标普全球服务业 PMI 与综合 PMI 均上修。德国 11 月出口季调同比-3.5%（前值-2.8%），进口季调同比-2.9%（前值+1.7%），季调贸易顺差 197 亿欧元（前值 134 亿）。法国 11 月工业生产指数季调环比+0.2%（前值-0.3%）。

表 4：欧元区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	2024年							短期趋势
		6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
消费	欧元区零售销售指数-季调环比	-0.6	0.4	1.1	0.5	-0.3	0.1		↗
	欧元区零售销售指数-同比	-0.8	0.2	2.5	3.1	2.1	1.2		↘
	德国零售销售指数-同比	-2.8	3.8	3.6	1.6	6.0	3.4		↘
	法国零售销售指数-同比	0.1	-0.6	5.2	3.3	2.5	1.5		↘
	英国零售销售指数-同比	0.1	2.2	1.7	1.6	0.5	-0.5		↘
进出口	德国出口金额-季调同比	-4.5	-1.5	-0.1	-0.1	-2.8	-3.5		↘
	德国进口金额-季调同比	-6.0	0.0	-2.9	1.5	1.7	-2.9		↘
	德国商品贸易差额季调-亿欧元	199.0	170.0	214.0	168.0	134.0	197.0		↗
工业生产	法国工业产出指数-季调环比	0.8	0.2	1.0	-0.8	-0.3	0.2		↗
	法国工业产出指数-同比	-1.3	-1.1	0.0	-0.7	-0.9	-1.1		↘
通货膨胀	欧元区CPI-同比	2.5	2.6	2.2	1.7	2.0	2.2	2.4	↗
	欧元区CPI-季调环比	0.2	0.0	0.1	-0.1	0.3	-0.3	0.4	↗
	欧元区核心CPI-同比	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	→
	欧元区核心CPI-季调环比	0.4	-0.2	0.3	0.1	0.2	-0.6	0.5	↗
	德国CPI同比	2.2	2.3	1.9	1.6	2.0	2.2	2.6	↗
	德国核心CPI同比	3.3	3.3	3.0	3.0	3.3	3.1	3.3	↗
	法国CPI同比	2.2	2.3	1.8	1.1	1.2	1.3	1.3	→
	法国核心CPI同比	2.5	2.3	2.6	2.1	2.0	2.2	2.1	↘
	欧元区PPI同比	-3.4	-2.2	-2.3	-3.5	-3.3	-1.2		↗
就业	欧元区20国失业率	6.4	6.4	6.3	6.3	6.3	6.3		→
	欧盟27国失业率	6.0	6.0	5.9	5.9	5.9	5.9		→
	德国失业率	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4		
	法国失业率	7.5	7.5	7.5	7.5	7.6	7.7		↗
	英国失业率	4.2	4.1	4.0	4.3	4.3			
PMI	欧元区制造业PMI	45.8	45.8	45.8	45.0	46.0	45.2	45.1	
	欧元区服务业PMI	52.8	51.9	52.9	51.4	51.6	49.5	51.6	↗
	欧元区综合PMI	50.9	50.2	51.0	49.6	50.0	48.3	49.6	↗
	德国制造业PMI	43.5	43.2	42.4	40.6	43.0	43.0	42.5	
	德国服务业PMI	53.1	52.5	51.2	50.6	51.6	49.3	51.2	↗
	德国综合PMI	50.4	49.1	48.4	47.5	48.6	47.2	48.0	↗
	法国制造业PMI	45.3	44.0	43.9	44.6	44.5	43.1	41.9	
	法国服务业PMI	48.8	50.1	55.0	49.6	49.2	46.9	49.3	↗
	法国综合PMI	48.2	49.1	53.1	48.6	48.1	45.9	47.5	↗
	英国制造业PMI	50.9	52.1	52.5	51.5	49.9	48.0	47.0	
景气指数	英国服务业PMI	52.1	52.5	53.7	52.4	52.0	50.8	51.1	↗
	英国综合PMI	52.30	52.80	53.80	52.60	51.8	50.5	50.4	↘
	欧元区20国工业信心指数	-10.20	-10.50	-10.00	-11.00	-12.8	-11.4	-14.1	↘
	欧元区20国营建信心指数	-6.80	-6.30	-6.30	-5.50	-4.9	-4.9	-5.2	↘
	欧元区20国零售信心指数	-7.80	-9.00	-7.80	-8.20	-7.1	-4.3	-4.4	↘
	欧元区20国服务业信心指数	6.50	5.10	6.30	6.90	6.8	5.3	5.9	↗
	欧元区20国经济景气指数	96.00	95.90	96.40	96.30	95.7	95.8	93.7	↘

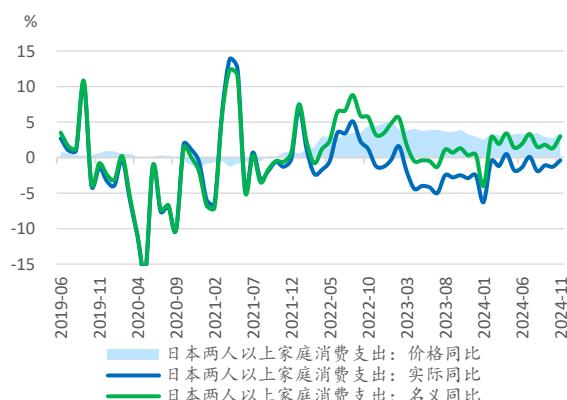
数据来源: Wind, 民银证券汇总整理

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

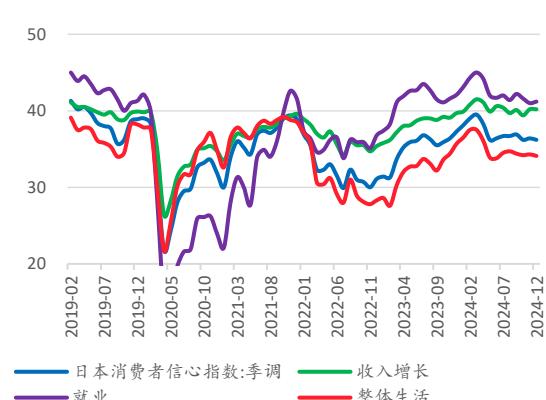
说明 2: 箭头方向表示较上期变化, 红色箭头表示升温 (经济回暖, 通胀上升, 失业下降), 绿色表示降温

日本：家庭消费同比上升，价格指数明显升高

家庭消费同比上升，价格指数明显升高。2024年11月日本两人以上家庭消费支出29.55万日元（前值30.58万日元），名义同比+3.0%（前值+1.3%），实际同比-0.4%（前值-1.3%），价格因素同比+3.4%（前值+2.6%）。12月消费者信心指数36.2（前值36.4），收入增长分项40.2（前值40.2），就业分项41.2（前值41.0），整体生活分项34.1（前值34.3）。

图 10：日本两人以上家庭消费支出


数据来源: 日本统计局, Wind

图 11：日本消费者信心指数


数据来源: 日本内阁府, Wind

其他数据: 服务业 PMI 下修, 景气动向指数回落。2024 年 12 月标普全球服务业 PMI 终值下修至 50.9 (前值 50.5), 综合 PMI 终值下修至 50.5 (前值 50.1).11 月景气动向指数先行指标 107.0 (前值 109.1), 同步指标 115.3 (前值 116.8)。

表 5：日本最近一周宏观数据更新汇总

大类	月份	日本宏观数据汇总								短期趋势
		6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	短期趋势	
消费	多人家庭消费支出-名义同比	1.9	3.3	1.5	1.8	1.3	3.0		↗	
	多人家庭消费支出-实际同比	-1.4	0.1	-1.9	-1.1	-1.3	-0.4		↗	
	多人家庭消费支出-价格平减指数	3.3	3.2	3.5	2.9	2.6	3.4		↗	
	商业销售额-环比	1.5	4.6	-3.5	-2.2	2.3	2.9			
	商业销售额-同比	3.8	2.7	3.1	0.7	1.3	2.8			
	消费者信心指数	36.4	36.7	36.7	36.9	36.2	36.4	36.2	↘	
PMI	制造业PMI	50.0	49.1	49.8	49.7	49.2	49.0	49.6		
	服务业PMI	49.4	53.7	53.7	53.1	49.7	50.5	50.9	↗	
	综合PMI	49.7	52.5	52.9	52.0	49.6	50.1	50.5	↗	
景气指数	景气动向指数: 先行指标	109.1	109.1	107.0	108.9	109.1	107.0		↘	
	景气动向指数: 同步指标	113.8	116.4	113.3	114.0	116.8	115.3		↘	
	经济观察家前景指数	49.2	48.6	49.2	49.2	48.0	48.4			
	经济观察家现状指数	47.30	48.30	48.30	47.60	46.6	48.2			

数据来源: Wind, 民银证券汇总整理

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

【重要事件】

美国：美联储官员鹰派表态，特朗普政策扰动全球

美联储官员对 2025 年货币政策路径多数表态鹰派。美联储理事库克 (L. D. Cook) 表示，鉴于劳动力市场稳健且近期通胀数据的波动，决策者在进一步降息时可以采取更加谨慎的态度；美国经济在 2025 年初“状况良好”。美联储理事鲍曼 (M. W. Bowman) 表示，倾向于保持谨慎态度；支持将去年 12 月份的降息视为政策重新调整的“最后一步”；通胀水平仍然较高，存在上行风险，经济复苏进展停滞。里奇蒙德联储主席巴尔金 (T. Barkin) 表示，美联储高度致力于实现 2% 的通胀目标；如果价格压力加大，就必须在利率上采取更强硬的措施。FOMC 票委，堪萨斯联储主席施密德 (J. R. Schmid) 表示，利率政策可能“接近”长期所需水平；任何进一步的降息应当逐步进行，并且需依据数据；希望进一步缩减资产负债表；美联储“相当接近”实现其两个使命。FOMC 票委，波士顿联储主席柯林斯 (S. M. Collins) 表示，鉴于就业数据强劲且通胀挥之不去，她目前更倾向于 2025 年减少降息次数。费城联储主席哈克 (Patrick Harker) 表示，官员们今年有望下调利率，但具体时间将取决于经济形势。他表示，让通胀回到 2% 目标的时间比预期要长，而且进展不均衡。

美联储高官提前卸任，特朗普着手重组美联储领导层。1 月 6 日，美联储最高监管官员巴尔 (M. S. Barr) 宣布，他将在未来几周内辞职，但计划继续担任美联储理事。巴尔一直在与外部法律顾问讨论他的选择，他的辞职将避免一场与特朗普政府的重大法律斗争。巴尔负责监管的副主席任期原定于 2026 年结束。但一些共和党人和特朗普的盟友提出了一项在法律上有争议的计划，试图将他免职或降职，这样特朗普就能更容易地实施他的金融监管计划。1 月 8 日，媒体透露，特朗普的顾问正在考虑如何重塑美联储领导层，包括让美联储理事鲍曼升职担任负责金融监管的副主席。特朗普的顾问们还开始起草 2026 年 5 月接替美联储主席鲍威尔的潜在继任者名单，他们将主要关注现任美联储官员对利率的评论，进而在候选人中进行增减。

美联储 FOMC 委员会发布 12 月会议纪要。纪要显示，几乎所有委员都认为，如果数据能如预期般表现，将适宜继续逐步向更为中性的政策立场迈进；美联储已处于或接近适合放慢宽松步伐的时点；通胀前景的上行风险有所增加，这加剧了投资者对 2025 年降息幅度可能低于预期的担忧。与委员会 9 月份开始

放松政策时相比，政策利率现在明显更接近其中性值。此外，许多与会者表示，各种因素突显出，未来几个季度在货币政策决策方面需要谨慎。

特朗普考虑宣布国家紧急经济状态以加征关税。据 CNN 报道，消息人士透露美国候任总统特朗普正考虑宣布“国家经济紧急状态”，从而为其对盟友和竞争对手普遍征收大量关税提供法律依据。根据《国际紧急经济权力法》(IEEPA)，在美国总统宣布进入“国家经济紧急状态”后，其将有广泛的行政权力来禁止各种类型的交易。考虑到特朗普曾在 2019 年提议使用这一权力来威胁墨西哥，以应对非法移民，因此理论上讲《国际紧急经济权力法》可用于加征关税，尽管历史上并未有先例。

特朗普拟就职后立即发布多项行政令。1 月 9 日，美国媒体报道，知情人士称，特朗普计划 1 月 20 日就职后立即发布一系列行政命令，力争迅速全面落实其施政方针。计划签发的行政令包括：采取行动收紧过境限制；授权联邦政府完成未建好的边境墙；建立大规模驱逐的机制；剥夺庇护城市的联邦资源直至它们停止为无证移民提供保护。特朗普团队还打算通过冻结政府招聘来削减联邦雇员数量并强制联邦雇员返回办公室工作。

特朗普表示不排除武力控制格陵兰岛与巴拿马运河及各方反应。近日美国当选总统特朗普在海湖庄园举行记者会，就他的一系列政策主张发表讲话。特朗普拒绝排除“以军事或经济胁迫手段控制巴拿马运河和格陵兰岛”的可能性，并且说要用“经济手段”吞并加拿大。1 月 8 日，美国国务卿布林肯表示，美国当选总统特朗普关于将格陵兰岛并入美国的提议“显然不是一个好主意”，并且这一计划不会实施。德国总理朔尔茨发表声明指出，主权国家的边界不可侵犯是国际法的基本准则，适用于所有国家。各国都应遵守这一原则，无论小国或强国。丹麦政府宣布大幅增加格陵兰岛防务开支，以加强在北极地区的军事存在。

欧洲：德国大选临近，右翼大获支持

德国大选右翼势力大获支持。2 月 23 日德国将举行新一届联邦议院选举，现任总理朔尔茨领导的社民党支持率跌至 16%，德国政坛的格局已经发生了根本性变化。目前右翼的基民盟的支持率全面领先，达到 30%，稳居第一。基民盟领导人默茨代表了传统的中右翼政治派别，主张维持德国的经济稳定，同时对欧盟和移民问题保持谨慎态度，这使得他在德国中产阶级和保守派选民中积累了

大量支持。极右翼的德国选择党支持率也达到 20%，位列第二，其领导人魏德尔的政治风格被许多媒体与美国前总统特朗普相提并论，她的言辞激烈、立场强硬，尤其是在移民和欧盟政策上持批评态度，她提出的“德国优先”的口号，获得了不少保守派和右派选民的支持。其崛起反映了德国社会中部分选民对于当前政府的不满，尤其是在移民问题、欧盟政策以及德国经济困境上的失望。

英国央行副行长布里登表示，她预计央行会进一步降息，并警告称经济增长前景趋弱。英国央行在 2024 年采取了较为谨慎的降息路径，共进行了两次降息，每次降息 25 个基点，最终将利率降至 4.75%。

日本：日央行加息预期升高

日本央行行长植田和男重申，如果今年经济和通胀状况继续改善，将会继续加息。他表示，下次加息的时机将取决于经济、通胀和金融状况。日本央行将于 1 月 23 日至 24 日举行下一次政策会议。在此之前，植田和男没有安排公开讲话，而日本央行副行长冰见野良三（Ryozo Himino）将于 1 月 14 日发表演讲并举行新闻发布会。市场将密切关注这一事件，以寻找有关 1 月加息的进一步线索。知情人士称，日本央行官员可能会在本月晚些时候的政策会议上讨论上调本财年和下一财年的核心通胀预期，以反映近期大米价格飙升以及日元走贬。如果日本央行决定上调，可能会支持其加息的论点。日本经济再生大臣赤泽亮表示，政府与日本央行就政策问题密切合作的立场没有改变，关注经济和物价。在决定是否宣布完全退出通缩时，重要的是确保日本不会再次陷入通缩。

其他地区：加拿大总理拟辞职，韩再次发布总统逮捕令

加拿大总理特鲁多宣布将辞职。加拿大总理特鲁多 6 日上午宣布，他将在执政党自由党选出新领袖后辞去总理职务。特鲁多表示，未来几周将明确接替他的自由党新领袖产生规则。其政府将继续为加拿大人工作，保护加拿大人的利益，并将专注于应对美国候任总统特朗普的关税威胁。特鲁多在 2015 年的联邦大选中以多数党自由党领袖身份当选加拿大总理。目前，自由党在加议会中处于少数党地位。多方民调显示，自由党目前的支持率落后保守党约 20 个百分点。此外，面对特朗普的关税威胁，加拿大政府已经拟就一份针对美国候任总统特朗普关税威胁的美国商品清单，包括美国的钢铁产品、陶瓷制品以及佛罗里达生产的橙汁等。

韩国法院再度批准针对韩国总统尹锡悦的逮捕令。韩国公调处长吴东运表示，为了保障成功抓捕尹锡悦，逮捕令有效期将暂时不对外公开。

奥地利极右翼政党获组阁权。1月6日，奥地利总统范德贝伦授权议会第一大党、极右翼的自由党党首基克尔组阁。若基克尔组阁成功，奥地利将迎来第二次世界大战后首位极右翼总理。

【本周关注】

本周关注：美国 CPI, 日本央行发布会

1月 14 日	日本 11 月经常账户 日本央行官员演讲及发布会 美国 12 月 PPI
1月 15 日	英国 12 月 CPI 美国 12 月 CPI
1月 16 日	欧元区 11 月贸易账 美国 12 月零售销售
1月 17 日	美国 12 月新屋开工与营建许可

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地区不能出售。此报告所载的资料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。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。民银国际和任何其附属公司（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，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。

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
请仔细阅读本报告最后部分的免责声明

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。

此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复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。