

2026 年 1 月 19 日

美国系列通胀数据发布，不足以推动加快降息

民银国际研究团队

应习文

电话: +852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

相关报告:

- 海外宏观周报 (1/12): 美国就业喜忧参半, 一季度降息必要性下降
- 海外宏观周报 (1/5): 2026 年海外宏观经济大事前瞻
- 海外宏观周报 (12/29): 从美国三季度 GDP 超预期看 K 型增长
- 海外宏观周报 (12/22): 2025 年最后央行周收官, 各国央行表现如何
- 海外宏观周报 (12/15): 美联储降息且表态偏鸽, 重新扩表意欲何为
- 海外宏观周报 (12/8): 日本央行加息临近, 高市政府面临挑战

主要大类资产走势:

	2026-01-16	周变动
美国国债收益率10Y	4.24	6.0 bp
美国国债收益率2Y	3.59	5.0 bp
日本国债收益率10Y	2.16	8.1 bp
日本国债收益率2Y	1.19	6.1 bp
德国国债收益率10Y	2.83	-3.0 bp
德国国债收益率2Y	2.10	0.0 bp
标普500指数	6940.01	-0.38 %
纳斯达克指数	23515.39	-0.66 %
道琼斯工业指数	49359.33	-0.29 %
日经225指数	53936.17	3.84 %
伦敦富时100指数	10235.29	1.09 %
巴黎CAC40指数	8258.94	-1.23 %
德国DAX指数	25297.13	0.14 %
伦敦现货黄金	4611.05	2.61 %
英国布伦特原油现货	67.78	2.68 %
美元指数	99.3691	0.23 %
欧元兑美元	1.1599	-35 pips
英镑兑美元	1.3377	-27 pips
美元兑日元	158.0685	1320 pips
美元兑人民币	6.9690	-131 pips

【一周焦点】

上周美国先后发布 CPI、PPI 与进口价格指数，显示通胀压力相对温和，但不足以推动加快降息进度。一是食品、电力等重要的非核心 CPI 依旧存在涨价压力，特别是它们构成了引发“可负担性危机”的重要生活成本。二是房租及部分服务业的价格黏性依旧存在，12 月亚特兰大联储发布的黏性 CPI 较 11 月升高 0.1 个百分点，也显示了通胀并非高枕无忧。三是 PPI 与进口价格存在一定上涨压力，此外部分关税效应的残留仍在，随着美元的贬值，输入性通胀压力或增大。四是近期美国宏观数据表现良好，包括零售销售、工业、库存以及部分前瞻性指标，四季度 GDP 增长可能并不差，基于支持经济增长的降息理由并不充分。五是特朗普在驱逐移民政策上仍在发力，近期美国移民与海关执法局 (ICE) 在明尼苏达州的暴力执法已引发强烈抗议，劳动力供给紧张或成为引发通胀的另一个因素。

【交易模式】

地缘风险引发通胀与避险交易

【关键数据】

美国: 零售销售回暖，核心 CPI 低于预期，PPI 同比超预期，进口价格同比回升，关税收入下降，住房市场指数回落。**欧洲:** 贸易顺差收窄，工业生产回。**日本:** 经常账户顺差扩大，PPI 涨幅收窄。

【重要事件】

美国: 威胁对欧洲加征关税，美司法部启动调查鲍威尔。**欧洲:** 7 国向格陵兰岛派兵，丹麦与美国初步商讨。**日本:** 高市早苗正式决定解散众议院。**其他地区:** 世行上调全球经济预期，加拿大总理访华。

【本周关注】

美国 PCE、密歇根大学数据，英国、日本 CPI

目 录

【一周焦点】	1
美国系列通胀数据发布，不足以推动加快降息.....	1
【交易模式】	3
地缘风险引发通胀与避险交易.....	3
【关键数据】	4
美国：零售销售回暖，核心 CPI 低于预期	4
欧洲：贸易顺差收窄，工业生产回暖.....	7
日本：经常账户顺差扩大，PPI 涨幅收窄	7
【重要事件】	9
美国：威胁对欧洲加征关税，美司法部启动调查鲍威尔.....	9
欧洲：7 国向格陵兰岛派兵，丹麦与美国初步商讨.....	12
日本：高市早苗正式决定解散众议院.....	12
其他地区：世行上调全球经济预期，加拿大总理访华.....	13
【本周关注】	14
美国 PCE、密歇根大学数据，英国、日本 CPI.....	14

【一周焦点】

美国系列通胀数据发布，不足以推动加快降息

上周美国先后发布 CPI、PPI 与进口价格指数，显示通胀压力相对温和，但部分结构性通胀压力仍在。在经历政府“停摆”的数据缺失，以及随后相对低质量的补发数据（缺失 10 月基数和 10 月、11 月环比数）之后，最新的系列数据终于可以较为全面地揭示美国当前的通胀形势。

美国核心 CPI 略低于预期。美国劳工部 1 月 13 日发布的数据显示，2025 年 12 月美国整体 CPI 同比上涨 2.7%，涨幅与预期及 11 月持平；季调环比上涨 0.3%，与上一期环比数据（9 月）相当。核心 CPI 同比上涨 2.6%，低于预期的 2.7%，与 11 月涨幅持平；季调环比上涨 0.2%，也与 9 月涨幅持平。剔除房租后的超级核心 CPI 同比上涨 2.2%，季调环比上涨 0.1%，低于 9 月的 0.2%。由于核心和超级核心均偏弱，表明美国当前的通胀压力依旧温和。但从结构看，部分分项存在隐忧，尚不足以促使美联储加快降息进度。

非核心部分中，汽车燃料价格下降，但能源服务与食品上涨压力增加。12 月能源价格同比上涨 2.3%，较 11 月 4.2% 的涨幅收窄，但季调环比上涨 0.3%。12 月国际油价保持低位，推动以汽车燃油为主的能源商品同比下降 3.0%。不过能源服务同比上涨 7.7%，其中电力服务同比上涨 6.7%，燃气服务上涨 10.8%，反映居民生活成本压力。食品涨幅扩大，12 月同比上涨 3.1%，较 11 月升高 0.5 个百分点，环比上涨 0.7%，创 2022 年 10 月以来最大环比涨幅。从结构看，外食食品涨幅较大，同比上涨 4.1%，家庭食品中，谷物、水果蔬菜、咖啡等涨幅也较大。尽管非核心通胀的重要性不如核心通胀，但食品、电力和天然气等却是当前美国民众“可负担性危机”的重要成本压力来源，这部分在 12 月的通胀压力并不轻，显然会给美联储及美国政府形成一定压力。

核心商品与耐用品通胀压力显著下降，汽车手机是降价主力，关税影响仍有残留。核心商品 12 月同比上涨 1.4%，与 11 月涨幅持平，环比涨幅也降至 0%。耐用品同比上涨 1.2%，较 11 月下降 0.3 个百分点，季调环比下降 0.4%，是核心 CPI 低于预期的最主要因素。前期关税政策对于部分商品的涨价作用仍有残留，12 月部分家具、家用设备、户外设备、纺织品等环比上涨。不过好在权重更大的汽车和手机类价格下行，其中，新车、二手车、电话等通信设备类分别季调环比下降 0.1%、1.1%、3.3%。

服务价格仍显一定通胀压力。12月美国整体服务同比上涨3.3%，高于11月0.1个百分点，季调环比涨幅升至0.3%，较9月升高0.1个百分点。**房屋租金同比上涨3.1%，季调环比上涨0.4%，是服务价格上涨的主要来源。**同时，非房服务同比上涨3.4%，环比保持在0.2%的水平，表现尚可但并不算弱。机票与外宿酒店环比回升，分别上涨5.2%和3.5%，**显示政府停摆结束后相关商务活动的明显恢复。**医疗护理、运输、休闲服务、邮递服务分别季调环比上涨0.4%、0.5%、1.8%和0.6%，不过通信服务、金融服务和其他杂项服务环比明显下降。

更为上游的PPI也显示出结构性的通胀压力。美国劳工部1月14日发布的数据显示，2025年11月美国PPI同比上涨3.0%，较10月涨幅扩大0.2个百分点，季调环比上涨0.2%，较10月扩大0.1个百分点。最终需求商品价格环比大幅上涨0.9%，为2024年2月以来最大涨幅，成为拉动整体PPI上涨的核心动力。能源、食品、核心商品分别季调环比上涨4.6%、0%和0.2%。最终需求服务方面，贸易服务环比下降0.8%，交通仓储服务和其他服务价格均上涨0.3%，三者相互抵消后整体服务价格持平。**剔除食品能源后，核心PPI同比上涨3.0%，也较11月扩大0.1个百分点，不过季调环比涨幅回归至0%。**

进口价格指数涨幅扩大。衡量输入性通胀压力的进口价格指数在11月同比上涨0.1%，是8个月以来首次转为正增长，剔除食品和燃料后，进口价格指数同比上涨0.9%，创2025年3月以来新高。过去半年，由于关税原因抑制了部分进口需求，进口价格指数整体形成下行趋势（关税不计入进口价格），**但11月数据显示进口价格压力似乎开始回升，或与汇率贬值有关。**

当前的通胀形势远不足以推动美联储加快降息进度。一是食品、电力等重要的非核心CPI依旧存在涨价压力，特别是它们构成了引发“可负担性危机”的重要生活成本。二是房租及部分服务业的价格黏性依旧存在，12月亚特兰大联储发布的黏性CPI较11月升高0.1个百分点，也显示了通胀并非高枕无忧。三是PPI与进口价格存在一定上涨压力，此外部分关税效应的残留仍在，随着美元的贬值，输入性通胀压力或增大。四是近期美国宏观数据表现良好，包括零售销售、工业、库存以及部分前瞻性指标，四季度GDP增长可能并不差，基于支持经济增长的降息理由并不充分。五是特朗普在驱逐移民政策上仍在发力，近期美国移民与海关执法局（ICE）在明尼苏达州的暴力执法已引发强烈抗议，**劳动力供给紧张或成为引发通胀的另一个因素。**

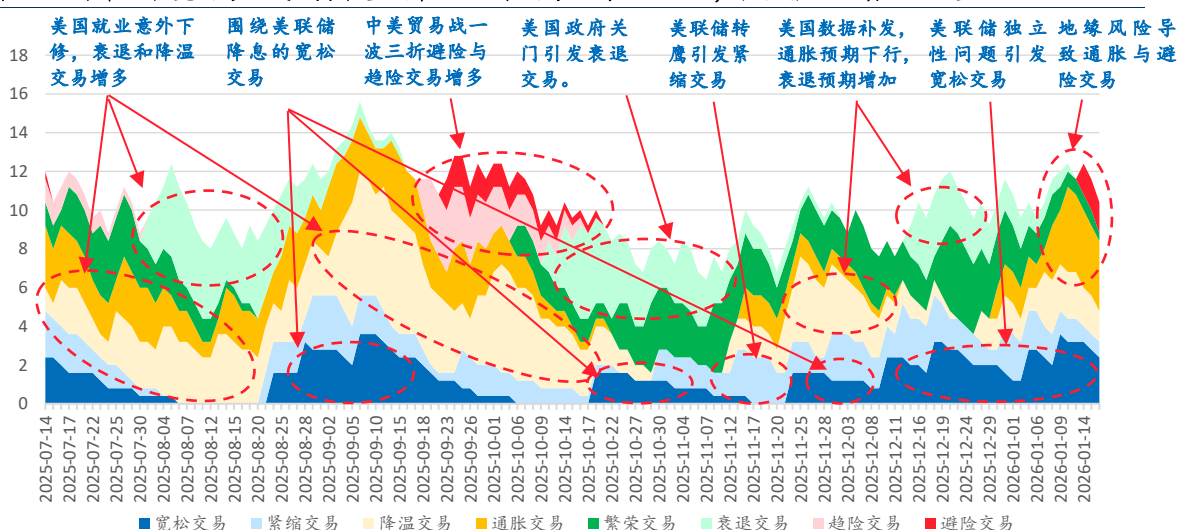
【交易模式】

地缘风险引发通胀与避险交易

表 1: 近两周各交易日交易模式

1月5日	1月6日	1月7日	1月8日	1月9日
宽松交易	不确定	降温交易	通胀交易	宽松交易
1月12日	1月13日	1月14日	1月15日	1月16日
通胀交易	不确定	避险交易	不确定	不确定

图 1: 全球市场各类交易模式的月含量 (最近 20 个交易日发生频次, 权重根据日期远近调整)



资料来源：民银国际测算

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		

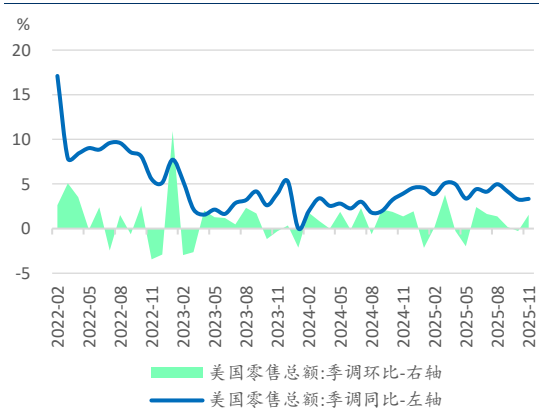
具体规则详见研报：《全球市场的交易模式：框架构建》(民银证券，2024 年 9 月 4 日)

【关键数据】

美国：零售销售回暖，核心 CPI 低于预期

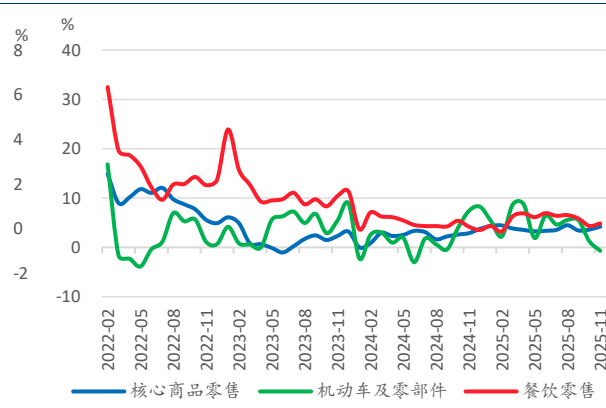
政府停摆结束后零售销售回暖。2025 年 11 月零售销售季调环比+0.6%（预期+0.4%，前值-0.1%），季调同比+3.3%（前值+3.3%）；不含汽车的核心零售季调环比+0.5%（预期+0.4%，前值+0.2%），季调同比+4.2%（前值+3.6%）。汽车零售店季调环比+1.0%（前值-1.6%），季调同比-0.7%（前值+1.3%），餐饮零售季调环比+0.6%（前值-0.1%），季调同比+4.9%（前值+4.4%）。

图 2：美国零售和食品服务销售季调同比环比增速



数据来源：美国人口普查局，Wind

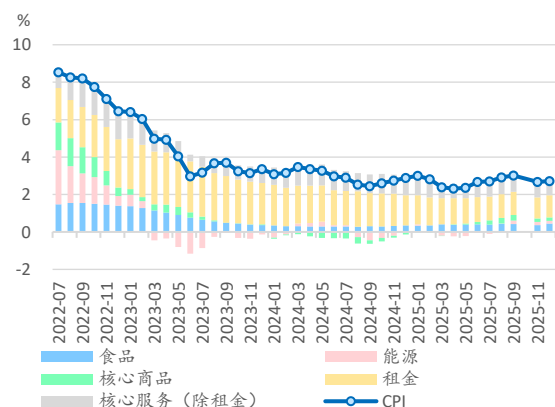
图 3：美国核心商品零售、汽车零售、餐饮零售同比



数据来源：美国人口普查局，Wind

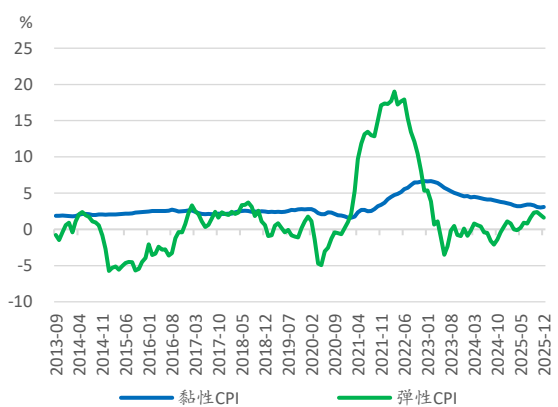
核心 CPI 略低于预期。2025 年 12 月 CPI 同比+2.7%（预期+2.7%，前值+2.7%），季调环比+0.3%（9 月+0.3%）。核心 CPI 同比+2.6%（预期+2.7%，前值+2.6%），季调环比+0.2%（9 月+0.2%）。亚特兰大联储 12 月弹性 CPI 同比+1.6%（前值+2.0%），黏性 CPI 同比+3.1%（前值+3.0%）。

图 4：美国月度 CPI 同比及结构分解



数据来源：美国劳工部，Wind

图 5：亚特兰大联储的黏性与弹性通胀指标



数据来源：亚特兰大联储，Wind

PPI 同比超预期, 进口价格同比回升。2025 年 11 月 PPI 同比+3.0%(预期+2.7%, 前值+2.8%), 季调环比+0.2%(前值+0.1%); 核心 PPI 同比+3.0%(预期+2.7%, 前值+2.9%), 季调环比 0.0%(前值+0.3%)。进口价格指数同比+0.1%(9 月 0.0%), 剔除食品和燃料后的进口价格指数同比+0.9%(前值+0.5%)。

政府停摆致批发销售回落, 库存回升。2025 年 10 月批发销售季调环比-0.4%(前值-0.2%), 耐用品批发销售季调环比-0.7%(前值-0.6%), 非耐用品批发销售季调环比-0.2%(前值+0.2%)。库存总额季调环比+0.3%(前值+0.3%), 零售商库存季调环比+0.6%(前值+0.5%), 批发商库存季调环比+0.2%(前值+0.5%), 制造商库存季调环比 0.0%(前值-0.1%)。

财政支出增加, 赤字降幅收窄, 关税收入下降。2025 年 12 月财政收入 4843 亿美元, 过去 12 个月滚动累计 (TTM) 同比+9.9%(前值+9.8%), 财政支出 6291 亿美元, 过去 12 个月滚动累计 (TTM) 同比+1.9%(前值+0.4%), 12 月财政赤字 1447 亿美元, 过去 12 个月滚动累计财政赤字 1.666 万亿, 同比-17.4%(前值-21.9%)。12 月关税收入 279 亿美元 (前值 308 亿)。

新屋与成屋销售量增价跌, 住房市场指数回落。补发的 2025 年 9 月、10 月新屋销售季调折年分别为 73.8、73.7 万套 (8 月 71.1 万套), 季调环比分别+3.8%、-0.1%(8 月+11.3%), 同比分别+2.9%、+18.7%(8 月+2.6%); 9 月、10 月新屋售价中位数分别为 40.58、39.23 万美元, 同比分别-3.6%、-8.0%(8 月+5.7%)。12 月成屋销量季调折年 435 万套 (前值 414 万套), 季调环比+5.1%(前值+0.7%), 同比-1.0%(前值+2.0%); 成屋售价中位数 40.54 万美元, 季调环比-1.1%(前值-1.2%), 同比+0.4%(前值+1.4%)。2026 年 1 月 NAHB 住房市场指数为 37 (前值 39)。

其他数据: 12 月工业生产指数季调环比+0.4%(前值+0.4%), 季调同比+2.0%(前值+2.7%), 制造业生产指数季调环比+0.2%(前值+0.4%), 季调同比+2.1%(前值+2.4%)。2026 年 1 月纽约联储制造业指数 7.7 (前值-3.7), 费城联储制造业指数 12.6 (前值-8.8)。

周度数据: 亚特兰大联储 1 月 14 日更新的 GDPNow 预测数据显示, 2025 年四季度美国 GDP 预计季调年化环比+5.3%(前周预测为+5.1%)。1 月 10 日当周纽约联储周度经济指数 (WEI) 为+2.45%(前值由+2.13%下修至+2.08%), 当周红皮书商业零售同比+5.7%(前值+7.1%); 当周美国初请失业金人数 19.8 万

人（前值由 20.8 万人下修至 20.7 万人），前周续请失业金人数 188.4 万人（前值由 191.4 万下修至 190.3 万）。1 月 14 日美联储资产负债表规模较上周+80.98 亿美元（前值-670.16 亿），联储银行准备金+387.64 亿美元（前值+1695.56 亿），财政部一般账户（TGA）-65.1 亿美元（前值-892.82 亿），逆回购协议较上周亿美元-105.49 亿美元（前值-1338.98 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	2025年								2026年	短期趋势
		6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月		
消费	零售销售总额-季调环比	1.0	0.6	0.5	0.1	-0.1	0.6				↗
	核心零售销售（不含机动车）-季调环比	0.9	0.4	0.6	0.1	0.2	0.5				↗
	机动车零售销售-季调环比	1.2	1.6	0.4	0.0	-1.6	1.0				↗
	餐饮零售-季调环比	0.8	0.1	0.6	0.2	-0.1	0.6				↗
	批发商销售-季调环比	0.7	1.3	-0.2	-0.2	-0.4					↘
	批发商销售-耐用品-季调环比	0.7	1.3	-0.1	-0.7	-0.6					↗
	批发商销售-非耐用品-季调环比	0.6	1.4	-0.2	0.2	-0.2					↘
房地产	成屋销量-季调环比	-2.7	2.0	-0.3	1.3	1.5	0.7	5.1			↗
	成屋售价-中位数-同比	1.4	1.0	2.0	1.4	2.0	1.4	0.4			↘
	新屋销量-季调环比	5.6	-3.5	11.3	3.8	-0.1					↘
	新屋售价-中位数-同比	-1.2	-7.4	3.5	-3.6	-8.0					↘
	NAHB/富国银行住房市场指数	32.0	33.0	32.0	32.0	37.0	38.0	39.0	37.0		↘
工业生产	工业产出指数-季调环比	0.5	0.4	-0.3	0.2	-0.3	0.4	0.4			→
	制造业产出指数-季调环比	0.3	0.5	0.0	0.2	-0.6	0.4	0.2			↘
	工业产能利用率	76.2	76.4	76.1	76.1	75.8	76.1	76.3			↗
	制造业产能利用率	75.6	75.8	75.8	75.8	75.3	75.5	75.5			→
库存	库存总额-季调环比	0.2	0.1	0.0	0.3	0.3					→
	零售商库存总额-季调环比	0.2	0.1	0.0	0.5	0.6					↗
	批发商库存总额-季调环比	0.2	0.1	-0.1	0.5	0.2					↘
	制造商库存总额-季调环比	0.2	0.2	-0.1	-0.1	0.0					↗
通货膨胀	CPI-同比	2.7	2.7	2.9	3.0		2.7	2.7			→
	CPI-季调环比	0.3	0.2	0.4	0.3			0.3			
	核心CPI-同比	2.9	3.1	3.1	3.0		2.6	2.6			→
	核心CPI-季调环比	0.2	0.3	0.3	0.2			0.2			
	亚特兰大联储黏性CPI-同比	3.3	3.4	3.4	3.3	3.1	3.0	3.1			↗
	亚特兰大联储弹性CPI-同比	0.9	0.8	1.6	2.3	2.4	2.0	1.6			↘
	PPI-同比	2.4	3.2	2.7	3.0	2.8	3.0				↗
	PPI-季调环比	0.1	0.8	-0.2	0.6	0.1	0.2				↗
	核心PPI-同比	2.7	3.5	2.9	2.9	2.9	3.0				↗
	核心PPI-季调环比	0.0	0.8	-0.2	0.4	0.3	0.0				↘
财政	进口价格指数-同比	-0.6	-0.4	-0.3	0.0		0.1				↗
	进口价格指数-不含食品和燃料-同比	0.5	0.6	0.7	0.5		0.9				↗
	财政收入（TTM）-同比	8.2	7.1	7.4	6.4	9.7	9.8	9.9			↗
	财政支出（TTM）-同比	11.0	10.5	2.7	4.1	3.9	0.4	1.9			↗
PMI 指数	财政赤字（TTM）-万亿美元	1.881	1.928	1.893	1.775	1.802	1.609	1.667			↗
	财政赤字（TTM）-同比	19.4	20.6	-8.5	-2.3	-10.2	-21.9	-17.4			↗
周度数据	费城联储制造业指数	-1.4	11.4	0.7	19.5	-10.1	0.6	-8.8	12.6		↗
	纽约联储制造业指数	-14.9	3.1	9.1	-7.0	7.8	13.5	-3.7	7.7		↗
	周	28 Nov.	5 Dec.	12 Dec.	19 Dec.	26 Dec.	2 Jan.	9 Jan.	16 Jan.		
	GDPNow-GDP季调环比折年增速预测				3.0			5.1	5.3		↗
	纽约联储周度经济指数	2.26	2.29	2.31	2.21	2.51	2.08	2.45			↗
	红皮书商业销售-同比	7.6	5.7	6.2	7.2	7.6	7.1	5.7			↘
	当周初次申请失业金人数-万人	19.2	23.7	22.4	21.5	20.0	20.7	19.8			↘
	持续领取失业金人数-万人	183.0	188.5	191.3	185.8	190.3	188.4				↘
	美联储资产负债表周变动-亿美元	-28.64	-166.38	35.22	175.58	243.70	593.87	-670.16	80.98		↗
	联储银行准备金周变动-亿美元	-195.44	-198.23	956.03	-401.15	468.62	-1270.73	1695.56	387.63		↘
财政部一般账户（TGA）周变动-亿美元	-11.54	88.45	-1026.96	555.90	-598.80	713.16	-892.82	-65.10		↗	
存款机构逆回购协议周变动-亿美元	51.41	1.70	-10.10	6.86	-107.06	1406.59	-1338.98	-105.49		↗	

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

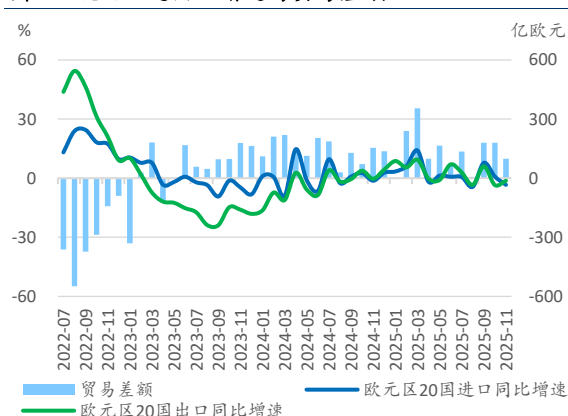
说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

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：贸易顺差收窄，工业生产回暖

欧元区进出口同比下降，贸易顺差收窄。2025年11月，欧元区出口同比-3.4%（前值+0.8%），进口同比-1.3%（前值-3.5%），贸易差额+90.0亿欧元（前值+179.2亿）。

图 6：欧元区进出口增速与贸易差额



数据来源：欧盟统计局，Wind

图 7：欧元区 20 国工业生产指数



数据来源：欧盟统计局，Wind

欧元区与英国工业生产回暖。2025年11月，欧元区工业生产指数季调环比+0.7%（前值+0.7%），季调同比+2.5%（前值+1.7%）；德国工业生产指数季调环比+1.0%（前值+1.0%），英国季调同比+2.4%（前值+0.4%）。

表 4：欧元区与英国最近一周宏观数据更新汇总

		欧元区与英国宏观数据汇总								
		2025年								
大类	月份	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	短期趋势
进出口	欧元区20国出口金额-同比	-1.8	1.3	0.7	0.6	-4.4	7.8	0.8	-3.4	↓
	欧元区20国出口金额-季调环比	-8.5	0.0	-2.4	0.5	-0.8	4.7	-4.8	1.1	↗
	欧元区20国进口金额-同比	-1.8	1.3	0.7	0.6	-4.4	7.8	0.8	-3.4	↓
	欧元区20国进口金额-季调环比	-3.8	-1.1	3.3	-1.2	-2.1	1.5	-3.4	2.5	↗
工业生产	欧元区20国商品贸易差额-亿欧元	98.8	165.6	70.3	134.8	6.4	180.1	179.2	99.0	↓
	欧元区工业产出指数-季调环比	-2.6	0.9	-0.6	0.6	-1.1	0.3	0.7	0.7	→
	欧元区工业产出指数-同比	0.3	3.0	0.6	1.9	1.2	1.2	1.7	2.5	↓
	德国工业产出指数-季调环比	-2.1	0.4	-0.3	1.6	-4.4	1.8	1.5	1.1	↓
	德国工业产出指数-同比	-2.6	0.0	-2.0	1.9	-3.9	-1.0	1.0	1.0	→
	英国工业产出指数-季调环比	-0.1	-1.4	1.0	-0.2	0.2	-1.4	1.3	1.1	↓
	英国工业产出指数-同比	0.7	-0.6	0.3	0.8	-0.1	-1.5	0.4	2.4	↗

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

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

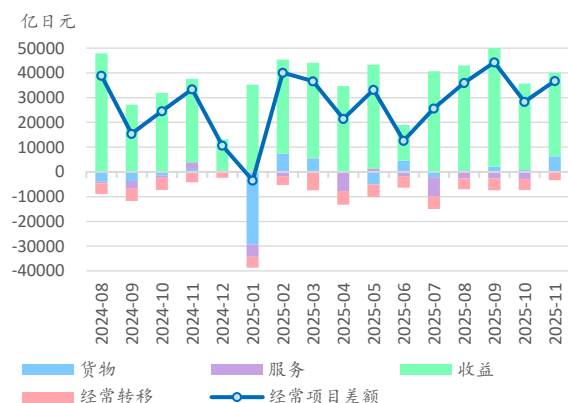
说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

日本：经常账户顺差扩大，PPI 涨幅收窄

经常账户顺差扩大。11月日本国际收支经常账户差额+36741 亿日元（前值+28335 亿），其中货物贸易差额+6253 亿日元（前值+983 亿），服务贸易差额

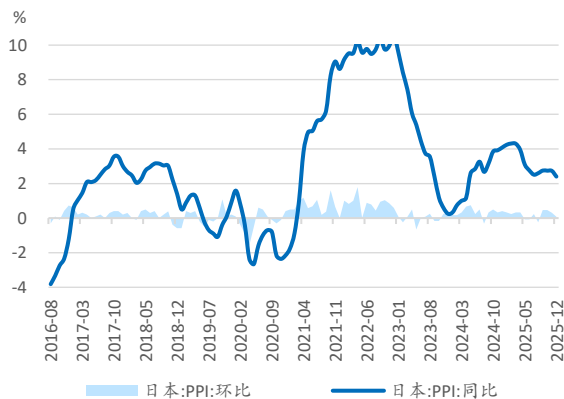
为-441 亿日元（前值-2946 亿），收益差额+33809 亿日元（前值+34646 亿），经常转移-2880 亿日元（前值-4348）。

图 8：日本月度经常账户差额及组成



数据来源：日本财务省，Wind

图 9：日本月度 PPI 同比与环比



数据来源：日本央行，Wind

PPI 同比与环比涨幅收窄。11 月日本 PPI 同比+2.4%（前值+2.7%），环比+0.1%（前值+0.3%）。

其他数据：2025 年 12 月经济观察家前景指数 48.1（前值 48.8），现状指数 48.5（前值 48.0）。11 月营建订单同比-8.5%（前值-3.3%）。

表 5：日本最近一周宏观数据更新汇总

		日本宏观数据汇总								
		2025 年								
大类	月份	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	短期趋势
进出口	经常账户差额-亿日元	33221	12566	26099	37014	44833	28335.0	36741.0		↗
	经常账户-货物差额-亿日元	-5111	4516	-1894	1059	2360	983.0	6253.0		↗
	经常账户-服务差额-亿日元	1401	-1685	-6956	-1899	-2146	-2946.0	-441.0		↗
	经常账户-收益-亿日元	41918	14402	40002	42242	49497	34646.0	33809.0		↘
	经常账户-经常转移-亿日元	-4986	-4668	-5054	-4388	-4878	-4348.0	-2880.0		↗
工业	营建订单-同比	-1.9	3.3	-2.5	-2.0	9.4	-3.3	-8.5		↘
通货	PPI-同比	3.1	2.8	2.5	2.6	2.8	2.7	2.7	2.4	↘
通胀	PPI-环比	-0.1	-0.1	0.2	-0.2	0.5	0.5	0.3	0.1	↘
景气	经济观察家前景指数	46.1	46.9	47.0	46.7	48.2	52.1	48.8	48.1	↘
	经济观察家现状指数	44.8	45.1	45.5	46.3	46.6	48.5	48.0	48.5	↗

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

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：威胁对欧洲加征关税，美司法部启动调查鲍威尔

特朗普表示将对欧洲 8 国加征关税。当地时间 17 日，美国总统特朗普在其社交平台“真实社交”上表示，自 2026 年 2 月 1 日起，丹麦、挪威、瑞典、法国、德国、英国、荷兰和芬兰出口至美国的所有商品加征 10% 的关税。自 2026 年 6 月 1 日起，加征关税的税率将提高至 25%。这一关税措施将持续实施，直至就“完全、彻底购买格陵兰岛”达成协议。

美国司法部已就美联储总部翻修相关事宜，对美联储主席鲍威尔启动刑事调查。鲍威尔对此回应称，此举史无前例，应结合特朗普政府对美联储的持续威胁这一背景来看待，目的是就降息问题进一步向他施压。但美国总统特朗普表示，对鲍威尔接受调查“一无所知”，鲍威尔超预算了几十亿美元，这不是无能就是腐败。美联储前主席等多名美国前财经要员发表联合声明，批评特朗普政府对鲍威尔发起刑事调查。全球多家央行行长正在草拟一份声明，以声援美联储主席鲍威尔。

特朗普暗示不会提名哈塞特出任美联储主席。特朗普 16 日上午在白宫讲话时暗示，他打算让美国白宫国家经济委员会主任凯文·哈塞特继续担任现职，而非提名他出任下一任美国联邦储备委员会主席。特朗普当天在出席一场公开会议时对在场的哈塞特说：“实际上，我想让你待在原地。”特朗普此前表示，他倾向于在前美联储理事凯文·沃什和国家经济委员会主任凯文·哈塞特之间选择下一任美联储主席，将在未来几周内宣布下任美联储主席的人选；希望美联储主席能在经济数据表现好的时候降低利率。

美联储官员就货币政策表态，多数认为近期不宜降息。美联储副主席杰斐逊(P. N. Jefferson)表示，利率处于与中性水平相符的区间；当前的政策立场“定位良好”；预计短期内经济将增长 2%，今年失业率将保持稳定；美联储已做好充分准备来决定是否对利率进行进一步调整。费城联储主席保尔森(Anna L. Paulson)表示，如果通胀如预期持续回落、劳动力市场趋于稳定，美联储可能在今年晚些时候进一步下调利率；对通胀前景不太担忧；认为利率仍然足够高，略高于中性水平。明尼阿波利斯联储主席卡什卡利(N. Kashkari)表示，鉴于劳动力市场保持韧性且通胀持续高于美联储 2% 的目标，短期内无需降息，当前降息“为时过早”；通胀率多年来始终高于美联储设定的 2% 目标，且预计

未来两到三年内可能维持这一高位，这一态势“令人高度关切”；无论特朗普选择谁来担任下一任美联储主席，此人都必须提出在利率方面的最有力论据，以说服其他决策者。圣路易斯联储主席穆萨莱姆（A. G. Musalem）表示，当前几乎没有理由在短期内进一步放松货币政策，因为美联储的政策利率已处在“接近中性”的水平，既不会刺激经济，也不会对经济形成明显抑制。堪萨斯联储主席施密德（J. R. Schmid）表示，倾向于维持货币政策适度从紧；降息可能会加剧通胀，且对就业的帮助不大。美联储理事鲍曼（M. W. Bowman）表示，目前的货币政策仍具有温和的限制性，如果就业形势未能改善，官员们应准备好进一步下调利率；通胀压力正在缓解，美联储应继续关注其“充分就业”使命面临的风险，采取先发制人的措施来稳定和支持劳动力市场。

美国白宫发布声明称，美国将从1月15日起对部分进口半导体、半导体制造设备和衍生品加征25%进口从价关税。英伟达H200芯片和超威半导体MI325X均在此次加征关税范围内。用于数据中心、研发、维修和公共部门等领域的半导体产品不在此次加征关税范围之内。美国商务部长卢特尼克1月17日表示，如果韩国存储芯片制造商不承诺增加对美国投资，那么可能会面临高达100%的关税。卢特尼克表示，想要在美国开展存储芯片业务的每个公司都有两种选择：要么支付100%的关税，要么在美国本土进行建设。

美联储周三公布的褐皮书显示，美国大多数地区的经济活动在近期有所增长，就业状况则总体保持稳定，但通胀压力尚未完全消退，这为美联储短期内维持利率不变、继续观察数据变化提供了现实依据。相比前三个报告周期（当时多数辖区报告基本无变化），本次情况有所改善。大多数银行报告本周期消费者支出实现小幅至温和增长，这主要归功于假日购物季。

墨西哥总统辛鲍姆表示与美国总统特朗普进行了非常好的会谈，已排除美方在墨采取军事行动的可能性。当地时间1月12日晨间，墨西哥总统辛鲍姆与美国总统特朗普进行了2026年的首次电话通话，双方在墨西哥与美国共同关注的领域和议题上交流了意见。辛鲍姆在其社交平台上发文表示：“我们与美国总统特朗普进行了非常好的会谈。我们讨论了诸多议题，包括在尊重国家主权的前提下保障安全、打击毒品走私、贸易和投资等。”

特朗普威胁古巴尽快与美国合作。美国总统特朗普1月11日表示，古巴多年来依赖委内瑞拉提供的石油和资金，而古巴则向委内瑞拉提供安保服务。然而，

上周美国的行动已摧毁大部分古巴人员，委内瑞拉现在由美国保护，委内瑞拉不会再向古巴提供石油和资金。他建议古巴尽快达成协议，否则后果严重。

美国推迟打击伊朗，但仍保持相当的可能性。当地时间1月16日，美国总统特朗普在白宫表示，他“说服了自己”暂缓对伊朗采取军事行动，并感谢伊朗政府没有对他所称的“数百名政治犯”执行死刑。他表示，伊朗取消了对800多人的绞刑，非常尊重他们的做法。据媒体报道，在美国总统特朗普权衡对伊朗采取军事打击或继续外交谈判的关键时期，以色列总理内塔尼亚胡与特朗普14日、15日接连通电话。内塔尼亚胡请求特朗普暂缓对伊朗采取军事行动，为以色列应对可能的报复预留更多准备时间。

美国总统特使威特科夫透露，美国已向伊朗传递直接信息。威特科夫称，伊朗经济状况严峻，并表示若伊朗希望回归国际社会，可通过外交方式解决相关问题，其中，铀浓缩、导弹、敏感材料以及“地区代理武装”是四项关键议题。威特科夫还称，如果无法通过外交方式解决相关问题，那么“替代方案将非常糟糕”。与此同时，**美国正在加紧中东的军事部署。**美军“林肯”号航母打击群将部署至中东地区，届时美国的打击能力将得到显著提升，预计该打击群将于下周抵达。另有未经证实的说法称，“布什”号航母打击群也将前往该地区，该航母于1月13日离开其母港诺福克。**美国国务院多次要求美国公民立即离开伊朗**，制定不依赖美国政府协助的离境计划；如无法离境，留在住所或其他安全建筑内，并储备食物、水、药品及其他生活必需品。

美国威胁提升与伊朗有任何商业往来国家的关税。美国总统特朗普在社交媒体发文称，任何与伊朗进行商业往来的国家，其与美国的所有商业往来都将面临25%的关税，该命令即日起生效。

美国总统特朗普签署一项行政令，旨在阻止各方扣押委内瑞拉存放在美国财政部账户中的石油收入。这笔存放于外国政府存款基金的收入“完全用于主权事务”，任何法院试图扣押该笔资金的行为，都将“对美国的国家安全和外交政策造成实质性损害”。

美国政府将于1月21日开始暂停对75个国家的所有签证办理，以加强对被认为可能成为“公共负担”申请人的审查。受影响的国家包括俄罗斯、巴西、伊朗、伊拉克、埃及、泰国、尼日利亚、也门、阿富汗等。相关措施将持续至完成重新评估。

当地时间 1 月 14 日，美国联邦最高法院未就特朗普政府关税政策的合法性作出裁决，相关案件仍未有最终判定。意味着全球市场仍需等待至少到下周，才能知晓这项标志性经济政策的最终命运。目前 Polymarket 显示市场预计联邦最高法院支持关税的概率为 30%。

欧洲：7 国向格陵兰岛派兵，丹麦与美国初步商讨

欧洲 7 国向格陵兰岛派兵 37 人。1 月 15 日，多个欧洲国家已确认向格陵兰岛派遣军事人员，其中：法国 15 人、德国 13 人、瑞典 3 人、挪威 2 人、芬兰 2 人、英国 1 人、荷兰 1 人。欧洲舆论将此视作象征性“增兵”。公开数据显示，格陵兰岛上现有约 150 至 200 名丹麦军事人员，今年还会进一步增加。美方军事人员约 600 人，包括 150 名现役太空军军人和 450 名承包商。白宫称，欧洲国家向格陵兰派遣军队不会影响特朗普关于格陵兰的决定。

丹麦外交大臣拉尔斯·洛克·拉斯穆森在华盛顿的记者会上表示，丹麦已同意与美国和格陵兰成立一个高级别工作组，讨论这个北极岛屿的未来。拉斯穆森称，通过这次会晤未能改变美国在格陵兰岛问题上的立场。美国白宫新闻秘书莱维特表示，美国与丹麦和格陵兰的会晤富有成效，将继续与丹麦和格陵兰进行对话。

日本：高市早苗正式决定解散众议院

日本首相高市早苗已正式向执政联盟高层传达了将于 1 月 23 日解散众议院、提前举行大选的决定。主要选举日程方案是“1 月 27 日发布公告、2 月 8 日投计票”和“2 月 3 日发布公告、2 月 15 日投计票”。高市早苗将于 19 日的记者会上就解散众议院进行说明。此外，自民党干事长铃木俊一表示，自民党将加紧准备众议院选举。

日本最大在野党立宪民主党与公明党就组建新党达成一致，并将考虑呼吁包括国民民主党在内的其他政党也参与到新党中。分析认为，立宪民主党与公明党拟通过加强合作、扩大支持面，在即将到来的众议院选举中共同对抗高市早苗阵营。

日本央行金融市场部将于2月26日召开“市场操作会议”，讨论近期市场发展、央行操作、国债市场流动性和功能性以及货币市场。日本央行行长植田和男重申，若经济和物价发展符合预期，将继续加息。

部分中国企业通知日企停止新签稀土合同。据共同社报道，10日获悉，部分销售稀土的中国国有企业已通知部分日本企业不再签订新的合同。这是中国宣布加强两用物项对日出口管制以来，首次确认到日企购买稀土被拒。日本野村综合研究所的一项评估称，若中国对日稀土出口限制持续3个月，将造成6600亿日元左右的损失，令日本年度GDP下降0.11%；若持续1年，损失将达2.6万亿日元左右，GDP将减少0.43%。

其他地区：世行上调全球经济预期，加拿大总理访华

世界银行发布最新一期《全球经济展望》报告，将2026年全球经济增长预期上调至2.6%，比上次预测值高出0.2个百分点。报告预计，美国GDP增速将在2026年达到2.2%，欧元区经济增速将放缓至0.9%，日本经济增速将放缓至0.8%。

加拿大总理卡尼应邀对中国进行正式访问。双方就深化经贸合作达成广泛共识，签署《中国—加拿大经贸合作路线图》。根据最新调整安排，加方将给予中国电动汽车每年4.9万辆的配额，配额内享受6.1%的最惠国关税待遇，不再征收100%附加税，配额数量将按一定比例逐年增长。

韩国检方要求判处前总统尹锡悦死刑。韩国首尔中央地方法院宣布，将于2月19日对前总统尹锡悦涉嫌触犯“内乱罪”一案进行一审宣判。在1月13日晚进行的该案一审结案庭审中，韩国检方要求法院以内乱头目嫌疑判处尹锡悦死刑。

【本周关注】

美国 PCE、密歇根大学数据，英国、日本 CPI

1月19日	日本11月核心机械订单 欧元区12月CPI终值
1月20日	欧元区1月ZEW指数
1月21日	英国12月CPI 美国9、10月建造支出补发
1月22日	日本12月贸易账 美国三季度GDP终值 美国10、11月PCE数据
1月23日	日本12月CPI 美国1月密歇根大学调查数据

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司法管辖区不能出售或分发。

此报告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”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第1, 4类牌照。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。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，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，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。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，并独立判断相关信息。

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，应咨询独立的专业意见。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。

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的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。