

2026 年 1 月 26 日

## 旧秩序已终结，地缘政治风险主导全球市场

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 (1/19): 美国系列通胀数据发布, 不足以推动加快降息
- 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

### 主要大类资产走势:

	2026-01-23	周变动
美国国债收益率10Y	4.24	0.0 bp
美国国债收益率2Y	3.60	1.0 bp
日本国债收益率10Y	2.24	7.5 bp
日本国债收益率2Y	1.22	3.4 bp
德国国债收益率10Y	2.90	7.0 bp
德国国债收益率2Y	2.13	3.0 bp
标普500指数	6915.61	-0.35 %
纳斯达克指数	23501.24	-0.06 %
道琼斯工业指数	49098.71	-0.53 %
日经225指数	53846.87	-0.17 %
伦敦富时100指数	10143.44	-0.90 %
巴黎CAC40指数	8143.05	-1.40 %
德国DAX指数	24900.71	-1.57 %
伦敦现货黄金	4946.25	7.27 %
英国布伦特原油现货	68.73	1.40 %
美元指数	97.5053	-1.88 %
欧元兑美元	1.1828	230 pips
英镑兑美元	1.3646	269 pips
美元兑日元	155.7175	-23510 pips
美元兑人民币	6.9642	-48 pips

### 【一周综述】

全球笼罩在“旧秩序终结”的阴影中，地缘政治持续成为主导全球市场的力量。年初以来贵金属大幅上涨，亚太科技股走强，欧美股市、国债走跌，原油价格攀升。美国市场再现“股债汇三杀”，市场波动导致特朗普在格陵兰岛问题上再次“TACO”。重磅美国经济数据陆续发布，依旧呈现“K型”复苏的割裂状态。GDP增长强劲，但结构矛盾，居民收入与消费割裂，通胀预期下行。增长强劲而通胀温和的“金发女孩经济”即便政府“停摆”也不受影响，美国经济似乎“过于好了”，但关于美国数据质量的质疑也有所增加。美联储主席候选人座次再次发生变化，来自华尔街的里克·里德成为最为热门的人选。日本方面，日央行按兵不动，高市早苗宣布解散众议院。由于各党均提出消费税减税的方案，财政忧虑下日债收益率大幅攀升，成为全球债市走软的另一个因素。

### 【交易模式】

地缘风险引发通胀与避险交易

### 【关键数据】

**美国:** GDP 增长超预期, “停摆”期间消费收入分化, PCE 物价指数保持稳定, 消费者信心指数上修, 通胀预期下修。**欧洲:** 英国通胀回升, 景气指数回暖。**日本:** 通胀大幅回落, PMI 全面回升。

### 【重要事件】

**美国:** 格陵兰问题继续拉锯, 美联储人选位次变化。**欧洲:** 暂停对美报复性关税六个月, 加强格陵兰军事存在。**日本:** 高市解散众议院, 日央行维持利率不变。**其他地区:** 美俄乌首次三方会谈结束。

### 【本周关注】

美联储议息会议、美国 PPI、欧元区 GDP

## 目 录

<b>【一周综述】</b> .....	1
旧秩序已终结，地缘政治风险主导全球市场.....	1
<b>【交易模式】</b> .....	3
地缘风险引发通胀与避险交易.....	3
<b>【关键数据】</b> .....	4
美国：GDP 增长超预期，“停摆”期间消费收入分化.....	4
欧洲：英国通胀回升，景气指数回暖.....	7
日本：通胀大幅回落，PMI 全面回升 .....	8
<b>【重要事件】</b> .....	10
美国：格陵兰问题继续拉锯，美联储人选位次变化.....	10
欧洲：暂停对美报复性关税六个月，加强格陵兰军事存在.....	12
日本：高市解散众议院，日央行维持利率不变.....	13
其他地区：美俄乌首次三方会谈结束.....	14
<b>【本周关注】</b> .....	16
美联储议息会议、美国 PPI、欧元区 GDP.....	16

## 【一周综述】

### 旧秩序已终结，地缘政治风险主导全球市场

随着上周达沃斯论坛落下帷幕，全球笼罩在“旧秩序终结”的阴影中。2026年开始仅不到四周，在特朗普政府“新门罗主义”（其自称“唐罗主义”）战略下，委内瑞拉、格陵兰岛（丹麦）、加拿大、古巴、伊朗等多国成为地缘政治博弈的中心。加拿大总理卡尼上周在达沃斯论坛发言称，**旧的秩序一去不回，呼吁中等强国通过联合行动争取真正的战略自主**，引发全球共鸣。

**地缘政治持续成为主导全球市场的力量**。贵金属成为最大赢家，伦敦现货黄金与白银已较年初分别上涨 15.4% 和 44.4%；远离冲突中心的亚洲科技类股票大幅上涨，日经 225、韩国综合指数、上证科创综指、恒生科技指数年初以来分别上涨 7.0%、18.4%、16.1% 和 5.1%；相比之下，欧美股市大幅波动，年初以来整体走平；各国国债收益率普遍升高，10 年期美国国债与日本国债收益率分别较年初升高 7bp 和 17bp。美国对伊朗可能的军事打击推升油价，ICE 布油今年以来以上升 7.4%。**在我们统计的全球交易模式中，开年以来通胀交易次数最多，其次为避险交易，均为地缘政治紧张所致，第三多的是宽松交易，或与特朗普即将宣布美联储主席新人选有关。**

上周美国市场再现“股债汇三杀”。1月20日，随着总统特朗普再次重申有关攫取格陵兰岛的强硬言论，威胁提高对欧洲八国的关税，美国三大股指全线收跌，道指、标普 500、纳指分别单日下跌 1.76%、2.06% 和 2.39%，市场避险情绪盛行，资金逃离美国资产，美元指数单日下跌 0.50%。丹麦养老金运营商称正退出美国国债市场，导致 10 年期美债收益率单日飙涨 8bp。

市场波动导致特朗普在格陵兰岛问题上再次“TACO”。特朗普称其在达沃斯论坛期间与北约秘书长马克·吕特“就格陵兰问题形成了一项未来协议的框架”，并撤回了对八国的关税威胁。作为回应，欧盟委员会表示，将提议再次暂停针对美国的 930 亿欧元报复性贸易措施六个月，这一措施原定于 2 月 7 日生效。相关事态的缓和令欧美股票市场在上周后三个交易日有所修复，但危机远未解除，对伊朗和古巴的威胁令黄金、原油继续大涨。

重磅美国经济数据陆续发布，依旧呈现“K 型”复苏的割裂状态。一是美国三季度 GDP 环比折年率上修至 4.4%，显示经济强劲，但结构矛盾突出。从国民

经济恒等式看，消费高增长，而进口明显下行，通常应该消耗大量库存，除非国内生产大幅增加，但从美国工业生产、产能利用率、制造业订单、制造业新增就业及制造业 PMI 来看迹象并不明显。二是消费与收入反差强烈。10 月、11 月消费数据在政府“停摆”期间意外表现强劲，PCE 连续两个月环比增长 0.5%，但个人可支配收入走弱，与消费增长形成反差。三是通胀压力温和下行，10 月、11 月核心 PCE 价格分别同比上涨 2.7%、2.8%，2026 年 1 月密歇根大学通胀预期也被下修。增长强劲而通胀温和的“金发女孩经济”即便政府“停摆”也不受影响，美国经济似乎“过于好了”，并成为特朗普在达沃斯论坛上吹嘘的筹码。但关于美国数据质量的质疑也有所增加，特别是自去年特朗普撤换劳工部统计局长、以及政府“停摆”导致大量数据延后发布甚至缺失以来。

**美联储主席候选人座次再次发生变化。**目前贝莱德全球固定收益首席投资官里克·里德成为最为热门的人选，Polymarket 网站预计概率达到 50%。在华尔街的资历、鸽派的政策利率立场、以及对美联储改革持开放态度，增强了他获得这一央行最高职位的筹码。不过在本周美联储即将召开的议息会议上，市场预期将保持按兵不动。

**最后关注日本，高市早苗宣布解散众议院，选战即将开始。**日本众议院选举将于 2 月 8 日投计票，从解散到投计票共 16 天，是战后最短的选战。选举将争夺 289 个小选区议席、176 个比例代表议席，共计 465 个议席。与上次选举相比，政权的框架发生了变化：自民党与公明党的联盟被解除，日本维新会以内阁外合作的形式加入高市政权。从解散时的众议院各党派势力来看，执政党各派系席位共计 233 席，勉强超过半数。由于目前高市内阁支持率保持在 70% 以上，重新选举意在扩大众议院席位优势。若选举后能建立稳定多数政权（例如自民党单独过半），将有助于减少推动预算案、修订国家安全战略、设立国家情报局等议程在国会通过的阻力。

**日本央行按兵不动，日本国债收益率攀升。**上周日本央行维持 0.75% 的政策利率不变，符合市场预期，同时上调了经济预期，并表示通胀依旧温和，上半年或继续回落。但受日本众议院选举各党均提出消费税减税的方案影响，市场对日本财政可持续性的担忧加剧，海外投资者大举卖出日债，从而推升日债收益率，也成为全球债市走软的另一个因素。

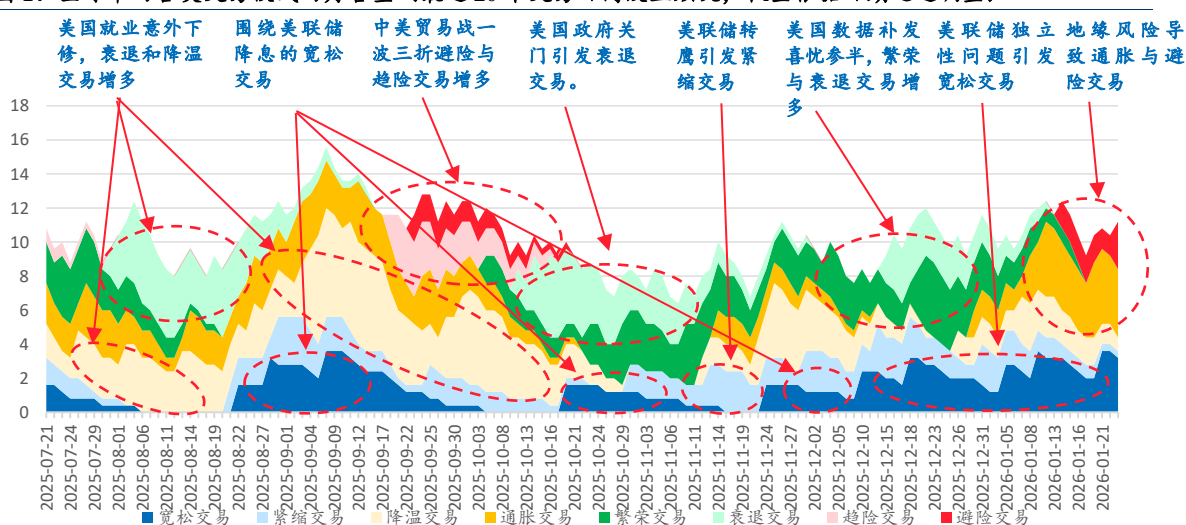
## 【交易模式】

### 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
1月19日	1月20日	1月21日	1月22日	1月23日
不确定	通胀交易	宽松交易	不确定	避险交易

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		

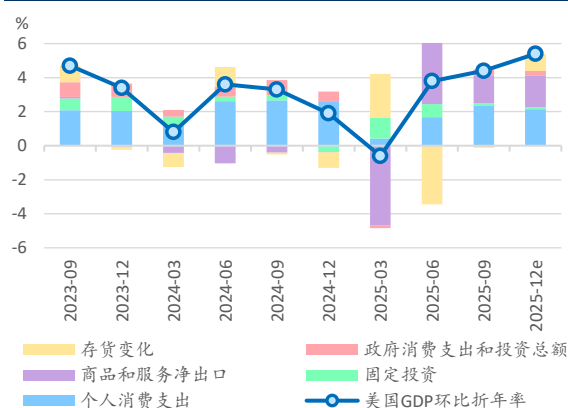
具体规则详见研报:《全球市场的交易模式: 框架构建》(民银证券, 2024年9月4日)

## 【关键数据】

### 美国：GDP 增长超预期，“停摆”期间消费收入分化

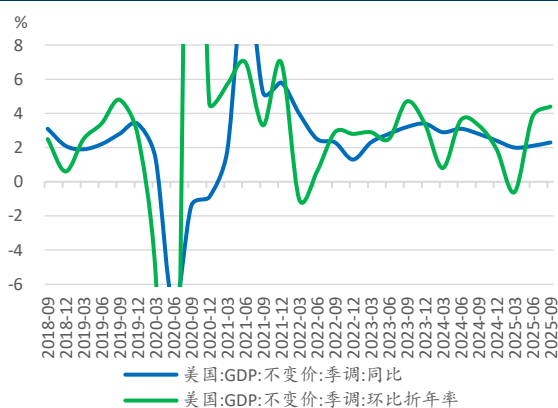
美国 2025 年三季度 GDP 小幅上修，四季度预期强劲。三季度美国 GDP 季调环比折年终值+4.4%（初期+4.3%，前值-0.5%）。其中，个人消费贡献+2.34pp（初值+2.39pp，前值+1.68pp），固定资产投资贡献+0.15pp（初值+0.19pp，前值+0.77pp），净出口贡献+1.62pp（初值+1.59pp，前值+4.83pp），政府部门贡献+0.38pp（初值+0.39pp，前值-0.01pp），存货变化贡献-0.12pp（初值-0.22pp，前值-3.44pp）。

图 2：美国 GDP 季调环比结构分解



数据来源：美国经济分析局，亚特兰大联储，Wind

图 3：美国 GDP 季调环比与同比



数据来源：美国经济分析局，Wind

政府“停摆”期间消费强劲增长。补发的 2025 年 10 月、11 月个人消费支出（PCE）分别季调环比+0.5%、+0.5%（9 月+0.4%），季调同比+5.3%、5.4%（9 月+5.2%）。按不变价格计算，季调环比+0.3%、+0.3%（9 月+0.1%），季调同比+2.6%、2.6%（9 月+2.4%）。

图 4：美国个人消费支出：名义季调同比、环比



数据来源：美国经济分析局，Wind

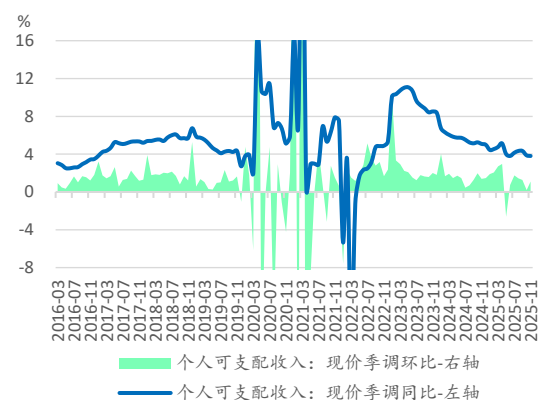
图 5：美国个人消费支出：实际季调同比、环比



数据来源：美国经济分析局，Wind

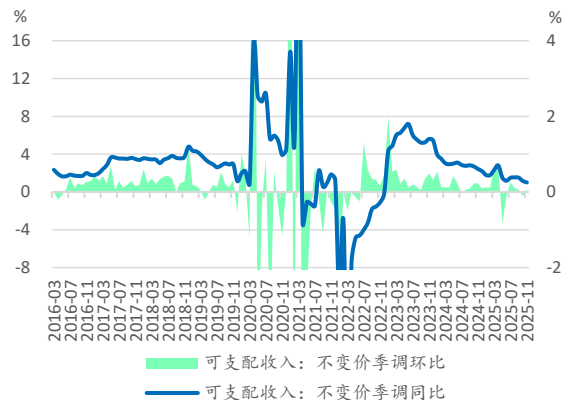
**个人可支配收入增速回落。**补发的2025年10月、11月个人可支配收入现价季调分别环比+0.1%、+0.3%（9月+0.3%），季调同比+3.9%、+3.8%（9月+4.3%）。按不变价格计算，季调环比-0.1%、+0.1%（9月+0.1%），季调同比+1.2%、+1.0%（9月+1.5%）。居民收入与消费增速分化。

图 6：美国个人可支配收入：名义季调同比、环比



数据来源：美国经济分析局，Wind

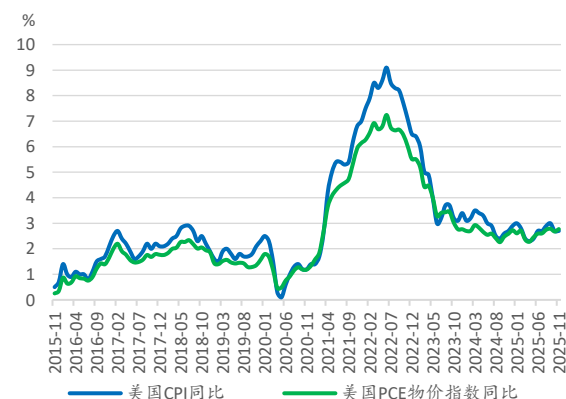
图 7：美国个人可支配收入：实际季调同比、环比



数据来源：美国经济分析局，Wind

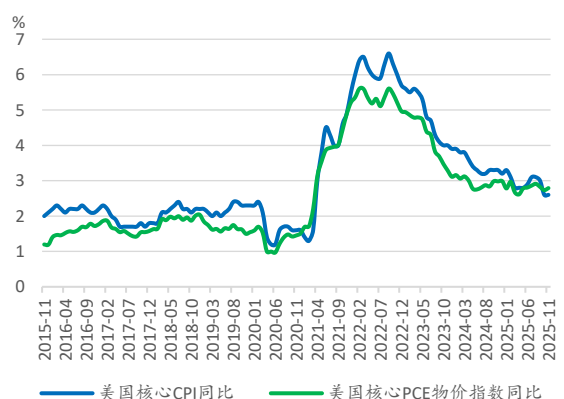
**PCE 物价指数保持稳定。**补发的2025年10月、11月PCE物价指数分别季调环比+0.2%、0.2%（9月+0.3%），季调同比+2.7%、+2.8%（9月+2.8%）。10月、11月核心PCE物价指数季调环比+0.2%、+0.2%（预期+0.3%，9月+0.2%），同比+2.7%、+2.8%（预期+2.9%，9月+2.8%）。

图 8：美国 CPI 与 PCE 物价指数同比



数据来源：美国经济分析局，Wind

图 9：美国核心 CPI 与 PCE 核心物价指数同比



数据来源：美国经济分析局，Wind

**其他数据：建造支出同比继续下降，PMI 回落，密歇根大学消费者信心指数上修，通胀预期下修。**补发的2025年9月、10月建造支出分别季调环比-0.6%、+0.5%（8月+0.4%），季调同比-1.5%、-1.0%（8月-1.3%），住宅建造支出季调环比-1.4%、+1.3%（8月+1.0%），季调同比-2.5%、-1.2%（8月-1.7%），非住宅建造支出季调环比 0.0%、0.0%（8月 0.0%），季调同比-0.8%、-0.9%（8

月-1.0%)。2026年1月堪萨斯联储制造业指数0.0(前值1.0),标普全球制造业PMI初值51.9(前值51.8),服务业PMI初值52.5(前值52.5),综合PMI初值52.8(前值52.7)。密歇根大学消费者信心指数终值56.4(初值54.0,前值52.9),现状指数终值55.4(初值52.4,前值50.4),预期指数终值57.0(初值55.0,前值54.6),1年通胀终值+4.0%(初值+4.2%,前值+4.2%),5年通胀终值+3.3%(初值+3.4%,前值+3.2%)。

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		
整体经济	GDP季度-季调环比年率	3.8			4.4						↗
	GDP季度-同比	2.1			2.3						↗
消费	名义个人消费支出(PCE)-季调环比	0.5	0.7	0.6	0.4	0.5	0.5				→
	实际个人消费支出(PCE)-季调环比	0.3	0.5	0.3	0.1	0.3	0.3				→
	名义个人可支配收入-季调环比	0.2	0.4	0.4	0.3	0.1	0.3				↗
	实际个人可支配收入-季调环比	-0.1	0.3	0.1	0.1	-0.1	0.1				↗
房地产	建造支出-季调环比	0.5	0.4	0.4	-0.6	0.5					↗
	建造支出-住宅-季调环比	1.1	0.7	1.0	-1.4	1.3					↗
	建造支出-非住宅-季调环比	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0					→
通货膨胀	PCE物价-同比	2.6	2.6	2.7	2.8	2.7	2.8				↗
	PCE物价-季调环比	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2				→
	核心PCE物价-同比	2.8	2.9	2.9	2.8	2.7	2.8				↗
	核心PCE物价-季调环比	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2				→
PMI指数	标普全球制造业PMI	52.9	49.8	53.0	52.0	52.5	52.2	51.8	51.9		↗
	标普全球服务业PMI	52.9	55.7	54.5	54.2	54.8	54.1	52.5	52.5		→
	标普全球综合PMI	52.9	55.1	54.6	53.9	54.6	54.2	52.7	52.8		↗
	堪萨斯联储制造业指数	-2.0	1.0	1.0	4.0	6.0	8.0	1.0	0.0		↘
经济前景指数	密歇根大学消费者信心指数	60.7	61.7	58.2	55.1	53.6	51.0	52.9	56.4		↗
	现状指数	64.8	68.0	61.7	60.4	58.6	51.1	50.4	55.4		↗
	预期指数	58.1	57.7	55.9	51.7	50.3	51.0	54.6	57.0		↗
	1年通胀预期	5.0	4.5	4.8	4.7	4.6	4.5	4.2	4.0		↘
5年通胀预期	4.0	3.4	3.5	3.7	3.9	3.4	3.2	3.3		↘	
周度数据	周	5 Dec.	12 Dec.	19 Dec.	26 Dec.	2 Jan.	9 Jan.	16 Jan.	23 Jan.		
	GDPNow-GDP季调环比折年增速预测				3.0		5.1	5.3	5.4		↗
	纽约联储周度经济指数	2.29	2.31	2.21	2.51	1.88	2.48	2.34			↘
	红皮书商业零售-同比	5.7	6.2	7.2	7.6	7.1	5.7	5.5			↘
	当周初次申请失业金人数-万人	23.7	22.4	21.5	20.0	20.7	19.9	20.0			↗
	持续领取失业金人数-万人	188.5	191.3	185.8	190.3	187.5	184.9				↘
	美联储资产负债表周变动-亿美元	-166.38	35.22	175.58	243.70	593.87	-670.16	80.98	28.80		↘
	联储银行准备金周变动-亿美元	-198.23	956.03	-401.15	468.62	-1270.73	1695.56	387.63	-1052.35		↘
	财政部一般账户(TGA)周变动-亿美元	88.45	-1026.96	555.90	-598.80	713.16	-892.82	-65.10	941.08		↗
	存款机构逆回购协议周变动-亿美元	1.70	-10.10	6.86	-107.06	1406.59	-1338.98	-105.49	56.37		↗

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

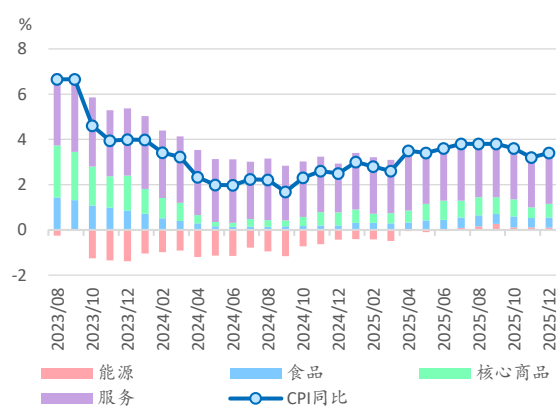
**周度数据:** 亚特兰大联储1月22日更新的GDPNow预测数据显示, 2025年四季度美国GDP预计季调年化环比+5.4%(上周为+5.3%)。1月10日当周纽约联储周度经济指数(WEI)为+2.34%(前值由+2.45%上修至+2.48%), 当周红皮书商业零售同比+5.5%(前值+5.7%); 当周美国初请失业金人数20.0万人(前值由19.8万人上修至19.9万人), 前周续请失业金人数184.9万人(前值由188.4万下修至187.5万)。1月21日美联储资产负债表规模较上周+28.80亿美元(前值+80.98亿), 联储银行准备金-1052.35亿美元(前值+387.64亿),

财政部一般账户 (TGA) +941.08 亿美元 (前值-65.1 亿), 逆回购协议较上周亿美元+56.37 亿美元 (前值-105.49 亿)。

## 欧洲：英国通胀回升，景气指数回暖

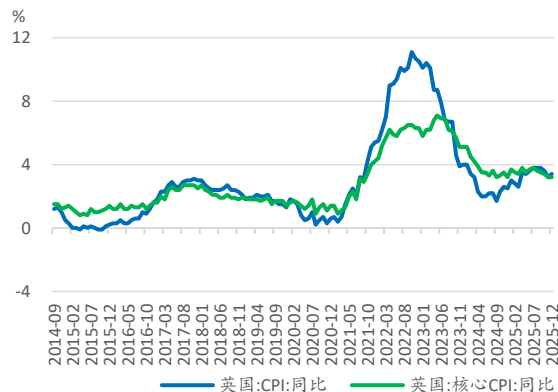
**英国通胀回升且略高于预期。**英国 2025 年 12 月 CPI 同比+3.4% (预期+3.3%, 前值+3.2%), 环比+0.4% (预期+0.4%, 前值-0.2%)。核心 CPI 同比+3.2% (预期+3.3%, 前值+3.2%), 环比+0.3% (预期+0.3%, 前值-0.2%)。分项中, 食品同比+4.4% (前值+4.0%), 能源同比+1.7% (前值+1.9%), 服务同比+4.5% (前值+4.4%)。

图 10: 英国 CPI 同比分解



数据来源：英国统计局，Wind

图 11: 英国 CPI 与核心 CPI



数据来源：英国统计局，Wind

**其他数据：欧元区 CPI 小幅下修，营建产出回落，ZEW 景气指数与消费者信心指数回升，英国零售销售回暖，失业率持平，制造业 PMI 回升，服务业下降。**欧元区 2025 年 12 月 CPI 终值同比+1.9% (初值+2.0%, 前值+2.1%)；德国 PPI 同比-2.5% (前值-2.3%)，英国 PPI 同比+3.4% (前值+3.4%)，英国 12 月零售销售指数同比+4.2% (前值+3.7%)。2025 年 11 月，欧元区营建产出季调环比-1.1% (前值+1.7)，同比-0.8% (前值+1.9%)。英国 11 月失业率为 5.1% (前值 5.1%)。2026 年 1 月，欧元区 ZEW 经济现状指数为-18.1 (前值-28.5)，景气指数 40.8 (前值 33.7)，欧元区消费者指数为-12.4 (前值-13.1)，欧盟消费者指数为-11.7 (前值-12.5)，英国 GFK 消费者指数为-16 (前值-17)。欧元区制造业 PMI 初值 49.4 (前值 48.8)，服务业 PMI 初值 51.9 (前值 52.4)，综合 PMI 初值 51.5 (前值 51.5)。

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								
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	英国零售销售指数-同比	1.8	3.0	2.3	3.7	4.0	3.7	4.2		↗
	欧元区20国消费者信心指数	-13.9	-13.4	-14.0	-13.4	-12.5	-12.8	-13.1	-12.4	↗
	欧盟27国消费者信心指数	-13.5	-13.3	-13.5	-13.0	-12.2	-12.4	-12.5	-11.7	↗
	英国GfK消费者信心指数	-18.0	-19.0	-17.0	-19.0	-17.0	-19.0	-17.0	-16.0	↗
工业生产	欧元区营建产出-季调环比	0.2	0.6	-0.1	-0.7	1.7	-1.1			↘
	欧元区营建产出-同比	-0.1	0.7	1.0	-0.4	1.9	-0.8			↘
通胀	欧元区CPI-同比	2.0	2.0	2.0	2.2	2.1	2.1	1.9		↘
	英国CPI同比	3.6	3.8	3.8	3.8	3.6	3.2	3.4		↗
	英国核心CPI同比	3.7	3.8	3.6	3.5	3.4	3.2	3.2		→
	德国PPI同比	-1.3	-1.5	-2.2	-1.7	-1.8	-2.3	-2.5		↘
	英国PPI同比	2.3	2.7	3.2	3.4	3.6	3.4	3.4		→
就业	英国失业率	4.7	4.7	4.8	5.0	5.1	5.1			→
PMI	欧元区制造业PMI	49.5	49.8	50.7	49.8	50.0	49.6	48.8	49.4	↗
	欧元区服务业PMI	50.5	51.0	50.5	51.3	53.0	53.6	52.4	51.9	↘
	欧元区综合PMI	50.6	50.9	51.0	51.2	52.5	52.8	51.5	51.5	→
	英国制造业PMI	47.7	48.0	47.0	46.2	49.7	50.2	50.6	51.6	↗
	英国服务业PMI	52.8	51.8	54.2	50.8	52.3	51.3	51.4	54.3	↗
	英国综合PMI	52.0	51.5	53.5	50.1	52.2	51.2	51.4	53.9	↗
	法国制造业PMI	48.1	48.2	50.4	48.2	48.8	47.8	50.7	51.0	↗
	法国服务业PMI	49.6	48.5	49.8	48.5	48.0	51.4	50.1	47.9	↘
	法国综合PMI	49.2	48.6	49.8	48.1	47.7	50.4	50.0	48.6	↘
	德国制造业PMI	49.0	49.1	49.8	49.5	49.6	48.2	47.0	48.7	↗
	德国服务业PMI	49.7	50.6	49.3	51.5	54.6	53.1	52.7	53.3	↗
德国综合PMI	50.4	50.6	50.5	52.0	53.9	52.4	51.3	52.5	↗	
景气指数	欧元区ZEW经济现状指数	-30.7	-24.2	-31.2	-28.8	-31.8	-27.3	-28.5	-18.1	↗
	欧元区ZEW经济景气指数	35.3	36.1	25.1	26.1	22.7	25.0	33.7	40.8	↗

数据来源: Wind, 民银国际汇总整理

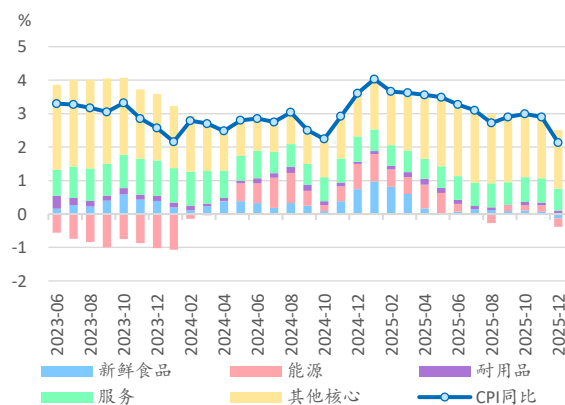
说明 1: 黄色单元格为新发布, 绿色为下修, 红色为上修, 深灰色为修正值持平于初值

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: 通胀大幅回落, PMI 全面回升

12月通胀大幅回落, 主因去年同期基数较高。2025年12月日本CPI同比+2.1% (前值+2.9%), 环比-0.2% (前值+0.3%); 剔除生鲜食品的核心CPI同比+2.4% (预期+2.4%, 前值+3.0%), 环比-0.2% (预期-0.2%, 前值+0.4%); 不包括生鲜食品和能源的CPI同比上涨+2.9% (前值+3.0%)。主要分项中, 食品同比+5.1% (前值+6.0%), 能源同比-3.1% (前值+2.4%), 不含租金服务同比+1.8% (前值+2.1%), 估算租金+0.4% (前值+0.4%), 耐用品+1.4% (前值+1.3%)。

图 12: 日本 CPI 同比涨幅结构



数据来源: 日本统计局, Wind

图 13: 日本 CPI 与核心 CPI 同比



数据来源: 日本统计局, Wind

其他数据：工业生产、产能利用率、核心机械订单均大幅下降，出口同比减速，贸易顺差收窄。2025年11月工业生产指数修正值季调环比-2.7%（初值-2.6%，前值+1.5%），同比-2.2%（初值-2.1%，前值+1.6%）；产能利用率指数环比-10.1%（前值+5.3%），同比-3.4%（前值+2.8%）。核心机械订单季调环比-11.0%（前值+7.0%），同比-1.4%（前值+13.7%）。12月出口同比+5.1%（前值+6.1%），进口同比+5.3%（前值+1.3%），贸易差额 1057 亿日元（前值+3167 亿）。2026年1月制造业 PMI 初值 51.5（前值 50.0），服务业 PMI 初值 53.4（前值 51.6），综合 PMI 初值 52.8（前值 51.1）。

表 5：日本最近一周宏观数据更新汇总

		日本宏观数据汇总								
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	
进出口	出口-同比	-0.5	-2.6	-0.1	4.2	3.6	6.1	5.1		↓
	进口-同比	0.2	-7.5	-5.5	3.0	0.7	1.3	5.3		↑
	贸易差额-亿日元	1476.4	-1232.2	-2501.6	-2424.5	-2321.0	3167.0	1056.9		↓
工业生产	工业产出指数-季调环比	2.1	-1.2	-1.5	2.6	1.5	-2.7			↓
	工业产出指数-同比	4.4	-0.4	-1.6	3.8	1.6	-2.2			↓
	产能利用率指数-环比	6.3	4.8	-18.0	19.1	5.3	-10.1			↓
	产能利用率指数-同比	3.9	-0.5	0.3	2.8	2.8	-3.4			↓
	核心机械订单-季调环比	3.0	-4.6	-0.9	4.2	7.0	-11.0			↓
	核心机械订单-季调同比	7.6	2.6	3.2	7.9	13.7	-1.4			↓
通货膨胀	CPI-同比	3.3	3.1	2.7	2.9	3.0	2.9	2.1		↓
	CPI-季调环比	-0.1	0.2	0.2	-0.1	0.7	0.3	-0.2		↓
	核心CPI-同比	3.3	3.1	2.7	2.9	3.0	3.0	2.4		↓
	核心CPI-季调环比	0.0	0.2	0.0	-0.2	0.6	0.4	-0.2		↓
PMI	制造业PMI	50.1	48.9	49.7	48.5	48.2	48.7	50.0	51.5	↑
	服务业PMI	51.7	53.6	53.1	53.3	53.1	53.2	51.6	53.4	↑
	综合PMI	51.5	51.6	52.0	51.3	51.5	52.0	51.1	52.8	↑

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：格陵兰问题继续拉锯，美联储人选位次变化

**特朗普在达沃斯论坛发言。**特朗普 1 月 21 日在瑞士达沃斯举办的世界经济论坛年会上发表万众瞩目的演说并与主持人对谈。随后他又与北约秘书长吕特会晤，并接受了媒体采访。**关于经济**，特朗普表示预计美国第四季经济增速在 5.4%；称美股近期的下跌和之前的涨幅相比微不足道，未来市场将翻倍；美国正“大力发展”核能，已签署指令批准多座核反应堆；重申要求国会将信用卡利率上限设定为 10%，为期一年；将在“不远的未来”宣布美联储主席人选，里克·里德和凯文·沃什都是不错的人选。**关于地缘政治**，特朗普表示要求立即就获取格陵兰进行谈判，但不想动用武力夺取。特朗普指责加拿大总理卡尼对美国没有心怀感恩，称美国将在格陵兰建立有史以来最宏伟的“金穹”，也将为加拿大提供防护；美国希望拥有强大而非被严重削弱的盟友，想要欧洲保持强大；批评欧洲过去 10 年形成的文化正在毁掉当地；所有大型石油公司都将随美国进入委内瑞拉，美国将与该国“分成”石油收入；威胁道如果哈马斯不同意和平，则将“迅速灰飞烟灭”；称中东地区存在“小火苗”，但总体和平；重申将对毒品网络发动地面打击。

**特朗普取消对欧洲 8 国加征关税，与北约就就格陵兰达成“框架性协议”。**当地时间周三（1 月 21 日），美国总统特朗普表示，他已与北约秘书长马克·吕特“就格陵兰问题形成了一项未来协议的框架”。基于这项谈判成果，他将不会付诸实施原定于 2 月 1 日生效、针对一系列欧洲国家的惩罚性关税。但特朗普威胁称，如果欧洲国家因其与格陵兰岛相关的关税威胁而抛售美国资产，美方将进行“强烈报复”。

**美国总统特朗普表示，美国预计将获得对格陵兰岛上美军基地所在区域的“主权”。**据悉，这不涉及美国全面接管格陵兰，而是使包括皮图菲克太空基地在内的美军设施成为美国主权控制区域。格陵兰方面已明确表示反对，称主权问题是“不可逾越的红线”。特朗普此前表示，正在推进中的格陵兰岛协议将赋予美国“一切想要的军事进入权”。

**美国总统特朗普近日宣布成立所谓加沙“和平委员会”，并向多国发出入会邀请函。**根据披露的相关章程草案副本，该委员会将由特朗普担任“终身主席”，据称要“首先处理加沙冲突，之后将扩展至应对其他冲突”。该委员会成员任

期限限制为三年，但支付 10 亿美元以资助该委员会活动可获得永久成员资格。1 月 20 日，美国总统特朗普在一场白宫记者会上表示，联合国应继续存在，但“和平委员会”可能会取而代之。目前欧盟及包括法国、西班牙在内的部分欧洲国家都对该做法提出质疑。分析认为，美方欲将所谓“和平委员会”打造成平行于联合国的机构，将损害联合国权威和工作机制。

**美国总统特朗普表示，美国正调集重兵前往伊朗，并对伊拉克发出警告。**他还表示，对所有与伊朗进行贸易往来的国家加征 25% 的关税很快就会生效。另外，美国对与伊朗能源和航运体系相关的多家实体及船只实施新一轮制裁。1 月 22 日，美军“亚伯拉罕·林肯”号航母打击群现已抵达印度洋，此外，更多美国运输机与空中加油机也已抵达该地区。近日，特朗普撤回了对伊朗发动打击的威胁。但在 22 日，特朗普证实，军事准备工作仍在继续。此外，特朗普还对伊拉克发出最强硬警告称，如果伊朗支持的武装组织进入下届伊拉克政府，美国将对伊拉克政府进行制裁，可能包括切断其至关重要的石油收入。

**特朗普政府正考虑全面封锁古巴石油进口。**据美媒报道，特朗普政府正在考虑对古巴的石油进口实施全面封锁，该计划得到美国国务卿鲁比奥的支持，但这一举措尚未被批准。另有报道称，特朗普政府正在古巴政府内部寻找“内线”，试图于“今年年底前颠覆古巴政权”。

**特朗普就联邦高院裁决关税问题在记者会上接受记者提问。**在被问及如果联邦高院就关税问题作出不利裁决，是否会影响美国针对格陵兰岛的安全政策时，特朗普表示，如果现行关税工具受限，他“可以使用其他方式”，例如通过“许可制度”等替代手段。他强调，目前正在使用的方式是“最好、最强、最快、最简单、最不复杂的”，但并非唯一选择。美国联邦高院仍未就特朗普关税相关事宜作出裁决。目前，特朗普政府正在就下级法院的裁决提出上诉。

**美联储热门人选再次发生变化。**对于美联储主席人选，特朗普表示，很快就会公布，自己心中已有人选，已结束对美联储主席候选人的面试。Polymarket 网站显示，美联储候选人获胜概率第一位已变为“黑马”贝莱德全球固定收益首席投资官里克·里德，为 50%。据美媒报道，这位金融高管近期与特朗普总统的闭门会面，给与会者留下了积极印象，特朗普政府征询对候选人简短名单的看法时，里德尔获得债券市场参与者积极反馈。美联储前理事凯文·沃什的当选概率为 31%，排在第二。美联储理事克里斯托弗·沃勒克里斯托福·沃勒为 8%，此

前呼声最高的白宫国家经济委员会主任哈塞特已降至 6%，特朗普此前表示更倾向于哈塞特留任现有职位。

**美财长暗示可能取消对印度额外征收的 25% 关税。**美国财政部长贝森特表示，鉴于印度从俄罗斯进口的石油量大幅减少，美国有可能取消对印度额外征收的 25% 关税。

**美国资产再次遭遇抛售压力。**上周二美国市场再现“股债汇三杀”，尽管随后三个交易日有所缓和，但全周美债收益率小幅走高，美股与美元指数均下行。美国银行表示，在美国总统特朗普威胁因格陵兰岛问题对部分欧洲国家加征关税的一周里，美股资金流出接近 170 亿美元。值得注意的是，印度正加入部分主要经济体的行列，逐步撤离美国债券市场，其持有的美国国债规模已降至 1740 亿美元，较 2023 年峰值下降 26%，为五年来最低水平。与此同时，瑞典最大私人养老基金、丹麦“学界养老基金”也正在或计划抛售美债。

**明尼苏达再爆 ICE 执法枪击案件。**当地时间 1 月 24 日，美国明尼苏达州最大城市明尼阿波利斯再次发生移民执法枪击事件，造成一人死亡。社交媒体的一段视频则显示，多名联邦执法人员在一家店铺外试图“跪压”制服一名男子，其间响起枪响，男子随即倒地。美联社称，事发后，附近民众与联邦执法人员发生冲突，数百抗议者走上街头。明尼苏达州州长蒂姆·沃尔兹称，这是“另一起可怕的枪击事件”，他已就此事紧急联络白宫，呼吁立即结束在该州的移民执法行动。

## 欧洲：暂停对美报复性关税六个月，加强格陵兰军事存在

**欧盟提议暂停对美报复性关税六个月。**欧盟委员会表示，将提议再次暂停针对美国的 930 亿欧元报复性贸易措施六个月，这一措施原定于 2 月 7 日生效。欧盟多国此前考虑对价值 930 亿欧元的输欧美国商品加征关税，或限制美国企业进入欧盟市场，以反制美国总统特朗普为得到格陵兰岛而对欧洲 8 国加征关税，但随后特朗普宣布取消这一关税。

**欧洲议会宣布冻结对去年 7 月与美国达成的贸易协议的批准程序。**这被视为欧盟对特朗普最新施压举措作出的首次回应。特朗普此前威胁对欧洲八个国家加征关税，直到相关方就美国“购买格陵兰岛”达成协议。

格陵兰领导人表示主权和领土完整是不可逾越的红线。当地时间 1 月 22 日，格陵兰岛自治政府总理延斯-弗雷德里克·尼尔森在这一丹麦自治领地的首府努克举行新闻发布会说，格陵兰岛选择丹麦王国，选择欧盟。尼尔森重申，主权和领土完整是不可逾越的红线。他表示，除了格陵兰岛和丹麦外，任何人都无权就格陵兰岛和丹麦之间的协议达成协议。格陵兰岛自治政府已做好准备，迎接在该岛更大规模的军事存在。

丹麦计划今年向格陵兰派遣超千名作战士兵。丹麦目前正在制定计划，拟于 2026 年向格陵兰岛派遣多达 1000 名作战士兵。海军和空军也可能参与其中。丹麦国防军 23 日在格陵兰岛的康克鲁斯瓦格设立了一个临时军事区，用于存放装备。26 日，格陵兰岛首府的努克港口码头将设立另一临时军事区。

刚刚加入欧元区的保加利亚遭遇总统辞呈。1 月 23 日，保加利亚宪法法院接受时任总统鲁门·拉德夫的辞呈，根据宪法，副总统伊利亚娜·约托娃接任总统职务，直至任期结束，使其成为保加利亚历史上首位女总统。

## 日本：高市解散众议院，日央行维持利率不变

高市早苗在内阁会议上决定解散众议院。当地时间 23 日上午，日本首相高市早苗在内阁会议上决定解散众议院。本届日本国会众议院议员的任期原定于 2028 年 10 月届满。日本宪法规定，众议院选举后 30 天内须召集国会，举行首相指名选举。当日日本众议院议长额贺福志郎在众议院全体会议上宣读解散诏书，日本众议院正式解散，这也是日本众议院 60 年来首次在国会例会开幕日解散。

日本央行维持基准利率在 0.75% 不变。日本央行 1 月 23 日在结束为期两天的货币政策会议后宣布，维持现行利率水平不变。日本央行同时发表经济与物价形势展望报告，将 2025 财年日本经济增长率上调至 0.9%，2026 财年预计经济增长幅度为 1.0%。关于通胀形势，日本央行认为，2026 年上半年随着大米等食品价格回落，物价涨幅或回落至 2% 以下，但全年来看物价仍将呈缓慢上涨态势。日本央行将 2026 财年通胀预期由 1.8% 上调至 1.9%。日本央行声明称，当前借贷成本处于三十年来的最高水平，将监测其对物价和经济的影响，并据此考虑下一步行动的时机。若经济和物价走势与其预测一致，并随着经济和物价的改善，将继续上调政策利率。日本央行行长植田表示，将密切关注日元走弱的影

响，若债券长期利率异常上升，将购买国债稳定市场。此外，外界对日本当局为遏制日元下跌可能准备进入外汇市场的猜测升温。

日本政府观光局报告显示，去年12月中国内地访日游客数量为33.04万人次，同比大幅下降45.3%。日本最大旅行社日本交通公社预计，由于中国内地游客访日前景不明朗，2026年入境日本的游客数量可能下降3%。

## 其他地区：美俄乌首次三方会谈结束

国际货币基金组织（IMF）发布《世界经济展望》更新报告，将2026年全球经济增长预期上调0.2个百分点至3.3%。IMF同时上调中国、美国、欧元区和日本2026年经济增长预期。报告指出，人工智能带动的信息技术投资增长正成为支撑全球经济的重要动力。

乌克兰、美国和俄罗斯代表团在阿联酋阿布扎比的首次三方谈判已经结束。美国总统特使威特科夫表示，会谈“非常具有建设性”，三方计划下周继续在阿布扎比举行磋商。乌克兰总统泽连斯基表示，这是较长时间以来首次举行的为期两天的三方会谈，对话内容广泛，讨论过程具有建设性。在各方准备继续推进的前提下，将举行下一轮会谈，可能于下周进行。俄罗斯副外长里亚布科夫表示，俄方在谈判中坚持安克雷奇共识。据消息人士透露，在政治小组层面，双方立场分歧依旧明显，特别是针对领土问题。相比之下，军事小组讨论取得一定进展，各方就是否需要部队脱离接触、停火和停止冲突行动的监督机制、设立停火监督与协调中心等问题进行了讨论，俄罗斯代表团在讨论后接受由俄乌美三方参与的方案。

加拿大总理卡尼达沃斯重磅演讲。1月20日，加拿大总理卡尼在达沃斯演讲中表示，旧的秩序一去不回，呼吁中等强国通过联合行动争取真正的战略自主。卡尼表示，加拿大等国家在所谓的“以规则为基础的国际秩序”下发展。尽管这个所谓国际基于规则秩序的故事在某种程度上是虚构的。尤其是美国霸权，帮助提供了公共产品——开放的海上航道、稳定的金融体系、集体安全，以及解决争端的制度框架，但这种交易已经不再奏效。卡尼直言：“中等大国必须共同行动，因为如果我们不在餐桌上，我们就会在菜单上。”卡尼随后表示加拿大正在迅速实现对外关系的多元化，包括同意与欧盟建立全面战略伙伴关系、加入欧洲国防采购安排（SAFE）、与卡塔尔等国达成了新的战略伙伴关系。

此外，加拿大还在与印度、东盟、泰国、菲律宾和南方共同市场（MERCOSUR）谈判自由贸易协定。

## 【本周关注】

### 美联储议息会议、美国 PPI、欧元区 GDP

1月26日	10月、11月芝加哥联储全国活动指数（补发） 美国11月耐用品制造订单
1月27日	美国11月房价指数
1月28日	美联储利率决议
1月29日	美国11月贸易账 美国11月耐用品订单终值
1月30日	欧元区2025年四季度GDP 欧元区12月失业率 美国12月PPI

## 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。