研究报告 • 宏观策略研究

海外宏观周报（2026 年第 44 期）

2026 年 11 月 23 日

怎么看上周全球风险资产的大回撤

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（11/16）：美国通胀持续升温，美债收益率再次走升
- 海外宏观周报（11/9）：非农就业大超预期，中选后美国经济怎么看？
- 海外宏观周报（11/2）：美欧日央行按兵不动，美中期选举即将举行
- 海外宏观周报（10/26）：超级央行周前瞻：美日欧连续加息必要性偏低
- 海外宏观周报（10/19）：国庆假期期间海外宏观大事汇总与简评
- 海外宏观周报（10/7）：国庆假期期间海外宏观大事汇总与简评

主要大类资产走势：

	2026-11-20	较上周变动
美国国债收益率10Y	4.92	-23.0 bp
美国国债收益率2Y	4.63	-25.0 bp
日本国债收益率10Y	2.87	2.9 bp
日本国债收益率2Y	1.85	-0.4 bp
德国国债收益率10Y	3.32	-5.0 bp
德国国债收益率2Y	3.08	-5.0 bp
标普500指数	6910.39	-8.61 %
纳斯达克指数	22617.73	-10.02 %
道琼斯工业指数	48147.33	-8.02 %
日经225指数	56436.65	-7.70 %
伦敦富时100指数	10346.34	-5.10 %
巴黎CAC40指数	7927.75	-5.27 %
德国DAX指数	24802.78	-7.28 %
伦敦现货黄金	3569.80	-8.25 %
英国布伦特原油现货	91.71	-5.07 %
美元指数	103.8404	0.42 %
欧元兑美元	1.0968	-54 pips
英镑兑美元	1.3087	-124 pips
美元兑日元	158.5450	-11570 pips
美元兑人民币	6.6735	28 pips

【一周焦点】

上周全球风险资产出现了罕见的普遍性大回撤。纳斯达克指数已回吐今年以来全部涨幅，铜价、油价与黄价均走低。避险情绪令资金转向美元与美债。**AI 叙事冲击，叠加部分宏观指标转弱，引发了市场的衰退担忧。**沃什在“AI 工作组”听证会的发言令技术泡沫破灭路径引发关注。**部分美国经济指标下行，在一定程度放大了这种担忧：**周度就业数据转弱；生产端显现疲弱迹象；零售销售结构分化。地缘政治仍存较大不确定性，现实高通胀与通胀预期下行形成矛盾，令名义利率曲线出现了“牛平”特征。**CTA、波动率目标策略则放大了市场波动，**黄金作为流动性最好的资产反而被迫抛售。综合看，本次市场波动**更多是宏观预期转向下形成的融资流动性挤压，叠加部分交易策略去杠杆的相对集中，而非全局性的流动性枯竭。**

【交易模式】

全球股市大幅回调，衰退交易连续涌现

【关键数据】

美国：核心零售保持稳健，库存回补持续，新屋开工激增，但营建许可减少，住房指数下滑，密歇根大学消费者信心上修，通胀预期大幅下修。**欧洲：**通胀压力继续加大，景气指数微幅回升。**日本：**三季度 GDP 陷入收缩，通胀继续回升。

【重要事件】

美国：中俄美三国领导人会晤，美联储连续鹰派发声。**欧洲：**欧英第二次峰会结束，欧央行官员鹰派表态。**日本：**央行行长与官员表示将继续加息。**其他地区：**IMF 警告全球经济对 AI 的过度依赖。

【下周关注】

美国 GDP 修正值，PCE 数据，美联储褐皮书

目　录

【一周焦点】.....1
怎么看上周全球风险资产的大回撤.....1
【交易模式】.....3
全球股市大幅回调，衰退交易连续涌现.....3
【关键数据】.....4
美国：核心零售保持稳健，通胀预期大幅下修.....4
欧洲：通胀压力继续加大，景气指数微幅回升.....6
日本：三季度 GDP 陷入收缩，通胀继续回升.....7
【重要事件】.....9
美国：中俄美三国领导人会晤，美联储连续鹰派发声.....9
欧洲：欧英第二次峰会结束，欧央行官员鹰派表态.....12
日本：央行行长与官员表示将继续加息.....13
其他地区：IMF 警告全球经济对 AI 的过度依赖.....14
【下周关注】.....15
美国 GDP 修正值，PCE 数据，美联储褐皮书.....15

【一周焦点】

怎么看上周全球风险资产的大回撤

上周全球风险资产出现了罕见的普遍性大回撤。股市方面，美国标普 500、道琼斯工业指数和纳斯达克指数分别周跌 8.6%、8.0%和 10.0%，VIX 指数盘中突破 40，其中纳斯达克指数已回吐今年以来全部涨幅，年初至今下跌 2.7%。欧洲股市，亚太股市也全部下跌。商品方面，伦敦现货黄金周跌 8.3%，LME 期铜周跌 9.2%，ICE 布油周跌 3.4%。**避险情绪令资金转向美元与美债，**10 年期美债收益率走低至 4.94%，30 年美债收益率降至 5.33%，欧洲主权债则明显分化，德债收益率小幅下行，法国、意大利、西班牙、英国等主权债收益率小幅走高。美元指数走升，欧元、英镑、日元均走贬。

从交易模式看，在经历了前周（11 月 9-13 日）的紧缩与通胀交易后，全球市场迅速向衰退交易切换。前周美国接连发布 CPI 和 PPI 数据，通胀扩散压力得以证实，美联储加息预期增强，导致美债收益率转向回升，在美国科技股反弹时形成通胀交易，若科技股同步下跌则形成紧缩交易。**然而，到了最近一周（11 月 16-20 日），股债方向出现反转，**科技股遭遇重创，而债券收益率高位下行，叠加商品下行形成了典型的衰退交易。

AI 叙事冲击，叠加部分宏观指标回撤，引发了市场的衰退担忧。从基本面看，美国中期选举以来，全球市场对 AI 资本开支高增长的预期出现动摇，几件标识性事件加剧了这方面的担忧：包括民主党加强监管、英伟达高层动荡、Anthropic 完成史上最大 IPO 抽走大量科技投资资金、高利率引发科技公司财务可持续性担忧等。11 月 16 日，沃什在美联储生产率与就业工作组（俗称“AI 工作组”）听证会上发言，尽管他列举了涵盖从生产力繁荣、大规模失业、技术泡沫破裂的三种截然不同路径，但着重描述了第三种风险情况——**AI 预期回报下降，股票下跌，经济放缓和失业率明显上升。由于当前经济对资本开支高度依赖，一旦科技增长放缓，风险确有理由向整体经济衰退方向扩散。**

上周部分美国经济指标下行，在一定程度放大了这种担忧。一是周度就业数据转弱，初次领取失业金人数升至 20.3 万人，为连续两周回升，而持续申请人数则从前周的 169.3 万增至 176.3 万，就业改善的动力似乎在减弱；**二是生产端显现疲弱迹象，**费城和纽约联储的 11 月制造业指数均出现明显下滑，10 月工业产出、产能利用率与营建许可也出现下行；**三是零售销售结构分化，**10 月美

国零售销售总额环比增长 0.2%，增幅放缓，主因机动车及零部件门店销售额大幅下降；尽管核心零售表现尚可，但餐饮销售增幅也出现放缓。同时，周度红皮书商业销售也出现同比放缓。由于通胀压力加大，以上名义消费增幅下降或意味着实际消费疲软，高利率和名义收入减速是否在侵蚀居民购买力值得忧虑。整体看，**非高科技投资相关经济指标存在松动，与资本开支前景转弱形成了一定叠加效应，导致美国成长股与价值股同时出现下跌。**

地缘政治仍存较大不确定性，现实高通胀与通胀预期下行形成矛盾。中俄美三国最高领导人齐聚深圳，发表《和平宣言》，并就乌克兰危机、中东局势等交换意见。**但主要地区地缘矛盾依旧激烈难解。**美俄乌三方在阿布扎比会谈结束后一度出现缓和希望，但乌克兰上周袭击克里米亚大桥令局势再度紧张；伊朗与美国在波斯湾持续小规模交火，双方分歧严重，霍尔木兹海峡油轮屡次受袭；胡塞与沙特联军的军事打击持续；以色列组阁尚不明朗，与地区势力冲突不断。**在地缘纷争之下，现实高通胀固然存在，但通胀预期却因科技资本支出松动与衰退前景回落。**商品价格集体大幅回落，数据中心建设需求放缓预期令国际铜价大跌；原油期货价格自 11 月初以来也明显下降，维持在 90-100 美元/桶区间。密歇根大学 11 月消费者 1 年通胀预期大幅下修至 3.7%，较 10 月下行 1 个百分点；11 月以来 5 年期盈亏平衡通胀率已下降 20bp，10 年期盈亏平衡通胀率则下行了近 30bp。作为结果，长端债券名义收益率下行幅度大超实际收益率，同时名义利率曲线也出现了“牛平”特征。

去杠杆与趋势性交易则放大了市场波动。中期选举落地及美联储 12 月加息预期重定价后，多数风险资产趋势同步扭转，波动率显著放大，全球 CTA 与波动率目标等量化策略短时间内集中减仓，形成“踩踏”。CTA 策略以趋势跟踪为主，跨市场分散本为降低风险，但各市场前期同向上行、模型回看窗口又高度相似，一旦集体转向，分散机制反而失效，造成卖盘同向叠加。波动率目标策略则在波动放大时必须按规则被动减仓，也易形成负反馈机制。随着上周 VIX 指数的大幅升高，这类带杠杆的策略迅速面临保证金与流动性压力，**黄金作为流动性最好的资产反而被迫抛售——即便实际利率下行也难以阻止，美元和美债则成为了唯一避风港。**

综合来看，上周风险资产的集中回撤，**更多是地缘政治扰动、宏观预期转向下形成的融资流动性挤压，叠加部分交易策略去杠杆的相对集中，而非全局性的流动性枯竭。**

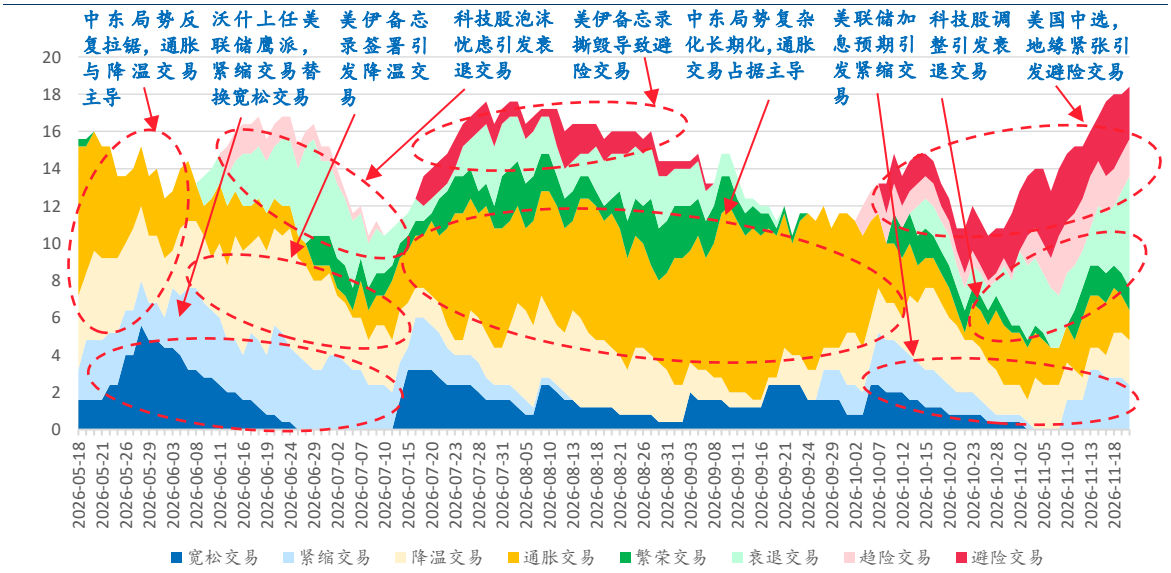
【交易模式】

全球股市大幅回调，衰退交易连续涌现

表 1：近两周各交易日交易模式

11 月 9 日	11 月 10 日	11 月 11 日	11 月 12 日	11 月 13 日
趋险交易	紧缩交易	繁荣交易	通胀交易	紧缩交易
11 月 16 日	11 月 17 日	11 月 18 日	11 月 19 日	11 月 20 日
衰退交易	避险交易	降温交易	衰退交易	衰退交易

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，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		

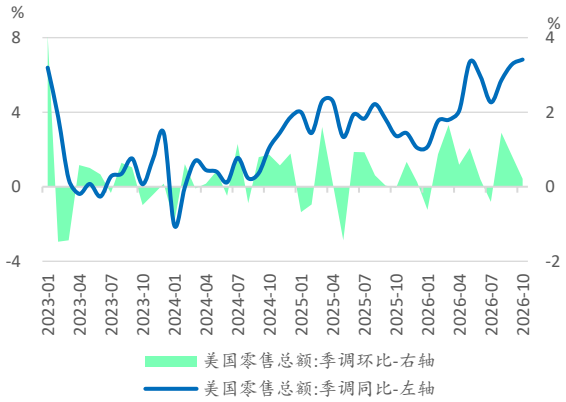
具体规则详见研报：《全球市场的交易模式：框架构建》（民银证券，2024 年 9 月 4 日）

【关键数据】

美国：核心零售保持稳健，通胀预期大幅下修

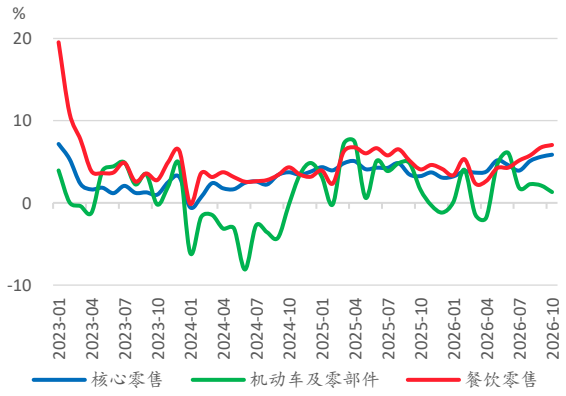
核心零售保持稳健，结构分化。美国 10 月零售销售季调环比+0.2%(预期+0.1%，前值+0.8%），季调同比+6.8%（前值+6.6%）；不含汽车和加油站的核心零售季调环比+0.5%（前值+0.5%），季调同比+5.9%（前值+5.6%）。汽车零售店季调环比-1.6%（前值-0.2%），季调同比+1.3%（前值+2.1%），餐饮零售季调环比+0.2%（前值+0.9%），季调同比+7.1%（前值+6.7%）。

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：美国核心零售、汽车零售、餐饮零售同比



数据来源：美国人口普查局，Wind

库存回补持续。9 月存总额季调环比+0.5%（前值+0.4%），零售商库存季调环比+0.4%（前值 0.0%），批发商库存季调环比+0.7%（前值+0.6%），制造商库存季调环比+0.4%（前值+0.5%）。

新屋开工激增，但营建许可减少，住房指数下滑。10 月私人住宅新屋开工季调年化总数 130.9 万套（预期 124.5 万套，前值 119.1 万套），季调环比+9.9%（前值-7.0%）。营建许可年化总数为 129.5 万套（预期 137.7 万套，前值 139.8 万套），季调环比-7.3%（前值-0.4%）。11 月 NAHB 住房市场指数为 25（前值 29）。

密歇根大学消费者信心上修，通胀预期大幅下修。11 月密歇根大学消费者信心指数终值 51.5（初值 51.0，前值 48.0），现状指数终值 49.4（初值 51.0，前值 46.7），预期指数终值 52.9（初值 50.9，前值 48.8），1 年通胀终值+3.7%（初值+4.3%，前值+4.7%），5 年通胀终值+3.3%（初值+3.4%，前值+3.5%）。

其他数据：进口价格环比涨幅扩大，制造业增速加快，咨商局领先指数下滑。10 月美国进口价格指数环比+1.1%（前值+1.1%），剔除食品和燃料后的进口价格指数环比+0.9%（前值+0.5%）。工业生产指数季调环比-0.4%（前值+0.7%），季调同比+2.2%（前值+2.1%），制造业生产指数季调环比+0.3%（前值+0.3%），季调同比+2.6%（前值+1.4%）。全部工业产能利用率 76.4%（前值 76.8%），制造业产能利用率 76.1%（前值 75.9%）。11 月纽约联储制造业指数 7.8（前值 25.5），费城联储制造业指数 6.3（前值 20.9），堪萨斯联储制造业指数 18.0（前值 11.0）。10 月咨商局经济领先指数（LEI）为 99.3（前值 99.6）。

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										
		2026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
消费	零售销售总额-季调环比	0.6	1.0	0.2	-0.4	1.5	0.8	0.2		↘
	核心零售（不含汽车及加油站）-季调环比	0.4	0.8	0.4	-0.1	1.4	0.5	0.5		→
	机动车零售销售-季调环比	-0.8	1.3	2.2	-1.7	0.7	-0.2	-1.6		↘
	饮零售-季调环比	1.0	0.9	0.6	0.6	1.3	0.9	0.2		↘
房地产	新屋开工-万套	141.4	118.2	143.9	136.9	128.0	119.1	130.9		↗
	新屋开工-季调环比	-7.1	-16.4	21.7	-4.9	-6.5	-7.0	9.9		↗
	营建许可-万套	142.3	141.0	137.4	143.3	140.3	139.8	129.5		↘
	营建许可-季调环比	4.4	-0.9	-2.6	4.3	-2.1	-0.4	-7.4		↘
	NAHB/富国银行住房市场指数	34.0	37.0	35.0	34.0	35.0	32.0	29.0	25.0	↘
工业生产	工业产出指数-季调环比	0.8	0.1	0.3	0.2	-0.1	0.7	-0.4		↘
	制造业产出指数-季调环比	0.8	0.1	0.4	0.2	-0.3	0.3	0.3		→
	工业产能利用率	76.2	76.2	76.3	76.4	76.3	76.8	76.4		↘
	制造业产能利用率	75.8	75.8	76.0	76.1	75.8	75.9	76.1		↗
库存	库存总额-季调环比	0.6	0.5	0.1	0.8	0.4	0.5			↗
	零售商库存总额-季调环比	0.7	0.7	-0.2	0.9	0.0	0.4			↗
	批发商库存总额-季调环比	0.7	0.5	0.3	1.2	0.6	0.7			↗
	制造商库存总额-季调环比	0.3	0.2	0.1	0.4	0.5	0.4			↘
通货膨胀	进口价格指数-环比	2.3	1.8	-0.3	-0.3	0.5	1.1	1.1		→
	进口价格指数-不含食品和燃料-环比	1.0	0.7	0.2	0.3	0.7	0.5	0.9		↗
PMI	费城联储制造业指数	26.7	-0.4	10.3	41.4	47.4	37.8	20.9	6.3	↘
	纽约联储制造业指数	11.0	19.6	5.7	15.6	20.6	7.6	25.5	7.8	↘
	堪萨斯联储制造业指数	10.0	8.0	11.0	9.0	10.0	14.0	11.0	18.0	↗
前景指数	咨商局经济领先指数（LEI）	99.2	99.4	99.4	99.7	99.6	99.6	99.3		↘
	密歇根大学消费者信心指数	49.8	44.8	49.5	55.2	51.7	48.1	48.0	51.5	↗
	现状指数	52.5	45.8	47.7	54.8	51.9	50.9	46.7	49.4	↗
	预期指数	48.1	44.1	50.7	55.4	51.5	46.3	48.8	52.9	↗
	1年通胀预期	4.7	4.8	4.6	4.2	4.0	4.6	4.7	3.7	↘
	5年通胀预期	3.5	3.9	3.3	3.3	3.3	3.4	3.5	3.3	↘
	周	2 Oct.	9 Oct.	16 Oct.	23 Oct.	30 Oct.	6 Nov.	13 Nov.	20 Nov.	
周度数据	GDPNow-下季度GDP季调环比折年增速预测					3.2	3.4	3.5	3.2	↘
	纽约联储周度经济指数	2.68	3.02	3.25	2.95	3.48	2.92	3.18		↗
	红皮书商业销售-同比	8.6	10.4	9.0	9.3	10.4	10.1	9.5		↘
	当周初次申请失业金人数-万人	19.8	20.0	19.5	19.5	19.1	20.2	20.3		↗
	持续领取失业金人数-万人	170.3	172.2	169.5	171.7	169.3	176.3			↗
	美联储资产负债表周变动-亿美元	-46.73	45.29	80.79	-20.35	-79.69	25.10	107.22	-174.15	↘
	联储银行准备金周周变动-亿美元	-882.36	1403.80	87.88	-613.32	-742.86	675.68	71.73	318.13	↗
	财政部一般账户（TGA）周变动-亿美元	367.29	-982.63	0.40	593.30	704.79	-793.84	-241.14	-198.24	↗
	存款机构逆回购协议周变动-亿美元	411.58	-281.44	-69.40	72.84	-82.46	86.66	17.50	-192.10	↘

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

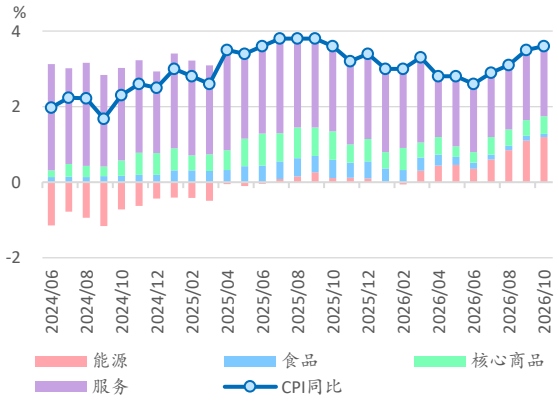
周度数据：亚特兰大联储 11 月 18 日更新的 GDPNow 预测数据显示，四季度美国 GDP 预计季调年化环比+3.2%（前周预测+3.5%）。11 月 13 日当周纽约联储周度经济指数（WEI）为+3.18%（前值由+3.29%下修至 2.92%），当周红皮书商业零售同比+9.5%（前值+10.1%）；当周美国初请失业金人数 20.3 万人

（前值由 20.0 万上修至 20.2 万人），前周续请失业金人数 176.3 万人（前值由 169.7 万下修至 169.3 万人）。11 月 18 日美联储资产负债表规模较上周-174.15 亿美元（前值+107.22 亿），联邦储备银行准备金+318.13 亿美元（前值+71.73 亿），财政部一般账户（TGA）-198.24 亿美元（前值-241.14 亿），逆回购协议较上周-192.1 亿美元（前值+17.50 亿）。

欧洲：通胀压力继续加大，景气指数微幅回升

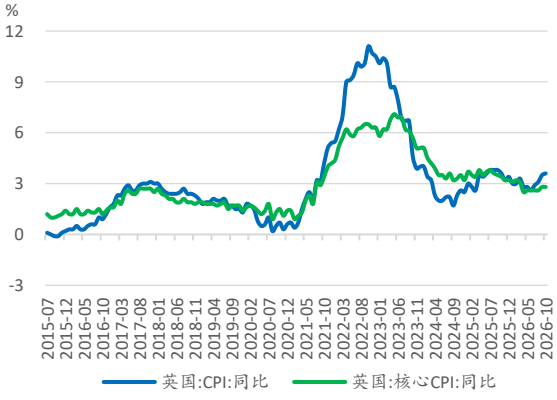
英国 CPI 小幅上涨，英国德国 PPI 涨幅明显扩大，欧元区 CPI 终值上修。英国 10 月 CPI 同比+3.6%（预期+3.6%，前值+3.5%），环比+0.5%（前值+0.4%）。核心 CPI 同比+2.8%（前值+2.8%），环比+0.3%（前值+0.2%）。分项中，食品同比+0.8%（前值+1.2%），能源同比+19.4%（前值+17.9%），服务同比+3.7%（前值+3.7%）。英国 10 月 PPI+5.1%（前值+4.7%），德国 PPI 同比+8.1%（前值+6.7%）。欧元区 10 月 CPI 环比上修至+0.5%（初值+0.4%，前值+0.6%），核心 CPI 同比上修至+2.6%（初值+2.5%，前值+2.5%）。

图 4：英国 CPI 同比分解



数据来源：英国统计局，Wind

图 5：英国 CPI 与核心 CPI



数据来源：英国统计局，Wind

其他数据：欧元区工业产出与营建产出环比小幅回升，ZEW 景气指数回升，消费者信心指数低位小幅回暖。9 月欧元区工业生产指数季调环比+0.2%（前值-0.5%），季调同比-1.5%（前值-1.1%）。营建产出季调环比+0.1%（前值-0.5%），同比-1.5%（前值-2.3%）。11 月欧元区 ZEW 经济现状指数-14.7（前值-14.8），景气指数 26.5（前值 18.5）。欧元区 11 月消费者信心指数-16.9（前值-17.9），欧盟 27 国消费者信心指数-16.5（前值-17.3），英国 11 月 GFK 消费者指信心数为-22（前值-24）。英国 10 月零售销售指数同比+7.2%（前值+5.1%），9 月失业率 4.6%（前值 4.7%）。

表 4：欧元区与英国最近一周宏观数据更新汇总

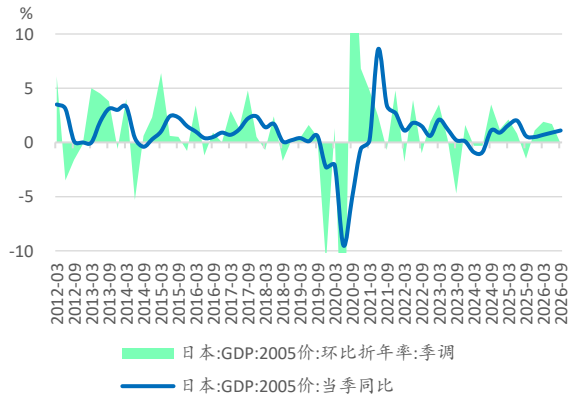
欧元区与英国宏观数据汇总										
		2026年								
大类	月份	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	短期趋势
消费	英国零售销售指数-同比	4.1	6.9	6.0	3.7	6.2	5.1	7.2		↗
	欧元区消费者信心指数	-20.5	-18.9	-17.7	-15.9	-15.5	-16.5	-17.9	-16.9	↗
	欧盟27国消费者信心指数	-19.8	-18.2	-17.0	-15.2	-15.0	-15.8	-17.3	-16.5	↗
	英国GFK消费者信心指数	-25.0	-23.0	-23.0	-17.0	-14.0	-13.0	-24.0	-22.0	↘
工业生产	欧元区工业产出指数-季调环比	0.1	0.2	-0.2	-0.3	-0.5	0.2			↗
	欧元区工业产出指数-同比	0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-1.1	-1.5			↘
	欧元区营建产出-季调环比	0.1	-0.1	-1.8	-0.1	-0.5	0.1			↗
	欧元区营建产出-同比	0.1	0.6	-1.9	-2.6	-2.3	-1.5			↗
通胀	欧元区CPI-季调环比	1.0	0.1	-0.1	0.2	0.4	0.6	0.5		↘
	欧元区核心CPI-同比	2.2	2.6	2.4	2.5	2.4	2.5	2.6		↗
	英国CPI同比	2.8	2.8	2.6	2.9	3.1	3.5	3.6		↗
	英国核心CPI同比	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6	2.8	2.8		→
	德国PPI同比	1.7	2.2	1.8	3.0	4.6	6.7	8.1		↗
	英国PPI同比	4.1	3.8	3.5	3.4	4.0	4.7	5.1		↗
就业	英国失业率	4.9	4.9	4.9	4.9	4.7	4.6			↘
景气指数	欧元区ZEW经济现状指数	-43.0	-41.4	-43.4	-37.7	-21.5	-13.9	-14.8	-14.7	↗
	欧元区ZEW经济景气指数	-20.4	-9.1	9.5	23.4	31.4	25.8	18.5	26.5	↗

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

日本：三季度 GDP 陷入收缩，通胀继续回升

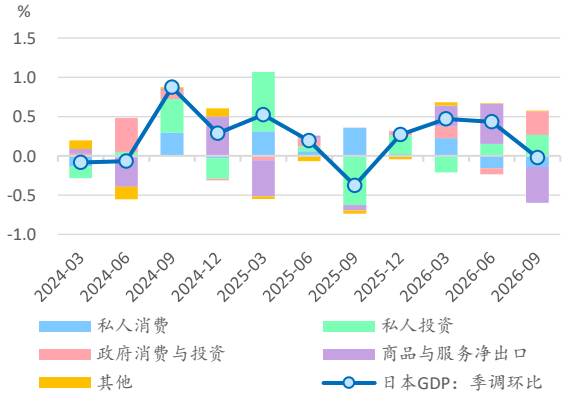
外需拖累，三季度 GDP 意外陷入收缩。日本三季度 GDP 同比初值+1.1%（前值+0.9%），季调环比 0.0%（预期+0.1%，前值+0.4%），按年率季调环比-0.1%（预期+0.3%，前值+1.7%）。从支出法分项看，私人消费季调环比贡献-0.14pp，资本形成贡献+0.27pp，政府支持贡献+0.30pp，商品与服务净出口贡献-0.46pp。

图 6：日本 GDP 季度同比与季调环比折年率



数据来源：日本内阁府，Wind

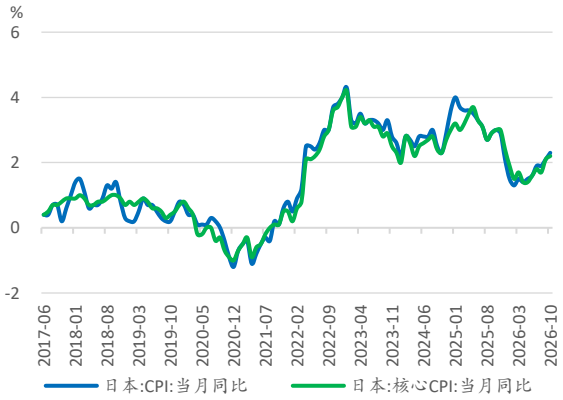
图 7：日本季度 GDP 环比贡献分解



数据来源：日本内阁府，Wind

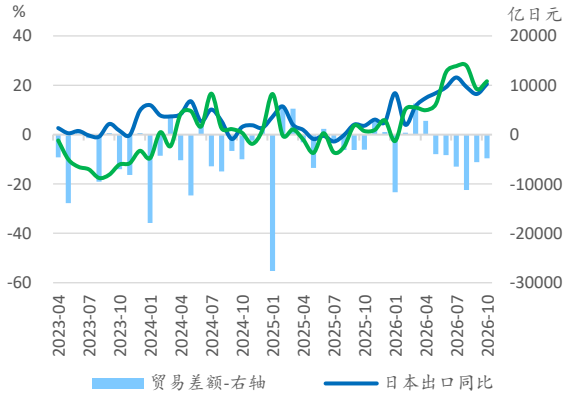
日本 CPI 同比涨幅扩大。10 月日本 CPI 同比+2.3%（前值+2.1%），环比+0.8%（前值 0.0%）；剔除生鲜食品的核心 CPI 同比+2.2%（预期+2.3%，前值+2.1%），环比+0.7%（前值+0.2%）；不包括生鲜食品和能源的 CPI 同比上涨+2.2%（前值+2.4%），环比+0.5%（前值+0.3%）。

图 8：日本月度 CPI 与核心 CPI 同比



数据来源：日本统计局，Wind

图 9：日本月度进出口同比增速与贸易差额



数据来源：日本财务省，Wind

其他数据：贸易继续保持逆差，工业产出小幅下修，核心机械订单环比微跌。日本 10 月出口同比+20.5%（前值+16.5%），进口同比+21.6%（前值+18.5%），贸易差额-4765 亿日元（前值-5565 亿）。9 月工业生产指数季调环比终值+2.0%（初值+2.2%，前值-2.4%），同比+1.7%（初值+1.9%，前值+2.7%），产能利用率指数环比+18.2%（前值-20.8%），同比+0.9%（前值+1.7%）。核心机械订单季调环比-0.3%（前值+5.2%），同比+14.4%（前值+18.5%）

表 5：日本最近一周宏观数据更新汇总

日本宏观数据汇总										
		2026年								
大类	月份	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	短期趋势
整体经济	GDP-季调环比折年	1.9			1.7			-0.1		↘
	GDP-同比	0.7			0.9			1.1		↗
进出口	出口-同比	11.5	14.8	16.9	19.3	23.2	19.3	16.5	20.5	↗
	进口-同比	11.0	9.9	12.4	25.4	27.8	27.9	18.5	21.6	↗
	贸易差额-亿日元	6312.3	2823.3	-3951.1	-4122.6	-6449.2	-11206.4	-5564.8	-4765.2	↗
工业生产	工业产出指数-季调环比	-0.4	0.5	0.1	2.0	-0.2	-2.4	2.0		↗
	工业产出指数-同比	2.4	2.0	-2.1	4.9	3.9	2.7	1.7		↘
	产能利用率指数-环比	9.3	-5.8	-8.2	15.8	4.0	-20.8	18.2		↗
	产能利用率指数-同比	4.2	0.5	-2.6	6.0	5.4	1.7	0.9		↘
	核心机械订单-季调环比	-9.4	8.7	-12.4	9.8	-3.7	5.2	-0.3		↘
	核心机械订单-季调同比	2.2	19.7	5.1	12.8	12.2	18.5	14.4		↘
通货膨胀	CPI-同比	1.5	1.4	1.5	1.6	1.9	1.9	2.1	2.3	↗
	CPI-季调环比	0.4	0.3	0.5	0.1	0.5	0.1	0.0	0.8	↗
	核心CPI-同比	1.8	1.4	1.4	1.6	1.8	1.7	2.1	2.2	↗
	核心CPI-季调环比	0.6	0.3	0.5	0.2	0.4	-0.1	0.2	0.7	↗

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：中俄美三国领导人会晤，美联储连续鹰派发声

中俄美三国最高领导人有史以来首次聚首。11 月 19 日下午，中俄美三国领导人在深圳参加 APEC 非正式领导人会议期间实现历史性会晤，围绕“维护世界和平，促进大国关系战略稳定”主题进行深入讨论。三国发表《中俄美元首和平宣言》。《宣言》指出，中国、俄罗斯、美国作为联合国安理会常任理事国，致力于推动联合国改革，使之更有效应对全球性挑战，并履行其维护国际和平与安全的基本使命。三国计划增加精炼石油产品的生产和供应，以造福世界各国。三国重申能源稳定流动的重要性。三国元首认可国家同意原则和尊重国家官员享有豁免至关重要，一致认为国际刑事法院以及其他类似机构不得滥用管辖权。三国元首重申核战争打不赢也打不得。三国将就减少核风险、防止核扩散进行对话。**三国领导人还就乌克兰危机、防止核武器扩散、中东局势、朝鲜半岛等重大国际和地区问题交换了意见。**

美联储主席凯文·沃什 11 月 16 日在旧金山联储生产率与就业工作组会议上发表讲话。沃什表示，美联储工作人员已开始就 AI 对美国经济的潜在影响制定应急预案，涵盖从生产力繁荣、大规模失业、技术泡沫破裂的三种截然不同路径。**沃什强调，**这些情景仅为说明性框架，并非美联储的正式预测。美联储在这一进程中的角色既不是倡导者也不是反对者，而是必须认识到新技术的广泛应用将对经济产生重大影响，并对未来货币政策具有重要意义。此次会议是沃什今年 6 月出任美联储主席后设立的五个专项工作组中首个公开亮相的论坛。生产率与就业工作组由风险投资家马克·安德森、微软 Xbox 首席执行官阿莎·夏尔马和斯坦福学者查尔斯·琼斯共同领导，相关建议预计年底前提交 FOMC 审议。

美联储发布 10 月会议纪要显示，决策者以 10 比 2 维持利率不变，但几乎所有与会者都认为进一步加息可能是合适的，部分与会者主张 10 月即加息，两名与会者提出若数据不理想，12 月可考虑加息超过 25 个基点。纪要首次将 AI 投资热潮同时列为通胀上行风险和金融稳定隐患，指出 AI 相关债务通过不透明结构快速累积。市场已定价 12 月加息 25 个基点，概率约 95%-96.8%。

美联储官员近期表态几乎全偏向于鹰派观点。美联储副主席杰斐逊表示，AI 基础设施建设热潮目前正对美国需求和通胀形成上行压力，而有助于缓解价格压

力的潜在生产率提升则要到“未来”才会出现；能源、贸易及 AI 领域的多重冲击正在同时发生，使美联储制定货币政策的难度进一步加大。**美联储理事沃勒表示，**通胀仍朝着错误的方向发展，美联储可能需要采取更有力度的行动；如果美联储 12 月加息 25 个基点，并明确释放明年 1 月再加息的信号，也能体现足够的紧缩力度，否则就应该在 12 月一次加息 50 个基点。**美联储理事巴尔表示，**通胀“过高”，正给许多家庭带来压力，称若经济表现符合预期，支持进一步加息。**纽约联储主席威廉姆斯表示，**通胀“顽固地高企”，要让通胀回到 2%仍有更多工作要做；但不认为当前形势需要采取重大行动。**圣路易斯联储主席穆萨莱姆表示，**美联储可能需要在 2027 年春季前多次加息，以推动通胀回归 2%的目标；当前货币政策仍然偏宽松，尚未形成足够的限制性；经通胀调整后的“实际”政策利率可能需要在明年春季前上调约 1 个百分点。**堪萨斯城联储主席施密德表示，**通胀运行过热，政策制定者还有更多工作要做；美联储首选的物价指标 9 月同比上涨 3.6%，这一水平“令人不安地”高于央行 2%的目标，且“正朝着错误的方向移动”。**芝加哥联储主席古尔斯比表示，**美国通胀是广泛的，且朝着错误的方向发展；美联储在通胀方面还有工作要做，通胀将决定利率路径。**波士顿联储主席科林斯称，**通胀仍过高且正在扩散，近期可能有必要进一步收紧货币，同时倾向谨慎调整。**美联储理事库克表示，**美联储迫切需要加息以压低通胀，如果延迟采取行动，未来可能不得不以更快速度将利率升至更高水平。**费城联储主席保尔森表示，**对连续加息持开放态度，倾向于以审慎有序的方式加息。

特朗普再批美联储当前利率太高。当地时间 20 日，美国总统特朗普再度批评美联储，称当前利率水平过高，美联储的决策带有“政治属性”。不过，他说自己的这一表态并不是在责怪美联储主席凯文·沃什。

美国财政部数据显示，9 月海外投资者持有的美国国债规模环比下降 755 亿美元至 9.2412 万亿美元，创今年 3 月以来最大单月降幅。前十大海外美债持有国持仓普遍下降，其中法国减少 314 亿美元居首；头号“债主”日本持仓规模降至 1.0631 万亿美元，创 21 个月新低；中国持仓规模再创 2008 年以来新低。**克利夫兰联储主席哈马克表示，**美联储需要明确干预国债市场的条件、操作方式及沟通原则，并建立清晰的退出机制；央行应在市场平稳时期做好相关准备，而不是等到金融市场出现动荡后才仓促决定应对措施。

美国、伊朗与中间人卡塔尔之间的沟通努力仍在持续。美国总统特朗普特使威特科夫和特朗普的女婿库什纳在柏林与卡塔尔高级官员举行会晤，就美国与伊

朗之间的斡旋工作进行讨论。卡塔尔首相兼外交大臣穆罕默德及其特使出席。作为美伊之间的关键斡旋方，卡塔尔数周来一直致力于促成一项协议，旨在恢复停火、重启核谈判，并防止战火重燃。**伊朗外交部长阿拉格齐 11 月 20 日表示，**伊朗与美国目前仍通过卡塔尔和巴基斯坦两个斡旋方保持间接沟通，双方持续交换信息、想法和提议。他表示，伊朗不希望继续维持“不战不和”的状态，伊朗高层认为必须结束这一局面。伊方仍对外交抱有希望，希望通过谈判达成“能够防止战事重演的持久、最终协议”，但不会接受一项“使对方能够宣称取得胜利”的协议。**特朗普 11 月 20 日表示，**伊朗想要达成协议，但伊方提出的协议他无法接受。在新年到来之前，不会就伊朗问题下一步行动“仓促”作出决定，要看看新年之后局势如何发展。

美伊在波斯湾地区陷入新一轮交火循环，外交斡旋前景蒙上阴影。美国军方 11 月 17 日对伊朗格什姆岛一处导弹发射场实施精确打击，以回应伊朗伊斯兰革命卫队针对美国人员和资产的“侵略行径”。伊朗伊斯兰革命卫队 11 月 18 日宣称袭击了科威特阿里萨利姆空军基地。巴林则在一周内多次遭遇伊朗袭击，包括在里法和阿瓦利两处军事基地。在军事层面，美国正加速向该地区增派力量，目前在该地区已集结三艘航母。**伊朗仍在继续打击其认定非法通过霍尔木兹海峡的油轮，霍尔木兹海峡触雷事故不断。**伊朗伊斯兰革命卫队海军发表声明称，自 11 月 20 日晚，多艘油轮在霍尔木兹海峡南部海域发生事故。美军动用大量空中力量试图为油轮提供掩护。

美国商务部发布《限制远程获取先进半导体》临时最终规则，以新加坡、泰国、马来西亚、印尼和巴西存在非法对华转运芯片高风险为由，要求向相关国家企业出口先进芯片时须申请美国出口许可证。中国商务部对此回应称，美方滥用出口管制，对中国企业与其他国家企业正常贸易合作横加干涉。若美方一意孤行，中方将采取反制措施，坚定维护国家主权、安全、发展利益。

特朗普拟联手民主党，将信用卡利率上限设为 10%。美国总统特朗普 11 月 21 日表示，愿与即将掌控国会两院的民主党合作，推动将信用卡利率上限设为 10%，以兑现其 2024 年竞选承诺。特朗普今年 1 月曾提出这一计划，但遭到银行业强烈反对，共和党控制的国会也未积极推动。民主党参议员沃伦随后回应称：“让我们限制信用卡利率，为美国民众省钱。”沃伦预计将出任下一届参议院银行委员会主席。

美国总统特朗普表示，不允许美国企业在海外建设数据中心。如果美国企业在海外建设数据中心，将面临“高额重税”。呼吁美国民众欢迎在本地建设数据中心，同时向开发商争取有利条件。**特朗普同时表示，希望看到黄仁勋获得第二次机会。**此前特朗普为黄仁勋辩护称，美国国家安全没有受到威胁，自己不反对黄仁勋复职。

美联储报告显示，截至今年 10 月，美国超大规模云厂商建设数据中心的相关债务发行规模已经突破 6800 亿美元，较 2023 年全年增长四倍。美联储估算，当前用于数据中心建设的远期租赁与兜底担保规模已经达到约 3 万亿美元。

欧洲：欧英第二次峰会结束，欧央行官员鹰派表态

英国与欧盟举行脱欧后第二次峰会。当地时间 11 月 20 日，英国与欧盟峰会在比利时布鲁塞尔举行。英国首相安迪·伯纳姆与欧洲理事会主席科斯塔、欧盟委员会主席冯德莱恩出席会议。这是英国脱欧后双方举行的第二次年度峰会。此次峰会重点讨论英国与欧盟未来关系，以及贸易、能源、气候、青年流动和安全等领域的合作。双方希望推动食品卫生与植物卫生规则协调、碳排放交易体系对接，并就青年流动计划达成协议，以减少脱欧后形成的贸易和人员往来障碍。

英媒披露英国首相伯纳姆真心想重返欧盟。英国首相安迪·伯纳姆一名高级盟友向媒体表示，伯纳姆真心希望重新入盟，认为自己站在民意一边，并非策略性姿态。英国外相埃德·米利班德表示，接下来的英欧非正式讨论将把重新入盟纳入选项，评估各种路径的收益与成本。

欧洲央行行长人选之争出现重要进展。德国、法国预计将支持前西班牙央行行长德科斯出任下一任欧洲央行行长，以换取在欧央行执行理事会中的关键席位。德国将争取由德国人普林斯顿大学经济学教授马库斯·布伦纳迈尔出任欧央行首席经济学家。欧央行行长候选人德科斯的竞争对手包括荷兰央行行长克拉斯·诺特。欧盟领导人预计将在下周峰会上讨论这项人事安排。

欧央行多位官员表示将支持进一步加息。欧洲央行管委纳格尔表示，在连续两次加息后，欧洲央行可能需要进一步调整利率。**欧洲央行执委科赫尔表示，**可能需要进一步加息。**欧洲央行管委穆兰表示，**受能源价格持续抬升物价影响，欧元区通胀仍然“过高”。 **欧洲央行副行长武伊契奇表示，**市场押注欧洲央行

将在 2027 年进一步收紧货币政策，这一判断有可能兑现；当前通胀形势要求政策保持循序渐进的应对节奏。**欧洲央行管委西姆库斯表示，**2027 年可能有必要继续加息。

欧洲央行在《金融稳定评估》报告中警告称，全球由债务驱动的人工智能投资热潮，与金融危机的次贷泡沫存在“相似之处”。截至今年第二季度，科技巨头的表外承诺总额预估已超 4 万亿美元，“远远超出”其表内现有负债。

欧盟委员会预计，2026 年和 2027 年欧元区经济均将增长 1.2%，2026 年增长预测高于此前的 0.9%；预计 2026 年通胀率为 3.2%，2027 年为 3.1%。

法国前总理多米尼克·德维尔潘宣布将参加 2027 年法国总统选举。德维尔潘属于资深保守派政治人物，曾担任过法国外交部长，随后在希拉克执政时期出任法国总理（2005 年至 2007 年）。他在国际上最广为人知的时刻，是 2003 年在联合国发表反对美国领导的伊拉克战争的演讲。此前，法国前总理爱德华·菲利普和加布里埃尔·阿塔尔也已加入角逐，试图争取马克龙阵营的选民，随着德维尔潘的加入，旨在接替现任总统马克龙的中间派及中右翼候选人的阵营变得愈发拥挤。

普京表示克里米亚大桥遭袭后，俄方不会就海上停火或停止攻击能源设施与有关方面进行谈判。普京表示，克里米亚大桥是民用设施，俄方从未通过该桥运输军事装备和弹药，也没有通过该桥运输石油及石油制品。俄方此前曾评估与有关方面就海上停火及停止攻击能源设施举行谈判的可能性，但克里米亚大桥再次遭袭后，俄方不会就此进行谈判。他表示，俄方将作出回应，且力度将比乌方对克里米亚大桥的攻击更大。

日本：央行行长与官员表示将继续加息

日本央行行长植田和男表示，将继续根据经济、物价和金融形势发展上调政策利率，并强调“重要的是要看到通胀率稳定在 2%左右”，需要观察价格走势是否会锚定在 2%附近。日本最新通胀数据显示物价涨势加速，进一步巩固了日本央行下月升息的理由。

日本央行最鹰派委员高田创表示，随着经济逐渐恢复正常，当局需要灵活应对形势，根据需要调整加息的幅度和节奏。过去一年多，每逢日本央行政策委员会投票决定维持利率不变，高田创都投反对票。

高市早苗重申对乌克兰政策。日本外务省 20 日公开首相高市早苗发给柏林援乌会议的书面消息，重申日本将继续援助乌克兰、推进对俄制裁，并由政府与民间共同参与恢复重建。文中称，日本此前已决定追加越冬援助；对乌克兰财政支持的需求也有充分理解，目前正与各国协调研究。不过文件未公布新增金额，也未宣布财政援助方案获批。

其他地区：IMF 警告全球经济对 AI 的过度依赖

国际货币基金组织（IMF）总裁格奥尔基耶娃警告称，当前全球经济增长在很大程度上依赖人工智能（AI）产业，这种过度依赖可能给全球金融稳定带来风险。IMF 估计，AI 企业之间的循环融资规模目前已超过 1 万亿美元。

加拿大正式加入北约创新基金。加拿大国防部长戴维·麦金蒂 21 日宣布，加拿大正式加入北约创新基金，成为第 25 个加入该基金的北约成员国，也是北美地区首个加入该基金的成员国。加拿大将向北约创新基金出资超过 1 亿加元（约合 7000 万美元），使该基金能够对加拿大的初创企业和基金进行投资。北约创新基金成立于 2022 年，旨在通过投资前沿技术增强北约成员国的防务、安全和韧性。

沙特与也门之间的军事打击依旧持续。当地时间 11 月 20 日，沙特阿拉伯主导的多国联军宣布，当天凌晨在也门境内针对胡塞武装的军事设施及相关目标实施军事打击，重点打击其弹道导弹和无人机能力，以消除针对也门及沙特境内平民的安全威胁。20 日晚，也门胡塞武装发表声明称，当天对沙特吉赞省舒盖格发电站和吉赞港发动军事行动，称打击精准命中目标并造成重大损失。

内塔尼亚胡为保住总理职位，或重启与伊朗的全面战争。美国《华盛顿邮报》援引知情人士的话报道称，以色列看守总理内塔尼亚胡为保住权力，或重启与伊朗的战事。当地时间 11 月 17 日晚，以色列第 26 届议会举行全体会议，正直党议员马坦·卡哈纳被选举为新一任议长，接替内塔尼亚胡的利库德集团议员阿米尔·奥哈纳。

【下周关注】

美国 GDP 修正值，PCE 数据，美联储褐皮书

11 月 23 日	美国 10 月芝加哥联储全国活动指数
11 月 24 日	德国 11 月 IFO 景气指数 美国 9 月 SP/CS、FHFA 房价指数
11 月 25 日	美国三季度 GDP 修正值 美国 10 月 PCE 数据 美国 10 月耐用品新订单初值 美国 10 月新屋销售 美联储 11 月褐皮书
11 月 26 日	法国 10 月 PPI
11 月 27 日	日本 11 月东京都区部 CPI 德国 10 月失业率 法国三季度 GDP

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复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。