

Mikko的全球市场日志（2026年1月19日）

要闻

- 中国经济2025年成绩单：高技术制造领跑，GDP增长目标5%如期达成
- 12月社零同比增速放缓至0.9%、规上工业增加值同比增5.2%
- 国家统计局：开年以来，生产价格预期出现积极变化，经济稳中有进态势持续
- 欧盟将于22日周四召开紧急峰会应对特朗普“夺岛”关税
- 德国副总理称欧洲将明确回应美威胁，总理默茨称欧盟将审慎回应、避免关税升级
- 特朗普“私信”欧方扬言不再只考虑“和平”，美国必须控制格陵兰
- 特朗普又有新目标，继军工和房地产商之后，华尔街巨头或面临回购禁令
- 鲍威尔罕见出席美国最高法院听证，周三为美联储理事库克“站台”
- 高市早苗宣布2月8号举行日本众议院选举：将结束过度紧缩的财政政策
- OpenAI CFO披露2025年年入突破200亿美元，三年内实现收入增10倍
- 报道：OpenAI计划2026年发布首款设备
- 苹果iPhone18 Pro或首发5G卫星通讯
- 美光：AI引发的存储芯片短缺“前所未有”，将持续到2026年以后

今日目录

- 花旗：中国保险业2026年展望——寿险迎历史机遇，财险乘监管东风（1）
- 花旗：欧洲经济学，“格陵兰”关税的影响（1）
- 摩根士丹利：主题镜头下的世界，预测、辩论与结构性变革（1）

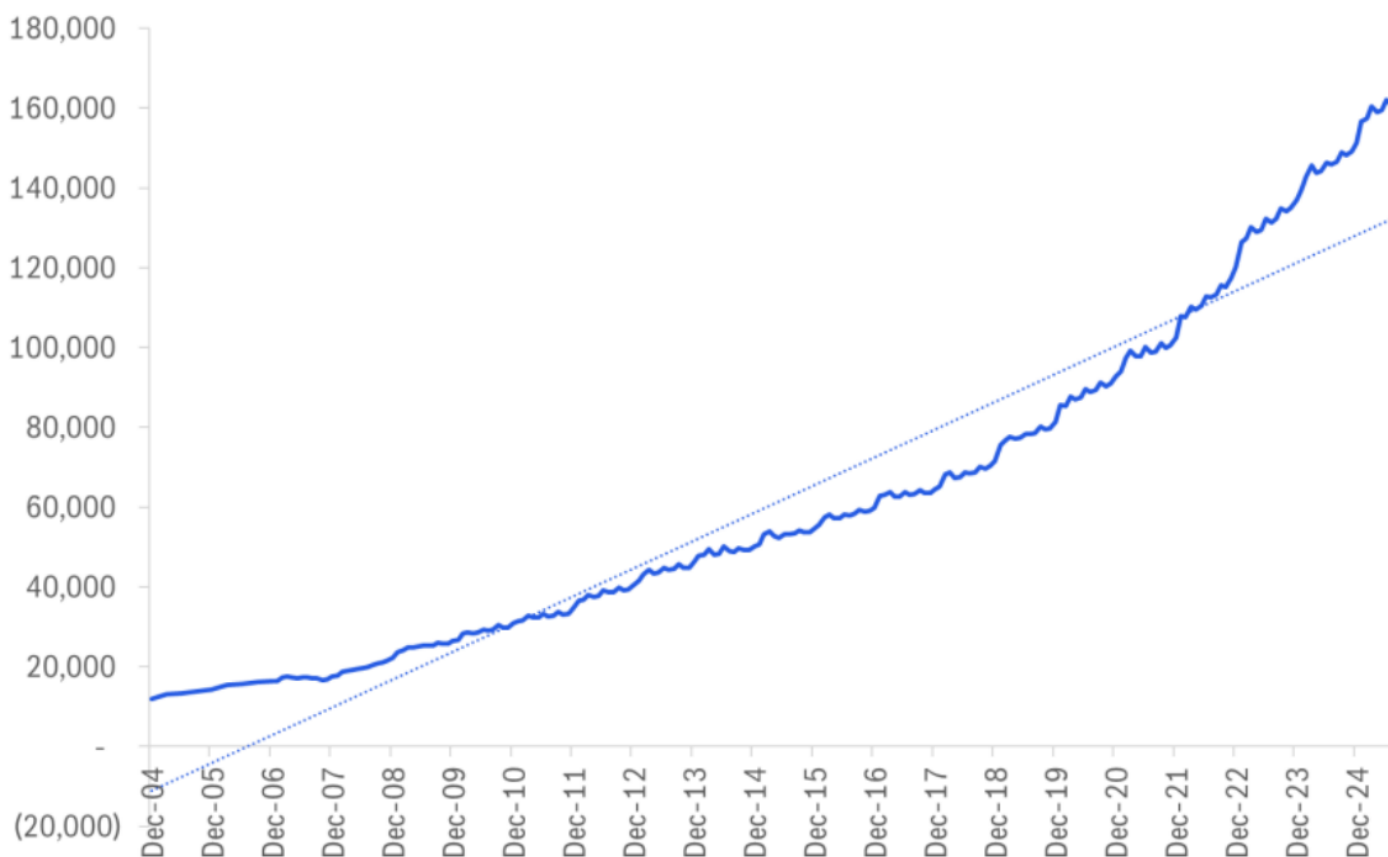


花旗：中国保险业2026年展望——寿险迎历史机遇，财险乘监管东风

1. **寿险行业因财富重新配置而面临历史性机遇。**预计到2026年，始于2021年后的大量银行存款（估计超过70万亿人民币）将到期，零售投资者在低利率环境下寻求再投资。**他们风险偏好低但追求更高回报，这将促使资金重新配置到保险产品，特别是与股票市场相关的分红产品，为行业带来历史性的增长机会，银保渠道尤其受益。**利润率方面，预计将保持稳定，因为2025年9月的预定利率下调可以抵消因产品组合转向分红产品而带来的利润侵蚀。储蓄型产品向分红险的转变有助于保险公司降低新保单成本并减轻利率风险，而保障型产品的复苏则可作为长期利润率的逐步提升动力。在此背景下，报告看好中国人寿和平安等行业领导者，预计在持续收紧的监管审查下，头部与小型保险公司之间将出现K型增长分化。
2. **财险行业在监管利好下，综合成本率（CoR）仍有改善空间。**预计2026年财险行业保费将实现4%的稳定增长，主要由车险和个人财险业务驱动。剔除自然灾害损失的影响，综合成本率（CoR）在2026年仍有进一步改善的空间。这主要得益于几项监管利好政策：a) “非车险报行合一”政策的推广，将支持2026年和2027年的CoR改善；b) 对车险费用管理的持续加强；c) 新能源汽车（NEV）保险的自主定价系数上限从1.35逐步放宽至1.5。报告认为，行业龙头人保财险将是最大受益者，并可能实现行业最佳业绩，尽管在牛市行情下财险板块的吸引力相对较小。

新冠疫情后中国家庭储蓄激增，预计到2026年将有超过70万亿元人民币到期，为寿险扩张提供了历史性机遇

China Household Deposit (Rmb bn)

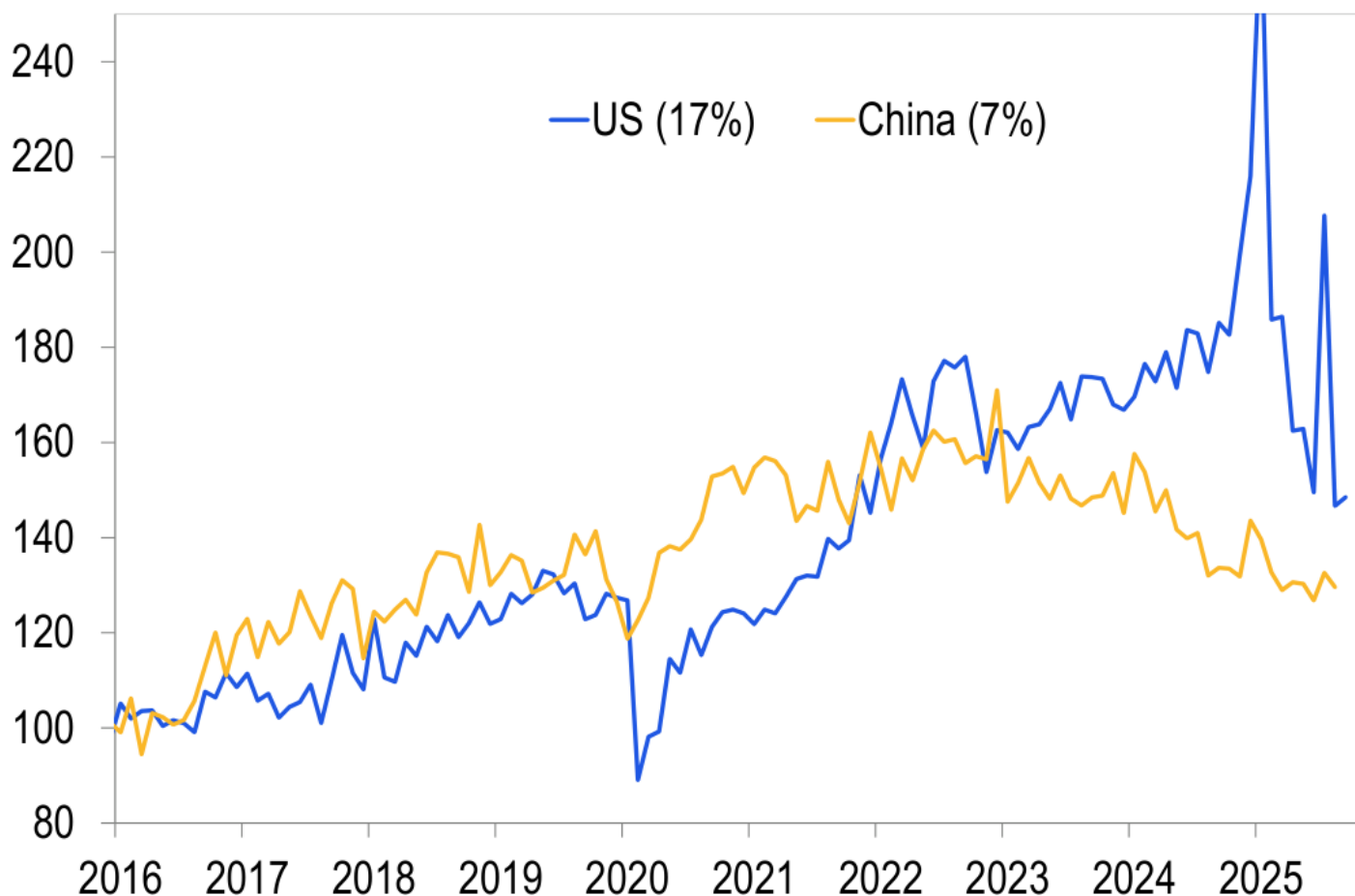




花旗：欧洲经济学，“格陵兰”关税的影响

1. “格陵兰”关税在性质上与以往不同，旨在支持美国领土野心，可能引发欧洲的强烈反击。报告指出，与2025年旨在重新平衡贸易关系的“解放日”关税不同，“格陵兰”关税是美国为控制格陵兰而施加的杠杆。这一根本性质的差异预计将导致欧洲一改去年相对被动的立场，采取更强硬的回应。事实上，欧洲已对此表示强烈谴责，并威胁进行报复，初步讨论的反制措施涉及价值930亿欧元的美国进口商品，占（除能源外）美国总进口的35%以上。
2. 新关税对欧洲短期增长构成轻微负面影响，但显著推高了通胀的上行风险。与此前主要造成需求冲击不同，欧洲可能的报复将导致需求和供给双重负面冲击，从而在影响经济增长的同时，带来更大的通胀压力。此前花旗估计，美国对欧洲商品征收10个百分点的关税可能使欧元区GDP减少约0.3个百分点。尽管2025年的整体影响没有预期严重，但欧元区对美商品出口在当年11月确实同比下降了20%。
3. 关税威胁凸显了美国安全保障的不可靠性，从而加强了欧洲增加国防开支和深化一体化的理由。报告认为，特朗普政府的关税威胁再次强调了美国安全保护伞的交易性质和不可靠性，促使欧洲必须增加国防开支。这反过来可能有助于欧洲在外部压力下更加团结。通过发行欧盟共同债券来为国防开支融资，成为一种更具吸引力的选择。欧盟委员会近期已批准向8个欧盟国家提供首批380亿欧元的EU SAFE联合采购贷款。
4. 对英国而言，新关税的直接宏观经济影响轻微，可能带来小幅通缩压力，并促使其外交政策上更亲近欧盟。报告预计，新增10%的关税对英国GDP的风险约为5至7个基点，影响较小。与欧洲大陆不同，英国不太可能采取经济报复措施，而倾向于外交解决。同时，英国面临增加国防开支的压力，但缺乏欧盟那样的超国家融资渠道，财政选项有限。地缘政治上，英国可能发现自己处于美欧之间的“无人区”，这会加速其向欧洲靠拢的趋势。总体净效应被认为是轻微的通货紧缩，因为英国不太可能进行报复，同时会寻求贸易多元化，增加对中国市场的敞口。

欧元区：对美国和中国的商品出口（2016年第一季度=100）

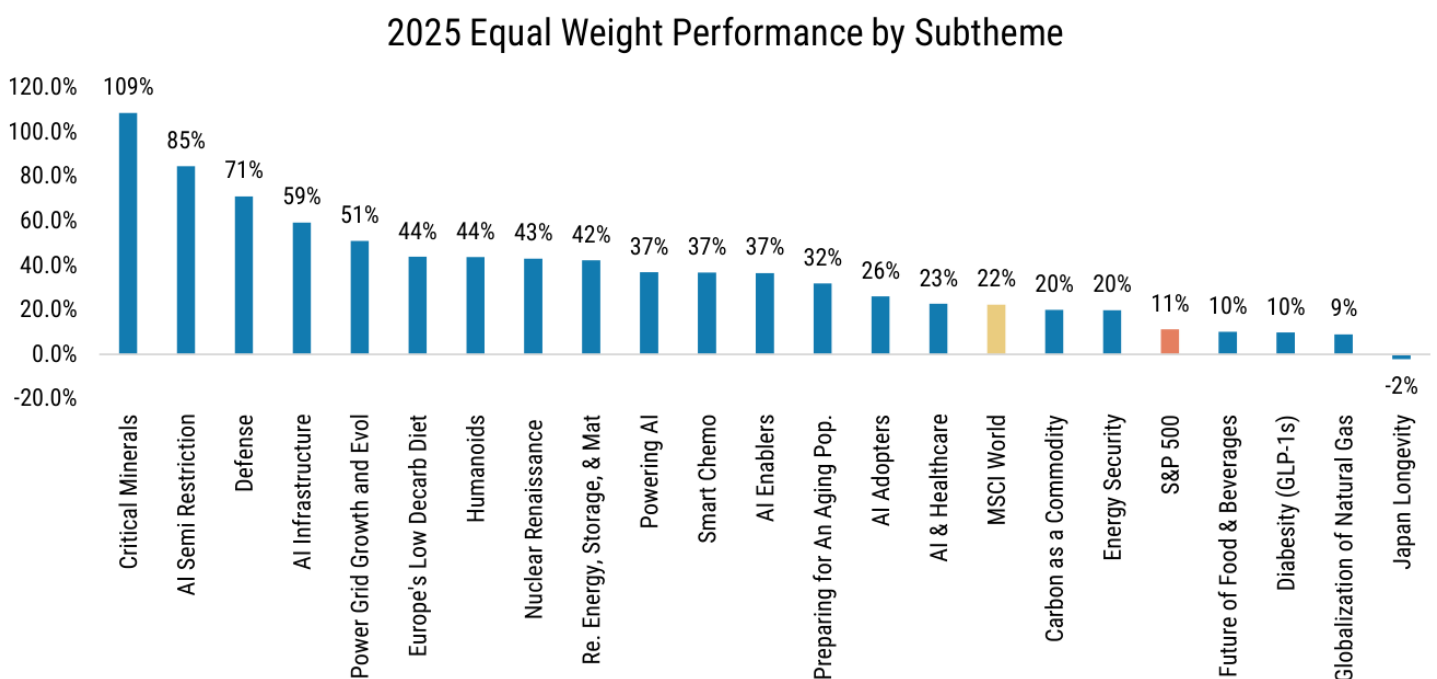


摩根士丹利：主题镜头下的世界，预测、辩论与结构性变革

- 美国前沿LLM与中国实用AI形成“两个世界”，市场波动加剧。**2026年上半年，美国前沿大语言模型（LLM）能力将实现阶跃式提升，而中国竞争对手同期难以匹敌。中国开发者将继续降低使用AI应用的成本，满足广泛客户需求。**AI能力与采纳之间的差距将扩大，导致市场在对“采纳者过少”的担忧和对“头部采纳者巨大利益”的看好之间摇摆，引发股价波动。但随着非线性能力增长的影响显现，下半年市场对AI采纳的看好情绪将迅速增长。**
- 计算能力需求将系统性地超过供给。**2026年数据显示，计算能力将出现系统性短缺，无法满足需求的指数级增长。即使AI软件和硬件效率提升，**但AI应用案例的普及和复杂性（如视频生成、机器人）的增加，将导致对算力的净需求呈指数增长。AI基础设施的增长限制将加剧这一短缺。**
- 特朗普政府将推行激进的美国政策议程。**报告预测特朗普政府将采取强力措施，旨在最终消除对中国在稀土、关键矿物及浓缩铀等重要材料上的依赖；支持制造业回流；大幅增加军费开支，特别是在无人机、3D打印、网络战等新兴领域；并在多个领域降低通胀。
- AI技术转让与“国内智能总值”成为地缘博弈焦点。**为应对美国的技术领先和政策压力，中国将施压美国，要求更广泛的AI技术转让。同时，美欧将加大政府支持，摆脱对中国的关键矿物依赖。各国AI能力的差异将引发激烈的贸易谈判，各国竞相提升其“国内智能总值”（Gross Domestic Intelligence），这一动态有利于美国和中国。

5. **能源政治化趋势加剧。**全球能源成本上升，部分归因于AI和数据中心的增长，这将导致：公众反对数据中心增长；政策倾向于成本最低的能源方案（即使碳排放更高）；数据中心项目寻求“离网”供电策略，以规避对其他用户电价的影响。
6. **人工智能与能源领域加速融合。**关键的AI企业将寻求对能源基础设施的更大控制权，以确保能源安全、获得最低成本的可靠能源、隔离AI增长对其他用户的影响，并利用AI提高能源效率。
7. **中美制造业呈现“两个世界”：中国份额增长，美国“回流复兴”。**中国将凭借长期规划、本土供应链、研发投入和庞大的人才库，继续扩大其在全球技术制造业的市场份额。而美国，随着技术扩散降低了低成本劳动力的优势，将迎来制造业回流的复兴。高成本、高监管、低AI技术水平的国家和地区将丧失市场份额。
8. **拉丁美洲迎来“变革三合一”。**政策转变、地缘政治变化和利率见顶，将推动拉丁美洲进入一个由投资而非消费驱动的新周期。该地区在多极世界中的重要性日益凸显。AI将显著增强这一投资周期。预计到2035年，该地区资本市场规模将从目前的2.5万亿美元增至6万亿美元。
9. **AI引发大规模再培训计划 and 政策干预。**为应对AI驱动的就业岗位变化，企业和政府将广泛推行员工再培训计划。同时，对AI导致失业的政治敏感性将引发政策干预，从直接的岗位保护措施（尤其在欧洲）到为失业工人提供财政支持。
10. **“颠覆性AI”引发通缩、更高资本支出和资产价值重估。**2026年下半年，部分经济活动（主要是服务业）将出现价格快速下跌的早期迹象。这将导致更大的工资不平等、更高的资本支出、利率上行风险，以及那些无法被AI“复制”的资产价值上升。“国内智能总值”较低或生产智能成本较高的国家将处于不利地位。

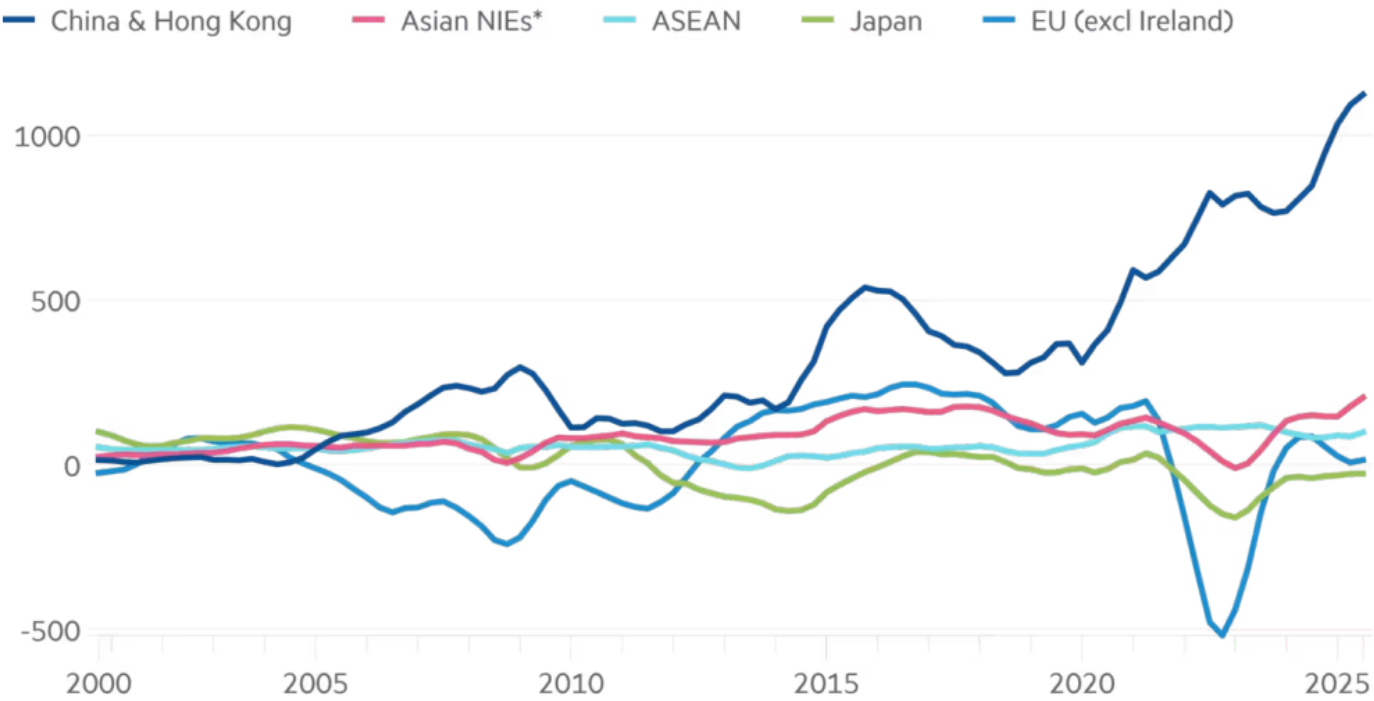
2025年各子主题等权重表现



中国贸易顺差突破万亿美元大关

China's overall trade surplus now exceeds \$1tn

Customs trade surpluses of key economies (\$bn, sum over previous four quarters)

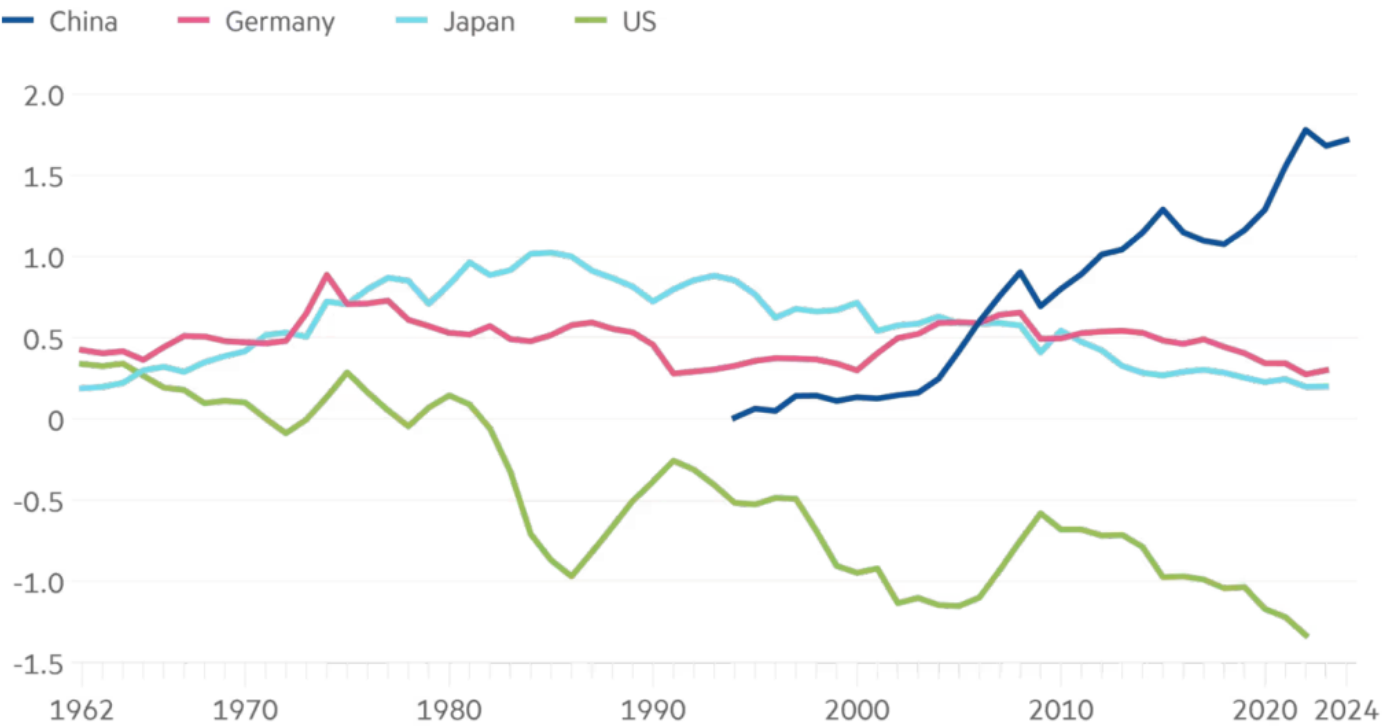


* Newly industrialised economies
Sources: Brad Setser (Council on Foreign Relations). GACC, Haver Analytics

中国制造业贸易顺差的爆炸式增长

China's trade surplus in manufactures is exploding

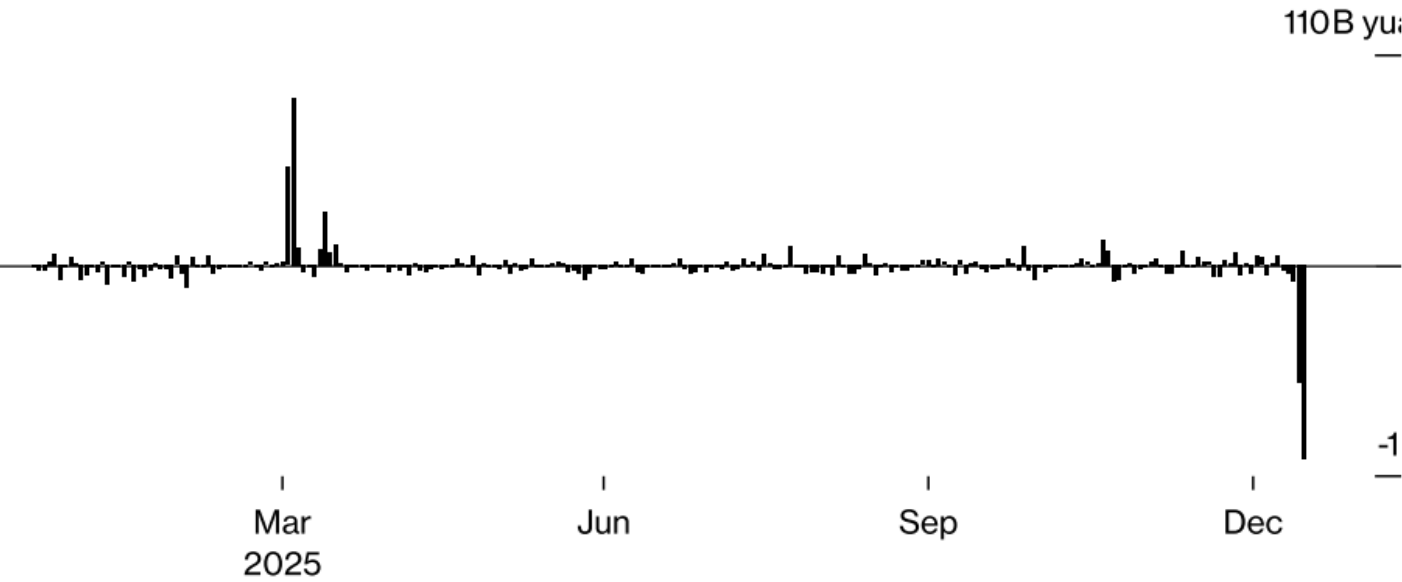
Surpluses on trade in manufactured goods, as a % of global GDP



Sources: Brad Setser/Volkmar Baur (Council on Foreign Relations), GACC (China), UN Comtrade

国家队ETF资金流向：年初入场，年末离场

Net fund flows into eight National Team ETFs

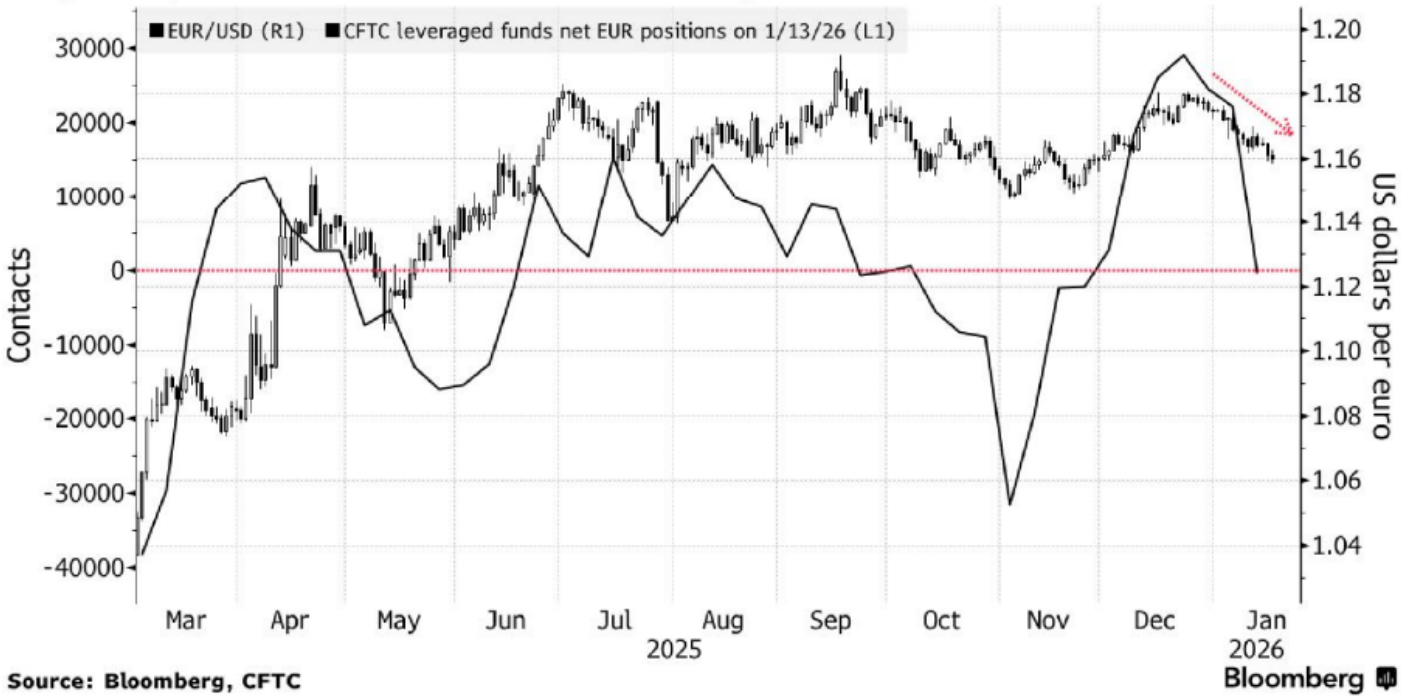


Source: Bloomberg 来源：彭博社

关税阴云下，对冲基金押注欧元下跌

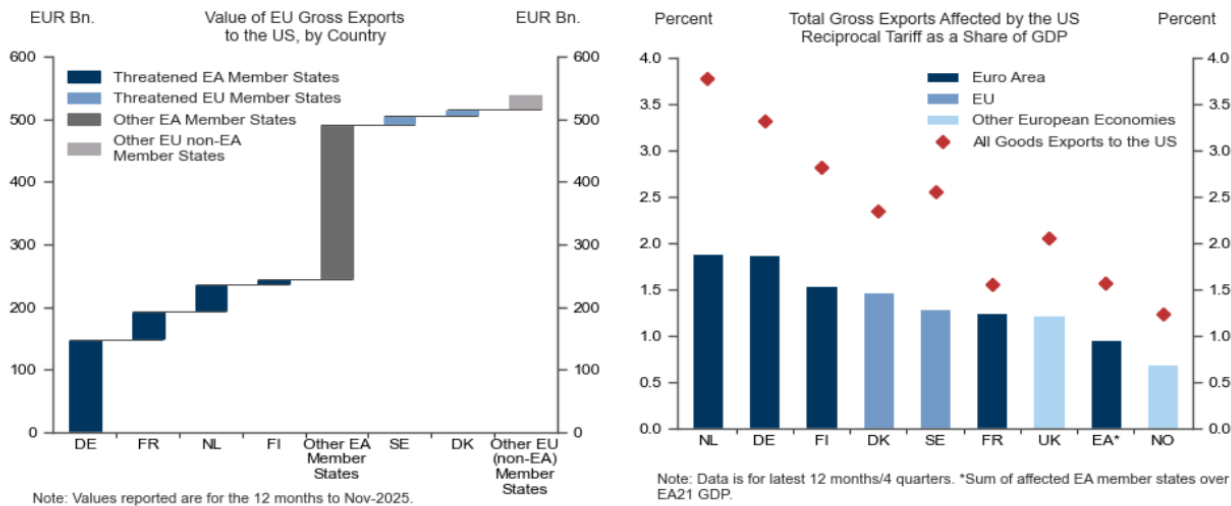
Hedge Funds Turn Net Short Euro Ahead of Tariff Salvo

Long EUR positions trimmed as euro slid the past month



特朗普“格陵兰岛关税”所涉出口额约占欧元区GDP的1%到1.5%

Exhibit 1: The Announced Tariffs Would Apply to Exports Worth Around 1-1.5% of GDP in the Euro Area



Source: Eurostat, ONS, Statistik Sentralbyra, Haver Analytics, Goldman Sachs Global Investment Research