

2025 年 12 月 22 日

## 2025 年最后央行周收官，各国央行表现如何

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 (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
- 海外宏观周报 (12/1): 主要国家央行 12 月议息前瞻
- 海外宏观周报 (11/24): 美国关键数据补发, 降息预期大幅波动
- 海外宏观周报 (11/17): 美国政府“停摆”结束, 后续有哪些关注点?
- 海外宏观周报 (11/10): 如何看待近期美国股市回调

## 主要大类资产走势:

	2025-12-19	周变动
美国国债收益率10Y	4.16	-3.0 bp
美国国债收益率2Y	3.48	-4.0 bp
日本国债收益率10Y	1.97	3.9 bp
日本国债收益率2Y	1.07	1.9 bp
德国国债收益率10Y	2.88	3.0 bp
德国国债收益率2Y	2.14	-2.0 bp
标普500指数	6834.50	0.10 %
纳斯达克指数	23307.62	0.48 %
道琼斯工业指数	48134.89	-0.67 %
日经225指数	49507.21	-2.61 %
伦敦富时100指数	9897.42	2.57 %
巴黎CAC40指数	8151.38	1.03 %
德国DAX指数	24293.56	0.44 %
伦敦现货黄金	4337.60	-0.22 %
英国布伦特原油现货	61.27	-2.05 %
美元指数	98.7125	0.32 %
欧元兑美元	1.1708	-32 pips
英镑兑美元	1.3377	4 pips
美元兑日元	157.7290	18930 pips
美元兑人民币	7.0410	-144 pips

## 【一周焦点】

随着上周欧洲央行、英国央行和日本央行利率决议公布, 2025 年最后一次央行周落幕。回顾全年, 如何评价各国央行的表现? 美联储尽管面对特朗普政策的巨大不确定性, 以及对其独立性的干扰, 内部分歧加大, 但最后三次降息依旧具备较高的前瞻性, 达到了应有的平衡。上周美国关键数据补发, 显示就业市场在停摆期间转弱, 通胀压力减轻, 证实了美联储此前第三次预防式降息的必要性。欧洲央行与英国央行表现相对平衡, 前者接近完成目标, 后者仍有降息空间。考虑到欧元区经济和就业情况也相对稳健, 预计中短期将维持当前利率; 英国通胀仍未达标, 当前 3.75% 的利率仍保持限制性, 预计明年仍有 2-3 次的降息空间。日本央行在年初和年末加息, 但整体略显鸽派, 预计明年将加息 1-2 次。

## 【交易模式】

美国多项数据补发显示衰退降温趋势加强

## 【关键数据】

**美国:** 补发就业数据喜忧参半, 通胀意外降低, 批发销售下滑, 整体库存回升, 房地产指数小幅回升, 成屋销量下滑, PMI 全面回落, 消费者信心指数下修。**欧洲:** 英国通胀超预期回落, 多国 PPI 下行。**日本:** CPI 小幅回落, 贸易转为顺差。

## 【重要事件】

**美国:** 美联储主席人选接近发布, 官员表态显分歧。**欧洲:** 英国央行降息, 欧央行按兵不动。**日本:** 央行加息符合预期, 未来或继续上调。**其他地区:** 墨西哥降息, 俄美将在迈阿密会谈。

## 【本周关注】

美国三季度 GDP, 日本 12 月东京 CPI

## 目 录

【一周焦点】 .....	1
2025 年最后央行周收官，各国央行表现如何？ .....	1
【交易模式】 .....	3
美国多项数据补发显示衰退降温趋势加强 .....	3
【关键数据】 .....	4
美国：补发就业数据喜忧参半，通胀意外降低 .....	4
欧洲：英国通胀超预期回落，多国 PPI 下行 .....	7
日本：CPI 小幅回落，贸易转为顺差 .....	9
【重要事件】 .....	11
美国：美联储主席人选接近发布，官员表态显分歧 .....	11
欧洲：英国央行降息，欧央行按兵不动 .....	13
日本：央行加息符合预期，未来或继续上调 .....	14
其他地区：墨西哥降息，俄美将在迈阿密会谈 .....	14
【本周关注】 .....	16
美国三季度 GDP，日本 12 月东京 CPI .....	16

## 【一周焦点】

### 2025 年最后央行周收官，各国央行表现如何？

随着上周欧洲央行、英国央行和日本央行利率决议公布，2025 年最后一次央行周落幕。回顾全年，各主要央行继续在对抗通胀和充分就业之间做出平衡，货币政策路径存在分化，那么应如何评价各国央行的表现和成绩？

**美联储：最后三次连续降息，预防式降息具备较高前瞻性。**2025 年美联储于 9、10、12 月连续三次降息，累计降息 75 个基点。回顾全年，特朗普上台后的一系列政策巨变给美联储的决策带来巨大困难。对等关税放大了美国经济季度间的波动性，一季度美国经济意外收缩，出口部门和库存受“抢出口”的明显干扰；二季度美国经济强劲反弹，通胀预期升高，也使今年的首次降息一拖再拖。到了临近年末，关税对通胀的影响不及预期，政府停摆拖累失业率升高，才促使美联储最终选择转向鸽派。

**特朗普还用多种手段影响美联储的独立性。**除了利用前理事库格勒的提前离职“安插”了现任理事史蒂芬·米兰——后者在上任后表现出极端鸽派，特朗普还试图罢免拜登任命的美联储理事丽莎·库克，理由是抵押贷款欺诈。此案将于 2026 年 1 月 21 日庭审，这种场外因素是否已经影响了库克对于货币政策的独立性难以定论——在近期的三次 FOMC 会议中，库克均对降息投下支持票。此外，特朗普在任命新任美联储主席上的选人都极为鸽派，无论是国家经济委员会主任凯文·哈塞特、前美联储理事沃什，还是现任美联储理事沃勒，在公开发言时都偏向鸽派。预计明年 1 月最终人选将揭晓，其后的发言很可能发挥一定“影子美联储主席”的作用。

尽管美联储内部分歧日益加大，但货币政策整体看仍偏中性。随着上周美国多项关键数据补发，可以看出最后三次预防式降息具备很好的前瞻性。首先是就业数据下滑，失业率超预期升高。美国劳工部 12 月 16 日补发就业数据显示，10 月、11 月新增非农就业分别为-10.5 万、6.4 万人。政府“停摆”对就业形成冲击，政府部门就业岗位分别减少 15.7 万人和 0.5 万人。剔除政府因素后，私营部门表现相对平稳，两月分别新增 5.2、6.9 万人。从三个月移动平均看，美国就业岗位创造依旧处在下行趋势，月均 2 万左右的新增水平明显低于疫情前同期水平。11 月失业率意外升高，源于暂时性失业增加和劳动参与率提升。U3 失业率录得 4.56%（预期 4.5%），较 9 月升高 0.12 个百分点，永久性失业贡献

较 9 月下降 0.05 个百分点，暂时性失业升高 0.07 个百分点，主动辞职、新入或重入职场则贡献了剩余部分。同时，11 月劳动参与率升高 0.1 个百分点至 62.5%，是失业率暂时回升的另一个解释。

**其次是通胀压力减轻。**美国劳工部 12 月 18 日补发的数据显示，11 月 CPI 同比上涨 2.7%，大幅低于预期的 3.1%，核心 CPI 同比上涨 2.6%，同样低于预期的 3.0%。能源价格同比扩大至 4.2%，但食品价格涨幅回落至 2.6%。住房价格大幅下降，主要住所租金和业主等价租金分别减速至 3.0% 和 3.4%，**不含租金的服务同比减速至 3.5%**，医疗服务、运输服务、休闲服务涨幅全面回落。11 月劳动时薪同比增长 3.5%，为 2021 年 5 月以来最低增速，显示工资—通胀螺旋压力减轻。关税的影响减弱，核心商品同比小幅回落 0.1 个百分点至 1.4%，耐用品则保持在 2.0% 的水平。**就业市场在停摆期间转弱，通胀压力减轻，证实了美联储此前第三次预防式降息的必要性。**

**欧洲央行与英国央行：表现相对平衡，前者接近完成目标，后者仍有降息空间。**欧央行 2025 年上半年连续降息 4 次共 100 个基点，并在下半年连续 4 次按兵不动。在 6 月降息后，欧央行即表示利率已接近平衡水平。从效果看，**欧元区通胀在二季度接近目标**，5 月一度运行至 2% 下方，随后基本保持在 2.0-2.2% 之间。考虑到欧元区经济和就业情况也相对稳健，预计中短期将维持当前利率。**英国央行上周降息 25 个基点符合预期**，全年同样降息 4 次累计 100 个基点，但降息节奏相对跳跃，分别在 2 月、5 月、9 月、12 月降息。从效果看，英国核心通胀由年初的 3.7% 下降到 11 月的 3.2%，离目标还有距离，**因此当前 3.75% 的利率仍保持限制性，预计明年仍有 2-3 次的降息空间。**

**日本央行：年初和年末加息，但整体略显鸽派。**1 月份日本央行加息 25 个基点，将政策利率由 0.25% 上调至 0.5%。但随后，面对通胀持续高于政策目标，日本央行显得犹豫不决，长期保持利率水平不变，原因主要是“担忧特朗普关税的负面冲击”。**12 月 19 日日本央行的第四次加息姗姗来迟，利率升至 0.75%。**日本央行表示核心通胀仍在温和上行，未来将继续上调政策利率。但也强调，当前利率水平依旧是宽松的。整体看，考虑到目前日本通胀长期高于 2% 目标水平，日本央行的表现长期略显鸽派，首次影响，今年日元汇率呈现弱势，而长端日债收益率则在市场预期的推动下不断走升。**预计明年日本央行仍有 1-2 次的加息可能。**

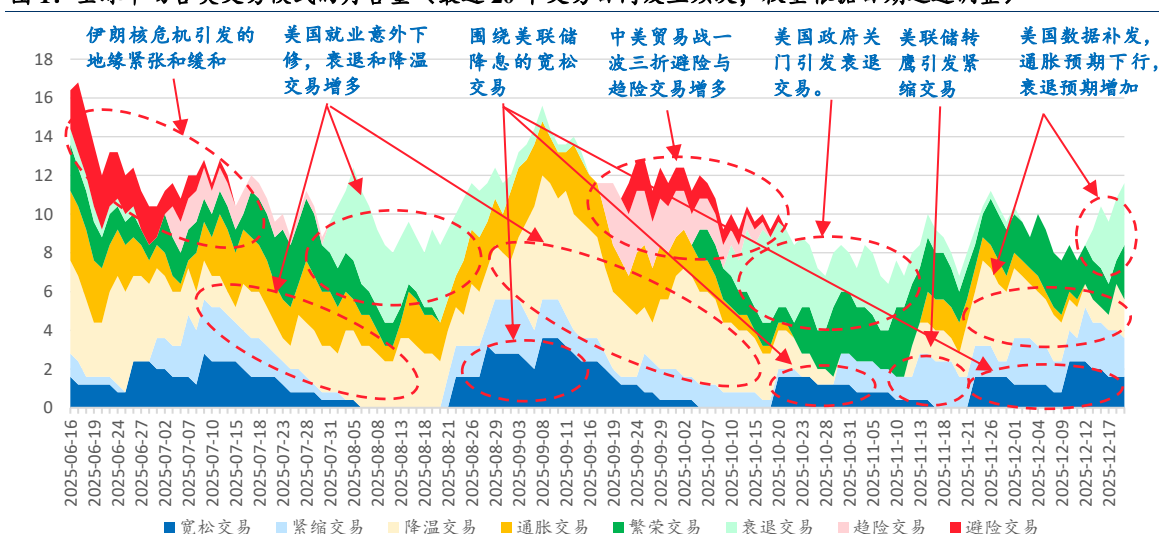
## 【交易模式】

### 美国多项数据补发显示衰退降温趋势加强

表 1：近两周各交易日交易模式

12 月 8 日	12 月 9 日	12 月 10 日	12 月 11 日	12 月 12 日
紧缩交易	不确定	宽松交易	不确定	紧缩交易
12 月 15 日	12 月 16 日	12 月 17 日	12 月 18 日	12 月 19 日
衰退交易	衰退交易	不确定	降温交易	繁荣交易

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：补发就业数据喜忧参半，通胀意外降低

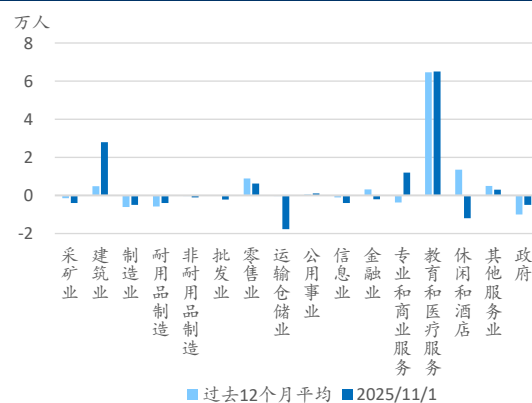
**非农就业数据补发。**11月美国新增非农就业6.4万人（预期5.0万人），10月新增-10.5万人，9月由11.9万人下修至10.8万人，8月由-0.4万人下修至-2.6万人，新增非农就业3个月移动平均2.2万人（前值-0.8万人）。

图 2：美国新增非农就业



数据来源：美国劳工部，Wind

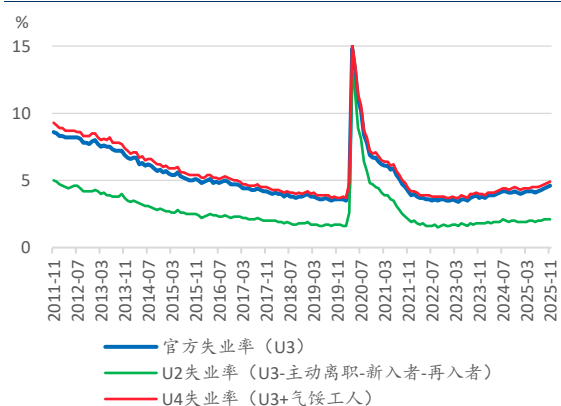
图 3：各行业新增非农就业与过去 12 个月均值比较



数据来源：美国劳工部，Wind

**11月失业率意外上升，10月缺失。**11月美国季调后U3失业率4.56%（9月4.44%），U2失业率2.07%（9月2.06%），其中永久性失业贡献1.13%（9月1.18%），暂时失业与完成临时工作贡献0.95%（9月0.88%），U4失业率4.9%（9月4.7%），U5失业率5.6%（9月5.4%），U6失业率8.7%（9月8.0%）。劳动参与率62.5%（9月62.4%），就业率59.6%（9月59.8%）。

图 4：美国主要口径失业率



数据来源：美国劳工部，Wind

图 5：美国非农平均时薪与周薪涨幅



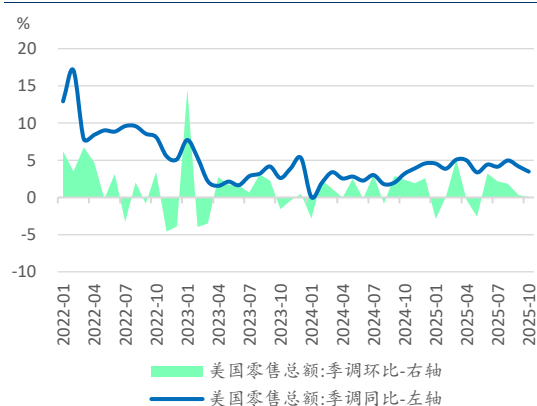
数据来源：美国劳工部，Wind



平均时薪增速明显放缓。11月、10月美国私人非农企业季调后平均时薪同比分别+3.5%、+3.8%（9月+3.7%），11月、10月平均周薪季调同比分别+3.5%、+3.5%（9月+3.7%）。

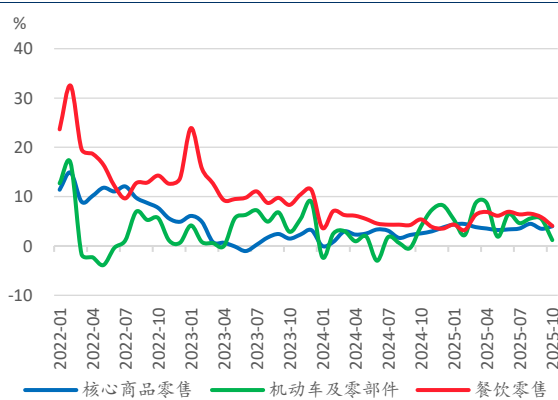
核心零售回暖但整体零售下滑。10月零售销售季调环比0.0%（预期+0.1%，前值+0.1%），季调同比+3.5%（前值+4.2%）；不含汽车的核心零售季调环比+0.4%（预期+0.4%，前值+0.1%），季调同比+4.0%（前值+3.9%）。汽车零售店季调环比-1.6%（前值-0.1%），季调同比+1.2%（前值+5.5%），餐饮零售季调环比-0.4%（前值+0.2%），季调同比+4.1%（前值+5.8%）。

图 6：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

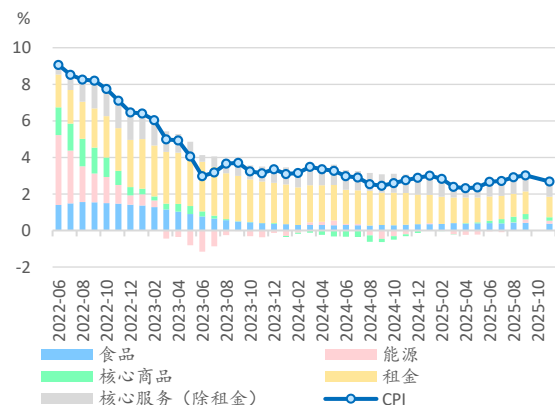
图 7：美国核心商品零售、汽车零售、餐饮零售同比



数据来源：美国人口普查局，Wind

美国 11 月 CPI 意外下行，10 月数据缺失。11 月 CPI 同比+2.7%（预期+3.1%，9 月+3.0%），核心 CPI 同比+2.6%（预期+3.0%，9 月+3.0%），季调环比+0.3%（预期+0.3%，9 月+0.3%）。亚特兰大联储 11 月、10 月弹性 CPI 分别同比+2.4%、2.0%（9 月+1.6%），黏性 CPI 分别同比+3.1%、3.0%（9 月+3.3%）。

图 2：美国月度 CPI 同比及结构分解



数据来源：美国劳工部，Wind

图 3：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

**其他数据：**批发销售下滑，整体库存回升，房地产指数小幅回升，成屋销量下滑，PMI 全面回落，消费者信心指数下修。9 月批发销售季调环比-0.2%（前值-0.2%），耐用品季调环比-0.4%（前值-0.1%），非耐用品季调环比+0.1%（前值-0.2%）。库存总额季调环比+0.2%（前值 0.0%），零售商库存季调环比+0.4%（前值 0.0%），批发商库存季调环比+0.5%（前值-0.1%），制造商库存季调环比-0.1%（前值-0.1%）。11 月成屋销量季调折年 413 万套（前值 411 万套），季调环比+0.5%（前值+1.5%），同比-1.0%（前值+2.0%），成屋售价中位数季调环比-1.4%（前值+0.6%），提供比+1.2%（前值+2.0%）。12 月 NAHB 住房市场指数为 39（前值 38）。纽约联储制造业指数-3.9（前值 18.7），费城联储制造业指数-10.2（前值-1.7），堪萨斯联储制造业指数 1（前值 8）。标普全球制造业 PMI 初值 51.8（前值 52.2），服务业 PMI 初值 52.9（前值 54.1），综合 PMI 初值 53.0（前值 54.2）。12 月密歇根大学消费者信心指数终值 52.9（初值 53.3，前值 51.0），现状指数终值 50.4（初值 50.7，前值 51.1），预期指数终值 54.6（初值 55.0，前值 51.0），1 年通胀终值 4.2%（初值+4.1%，前值+4.5%），5 年通胀终值 3.2%（初值+3.2%，前值+3.4%）。

**周度数据：**亚特兰大联储 12 月 16 日更新的 GDPNow 预测数据显示，2025 年三季度美国 GDP 预计季调年化环比+3.5%（上周为+3.6%）。12 月 13 日当周纽约联储周度经济指数（WEI）为+2.29%（前值维持 2.29%不变），当周红皮书商业零售同比+6.2%（前值+5.7%）；当周美国初请失业金人数 22.4 万人（前值由 23.6 万上修至 23.7 万），前周续请失业金人数 189.7 万人（前值由 183.8 万下修至 183.0 万）。ADP 周度更新数据显示，截至 11 月 29 日四周内，美国私营部门工作岗位增加 6.5 万个。12 月 17 日美联储资产负债表规模较上周+175.58 亿美元（前值+35.22 亿），联储银行准备金周较上周-401.15 亿美元（前值+956.03 亿），财政部一般账户（TGA）较上周+555.90 亿（前值-1026.96 亿），逆回购协议+6.86 亿美元（前值-10.1 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								短期趋势
		5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
消费	零售销售总额-季调环比	-0.8	1.0	0.6	0.5	0.1	0.0			↓
	核心零售销售（不含机动车）-季调环比	-0.1	0.9	0.4	0.6	0.1	0.4			↑
	机动车零售销售-季调环比	-3.8	1.2	1.6	0.4	-0.1	-1.6			↓
	餐饮零售-季调环比	-0.2	0.8	0.1	0.6	0.2	-0.4			↓
	批发商销售-季调环比	-0.4	0.7	1.3	-0.2	-0.2				→
	批发商销售-耐用品-季调环比	0.2	0.7	1.3	-0.1	-0.4				↓
	批发商销售-非耐用品-季调环比	-1.0	0.6	1.4	-0.2	0.1				↑
房地产	成屋销量-季调环比	1.0	-2.7	2.0	-0.3	1.3	1.5	0.5		↓
	成屋售价-中位数-同比	1.6	1.4	1.0	2.0	1.4	2.0	1.2		↓
	NAHB/富国银行住房市场指数	34.0	32.0	33.0	32.0	32.0	38.0	39.0		↑
库存	库存总额-季调环比	0.0	0.2	0.1	0.0	0.2				↑
	零售商库存总额-季调环比	0.2	0.2	0.1	0.0	0.4				↑
	批发商库存总额-季调环比	-0.3	0.2	0.1	-0.1	0.5				↑
	制造商库存总额-季调环比	0.1	0.2	0.2	-0.1	-0.1				→
通货膨胀	CPI-同比	2.4	2.7	2.7	2.9	3.0		2.7		↓
	核心CPI-同比	2.8	2.9	3.1	3.1	3.0		2.6		↓
	亚特兰大联储黏性CPI-同比	3.2	3.3	3.4	3.4	3.3	3.1	3.0		↓
	亚特兰大联储弹性CPI-同比	0.2	0.9	0.8	1.6	2.3	2.4	2.0		↓
就业	新增非农就业-万人	1.9	-1.3	7.2	-2.6	10.8	-10.5	6.4		↑
	失业率（U3）-季调	4.2	4.1	4.2	4.3	4.4		4.6		↓
	失业率（U2）-季调	2.0	1.9	2.0	2.0	2.1		2.1		→
	失业率（U4）-季调	4.5	4.5	4.5	4.6	4.7		4.9		↓
	就业率	59.7	59.7	59.6	59.6	59.7		59.6		↓
PMI 指数	劳动参与率	62.4	62.3	62.2	62.3	62.4		62.5		↑
	标普全球制造业PMI	52.0	52.9	49.8	53.0	52.0	52.5	52.2	51.8	↓
	标普全球服务业PMI	53.7	52.9	55.7	54.5	54.2	54.8	54.1	52.9	↓
	标普全球综合PMI	53.0	52.9	55.1	54.6	53.9	54.6	54.2	53.0	↓
	费城联储制造业指数	-4.0	-4.0	15.9	-0.3	23.2	-12.8	-1.7	-10.2	↓
	纽约联储制造业指数	-9.2	-16.0	5.5	11.9	-8.7	10.7	18.7	-3.9	↓
	堪萨斯联储制造业指数	-3.0	-2.0	1.0	1.0	4.0	6.0	8.0	1.0	↓
经济前景指数	密歇根大学消费者信心指数	52.2	60.7	61.7	58.2	55.1	53.6	51.0	52.9	↑
	现状指数	58.9	64.8	68.0	61.7	60.4	58.6	51.1	50.4	↓
	预期指数	47.9	58.1	57.7	55.9	51.7	50.3	51.0	54.6	↑
	1年通胀预期	6.6	5.0	4.5	4.8	4.7	4.6	4.5	4.2	↓
	5年通胀预期	4.2	4.0	3.4	3.5	3.7	3.9	3.4	3.2	↓
周		31.Oct	7.Nov	14.Nov	21.Nov	28.Nov	5.Dec	12.Dec	19.Dec	
周度数据	GDPNow-GDP季调环比折年增速预测	3.9	4.0	4.2	4.2	3.9	3.5	3.6	3.5	↓
	纽约联储周度经济指数	2.27	1.94	2.33	2.18	2.26	2.29	2.29		→
	红皮书商业销售-同比	5.7	5.9	6.1	5.9	7.6	5.7	6.2		↑
	ADP过去四周新增就业-万人	-1.0	-5.4		1.9	6.5				↑
	当周初次申请失业金人数-万人	22.9	22.8	22.2	21.8	19.2	23.7	22.4		↓
	持续领取失业金人数-万人	194.6	195.3	194.3	193.7	183.0	189.7			↓
	美联储资产负债表周变动-亿美元	-24.99	-143.02	77.30	-251.79	-28.64	-166.38	35.22	175.58	↑
	联储银行准备金周变动-亿美元	-1017.28	240.14	314.17	341.91	-195.44	-198.23	956.03	-401.15	↓
	财政部一般账户（TGA）周变动-亿美元	787.85	-411.59	4.45	-423.13	-11.54	88.45	-1026.96	555.90	↑
	存款机构逆回购协议周变动-亿美元	129.89	50.68	-301.27	-150.96	51.41	1.70	-10.10	6.86	↑

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

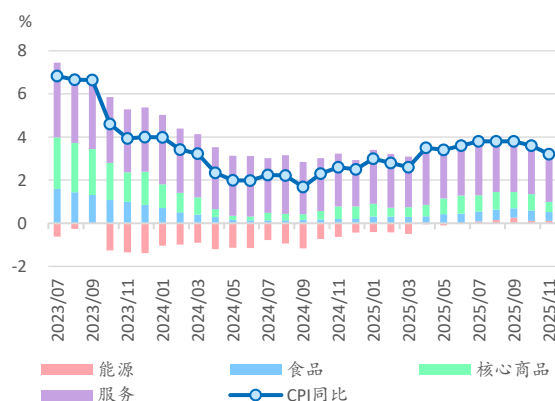
说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

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：英国通胀超预期回落，多国 PPI 下行

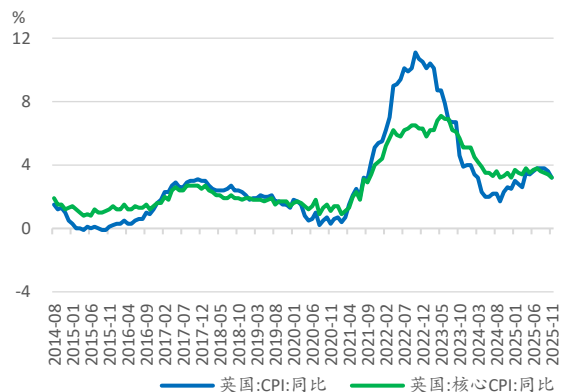
**英国通胀超预期回落。**英国 11 月 CPI 同比+3.2%（预期+3.5%，前值+3.6%），环比-0.2%（前值+0.4%）。核心 CPI 同比+3.2%（前值+3.4%），环比-0.2%（前值+0.3%）。分项中，食品同比+4.0%（前值+4.8%），能源同比+1.9%（前值+1.8%），服务同比+4.4%（前值+4.5%）。

图 6：英国 CPI 同比分解



数据来源：英国统计局，Wind

图 7：英国 CPI 与核心 CPI



数据来源：英国统计局，Wind

其他数据：欧元区进出口放缓，工业和营建产出回暖，英国失业率回升，欧元区 CPI 同比小幅下修，英、法、德 PPI 下行，欧元区 PMI 回落。10 月，欧元区出口同比+1.0%（前值+7.7%），进口同比-3.6%（前值+5.7%），贸易差额+183.9 亿欧元（前值+184.14 亿）。欧元区营建产出季调环比+0.9%（前值-0.6%），同比+0.5%（前值-0.4%）。欧元区工业生产指数季调环比+0.8%（前值+0.2%），季调同比+2.0%（前值+1.2%）；德国工业生产指数季调同比+1.0%（前值-1.0%），法国季调同比+1.7%（前值+1.3%），英国失业率为 5.1%（前值 5.0%）。11 月，欧元区 CPI 同比终值 2.1%（初值 2.2%，前值 2.1%）。法国 PPI 同比-3.3%（前值-0.8%），英国 PPI 同比-1.8%（前值-1.7%），德国 PPI 同比+3.4%（前值+3.5%）。欧元区制造业 PMI 初值 49.2（前值 49.6），服务业 PMI 初值 52.6（前值 53.6），综合 PMI 初值 51.9（前值 52.8）。12 月，欧元区 ZEW 经济现状指数为-28.5（前值-27.3），景气指数 33.7（前值 25.0）。欧元区 20 国消费者指数为-14.6（前值-14.2），英国 GFK 消费者指数为-17.0（前值-19.0），德国 IFO 商业景气指数为 87.6（前值 88.0）。德国 2026 年 1 月 GFK 消费者指数为-26.9（前值-23.2）。

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	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2026年 1月	短期趋势
消费	欧元区20国消费者信心指数	-15.3	-14.7	-15.5	-14.9	-14.2	-14.2	-14.6		↓
	英国GfK消费者信心指数	-18.0	-19.0	-17.0	-19.0	-17.0	-19.0	-17.0		↑
	德国GfK消费者信心指数	-20.0	-20.3	-21.5	-23.5	-22.5	-24.1	-23.2	-26.9	↓
进出口	欧元区20国出口金额-同比	0.7	0.6	-4.4	7.7	1.0				↓
	欧元区20国出口金额-季调环比	-2.4	0.5	-0.8	4.5	-4.6				↓
	欧元区20国进口金额-同比	6.9	2.9	-3.5	5.7	-3.6				↓
	欧元区20国进口金额-季调环比	3.3	-1.2	-2.2	1.3	-3.3				↓
	欧元区20国商品贸易差额-亿欧元	70.6	136.2	8.6	184.1	183.9				↓
工业生产	欧元区工业产出指数-季调环比	-0.7	0.6	-1.0	0.2	0.8				↑
	欧元区工业产出指数-同比	0.6	1.9	1.2	1.2	2.0				↑
	欧元区营建产出-季调环比	0.2	0.6	-0.2	-0.6	0.9				↑
	欧元区营建产出-同比	-0.1	0.7	1.0	-0.4	0.5				↑
	德国工业产出指数-季调环比	-0.3	1.6	-4.4	1.8	1.4				↓
	德国工业产出指数-同比	-2.0	1.9	-3.9	-1.0	1.0				↑
	法国工业产出指数-季调环比	3.1	-0.1	-0.9	0.7	0.2				↓
	法国工业产出指数-同比	1.7	1.8	0.2	1.3	1.7				↑
通胀	欧元区CPI-同比	2.0	2.0	2.0	2.2	2.1	2.1			→
	英国CPI同比	3.6	3.8	3.8	3.8	3.6	3.2			↓
	英国核心CPI同比	3.7	3.8	3.6	3.5	3.4	3.2			↓
	德国PPI同比	-1.3	-1.5	-2.2	-1.7	-1.8	-2.3			↓
	法国PPI同比	0.3	0.5	0.0	0.1	-0.8	-3.3			↓
	英国PPI同比	2.3	2.7	3.2	3.4	3.5	3.4			↓
就业	英国失业率	4.7	4.7	4.8	5.0	5.1				↑
PMI	欧元区制造业PMI	49.5	49.8	50.7	49.8	50.0	49.6	49.2		↓
	欧元区服务业PMI	50.5	51.0	50.5	51.3	53.0	53.6	52.6		↓
	欧元区综合PMI	50.6	50.9	51.0	51.2	52.5	52.8	51.9		↓
	英国制造业PMI	47.7	48.0	47.0	46.2	49.7	50.2	51.2		↑
	英国服务业PMI	52.8	51.8	54.2	50.8	52.3	51.3	52.1		↑
	英国综合PMI	52.0	51.5	53.5	50.1	52.2	51.2	52.1		↑
	法国制造业PMI	48.1	48.2	50.4	48.2	48.8	47.8	50.6		↑
	法国服务业PMI	49.6	48.5	49.8	48.5	48.0	51.4	50.2		↓
	法国综合PMI	49.2	48.6	49.8	48.1	47.7	50.4	50.1		↓
	德国制造业PMI	49.0	49.1	49.8	49.5	49.6	48.2	47.7		↓
	德国服务业PMI	49.7	50.6	49.3	51.5	54.6	53.1	52.6		↓
	德国综合PMI	50.4	50.6	50.5	52.0	53.9	52.4	51.5		↓
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		↓
	欧元区ZEW经济景气指数	35.3	36.1	25.1	26.1	22.7	25.0	33.7		↑
	德国IFO景气指数	88.4	88.6	88.9	87.7	88.4	88.0	87.6		↓

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

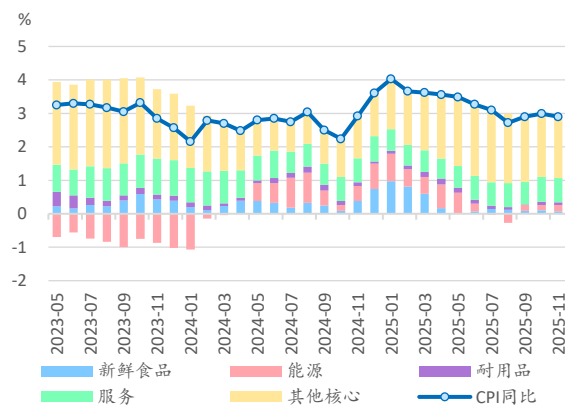
说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

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：CPI 小幅回落，贸易转为顺差

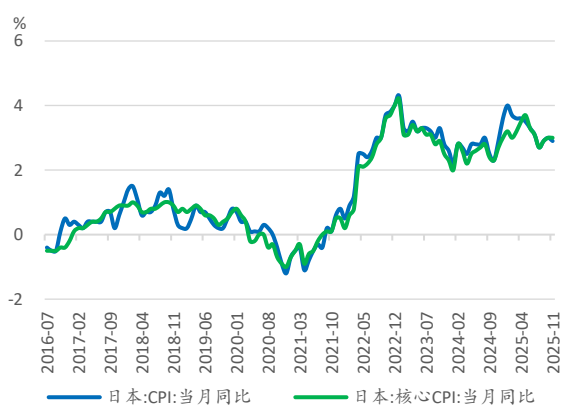
**CPI 小幅回落，但核心通胀保持黏性。**11月日本CPI同比+2.9%（前值+3.0%），环比+0.3%（前值+0.7%）；剔除生鲜食品的核心CPI同比+3.0%（预期+3.0%，前值+2.9%），环比+0.4%（预期+0.4%，前值+0.6%）；不包括生鲜食品和能源的CPI同比上涨+3.0%（前值+3.0%）。主要分项中，食品同比+6.1%（前值+6.5%），能源同比+2.4%（前值+2.1%），不含租金服务同比+2.1%（前值+2.1%），估算租金+0.4%（前值+0.4%），耐用品+1.2%（前值+1.4%）。

图 10: 日本 CPI 同比涨幅结构



数据来源：日本统计局，Wind

图 11: 日本 CPI 与核心 CPI 同比



数据来源：日本统计局，Wind

**其他数据：核心机械订单大幅增长，贸易转为顺差。**10 月核心机械订单季调环比+7.0%（前值+4.2%），同比+7.9%（前值+3.2%）。10 月出口同比+6.2%（前值+3.6%），进口同比+1.3%（前值+0.7%），贸易差额+3222 亿日元（前值-2261 亿）。12 月制造业 PMI 初值 49.7（前值 48.7），服务业 PMI 初值 52.5（前值 53.2），综合 PMI 初值 51.5（前值 52.0）。

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								短期趋势
		5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
进出口	出口-同比	-1.7	-0.5	-2.6	-0.1	4.2	3.6	6.2		↗
	进口-同比	-7.7	0.2	-7.5	-5.5	3.0	0.7	1.3		↗
	贸易差额-亿日元	-6424.7	1476.4	-1232.2	-2501.6	-2373.5	-2317.7	3222.0		↗
工业生产	核心机械订单-季调环比	-0.6	3.0	-4.6	-0.9	4.2	7.0			↗
	核心机械订单-季调同比	6.2	7.6	2.6	3.2	7.9	13.7			↗
通货膨胀	CPI-同比	3.5	3.3	3.1	2.7	2.9	3.0	2.9		↘
	CPI-季调环比	0.3	-0.1	0.2	0.2	-0.1	0.7	0.3		↘
	核心CPI-同比	3.7	3.3	3.1	2.7	2.9	3.0	3.0		→
	核心CPI-季调环比	0.4	0.0	0.2	0.0	-0.2	0.6	0.4		↘
PMI	制造业PMI	49.4	50.1	48.9	49.7	48.5	48.2	48.7	49.7	↗
	服务业PMI	51.0	51.7	53.6	53.1	53.3	53.1	53.2	52.5	↘
	综合PMI	50.2	51.5	51.6	52.0	51.3	51.5	52.0	51.5	↘

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：美联储主席人选接近发布，官员表态显分歧

**美联储主席人选将在1月初揭晓。**美国总统特朗普在12月17日对全国发表电视讲话时表示，下一任美联储主席提名人选即将揭晓，且这名候选人会支持“大幅”降低利率。美国财长贝森特近期指出，特朗普将于明年1月初公布美联储主席人选，本周可能还有一到两次面试。知情人士称，美联储主席遴选进程仍在持续，目前候选名单已缩小至四人：国家经济委员会主任哈塞特、前美联储理事沃什、现任美联储理事沃勒，以及贝莱德的里德。目前四人在Polymarket网站上的获选概率依次为55%、21%、13%和8%。

**美联储官员表态显分歧。**纽约联储主席威廉姆斯（J.C. Williams）表示，货币政策已为2026年做好充分准备，预计美国失业率将在2025年底降至4.5%；劳动力市场风险已上升，而通胀风险已缓解；美联储的政策已从紧收缩转向中性；预计通胀率将在2026年升至2.5%，2027年降至2%；预计会积极使用常备回购便利工具来管理流动性；鉴于最近的就业和通胀数据，目前没有再次降息的紧迫性。**美联储理事米兰（S. Miran）**表示，美联储的政策立场对经济构成不必要的限制，认为剔除“幻影通胀”后，“潜在”的通胀水平已接近联储的目标。**美联储理事沃勒（C.J. Waller）**表示，随着就业市场趋弱且通胀受控，美联储仍有50至100个基点的降息空间；但基于当前的经济前景，美联储无需采取激烈的行动。

**美国财政部长贝森特表示**，对美国经济前景表达乐观预期，预计2025年全年GDP增速将达到3.5%。通胀正在向美联储2%的目标迈进，2026年将成为经济增长与通胀走势向好的一年，随着政府职位减少，经济状况会变得更好。

**美国总统特朗普宣布与九家制药公司达成协议**，这是旨在降低部分美国人药品价格的一系列协议中的最新一项。这些药企将同意降低某些联邦政府项目和患者支付的药品价格。这些公司表示，将把美国药品价格降至与其他富裕国家相当的水平——后者通常价格低得多。作为回报，这些公司将获得美国政府支持的三年期豁免——免于可能面临的新关税。目前已与政府谈妥协议的公司包括罗氏控股旗下的Genentech、诺华、百时美施贵宝、吉利德、勃林格殷格翰、安进、葛兰素史克、赛诺菲和默克。这些协议与辉瑞和阿斯利康今年早些时候跟政府达成的安排类似。特朗普今年夏天点名的17家药企中，已有14家同意下

调面向低收入和残疾人群体的医疗补助（Medicaid）项目药价、以折扣价直接向消费者销售药品。

**美国总统特朗普将签署一项近万亿美元的年度国防政策法案，使其正式生效。**尽管该法案包含向乌克兰提供新援助、限制特朗普削减美国在欧洲防务参与度的相关条款，特朗普仍决定推动法案落地。这份 2026 财年《国防授权法案》批准的年度军费高达 9010 亿美元，较特朗普提案高出 80 亿美元，创历史新高。**美国国防部酝酿重大机构重组**，美军最主要作战司令部的数量将从 11 个减至 8 个，四星上将人数将相应被削减。这项计划的一些措施为数十年来美军高层级最重大的调整，配合特朗普政府从中东和欧洲抽出资源、聚焦于在西半球扩大军事行动的举措。

**美国总统特朗普正式起诉英国广播公司（BBC）。**指控其《全景》纪录片构成诽谤，共索赔 100 亿美元。法庭文件显示，诉讼包括一项诽谤指控和一项违反佛罗里达州贸易行为法的指控，每项指控分别索赔 50 亿美元。根据 11 月 3 日曝光的一份 BBC 内部备忘录的部分内容，BBC《全景》栏目去年播出的纪录片《特朗普：第二次机会？》将特朗普讲话的两个片段拼接在一起，从而让特朗普看起来似乎是在煽动支持者参与 2021 年 1 月 6 日的美国国会大厦骚乱事件。BBC 曾在 11 月 13 日就误导性剪辑向特朗普道歉，但拒绝特朗普方面提出的赔偿要求。

**特朗普政府威胁要对欧盟采取报复措施**，以反击欧盟对美国科技公司征税，被点名的知名企业包括埃森哲、西门子和 Spotify Technology SA，它们可能成为新的限制措施或收费的目标。

**特朗普表示，不排除与委内瑞拉开战的可能性。**美国总统特朗普称，他已下令对所有进出委内瑞拉的受制裁油轮实施“全面彻底的封锁”，并认定委内瑞拉现政府是“外国恐怖组织”。他还表示不排除与委内瑞拉开战的可能性，将继续扣押更多油轮。特朗普拒绝说明推翻委内瑞拉总统马杜罗是否是他的最终目标。

**特朗普签署行政令，要求采取措施确保美国的“太空优势”。**当地时间 12 月 17 日，美国参议院正式批准任命亿万富翁、私人宇航员贾里德·艾萨克曼担任美国国家航空航天局（NASA）局长。同日，特朗普签署行政令，要求美国人在 2028 年前重返月球，并到 2030 年建立“永久性月球前哨站的初步要素”；



还要求 2030 年前在月球部署核反应堆，在太空中部署核武器等。行政令鼓励私营部门积极投资太空领域，希望到 2028 年吸引至少 500 亿美元的额外投资进入美国太空领域，并且在预计国际空间站 2030 年退役情况下，寻求通过商业途径进行替代。

**特朗普宣布用关税给美军发奖金。**特朗普在 12 月 17 日全国讲话时表示，将向美国军人发放奖金，每人约为 1776 美元，这笔奖金将来自关税政策的收入。

**美国约 24 名驻外大使遭解雇。**一名熟悉情况的国务院官员透露，特朗普政府正在解雇一批由前总统拜登任命的职业外交官。这名国务院官员表示，约有 24 名驻外大使接到通知，要求他们离任。

## 欧洲：英国央行降息，欧央行按兵不动

**英国央行以 5:4 的投票结果如期降息 25 个基点至 3.75%，为近三年来的最低水平。**这是英国央行年内第四次降息，也是自 2024 年 8 月降息周期开启以来第六次降息。根据英国央行发布的声明，该国通胀指标——消费物价指数（CPI）自上次会议以来已下降至 3.2%。尽管高于 2% 目标水平，但预计短期内将更快回落。通胀放缓反映出此前限制性货币政策已经产生效果，并且与经济增长放缓和劳动力市场空间增加的证据相符。此外，工资增长和服务价格通胀持续放缓。

**欧洲央行连续第四次维持基准利率在 2% 不变，符合市场预期。**该行继续未就未来的政策路径提供指引，强调将根据数据逐次会议决策。根据欧央行最新预测，通胀有望在中期内稳定于 2% 的目标，整体通胀率预计 2025 年为 2.1%、2026 年为 1.9%、2027 年为 1.8%、2028 年回升至 2%，核心通胀率 2025 年达 2.4%、2026 年为 2.2%、2027 年降至 1.9%、2028 年同样回归 2%。欧央行指出，2026 年通胀预测上调主要因服务业通胀放缓慢于预期，经济增长前景更乐观则归因于内需支撑。欧央行强调决心确保通胀稳定在 2% 目标范围内，决议发布之际欧元区 11 月年化通胀率为 2.1%，与 10 月持平仍略高于目标。

**德国、法国、英国、意大利、波兰、芬兰、挪威、瑞典、荷兰及欧盟机构领导人发表联合声明称，将组建一支“多国部队”支持乌克兰。**声明称“该部队将协助乌克兰重建武装力量、保障乌克兰领空安全，并提升海上安全，相关行动也将包括在乌克兰境内展开的军事行动”。

## 日本：央行加息符合预期，未来或继续上调

日本央行一致同意加息 25 个基点至 0.75%，以抑制物价持续高涨的风险，利率水平达到 30 年高位。日本央行在声明中表示，目前来看，工资与价格同时温和上涨的趋势将得以持续，而来自美国经济和贸易政策的不确定性有所下降。核心通胀率仍在温和上行，物价走势与下半年展望目标基本一致。尽管名义利率上调，但预计实际利率仍将维持在显著负值区间，这意味着整体金融环境依旧偏宽松，不会对经济形成明显掣肘。日本央行行长植田和男表示，如果经济和物价变动符合预期，将“继续上调政策利率，并调整货币宽松的力度”。日本 10 年期国债收益率升破 2%，创逾 26 年高位。日元兑美元汇率大跌超 1%。

**传日本央行最早下月开始出售 ETF 持仓。**据知情人士透露，日本央行可能最早于下月开始出售其持有的 ETF，预计这一过程需要数十年才能完成。截至 9 月底，日本央行持有的 ETF 账面价值为 37.1 万亿日元，市值达 83 万亿日元（约合 5340 亿美元）。日本央行曾在今年 9 月宣布将在市场上出售持有的 ETF 和日本房地产投资信托基金（J-REITS），前者规模为每年 3300 亿日元，后者为 50 亿日元。日本央行行长植田和男当时表示，出售 ETF 的决定与股市水平无关，如果 ETF 和 J-REITS 的出售按照既定速度进行，将需要超过 100 年时间。抛售计划具有必要时停止的灵活性，在出现临时市场波动的情况下，可能对计划进行调整，目前并未考虑将回购 ETF 作为货币政策工具。

**日媒报道特朗普曾警告高市早苗“别来添乱”。**据日本《北海道新闻》12 月 14 日报道称，消息人士透露，在谈及中美以及中日关系时，美国总统特朗普曾对日本首相高市早苗警告称“别来添乱”。日本首相官邸消息人士透露，高市早苗在通话后“情绪相当低落”。

## 其他地区：墨西哥降息，俄美将在迈阿密会谈

**墨西哥央行连续第十二次降息，同时暗示在进一步降息前可能暂停行动。**货币政策委员会以 4 比 1 的投票结果，将基准利率下调 25 个基点至 7%，为三年半以来最低水平。该行并未排除未来进一步降息的可能性，但表示将“评估后续调整的时机”。

**俄总统特别代表德米特里耶夫抵达美国迈阿密，将与美总统的特使威特科夫和女婿库什纳磋商，以期推动美方提出的俄乌“和平计划”。**乌总统泽连斯基同

日表示，部分关键问题有待解决，希望美方提议举行的俄美乌国家安全事务助理会谈，能推动乌俄人员交换或三方领导人会晤。

**乌克兰总统顾问表示已与美方就安全保障合作、和平方案、扎波罗热核电站归属权方案等多项议题磋商。**目前尚未达成最终协调版的和平提案，不清楚“俄罗斯和平方案的最新版本”是什么，任何方案的最终版本都需经双方同意，目前尚无达成共识的版本。乌克兰正与美国就未来安全保障展开磋商，并已阐明基辅的核心诉求，这些保障必须获得美国国会批准且具有法律约束力。他还表示，乌克兰已准备好使用由俄被冻结资产所提供的融资。

**俄罗斯总统普京举行一年一度的“年度盘点”活动。**普京预计，俄罗斯 2025 年国内生产总值（GDP）增长率为 1%，过去三年 GDP 累计增长率达 9.7%。**普京在此前的记者会上表示**，俄军正在乌克兰战场上持续推进，并强调如果乌克兰不接受俄罗斯在和平谈判中的条件，俄将通过军事手段实现既定目标。普京强调，目前尚未看到乌克兰方面准备好达成和平协议。

**韩元汇率跌跌不休，韩国“国家队”宣布救市。**韩国国民年金公团（NPS）宣布，将以更“灵活”的方式推进战略性外汇对冲，以支撑韩元汇率。同时，NPS 与韩国央行的外汇互换协议期限再延长一年，至 2026 年底。此前韩国财长召开会议，讨论近期金融市场与外汇市场动态及应对措施。韩国央行表示，若发生大规模存款提取或其他流动性危机，将接受金融机构的贷款资产作为抵押品，为其提供紧急流动性支持。

## 【本周关注】

### 美国三季度 GDP，日本 12 月东京 CPI

12 月 22 日	英国三季度 GDP 修正值
12 月 23 日	美国三季度 GDP 美国 9 月芝加哥联储全国活动指数
12 月 24 日	美国 10 月耐用品订单
12 月 26 日	日本 12 月东京区部 CPI 日本 11 月零售销售

## 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。