

2025 年 10 月 20 日

哪些政治事件可能影响 TACO 交易？

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 (10/13)：如何看待中美新一轮关税与贸易反制措施升级
- 海外宏观周报 (10/8)：国庆长假期间海外动态与市场表现
- 海外宏观周报 (9/29)：关注近期主要国家长端债券利率上行
- 海外宏观周报 (9/22)：美联储开启降息的后续关注点
- 海外宏观周报 (9/15)：美联储议息会议的三大悬念
- 海外宏观周报 (9/8)：就业数据再次走弱，美联储该降息 50bp 吗？

主要大类资产走势：

	2025-10-17	周变动
美国国债收益率10Y	4.02	-3.0 bp
美国国债收益率2Y	3.46	-6.0 bp
日本国债收益率10Y	1.66	-3.4 bp
日本国债收益率2Y	0.92	-1.0 bp
德国国债收益率10Y	2.55	-13.0 bp
德国国债收益率2Y	1.88	-11.0 bp
标普500指数	6664.01	1.70 %
纳斯达克指数	22679.97	2.14 %
道琼斯工业指数	46190.61	1.56 %
日经225指数	47582.15	-1.05 %
伦敦富时100指数	9354.57	-0.77 %
巴黎CAC40指数	8174.20	3.24 %
德国DAX指数	23830.99	-1.69 %
伦敦现货黄金	4224.75	6.30 %
英国布伦特原油现货	61.08	-6.10 %
美元指数	98.5556	-0.27 %
欧元兑美元	1.1651	27 pips
英镑兑美元	1.3427	66 pips
美元兑日元	150.6285	-5305 pips
美元兑离岸人民币	7.1265	33 pips

【一周焦点】

上周美方屡次释放缓和信号，但全球市场对于 TACO 交易保持犹豫和观望。**哪些政治事件可能影响 TACO 交易？**一是中美贸易交锋本身具有不确定性。10 月 18 日中美视频通话并决定举行新一轮磋商令事态有所缓和，10 月底 APEC 峰会成为关键窗口，但能否成行尚无定论。二是美国政府停摆持续，众多关键经济数据空缺正在积累不确定性。市场预计停摆将持续至 11 月，其引发的经济下行正在触发更多的衰退交易，与 TACO 交易方向并不一致。三是美国关税收入助力 2025 财年赤字率下降，但 11 月初将面临最高法院关税合法性的裁决。目前市场认为最高法院支持特朗普的概率仅为 41%，若临近裁决日局势仍不明朗，足以引起市场焦虑，不利于 TACO 交易。四是日本政坛动荡或成为非美地区最大干扰因素。10 月 21 日的日本首相指名选举尚未落定，考虑到日元是全球市场的重要低息套利货币，也将增加 TACO 交易的不确定性。

【交易模式】

中美关系紧张与美国政府停摆导致衰退交易重现

【关键数据】

美国：关税收入推动赤字率下降，多数重要宏观数据依旧暂缓发布。**欧洲：**进出口下滑顺差大幅收窄，工业生产减速。**日本：**工业生产指数下修，核心机械订单回暖。

【重要事件】

美国：中美贸易摩擦释放缓和信号，政府继续停摆。**欧洲：**法国债券面临评级下调。**日本：**首相指名选举临近。**其他地区：**沙姆沙伊赫和平峰会闭幕，IMF 上调经济展望。

【本周关注】

美国及日本通胀数据，日本首相指名选举

目 录

【一周焦点】	1
哪些政治事件可能影响 TACO 交易?	1
【交易模式】	3
中美关系紧张与美国政府停摆导致衰退交易重现.....	3
【关键数据】	4
美国：关税收入推动赤字率下降.....	4
欧洲：进出口下滑顺差大幅收窄，工业生产减速.....	5
日本：工业生产指数下修，核心机械订单回暖.....	6
【重要事件】	8
美国：中美贸易摩擦释放缓和信号，政府继续停摆.....	8
欧洲：法国债券面临评级下调.....	10
日本：首相指名选举临近.....	11
其他地区：沙姆沙伊赫和平峰会闭幕，IMF 上调经济展望	12
【本周关注】	13
美国及日本通胀数据，日本首相指名选举.....	13

【一周焦点】

哪些政治事件可能影响 TACO 交易？

随着 10 月上旬中美新一轮关税与贸易反制措施升级，全球市场紧张情绪升温。上周美方屡次释放缓和信号，但全球市场对于 TACO 交易保持犹豫和观望。美国三大股指在 10 月 10 日“黑色星期五”后周度小幅收涨，亚太与欧洲股市分化，黄金屡创新高，原油大幅下挫。近期全球地缘政治事件焦点较多，**哪些政治事件或影响可能的 TACO 交易？**

一是中美贸易交锋本身具有不确定性。在中国有理有力的系列反制措施后，上周美国总统特朗普、副总统万斯、财长贝森特先后多次释放缓和信号。10 月 18 日周六上午，中美代表视频通话，双方“进行了坦诚、深入、建设性的交流，同意尽快举行新一轮中美经贸磋商”。这是中方在近一周时间内给出的首次偏正面回应，表明美方在视频通话中体现了足够的诚意，成为 TACO 交易的基础。对于后续事态发展，预计中美将保持多领域的长期拉锯战，但整体维持斗而不破的局面，一方面双方争议焦点已不仅仅局限在贸易和关税领域，而是多维度多手段的更全面竞争；另一方面美方屡次出尔反尔的前科，也将为后续达成共识增加难度。中美双方近期都有国内要务需处理，中方将于 10 月 20-23 日召开二十届四中全会，研究制定“十五五”规划重大问题，而美方仍在为解决政府停摆问题而努力。双方较为可能的磋商窗口或在 10 月 31 日-11 月 1 日在韩国庆州举办的 APEC 峰会，但仍存在较大不确定性。除非中美关系确定性改善，否则 TACO 交易的逻辑较难成立。

二是美国政府停摆持续，众多关键经济数据空缺正在积累不确定性。上周美国国会多次就临时支出法案进行投票，但仍未达到所需的 60 票。政府停摆持续或对美国经济造成重大损失。白宫经济顾问委员会一份备忘录显示，停摆每持续一周，就可能导致美国 GDP 损失 150 亿美元。而据《华盛顿邮报》报道，若政府停摆持续一个月，将额外导致 43000 名工人失业，并使美国消费者支出减少 300 亿美元。值得注意的是，这些损失或因关键数据延后发布而使局势更不透明。截至目前，因政府停摆而暂缓发布的重要数据包括：美国 9 月非农就业、通货膨胀、零售销售、工业产出、新屋开工与营建许可；8 月贸易帐、全部制造业订单数据等。在缺少数据支撑的情况下，市场只能维持“美国经济走弱、通胀温和”的基准判断，美联储也已边际转鸽，预计年内降息两次 50bp 的概

率超过九成。据 Polymarket 网站预测显示，本轮政府停摆持续到 11 月 16 日以后的概率达到 43%，10 月 31 日-11 月 15 日的概率为 45%，在 10 月 31 日之前解决的概率仅为 12%，本次停摆市场或再破历史记录。目前政府停摆正在触发更多的衰退交易，与 TACO 交易方向并不一致。

三是美国关税收入助力 2025 财年赤字率下降，但 11 月初将面临关税合法性的裁决。10 月 15 日，特朗普在白宫发布会上表示，会去最高法院旁听 11 月 5 日庭审，涉及案件围绕其 4 月 2 日签署的第 14257 号行政令，即依据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）对主要贸易伙伴加征 10% 的“对等关税”，争议焦点在于总统是否拥有单方面征税权。美国财政部长贝森特公开承认，如果最高法院不支持关税，美国政府可能需退还约半数已征收关税。数据显示，2025 财年美国累计关税收入 1950 亿美元（2024 财年仅 770 亿美元），同比增加 153%，助力财政赤字率下行至 5.9%（2024 年为 6.4%）。若不考虑 1200 亿的关税增量，赤字率将升至 6.3%，表明除关税外，特朗普的其他减支效果严重不足。据 Polymarket 网站预测显示，目前最高法院支持特朗普的概率仅为 41%，若临近裁决日局势仍不明朗，足以引起市场焦虑，不利于 TACO 交易。

四是日本政坛动荡或成为非美地区最大干扰因素。高市早苗 10 月 4 日当选日本自民党总裁，但还需在 10 月 21 日的首相指名选举中胜出。由于上周传统盟友公明党退出执政联盟，高市能否当选首相仍是疑问。上周日本立宪民主党、国民民主党、日本维新会三个在野党一度举行党首会谈，威胁到自民党执政地位，但最终未达成联盟，否则将严重拉低高市胜选概率。随着近日高市与日本维新会逐步靠拢，其胜选希望再次增加。由于高市支持积极财政方针，利于日本股市但不利于日元汇率、债市和财政可持续性，对日本央行的独立性影响则存疑。近两周日本市场就因高市当选首相可能性变化而出现大幅波动。由于日元是全球市场的重要低息套利货币，日本政坛动荡也将增加包含 TACO 交易在内的全球市场不确定性。

综上所述，本次中美摩擦升级的不确定性仍然较高，外加美国政府停摆、特朗普关税最高法院裁决、以及日本政坛变化等多重因素影响，预计全球市场复制 4 月下旬以来 TACO 交易逻辑的难度和复杂性较大。

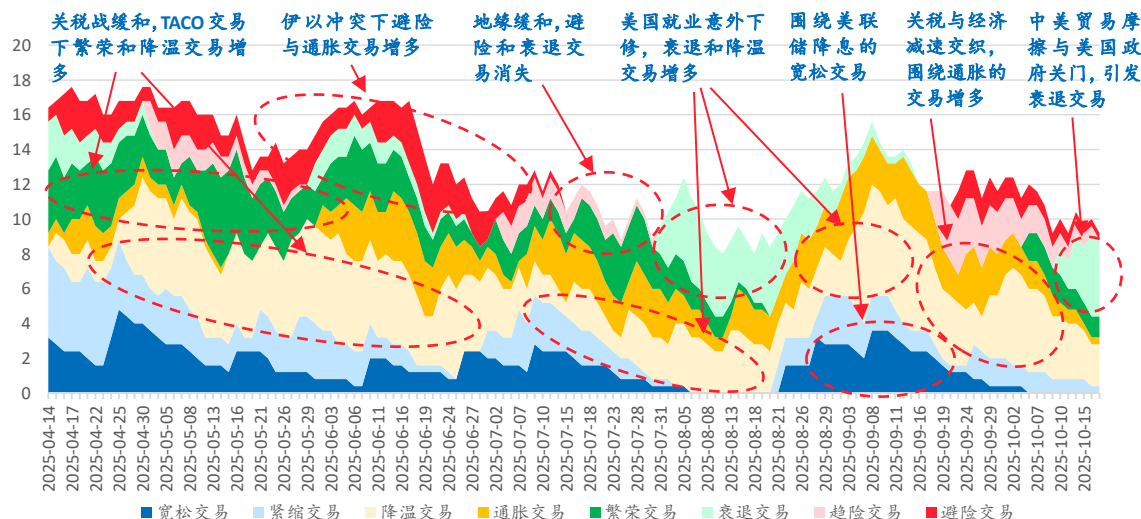
【交易模式】

中美关系紧张与美国政府停摆导致衰退交易重现

表 1：近两周各交易日交易模式

10月6日	10月7日	10月8日	10月9日	10月10日
繁荣交易	不确定	不确定	不确定	衰退交易
10月13日	10月14日	10月15日	10月16日	10月17日
不确定	衰退交易	不确定	衰退交易	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		

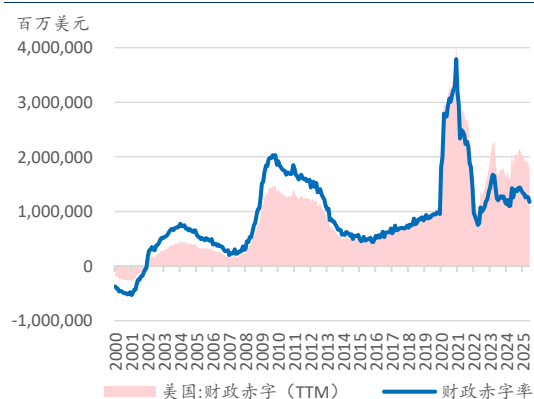
具体规则详见研报：《全球市场的交易模式：框架构建》（民银证券，2024 年 9 月 4 日）

【关键数据】

美国：关税收入推动赤字率下降

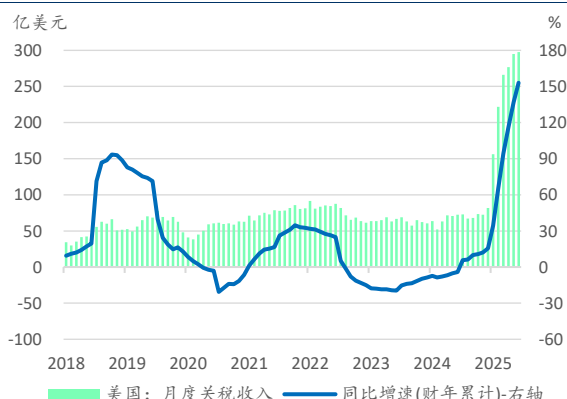
月度财政盈余，财年赤字率下降。9月财政收入 5440 亿美元，2025 财年收入 5.235 万亿美元，同比+6.4%；9月财政支出 3460 亿美元，2025 财年支出 7.010 万亿美元，同比+4.1%。9月财政盈余 1980 亿美元，2025 财年赤字 1.775 万亿美元（2024 财年 1.817 万亿），同比-2.3%。估算 2025 财年赤字率为 5.9%（2024 财年 6.3%）。9月关税收入 297 亿美元（前值 295 亿），2025 财年累计关税收入 1950 亿美元（2024 财年 770 亿美元），同比+153%。

图 2：美国财政赤字与赤字率（TTM）



数据来源：美国财政部，Wind

图 3：美国月度关税收入与增速



数据来源：美国财政部，Wind

其他数据：10 月纽约联储制造业指数 10.7（前值-8.7），费城联储制造业指数 -12.8（前值 23.2）。

周度数据：亚特兰大联储 10 月 17 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+3.9%（上周为+3.8%）。10 月 11 日当周纽约联储周度经济指数（WEI）为+2.51%（前值由+2.42%上修至+2.45%），当周红皮书商业零售同比+5.9%（前值+5.8%）。周度申请失业金数据因政府停摆暂停发布。10 月 15 日美联储资产负债表规模较上周+56.39 亿美元（前值+36.96 亿），联储银行准备金周较上周-456.53 亿美元（前值+542.61 亿），财政部一般账户（TGA）较上周 578.98 亿（前值-253.24 亿），逆回购协议-79.38 亿美元（前值-289.33 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
		3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	
财政	财政收入 (TTM) -同比	9.0	7.4	8.0	8.2	7.1	7.4	6.4		↓
	财政支出 (TTM) -同比	13.0	11.5	9.7	11.0	10.5	2.7	4.1		↑
	财政赤字 (TTM) -万亿美元	2.06	2.01	1.98	1.88	1.93	1.89	1.78		↓
	财政赤字 (TTM) -同比	24.1	23.7	14.2	19.4	20.6	-8.5	-2.3		↑
PMI 指数	费城联储制造业指数	12.5	-26.4	-4.0	-4.0	15.9	-0.3	23.2	-8.7	↓
	纽约联储制造业指数	-20.0	-8.1	-9.2	-16.0	5.5	11.9	-8.7	10.7	↑
周度数据	周	29 Aug.	5 Sep.	12 Sep.	19 Sep.	26 Sep.	3 Oct.	10 Oct.	17 Oct.	
	GDPNow-GDP季调环比折年增速预测	3.5	3.1	3.1	3.3	3.9	3.8	3.8	3.9	↑
	纽约联储周度经济指数	2.19	2.31	2.30	2.07	2.37	2.45	2.51		↑
	红皮书商业销售-同比	6.5	6.6	6.3	5.7	5.9	5.8	5.9		↑
	美联储资产负债表周变动-亿美元	-150.31	-13.13	38.91	26.35	-2.02	-212.76	36.96	56.39	↓
	联储银行准备金周变动-亿美元	-807.84	-489.46	-169.92	-1305.61	-206.60	-200.98	542.61	-456.53	↓
	财政部一般账户 (TGA) 周变动-亿美元	697.35	661.41	56.46	1395.57	-491.72	614.08	-253.24	578.98	↑
	存款机构逆回购协议周变动-亿美元	-59.11	-244.24	142.25	-113.85	377.31	-245.30	-289.33	-79.38	↑

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

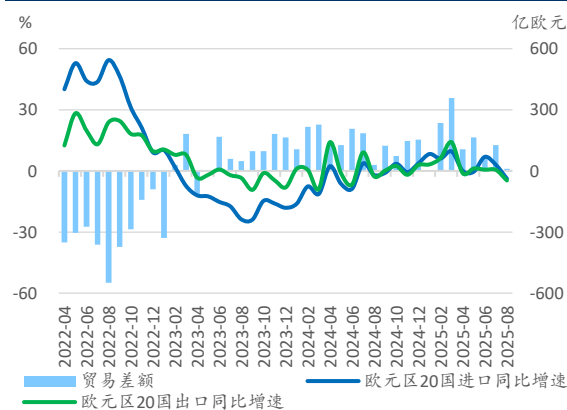
说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

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：进出口下滑顺差大幅收窄，工业生产减速

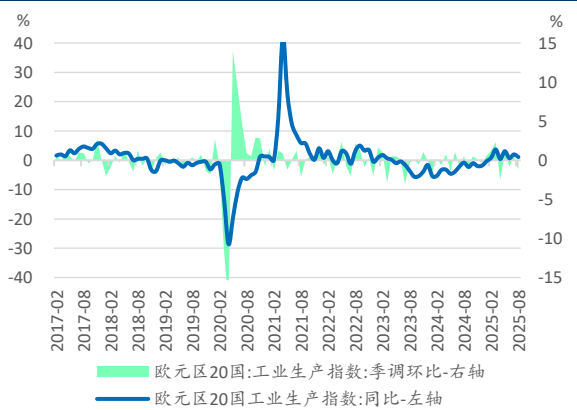
进出口大幅下滑，贸易顺差显著收窄。欧元区 8 月出口同比-4.7%（前值+0.5%），进口同比-3.8%（前值+3.0%），贸易差额+9.9 亿欧元（前值+127.2 亿）。

图 4：欧元区进出口同比增速与贸易差额



数据来源：欧盟统计局，Wind

图 5：欧元区 20 国工业生产指数



数据来源：欧盟统计局，Wind

工业生产环比下降，同比减速。欧元区 8 月工业生产指数季调环比-1.2%（前值+0.5%），季调同比+1.1%（前值+2.0%）。

其他数据：核心 CPI 上修，ZEW 景气指数滑落，英国失业率升高。欧元区 9 月核心 CPI 同比上修至 2.4%（初值 2.3%，前值 2.3%）。9 月欧元区 ZEW 经济现状指数为 -31.8（前值 -28.8），景气指数 22.7（前值 26.1）。英国 8 月失业率 4.8%（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										
大类	月份	2025年								短期趋势
		3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	
进出口	欧元区20国出口金额-同比	14.1	-1.1	1.2	0.6	0.5	-4.7			↓
	欧元区20国出口金额-季调环比	3.8	-8.5	-0.5	-2.4	0.1	-0.8			↓
	欧元区20国进口金额-同比	9.6	0.1	-0.4	6.9	3.0	-3.8			↓
	欧元区20国进口金额-季调环比	1.2	-3.8	-1.2	3.0	-1.0	-2.4			↓
	欧元区20国商品贸易差额-亿欧元	358.4	106.2	163.7	72.0	127.2	9.9			↓
工业生产	欧元区工业产出指数-季调环比	2.3	-2.5	0.9	-0.8	0.5	-1.2			↓
	欧元区工业产出指数-同比	3.7	0.4	3.1	0.7	2.0	1.1			↓
	欧元区CPI-同比	2.2	2.2	1.9	2.0	2.0	2.0	2.2		↑
通胀	欧元区CPI-季调环比	0.6	0.6	-0.1	0.3	0.0	0.1	0.1		→
	欧元区核心CPI-同比	2.4	2.7	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4		↑
	欧元区核心CPI-季调环比	1.0	1.0	0.0	0.4	-0.2	0.3	0.1		↓
就业	英国失业率	4.5	4.6	4.7	4.7	4.7	4.8			↑
景气指数	欧元区ZEW经济现状指数	-45.2	-50.9	-42.4	-30.7	-24.2	-31.2	-28.8	-31.8	↓
	欧元区ZEW经济景气指数	39.8	-18.5	11.6	35.3	36.1	25.1	26.1	22.7	↓

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

日本：工业生产指数下修，核心机械订单回暖

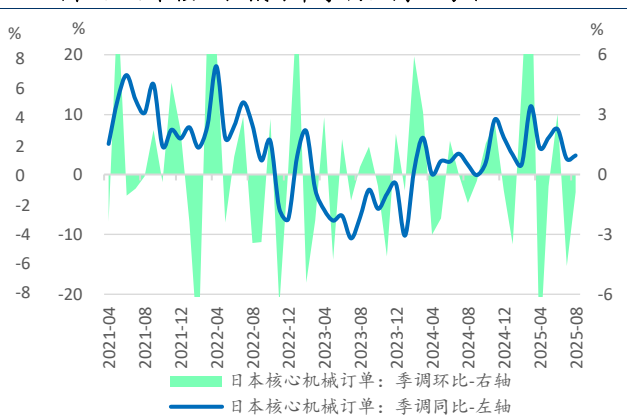
工业生产指数下修，产能利用率同比回升，核心机械订单回暖。工业生产指数修正值季调环比-1.5%（初值-1.2%，前值-1.2%），同比-1.6%（初值-1.3%，前值-0.4%）；产能利用率指数环比-18.0%（前值+4.8%），同比+0.3%（前值-0.5%）。8月核心机械订单季调环比-0.9%（前值-4.6%），同比+3.2%（前值+2.6%）。

图 6：日本工业生产指数同比与季调环比



数据来源：日本经济产业省，Wind

图 7：日本核心机械订单季调：同比与环比



数据来源：日本内阁府，Wind

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
		2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	
工业生产	工业产出指数-季调环比	2.3	0.2	-1.1	-0.1	2.1	-1.2	-1.5		↓
	工业产出指数-同比	0.1	1.0	0.5	-2.4	4.4	-0.4	-1.6		↓
	产能利用率指数-环比	0.4	6.6	-2.2	-5.4	6.3	4.8	-18.0		↓
	产能利用率指数-同比	1.3	0.9	2.4	-1.1	3.9	-0.5	0.3		↗
	核心机械订单-季调环比	4.3	13.0	-9.1	-0.6	3.0	-4.6	-0.9		↗
	核心机械订单-季调同比	1.7	11.4	4.5	6.2	7.6	2.6	3.2		↗

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：中美贸易摩擦释放缓和信号，政府继续停摆

中美举行视频通话，拟尽快举行新一轮经贸磋商。10月18日上午，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特和贸易代表格里尔举行视频通话，双方围绕落实今年以来两国元首历次通话重要共识，就双边经贸关系中的重要问题进行了坦诚、深入、建设性的交流，同意尽快举行新一轮中美经贸磋商。

一周以来美国就中国一系列贸易反制措施多次释放缓和信号。10月12日，美国副总统万斯在接受采访时表示，特朗普愿意与中国进行理性谈判，总统珍视他与中方建立的友谊；美方拥有很多筹码，希望不必动用；接下来的几周会看到很多迹象。同日，特朗普也在社交媒体表示：“别担心中国，一切都会好起来的。”10月14日，美方称是否对华加征100%关税取决于中国做法。10月15日，美国财长表示，如果中国停止实施严格的稀土出口管制计划，美国或许将延长对华加征关税的三个月豁免期限，并表示美国总统特朗普准备在不久的将来与中国领导人会晤。10月17日，美国总统特朗普在播出的一段福克斯商业频道专访中罕见松口，承认以高关税威胁中国的策略不可持续，并可能会冲击美国经济。针对美国释放的缓和信号，中国外交部、商务部等多次表示，美方一边要谈，一边威胁恐吓加征高额关税，出台新的限制措施，这不是与中方相处的正确之道；敦促美方尽快纠正错误做法，通过对话协商解决有关问题；中方对于相互尊重基础上的平等磋商持开放态度。

美俄领导人通话2.5小时。美国总统特朗普在结束了与俄罗斯总统普京的电话后在社交平台上发文表示，通话非常富有成效；仍然致力于帮助解决乌克兰冲突，双方花费大量时间讨论乌克兰冲突结束后俄美之间的贸易问题；将在匈牙利布达佩斯与普京会面，探讨能否结束俄罗斯与乌克兰之间的冲突。俄罗斯总统助理乌沙科夫在通话结束后发表说明表示，本次俄美总统通话系俄方主动发起，通话时长2.5小时。美国总统特朗普多次强调应该尽快结束俄乌冲突。普京重申“战斧”导弹不会改变战场局势，但是对俄美两国关系和平解决俄乌冲突前景造成的危害很大。特朗普提议与普京在匈牙利布达佩斯再会面，普京随即表示了支持。俄外长拉夫罗夫和美国务卿鲁比奥将在未来几天进行电话交谈，届时普京与特朗普会晤的具体时间可能会更加明朗。

始于 10 月 1 日的美国联邦政府停摆尚无结束迹象。当地时间 10 月 14 日，美国国会参议院未能通过程序性投票，无法推进共和党提出的一项临时拨款法案。该临时拨款法案若通过，将为政府提供资金直至 11 月 21 日，但该法案并未涉及民主党提出的任何医疗保健要求。当地时间 10 月 15 日，美国参议院以 51 票对 44 票的投票结果，再次未能推进共和党的临时拨款法案。据悉，需要 60 票才能推进这项将为政府提供资金直至 11 月底的法案。白宫经济顾问委员会一份备忘录显示，经济受到的打击可能远超预期，估计停摆每持续一周，就可能导致美国 GDP 损失 150 亿美元。据《华盛顿邮报》报道，若政府停摆持续一个月，将额外导致 43000 名工人失业，并使美国消费者支出减少 300 亿美元。

特朗普政府启动涨幅永久裁员，并冻结基础设施项目资金。美国行政管理和预算局局长沃特表示，在政府停摆期间，特朗普政府可能会裁减超过 1 万名联邦政府岗位。美国司法部发布一份法庭文件显示，七个机构开始向超过 4000 名员工发出裁员通知，分别为商务部、教育部、能源部、卫生与公众服务部、住房和城市发展部、国土安全部、财政部。白宫管理和预算办公室主任沃特表示，因“停摆”持续，特朗普政府将再冻结约 110 亿美元的基础设施项目资金，主要涉及民主党执政城市。

美国国防部证实 80 亿美元研发经费给军人发工资。10 月 15 日是美国军方发薪日。据美国广播公司 15 日报道，美国国防部证实，为避免因政府停摆造成军人薪酬停发，美方已使用约 80 亿美元的国防部研究与开发方面经费发放军人薪酬。美国媒体对此评论称，把国会批准的专项资金转作其他用途，可能会让特朗普政府面临诉讼风险。

鲍威尔暗示未来几个月停止收缩资产负债表。美联储主席鲍威尔暗示，官员们可能在未来几个月停止收缩资产负债表；货币市场出现了紧缩的“一些迹象”；自 9 月 FOMC 货币政策会议以来，通胀和就业前景似乎变化不大，但劳动力市场出现越来越多的疲软迹象。即使政府停摆严重削弱了美联储对经济形势的掌握程度，但仍有望在本月早些时候再次降息 25 个基点。**数据显示目前美联储资产负债表规模已由 2022 年 4 月的 8.96 万亿美元缩表至当前的 6.59 万亿**，今年上半年已经放缓了缩表速度，目前美国联储银行储备金已跌破 3 万亿，而存款机构逆回购协议也低于 3500 亿，均已处在本轮缩表以来的低位。

美联储官员多数转向鸽派。费城联储主席保尔森（Anna L. Paulson）表示，她支持今年再降息两次，每次 25 个基点；货币政策应忽略关税对消费者价格上涨的影响，因为她认为不存在能使关税引发的价格上涨演变为持续通胀的条件。**美联储理事鲍曼（M. W. Bowman）**表示，消费支出有所走弱，预计在年底前还将有两次降息，当前更多风险在于就业；监管应聚焦于重大风险，将在接下来一周左右公布更多压力测试方案；美联储正在就稳定币监管要求征求意见。**美联储理事米兰（S. Miran）**表示，近期的贸易紧张局势加大了经济增长前景的不确定性，因此决策者更有必要尽快降息；虽然他个人倾向于更大力度的降息，但考虑到 FOMC 成员的中位预测，年内再降息两次是现实的预期。

美联储发布全国经济形势调查报告（“褐皮书”）。美国联邦储备委员会表示，近几周美国经济活动变化不大，就业水平总体保持稳定。根据美联储周三发布的对各联储辖区商业联络人所作调查的褐皮书报告，整体消费者支出小幅回落。与此同时，价格继续上涨，几个联储辖区报告投入成本上升速度加快。美联储称，“由关税引发的投入成本上升在许多辖区都有所报告，但这些更高成本向最终价格的传导程度不一。”

美国财政部长贝森特表示，他计划在感恩节（11 月 27 日）后向特朗普呈交三到四位领导美联储的候选人，供他进行面试。他还表示，涌入美国经济的投资浪潮是可持续的，并且才刚刚开始，但联邦政府停摆正日益成为一个阻碍。

欧洲：法国债券面临评级下调

法国债券面临评级下调。惠誉评级在一份新报告中表示，受上月法国主权信用评级被下调至“A+”/ 稳定展望的影响，其对法国 55 家实体的公共财政评级中，有 46 家被下调。未来六周内，穆迪和标普全球评级将先后对法国主权信用进行关键审查，这两次决定或将重新点燃欧洲债市的动荡。**穆迪计划于 10 月 24 日发布最新评估，标普则将在 11 月 28 日公布结果。**目前穆迪与标普均给予法国主权债“最低档双 A”评级（分别为 Aa3 和 AA-），而惠誉已在今年率先将其评级降至 AA 以下。一旦穆迪或标普跟进降级，法国债券将正式跌出“双 A 俱乐部”，触发部分基金被动抛售。

英国央行首席经济学家呼吁放缓降息步伐。英国央行首席经济学家休·皮尔（Huw Pill）表示，在通胀顽固风险加剧之际，政策制定者在降低借贷成本方

面应采取更审慎的态度。如果经济走势符合英国央行的预测，他预计未来一年将进一步降息。但鉴于通胀回落进程缓慢，不应过快降息。

德国央行认为该国经济仍难复苏。德国央行发布的月度报告认为，德国经济在第三季度也不会复苏，经通胀调整后的国内生产总值（GDP）在夏季季度很可能“最多停滞不前”。就在9月份，该央行还认为经济可能略有增长。造成这种悲观情绪的原因包括制造业疲软、汽车行业危机以及美国的贸易政策。

日本：首相指名选举临近

日本将于21日召集临时国会，举行首相指名选举。高市早苗10月4日当选自民党总裁，要想成为日本首相，还需在首相指名选举中胜出。由于传统盟友公明党退出执政联盟，自民党新总裁高市早苗能否当选首相仍是疑问。从目前的形势来看，日本首相指名选举有三种可能的结果。**第一种，自民党与维新会组建执政联盟，高市早苗当选日本首相。**日本维新会近日与自民党迅速靠近，10月18日，高市早苗17日与日本维新会共同代表藤田文武举行了旨在组建联合政府的第二次政策协商，就维新会提出的涉及12个领域的政策议题交换了意见，双方目标是于20日达成协议。两党在国会众参两院的议席总数均未过半数，这种情况下，高市将面临“少数执政”的困境，政策推行难度可能不小。**第二种，自民党单独执政，高市早苗当选日本首相。**自民党目前仍然是国会第一大党，如果在野党无法推选统一竞选者，即便自民党和维新会最终谈崩，高市也可凭借自民党在国会拥有最多席位的优势获胜。只是，缺乏执政盟友的支持会加大其执政难度。**第三种，在野党成功组建联盟并从中产生首相。**本月15日，立宪民主党、国民民主党、日本维新会三个在野党曾举行党首会谈，但由于三党未能在政策方面达成一致，目前看来，这一可能性较小。

日本央行表示若经济与物价走势符合预期，将继续加息。日本央行行长植田和男表示，如果预期的经济前景能够实现的确定性增强，日本央行将收紧货币政策。**日本央行鹰派委员田村直树**认为，通胀上行风险正在加剧，通胀率很可能会比央行预期更早达到目标；目前政策利率距离中性水平仍有一段距离，应当逐步向中性水平靠拢。**日本央行副行长内田真一**表示，若经济与物价走势符合预期，将继续加息，并将基于数据审慎决策；日本商业信心改善、加息条件逐步成熟，但全球贸易政策带来不确定性。多数分析师预计或将在明年1月前进一步升至0.75%。

其他地区：沙姆沙伊赫和平峰会闭幕，IMF 上调经济展望

沙姆沙伊赫和平峰会闭幕。在结束加沙战争、政治解决巴勒斯坦问题、巩固中东和平进程的框架下，并基于埃及和美国的倡议，埃及于 13 日在沙姆沙伊赫举办了“和平峰会”。出席此次峰会的有约旦、卡塔尔、科威特、巴林、土耳其、印度尼西亚、法国、塞浦路斯、德国、英国、意大利、西班牙、希腊、巴基斯坦、加拿大、伊拉克、阿联酋、沙特、日本和印度等国的国家元首和政府首脑，重点是明确支持旨在结束加沙战争的停火协议。该协议于 2025 年 10 月 9 日在埃及、美国、卡塔尔和土耳其的斡旋下达成。峰会上，埃及、美国、卡塔尔和土耳其四个斡旋方国家领导人签署了《加沙停火协议全面文件》。

国际货币基金组织 (IMF) 发布最新一期《世界经济展望报告》。报告预计 2025 年世界经济将增长 3.2%，较 7 月预测上调 0.2 个百分点。2026 年将增长预测维持在 3.1%。IMF 指出，关税冲击正进一步削弱全球经济增长前景，世界经济仍较为脆弱。IMF 将美国今明两年经济增速预期小幅上调 0.1 个百分点。

诺贝尔经济学奖揭晓。瑞典皇家科学院宣布，将 2025 年诺贝尔经济学奖授予乔尔·莫基尔 (Joel Mokyr)、菲利普·阿吉翁 (Philippe Aghion) 和彼得·豪伊特 (Peter Howitt)，以表彰他们“对创新驱动型经济增长的阐释”。

【本周关注】

美国及日本通胀数据，日本首相指名选举

10 月 20 日	欧元区 8 月营建产出
10 月 21 日	日本首相指名选举
10 月 22 日	日本 9 月贸易账 英国 9 月 CPI
10 月 23 日	美国 9 月芝加哥联储活动指数 美国 9 月成屋销售
10 月 24 日	日本 9 月 CPI 美国 9 月 CPI 美国 10 月密歇根大学系列数据终值

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。