

2025 年 10 月 8 日

## 国庆长假期间海外动态与市场表现

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 (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?
- 海外宏观周报 (9/1): 9 月主要央行利率决议前瞻
- 海外宏观周报 (8/25): 短期转鸽, 长期中性, 评鲍威尔杰克逊霍尔讲话

## 主要大类资产走势:

|            | 2025-10-07 | 周变动        |
|------------|------------|------------|
| 美国国债收益率10Y | 4.14       | -6.0 bp    |
| 美国国债收益率2Y  | 3.57       | -6.0 bp    |
| 日本国债收益率10Y | 1.68       | 2.3 bp     |
| 日本国债收益率2Y  | 0.91       | -2.7 bp    |
| 德国国债收益率10Y | 2.73       | -3.0 bp    |
| 德国国债收益率2Y  | 2.01       | -3.0 bp    |
| 标普500指数    | 6714.59    | 1.07 %     |
| 纳斯达克指数     | 22788.36   | 1.35 %     |
| 道琼斯工业指数    | 46602.98   | 0.77 %     |
| 日经225指数    | 47950.88   | 5.72 %     |
| 伦敦富时100指数  | 9483.58    | 2.14 %     |
| 巴黎CAC40指数  | 7974.85    | 1.32 %     |
| 德国DAX指数    | 24385.78   | 2.72 %     |
| 伦敦现货黄金     | 3979.00    | 5.55 %     |
| 英国布伦特原油现货  | 67.32      | -6.62 %    |
| 美元指数       | 98.5859    | 0.40 %     |
| 欧元兑美元      | 1.1657     | -43 pips   |
| 英镑兑美元      | 1.3424     | 24 pips    |
| 美元兑日元      | 151.8930   | 23915 pips |
| 美元兑离岸人民币   | 7.1458     | 45 pips    |

## 【一周综述】

长假期间海外市场大事不断。一是美国政府陷入“停摆”，有可能持续两周以上，每周将造成 150 亿美元及 0.1-0.2 个百分点的 GDP 影响，重要数据无法按时发布。二是有限的经济数据支持美联储保持降息节奏，ADP 就业、房地产和非制造业 PMI 走弱。三是特朗普继续推行部分产品关税，包括木材及制品、药品、家具、卡车等，11 月初最高法院将口头辩论。四是美联储官员仍存在分歧，但年内降息两次概率上升，10 月降息概率达到 95%，12 月降息概率达到 82%，美股小涨，美债收益率微跌。五是高市早苗即将成为日本历史上首位女首相，其是日本政坛的保守派代表，也有“安倍继承人”的称号，外交政策更为鹰派，日本股市领跑全球大类资产。六是法国总理再递辞呈，法国股市坐上过山车，跑输英国、德国股市，国债收益率升高。七是哈马斯原则性接受特朗普提出的“20 点计划”，黄金屡创历史新高，突显主权债避险属性弱化下的避险稀缺性。

## 【交易模式】

围绕通胀与降温的交易占据主流

## 【关键数据】

**美国：**劳动力缺口继续为负，多项数据暂缓发布，非制造业 PMI 降至荣枯线，消费信贷下降，房价环比回落。**欧洲：**CPI 小幅回升，零售销售回暖。**日本：**多人家庭支出回升，工资收入减速。

## 【重要事件】

**美国：**政府“停摆”持续，美联储官员仍存分歧。**欧洲：**法国总理再递辞呈，欧央行称通胀接近目标。**日本：**高市早苗当选日本自民党总裁。**其他地区：**哈马斯接受“20 点计划”，哈以展开谈判

## 【本周关注】

美国密歇根大学数据，政府停摆进展和就业数据发布可能

## 目 录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 【一周综述】 .....                   | 1  |
| 国庆长假期间海外动态与市场表现.....           | 1  |
| 【交易模式】 .....                   | 3  |
| 围绕通胀与降温的交易占据主流.....            | 3  |
| 【关键数据】 .....                   | 4  |
| 美国：劳动力缺口继续为负，多项数据暂缓发布.....     | 4  |
| 欧洲：CPI 小幅回升，零售销售回暖 .....       | 6  |
| 日本：多人家庭支出回升，工资收入减速.....        | 8  |
| 【重要事件】 .....                   | 10 |
| 美国：政府“停摆”持续，美联储官员仍存分歧.....     | 10 |
| 欧洲：法国总理再递辞呈，欧央行称通胀接近目标.....    | 12 |
| 日本：高市早苗当选日本自民党总裁.....          | 12 |
| 其他地区：哈马斯接受“20点计划”，哈以展开谈判.....  | 13 |
| 【本周关注】 .....                   | 15 |
| 美国密歇根大学数据，政府停摆进展和就业数据发布可能..... | 15 |

## 【一周综述】

### 国庆长假期间海外动态与市场表现

国庆8天长假海外市场大事不断，全球市场风起云涌，主要梳理如下：

**一是美国政府“停摆”及影响。**美东时间10月1日0时，美国联邦政府因资金用尽，时隔近七年再度“停摆”。在随后3日和6日的两次国会投票中，临时拨款法案均未通过，导致“停摆”持续。“停摆”会持续多久？据Polymarket网站给出的预测，10月15日前结束概率仅为26%，之后结束的概率高达74%，意味着大概率“停摆”时长将超过两周。“停摆”的经济损失有多大？由于15日为现役军人发薪日，届时可能影响超过130万军人，并连带影响其背后的庞大家庭支出。据白宫估算，政府“停摆”每周造成的经济损失超过150亿美元，标普则预计每周使经济增长削减0.1至0.2个百分点。“停摆”造成重要数据无法按时发布。目前已受影响的数据包括每周失业金申请人数，非农就业数据，耐用消费品订单，后续还将有CPI、PPI，零售销售、PCE等重要数据可能受到影响，数据的缺失将影响美联储的政策判断，增加市场不确定性。

**二是有限的经济数据支持美联储保持降息节奏。**在非农就业数据缺失后，其他数据的重要性突显。有“小非农”之称的ADP就业在9月新增-3.2万人，显著低于预期的4.5万人，前值也下修至-0.3万。不过9月挑战者裁员人数较8月的8.6万人下降至5.41万人。可见当前美国就业市场依旧呈现新增岗位下降但裁员和失业相对稳定的局面，和上月的情况整体类似。此外，8月劳动力市场JOLTS数据发布，劳动力缺口连续第二个月为负，职位空缺数小幅回升，职位空缺率保持稳定，显示就业市场从过紧转向基本平衡。其它数据方面，标普/CS房价指数和ISM非制造业PMI回落，显示地产和服务业降温。

**三是特朗普继续推行部分产品的关税。**特朗普在假期前夕及期间先后表示将对木材及其制品，家具、药品、卡车等征收关税，对应日期分布在10月中旬、11月1日和明年初。此外，特朗普还与加拿大、巴西等国领导人进行了会谈，涉及关税问题。美国最高法院定于11月首周听取口头辩论，审议特朗普政府征收的多数关税的合法性，目前关税的影响仍有较大不确定性。

**四是美联储官员仍存在分歧，但年内降息两次概率上升。**主要的鹰派官员包括芝加哥联储主席古尔斯比、达拉斯联储主席洛根以及克利夫兰联储主席哈马

克，主要观点是**通胀严重性高于就业**，在缺乏官方数据情况下降息应该谨慎。中性立场的官员包括美联储副主席杰斐逊、圣路易斯联储主席穆萨莱姆、纽约联储主席威廉姆斯等，主要观点是**当前同时面对就业和通胀两大挑战**，**通胀在长期将达标**，**就业下行风险在增加**，**对未来降息持相对开放态度**。鸽派官员主要是新任理事米兰，认为住房将抑制服务业通胀，呼吁更为激进的降息路径。目前 CME “美联储观察”工具显示 **10 月降息概率已达到 95%，12 月再次降息概率达到 82%，较假期前更为确定**。受此影响，10 月 1 至 7 日美国三大指数均保持小幅上涨，美债收益率回落。纳斯达克、道琼斯和标普 500 指数分别上涨了 0.6%、0.4% 和 0.4%，10 年期美债收益率则小幅下降 2.5bp。

**五是高市早苗当选自民党总裁，大概率接任日本历史上首位女首相**。高市早苗是日本政坛的鹰派和保守派代表，也有“安倍继承人”的称号。在经济政策上，**主张推行积极财政与金融宽松**，但她也表示会将控制通胀作为“优先课题”。预计上任后对日本加息的干扰有限，但或加重日本的公共财政压力。在外交政策上，**高市早苗奉行右翼和鹰派策略**，多次就周边国家发表强硬言论，不过在此次党内总裁选举中，为了争取更广泛的支持，她的言辞相对收敛。鉴于日本当前地缘政治空间受限，不太可能延续其在对美、对华、对韩和对俄关系上同时强硬的姿态，市场预计上任后**或转向相对温和、务实和追求平衡的外交方针**。首其上台影响，10 月 1 至 7 日，日经 225 指数大涨 6.7%，领跑全球大类资产，10 年期日本国债收益率则因财政可持续性担忧上升 2bp。

**六是法国总理再递辞呈，是马克龙任期的第三次政府组阁失败**。法国总理成为“烫手山芋”，突显该国深陷政治僵局，缩减财政赤字与保持福利成为死结，是当前欧洲主要国家的突出问题。10 月 1 至 7 日，法国股市先涨后跌“坐上过山车”，最终 CAC40 指数小涨 1.0%；同期德国 DAX 和英国 FT100 分别上涨 2.1% 和 1.4%。国债收益率上，10 年期法国国债收益率升高 3.3bp，德国和英国国债收益率分别升高 2.0bp 和 -0.7bp。

**七是中东局势缓和，但黄金价格飙升**。哈马斯原则性接受特朗普提出的“20 点计划”，哈以在埃及开启谈判，此举标志着中东和平进程迈出重要一步。不过全球黄金价格并未受此影响回落，反而加速上升，10 月 1 至 7 日伦敦黄金现货大涨 3.3%，10 月 8 日一举突破 4000 美元/盎司。足见在主要国家财政可持续性渐弱的当下，主权债券的相对避险功能弱化，而黄金作为绝对避险资产的稀缺性仍在不断受到各国央行和投资者的热捧。

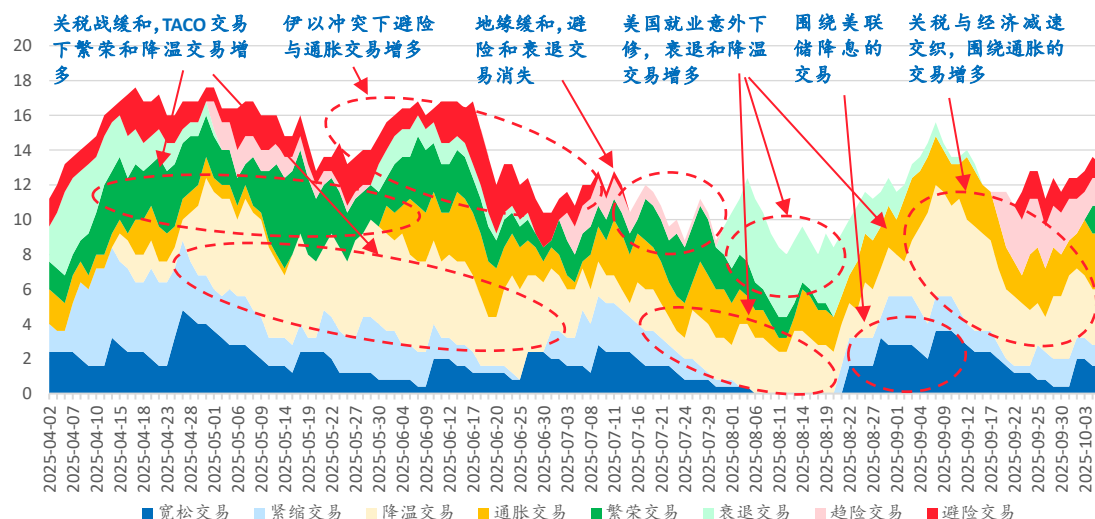
## 【交易模式】

### 围绕通胀与降温的交易占据主流

表 1：近两周各交易日交易模式

|          |          |          |          |          |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 9 月 24 日 | 9 月 25 日 | 9 月 26 日 | 9 月 29 日 | 9 月 30 日 |
| 通胀交易     | 紧缩交易     | 不确定      | 降温交易     | 不确定      |
| 10 月 1 日 | 10 月 2 日 | 10 月 3 日 | 10 月 6 日 | 10 月 7 日 |
| 降温交易     | 宽松交易     | 通胀交易     | 繁荣交易     | 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   |        |        |

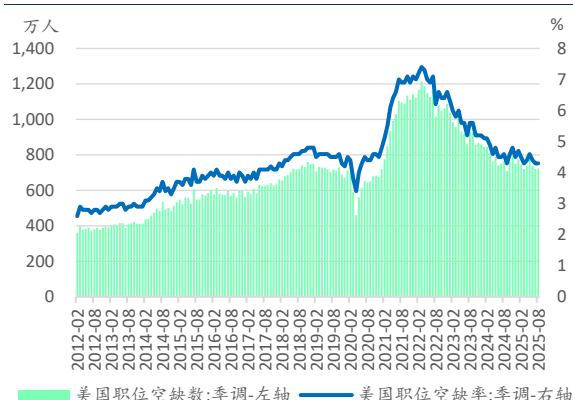
具体规则详见研报：《全球市场的交易模式：框架构建》（民银证券，2024 年 9 月 4 日）

## 【关键数据】

### 美国：劳动力缺口继续为负，多项数据暂缓发布

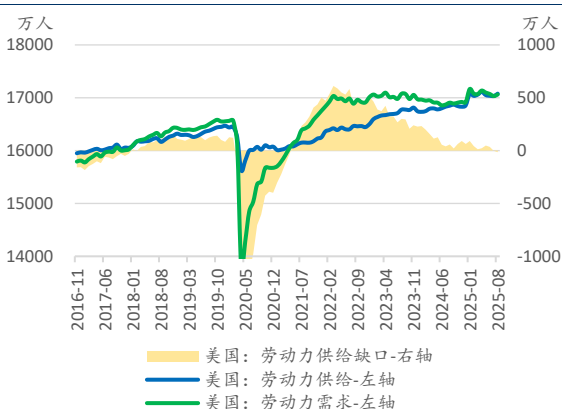
8月职位空缺率持平，劳动力供给缺口连续第二个月为负。8月季调后非农职位空缺数为722.7万人（预期719万人，前值由718.1万上修至720.8万），职位空缺率为4.3%（预期4.3%，前值4.3%）。经测算，8月美国劳动力市场缺口为-15.7万人（前值-2.7万人），连续第二个月为负。

图2：美国职位空缺人数与空缺率



数据来源：美国劳工部，Wind

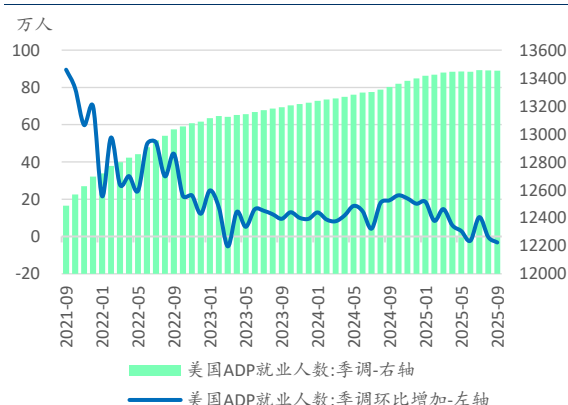
图3：美国劳动力市场供需情况



数据来源：美国劳工部，Wind

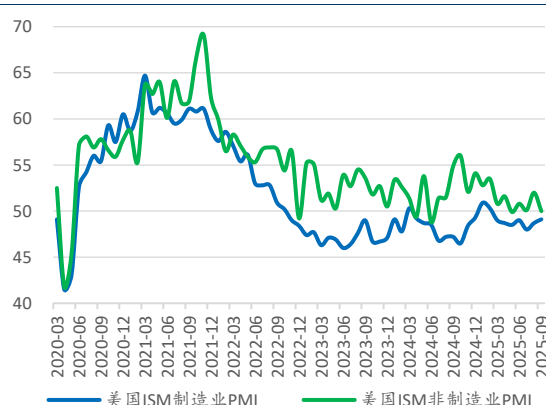
非农数据暂缓发布，ADP就业下滑且低于预期。9月ADP就业新增-3.2万人（预期4.5万人，前值由5.4万下修至-0.3万）。9月挑战者企业裁员人数5.41万人（前值8.60万人）。

图4：美国ADP就业人数与每月新增人数



数据来源：ADP研究所，Wind

图5：美国ISM制造业与非制造业PMI



数据来源：ISM，Wind

其他数据：ISM制造业PMI回升，非制造业PMI降至荣枯线，联储PMI指数下滑，消费信贷下降，房价环比回落。9月ISM制造业PMI指数49.1（前值



48.7)，非制造业 PMI 指数 50.0（前值 52.0），达拉斯联储制造业指数 5.2（前值 15.3），芝加哥联储 PMI 指数 40.6（前值 41.5）。8 月末消费信贷余额季调环比+0.1%（前值+4.3%），季调同比+0.2%（前值 0.3%）。7 月标普/CS20 个大中城市房价指数同比+1.8%（前值+2.2%），季调环比-0.1%（前值-0.2%）；FHFA 房价指数同比+2.3%（前值+2.7%），季调环比-0.1%（前值-0.2%）。

**周度数据：**亚特兰大联储 10 月 7 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+3.8%（上周为+3.9%）。9 月 27 日当周纽约联储周度经济指数（WEI）为+2.40%（前值由+2.05%上修至+2.07%）。10 月 3 日当周红皮书商业零售同比+5.8%（前值+5.9%）。周度申请失业金数据因政府停摆暂停发布。10 月 1 日美联储资产负债表规模较上周-212.76 亿美元（前值-2.02 亿），联储银行准备金周较上周-200.98 亿美元（前值-206.60 亿），财政部一般账户（TGA）较上周+614.08 亿（前值-491.72 亿），逆回购协议-245.30 亿美元（前值+377.31 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 |
|          |                      | 2月      | 3月      | 4月      | 5月      | 6月       | 7月      | 8月      | 9月    |      |
| 消费       | 未偿消费信贷余额-季调环比年率      | -0.3    | 15.5    | 4.0     | 1.9     | -1.1     | 4.3     | 0.1     |       | ↓    |
|          | 未偿消费信贷余额-季调同比        | -1.1    | 0.2     | 0.4     | 0.4     | 0.3      | 0.3     | 0.2     |       | ↓    |
| 房地       | 标普/CS20个大中城市房价指数-同比  | 4.5     | 4.1     | 3.5     | 2.8     | 2.2      | 1.8     |         |       | ↓    |
|          | FHFA房价指数-季调同比        | 4.0     | 4.1     | 3.2     | 3.0     | 2.7      | 2.3     |         |       | ↓    |
| 就业       | 挑战者企业裁员人数-万人         | 17.20   | 27.52   | 10.54   | 9.38    | 4.80     | 6.21    | 8.60    | 5.41  | ↓    |
|          | 职位空缺数-万人             | 748.0   | 720.0   | 739.5   | 771.2   | 735.7    | 720.8   | 722.7   |       | ↑    |
|          | 劳动力供需缺口-万人           | 42.8    | 11.7    | 22.9    | 47.5    | 34.3     | -2.7    | -15.7   |       | ↓    |
|          | 职位空缺率-季调             | 4.5     | 4.3     | 4.4     | 4.6     | 4.4      | 4.3     | 4.3     |       | →    |
|          | 雇佣率-季调               | 3.4     | 3.4     | 3.5     | 3.4     | 3.3      | 3.3     | 3.2     |       | ↓    |
|          | 离职率-季调               | 2.0     | 2.1     | 2.0     | 2.0     | 2.0      | 2.0     | 1.9     |       | ↓    |
|          | 裁员率-季调               | 1.1     | 1.0     | 1.1     | 1.0     | 1.1      | 1.1     | 1.1     |       | →    |
| PMI      | ISM制造业PMI            | 50.3    | 49.0    | 48.7    | 48.5    | 49.0     | 48.0    | 48.7    | 49.1  | ↑    |
|          | ISM非制造业PMI           | 53.5    | 50.8    | 51.6    | 49.9    | 50.8     | 50.1    | 52.0    | 50.0  | ↓    |
|          | 达拉斯联储制造业产出指数         | -9.1    | 6.0     | 5.1     | 0.9     | 1.3      | 21.3    | 15.3    | 5.2   | ↓    |
|          | 芝加哥联储PMI             | 45.5    | 47.6    | 44.6    | 40.5    | 40.4     | 47.1    | 41.5    | 40.6  | ↓    |
| 周度数据     | 周                    | 22 Aug. | 29 Aug. | 5 Sep.  | 12 Sep. | 19 Sep.  | 26 Sep. | 3.Oct   | 7.Oct |      |
|          | GDPNow-GDP季调环比折年增速预测 | 2.2     | 3.5     | 3.1     | 3.1     | 3.3      | 3.9     | 3.8     | 3.8   | →    |
|          | 纽约联储周度经济指数           | 2.61    | 2.19    | 2.31    | 2.30    | 2.07     | 2.40    |         |       | ↑    |
|          | 红皮书商业销售-同比           | 6.5     | 6.5     | 6.6     | 6.3     | 5.7      | 5.9     | 5.8     |       | ↑    |
|          | 当周初次申请失业金人数-万人       | 22.9    | 23.6    | 26.4    | 23.2    | 21.8     |         |         |       |      |
|          | 持续领取失业金人数-万人         | 193.9   | 192.7   | 192.8   | 192.6   |          |         |         |       |      |
|          | 美联储资产负债表周变动-亿美元      | -252.00 | -150.31 | -13.13  | 38.91   | 26.35    | -2.02   | -212.76 |       | ↓    |
|          | 联储银行准备金周变动-亿美元       | -307.11 | -807.84 | -489.46 | -169.92 | -1305.61 | -206.60 | -200.98 |       | ↑    |
|          | 财政部一般账户（TGA）周变动-亿美元  | 105.94  | 697.35  | 661.41  | 56.46   | 1395.57  | -491.72 | 614.08  |       | ↑    |
|          | 存款机构逆回购协议周变动-亿美元     | -31.35  | -59.11  | -244.24 | 142.25  | -113.85  | 377.31  | -245.30 |       | ↓    |

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

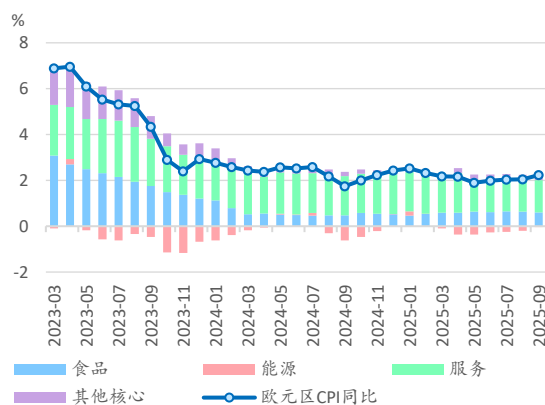
说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

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：CPI 小幅回升，零售销售回暖

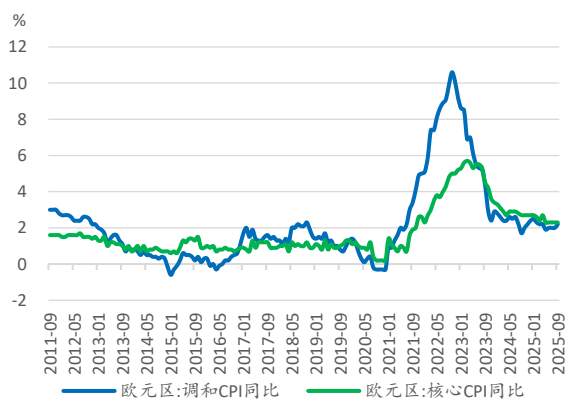
欧元区 CPI 小幅回升，核心 CPI 持平，法国与德国 CPI 均回升。欧元区 9 月 CPI 同比+2.2%(预期+2.2%, 前值+2.0%)，环比+0.1%(预期+0.1%, 前值+0.1%)；核心 CPI 同比+2.3%（预期+2.3%，前值+2.3%）；环比+0.1%（预期+0.1%，前值+0.3%）。主要分项方面，食品同比+3.0%（前值+3.2%），能源同比-0.4%（前值-2.0%），服务同比+3.2%（前值+3.1%）。德国 CPI 同比+2.4%（前值+2.2%），核心 CPI 同比+2.6%（前值+2.4%）；法国 CPI 同比+1.2%（前值+0.9%），核心 CPI 同比+1.5%（前值+1.4%）。

图 6：欧元区 20 国 CPI 同比分解



数据来源：欧盟统计局，Wind

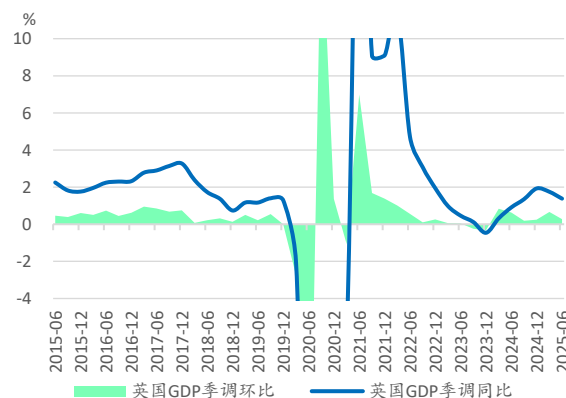
图 7：欧元区 CPI 与核心 CPI



数据来源：欧盟统计局，Wind

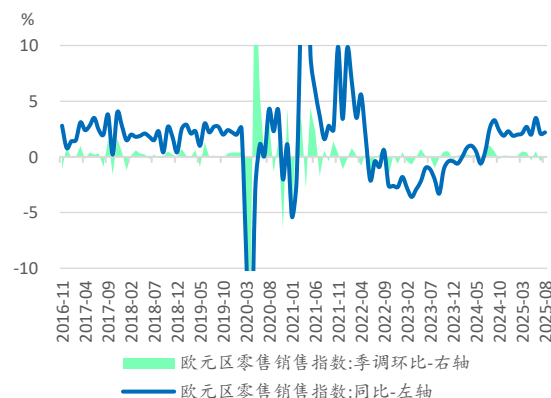
英国 GDP 同比小幅向上修正。英国经修正后的二季度 GDP 季调环比+0.3%(初值+0.3%，前值上修至+0.7%)，同比+1.4%（初值+1.2%，前值上修至+1.8%）。

图 8：英国 GDP 季度同比与环比



数据来源：英国统计局，Wind

图 9：欧元区零售销售指数：同比与环比



数据来源：欧盟统计局，Wind



**欧元区零售销售回暖，但核心国家减速。**欧元区 8 月零售销售季调环比+0.1%（前值-0.4%），同比+2.2%（前值+2.1%），德国零售销售季调同比+0.2%（前值+4.5%），法国零售销售季调同比-1.4%（前值+1.2%）。

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             | 2025年 |       |       |       |       |       |       |       | 短期趋势 |
|              |                | 2月    | 3月    | 4月    | 5月    | 6月    | 7月    | 8月    | 9月    |      |
| 消费           | 欧元区零售销售指数-季调环比 | 0.1   | 0.5   | 0.4   | -0.3  | 0.5   | -0.4  | 0.1   |       | ↗    |
|              | 欧元区零售销售指数-同比   | 2.0   | 2.1   | 2.7   | 2.0   | 3.5   | 2.1   | 2.2   |       | ↗    |
|              | 德国零售销售指数-同比    | 1.0   | 2.5   | 6.1   | 6.0   | 3.4   | 4.5   | 0.2   |       | ↘    |
|              | 法国零售销售指数-同比    | 1.5   | 2.6   | 3.3   | 3.1   | 3.8   | 1.2   | -1.4  |       | ↘    |
| 工业生产         | 法国工业产出指数-季调环比  | 1.1   | 0.3   | -1.3  | -0.6  | 3.1   | -0.1  | -0.7  |       | ↘    |
|              | 法国工业产出指数-同比    | -0.4  | 0.2   | -2.0  | -1.0  | 1.7   | 1.8   | 0.4   |       | ↘    |
| 通胀           | 欧元区CPI-同比      | 2.3   | 2.2   | 2.2   | 1.9   | 2.0   | 2.0   | 2.0   | 2.2   | ↗    |
|              | 欧元区CPI-季调环比    | 0.4   | 0.6   | 0.6   | -0.1  | 0.3   | 0.0   | 0.1   | 0.1   | →    |
|              | 欧元区核心CPI-同比    | 2.6   | 2.4   | 2.7   | 2.3   | 2.3   | 2.3   | 2.3   | 2.3   | →    |
|              | 欧元区核心CPI-季调环比  | 0.5   | 1.0   | 1.0   | 0.0   | 0.4   | -0.2  | 0.3   | 0.1   | ↘    |
|              | 德国CPI同比        | 2.3   | 2.2   | 2.1   | 2.1   | 2.0   | 2.0   | 2.2   | 2.4   | ↗    |
|              | 德国核心CPI同比      | 3.1   | 2.8   | 3.1   | 2.7   | 2.5   | 2.4   | 2.4   | 2.6   | ↗    |
|              | 法国CPI同比        | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.7   | 1.0   | 1.0   | 0.9   | 1.2   | ↗    |
|              | 法国核心CPI同比      | 1.9   | 1.8   | 1.9   | 1.4   | 1.6   | 1.7   | 1.4   | 1.5   | ↗    |
|              | 欧元区PPI同比       | 3.1   | 1.9   | 0.7   | 0.3   | 0.6   | 0.2   | -0.6  |       | ↘    |
|              | 欧元区PPI环比       | 0.3   | -1.7  | -2.2  | -0.6  | 0.9   | 0.3   | -0.3  |       | ↘    |
|              | 法国PPI同比        | -0.8  | -0.2  | -0.7  | 0.0   | 0.3   | 0.5   | 0.1   |       | ↘    |
| 就业           | 欧元区20国失业率      | 6.3   | 6.4   | 6.3   | 6.4   | 6.3   | 6.2   | 6.3   |       | ↗    |
|              | 欧盟27国失业率       | 5.9   | 6.0   | 5.9   | 6.0   | 6.0   | 5.9   | 5.9   |       | →    |
|              | 德国失业率          | 3.6   | 3.6   | 3.7   | 3.7   | 3.7   | 3.7   | 3.7   |       | →    |
|              | 法国失业率          | 7.5   | 7.5   | 7.5   | 7.6   | 7.5   | 7.5   | 7.5   |       | →    |
| PMI          | 欧元区制造业PMI      | 47.6  | 48.6  | 49.0  | 49.4  | 49.5  | 49.8  | 50.7  | 49.8  | ↘    |
|              | 欧元区服务业PMI      | 50.6  | 51.0  | 50.1  | 49.7  | 50.5  | 51.0  | 50.5  | 51.3  | ↗    |
|              | 欧元区综合PMI       | 50.2  | 50.9  | 50.4  | 50.2  | 50.6  | 50.9  | 51.0  | 51.2  | ↗    |
|              | 英国制造业PMI       | 46.9  | 45.3  | 45.4  | 46.4  | 47.7  | 48.0  | 47.0  | 46.2  | ↘    |
|              | 英国服务业PMI       | 51.0  | 52.5  | 49.0  | 50.9  | 52.8  | 51.8  | 54.2  | 50.8  | ↘    |
|              | 英国综合PMI        | 50.5  | 51.5  | 48.5  | 50.3  | 52.0  | 51.5  | 53.5  | 50.1  | ↘    |
|              | 法国制造业PMI       | 45.8  | 48.5  | 48.7  | 49.8  | 48.1  | 48.2  | 50.4  | 48.2  | ↘    |
|              | 法国服务业PMI       | 45.3  | 47.9  | 47.3  | 48.9  | 49.6  | 48.5  | 49.8  | 48.5  | ↘    |
|              | 法国综合PMI        | 45.1  | 48.0  | 47.8  | 49.3  | 49.2  | 48.6  | 49.8  | 48.1  | ↘    |
|              | 德国制造业PMI       | 46.5  | 48.3  | 48.4  | 48.3  | 49.0  | 49.1  | 49.8  | 49.5  | ↘    |
|              | 德国服务业PMI       | 51.1  | 50.9  | 49.0  | 47.1  | 49.7  | 50.6  | 49.3  | 52.5  | ↗    |
|              | 德国综合PMI        | 50.4  | 51.3  | 50.1  | 48.5  | 50.4  | 50.6  | 50.5  | 52.4  | ↗    |
| 景气指数         | 欧元区20国工业信心指数   | -11.1 | -10.6 | -11.0 | -10.3 | -11.8 | -10.4 | -10.2 | -10.3 | ↘    |
|              | 欧元区20国营建信心指数   | -3.4  | -3.6  | -4.0  | -3.4  | -3.0  | -3.2  | -3.6  | -3.5  | ↗    |
|              | 欧元区20国零售信心指数   | -5.2  | -6.9  | -8.9  | -7.1  | -7.6  | -6.6  | -6.4  | -7.7  | ↘    |
|              | 欧元区20国服务业信心指数  | 5.2   | 2.5   | 1.9   | 2.0   | 3.1   | 4.1   | 3.8   | 3.6   | ↘    |
|              | 欧元区20国经济景气指数   | 96.2  | 95.2  | 93.9  | 95.0  | 94.2  | 95.8  | 95.3  | 95.5  | ↗    |

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

**其他数据：欧元区经济景气指数小幅回升，各类信心指数喜忧参半，PPI 回落，失业率小幅回升，制造业 PMI 小幅上修。**9 月欧元区 20 国经济景气指数 95.5（前值 95.3），工业信心指数-10.3（前值-10.2），营建信心指数-3.5（前值-3.6），零售信心指数-7.7（前值-6.4），服务业信心指数 3.6（前值 3.8）。8 月欧元区 20 国 PPI 环比-0.3%（前值+0.3%），同比-0.6%（前值+0.2%），法国 PPI 同比+0.1%（前值+0.5%）。8 月欧元区失业率 6.3%（前值 6.2%），欧盟 27 国失业率 5.9%（前值 5.9%）；法国失业率 7.5%（前值 7.5%），德国失业率为 3.7%

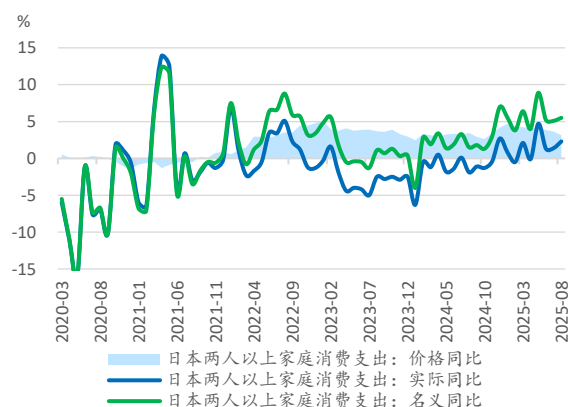
（前值 3.7%）。法国工业产出指数季调环比-0.7%（前值-0.1%），同比+0.4%（前值+1.8%）。欧元区 9 月制造业 PMI 终值 49.8（初值 49.5，前值 50.7），服务业 PMI 终值 51.3（初值 51.4，前值 50.5），综合 PMI 终值 51.2（初值 51.2，前值 51.0）。

## 日本：多人家庭支出回升，工资收入减速

多人家庭消费支出回升，价格平减指数降温。日本 8 月多人家庭消费支出名义同比+5.5%（前值+5.1%），实际同比+2.3%（前值+1.4%），价格平减指数同比+3.1%（前值+3.6%）。

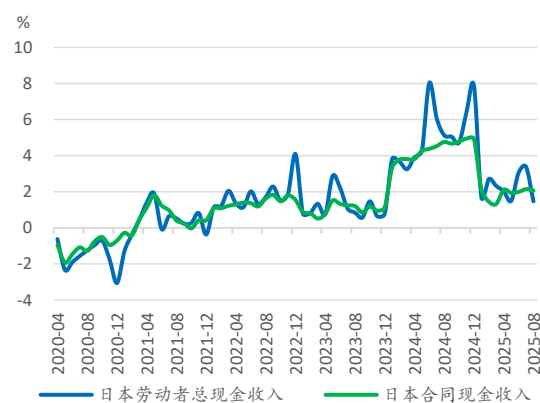
工资收入增速回落。8 月日本劳动者总现金收入同比+1.5%（前值+3.4%），合同现金收入同比+2.1%（前值+2.1%）。

图 10：日本两人以上家庭消费支出



数据来源：日本统计局，Wind

图 11：日本劳动者现金收入与合同现金收入同比



数据来源：日本厚生劳动省，Wind

其他数据：失业率上升，工业生产与商业销售均下滑，景气动向先行指数回升，PMI 小幅上修，消费者信心指数回升。8 月整体失业率 2.6%（前值 2.3%），15-24 岁失业率 4.3%（前值 4.3%），25-34 岁失业率 3.2%（前值 2.9%）。工业生产指数季调环比-1.2%（前值-1.2%），同比-1.3%（前值-0.4%）。商业销售额环比-5.0%（前值+3.0%），同比-1.1%（前值+0.4%）。景气动向指数先行指标初值 107.4（前值 106.1），同步指标初值 113.4（前值 114.1）。9 月制造业 PMI 终值 48.5（初值 48.4，前值 49.7），服务业 PMI 终值 53.3（初值 53.0，前值 53.1），综合 PMI 初值 51.3（初值 51.1，前值 52.0）。消费者信心指数 35.3（前值 34.9），收入增长指数 39.4（前值 39.4），就业指数 39.9（前值 39.3），整体生活指数 33.2（前值 32.7）。

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   |      |
| 消费       | 多人家庭消费支出-名义同比   | 3.8   | 6.4   | 4.0   | 8.9   | 5.2   | 5.1   | 5.5   |      | ↗    |
|          | 多人家庭消费支出-实际同比   | -0.5  | 2.1   | -0.1  | 4.7   | 1.3   | 1.4   | 2.3   |      | ↗    |
|          | 多人家庭消费支出-价格平减指数 | 4.3   | 4.2   | 4.1   | 4.0   | 3.8   | 3.6   | 3.1   |      | ↘    |
|          | 商业销售额-环比        | -4.3  | 15.5  | -8.0  | -1.4  | 1.5   | 3.0   | -5.0  |      | ↘    |
|          | 商业销售额-同比        | 1.3   | 3.1   | 3.5   | 1.9   | 1.9   | 0.4   | -1.1  |      | ↘    |
|          | 消费者信心指数-季调      | 34.8  | 34.1  | 31.2  | 32.8  | 34.5  | 33.7  | 34.9  | 35.3 | ↗    |
|          | 收入增长指数          | 39.5  | 38.8  | 37.5  | 38.3  | 38.9  | 38.5  | 39.4  | 39.4 | →    |
|          | 就业指数            | 40.9  | 39.2  | 35.7  | 37.3  | 38.3  | 37.6  | 39.3  | 39.9 | ↗    |
| 工业       | 整体生活指数          | 31.5  | 30.9  | 27.3  | 30.2  | 32.4  | 31.4  | 32.7  | 33.2 | ↗    |
|          | 工业产出指数-季调环比     | 2.3   | 0.2   | -1.1  | -0.1  | 2.1   | -1.2  | -1.2  |      | →    |
| 生产       | 工业产出指数-同比       | 0.1   | 1.0   | 0.5   | -2.4  | 4.4   | -0.4  | -1.3  |      | ↘    |
|          | 失业率             | 2.4   | 2.5   | 2.5   | 2.5   | 2.5   | 2.3   | 2.6   |      | ↗    |
| 就业       | 失业率15-24岁       | 4.2   | 4.0   | 4.0   | 4.4   | 3.9   | 4.3   | 4.3   |      | →    |
|          | 失业率25-34岁       | 3.2   | 3.2   | 3.3   | 3.3   | 3.0   | 2.9   | 3.2   |      | ↗    |
|          | 劳动者总现金收入-同比     | 2.7   | 2.3   | 2.0   | 1.5   | 3.1   | 3.4   | 1.5   |      | ↘    |
|          | 劳动者合同现金收入-同比    | 1.5   | 1.3   | 2.1   | 1.9   | 2.0   | 2.1   | 2.1   |      | →    |
| PMI      | 制造业PMI          | 49.0  | 48.4  | 48.7  | 49.4  | 50.1  | 48.9  | 49.7  | 48.5 | ↘    |
|          | 服务业PMI          | 53.7  | 50.0  | 52.4  | 51.0  | 51.7  | 53.6  | 53.1  | 53.3 | ↗    |
|          | 综合PMI           | 52.0  | 48.9  | 51.2  | 50.2  | 51.5  | 51.6  | 52.0  | 51.3 | ↘    |
| 景气       | 景气动向指数：先行指标     | 107.7 | 107.4 | 104.4 | 104.5 | 105.0 | 106.1 | 107.4 |      | ↗    |
|          | 景气动向指数：同步指标     | 117.1 | 115.9 | 115.8 | 115.6 | 115.9 | 114.1 | 113.4 |      | ↘    |

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：政府“停摆”持续，美联储官员仍存分歧

美国政府时隔近七年再度“停摆”。美东时间 10 月 1 日 0 时，美国联邦政府因资金用尽，时隔近七年再度“停摆”。受美国联邦政府“关门”影响，约 75 万名联邦雇员被迫停薪休假，多项公共服务陷入停滞，国家公园、航空系统均受到冲击。根据美国交通部计划，联邦航空局超过 4.4 万名员工中，已有逾 1.1 万人被迫停薪休假；超过 1.3 万名美国空中交通管制人员和其他数千名关键安全岗位人员则必须暂时“无薪上班”。白宫管理和预算办公室（OMB）主任沃特发布备忘录，指示各政府机构开始执行其“有序停摆”的预案。不受影响的部门包括军方、联邦调查局和国土安全部等执法部门、联邦航空管理局和邮政局等。美国劳工部发言人表示每周失业救济申请等相关就业数据由于政府关门而不会公布。分析认为，由于关键就业和通胀数据延期发布，美联储无法在需要调整政策的关键时刻了解劳动力市场和价格动态，因而面临更大的降息压力。

国会临时拨款法案再度遭到否决导致政府“停摆”持续，特朗普或借机推行政府永久裁员。当地时间 10 月 6 日，尽管特朗普表示“停摆”问题取得进展，但同日美国国会参议院围绕新的临时拨款法案举行投票，民主党和共和党的提案均再度遭到否决，联邦政府“停摆”继续。市场分析认为，虽然关门可能持续几周，但不太可能延续到 10 月 15 日的军队发薪日之后，因为如果届时关门仍在继续，现役军人将错过整个薪水。当前两党争论的一大焦点在于将于 11 月 1 日到期的医疗补贴法案，一旦特朗普做出愿意讨论健康议题的相关表态，民主党很可能会接受并同意至少短期重新开放政府。另有消息称，特朗普政府正利用政府关门危机推进第二轮大规模联邦雇员裁减计划，这一策略被视为马斯克政府效率部门（DOGE）失败后的重新尝试。

特朗普再推木制品、家具、药品、卡车等进口产品关税。当地时间 9 月 29 日，特朗普宣布将对进口软木原木及木材征收 10% 关税，并对进口橱柜、浴室柜及软包木制品加征 25% 关税。同日特朗普还在社交媒体上发文称，将对所有在美国境外制作的电影征收 100% 关税。新关税将于 10 月 14 日起生效，部分税率将在明年 1 月 1 日起进一步上调。美国政府新一轮加征关税措施 10 月 1 日起将陆续生效，涉及的产品包括进口木材、橱柜、药品等。当地时间 10 月 6 日，美国总统特朗普在其社交平台“真实社交”上发文表示，自 2025 年 11 月 1 日

起，所有从其他国家和地区进口至美国的中型和重型卡车将被征收 25% 的关税。

**美最高法院允许美联储理事库克暂时留任。**当地时间 9 月 30 日，美国最高法院发布一项指令，允许美国联邦储备委员会理事莉萨·库克暂时留任，直至 2026 年 1 月法院就总统特朗普是否有合法理由将其解雇举行口头辩论。美国媒体认为，最高法院此举暂时阻止特朗普解雇库克，为美联储的独立决策暂时建起一道防火墙。先前，最高法院曾允许特朗普罢免联邦贸易委员会、劳工统计局等机构官员。此次指令表明，最高法院愿意考虑对总统权力实施一些限制。

**美联储官员对降息路径仍有分歧。**美联储副主席杰斐逊（P. N. Jefferson）表示，美联储正同时面对就业市场走软和通胀高于目标这两大挑战；关税的影响将在未来几个月进一步显现；美国明年通胀率将下降，未来几年将达到 2%；美国劳动力市场面临的下行风险正在增加。**美联储理事米兰（S. Miran）**表示，希望美联储在下次联邦公开市场委员会（FOMC）会议前能获得所需数据；美联储政策应具有前瞻性；住房成本是思考中的关键因素，预计住房价格将显著抑制服务业通胀；不认为中性利率为零，中性利率已降至美联储认为区间的底部。**芝加哥联储主席古尔斯比（A. Goolsbee）**表示，在没有官方失业率数据的情况下，美联储将依据现有信息作出决策；需要谨慎避免过度提前降息。**达拉斯联储主席洛根（L. K. Logan）**表示，通胀问题的严重性高于就业，呼吁谨慎对待进一步降息；尚不清楚美联储在达到中性利率之前还能进一步降息多少，空间可能相对较小；消费和商业投资表现出韧性，也有迹象显示政策仅处于适度收紧状态。**克利夫兰联储主席哈马克（B.M. Hammack）**表示，通胀率可能在 2028 年之前一直高于目标水平，这令她感到担忧，因此她反对降息。**圣路易斯联储主席穆萨莱姆（A. G. Musalem）**表示，货币政策处于适度紧缩和中性之间；对未来可能的降息持开放态度，但需谨慎行事。**纽约联储主席威廉姆斯（J.C. Williams）**表示，货币政策继续保持紧缩态势，仍具备对通胀施加下行压力的条件；实现 2% 的通胀目标仍有很长的路要走。

**美国总统特朗普在白宫与到访的加拿大总理卡尼举行会谈。**这次会晤长达两个半小时，加拿大希望能就双方的贸易和关税问题达成一些重要共识，为两国最终达成一项新的经济和安全协议铺平道路。特朗普表示，美国将对加拿大征收关税，他认为加拿大会非常乐意接受，美国将公平对待加拿大。此外，特朗普还重提与加拿大合并，但卡尼软性回绝。

**美国与巴西总统举行电话会谈。**巴西政府当地时间 10 月 6 日发布公告称，巴西总统卢拉与美国总统特朗普当日举行了电话会议。会谈中，卢拉要求美国取消对巴西产品征收的 40% 关税，特朗普任命国务卿鲁比奥继续与巴西副总统阿尔克明进行谈判。

## 欧洲：法国总理再递辞呈，欧央行称通胀接近目标

**法国总理再次递交辞呈，据新内阁组建仅一天。**当地时间 10 月 6 日，法国总理勒科尔尼向总统马克龙递交辞呈，马克龙已接受辞呈。此前一天，马克龙刚刚任命了新内阁。新内阁名单与前届政府相比“基本没有变化”，未能回应外界对于改革和新气象的期待。此次辞职使法国陷入新的政治僵局，这也是马克龙组建的第三个以失败告终的少数派政府。法国总统马克龙曾经的核心政治盟友、曾作为马克龙第一个总统任期内的第一位政府总理爱德华·菲利普发出呼吁，要求马克龙提前举行总统选举。

**欧洲央行行长拉加德称通胀接近目标，预计经济增长阻力很快消退。**欧洲央行行长拉加德表示，反通胀过程已经结束，工资增速将进一步放缓，通胀的双向风险区间已收窄。欧元区在更高关税、更强势欧元以及全球竞争加剧的驱动下，出口表现疲弱，预计将在今年剩余时间拖累增长，不过这些逆风对增长的影响应在明年消退。拉加德重申欧洲央行的官方立场，将根据到来的数据作出决定，不会预先承诺任何未来举措。

## 日本：高市早苗当选日本自民党总裁

**高市早苗当选日本自民党第 29 任总裁。**当地时间 10 月 4 日下午，日本执政党自民党举行总裁选举计票。在第二轮投票中，前经济安全保障担当大臣高市早苗获得多数选票，当选自民党第 29 任总裁。**高市早苗成为自民党历史上第一位女性总裁，并很可能在 10 月中旬将成为日本历史上第一位女性首相。**在当选后的首次新闻发布会上，高市早苗称需要迅速采取措施应对通胀，一种政策选项是增加对地方政府的补贴，不排除将消费税下调作为选项。其同时希望自民党讨论为低收入和中等收入家庭设立可退还税收抵免制度。拟在下届国会会议期间提交废除额外汽油税、降低柴油燃料成本的法案。此外，她还表示，不会立即修改日美达成的贸易协议。如果发现某些情况不符合日本国家利益，应在日美磋商机制的框架内明确说明。



日本央行在季度报告中下调了对全国九个地区中一个地区的经济评估。报告指出，所有地区均表示经济正在温和复苏，或正在加速复苏，或正温和加速复苏；一些地区表示，由于美国加征关税前被压抑的需求逐渐消退，出口、产出和资本货物订单正在下降，若贸易政策及海外经济放缓导致企业利润大幅下滑，它们可能不得不限制工资上涨。

日本央行行长植田和男表示，将仔细观察美国关税和海外经济长期不确定性的影响是否会阻碍企业提高薪资。他重申，如果经济和物价走势符合央行的预测，央行决心继续提高仍然较低的利率。日本央行副行长内田真一表示，日本经济正在适度复苏，不过存在一些疲软迹象；若经济和物价走势与预期相符，日本央行预计将继续加息；实际利率处于低位；贸易政策的不确定性仍然很高；仍需密切关注关税对经济和市场的影响。日本央行鸽派委员野口旭转向称，日本经济指标显示在实现 2% 的物价稳定目标方面取得了稳步进展，调整政策利率的必要性比以往任何时候都更为迫切，海外风险持续存在。

日本近期食品面临涨价压力。据日本媒体报道，日本帝国数据银行统计显示，该国今年 10 月将有超过 3000 种食品价格上调，包括饮料和包装食品等，涨价食品数量创半年以来新高；同时电力和燃气政府补贴也将终止。该行此前的调查显示，今年日本累计价格上涨商品数量将超过去年的 1.252 万个，最多将达到 2 万个左右。

## 其他地区：哈马斯接受“20 点计划”，哈以展开谈判

哈马斯宣布原则上接受特朗普提出的“20 点计划”，与以色列在埃及展开谈判。当地时间 10 月 3 日，哈马斯发表声明称，同意根据特朗普的提议，释放所有活着的以色列人质，并交出遇难者尸体；并且同意将加沙地带的管理权移交给一个独立的巴勒斯坦机构（技术官僚机构）。特朗普对哈马斯声明回应中表示，相信哈马斯“已准备好实现持久和平”，并呼吁以色列立即停止对加沙地带的袭击。联合国、英国、法国、德国均对此表示欢迎，埃及、约旦、阿联酋、印度尼西亚、巴基斯坦、土耳其、沙特阿拉伯和卡塔尔八国外长发表联合声明，欢迎哈马斯就“20 点计划”所采取的措施，重申将共同努力立即结束加沙战争。当地时间 10 月 7 日，哈马斯代表团在埃及举行的与以色列的间接谈判后表示，此次会谈取得了积极进展，但以军对加沙地带不时发动的轰炸对哈马斯释放以方被扣押人员“构成了挑战”。

**普京表示恢复与美国的全面关系符合俄罗斯国家利益。**克里姆林宫发言人佩斯科夫 10 月 2 日说，俄罗斯总统普京将出席 2026 年在迈阿密举行的二十国集团（G20）峰会，此外，就是否参加将于今年 11 月在南非举行的 G20 峰会一事，俄总统新闻秘书佩斯科夫表示，普京将以某种合适的方式出席。普京近期在俄智库瓦尔代国际辩论俱乐部第 22 届年会上发表讲话表示，恢复与美国的全面关系符合俄罗斯国家利益。

**印度央行将基准利率维持在 5.5% 不变，符合市场预期。**印度央行行长马尔霍特拉表示，预计印度 2026 财年实际 GDP 增长率为 6.8%，此前预期为 6.5%。马尔霍特拉还宣布 22 项额外措施，包括促进营商便利化、简化外汇流程以及推动印度卢比国际化。另外，印度将自 2027 年 4 月 1 日起实施巴塞尔协议 III 资本充足率标准。

## 【本周关注】

美国密歇根大学数据，政府停摆进展和就业数据发布可能

|           |                                |
|-----------|--------------------------------|
| 10 月 8 日  | 日本 8 月经常项目差额                   |
| 10 月 9 日  | 德国 8 月贸易账                      |
| 10 月 10 日 | 日本 9 月 PPI<br>美国 10 月密歇根大学调查数据 |

## 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。