

2025 年 9 月 29 日

关注近期主要国家长端债券利率上行

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 (9/22): 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
- 海外宏观周报 (8/18): 通胀数据反复如何影响美联储降息

主要大类资产走势:

	2025-09-26	周变动
美国国债收益率10Y	4.20	6.0 bp
美国国债收益率2Y	3.63	6.0 bp
日本国债收益率10Y	1.66	4.4 bp
日本国债收益率2Y	0.94	4.8 bp
德国国债收益率10Y	2.76	3.0 bp
德国国债收益率2Y	2.04	3.0 bp
标普500指数	6643.70	-0.31 %
纳斯达克指数	22484.07	-0.65 %
道琼斯工业指数	46247.29	-0.15 %
日经225指数	45354.99	0.69 %
伦敦富时100指数	9284.83	0.74 %
巴黎CAC40指数	7870.68	0.22 %
德国DAX指数	23739.47	0.42 %
伦敦现货黄金	3769.85	2.91 %
英国布伦特原油现货	72.09	7.36 %
美元指数	98.1926	0.55 %
欧元兑美元	1.1700	-46 pips
英镑兑美元	1.3400	-69 pips
美元兑日元	149.5015	15310 pips
美元兑人民币	7.1345	220 pips

【一周综述】

美联储 9 月 17 日开启今年以来的首次降息, 但随后全球债市长端利率开启一波上行。从原因看, 多国长债利率上升与美国降息预期提前透支、通胀压力回升、各国政局不稳、财政改革阻力增加等因素相关。近期美国经济回暖, 通胀保持黏性, 美联储官员分歧加大, 均导致对美联储降息的预期边际回落, 目前认为年内降息两次 50bp 的预期概率为 63%, 较一周前的 75% 有所下降; 不过 10 月再次降息的预期仍保持在 90% 以上, 降息路径将在此后有所放缓。英国债券收益率上升, 涉及内阁改组、降息放缓和财政压力。法国再换总理, 削减赤字引发骚乱, 引发债券收益率上升。日本米价逼近历史高位, 年内加息预期回升, 仍存政治不确定性。阿根廷一度遭遇“股债汇三杀”, 但随着米莱寻求美国救助后有所缓和。

【交易模式】

全球长债利率上行, 通胀和紧缩交易重现

【关键数据】

美国: 二季度 GDP 大幅上修, 个人消费支出表现强劲, 核心 PCE 价格稳健, 订单与房屋销售回暖, PMI 回落。欧洲: 消费者信心回暖, PMI 指数分化。日本: 东京 CPI 保持稳定, PMI 下滑。

【重要事件】

美国: 多类产品将被征收高额关税, 美政府或面临停摆。欧洲: 美欧正式签署关税协议, 瑞典降息瑞士按兵不动。日本: 自民党总裁选举拉开帷幕, 现新一轮大米涨价潮。其他地区: 经合组织上调中期展望, 多国承认巴勒斯坦国。

【本周关注】

美国就业数据周, 欧元区通胀数据

目 录

【一周综述】	1
关注近期主要国家长端债券利率上行.....	1
【交易模式】	3
全球长债利率上行，通胀和紧缩交易重现.....	3
【关键数据】	4
美国：GDP 大幅上修，消费与订单强劲，房屋销售回暖.....	4
欧洲：消费者信心回暖，PMI 指数分化	7
日本：东京 CPI 保持稳定，PMI 下滑	8
【重要事件】	10
美国：多类产品将被征收高额关税，美政府或面临停摆.....	10
欧洲：美欧正式签署关税协议，瑞典降息瑞士按兵不动.....	11
日本：自民党总裁选举拉开帷幕，现新一轮大米涨价潮.....	12
其他地区：经合组织上调中期展望，多国承认巴勒斯坦国.....	13
【本周关注】	15
美国就业数据周，欧元区通胀数据.....	15

【一周综述】

关注近期主要国家长端债券利率上行

美联储 9 月 17 日开启今年以来的首次降息，但随后全球债市长端利率开启一波上行。其中，10 年期美国国债收益率较 9 月 16 日上行约 14bp 至 4.18%，同期日本国债收益率上行 4bp 至 1.66%，法国国债上行 8bp 至 3.57%，德国国债上行 7bp 至 2.76%，意大利国债上行 10bp 至 3.61%，英国国债上行 3bp 至 4.68%。新兴市场方面，阿根廷国债近期也一度出现暴跌，但随后因美国介入救助而反弹。从原因看，多国长债利率上升与美国降息预期提前透支、通胀压力回升、各国政局不稳、财政改革阻力增加等因素相关。

近期美国经济回暖，通胀保持黏性，美联储官员分歧加大，均导致对美联储降息的预期边际回落。在 9 月 17 日降息之前，市场对于美联储开启降息的预期相对充分，导致降息后长债收益率反弹。上周美国各项经济数据回暖，则支撑了债市的回调趋势。二季度美国 GDP 环比折年率终值大幅上修至 3.8%，特别是最关键的个人消费贡献大幅提升，反映出美国经济的韧性。随后公布的 8 月 PCE 数据同样表现超预期，季调环比增长 0.6%，同比增长 5.6%，均有所加速，实际消费支出、个人收入等指标表现同样稳健。而此前一度走弱的房地产市场在降息预期下有所回暖，8 月新屋销售大涨至 80 万套，成屋销售达 400 万套也高于预期。耐用品订单回暖，季调环比增长 2.9%，远高于预期的回落 0.3%。通胀方面，核心 PCE 保持稳定，8 月同比上涨 2.9% 与前月持平，未来仍有上涨压力。从以上数据来看，9 月议息会议 25bp 的预防式降息确实合理，也解释了特朗普、贝森特和米兰主张的快速降息难以得到美联储官员的普遍支持。

美联储官员的分歧仍大，鸽派与鹰派各执一词，降息路径预期放缓。较为鹰派的官员包括芝加哥联储主席古尔斯比、圣路易斯联储主席穆萨莱姆和亚特兰大联储主席博斯蒂克，主要观点在于通胀仍存隐患，当前利率水平对于应对处理通胀上升和就业减速的矛盾是平衡的。较为鸽派的官员则包括新任理事米兰，和此前曾赞成 7 月降息的鲍曼，尽管后者在 9 月团结性地赞成了 25bp 的降息方案，但仍认为当前货币政策存在落后于形势的风险。本周市场对于年内降息次数的预期有所回落，芝商所 FedWatch 工具显示，目前认为年内降息两次 50bp 的预期概率为 63%，较一周前的 75% 有所下降。不过 10 月再次降息的预期仍保持在 90% 以上，降息路径将在此后有所放缓。

英国债券收益率上升，涉及内阁改组、降息放缓和财政压力。9月5日，英国首相斯塔默启动内阁改组，涉及十余名成员调整，以缓解执政党支持率下行。英国当前的财政状况令人忧虑，截至8月底，英国公共部门净债务占GDP比重达96.4%，8月预算赤字达180亿英镑，创五年同期最高，消息称英国将在11月发布的新预算中加税，以缓解财政压力，但将削弱经济增长动力。9月英国央行保持按兵不动，并预计通胀短期可能走高，市场预期未来降息空间有限。

法国再换总理，削减赤字引发骚乱，引发债券收益率上升。9月10日，法国总统马克龙任命现任国防部长塞巴斯蒂安·勒科尔尼接替贝鲁，担任政府总理一职。前总理贝鲁领导的政府在国民议会下院举行的信任投票中未能过关导致其递交辞呈，起因是其提出的2026年预算草案计划削减财政支出438亿欧元，引发大规模示威和骚乱。新总理勒科尔尼26日表示法国政府计划在2026年把财政赤字率控制在国内生产总值的4.7%，并在2029年进一步降低至约3%，预算案将于10月国民议会秋季例会期间讨论审议。若无法通过，法国未来财政赤字率可能升至6%，存在继续推升长债利率的压力。

日本米价逼近历史高位，年内加息预期回升，仍存政治不确定性。近期日本市场米价出现连续三周上涨，逼近今年5月创下的历史高位，一方面是由于价格相对高昂的新米开始上市推高整体价格，另一方面是由于平价的政府储备米供应减少。尽管政府对能源价格给出了补贴，但上周发布的9月东京都区部核心CPI同比上涨2.5%，与8月增速持平。通胀持续高于政策目标，日本央行的加息时点正在逼近。在9月会议上，日本央行尽管保持按兵不动，但宣布启动对其庞大ETF及J-REITs持仓的年度减持计划。目前市场多数预计最早10月、最迟12月日本央行将再次加息。此外，石破茂宣布辞职后，执政党新党首选举尚未落地，也增加了政策不确定性。

阿根廷一度遭遇“股债汇三杀”，但随着米莱寻求美国救助后有所缓和。9月上旬，阿根廷总统米莱在关键的布宜诺斯艾利斯省选举中惨败，引发投资者对其改革议程前景的担忧，阿根廷金融市场全线崩盘，遭遇“股债汇三杀”。为增加美元外汇收入，阿根廷政府22日宣布阶段性取消主要农产品出口预扣税。9月23日，米莱与特朗普双边会晤，就200亿美元货币呼唤协议进行谈判；同日贝森特表示准备购买阿根廷债券。随着美国介入，此前连续大跌的阿根廷2035年到期的美元债券恢复上涨，阿根廷比索汇率也出现反弹。

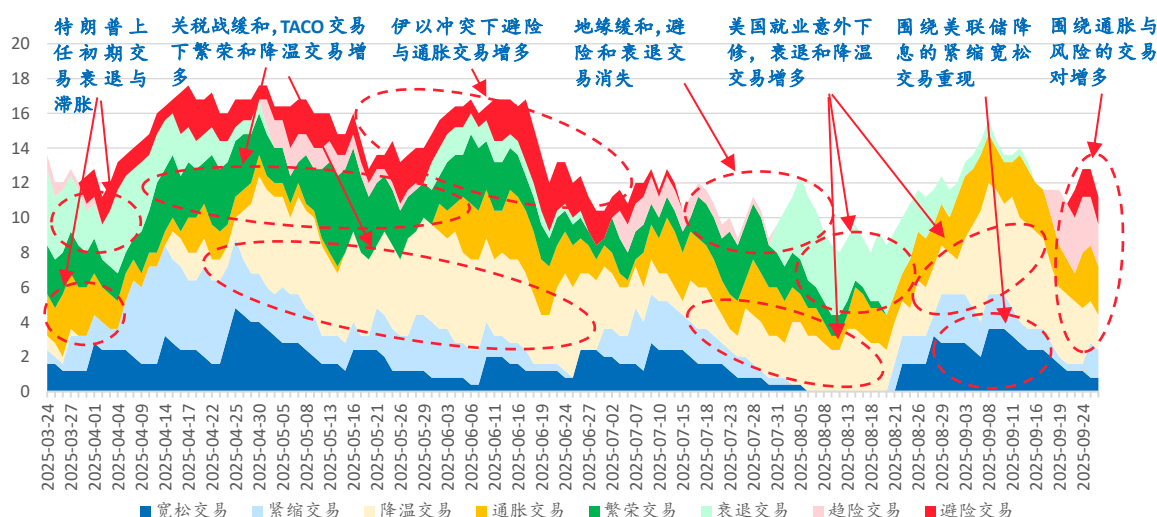
【交易模式】

全球长债利率上行，通胀和紧缩交易重现

表 1：近两周各交易日交易模式

9 月 15 日	9 月 16 日	9 月 17 日	9 月 18 日	9 月 19 日
不确定	不确定	不确定	趋险交易	趋险交易
9 月 22 日	9 月 23 日	9 月 24 日	9 月 25 日	9 月 26 日
不确定	避险交易	通胀交易	紧缩交易	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		

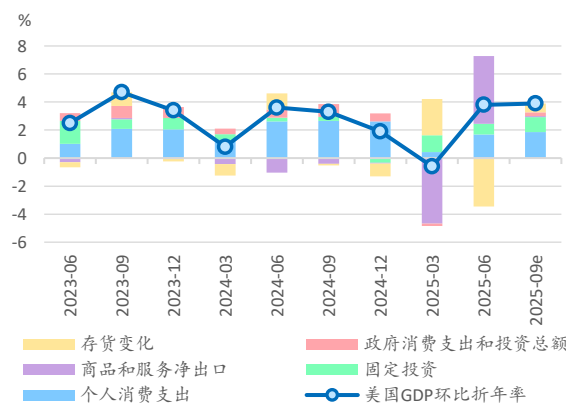
具体规则详见研报：《全球市场的交易模式：框架构建》（民银证券，2024 年 9 月 4 日）

【关键数据】

美国：GDP 大幅上修，消费与订单强劲，房屋销售回暖

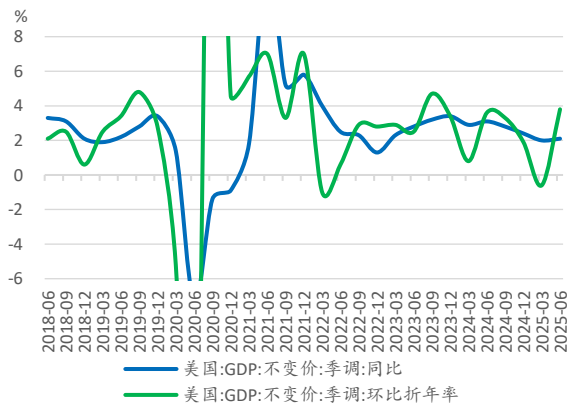
美国二季度 GDP 终值大幅上修。二季度美国 GDP 季调环比折年终值+3.8%(修正值+3.3%，前值-0.6%)。其中，个人消费终值贡献+1.68pp（修正值+1.07pp，前值+0.42pp），固定资产投资贡献+0.77pp（修正值+0.59pp，前值+1.21pp），净出口贡献+4.83pp（修正值+4.95pp，前值-4.68pp），政府部门贡献-0.01pp（修正值-0.03pp，前值-0.17pp），存货变化贡献-3.44pp（修正值-3.29pp，前值+2.58pp）。亚特兰大联储 9 月 26 日更新的 GDPNow 预测数据显示，2025 年三季度美国 GDP 预计季调年化环比+3.9%（上周为+3.3%）。

图 2：美国 GDP 季调环比结构分解



数据来源：美国经济分析局，亚特兰大联储，Wind

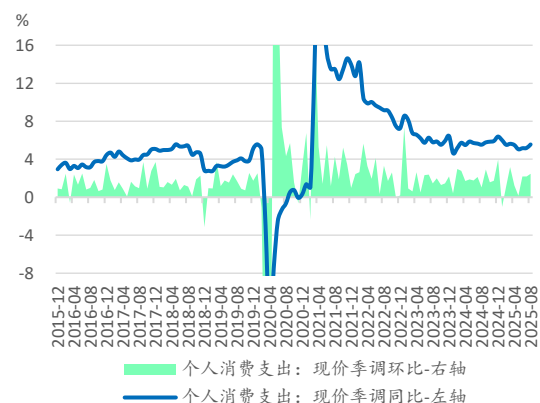
图 3：美国 GDP 季调环比与同比



数据来源：美国经济分析局，Wind

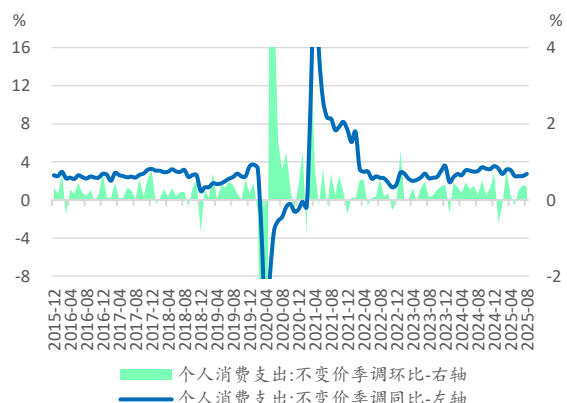
个人消费支出表现强劲。8 月美国个人消费支出（PCE）现价季调折年 23.10 万亿美元，季调环比+0.6%（前值+0.5%），季调同比+5.6%（前值+5.2%）。按不变价格计算，季调环比+0.4%（前值+0.4%），季调同比+2.7%（前值+2.5%）。

图 4：美国个人消费支出：名义季调同比、环比



数据来源：美国经济分析局，Wind

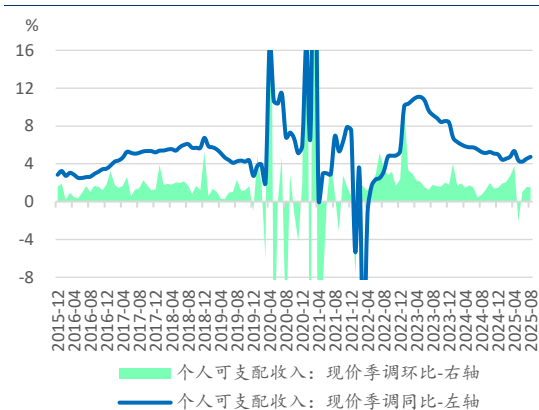
图 5：美国个人消费支出：实际季调同比、环比



数据来源：美国经济分析局，Wind

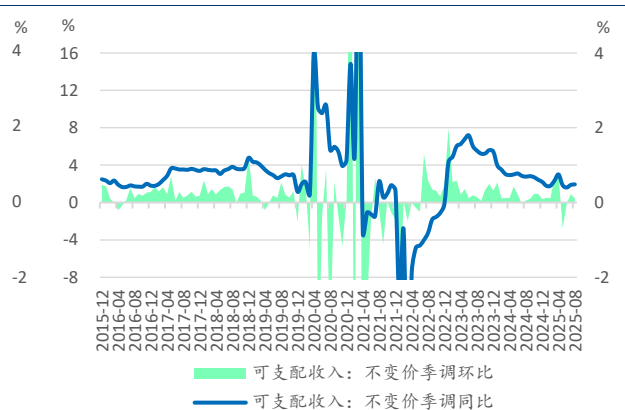
个人可支配收入表现稳健。8月个人可支配收入现价季调环比+0.4%（前值+0.4%），季调同比+4.7%（前值+4.5%）。按不变价格计算，季调环比+0.1%（前值+0.2%），季调同比+1.9%（前值+1.9%）。

图 6：美国个人可支配收入：名义季调同比、环比



数据来源：美国经济分析局，Wind

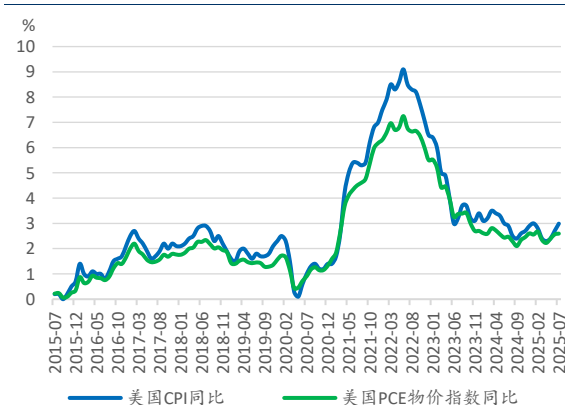
图 7：美国个人可支配收入：实际季调同比、环比



数据来源：美国经济分析局，Wind

美国核心 PCE 保持稳定且符合预期。8月美国个人消费支出（PCE）物价指数季调环比+0.3%（前值+0.2%），季调同比+2.7%（前值+2.6%）。核心 PCE 物价指数季调环比+0.2%（预期+0.2%，前值+0.2%），同比+2.9%（预期+2.9%，前值+2.9%）。

图 8：美国 CPI 与 PCE 物价指数同比



数据来源：美国经济分析局，Wind

图 9：美国核心 CPI 与 PCE 核心物价指数同比



数据来源：美国经济分析局，Wind

其他数据：新屋销售大涨，成屋销售微跌，房价回升，耐用品订单回暖，PMI 回落，密歇根大学信心指数与通胀预期下修。8月新屋销售季调折年 80.0 万套（预期 65 万套，前值 66.4 万套），季调环比+20.5%（前值-1.8%），同比+15.4%（前值-2.2%）；新屋售价中位数 41.35 万美元（前值 39.51 万美元），同比+1.9%（前值-7.9%）。美国成屋销售季调折年 400 万套（预期 396 万套，前值 401 万套），季调环比-0.3%（前值+2.0%），同比+1.8%（前值+0.8%）；成屋售价中

位数 42.26 万美元（前值 42.57 万美元），同比+2.0%（前值+1.0%）。8 月耐用品订单季调环比+2.9%（预期-0.3%，前值-2.7%），同比+7.6%（前值+3.4%），除国防外订单季调环比+1.9%（前值-2.3%），除运输外订单季调环比+0.4%（前值+1.0%）。8 月芝加哥联储全国经济活动指数-0.12（前值-0.28），咨商局经济领先指数 98.4（前值 98.9），里奇蒙德联储制造业指数-17（前值-7），堪萨斯联储制造业指数 4（前值 1）。9 月标普全球制造业 PMI 初值 52.0（预期 52.02，前值 53.0），服务业 PMI 初值 53.9（预期 54.0，前值 54.5），综合 PMI 初值 53.6（预期 54.0，前值 54.6）。密歇根大学消费者信心指数终值 55.1（初值 55.4，前值 58.2），现状指数 60.4（初值 61.2，前值 61.7），预期指数 51.7（初值 51.8，前值 55.9），1 年通胀预期+4.7%（初值+4.8%，前值+4.8%），5 年通胀预期+3.7%（初值+3.9%，前值+3.5%）。

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	
整体经济	GDP季度-季调环比年率		-0.6			3.8				↗
	GDP季度-同比		2.0			2.1				↗
消费	名义个人消费支出（PCE）-季调环比	0.3	0.8	0.3	0.0	0.5	0.5	0.6		↗
	实际个人消费支出（PCE）-季调环比	-0.1	0.8	0.1	-0.1	0.3	0.4	0.4		→
	名义个人可支配收入-季调环比	0.5	0.7	0.9	-0.5	0.3	0.4	0.4		→
	实际个人可支配收入-季调环比	0.1	0.7	0.8	-0.7	0.0	0.2	0.1		↘
	成屋销量-季调环比	4.4	-5.9	-0.5	1.0	-2.7	2.0	-0.3		↘
房地产	成屋售价-中位数-同比	3.4	2.6	1.8	1.6	1.4	1.0	2.0		↗
	新屋销量-季调环比	-3.0	2.8	7.0	-11.2	7.8	-1.8	20.5		↗
	新屋售价-中位数-同比	-1.4	-5.4	-0.4	2.5	-2.5	-7.9	1.9		↗
	耐用品新订单-季调环比	1.0	7.6	-6.6	16.5	-9.4	-2.7	2.9		↗
订单	耐用品新订单-季调同比	4.0	10.0	2.9	20.0	10.9	3.4	7.6		↗
	耐用品新订单（除国防）-季调环比	0.6	9.0	-7.7	15.7	-9.4	-2.3	1.9		↗
	耐用品新订单（除运输）-季调环比	0.4	-0.2	0.0	0.6	0.4	1.0	0.4		↘
	PCE物价-同比	2.7	2.4	2.3	2.5	2.6	2.6	2.7		↗
通货膨胀	PCE物价-季调环比	0.4	0.0	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3		↗
	核心PCE物价-同比	3.0	2.7	2.6	2.8	2.8	2.9	2.9		→
	核心PCE物价-季调环比	0.4	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2		→
	标普全球制造业PMI	52.7	50.2	50.2	52.0	52.9	49.8	53.0	52.0	↘
PMI 指数	标普全球服务业PMI	51.0	54.4	50.8	53.7	52.9	55.7	54.5	53.9	↘
	标普全球综合PMI	51.6	53.5	50.6	53.0	52.9	55.1	54.6	53.6	↘
	里奇蒙德联储制造业指数	3.0	-6.0	-12.0	-13.0	-8.0	-20.0	-7.0	-17.0	↘
	堪萨斯联储制造业指数	-5.0	-2.0	-4.0	-3.0	-2.0	1.0	1.0	4.0	↗
经济前景指数	芝加哥联储全国经济活动指数（CFNAI）	0.36	0.13	-0.39	-0.19	-0.13	-0.28	-0.12		↗
	咨商局经济领先指数（LEI）	101.2	100.4	99.1	99.1	98.8	98.9	98.4		↘
	密歇根大学消费者信心指数	64.7	57.0	52.2	52.2	60.7	61.7	58.2	55.1	↘
	现状指数	65.7	63.8	59.8	58.9	64.8	68.0	61.7	60.4	↘
	预期指数	64.0	52.6	47.3	47.9	58.1	57.7	55.9	51.7	↘
	1年通胀预期	4.3	5.0	6.5	6.6	5.0	4.5	4.8	4.7	↘
	5年通胀预期	3.5	4.1	4.4	4.2	4.0	3.4	3.5	3.7	↗
	周	8 Aug.	15 Aug.	22 Aug.	29 Aug.	5 Sep.	12 Sep.	19 Sep.	26 Sep.	
周度数据	GDPNow-GDP季调环比折年增速预测	2.5	2.5	2.2	3.5	3.1	3.1	3.3	3.9	↗
	纽约联储周度经济指数	2.50	2.53	2.61	2.19	2.31	2.30	2.05		↘
	红皮书商业销售-同比	5.7	5.9	6.5	6.5	6.6	6.3	5.7		↘
	当周初次申请失业金人数-万人	22.4	23.4	22.9	23.6	26.4	23.2	21.8		↘
	持续领取失业金人数-万人	196.1	194.4	193.9	192.7	192.8	192.6			↘
	美联储资产负债表周变动-亿美元	27.72	-252.00	-150.31	-13.13	38.91	26.35	-2.02		↘
	联储银行准备金周变动-亿美元	-20.26	-307.11	-807.84	-489.46	-169.92	-1305.61	-491.72		↗
	财政部一般账户（TGA）周变动-亿美元	511.54	105.94	697.35	661.41	56.46	1395.57	-206.60		↘
	存款机构逆回购协议周变动-亿美元	-436.74	-31.35	-59.11	-244.24	142.25	-113.85	377.31		↗

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

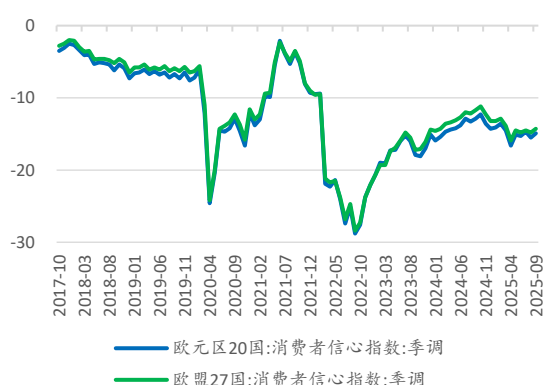
说明 2：箭头方向表示较上期变化，红色箭头表示升温（经济回暖，通胀上升，失业下降），绿色表示降温

周度数据：9月20日当周纽约联储周度经济指数（WEI）为+2.05%（前值由+2.26%上修至+2.30%），当周红皮书商业零售同比+5.7%（前值+6.3%），当周初领失业金21.8万人（前值由23.1万上修至23.2万），前周续领失业金192.6万人（前值由192.0万上修至192.8万）。9月19日美联储资产负债表较上周-2.02亿美元（前值+26.35亿），联储银行准备金周较上周-206.60亿美元（前值-1305.61亿），财政部一般账户（TGA）较上周-491.72亿（前值+1395.57亿），逆回购协议+377.31亿美元（前值-113.85亿）。

欧洲：消费者信心回暖，PMI 指数分化

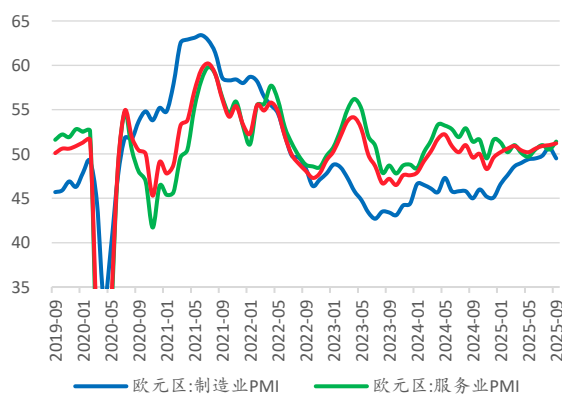
消费者信心小幅回暖。9月欧元区消费者信心指数初值为-14.9（前值-15.5），欧盟27国消费者信心指数初值为-14.3（前值-14.8），法国消费者信心指数为87（前值87）。10月德国GFK消费者信心指数为-22.3（前值-23.5）。

图 10：欧盟与欧元区消费者信心指数



数据来源：欧盟统计局，Wind

图 11：欧元区 PMI



数据来源：标普全球，Wind

其他数据：欧元区制造业 PMI 下滑，服务业 PMI 喜忧参半。欧元区9月制造业 PMI 初值49.5（前值50.7），服务业 PMI 初值51.4（前值50.5），综合 PMI 初值51.2（前值51.0）；英国制造业 PMI 初值46.2（前值47.0），服务业 PMI 初值51.9（前值54.2），综合 PMI 初值51.0（前值53.5）；法国制造业 PMI 初值48.1（前值50.4），服务业 PMI 初值48.9（前值49.8），综合 PMI 初值48.4（前值49.8）；德国9月制造业 PMI 初值48.5（前值49.8），服务业 PMI 初值52.5（前值49.3），综合 PMI 初值50.5（前值52.4）。德国9月IFO商业景气指数为87.7（前值88.9）。

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
消费	欧元区20国消费者信心指数	-14.5	-16.6	-15.1	-15.3	-14.7	-15.5	-14.9		↗
	欧盟27国消费者信心指数	-13.9	-15.9	-14.5	-14.8	-14.5	-14.8	-14.3		↗
	法国消费者信心指数	91.0	91.0	88.0	88.0	88.0	87.0	87.0		→
	德国GfK消费者信心指数	-24.6	-24.3	-20.8	-20.0	-20.3	-21.5	-23.6	-22.3	↗
PMI	欧元区制造业PMI	48.6	49.0	49.4	49.5	49.8	50.7	49.5		↘
	欧元区服务业PMI	51.0	50.1	49.7	50.5	51.0	50.5	51.4		↗
	欧元区综合PMI	50.9	50.4	50.2	50.6	50.9	51.0	51.2		↗
	英国制造业PMI	45.3	45.4	46.4	47.7	48.0	47.0	46.2		↘
	英国服务业PMI	52.5	49.0	50.9	52.8	51.8	54.2	51.9		↘
	英国综合PMI	51.5	48.5	50.3	52.0	51.5	53.5	51.0		↘
	法国制造业PMI	48.5	48.7	49.8	48.1	48.2	50.4	48.1		↘
	法国服务业PMI	47.9	47.3	48.9	49.6	48.5	49.8	48.9		↘
	法国综合PMI	48.0	47.8	49.3	49.2	48.6	49.8	48.4		↘
	德国制造业PMI	48.3	48.4	48.3	49.0	49.1	49.8	48.5		↘
	德国服务业PMI	50.9	49.0	47.1	49.7	50.6	49.3	52.5		↗
	德国综合PMI	51.3	50.1	48.5	50.4	50.6	50.5	52.4		↗

数据来源：Wind，民银国际汇总整理

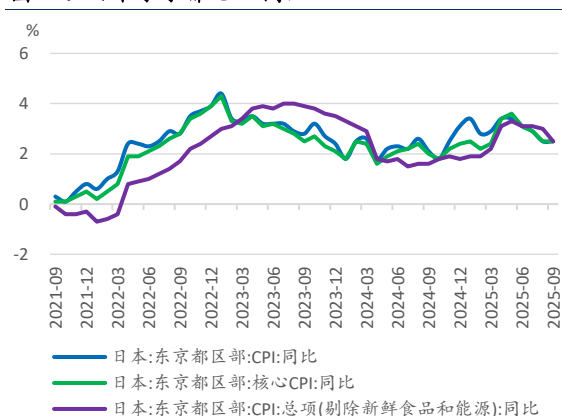
说明 1：黄色单元格为新发布，绿色为下修，红色为上修，深灰色为修正值持平于初值

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

日本：东京 CPI 保持稳定，PMI 下滑

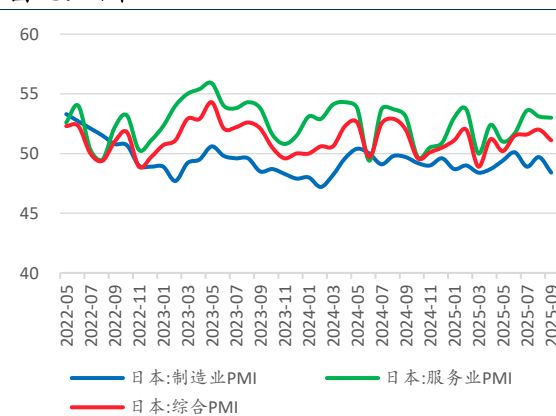
日本东京都区部 CPI 保持稳定。9 月日本东京都区部 CPI 同比+2.5%（前值+2.5%），环比-0.4%（前值+0.2%）；剔除新鲜食品的核心 CPI 同比+2.5%（前值+2.5%），环比-0.6%（前值+0.1%）；剔除新鲜食品和能源的核心 CPI 为+2.5%（前值+3.0%），环比-0.5%（前值+0.4%）。

图 12：日本东京都 CPI 同比



数据来源：日本统计局，Wind

图 13：日本 PMI



数据来源：标普全球，Wind

日本 PMI 下滑。9 月制造业 PMI 初值 48.4（前值 49.7），服务业 PMI 初值 53.0（前值 53.1），综合 PMI 初值 51.1（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
		3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	
通货 膨胀	东京区部CPI-同比	2.9	3.4	3.4	3.1	2.9	2.5	2.5	→
	东京区部CPI-季调环比	0.4	0.5	0.3	-0.2	0.1	0.2	-0.4	↓
	东京区部核心CPI-同比	2.4	3.4	3.6	3.1	2.9	2.5	2.5	→
	东京区部核心CPI-季调环比	0.5	0.8	0.5	-0.2	0.1	0.1	-0.6	↓
PMI	制造业PMI	48.4	48.7	49.4	50.1	48.9	49.7	48.4	↓
	服务业PMI	50.0	52.4	51.0	51.7	53.6	53.1	53.0	↓
	综合PMI	48.9	51.2	50.2	51.5	51.6	52.0	51.1	↓

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：多类产品将被征收高额关税，美政府或面临停摆

美国宣布将对多类进口产品实施高额关税。当地时间9月25日，美国总统特朗普在其社交媒体平台“真实社交”发文称，自10月1日起将对所有进口重型卡车加征25%关税，对厨房橱柜、浴室洗手台及相关建材征收50%关税，对进口家具征收30%关税，并对专利及品牌药品加征100%关税。此外，**特朗普政府正在酝酿一项新的芯片政策**。拟要求企业境内生产的芯片数量与其客户从海外进口的数量实现1:1等比例配置，未能维持这一比例的企业将面临关税。

美国政府距离停摆已不到一周。距离联邦资金耗尽已经不到一周，美国政府正迅速逼近停摆，但两党间的政治僵局仍未出现任何化解迹象。共和党人寻求将现有水平的联邦资金延长七周，以避免政府停摆。然而，民主党人则将此次拨款视为一个难得的立法机会，要求加入数千亿美元的医疗保健支出。美国联邦政府的当前财年资金将于9月30日正式耗尽，若无国会行动，一场政府关门将在10月1日开启。根据预测市场PolyMarket的数据，政府关门的概率已飙升至75%以上。消息称白宫已着手制定“政府关门预案”，若下周政府真的陷入停摆，将进行永久性大规模裁员。

美国总统特朗普签署行政令，允许TikTok在美继续运营。据美方报道，9月26日特朗普签署了一项行政命令，使TikTok免于被禁，同时保护美国的国家安全。消息称，通过业务剥离，TikTok在美国的应用程序将由一个设在美国的新合资公司运营。该合资公司的多数股权将由美国投资者持有，由具有国家安全和网络安全资质的董事会在美国运营，甲骨文(Oracle)将会成为TikTok的安全提供方，字节跳动(ByteDance)将持有不到20%的股份。

美联储官员对于货币政策走向的分歧依旧较大。美联储主席鲍威尔(Jay Powell)表示，从许多衡量指标来看，比如股票价格，目前的确相当高估；但目前并不是金融稳定风险高企的时候；美联储的职责不是盯着股价或决定合理估值是多少；未就10月降息给出任何暗示。**美联储新晋理事米兰(S. Miran)**表示，美联储应迅速降息，以避免对美国经济造成损害；当前的政策利率远高于中性水平，正处于高度限制性的区间；美联储可以通过一轮非常短暂的、每次50个基点的降息来达到目标。**美联储理事鲍曼(M. W. Bowman)**表示，通胀已足够接近美联储目标，鉴于就业市场正在走弱，决策者正面临“落后于形

势”的严重风险，央行有理由进一步下调利率，需要果断、主动地采取行动，支持年内进行三次各 25 个基点的降息。芝加哥联储主席古尔斯比（A. Goolsbee）表示，如果经济数据显示通胀正处于达到央行目标的轨道之上，且劳动力市场保持稳定，那么利率可能会进一步下行；鉴于通胀率高于目标且呈上升趋势，美联储在进一步降息方面应保持谨慎。圣路易斯联储主席穆萨莱姆（A. G. Musalem）表示，目前利率水平已处于“略微紧缩与中性之间”，未来进一步降息的空间有限。亚特兰大联储主席博斯蒂克（R.W. Bostic）表示，他目前不支持进一步降息，因为“通胀已长时间维持在过高水平”。

美国财长贝森特公开表达对美联储主席鲍威尔的不满，批评其未能为降息建立清晰的议程。贝森特表示，美联储的利率水平过高且持续时间过长；不明白为什么鲍威尔的态度有所缓和了；对经济衰退的担忧有所减轻；担心分配问题，需要利率下调以缓解压力；鲍威尔本应释放降息 100-150 个基点的信号；需要降低利率，至少回归到中性利率。

特朗普出席第 80 届联大并讲话，内容引发多方争议。根据白宫新闻稿，9 月 23 日特朗普在联合国大会上发表了近一小时的讲话，“毫不掩饰地宣扬美国的力量，有力地谴责了破坏性全球主义，并呼吁各国共同对抗恐怖主义、移民、生物战和文化认同丧失等威胁”。据美国媒体报道，在讲话中特朗普多次嘲笑联合国总部大楼破旧，质疑该组织的整个宗旨，吹嘘自己的成就，并称气候变化的概念是“骗局”，同时散布了大量虚假和误导性陈述。特朗普的讲话引发了多方争议，并遭至各国包括盟友的广泛批评。

特朗普政府计划调整 H-1B 签证申请流程。美国国土安全部 9 月 23 日公告称，拟调整 H-1B 签证申请流程，引入加权选择机制，在年度配额抽签中优先考虑技能水平更高、薪资待遇更优的申请人。新规将潜在雇员分为 4 个工资等级，最高工资类别将被纳入选拔池 4 次，最低工资类别仅 1 次。这一变化意味着高薪职位的中签概率将大幅提高，而中低收入岗位可能被排除在外。不过也有法律界人士称，随着反对者提起诉讼，美法院很可能介入阻止这一政策变化。

欧洲：美欧正式签署关税协议，瑞典降息瑞士按兵不动

欧盟与美国发布正式敲定关税协议的文件，欧盟汽车被征收 15% 关税。当地时间 9 月 24 日，美国特朗普政府发布正式公告，实施美国与欧盟达成的贸易协

议，确认自 8 月 1 日起，对欧盟进口汽车及汽车产品征收 15% 的关税。此外，文件还列出了对某些药物化合物、飞机零部件及其他进口商品的关税豁免。

瑞典央行将基准利率下调至 1.75%。瑞典央行称，剔除能源价格后的通胀率略有下降，接近此前的预测水平；通胀和经济活动的前景不确定，存在可能导致未来货币政策发生变化的因素；预计政策利率在 2026 年第二季度平均为 1.75%，而之前的预测为 1.88%。

瑞士央行将基准利率维持在 0% 不变。本次按兵不动为 2024 年 3 月以来连续六次降息后首次暂停降息。瑞士央行称，受美国关税及全球经济持续高度不确定性影响，全球经济增长在 2025 年上半年有所放缓，美国大幅提高关税使瑞士经济前景恶化，尤其将抑制瑞士出口与投资；通胀压力基本保持不变，近几个月小幅上升。

日本：自民党总裁选举拉开帷幕，现新一轮大米涨价潮

自民党总裁选举拉开帷幕。9 月 22 日，日本自民党总裁选举发布公告正式打响“选战”。前经济安全保障相小林鹰之、前干事长茂木敏充、官房长官林芳正、前经济安全保障相高市早苗、农相小泉进次郎 5 人参选。由于这 5 人均参加了 2024 年 9 月的自民党总裁选举，因此今年的选战又被称为“败北者的复活战”。由于自民党在参众两院均只拥有少数席位，在此次选举中，如何构建与在野党的合作方式以通过预算案和法案、如何构建联合执政框架、出台何种应对物价高涨的经济政策、以及如何重建自民党等成为关注的焦点。选举投票与开票将于 10 月 4 日进行。在仅针对自民党支持群体的调查中，小泉进次郎的支持率居首，其次为高市早苗。

日本出现新一轮大米“涨价潮”。农林水产省发布的统计数据显示，9 月 8 日至 9 月 14 日这一周，日本市场上一袋 5 公斤装大米均价为 4275 日元（约合 205.5 元人民币），连续三周上涨，逼近日本今年 5 月创下的每袋大米 4285 日元（约合 206 元人民币）这一有记录以来的历史最高值。新一轮大米“涨价潮”的出现一方面是由于价格相对高昂的新米开始上市推高整体价格，另一方面是由于平价的政府储备米供应减少。

其他地区：经合组织上调中期展望，多国承认巴勒斯坦国

经合组织发布中期展望报告。报告预计 2025 年全球经济增速为 3.2%，较今年 6 月预测值上调 0.3 个百分点；2026 年全球经济增速预期维持在 2.9%。美国、欧元区、日本、英国今年经济增长预期获小幅上调。报告认为，上半年全球经济增长展现出比预期更强的韧性，特别是新兴市场经济体。美国关税政策的冲击尚未完全释放，正逐步传导至开支选择、劳动力市场和消费价格层面。全球经济前景仍面临重大风险，关税税率进一步上升、通胀压力再度抬头、对财政风险的担忧加剧以及金融市场风险重估等都可能拉低经济增长预期。

多个联合国会员国宣布承认巴勒斯坦国。在 22 日举行的和平解决巴勒斯坦问题和落实“两国方案”高级别国际会议期间，摩纳哥、卢森堡、马耳他、安道尔宣布承认巴勒斯坦国。稍早前，法国、英国、加拿大、澳大利亚和葡萄牙分别发表声明，宣布承认巴勒斯坦国。至此，联合国 193 个会员国中已有 157 个国家承认巴勒斯坦国。

泽连斯基表示愿与普京在莫斯科以外任何地点会晤。正在美国访问的乌克兰总统泽连斯基表示，他愿意在除莫斯科以外任何地点与俄总统普京会晤。泽连斯基在回答关于俄乌领导人会晤地点相关提问时说，会晤地点有多种选择，包括土耳其、沙特、卡塔尔以及奥地利或瑞士等，也可以在哈萨克斯坦这样与俄友好的国家。俄方对此表示，伊斯坦布尔是最佳谈判地点。

阿根廷正通过与美国谈判，降低农产品出口税收等措施，增加外汇收入、遏制市场抛售、避免债务危机。当地时间 9 月 23 日阿根廷总统米莱与美国总统特朗普举行了双边会晤。此前阿根廷总统府在一份声明中称，此次与美国总统的会晤将体现两国“稳固的双边关系”，以及双方深化战略联系共同承诺。**9 月 22 日阿根廷政府宣布，暂时取消谷物、牛肉、家禽肉等农产品出口预扣税，这一措施将持续至 10 月 31 日。**此举旨在推动出口更多农产品，以增加美元供给、稳定本币汇率。**美国财长贝森特 9 月 24 日表示，**阿根廷是具有系统重要性的美国盟友，美国正与阿根廷就一项 200 亿美元的货币互换协议进行谈判，并准备购买该国的美元债券。

土耳其宣布终止对部分美国进口商品自 2018 年起征收的额外关税。这些商品包括乘用车和水果等。这部分关税旨在报复特朗普第一任期内美国对土耳其采取的关税措施。

韩国总统李在明表示，韩国与美国在 3500 亿美元投资商业可行性保证问题上存在分歧。如果韩国同意美国关于 3500 亿美元投资的要求，韩国将面临金融危机。与美国在安全问题上没有重大分歧，韩国计划增加国防开支。希望尽快解决美韩关税问题。

【本周关注】

美国就业数据周，欧元区通胀数据

9 月 29 日	欧元区 9 月经济景气与信心指数系列
9 月 30 日	日本 8 月工业生产 日本 8 月零售销售 美国 8 月 JOLTS 就业调查数据
10 月 1 日	欧元区 9 月 CPI 初值 美国 9 月 ISM 制造业 PMI
10 月 2 日	欧元区 8 月失业率 美国 8 月耐用品订单终值
10 月 3 日	日本 8 月失业率 欧元区 8 月 PPI 美国 9 月非农就业系列数据 美国 9 月 ISM 非制造业 PMI

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。