

2024年1月15日



国内博弈宽松预期，美国通胀意外反弹

核心观点

- 海外方面，美国12月CPI超预期反弹，主要受到能源项带动，核心商品、核心服务通胀未见明显反弹，数据公布后美元指数、美债收益率走势先下后上，降息预期也来回摆动，市场对未来的通胀路径仍不清晰。周五晚上公布的PPI数据不及预期，意外强化了市场的降息预期，CME利率期货定价3月降息概率最高升至84%，10Y国债收益率收于3.93%。目前美国消费、就业市场仍有韧劲，若油价不大幅上行，美国通胀将缓慢回落，3-5月美联储仍有可能开启降息窗口。
- 国内方面，12月数据集中公布，整体忧大于喜，物价仍在低位运行，CPI、PPI连续3个月处于负值，金融数据呈现强政府、弱企业、弱居民的格局未变，受益于低基数贡献的进出口超预期改善。本周市场降息、降准预期增强，中央、地方已陆续出台地产加码政策，目前高频数据显示地产依旧低迷。国内的核心问题是私人部门信心不足、内需疲弱、宽货币传导至宽信用受阻，扭转预期仍需强政策，今年宽货币呵护经济仍有必要，预计一季度降准降息将落地。
- 风险因素：国内政策不及预期，地缘政治冲突加剧，美国经济衰退超预期。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

一、海外宏观

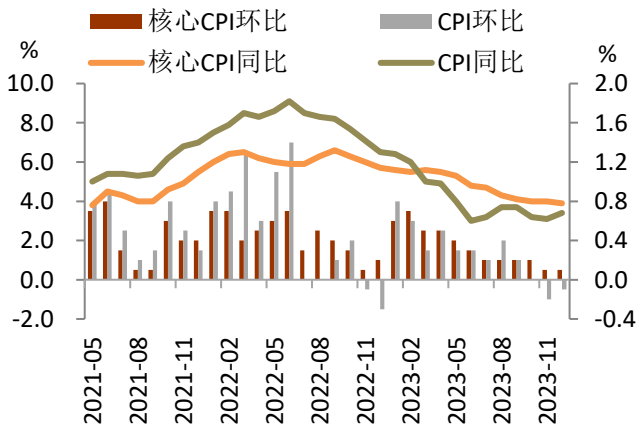
1、12月美国CPI超预期反弹，PPI放缓强化降息预期

CPI超预期反弹，核心CPI继续下行。12月美国CPI同比录得3.4%，预期3.2%，前值3.1%，为三个月来的最高涨幅；环比录得0.3%，预期0.2%，前值0.1%。核心CPI同比录得3.9%，预期3.8%，前值4.0%，为2021年5月以来最低；环比录得0.3%，预期0.3%，前值0.3%。

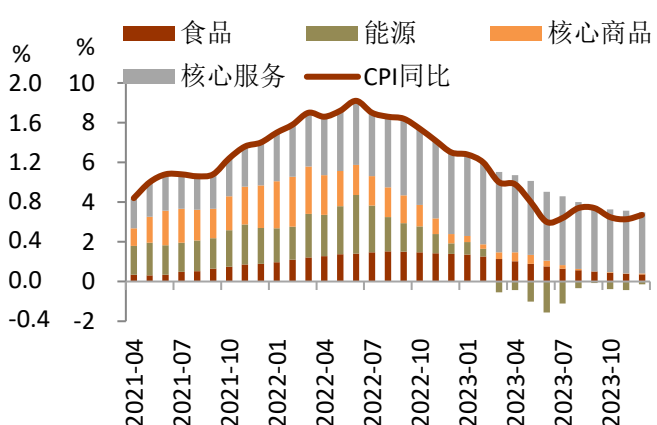
能源项受季调影响大幅回升，食品项环比持平、同比回落。12月CPI能源项环比录得0.4%，前值-2.3%；同比录得-2.0%，前值-5.4%。尽管能源价格在12月下跌，BLS季调后能源商品价格大幅改善，环比由-5.8%回升至-0.1%，同比由-9.8%回升至-2.9%；食品项环比0.2%持平前值，同比由3.0%回落至2.7%。

核心商品降温放缓，核心服务边际降温。12月核心商品同比录得0.1%，前值0.0%，环比录得0.0%，前值-0.3%，结束了6个月的下跌，其中服装、新车、家具、娱乐商品环比上涨，二手车、药品环比下跌。核心服务同比录得5.3%，前值5.5%，环比录得0.4%，前值0.5%，其中住房分项受到假期酒店住宿推动环比有所回升，娱乐、医疗、教育通讯均有不同程度的回暖，运输服务降温显著。此外，美联储关注的超级核心通胀（核心服务剔除住房项）同比小幅反弹，录得3.91%，前值3.87%；环比录得0.4%，前值0.44%。

图表1 美国CPI及核心CPI



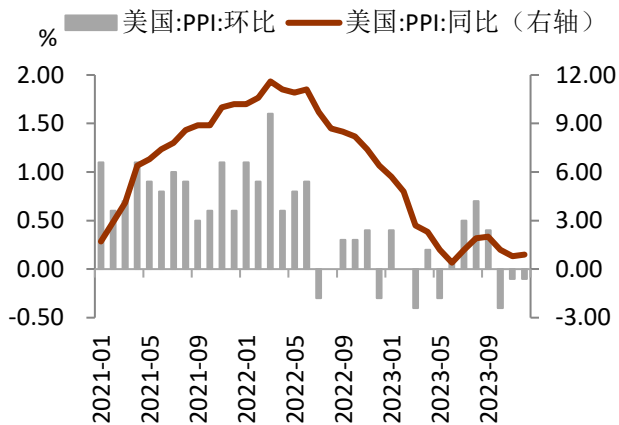
图表2 美国CPI同比贡献分项



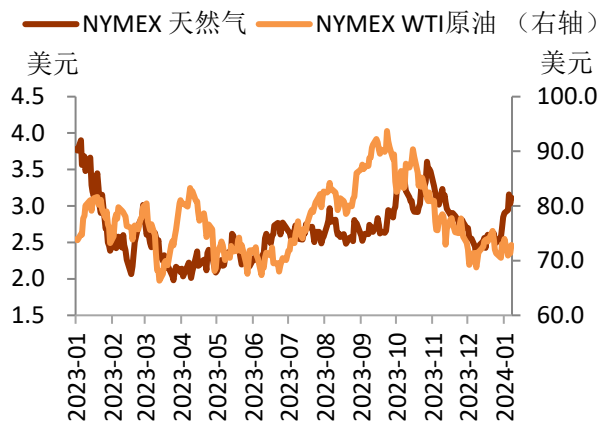
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

PPI超预期放缓强化市场降息预期。12月美国PPI同比录得1.0%，预期1.3%，前值下修至0.8%；环比录得-0.1%，预期0.1%，前值下修至-0.1%。核心PPI同比录得1.8%，预期1.9%，前值2.0%，为2020年12月以来最低水平；环比录得0.0%，预期0.2%，前值0.0%。从分项来看，能源项对PPI的拖累减少，服务需求小幅减弱，建筑、食品、核心商品无明显变化。

图表3 美国PPI



图表4 NYMEX 原油及天然气价格



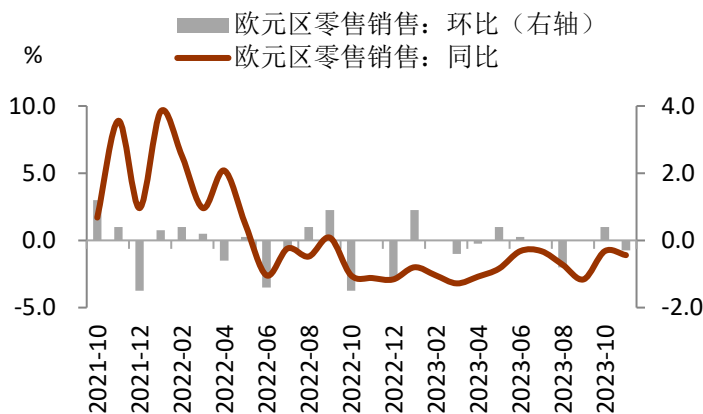
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、11月欧洲零售如期下行、失业率创新低

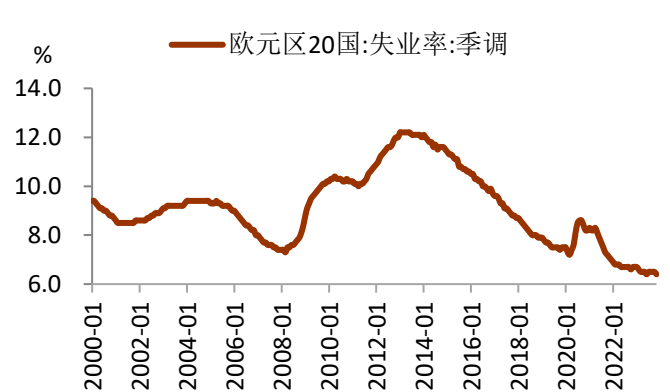
欧元区零售销售如期下行，消费者信心指数上行。欧元区11月零售销售同比-1.1%，预期-1.5%，前值-0.8%；环比-0.3%，预期-0.3%，前值0.4%。其中，食品、饮料和烟草销售额环比下降0.1%，非食品销售额环比下降0.4%，邮件订单和互联网销售额显著下降1.2%。欧元区12月消费者信心指数终值-15，前值-16.9，连续2个月呈回暖态势。

欧元区失业率创下新低。欧元区11月失业率录得6.4%，预期6.5%，前值6.5%，创下2000年有记录以来最低值。较低的失业率助长了欧央行维持鹰派的底气，2023年12月议息会议中，欧央行连续2个月维持利率不变，并且打击市场过早的降息预期。

图表5 欧元区零售销售



图表6 欧元区失业率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、国内宏观

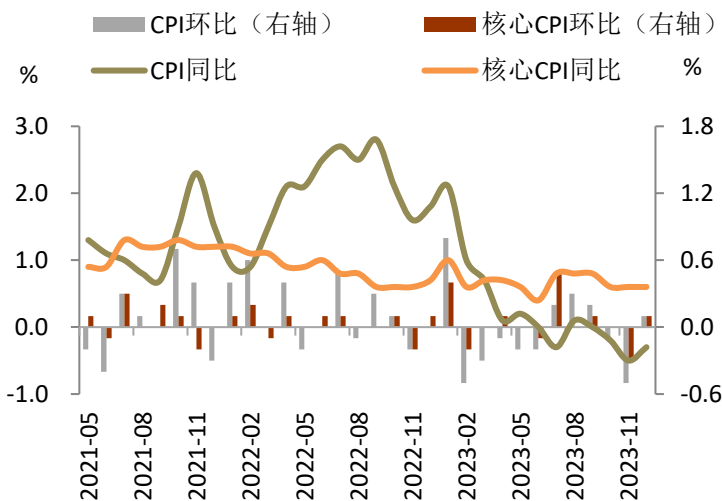
1、12月物价仍低位运行

CPI、PPI 连续 3 个月均处于负值。12 月 CPI 同比录得-0.3%，预期-0.4%，前值-0.5%，连续 3 个月处于负区间；环比录得 0.1%，预期 0.2%，前值-0.5%。核心 CPI 同比录得 0.6%，前值 0.6%；环比录得 0.1%，前值-0.3%。PPI 同比录得-2.7%，预期-2.6%，前值-3.0%；环比录得-0.3%，前值-0.3%。

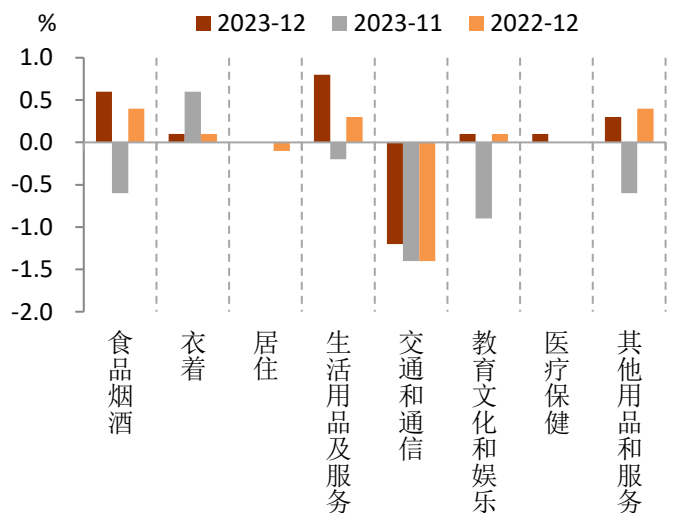
寒潮天气导致食品项降幅收窄，带动 CPI 小幅反弹。食品项同比录得-3.7%，环比录得 0.9%，均较上月有所反弹，主要系寒潮带动鲜菜价格大幅上涨、猪肉价格降幅收窄所致。非食品项同比录得 0.5%，环比录得-0.1%，均较上月有所好转，其中交通项环比大幅回落 1.2%，主因油价在 12 月延续跌势，生活用品、医疗、教育娱乐等分项转涨，衣着项环比回落。拆分 CPI 的变动因素，12 月 CPI 新涨价因素同比-0.3%，翘尾因素同比 0.0%，内需依旧较为疲软。

PPI 仍受生产资料拖累，上游好于中下游格局未变。12 月生产资料同比录得-3.3%，环比录得-0.3%，采掘业、原料业降幅收窄、加工业降幅扩大；生活资料同比录得-1.2%，环比录得-0.1%，食品类降幅收窄、日用品转负。细分行业看，黑色金属采选、燃气生产、黑色加工、电热供应等行业 PPI 增幅较高，石油开采以及多数下游制造加工业价格仍偏弱。拆分 PPI 的变动因素，12 月 PPI 新涨价因素同比-2.7%，翘尾因素同比 0.0%，新涨价因素继续下行。

图表 7 CPI 及核心 CPI

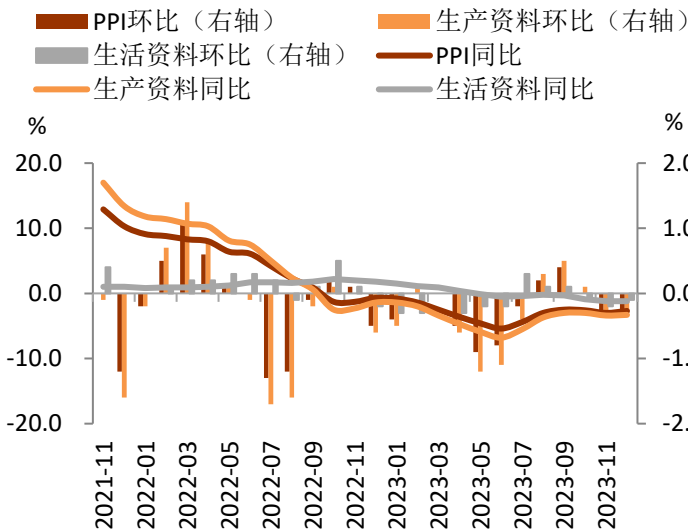


图表 8 CPI 环比分项



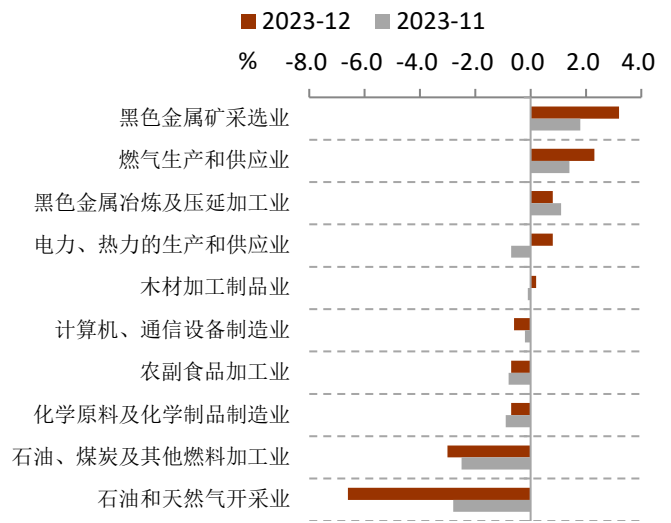
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 PPI、生产资料和生活资料



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 PPI 分行业环比增速前五、后五



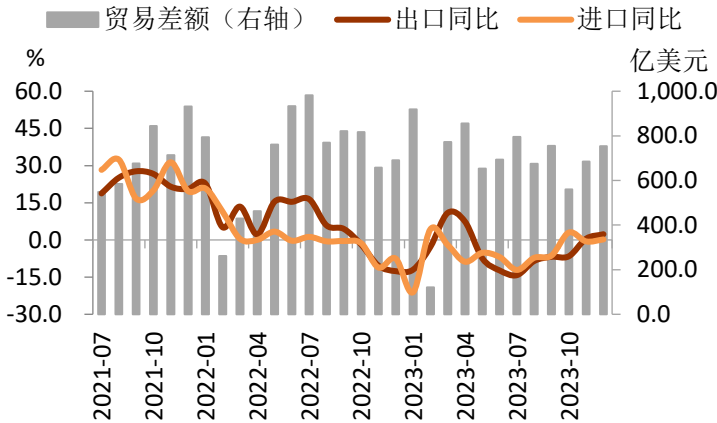
2、12月出口受基数助力超预期

基数助力出口超预期，进口低位反弹。12月出口同比（美元计价，下同）录得2.3%，预期1.5%，前值0.5%，连续2月呈现回升趋势；12月进口同比录得0.2%，预期-0.5%，前值-0.6%。从两年复合增速来看，12月出口同比录得-5.5%，前值-5.1%；进口同比录得-3.8%，前值-6.0%，出口延续跌势但进口有所反弹。

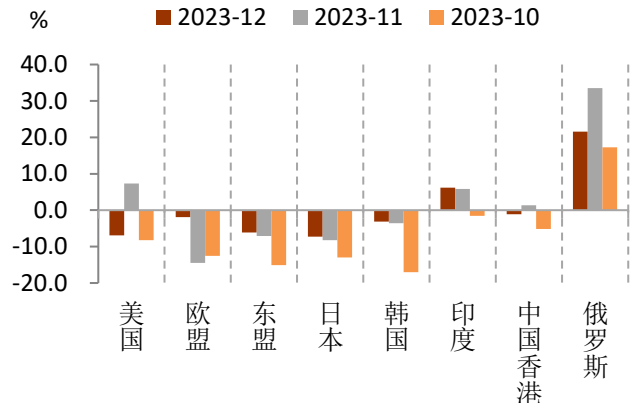
汽车出口维持高景气，对欧盟出口显著好转。从出口区域看，欧盟、东盟、日本、韩国、印度对中国出口增速有明显改善，同比分别录得-1.9%、-6.1%、-7.3%、-3.1%和6.2%；美国、澳大利亚、香港、台湾对中国出口的拖累有所扩大，同比分别录得-6.9%、-12.4%、-1.1%和-3.0%；俄罗斯及一带一路沿线国家依旧维持较高热度，同比分别录得21.6%和58.5%。从出口产品结构看，汽车维持高景气同比录得52.0%；化工与贱金属对出口的拖累有所扩大，同比录得-23.9%；劳动密集型商品、其他机电产品有所好转，同比分别录得0.5%和-5.6%；农产品、机电产品、主要耐用品同比下滑至2.2%、0.3%和3.6%

进口有所好转，大宗商品补库分化。从进口产品结构看，上游原材料进口增速分化，原油进口同比-4.8%，大豆进口同比-19.1%，铁矿石进口同比48.6%，铜进口同比-7.4%；高新技术产品进口同比1.4%，机电产品进口同比2.2%，较上月回落；农产品进口同比-6.9%，较上月跌幅收窄。

图表 11 进出口同比与贸易差额



图表 12 主要出口区域出口金额同比增速



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

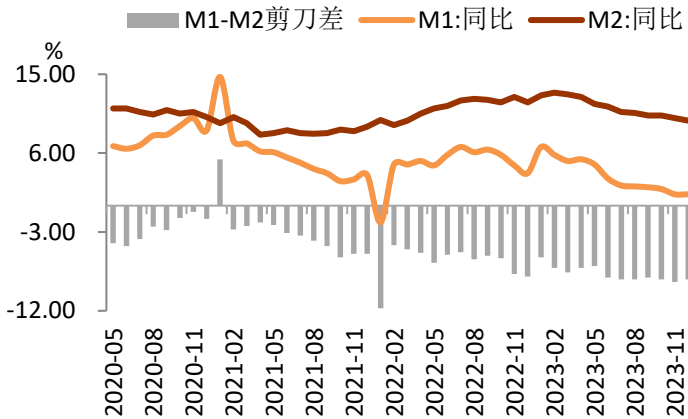
3、12月社融强政府、弱企业、弱居民格局未改

政府债继续支撑社融总量，宽信用未见起色。12月社融当月新增1.94万亿元，预期2.20万亿元，前值2.45万亿元，同比多增6169亿元。其中，**政府债券**当月新增9279亿元，同比多增6470亿元，主要由万亿国债及专项债发行所带动，依旧为社融的主要支撑项；**人民币贷款**当月新增1.10万亿元，同比少增3350亿元，远低于往年同期水平，宽信用仍未见起色；直接融资方面，**企业债券**当月新增-2458亿元，化债背景下表现较弱，处于历史同期较低水平，去年低基数导致同比多增2429亿元；**股票融资**当月新增507亿元，同比多增-936亿元，在下半年证监会收紧IPO节奏后，同样处于历史同期较低水平；**外币贷款和非标融资**（委托贷款、信托贷款、未贴现承汇）整体表现平平。

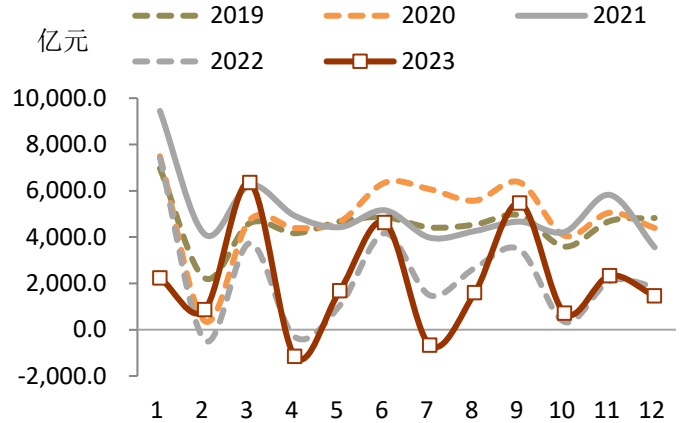
信贷结构有待修复，私人部门融资需求偏弱。12月新增人民币贷款1.17万亿元，预期1.40万亿元，前值1.09万亿元，同比多增-2401亿元。**居民部门**贷款当月新增2221亿元，其中短贷759亿元、中长贷1462亿元，两者分别同比多增872亿元、-403亿元，目前地产低迷、预期尚未扭转，居民融资意愿整体偏弱。**企业部门**贷款当月新增8916亿元，其中短贷-635亿元、中长贷8612亿元、票据融资1497亿元，三者分别同比多增-219亿元、-3498亿元、351亿元，企业中长贷连续6个月同比负增反映了企业中长期投资意愿不足。

M1增速继续磨底，私人部门预期较弱。12月M0同比录得8.3%，前值10.4%；M1同比录得1.3%，预期1.5%，前值1.3%；M2同比录得9.7%，预期10.1%，前值10.0%。M1-M2剪刀差收敛至-8.4%，资金空转迹象略缓，但M1增速磨底，指向私人部门仍旧偏向持有更少现金和活期存款，预期尚未扭转，实体经济的活力有待加强。

图表 13 M1-M2 增速剪刀差



图表 14 居民中长期贷款



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 15 11 月金融数据各分项

	2023年12月		2023年11月		2023年10月	
	当月新增	同比多增	当月新增	同比多增	当月新增	同比多增
社融	19400	6169	24547	4710	18441	9307
人民币贷款	11050	-3351	11120	-328	4837	406
外币贷款	-636	1029	-357	291	152	876
委托贷款	-43	58	-386	-298	-429	-899
信托贷款	348	1112	197	562	393	454
未贴现银行承兑汇票	-1869	-1315	203	12	-2536	-380
企业债券	-2625	2262	1330	726	1178	-1235
非金融企业境内股票融资	508	-935	359	-429	321	-467
政府债券	9279	6470	11512	4992	15638	12847
信贷	11700	-2401	10900	-1200	7384	1232
短期贷款	2221	468	2925	298	-346	-166
中期贷款	759	872	594	69	-1053	-541
长期贷款	1462	-403	2331	228	707	375
短期贷款	8916	-3721	8221	-616	5163	537
中期贷款	-635	-219	1705	1946	-1770	73
长期贷款	8612	-3498	4460	-2907	3828	-795
票据融资	1497	351	2092	543	3176	1271
社融同比增速	9.5		9.4		9.3	
社融同比增速（剔除政府债券）	8.5		8.6		8.6	
信贷同比增速	10.4		10.7		10.7	
M0 同比增速	8.3		10.4		10.2	
M1 同比增速	1.3		1.3		1.9	
M2 同比增速	9.7		10.0		10.3	

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、大类资产表现

1、权益

图表 16 权益市场表现

指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)	
万得全A	4364.55		-1.47	-4.39	-4.39	
上证指数	2881.98		-1.61	-3.12	-3.12	
深圳成指	8996.26		-1.32	-5.55	-5.55	
创业板指	1761.16		-0.81	-6.88	-6.88	
A股	上证50	2237.21		-1.38	-3.82	-3.82
	沪深300	3284.17		-1.35	-4.28	-4.28
	中证500	5206.18		-1.43	-4.11	-4.11
	中证1000	5574.49		-1.79	-5.31	-5.31
	科创50	778.36		-3.64	-8.64	-8.64
港股	恒生指数	16244.58		-1.76	-4.71	-4.71
	恒生科技	3470.64		-3.39	-7.80	-7.80
	恒生中国企业指数	5481.94		-2.23	-4.97	-4.97
海外	道琼斯工业指数	37592.98		0.34	-0.26	-0.26
	纳斯达克指数	14972.76		3.09	-0.26	-0.26
	标普500	4783.83		1.84	0.29	0.29
	英国富时100	7624.93		-0.84	-1.40	-1.40
	法国CAC40	7465.14		0.60	-1.03	-1.03
	德国DAX	16704.56		0.66	-0.28	-0.28
	日经225	35577.11		6.59	6.31	6.31
	韩国综指	2525.05		-2.06	-4.90	-4.90

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、债券












图表 17 债券市场表现

指标	现价 (%)	上周走势	上周涨跌幅 (BP)	本月涨跌幅 (BP)	年初至今涨跌幅 (BP)	
国内	1年期国债收益率	2.08		-0.09	-0.87	-0.87
	2年期国债收益率	2.24		0.18	2.04	2.04
	5年期国债收益率	2.42		1.87	1.66	1.66
	10年期国债收益率	2.52		-0.25	-4.25	-4.25
	10Y-1Y国债期限利差	0.44		-0.16	-3.38	-3.38
	SHIBOR (7天)	1.85		7.60	-2.10	-2.10
	DR007	1.84		5.82	-6.64	-6.64
海外	2年期美债收益率	4.14		-26.00	-9.00	-9.00
	5年期美债收益率	3.84		-18.00	0.00	0.00
	10年期美债收益率	3.96		-9.00	8.00	8.00
	10Y-2Y美债期限利差	-0.18		17.00	17.00	17.00
	10年期德债收益率	2.18		2.00	16.00	16.00
	10年期法债收益率	2.68		-0.30	11.90	11.90
	10年期意债收益率	3.73		-10.40	1.40	1.40
	10年期日债收益率	0.61		-2.90	-4.20	-4.20

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、商品







图表 18 商品市场表现

指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
南华商品指数	2,504.74		-0.54	-0.93	-0.93
CRB商品指数	264.38		-0.58	0.21	0.21
沪铜	68,200.00		-0.22	-1.12	-1.12
上海螺纹钢	3,902.00		-2.72	-2.45	-2.45
COMEX黄金	2,053.60		0.19	-0.88	-0.88
COMEX白银	23.36		0.19	-3.01	-3.01
WTI原油	72.76		-1.42	1.55	1.55
ICE布油	78.32		-0.56	1.66	1.66
LME铜	8,295.00		-1.99	-3.08	-3.08
LME铝	2,215.50		-2.55	-7.07	-7.07
CBOT豆粕	362.80		-1.79	-6.01	-6.01

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

4、外汇

图表 19 外汇市场表现

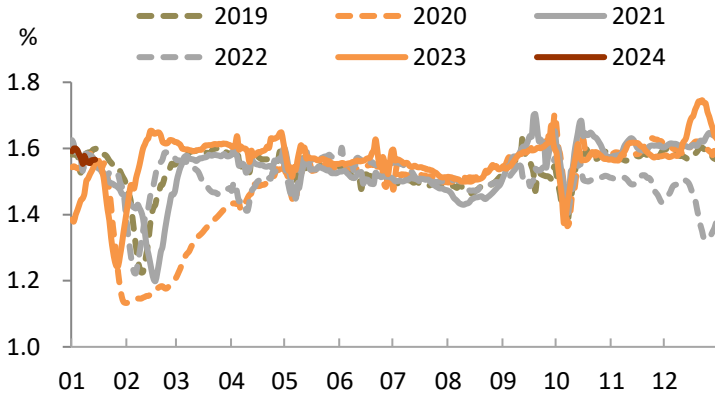
指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
美元兑人民币	7.16		0.08	0.99	0.99
美元兑离岸人民币	7.19		0.33	0.91	0.91
欧元兑人民币	7.87		-0.50	-0.02	-0.02
英镑兑人民币	9.14		0.78	1.06	1.06
日元兑人民币	4.94		0.36	-1.67	-1.67
美元指数	102.44		0.00	1.05	1.05

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

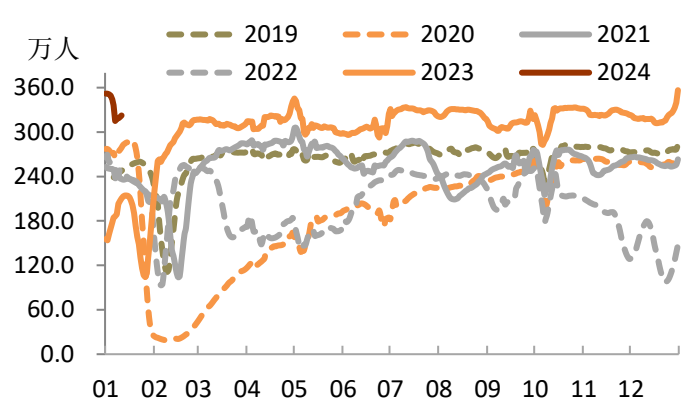
四、高频数据跟踪

1、国内

图表 20 百城拥堵指数

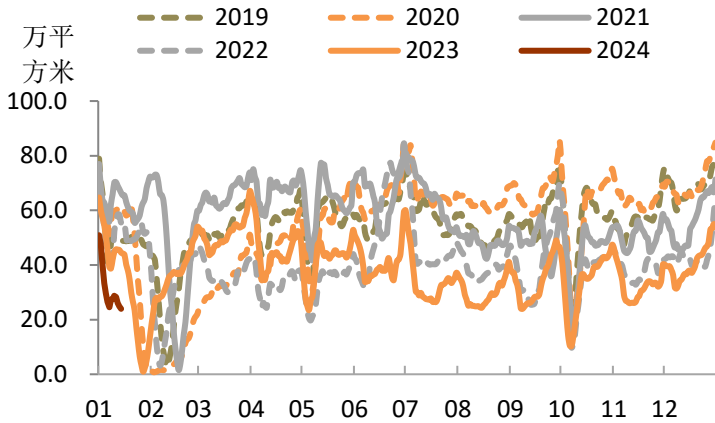


图表 21 23 城地铁客运量

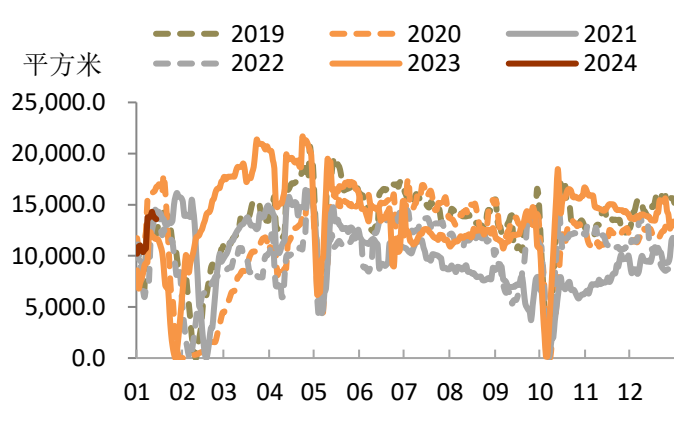


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 22 30 城商品房成交面积



图表 23 12 城二手房成交面积

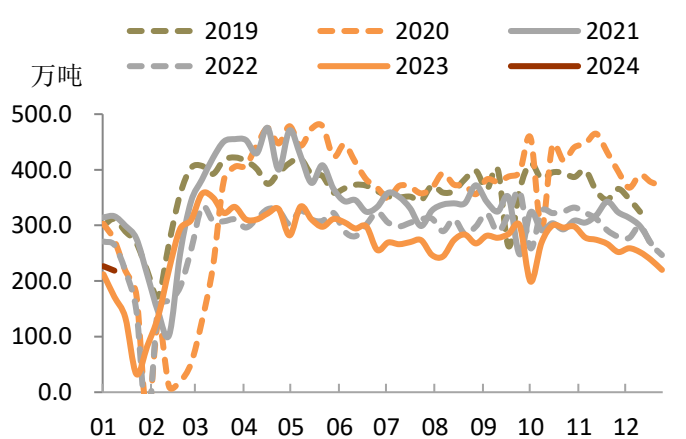


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 24 乘用车销量



图表 25 螺纹钢表观消费量

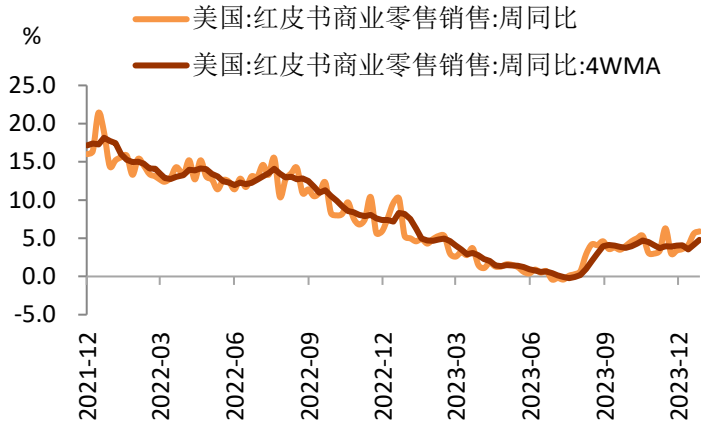


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

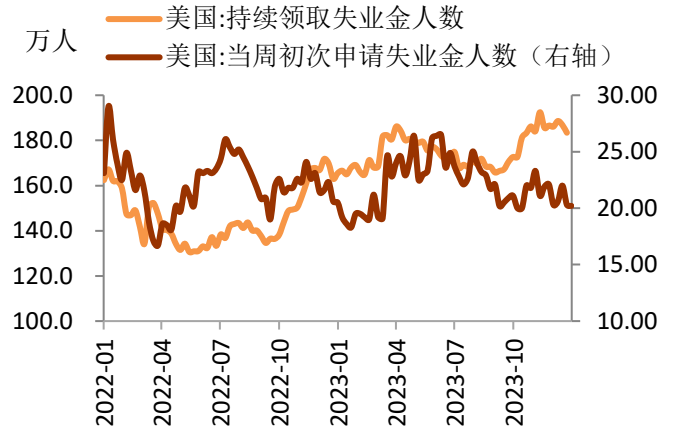
敬请参阅最后一页免责声明

2、海外

图表 26 红皮书商业零售销售

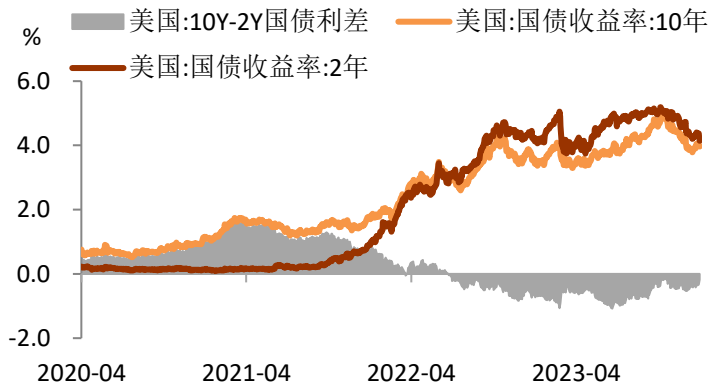


图表 27 失业金申领人数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 28 美债利差倒挂幅度



图表 29 FedWatch 利率变动概率

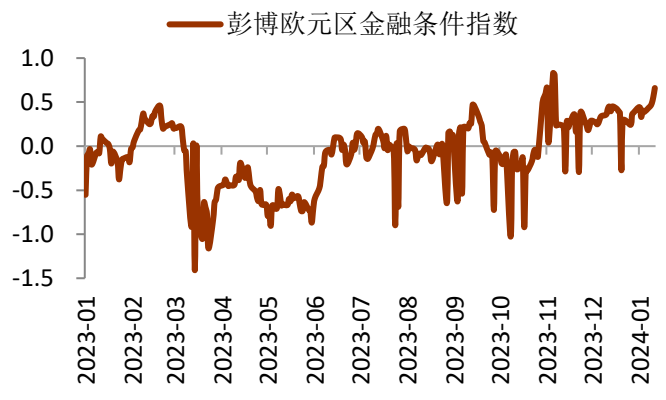
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	94.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	76.9%	19.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	11.5%	71.0%	17.0%	0.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.0%	30.8%	53.5%	11.5%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.0%	32.5%	50.4%	10.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	5.9%	32.0%	50.0%	11.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.3%	3.9%	22.5%	43.5%	25.4%	4.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.2%	3.2%	18.8%	39.3%	29.0%	8.5%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源: iFinD, CME, 铜冠金源期货

图表 30 彭博美国金融条件指数



图表 31 彭博欧元区金融条件指数



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

五、本周重要经济数据及事件
图表 32 重要经济数据及事件

日期	时间	数据/事件	前值	预期	
1月15日	18:00	欧元区11月季调后贸易帐(亿欧元)	109.0	-	
		欧元区11月工业产出月率	-0.7	-0.3	
		欧元区11月工业产出年率	-6.6	-5.9	
1月16日	18:00	欧元区1月ZEW经济景气指数	23.0	-	
		欧元区1月ZEW经济现况指数	-62.7	-	
	21:30	美国1月纽约联储制造业指数	-14.5	-7.1	
1月17日	10:00	中国2023年全年GDP增速	3.0	5.2	
		中国第四季度GDP年率	4.9	5.2	
		中国12月社会消费品零售总额年率	10.1	8.0	
		中国12月规模以上工业增加值年率	6.6	6.6	
		中国1-12月城镇固定资产投资年率	2.9	2.9	
		中国12月城镇调查失业率	5.0	5.0	
		18:00	欧元区12月CPI年率终值	2.9	2.9
	欧元区12月CPI月率		0.2	0.2	
	欧元区12月核心CPI年率终值		3.9	-	
	欧元区12月核心CPI月率终值		0.3	-	
	21:30		美国12月零售销售月率	0.3	0.3
			美国12月核心零售销售月率	0.2	0.2
	21:55		美国至1月13日当周红皮书商业零售销售年率	5.9	-
	22:15		美国12月工业产出月率	0.20	-0.10
		美国12月产能利用率	78.8	78.6	
美国12月制造业产能利用率		77.2	-		
23:00	美国1月NAHB房产市场指数	37.0	38.0		
	美国11月商业库存月率	-0.1	-0.1		
1月18日	17:00	欧元区11月季调后经常帐(亿欧元)	338.1	-	
		18:00	欧元区11月建筑业产出年率	-0.7	-
			欧元区11月建筑业产出月率	-0.9	-
	21:30	美国至1月13日当周初请失业金人数(万人)	20.2	-	
		美国12月新屋开工总数年化(万户)	156.0	141.5	
		美国12月营建许可总数(万户)	146.7	148.0	
		美国1月费城联储制造业指数	-12.8	-6.5	
1月19日	23:00	美国1月一年期通胀率预期	3.1	-	
		美国1月密歇根大学消费者信心指数初值	69.7	68.8	
		美国12月成屋销售总数年化(万户)	382.0	382.0	
		美国12月成屋销售年化月率	0.8	0.5	
		美国1月五至十年期通胀率预期	2.9	-	

数据来源：金十数据，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。