

中国经济温和复苏，美联储释放鸽派信号

观点

展望后市：国内外一系列重磅会议相继落地，基本面将驱动商品的走势。1) 中央经济工作会议确认了稳增长的主基调，预计后续将有更多具体的政策落地，扩内需仍是重要的方向：基建保持高增、地产尽快企稳、消费进一步扩大，这些有利于内需驱动类商品的表现。2) 美联储释放了鸽派的信号，本轮加息周期接近尾声，不过，降息的开启仍需等待经济数据更加明显的走弱，这可能导致外需驱动类商品的阶段性下跌，然而降息预期的升温可能支撑金融属性强的品种的表现。整体而言，宏观因素暂难形成有效共振，基本面的分化将驱动不同板块商品的走势。

核心逻辑

(1) 本周大宗商品指数继续走低，一是，国内政策利好出尽，乐观预期有所降温，黑色系商品高位调整；二是，供增需减的担忧挥之不去，能源价格持续走弱；三是，美联储意外放鸽，基本面金属和黄金表现偏强。

(2) 11月经济数据表现略好于预期。在低基数和稳增长政策发力的影响下，11月经济多项指标都有所改善。一方面，去年底受疫情影响，经济活动放缓，导致基数偏低，这带来了消费等指标同比增速的显著回升；另一方面，政策面持续发力，如专项债加快发行使用、增发国债等带来基建投资增速显著回升。展望未来，由于低基数的效应仍将发挥效力，12月同比可能继续保持较高增长水平，预计4季度GDP同比增速较3季度明显加快，全年可能实现5.2%左右的增长。对于2024年来说，中央经济工作会议重提聚焦经济建设这一中心工作，强调“稳中求进、以进促稳、先立后破”，进一步突出稳预期、稳增长、稳就业，表明2024年政策将偏扩张、偏积极、偏刺激，2024年GDP的目标增速很可能定在5%左右的偏高水平。

(3) 美联储释放鸽派信号。12月美联储的议息会议较为鸽派，主要体现在一是，本轮加息尾声的确认，12月美联储FOMC会议前，市场一直担忧的加息依旧没有落地，而鲍威尔的讲话基本确认了加息周期尾声的到来；二是，美联储开始讨论降息议题，而且点阵图显示过半的美联储官员预计明年至少降息三次。不过，我们认为短期内尚不具备降息条件，主要原因是当前的经济基本面仍然偏强，一是，11月的核心通胀未进一步放缓，显示核心通胀的下行速度仍将缓慢；二是，劳动力市场虽然有收紧趋势，但是仍未发生质变，11月失业率反而再次下降。考虑到政策的调整往往滞后于经济数据的表现，美联储或需要更多的时间来进行观察，我们预计2024年下半年美联储开启新

宏观·周度报告

2023年12月17日 星期日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、宏观和政策跟踪

1.1 中国经济温和复苏

1、11月经济数据表现略好于预期

(1) 生产端：

中国11月规模以上工业增加值同比6.6%，预期5.7%，前值4.6%。从环比看，11月份，规模以上工业增加值比上月增长0.87%，较上月扩大0.42个百分点。中国1-11月规模以上工业增加值同比4.3%，预期4.2%，前值4.1%。

(2) 需求端：

1) 固定资产投资同比增速持平前值。中国1-11月城镇固定资产投资同比增长2.9%，预期为3%，前值为2.9%。其中，制造业投资同比增长6.3%，涨幅较前值扩大0.1个百分点；房地产开发投资同比下降9.4%，降幅较前值扩大0.1个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长5.8%，涨幅较前值回落0.1个百分点。

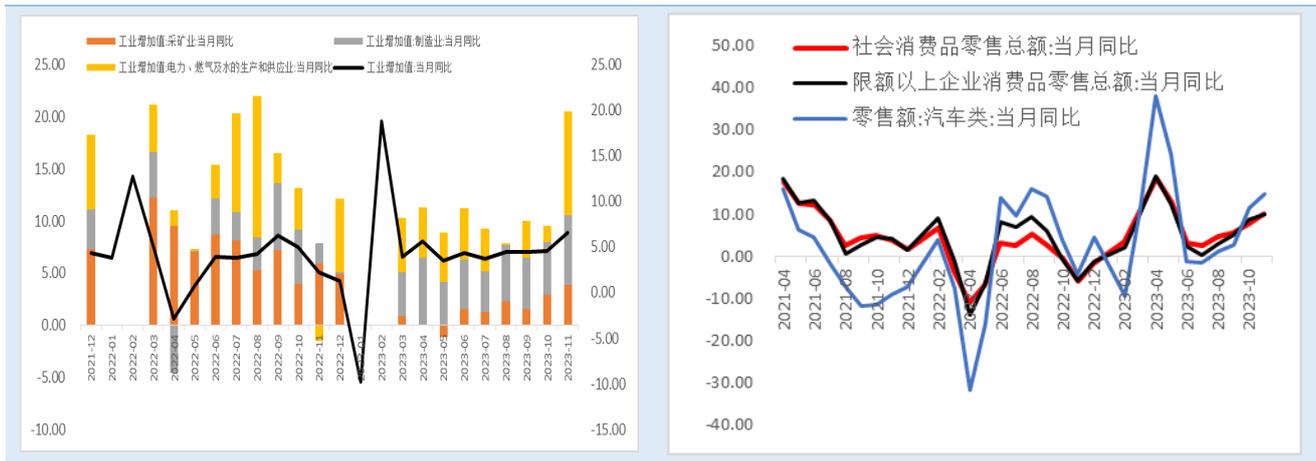
2) 社会消费同比增速明显扩大。中国11月社会消费品零售总额同比10.1%，预期12.5%，前值7.6%。中国1-11月社会消费品零售总额同比7.2%，预期7.4%，前值6.9%。

在低基数和稳增长政策发力的影响下，11月经济多项指标都有所改善。一方面，去年底受疫情影响，经济活动放缓，导致基数偏低，这带来了消费等指标同比增速的显著回升；另一方面，政策面持续发力，如专项债加快发行使用、增发国债等带来基建投资增速显著回升。同时，外需边际回升的支撑带动出口同比增速转正。

展望未来，由于低基数的效应仍将发挥效力，12月同比可能继续保持较高增长水平，预计4季度GDP同比增速较3季度明显加快，全年可能实现5.2%左右的增长。对于2024年来说，中央经济工作会议重提聚焦经济建设这一中心工作，强调“稳中求进、以进促稳、先立后破”，进一步突出稳预期、稳增长、稳就业，表明2024年政策将偏扩张、偏积极、偏刺激，2024年GDP的目标增速很可能定在5%左右的偏高水平。

图表 1：工业生产同比增速继续回升

图表 2：社会消费增速明显回升



数据来源：Wind

数据来源：Wind

2、社融数据呈现“政府强、企业弱”的特征

中国人民银行公布的数据显示，11月社会融资规模增量为2.45万亿元，前值1.85万亿元，符合市场预期。11月新增社融同比多增4663亿元，连续第4个月同比多增。11月社融存量增速+9.4%，前值+9.3%，符合市场预期。11月金融机构新增贷款10900亿元（前值7384亿元），低于市场预期的1.27万亿元。金融机构各项贷款余额增速+10.8%（前值+10.9%），低于市场预期的+11.0%。11月M2增速+10.0%（前值+10.3%），弱于市场预期的+10.1%。11月M1同比+1.3%，前值+1.9%，M0同比+10.4%，前值+10.2%。

（1）**信贷需求整体偏弱。**11月新增贷款为1.09万亿元，同比少增1200亿元，主要是受企业端的新增中长期贷款同比少增的拖累。从结构上来看：1）居民端贷款新增2925亿元，同比多增298亿元，其中，短期贷款增加594亿元，与去年同期相当，但明显弱于2018-2021年同月值；中长期贷款新增2331亿元，高于去年同期的2103亿元，明显弱于2018-2021年同月值，显示居民消费和购房有一定恢复，但是修复偏缓慢、偏弱，这与当前居民的消费意愿偏弱、房地产依旧低迷相互印证。2）企业端贷款新增8221亿元，同比少增616亿元，其中，短期贷款同比多增1946亿元，中长期贷款同比少增2907亿元。整体而言，企业端的贷款并未弱于季节性，反而是近五年来的第二高的数据，尤其企业端新增中长期贷款（去年高基数而导致同比大幅少增），因此，企业端贷款同比的少增更多是基数因素导致的，实际上，企业中长期融资需求并不算弱。往后看，信贷要进一步修复，除了企业端信贷继续稳步回升之外，更加需求居民信贷，尤其是居民新增中长期贷款的进一步修复。而居民新增中长期贷款的修复，则与房地产行业的回暖进程密切相关，明年仍需在房地产政策上进一步加码发力。

（2）**政府债券发行增加，社融同比多增。**11月新增社融2.45万亿元，环比多增6048亿元，同比多增4663亿元。从具体分项来看，11月社融同比多增主要来源于政府债券融资，当月国债发行量较大且特殊再融资债仍有发行，带动政府债券融资同比多增4992亿元，超过当月社融整体同比增幅，社融口径人民币贷款同比少增348亿，新增社融结构“政府强、企业弱”的特征明显。此外，11月企业债券融资同比多增726亿元，信托贷款同比多增562亿元，外币贷款同比少减291亿元，委托贷款同比多减298亿元，股

票融资同比少增 429 亿元。当月银行并未出现明显的票据冲量行为，票据融资同比表现稳定，微幅多增 12 亿元。

(3) **M2-M1 剪刀差再度走阔。**1) 11 月 M1 增速持续回落至 1.3%，在同期基数明显走低的背景下，较上月再度回落 0.6 个百分点至年内新低，主要原因一方面，可能与房地产市场仍处于调整阶段有关，历史上看 M1 增速与房地市场景气度高度相关；另一方面，偏低的 M1 增速也显示出企业经营投资活动仍处于低迷状态，企业存款活化水平较低。2) M2 增速较上月回落 0.3 个百分点至 10.0%，主要原因一是，去年 11 月理财产品遭遇大规模赎回，显著推高 M2 增速，基数抬高对今年 M2 同比增速形成拖累；二是，当月贷款同比少增，影响存款派生。M1 增速下行幅度大于 M2 增速，进一步推动 M2-M1 剪刀差走阔至 8.7%，主要原因是房地产低迷的背景下，居民购房需求下降，居民存款向房企活期存款转移受阻，同时，显示货币活性化仍然较差，宽货币向稳增长的传导不畅。当前亟需通过有效手段刺激内需、提振实体经济活跃度，特别是推动房地产行业尽快实现软着陆，提振经济内生增长动能。

(4) 总体上来看，11 月社融表现好坏参半，一方面，信贷数据整体表现平稳，居民信贷需求呈现弱修复，企业信贷虽有回落但主要是基数因素所致，实际表现要好于季节性；另一方面，M1 同比增速进一步回落，显示市场主体的预期仍有待进一步修复，经济修复距离全面复苏仍有较大的差距。展望未来，万亿国债的增发将进一步影响 12 月的货币市场流动性，同时支撑 12 月的新增社融。刚刚召开的中央经济工作会议提出“保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，“促进社会综合融资成本稳中有降”，这可能意味着 2024 年大概率还将有降准降息，名义利率可能进一步调降，同时也显示了要防范通缩压力，驱动实际利率水平下降。但“盘活存量，提升效能”的表述也意味着在信用扩张方面侧重点将从“提量”转向“提效”，大水漫灌式的政策难以出现。

图表 3：社融增速小幅回升



数据来源：Wind

图表 4：M2-M1 剪刀差扩大



数据来源：Wind

1.2 国内政策跟踪

(1) 国务院办公厅印发《关于加快内外贸一体化发展的若干措施》

12月11日消息，国务院办公厅日前印发《关于加快内外贸一体化发展的若干措施》提出5方面18条工作措施，加快内外贸一体化发展是构建新发展格局、推动高质量发展的内在要求，对促进经济发展、扩大内需、稳定企业具有重要作用。从具体举措看，一是促进内外贸规则制度衔接融合。促进内外贸标准衔接，不断提高国际标准转化率。促进内外贸检验检疫衔接，深化共建“一带一路”、《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP)等框架下检验检疫、认证认可国际合作。二是促进内外贸市场渠道对接。支持外贸企业拓展国内市场，组织开展外贸优品拓内销系列活动。支持内贸企业采用跨境电商、市场采购贸易等方式开拓国际市场。发挥平台交流对接作用，促进国内国际市场接轨。三是优化内外贸一体化发展环境。加强知识产权保护，开展打击侵权假冒专项行动。完善内外贸信用体系，推动企业信用信息共享应用。提升物流便利性，加快发展沿海和内河港口铁水联运。四是加快重点领域内外贸融合发展。深化内外贸一体化试点，鼓励加大内外贸一体化相关改革创新力度。培育内外贸一体化企业，支持供应链核心企业带动上下游企业协同开拓国内国际市场。五是加大财政金融支持力度。

(2) 住建部表示将支持解决房企短期现金流紧张问题

12月13日，中国国际经济交流中心举行的2023-2024中国经济年会上，住房和城乡建设部副部长董建国表示，针对部分房企出现债务违约风险，金融管理部门已出台了一系列支持政策，但风险出清还需要一个过程，将继续配合金融管理部门，抓好各项政策的落实，一视同仁，满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，支持暂时资金链紧张的房企解决短期现金流紧张问题，促进其恢复正常经营。

(3) 央行强调防范债券市场风险

12月14日消息，据人民银行上海总部网站，近日，人民银行上海总部召开债券市场支持上海经济高质量发展座谈会。会议强调，要防范债券市场风险，规范开展涉及一二级市场发行与交易的各项业务，严格遵守债券市场各项制度规则；强化违约风险监测管理，发挥承销商职能作用，做好债券风险监测和化解工作。会议要求，在沪金融机构要把思想和行动统一到党中央的决策部署上，深刻认识“五篇大文章”“五个中心”建设使命对上海乃至全国经济高质量发展的重要意义。在沪金融机构要进一步提升债券市场对重点领域的服务质效，立足上海，持续疏通金融市场资金进入实体经济渠道，坚持问题导向，针对市场主体融资需求，重点关注科创、绿色、民营等领域和长三角一体化发展等重大国家战略。

(4) 证监会党委传达学习贯彻中央经济工作会议精神

证监会党委传达学习贯彻中央经济工作会议精神。会议强调，要认真谋划2024年重点工作举措。一是全力维护资本市场平稳运行。二是提升资本市场服务高质量发展的质效。制定实施资本市场支持高水平科技自立自强和现代化产业体系建设行动方案。三是坚守监管主责主业，有效防范化解资本市场重点领域风险。积极配合有关方面防范化解房地产、地方债务等风险。四是深入推进证监会系统全面从严治党和干部队伍建设。

(5) 北京、上海迎来多项楼市政策调整

北京、上海迎来多项楼市政策调整。北京优化普通住房认定标准，首套房首付比例统一降至 30%，二套房首付比例最低为 40%；取消房价过快上行阶段时对房贷年限的从严管控，由目前最长 25 年恢复至 30 年。商业银行新发放房贷利率政策下限也将调整，12 月 15 日起新发放的商业性个人住房贷款将执行新的利率政策下限。上海自 12 月 15 日起调整普通住房标准、优化差异化住房信贷政策，其中，首套住房最低首付不低于 30%，二套最低首付不低于 40%。

1.3 海外：美国通胀波动下行，美联储意外放鸽

1、美国 11 月核心 CPI 未继续降温

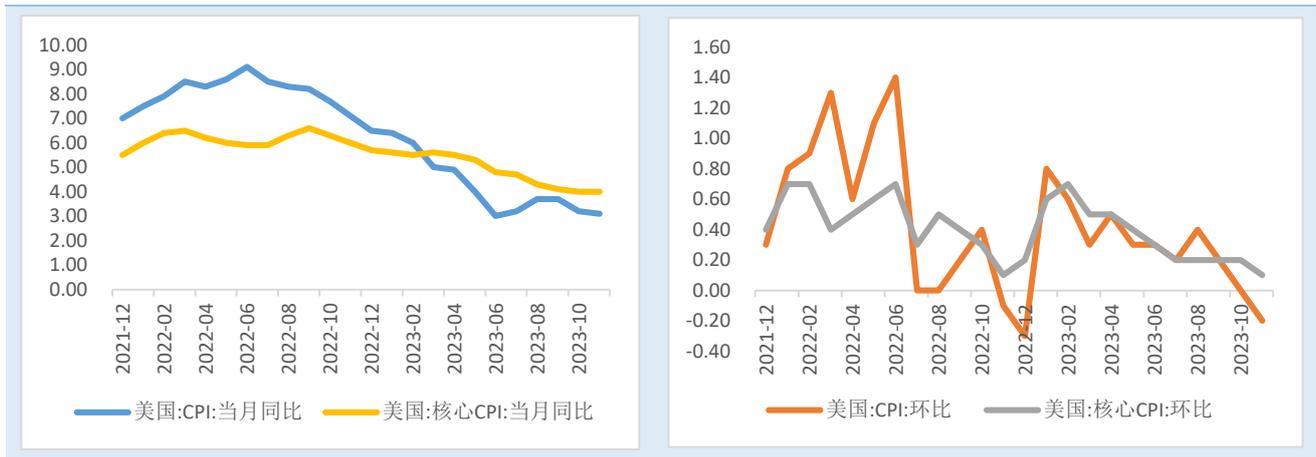
当地时间 12 月 12 日，美国劳工统计局公布的数据显示，美国 11 月 CPI 同比上涨 3.1%，较 10 月的 3.2% 放缓，符合市场预期；环比增速升至 0.1%，高于前值和预期的 0%。剔除食品和能源成本的核心通胀，同比增速为 4.0%，持平前值和预期，但仍高于美联储的 2.0% 的目标水平，环比增速由 0.2% 回升至 0.3%，与预期一致。

具体分项来看，1) 整体 CPI 的环比情况，11 月份能源下跌 2.3%，其中汽油下跌 6.0%，抵消其他能源成分的上涨；11 月份食品上涨 0.2%，较 10 月的 0.3% 小幅放缓。2) 核心 CPI 的环比情况，11 月环比上涨 0.3%，持平于前值，涨幅主要由租金、业主等效租金、机动车辆、医疗保健等推动，而新车、家具和服装价格出现下降。

总体而言，11 月美国 CPI 同比增速小幅放缓，主要是受能源价格走弱的影响，核心 CPI 同比增速持平于 10 月，并未进一步下降，值得注意的是 11 月 CPI 和核心 CPI 的环比增速均出现加速，主要是受到住房成本和医疗保健等因素的推动。展望未来，高利率的滞后影响将进一步显现出来，随着经济增速回落和劳动力市场持续降温，通胀中枢大概率将继续回落，但过程不会一帆风顺，尤其是核心 CPI 可能面临劳动力成本下降缓慢、住房成本高企、居民消费从服务转移回商品需求等因素的影响。

图表 5：美国通胀同比增速

图表 6：美国通胀环比增速



数据来源：Wind

数据来源：Wind

2、美联储暂停加息，释放鸽派信号

当地时间 12 月 13 日，美联储 12 月 FOMC 发布的议息决议显示，将联邦基金利率的目标区间维持在 5.25%-5.50% 不变，仍然保持在 22 年来最高点，符合市场预期。自美联储去年 3 月启动加息周期以来，累计加息幅度已达 525 个基点。其间，单次加息由 25 个基点逐步提高至 75 基点并在 75 基点的水平上连续加息 4 次，达到近 40 年来最快加息速度。今年 2 月，美联储首次放缓加息幅度至 25 个基点，并在 6 月暂停加息，随后 7 月加息 25 个基点，9 月、11 月暂停加息。

1) FOMC 会议声明方面。利率前瞻指引方面，美联储在 12 月声明中表示，委员会将继续评估新的信息及其对货币政策的影响，并强调为了判断可能适合使通胀率随着时间推移回到 2% 的任何额外政策紧缩程度，委员会将考虑货币政策的累积紧缩、货币政策影响经济活动和通胀的滞后性以及经济和金融形势变化。经济情况评估方面，声明表示，最近的指标表明经济活动的增长速度已从第三季度的强劲步伐放缓，此前 11 月的表述为“经济活动在第三季度以强劲的速度扩张”，同时声明指出，通货膨胀在过去一年有所缓解，但仍保持高企。

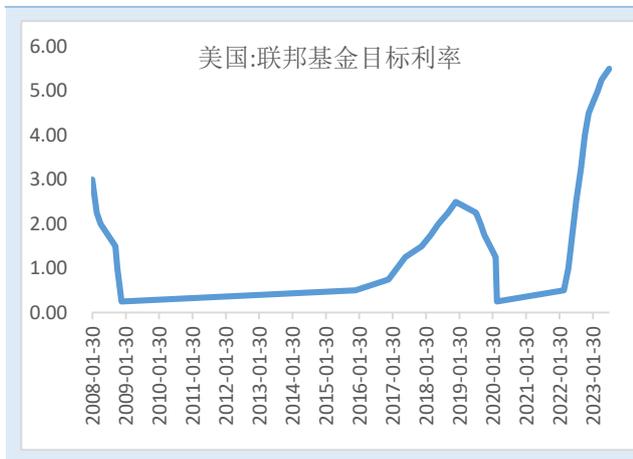
2) 经济预测和点阵图方面。经济方面：小幅下调 2024 年四季度实际 GDP 同比预测中值至 1.4%；全面下调通胀，预计 2024 年 PCE 通胀、核心 PCE 通胀中值均回落至 2.4%，2025 年 PCE 通胀、核心 PCE 通胀中值分别降至 2.1% 和 2.2%。点阵图上，2024 年终政策利率预期中值由 5.1% 下调至 4.6%，指引 2024 年 3 次降息。2025 年和 2026 年终政策利率预期中值分别为 3.6% 和 2.9%，长期政策利率中位数保持在 2.5%。但点阵图相对分散，表明 Fed 内部对降息幅度仍存较大分歧。

3) 美联储主席鲍威尔在会后的发布会上称，相信政策利率已经到达或接近本轮紧缩周期的顶峰，决策者已经开始讨论和考虑降息议题。

4) 市场表现。决议发布后，美债收益率、美元断崖式下行，并在发布会过程中继续震荡下跌，10 年期和 2 年期美债收益率分别下降 18bp 和 30bp 至 4.02%和 4.43%，美元指数收 102.869。三大股指均收涨约 1.4%。2024 年降息预期达到 6 次，鸽派声明情形下如期再度抢跑。

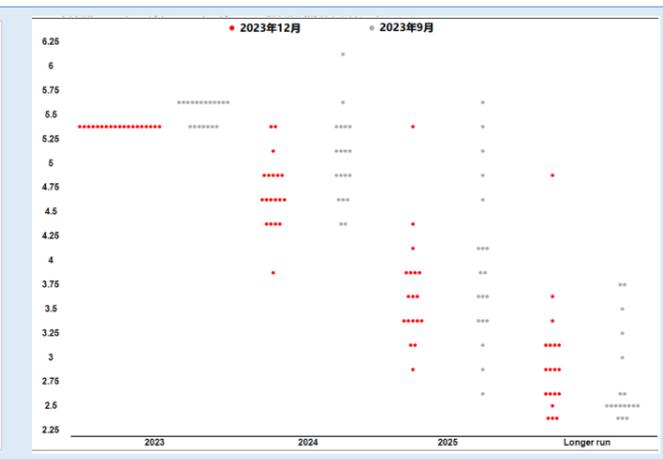
5) 总体而言，12 月美联储的议息会议较为鸽派，主要体现在一是，本轮加息尾声的确认，12 月美联储 FOMC 会议前，市场一直担忧的加息依旧没有落地，而鲍威尔的讲话基本确认了加息周期尾声的到来；二是，美联储开始讨论降息议题，而且点阵图显示过半的美联储官员预计明年至少降息三次。不过，我们认为短期内尚不具备降息条件，主要原因是当前的经济基本面仍然偏强，一是，11 月的核心通胀未进一步放缓，显示核心通胀的下行速度仍将缓慢；二是，劳动力市场虽然有收紧趋势，但是仍未发生质变，11 月失业率反而再次下降。考虑到政策的调整往往滞后于经济数据的表现，美联储或需要更多的时间来进行观察，我们预计 2024 年下半年美联储开启新一轮的降息。

图表 7：美国联邦基金利率走势



数据来源：Wind

图表 8：美联储点阵图变化



数据来源：FED

3、欧洲、英国央行按兵不动

(1) 英国央行将主要利率维持在 5.25%不变，并表示货币政策“可能需要在较长一段时间内保持限制性”。货币政策委员会(Monetary Policy Committee)以 6 比 3 的投票结果赞成连续第三次会议维持利率不变。三位持反对意见的委员赞成进一步加息 25 个基点，至 5.5%。

英国央行行长贝利表示，现在开始猜测降息还为时过早，不能说利率已经达到峰值，希望我们处于利率周期的顶部。

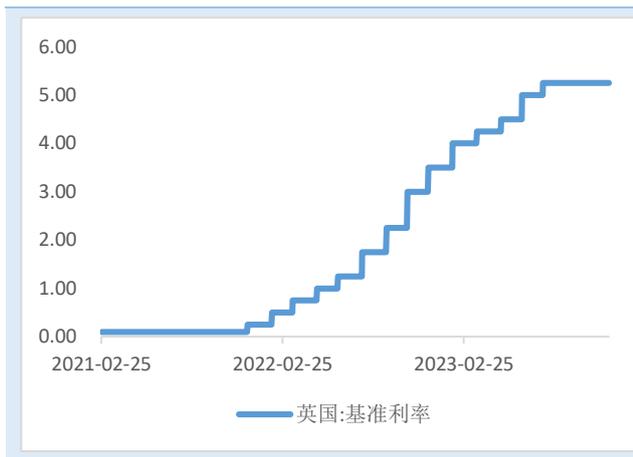
(2) 欧洲央行将主要再融资利率、存款机制利率、边际贷款利率分别维持在 4.5%、4%及 4.75%不变，符合市场预期。

欧洲央行表示，欧洲央行打算在 2024 年底停止紧急抗疫购债计划下的再投资，通胀在最近几个月有所下降，但在短期内很可能会再次暂时上升，只要有必要，利率就会保持足够的限制性，将继续遵循数据

为依据的方法，明年下半年平均每月减少紧急抗疫购债计划投资组合 75 亿欧元，管委会随时准备调整所有工具，决心确保通胀及时回归目标。

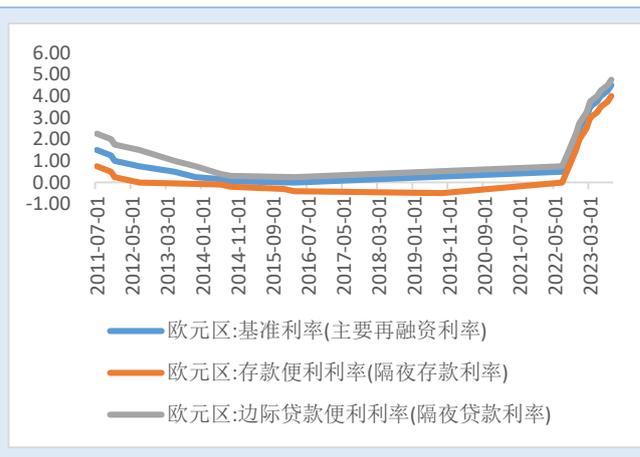
欧洲央行行长拉加德称，通胀下降是广泛的；12 月通胀可能因基数效应而上升；通胀在 2024 年将因基数效应而更为缓慢地放缓；大多数长期通胀预期指标目前约为 2%；经济增长风险向下倾斜；天气事件可能推高食品价格；通胀的下行风险包括经济放缓；如果货币政策抑制活动的程度超出预期，通胀可能会出人意料地下行。

图表 9：英国基准利率维持不变



数据来源：Wind

图表 10：欧央行维持利率不变



数据来源：FED

4、日本央行或谨慎行事

当地时间 12 月 11 日，据知情人士向媒体透露，日本央行官员认为，由于足以支撑可持续通胀的工资增长仍然没有出现，今年最后一个月不会急于取消负利率政策。植田和男言论只是一个一般性声明，不是政策即将改变的信号。日本央行将评估所有可用数据，包括定于周三进行的短观调查，以及金融市场的状况，来做出最终的政策决定。

实际上，在此之前日本央行一、二把手相继“放鹰”，引发市场对日本央行取消负利率政策的预期加快升温。12 月 7 日，日本央行行长植田和男在国会发言称，从年底到明年在货币政策的处理问题上将变得更具有难度，如果加息的话有多种选项可以用于调整政策利率可能会提高金融机构在日本央行的准备金利率，或恢复隔夜拆借利率政策，但还没有决定以哪种利率为目标，关于将利率保持在零还是上调至 0.1%，以及将以何种速度上调，将取决于当时的经济和金融发展情况。12 月 6 日，日本央行副行长冰见野良三暗示，日本央行可能很快就会结束世界上最后一个负利率政策。不过，随着 11 日消息放出后，激进的加息预期遭遇落空，美元兑日元短线走高至 146.33，考虑到 11 月通胀超预期放缓，预计在通胀持续回落以及海外经济走弱的背景下，日本央行可能将谨慎行事，后续将跟踪数据走势来决定货币政策路径。

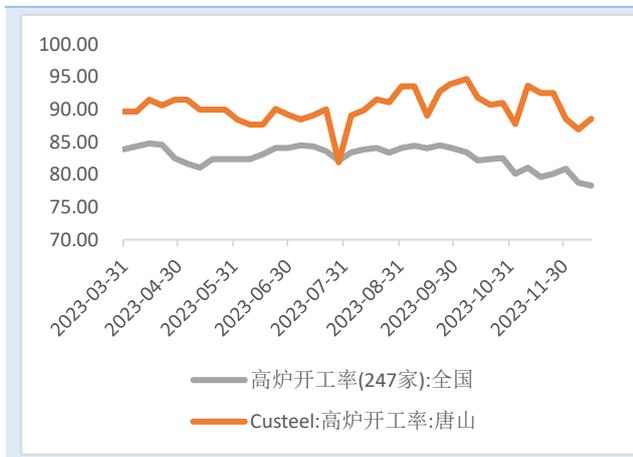
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有落

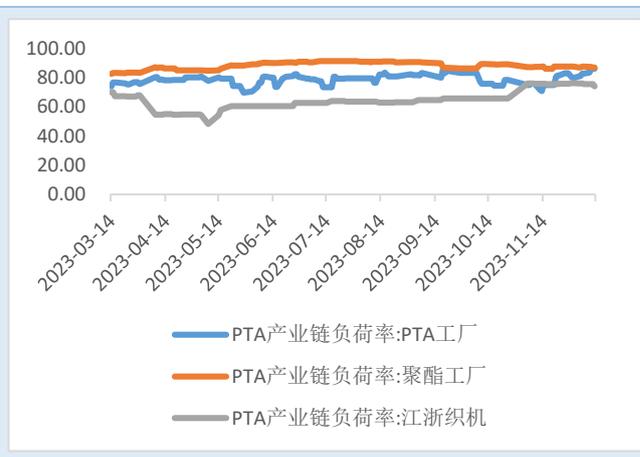
化工：生产负荷稳中有升，产品价格多数回落。需求方面，进入传统淡季，聚酯产业链产品价格多数回落，截至12月15日，涤纶POY价格、PTA价格、聚酯切片价格均出现小幅下跌。生产端，本周PTA产业链负荷率稳中有升，其中，PTA开工率升高至86%，聚酯工厂负荷率持平于87%，江浙织机负荷率小幅降至75%。

钢铁：生产小幅回落，需求开始走弱。全国高炉开工率回落0.44个百分点至78.29%；进入传统的需求淡季，需求开始走弱。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回升，表需小幅回落，各个环节库存持续累积。

图表 8：PTA 产业链负荷



图表 9：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

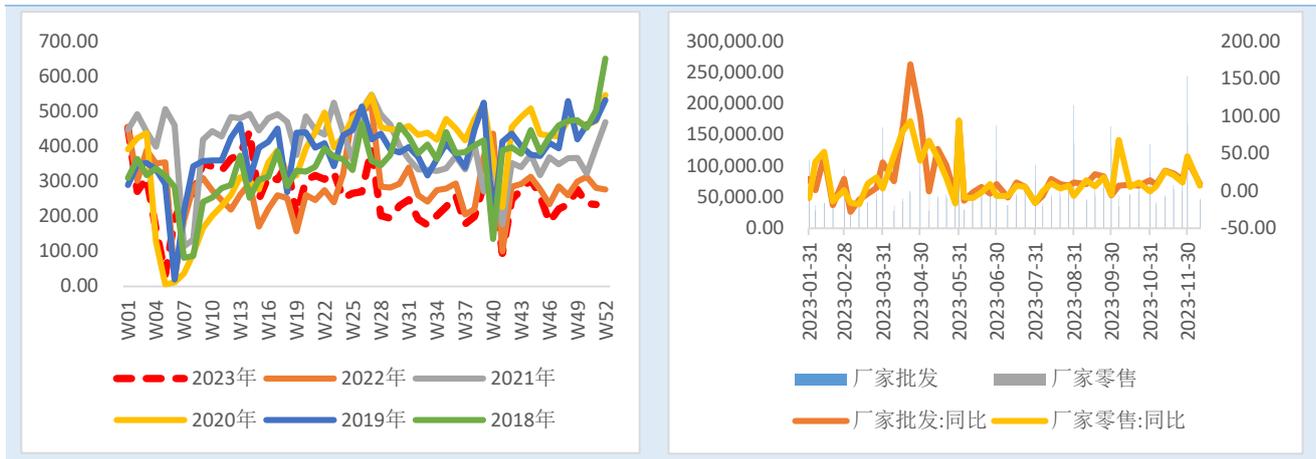
2.2 房地产销售周环比回升，乘用车零售量同比增长

房地产销售周环比回升。截至12月14日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比上升11.34%，按均值计，月同比下降27.05%，其中，一、二、三线城市12月同比分别增长-24.08%、-27.95%、-27.40%；12月，100个大中城市成交土地占地面积同比下降33.25%。

乘用车零售量同比增长。乘联会发布的最新数据显示，12月第一周全国乘用车市场日均零售4.7万辆，同比去年12月同期增长7.0%，环比上月同期增长8.0%。12月1-10日，乘用车市场零售47.5万辆，同比去年同期增长7.0%，较上月同期增长8.0%，今年以来累计零售1981.9万辆，同比增长5.0%。

图表 10：30 大中城市地产销售：周

图表 11：当周日均销量：乘用车



数据来源：Wind

三、 物价跟踪

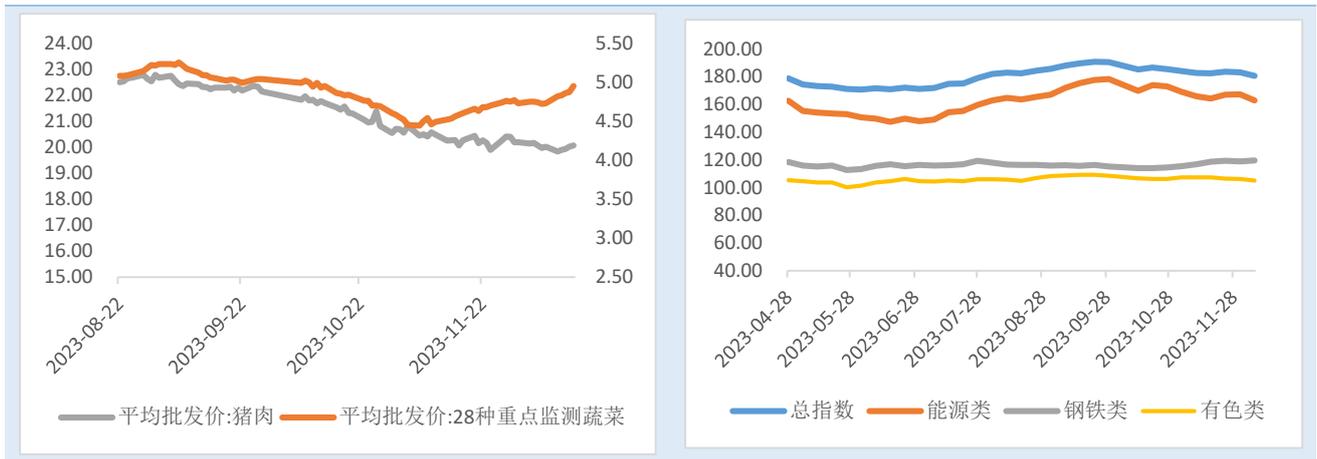
(1) 本周食品价格多数下跌。本周（截至 12 月 15 日）蔬菜均价环比上涨 2.70%，猪肉均价环比下跌 0.61%。

(2) 需求不足，CPI 降幅再扩大。11 月 CPI 同比降幅进一步扩大至 0.5%，食品供给充足，蔬菜、猪肉等价格持续下跌，成为最主要的拖累；国际油价高位回落、旅游淡季等因素共同拖累非食品价格的走势。此外，核心 CPI 同比持平，回升动能仍偏弱。整体而言，供给充足、需求不足仍是当前经济运行的主要特点，经济回暖仍待夯实，稳增长政策或将持续发力，后续存在进一步降准降息的可能。预计明年通胀整体保持温和，CPI 同比增速略高于今年。

(3) PPI 降幅进一步扩大。PPI 同比降幅进一步扩大至-3%，主要原因：一是，国内需求恢复偏慢，尤其是下游工业企业需求出现了反复，这点主要是受房地产和出口的拖累；二是，国际油价大幅下行，外部通胀压力趋于下行。展望未来，预计新一轮的稳增长政策将在中央经济工作会议后陆续推出，国内经济或能更好得到恢复，工业企业需求回暖更具有持续性，国内 PPI 同比降幅将收窄，但考虑到外部传导将继续减弱，PPI 同比降幅收窄的斜率不宜过度乐观。

图表 12：食品价格多数下跌

图表 13：中国大宗商品价格指数



数据来源: Wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎