

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

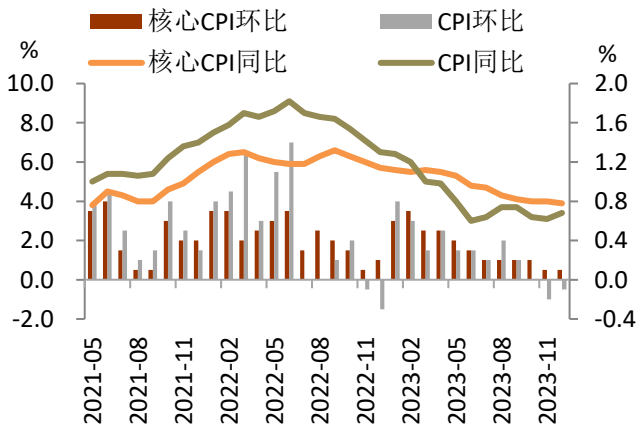
### 1、12月美国CPI超预期反弹，PPI放缓强化降息预期

**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%。

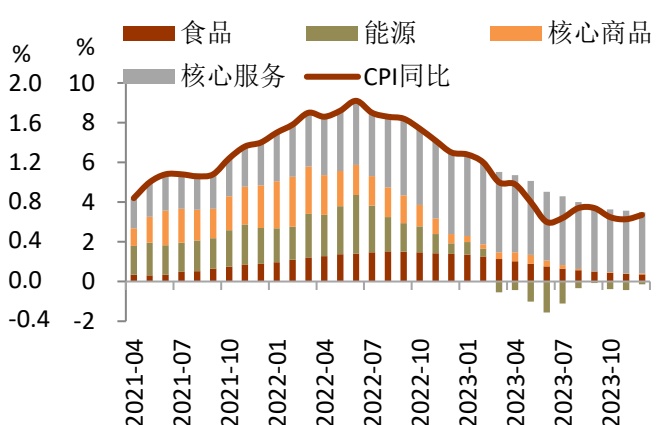
**能源项受季调影响大幅回升，食品项环比持平、同比回落。**12月CPI能源项环比录得0.4%，前值-2.3%；同比录得-2.0%，前值-5.4%。尽管能源价格在12月下跌，BLS季调后能源商品价格大幅改善，环比由-5.8%回升至-0.1%，同比由-9.8%回升至-2.9%；食品项环比0.2%持平前值，同比由3.0%回落至2.7%。

**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



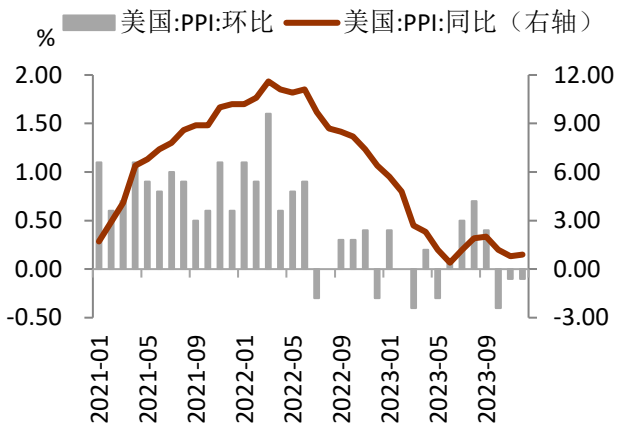
图表2 美国CPI同比贡献分项



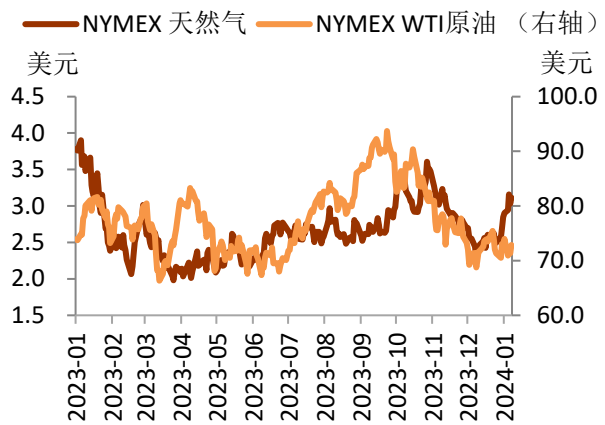
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

**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



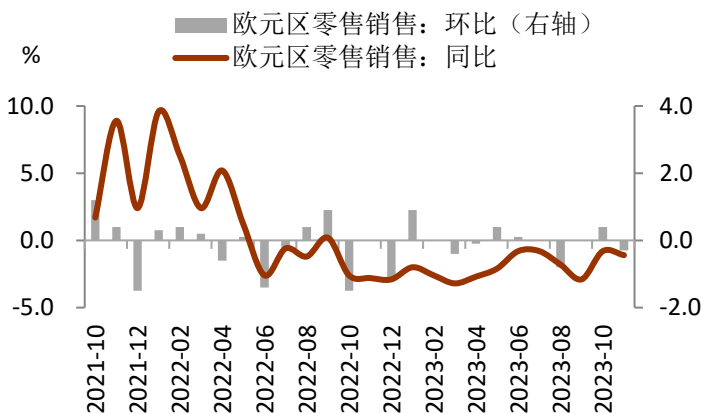
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

## 2、11月欧洲零售如期下行、失业率创新低

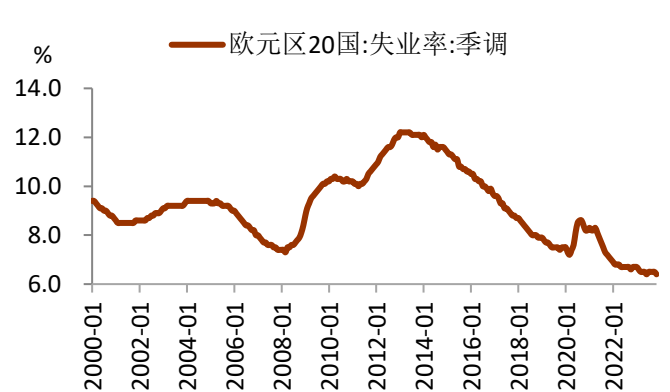
**欧元区零售销售如期下行，消费者信心指数上行。**欧元区11月零售销售同比-1.1%，预期-1.5%，前值-0.8%；环比-0.3%，预期-0.3%，前值0.4%。其中，食品、饮料和烟草销售额环比下降0.1%，非食品销售额环比下降0.4%，邮件订单和互联网销售额显著下降1.2%。欧元区12月消费者信心指数终值-15，前值-16.9，连续2个月呈回暖态势。

**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

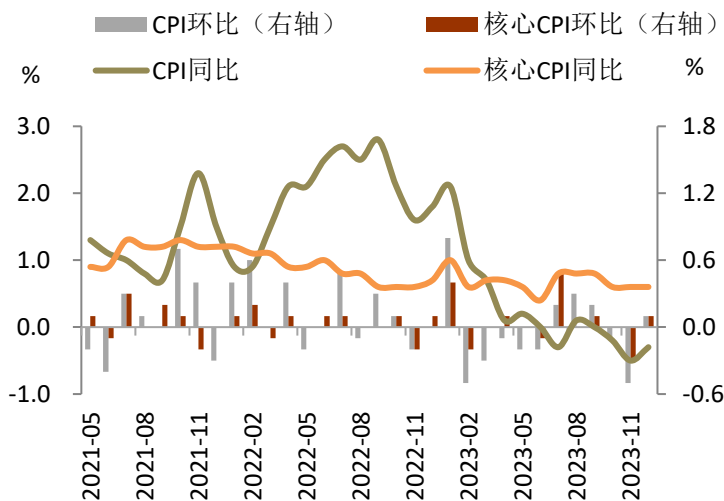
### 1、12月物价仍低位运行

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%。

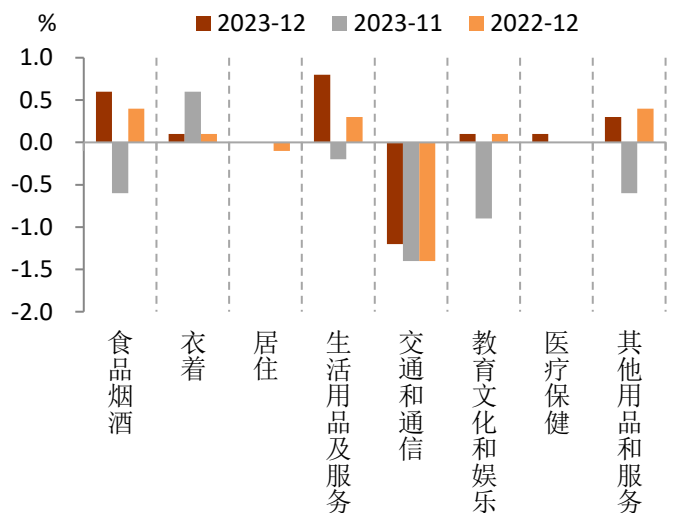
寒潮天气导致食品项降幅收窄，带动 CPI 小幅反弹。食品项同比录得-3.7%，环比录得 0.9%，均较上月有所反弹，主要系寒潮带动鲜菜价格大幅上涨、猪肉价格降幅收窄所致。非食品项同比录得 0.5%，环比录得-0.1%，均较上月有所好转，其中交通项环比大幅回落 1.2%，主因油价在 12 月延续跌势，生活用品、医疗、教育娱乐等分项转涨，衣着项环比回落。拆分 CPI 的变动因素，12 月 CPI 新涨价因素同比-0.3%，翘尾因素同比 0.0%，内需依旧较为疲软。

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

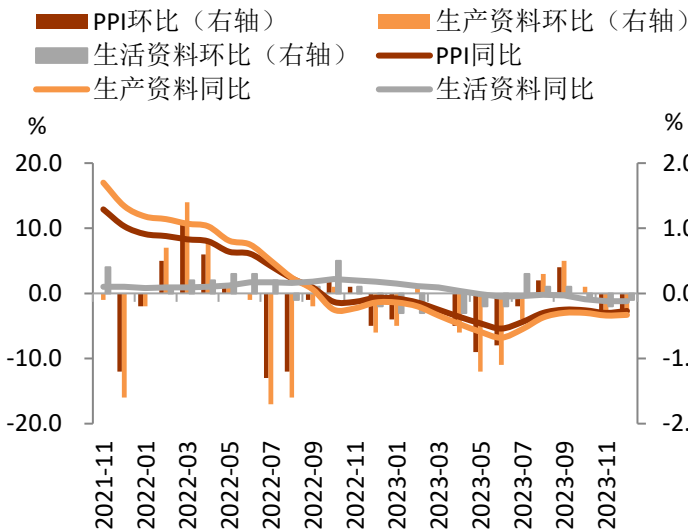


图表 8 CPI 环比分项

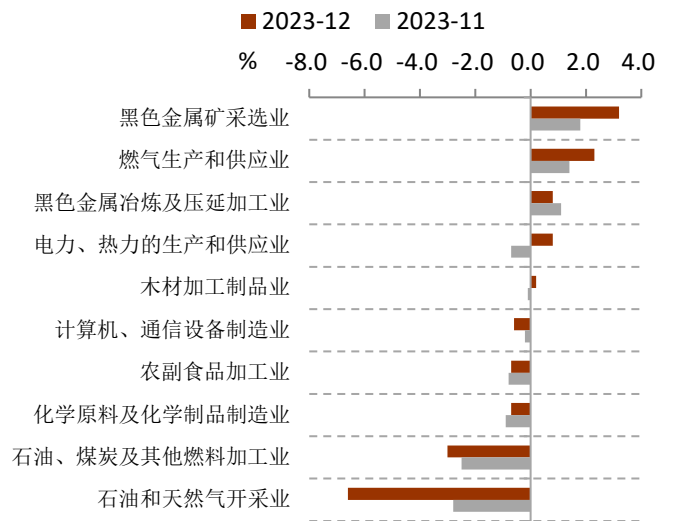


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 PPI、生产资料和生活资料



图表 10 PPI 分行业环比增速前五、后五



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

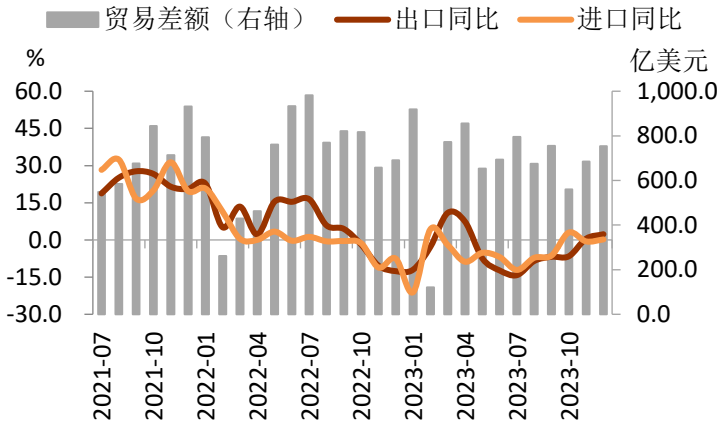
## 2、12月出口受基数助力超预期

**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。

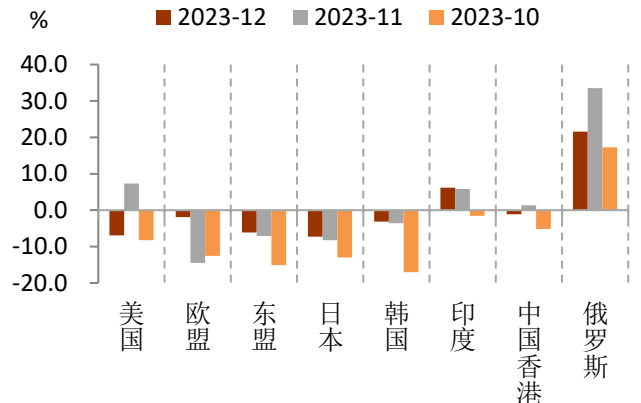
**汽车出口维持高景气，对欧盟出口显著好转。**从出口区域看，欧盟、东盟、日本、韩国、印度对中国出口增速有明显改善，同比分别录得-1.9%、-6.1%、-7.3%、-3.1%和6.2%；美国、澳大利亚、香港、台湾对中国出口的拖累有所扩大，同比分别录得-6.9%、-12.4%、-1.1%和-3.0%；俄罗斯及一带一路沿线国家依旧维持较高热度，同比分别录得21.6%和58.5%。从出口产品结构看，汽车维持高景气同比录得52.0%；化工与贱金属对出口的拖累有所扩大，同比录得-23.9%；劳动密集型商品、其他机电产品有所好转，同比分别录得0.5%和-5.6%；农产品、机电产品、主要耐用品同比下滑至2.2%、0.3%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

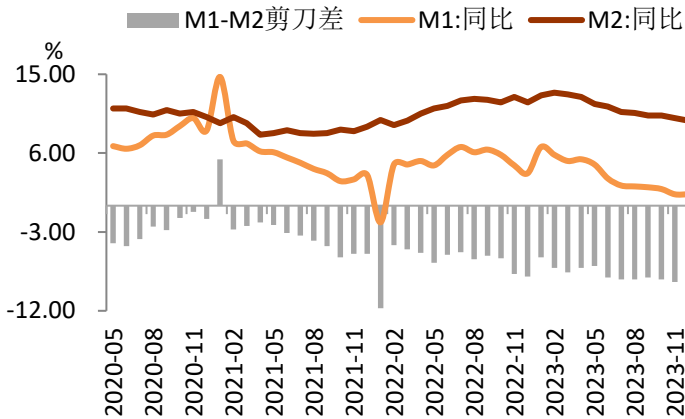
### 3、12 月社融强政府、弱企业、弱居民格局未改

**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。

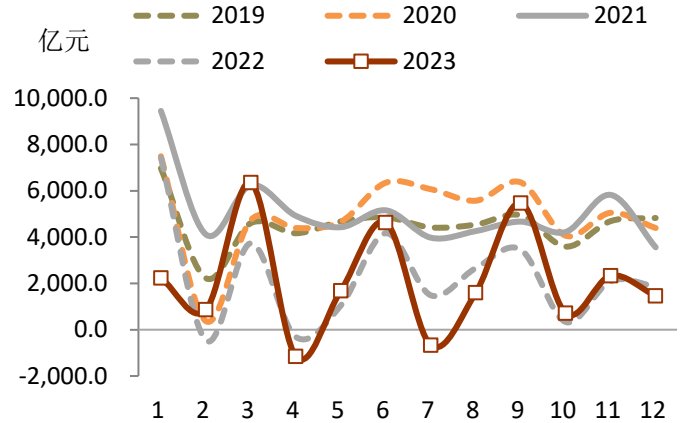
**信贷结构有待修复，私人部门融资需求偏弱。**12 月新增人民币贷款 1.17 万亿元，预期 1.40 万亿元，前值 1.09 万亿元，同比多增-2401 亿元。**居民部门**贷款当月新增 2221 亿元，其中短贷 759 亿元、中长贷 1462 亿元，两者分别同比多增 872 亿元、-403 亿元，目前地产低迷、预期尚未扭转，居民融资意愿整体偏弱。**企业部门**贷款当月新增 8916 亿元，其中短贷-635 亿元、中长贷 8612 亿元、票据融资 1497 亿元，三者分别同比多增-219 亿元、-3498 亿元、351 亿元，企业中长贷连续 6 个月同比负增反映了企业中长期投资意愿不足。

**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
<b>社融</b>	<b>19400</b>	<b>6169</b>	<b>24547</b>	<b>4710</b>	<b>18441</b>	<b>9307</b>
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
<b>信贷</b>	<b>11700</b>	<b>-2401</b>	<b>10900</b>	<b>-1200</b>	<b>7384</b>	<b>1232</b>
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	<b>1946</b>	-1770	73
长期贷款	8612	-3498	4460	-2907	3828	-795
票据融资	1497	351	2092	543	3176	1271
<b>社融同比增速</b>	<b>9.5</b>		<b>9.4</b>		<b>9.3</b>	
<b>社融同比增速（剔除政府债券）</b>	<b>8.5</b>		<b>8.6</b>		<b>8.6</b>	
<b>信贷同比增速</b>	<b>10.4</b>		<b>10.7</b>		<b>10.7</b>	
<b>M0 同比增速</b>	<b>8.3</b>		<b>10.4</b>		<b>10.2</b>	
<b>M1 同比增速</b>	<b>1.3</b>		<b>1.3</b>		<b>1.9</b>	
<b>M2 同比增速</b>	<b>9.7</b>		<b>10.0</b>		<b>10.3</b>	

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
	2年期国债收益率	2.24		0.18	2.04
	5年期国债收益率	2.42		1.87	1.66
	10年期国债收益率	2.52		-0.25	-4.25
	10Y-1Y国债期限利差	0.44		-0.16	-3.38
	SHIBOR (7天)	1.85		7.60	-2.10
	DR007	1.84		5.82	-6.64
海外	2年期美债收益率	4.14		-26.00	-9.00
	5年期美债收益率	3.84		-18.00	0.00
	10年期美债收益率	3.96		-9.00	8.00
	10Y-2Y美债期限利差	-0.18		17.00	17.00
	10年期德债收益率	2.18		2.00	16.00
	10年期法债收益率	2.68		-0.30	11.90
	10年期意债收益率	3.73		-10.40	1.40
	10年期日债收益率	0.61		-2.90	-4.20

资料来源：iFinD，铜冠金源期货



### 3、商品






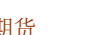
图表 18 商品市场表现

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

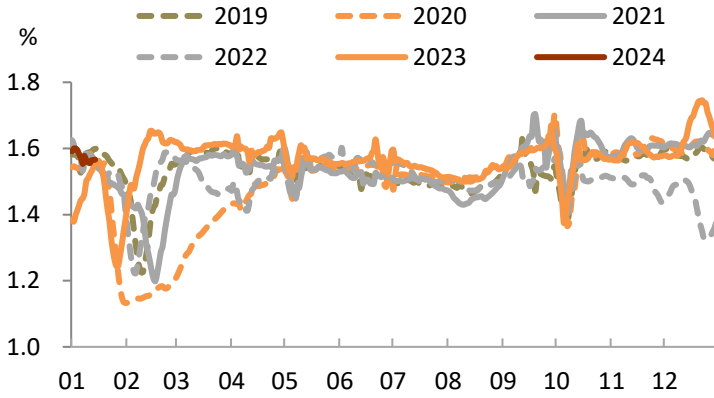
指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
美元兑人民币	7.16		0.08	0.99	0.99
美元兑离岸人民币	7.19		0.33	0.91	0.91
欧元兑人民币	7.87		-0.50	-0.02	-0.02
英镑兑人民币	9.14		0.78	1.06	1.06
日元兑人民币	4.94		0.36	-1.67	-1.67
美元指数	102.44		0.00	1.05	1.05

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

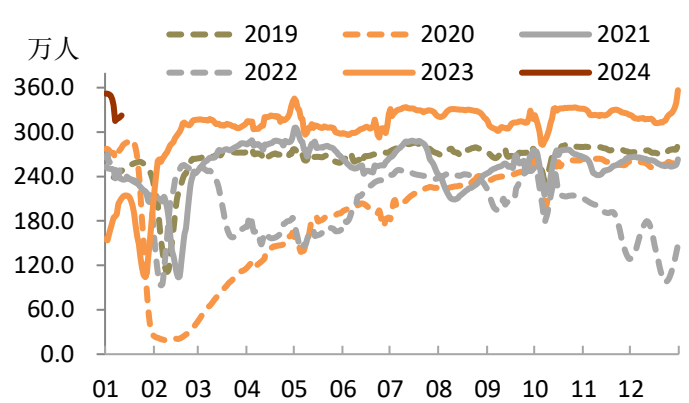
四、高频数据跟踪

1、国内

图表 20 百城拥堵指数

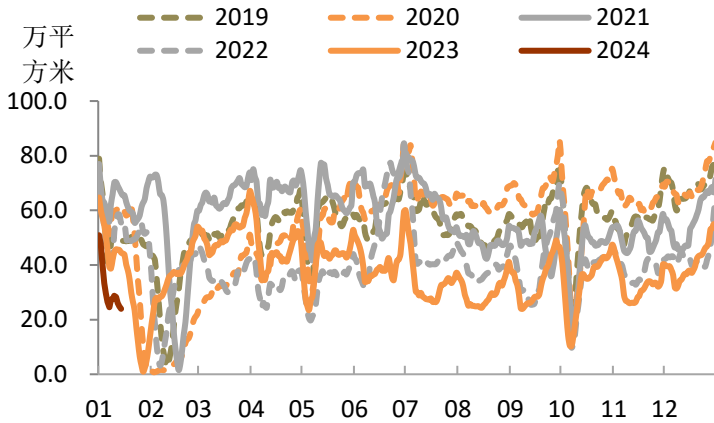


图表 21 23 城地铁客运量

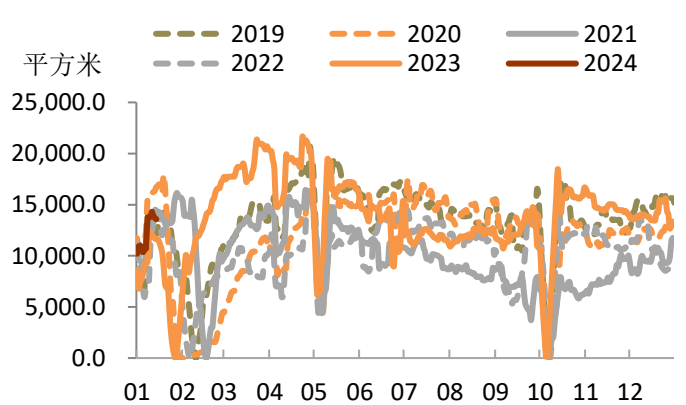


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 22 30 城商品房成交面积



图表 23 12 城二手房成交面积

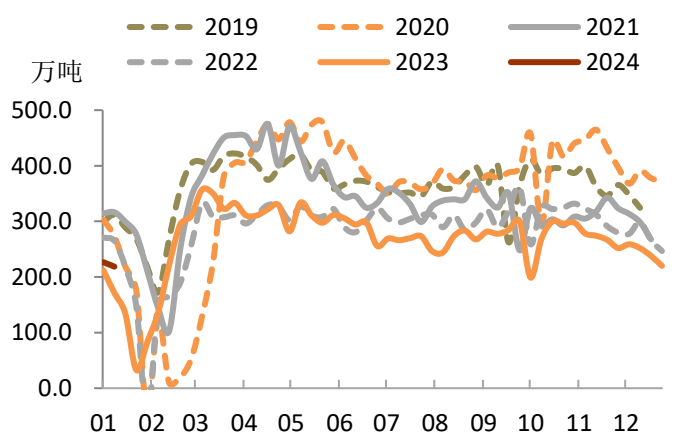


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 24 乘用车销量



图表 25 螺纹钢表观消费量

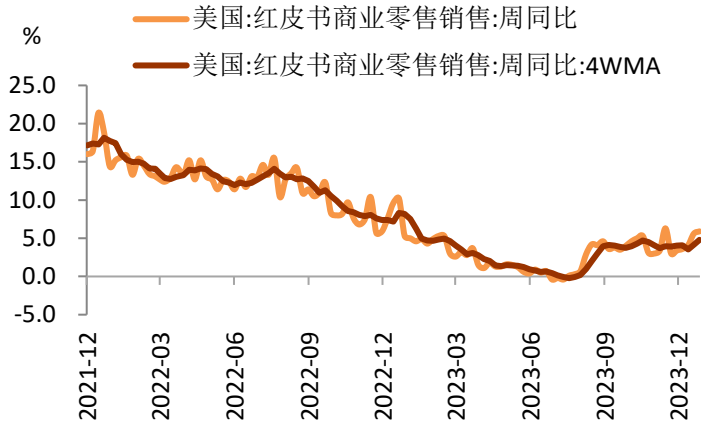


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

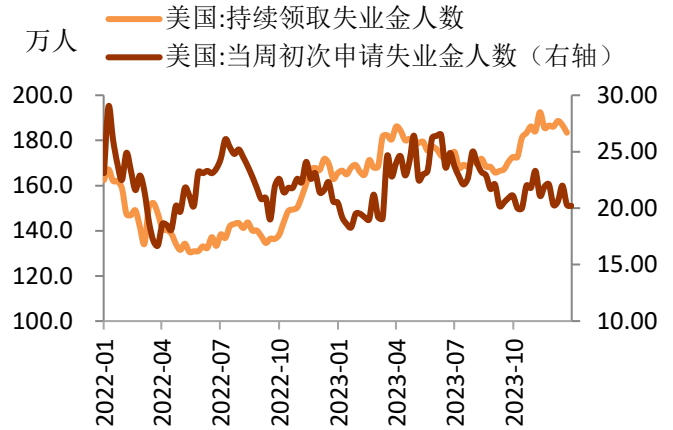
敬请参阅最后一页免责声明

2、海外

图表 26 红皮书商业零售销售

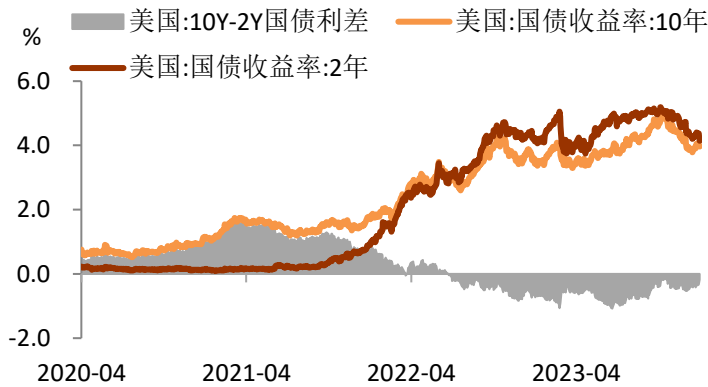


图表 27 失业金申领人数



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

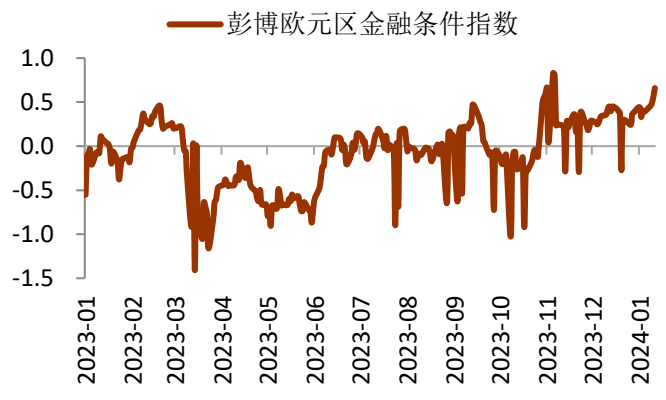
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	94.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	76.9%	19.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	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	<b>中国2023年全年GDP增速</b>	3.0	5.2
		<b>中国第四季度GDP年率</b>	4.9	5.2
		<b>中国12月社会消费品零售总额年率</b>	10.1	8.0
		<b>中国12月规模以上工业增加值年率</b>	6.6	6.6
		<b>中国1-12月城镇固定资产投资年率</b>	2.9	2.9
		<b>中国12月城镇调查失业率</b>	5.0	5.0
		欧元区12月CPI年率终值	2.9	2.9
	18:00	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	<b>美国12月零售销售月率</b>	0.3	0.3
		<b>美国12月核心零售销售月率</b>	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	美国12月工业产出月率	0.20
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	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	-
		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。