

国内经济略显平淡，美国通胀超预期

观点

展望后市：宏观因素短期内较难形成共振，从三个角度来看分析大宗商品的走势。一是，海外层面：经济如何着陆与降息预期之间的反复，美国经济走向、通胀和就业变化，决定着美联储降息的节奏，将继续给资本市场带来波动。二是，国内弱现实（主要是地产与出口）与强预期（财政、货币和房地产政策加码、基建投资回升）之间的博弈是决定短期波动的关键，节前还要关注补库需求的变化。三是，地缘政治因素，巴以局势出现了外溢风险——红海危机，并且这种风险随着美英发动空袭而出现了进一步扩大的风险，直接影响全球供应链的安全，且这种影响正在向长期化发展。

核心逻辑

(1) 本周大宗商品指数偏弱震荡，一是，美国通胀好于预期，降息预期出现变化，压制风险偏好；二是，国内经济弱现实打击黑色系商品，价格纷纷高位回落；三是，红海危机出现反复，集运指数和国际油价大幅波动。

(2) 社融略显平淡，外贸略超预期。1) 社融增速整体较为平淡，或表明内需不足的问题依旧突出，预计政策发力窗口渐进，预计一季度降准降息概率有所提升。展望 2024 年货币政策总体稳中偏松，总量层面着眼于提振内需，支持地方债务风险化解，央行降准降息存在较大的空间。同时，结构性货币政策工具将受到进一步的倚重，其中，PSL 重出江湖，将继续为信贷增长提供支持。2) 12 月外贸的整体表现略好于预期，展望 2024 年，IMF 预计 2024 年全球经济增长 2.9%，略低于 2023 年的 3%，全球需求可能小幅放缓。考虑到一季度基数较高，出口可能再次下跌，但随着基数回落，下半年出口增速可能转正，预计 2024 年出口增速将较 2023 年回升并有望转正。进口方面，随着国内经济持续复苏，需求有望逐步企稳回暖，进口增速料将回升。

(3) 美国 CPI 表现超预期。美国 12 月 CPI 同比上涨 3.4%，核心 CPI 同比 3.9%，表现超出市场预期，表明美国通胀仍存在较强的韧性，回落速度偏缓慢，这打击了市场对于美联储提前降息的乐观预期，数据公布后市场对美联储 3 月和 5 月降息的可能性下调。同日，纽约联储主席威廉姆斯发表讲话时暗示，尽管货币政策已经紧缩到足够水平，但何时降息还需要参考更多数据。展望未来，我们认为在美国经济趋弱背景下美联储降息的方向不变，但通胀仍有韧性或对联储货币政策的节奏有所影响，资产价格可能波动较大。

宏观·周度报告

2024 年 01 月 14 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 社融略显平淡，外贸略超预期

1、12月社融较为平淡

中国人民银行公布的数据显示，中国12月社会融资规模增量19400亿人民币，前值24500亿人民币。中国12月M2货币供应同比9.7%，前值10.0%。中国12月新增人民币贷款11700亿人民币，前值10900亿人民币。中国12月M1货币供应同比1.3%，前值1.3%。中国12月M0货币供应同比8.3%，前值10.4%。

(1) 信贷总量同比少增，结构边际改善。12月新增人民币贷款1.17万亿，同比少增2401亿元，结构上出现居民端小幅多增、企业少增的特点。具体来看：

①居民部门：中长贷增长仍弱、短贷同比多增。12月居民贷款同比多增468亿元，其中，中长期贷款在低基数的影响下同比少增403亿元，表明居民现阶段加杠杆意愿依旧不强，这与商品房销售仍疲软相互印证；短期贷款同比多增872亿元，延续了11月以来的回升趋势，反映出了居民短期现金需求较2022年同期有所回升，或表明居民短期的消费意愿有所增加。

②企业部门：短贷和票据冲量边际放缓，实体需求或尚未实质性好转。12月企业贷款新增8916亿元，同比少增3721亿元，其中，由于2022年基数效应，企业中长贷同比少增3498亿元，但与2018-2022年均值相比，依然保持了较高规模增长；相比之下，企业短贷同比多减219亿元，或表明企业短期资金需求不高。此外，票据融资同比多增351亿元，非银贷款同比多增105亿元。

总体而言，12月人民币信贷较为平淡，居民中长期贷款景气度偏低，反映出了居民加杠杆意愿依旧不强，这与商品房销售偏弱相互印证；但企业中长贷仍存韧性和居民短贷回升给信贷总量带来支撑。

(2) 国债发行推动社融总量同比多增。12月社融新增1.94万亿元，同比多增6169亿元，社融存量增速升至9.5%。政府债券为主要拉动项，企业债券、委托、信托贷款多增对冲表内信贷下降。具体分项来看：社融口径人民币贷款1.1万亿元，同比少增3351亿元。贷款增量偏低的同时，地方政府化债或一定程度缩减存量，12月政府债券主要由国债组成，当月国债净融资额达8476亿元，万亿增发国债的发行支撑了社融增长。企业债券融资延续改善，12月企业债券融资同比少减2262亿元；表外业务的收缩较2022年同期有所放缓，委托和信托贷款同比多增1170亿元；企业股票融资继续下滑，同比少增935亿元；未贴现银行承兑汇票同比大幅减少，多减1315亿元。

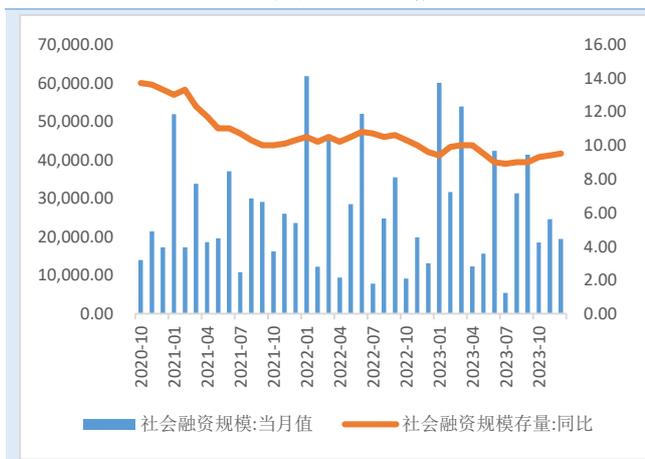
(3) M1增速止住跌势，M2同比延续下滑。12月M1增速与前值持平于1.3%，M2增速下降0.3个百分点至9.7%，M1-M2剪刀差小幅缩窄。

12 月份，人民币存款增加 868 亿元，同比少增 6402 亿元，其中，12 月居民存款增加 19780 亿元，同比少增 9123 亿元，主要与高基数及近期消费意愿有所回暖有关；非金融企业存款增加 3165 亿元，同比多增 2341 亿元；财政性存款减少 9221 亿元，同比少减 1636 亿元；非银行业金融机构存款减少 5326 亿元，同比少减 2 亿元。

M2 增速下行或与信贷派生减弱有关，一方面，经济基本面和实体融资需求未见显著拐点；另一方面，政策起效有一定时滞，万亿国债两批项目已下达，但资金使用到项目以及撬动配套信贷可能需等到今年一季度。

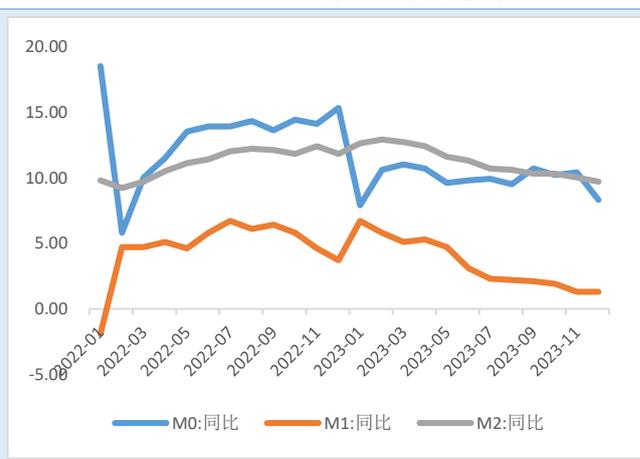
整体而言，社融增速整体较为平淡，或表明内需不足的问题依旧突出，预计政策发力窗口渐进，预计一季度降准降息概率有所提升。展望 2024 年货币政策总体稳中偏松，①总量层面来看：着眼于提振内需，支持地方债务风险化解，央行降准降息存在较大的空间。尤其是，2024 年美欧央行有望转向降息，也为我国以我为主、灵活实施货币政策提供了更大的空间。综合考虑支持经济回升向好、盘活存量贷款、着力化解地方债务风险等各类因素，预计 2024 年新增信贷和社融规模会比 2023 年小幅多增。②结构性层面来看：结构性货币政策工具将受到进一步的倚重，引导更多金融资源流向科技创新、先进制造、绿色发展、小微企业等重大战略、重点领域和薄弱环节。此外，着眼于为平急两用基础设施建设、城中村改造、保障房建设等三大工程提供长期低成本资金，2024 年 PSL 重出江湖，将继续为信贷增长提供支持。

图表 1：社融增速小幅回升



数据来源：Wind

图表 2：M2-M1 剪刀差有所收窄



数据来源：Wind

2、外贸表现略好于预期

根据海关总署统计，美元计价下，12 月我国出口金额 3036 亿美元，同比 2.3%，前值 0.5%；进口金额 2282 亿美元，同比 0.2%，前值-0.6%；12 月贸易顺差 753 亿美元，同比 9.2%，前值分别是 684.0 亿美元和 4.0%。

1) 出口展现出一定的韧性。12 月出口同比增速 2.3%，涨幅较上个月扩大 1.8 个百分点，环比上涨 4.0%，涨幅较上月有所回落，但略高于 5 年均值。尽管欧美市场需求偏弱，全球贸易量同比下降，叠加美

国供应链“去风险”，外需面临较大的压力，但稳外贸等一系列政策产生了成效，同时，汽车等制造业升级、国内产业链优势显现，展现出了我国出口较强的韧性。

2) 进口不强折射出内需相对偏弱。12月进口同比由-0.6%转正至0.2%，环比上来看，12月进口金额环比为2.12%，高于5年均值。整体来看，2023年我国进口金额同比下降5.5%，进口表现弱于出口，折射出了内需相对减弱。

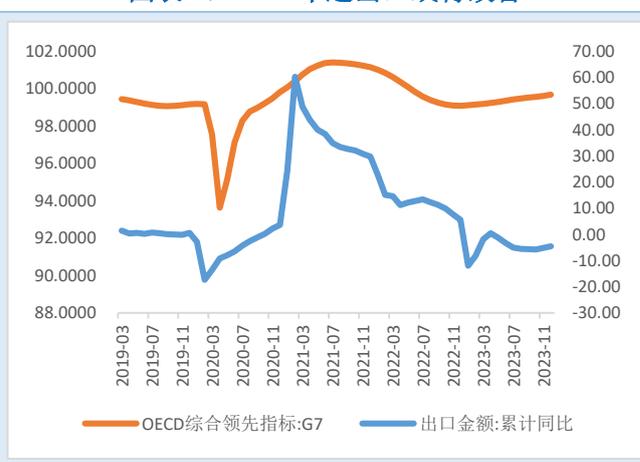
整体来看，12月外贸的整体表现略好于预期，展望2024年，IMF预计2024年全球经济增长2.9%，略低于2023年的3%，全球需求可能小幅放缓。考虑到一季度基数较高，出口可能再次下跌，但随着基数回落，下半年出口增速可能转正，预计2024年出口增速将较2023年回升并有望转正。进口方面，随着国内经济持续复苏，需求有望逐步企稳回暖，进口增速料将回升。

图表 3：外贸数据略好于预期



数据来源：Wind

图表 4：2024 年进出口或将改善



数据来源：Wind

1.2 国内政策跟踪

(1) 央行将强化逆周期和跨周期调节

1月9日消息，央行货币政策司司长邹澜在接受采访时表示，总量方面，将综合运用公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现、准备金等基础货币投放工具，为社会融资规模和货币信贷合理增长提供有力支撑，同时，防止资金淤积，引导金融机构加强流动性风险管理，维护货币市场平稳运行。优化资金供给结构，要做到有增有减，增的方面，要进一步提升货币信贷政策引导效能，紧扣重大战略、重点领域和薄弱环节，重点做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，服务好高质量发展；减的方面，要通过债务重组、市场出清等多种方式，盘活被低效占用的金融资源。价格方面，继续深化利率市场化改革，促进社会综合融资成本稳中有降。

具体来看，要合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系：一方面加强与财政政策的协调配合，保障政府债券顺利发行，继续推动公司信用类债券和金融债券市场发展；另一方面支持金融机构围绕九大重

重点任务积极挖掘信贷需求和项目储备，多措并举促进贷款合理增长。此外，2024年中国人民银行工作会议1月4日-5日在京召开，分析当前形势部署2024年工作，继续强调稳健的货币政策灵活适度、精准有效。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，促进社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。注重新增信贷均衡投放，提高存量资金使用效率，进一步优化信贷结构，确保社会融资规模全年可持续较快增长。

（2）央行批复千亿住房租赁团体购房贷款

1月11日，据经济观察网报道，央行已批复总额1000亿元的住房租赁团体购房贷款支持8个试点城市购买商品住房用作长租房，年化利率约为3.0%，期限最长不超过30年。贷款渠道主要为国开行、中国银行等7个国有银行。

2023年1月，中国人民银行印发《关于开展租赁住房贷款支持计划试点有关事宜的通知》，设立“租赁住房贷款支持计划”，贷款利率原则上不超过3.0%，对于符合要求的贷款，人民银行按贷款本金的100%予以资金支持，利率为1.75%。近期政策也在继续加大对住房租赁的支持力度，2024年1月5日，《中国人民银行 国家金融监督管理总局关于金融支持住房租赁市场发展的意见》从加强住房租赁信贷产品和服务模式创新、拓宽住房租赁市场多元化投融资渠道、加强和完善住房租赁金融管理等方面提出17条支持住房租赁市场发展的措施。

（3）统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革

1月7日至8日，全国商务工作会议在京召开。会议强调，2024年重点做好八个方面工作：一是推动消费持续扩大，完善市场和流通体系。以“消费促进年”为主线，办好各类促消费活动。激发消费潜能，培育壮大新型消费，稳定和扩大传统消费，推进服务消费品质升级。二是培育外贸新动能，加快建设贸易强国。升级货物贸易，拓展中间品贸易、跨境电商出口，创新服务贸易，发展数字贸易。三是打造“投资中国”品牌，促进外资稳量提质。四是提升开放平台效能，稳步扩大制度型开放。深入实施自贸试验区提升战略。五是高质量共建“一带一路”，抓好八项行动的落实落地。六是推动对外投资创新，提升合作质量水平。七是积极参与全球经济治理，强化多双边经贸合作。八是维护经济安全，守好安全底线。

1.3 海外：欧美数据表现指向不同

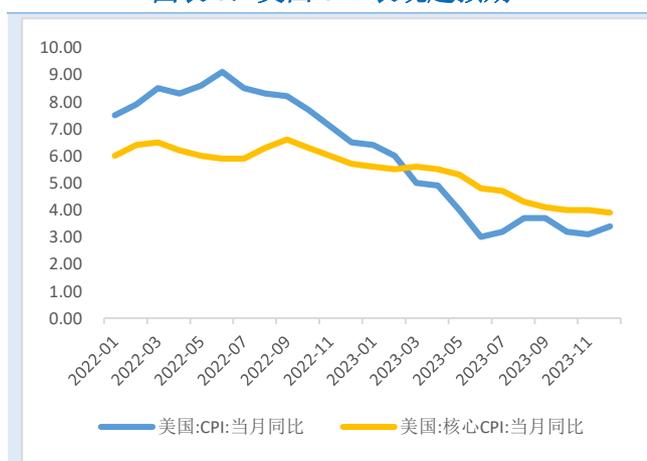
1、美国 CPI 表现超预期

当地时间1月11日，美国劳工统计局公布的数据显示，美国2023年12月CPI同比上涨3.4%，较11月的3.1%有所反弹，超出预期的3.2%，为三个月来的最高涨幅；环比增速升至0.3%，高于前值0.1%和预期的0.2%。其中，美联储更为关注的剔除食品和能源成本的核心通胀，同比增速为3.9%，较前值4.0%有所回落，但超过预期值3.8%，超级核心CPI（即剔除住房的核心服务通胀）同比为3.87%，环比上涨0.44%。

从分项来看，12月份住房价格继上月环比上涨0.4%后继续上涨0.5%，是除食品和能源以外的所有项目指数月度上涨的最大因素；能源指数在11月份下跌2.3%之后，在12月份上涨了0.4%；食品指数12月份和11月份一样上涨了0.2%；二手车价格连续第二个月上涨，超出市场此前下跌的预期，但涨幅较11月份的1.6%回落至0.5%。

整体而言，美国12月CPI表现超出市场预期，表明美国通胀仍存在较强的韧性，回落速度偏缓慢，这打击了市场对于美联储提前降息的乐观预期，数据公布后市场对美联储3月和5月降息的可能性下调。同日，纽约联储主席威廉姆斯发表讲话时暗示，尽管货币政策已经紧缩到足够水平，但何时降息还需要参考更多数据。展望未来，我们认为在美国经济趋弱背景下美联储降息的方向不变，但通胀仍有韧性或对联储货币政策的节奏有所影响，资产价格可能波动较大。

图表5：美国CPI表现超预期



数据来源：Wind

图表6：美国CPI环比增速



数据来源：Wind

2、欧元区零售销售转为下降，消费信心指数小幅回升

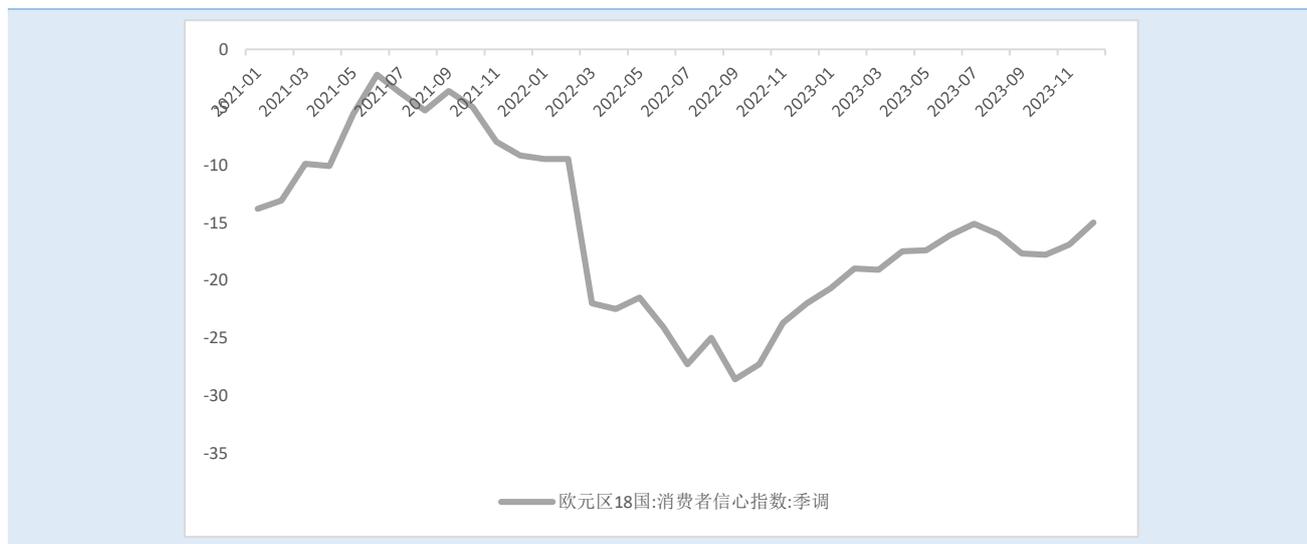
1) 当地时间1月8日，根据欧盟统计局数据，欧元区11月份零售额下降0.3%，由10月份上涨0.4%转为下降，并创下8月份以来零售额的最大降幅。11月欧元区零售销售数据下滑符合市场预期，其中，食品、饮料和烟草销售额连续第二个月下降，11月份下降0.1%，而由于在线零售下滑1.2%，非食品销售额(不包括燃料)下降0.4%。

同日数据显示，12月份欧元区消费者信心较11月份的-16.9回升至-15.0，修正至22个月以来的最高水平，欧元区整体经济信心指数从94升至96.4，创下2023年5月以来的最高水平，所有行业的信心均有所改善。从现状来看，欧元区消费依然较为低迷，不同国家之间存在分化但随着高通胀回落，消费者信心正在逐步回升，但仍处于负值区间。

2) 欧元区11月失业率创历史新低，欧央行降息前景不明朗。当地时间1月9日，欧盟统计局公布数据显示，欧元区11月失业率为6.4%，低于市场预期的6.5%，也低于10月6.5%的失业率，为有记录以来的最低水平。相当于3亿多人中约有近1100万人失业。欧央行持续加息使得欧元区经济陷入负增长，濒

临衰退，但欧元区劳动力市场却依然坚挺。展望未来，欧元区经济的不确定更强，虽然就业尚且稳定但需求端的压力或更大，欧洲货币政策转向的时点具有较大不确定性。

图表 7：欧元区消费信心指数小幅回升



数据来源：Wind

3、日本工资增速放缓

当地时间 1 月 11 日，日本厚生劳动省发布 11 月劳工现金收入数据，11 月日本劳工现金收入超预期大幅放缓至 0.2%，远低于预期的 1.5%，实际工资同比下降 3.0%，也低于 2.0% 的预期。超预期放缓的工资数据打压紧缩预期。日本央行行长植田和男高度关注工资趋势，一直以来寻求薪资上涨和物价上涨之间存在良性循环，以推动货币政策正常化。上个月，植田和男表示，如果持续实现 2.0% 通胀目标的可能性“持续攀升”，日本央行将考虑退出负利率政策。今年 3 月，日本主要公司的管理层将于工会举行一年一度的工资谈判（“春斗”）。此前，日本最大的工会联合会敦促企业原则上至少加薪 5.0%。1 月 23 日，日本央行将召开最新利率决议会议，届时会发布最新利率政策和经济增长预期。短期日央行或仍维持宽松，中期或逐渐回归正常化。

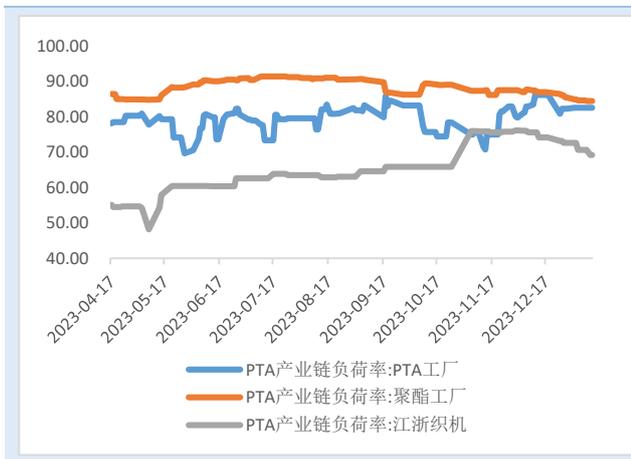
二、 高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有降

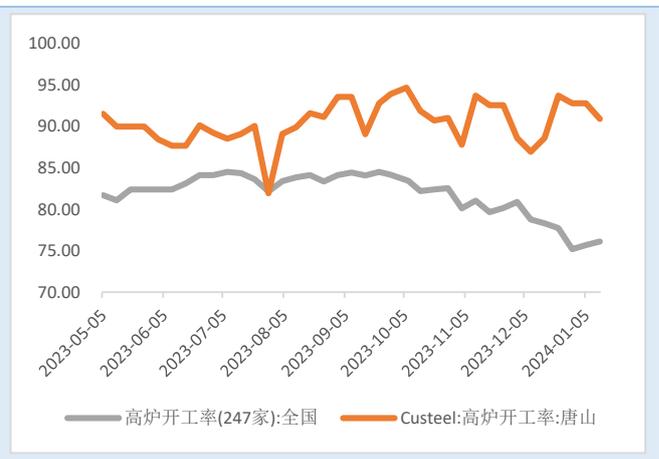
化工：生产负荷稳中有降，产品价格多数下跌。需求方面，淡季需求走弱，聚酯产业链产品价格多数下跌，截至1月12日，涤纶POY价格、PTA价格、聚酯切片价格等均小幅下跌。生产端，本周PTA产业链负荷率稳中有降，其中，PTA开工率下降至82%，聚酯工厂负荷率小幅降至84%，江浙织机负荷率小幅降至70%。

钢铁：生产小幅回升，需求持续走弱。全国高炉开工率小幅回升0.45个百分点至76.10%；进入传统的需求淡季，需求持续走弱。本周钢联数据显示，钢材产量小幅下降，表需小幅下降，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

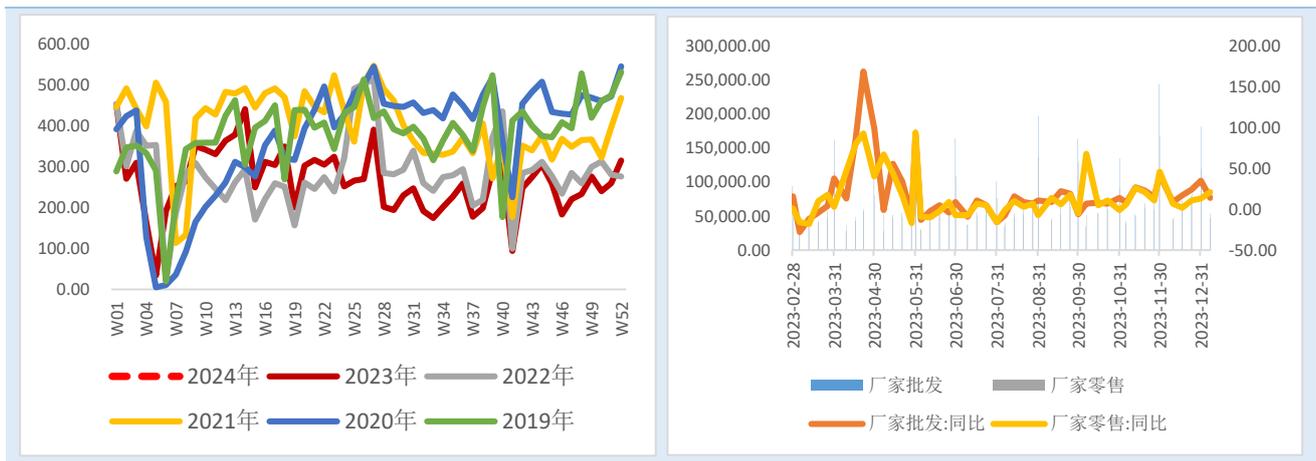
2.2 房地产销售周环比回升，乘用车零售同比增长

房地产销售周环比回升。截至1月11日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比上升24.22%，按均值计，月同比下降5.58%，其中，一、二、三线城市1月同比分别增长-23.13%、3.71%、-7.22%；1月，100个大中城市成交土地占地面积同比下降55.68%。

乘用车零售同比增长。据乘联会发布的数据显示，1月第一周全国乘用车市场日均零售5.4万辆，同比去年1月同期增长21.0%，环比上月同期增长14.0%。1月1-7日，乘用车市场零售37.8万辆，同比去年同期增长21.0%，较上月同期增长14.0%。

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

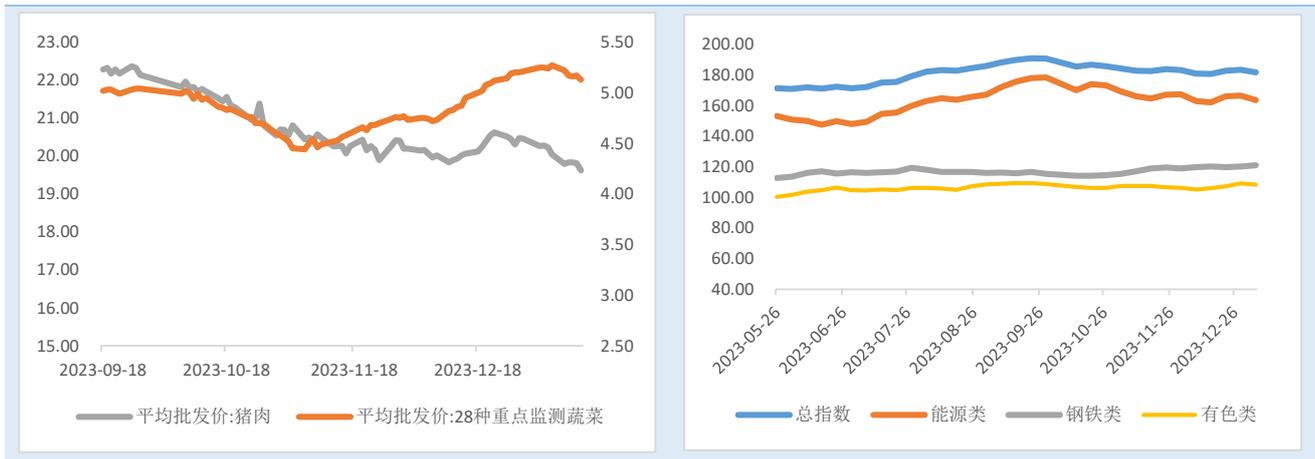
(1) 本周食品价格多数下跌。本周（截至1月12日）蔬菜均价环比下跌1.41%，猪肉均价环比下跌2.35%。

(2) CPI 同比降幅收窄，2024 年料将温和回升。12 月 CPI 同比降幅收窄至 0.3%，冬季运输受限、消费旺季等因素支撑食品价格回升；假期带来出行和娱乐消费增加，提升非食品价格水平。尽管我们看到 CPI 已经连续三个月出现负增长，但扣除能源和食品价格的核心 CPI 同比维持在 0.6% 的水平，表明现阶段并未形成通缩的格局，低通胀水平更多是受到猪肉、油价的拖累，尤其是猪价同比跌幅自 7 月以来一直处于-31.8%-17.9%之间，对 CPI 的拖累较大。展望未来，国内稳增长政策将继续发力，内需有望持续获得改善，同时，随着猪周期见底，猪肉价格或探底回升，同时，国际油价也有望在 OPEC+ 减产的影响下出现反弹，预计 2024 年通胀中枢有望回到“1”时代。不过，考虑到货币政策“灵活适度”而非强刺激、房地产将在低位运行一段时间、居民消费需求处于温和状态，意味着国内物价不会出现大幅度的反弹。

(3) PPI 同比降幅收窄，2024 年有望止跌转正。12 月 PPI 环比维持跌势，同比降幅收窄，一方面源于上年同期价格基数走低，同时稳增长政策发力，以内需为主的大宗商品价格继续上涨；另一方面，12 月国际原油价格波动走弱，对国内 PPI 造成一定的拖累。展望未来，随着新一轮的稳增长政策陆续推出（三大工程、基建、房地产松绑等），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 同比降幅将继续收窄，并有望在年中转正，但考虑到外部传导将继续减弱，预计 PPI 同比转正后仍将在低位运行。

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