



2024年2月19日

国内积极信号增加，美国去通胀非坦途

核心观点

- 海外方面，美国1月CPI全面超预期，CPI最新权重增加了住房价格的比重，而住房项是本次CPI超预期的重要推手。与此同时，剔除住房的超级核心服务通胀环比、同比均大幅上涨，引发市场对于去通胀不顺的担忧，而1月零售销售在假期消退后呈降温迹象。假期期间，通胀超预期叠加联储官员偏鹰，市场预期首次降息时点推迟至6月，10Y美债曾破4.3%，美元指数仍在104上方震荡，关注联储官员讲话及月末PCE数据。
- 国内方面，龙年春节出行流量创新历史新高，服务消费较好，地产依旧偏弱。1月社融超预期呈现“开门红”，结构也有所改善，主要由企业债、非标提振；信贷方面，企业、居民中长贷边际转好，表明实体融资意愿增强。1月物价数据在春节错位下再次探底，但CPI、PPI新涨价因素均呈现反弹迹象，代表内生需求出现积极信号。货币政策方面，2月MLF超额平价续作5000亿元，意在稳汇率，但结合此前央行多次释放积极信号、地产低迷的背景下，2月下调LPR利率仍然较大。
- 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

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F0384165

投资咨询号：Z0016301

一、海外宏观

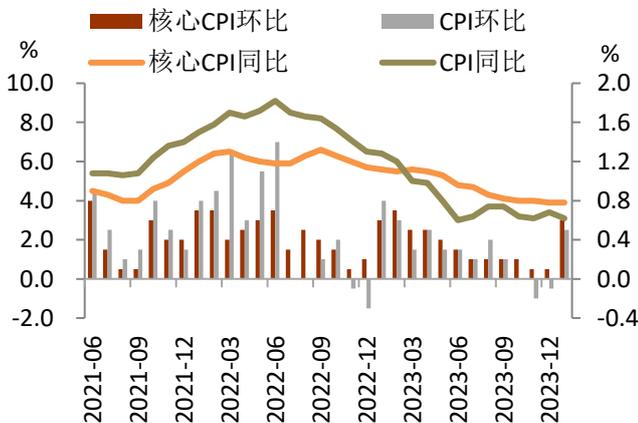
1、美国 CPI 超预期

CPI 全面超预期反弹。1月美国CPI同比录得3.1%，预期2.9%，前值3.4%；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3.7%，前值3.9%，为2021年5月以来最低；环比录得0.4%，预期0.3%，前值0.3%，创8个月来最大升幅。

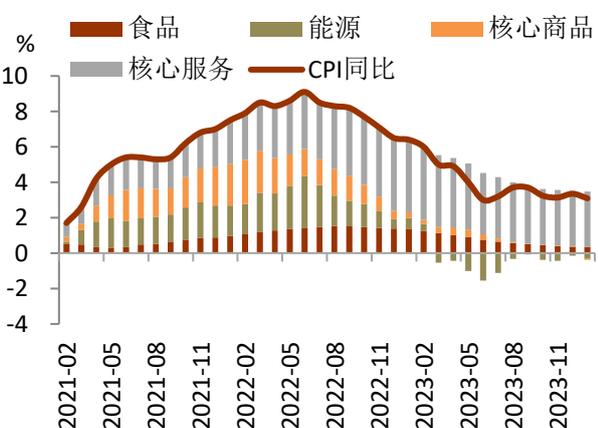
能源项、食品项带动CPI回落。1月CPI能源项环比录得-0.9%，前值-0.2%；同比录得-4.3%，前值-1.8%。1月美国天然气价格大幅下挫近15%，带动能源商品跌幅加剧，环比-3.2%、同比-6.8%；能源服务环比小幅回升至1.4%，同比回落至-1.8%。食品分项整体而言变化不大，环比回升至0.4%，同比回落至2.6%。

核心商品降温，核心服务热度再起。1月核心商品同比录得-0.3%，前值0.1%，环比录得-0.3%，前值-0.1%，其中服装、新车、二手车、药品环比跌幅加剧，娱乐商品和家具环比跌幅收窄。核心服务同比录得5.4%，前值5.3%，环比录得0.7%，前值0.4%，其中住房、医疗、教育通讯、交通运输等分项环比均显著提升，表明消费需求仍然强劲。美联储关注的超级核心通胀（核心服务剔除住房项）同比大幅反弹，录得4.3%，前值3.9%；环比录得0.8%，前值0.3%。

图表1 美国CPI及核心CPI



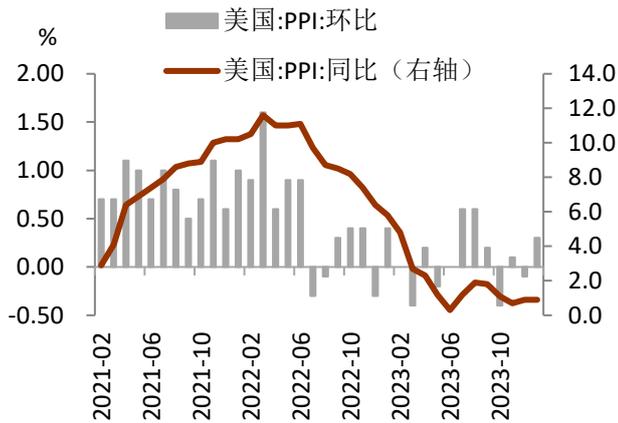
图表2 美国CPI同比贡献分项



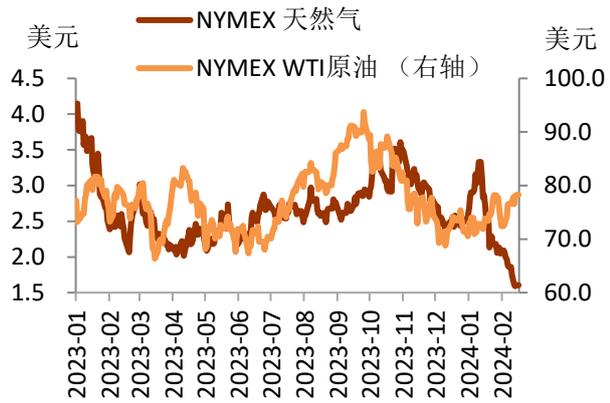
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

PPI与CPI相呼应，推迟市场降息预期。1月美国PPI同比录得0.9%，预期0.6%，前值1.0%；环比录得0.3%，预期0.1%，前值-0.1%。核心PPI同比录得2.0%，预期1.6%，前值1.8%；环比录得0.5%，预期0.1%，前值0.0%。从细分项看，最终需求服务增长0.6%，为去年7月来的最大增幅，推动1月的整体PPI数据走高；服务业类别同比重新加速，从1.14%增加到1.47%。商品部分下跌0.2%，为连续第四个月下跌，主要由于最终能源需求下降1.7%。

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

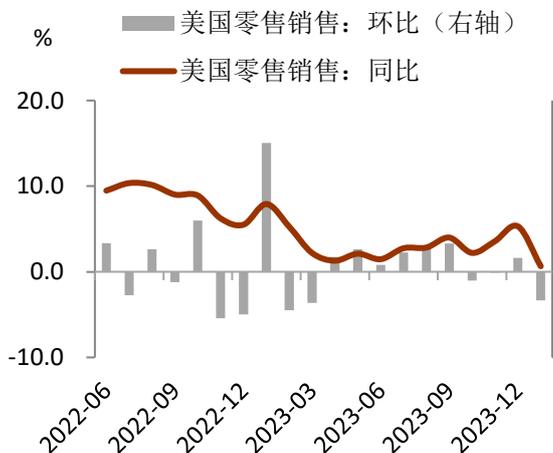
2、美国零售全面降温

美国零售超预期下行。美国 1 月零售环比录得-0.8%，预期-0.1%，前值下修至 0.4%，创下 10 个月新低；同比录得 0.6%，前值 4.0%，为 2020 年 6 月以来新低。核心零售环比录得-0.6%，预期 0.2%，前值 0.4%；同比录得 2.2%，前值 5.6%。

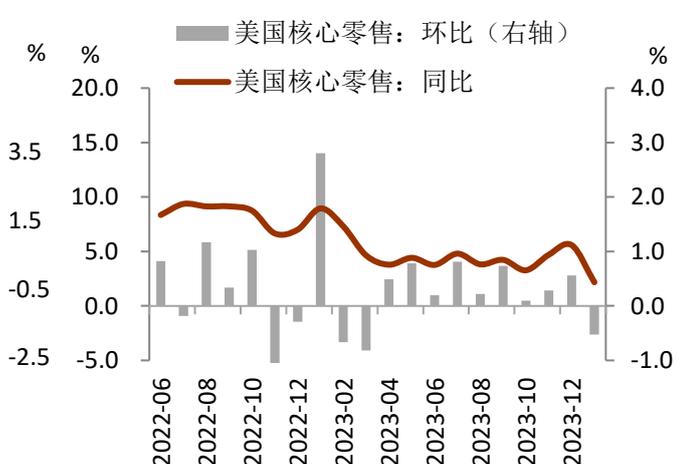
耐用品消费大幅降温。1 月耐用品消费同比录得-8.3%，前值-2.3%；环比录得-2.5%，前值 0.5%，其中建材项为最大拖累，环比增速从 0.9%降至-4.1%，或因 1 月寒潮天气拖累施工进度所致。汽车消费在 1 月也同样降温，同比录得-1.6%，前值 9.5%；环比-1.7，前值 0.3%。家具电器项同比回落、环比好转。

非耐用品消费同样降温。假期效应消退后，非耐用品消费整体降温，保健、服饰、运动商品、日用品、杂货店、线上零售消费环比均较 12 月呈不同幅度的下滑；餐饮类消费呈环比好转的迹象；加油站消费环比、同比均转弱。

图表5 美国零售销售



图表6 美国核心零售销售



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表7 美国零售销售分项

	环比			同比		
	2024年1月	2023年12月	2023年11月	2024年1月	2023年12月	2023年11月
零售总额	-0.8	0.4	0.0	0.6	5.3	3.6
核心零售 (不含汽油和汽车)	-0.5	0.6	0.3	2.2	5.6	4.7
分行业:						
机动车与零件经销商	-1.7	0.3	0.3	-1.6	9.5	5.8
家具、家饰、电子产品及家用电器商店	0.7	-0.5	-0.7	-8.3	-1.2	-0.8
建材、花园及相关物资经销商	-4.1	0.9	-1.4	-8.3	-2.9	-3.6
食品饮料商店	0.1	0.2	0.3	1.9	1.3	0.7
保健和个人护理产品商店	-1.1	-1.6	0.2	5.0	11.2	9.9
加油站	-1.7	-0.8	-3.7	-7.5	-6.1	-10.3
服装与装饰品商店	-0.2	1.3	1.2	0.5	4.8	1.6
体育用品、业余爱好、书籍及音乐商店	-0.2	-0.7	0.2	-3.2	-2.4	0.1
日用品商店	0.0	1.2	-0.2	0.9	3.3	1.0
杂货商店零售商	-3.0	-0.3	0.1	-2.7	5.8	7.0
无店面零售业	-0.8	1.4	0.4	6.4	9.5	8.9
食品服务与餐饮业	0.7	0.2	1.4	6.3	11.2	10.7

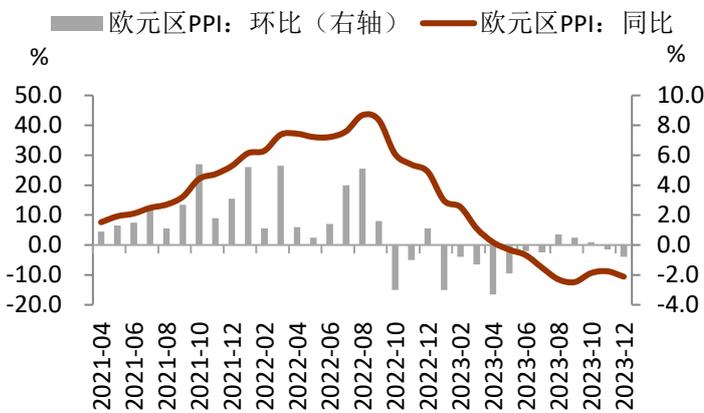
资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

3、欧盟下调欧元区 GDP 和通胀预期

欧盟下调欧元区今年 GDP 和通胀预期。2月15日, 欧盟将2024年欧元区GDP预测从1.2%下调至0.8%, 将2025年欧元区GDP预测从1.6%下调至1.5%。与此同时, 欧盟将2024年欧元区通胀预期从3.2%下调至2.7%, 将2025年欧元区通胀预期维持在2.2%不变。此前, 欧洲央行行长拉加德否认了即将降息的說法, 同时坚称将通胀降至2%是欧央行的目标。

欧元区 PPI 继续下滑, 零售销售如期下行。欧元区12月PPI同比录得-10.6%, 预期-10.5%, 前值-8.8%, 连续第八个月下滑; 环比录得-0.8%, 预期-0.8%, 前值-0.3%。同比方面, 欧元区12月PPI同比下滑幅度较大的主要原因是能源价格暴跌, 其中能源价格暴跌27.5%、中间产品价格下跌4.9%, 而资本货物、耐用消费品、非耐用品价格均有所上涨。欧元区12月零售销售同比-0.8%, 预期-0.9%, 前值-0.4%; 环比-1.1%, 预期-1.0%, 前值0.3%。

图表8 欧元区 PPI



图表9 欧元区零售销售



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

二、国内宏观

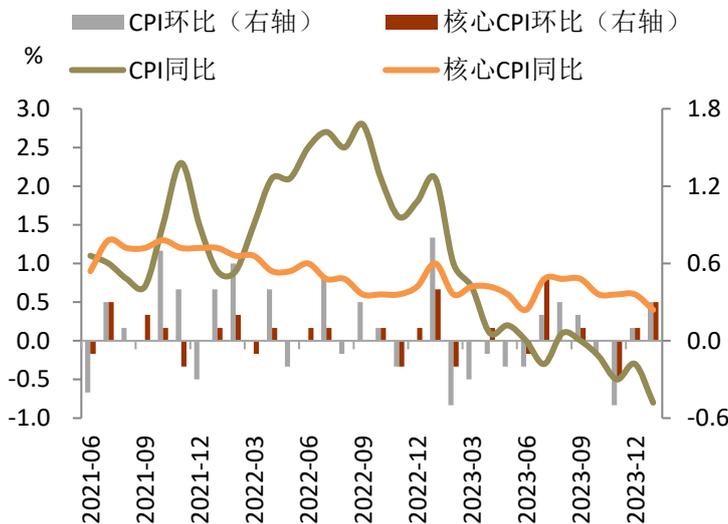
1、春节错位带来 CPI 探底

CPI、PPI 连续 3 个月均处于负值。1 月 CPI 同比录得-0.8%，预期-0.5%，前值-0.3%，连续 4 个月处于负区间；环比录得 0.3%，预期 0.4%，前值 0.1%。核心 CPI 同比录得 0.4%，前值 0.6%；环比录得 0.2%，前值 0.1%。PPI 同比录得-2.5%，预期-2.6%，前值-2.7%；环比录得-0.2%，前值-0.3%。

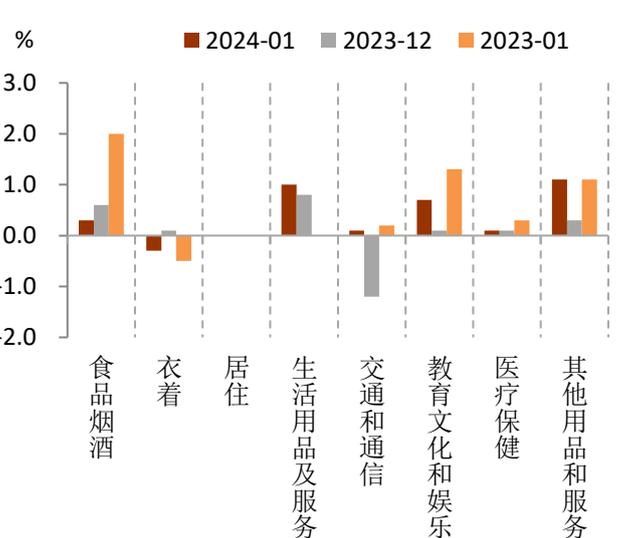
春节错位导致 CPI 同比降幅扩大。食品项同比录得-5.9%，环比录得 0.4%，均较上月有大幅回落，其中鲜菜、鲜果带来的拖累较大。非食品项同比录得 0.4%，前值 0.5%；环比录得 0.2%，前值-0.1%，其中交通项、教育娱乐、生活服务环比改善，衣着、食品烟酒环比拖累。拆分 CPI 的变动因素，1 月 CPI 翘尾因素同比-1.1%，新涨价因素同比 0.3%，为近一年新高，内需复苏有边际好转迹象。

PPI 边际好转，上游好、中下游弱格局未变。1 月生产资料同比录得-3.0%，环比录得-0.2%，采掘业、原料业、加工业降幅均收窄；生活资料同比录得-1.1%，环比录得-0.2%，食品类降幅收窄、耐用品消费边际转弱。细分行业看，黑色采选、燃气生产、电热供应、有色采选 PPI 环比增速较高，石油加工、石油开采、化学制造业等下游制造业 PPI 依旧偏弱。拆分 PPI 的变动因素，1 月 PPI 翘尾因素同比-2.3%，新涨价因素同比-0.2%，呈现好转迹象。

图表 10 CPI 及核心 CPI

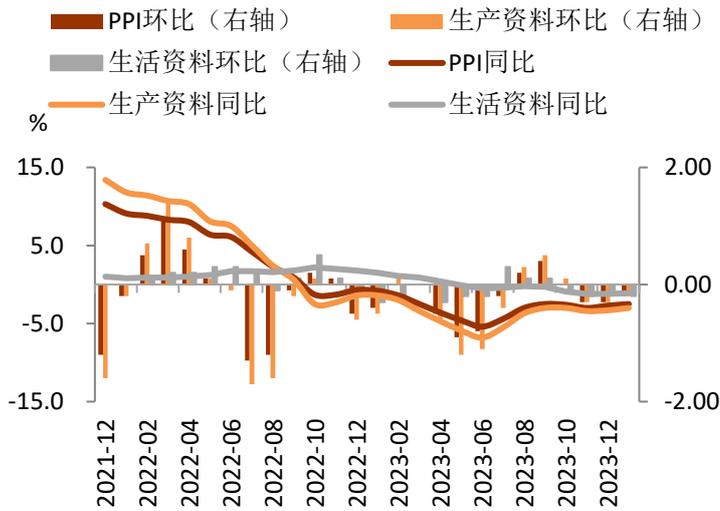


图表 11 CPI 环比分项

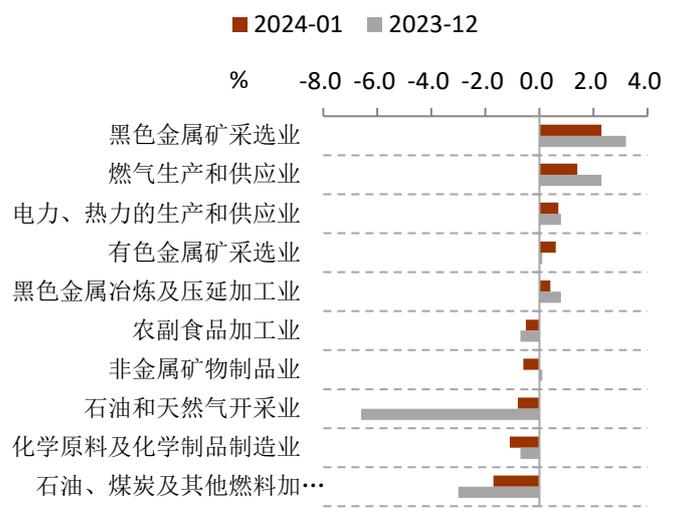


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 PPI、生产资料和生活资料



图表 13 PPI 分行业环比增速前五、后五



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

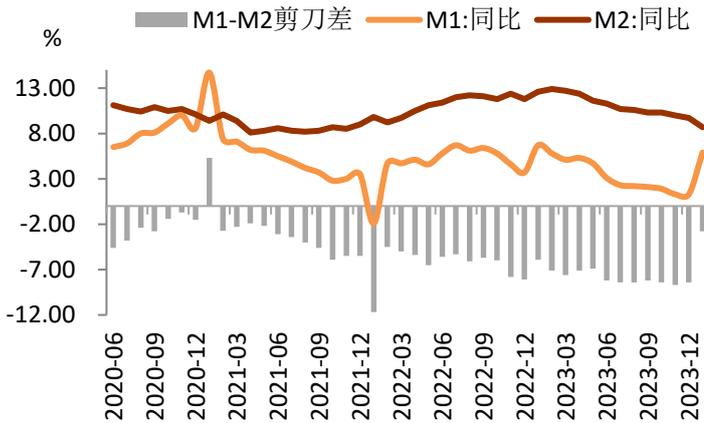
2、社融成色改善、实体融资需求好转

社融总量超预期，结构改善。1月社融当月新增6.5万亿元，预期5.6万亿元，前值1.9万亿元，同比多增5044亿元。其中，**政府债券**当月新增2947亿元，同比多增-1193亿元，此前作为社融的主要支撑项逐渐退坡；**人民币贷款**当月新增4.84万亿元，同比多增-914亿元，处于历年同期较高水平；直接融资方面，**企业债券**当月新增4835亿元，低利率刺激企业债发行放量，叠加去年低基数导致同比多增3197亿元；**股票融资**当月新增422亿元，同比多增-542亿元，IPO政策仍偏紧；**外币贷款**当月新增989亿元，同比多增1120亿元；**非标融资**中，未贴现承兑汇票较为亮眼，当月新增5635亿元，同比多增2672亿元，指向实体融资需求转暖。

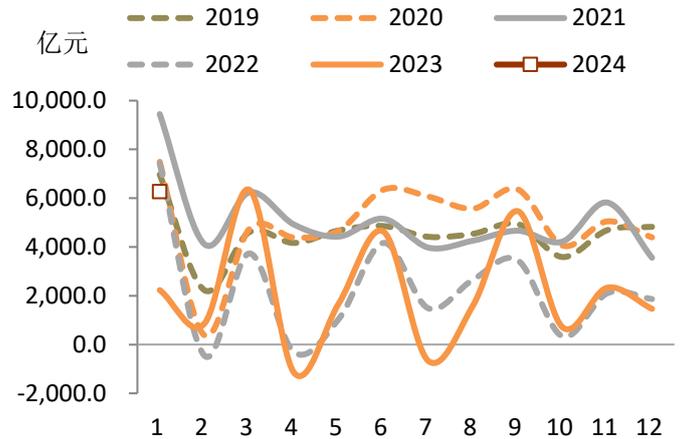
信贷结构呈修复迹象，私人部门融资需求好转。1月新增人民币贷款4.92万亿元，预期4.5万亿元，前值1.17万亿元，同比多增200亿元。**居民部门**贷款当月新增9801亿元，其中短贷3528亿元、中长贷6272亿元，两者分别同比多增3187亿元、4041亿元，在1月偏弱的地产高频销售数据下，居民中长期改善的持续性有待观察。**企业部门**贷款当月新增38600亿元，其中短贷14600亿元、中长贷33100亿元、票据融资-9733亿元，三者分别同比多增-500亿元、-1900亿元、-5606亿元，尽管企业中长贷仍然同比负增，但1月新增处于历年同期的次高点，反映出企业的融资意愿在逐步恢复，与企业债的回暖相呼应。

春节错位导致M1-M2剪刀差大幅收敛。1月M0同比录得5.9%，前值8.3%；M1同比录得5.9%，预期2.9%，前值1.3%；M2同比录得8.7%，预期9.3%，前值9.7%。M1-M2剪刀差收敛至-2.8%，一方面受到春节效应扰动，另一方面反映资金空转迹象得到抑制，但仍需观察其持续性。

图表 14 M1-M2 增速剪刀差



图表 15 居民中长期贷款



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 16 1 月金融数据各分项

	2024年1月		2023年12月		2023年11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	65000	5044	19401	6338	24554	4717
人民币贷款	48400	-914	11092	-3309	11120	-328
外币贷款	989	1120	-635	1030	-357	291
委托贷款	-359	-943	-43	58	-386	-298
信托贷款	732	794	347	1111	197	562
未贴现银行承兑汇票	5635	2672	-1867	-1313	202	11
企业债券	4835	3197	-2741	2146	1388	784
非金融企业境内股票融资	422	-542	508	-935	359	-429
政府债券	2947	-1193	9324	6515	11512	4992
信贷	49200	200	11700	-2300	10900	-1200
居民部门	9801	7229	2221	468	2925	298
短期贷款	3528	3187	759	872	594	69
中长期贷款	6272	4041	1462	-403	2331	228
企业部门	38600	-8200	8916	-3721	8221	-616
短期贷款	14600	-500	-635	-219	1705	1946
中长期贷款	33100	-1900	8612	-3498	4460	-2907
票据融资	-9733	-5606	1497	351	2092	543
社融同比增速	9.5		9.5		9.4	
社融同比增速（剔除政府债券）	8.2		8.5		8.6	
信贷同比增速	10.1		10.4		10.7	
M0同比增速	5.9		8.3		10.4	
M1同比增速	5.9		1.3		1.3	
M2同比增速	8.7		9.7		10.0	

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、大类资产表现

1、权益

图表 17 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	4096.41		5.72	2.66	-10.27	
上证指数	2865.90		4.97	2.77	-3.67	
深圳成指	8820.60		9.49	7.40	-7.39	
创业板指	1726.86		11.38	9.76	-8.70	
A股	上证50	2352.58		5.54	4.36	1.14
	沪深300	3364.93		5.83	4.65	-1.93
	中证500	5150.23		12.86	9.65	-5.14
	中证1000	4993.10		9.15	4.35	-15.19
	科创50	751.50		11.60	9.73	-11.80
港股	恒生指数	16339.96		3.77	5.52	-4.15
	恒生科技	3342.73		6.89	11.21	-11.20
	恒生中国企业指数	5558.86		4.75	7.02	-3.63
海外	道琼斯工业指数	38627.99		-0.11	1.25	2.49
	纳斯达克指数	15775.65		-1.34	4.03	5.09
	标普500	5005.57		-0.42	3.30	4.94
	英国富时100	7711.71		1.84	1.06	-0.28
	法国CAC40	7768.18		1.58	1.46	2.98
	德国DAX	17117.44		1.13	1.26	2.18
	日经225	38487.24		4.31	6.06	15.01
	韩国综指	2648.76		1.09	6.07	-0.25

资料来源：iFinD，铜冠金源期货（注：A股周度数据统计区间为2月5日-2月8日）

2、债券

图表 18 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	1.91		2.76	3.81	-17.51
	2年期国债收益率	2.14		0.31	2.33	-7.46
	5年期国债收益率	2.31		1.10	3.10	-9.49
	10年期国债收益率	2.44		0.16	1.00	-12.25
	10Y-1Y国债期限利差	0.52		-2.60	-2.81	5.26
	SHIBOR (7天)	1.79		-5.50	-3.80	-7.60
	DR007	1.78		-6.11	-8.77	-12.50
海外	2年期美债收益率	4.64		18.00	37.00	41.00
	5年期美债收益率	4.29		16.00	38.00	45.00
	10年期美债收益率	4.30		13.00	31.00	42.00
	10Y-2Y美债期限利差	-0.34		-5.00	-6.00	1.00
	10年期德债收益率	2.38		3.00	16.00	36.00
	10年期法债收益率	2.88		1.50	21.50	31.90
	10年期意债收益率	3.89		-3.00	15.50	17.40
	10年期日债收益率	0.74		73.60	-0.10	8.90

资料来源：iFinD，铜冠金源期货（注：国内标的周度数据统计区间为2月5日-2月8日）

3、商品

图表 19 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	2,504.05		0.84	-0.58	-0.96
CRB商品指数	272.59		-0.64	0.07	3.32
沪铜	67,960.00		-1.26	-1.88	-1.46
上海螺纹钢	3,854.00		0.47	-1.05	-3.65
COMEX黄金	2,025.50		-0.65	-2.03	-2.23
COMEX白银	23.48		3.90	1.32	-2.54
WTI原油	78.24		1.82	3.15	9.20
ICE布油	83.58		1.69	3.76	8.49
LME铜	8,472.00		3.71	-1.59	-1.02
LME铝	2,216.00		0.00	-2.81	-7.05
CBOT豆粕	339.00		-2.25	-7.96	-12.18

资料来源：iFinD，铜冠金源期货（注：国内标的周度数据统计区间为2月5日-2月8日）

4、外汇

图表 20 外汇市场表现

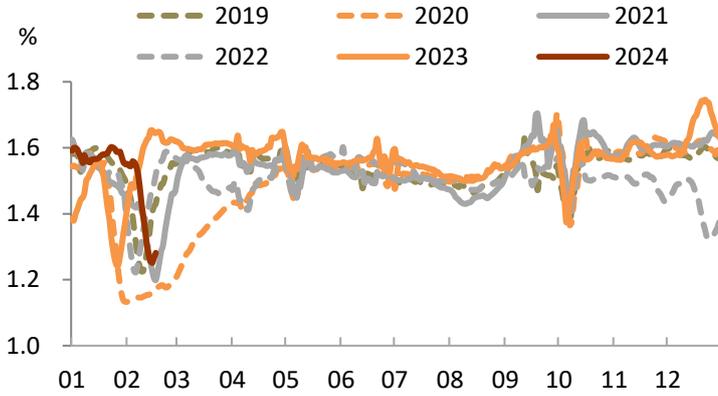
指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
美元兑人民币	7.19		0.19	0.18	1.42
美元兑离岸人民币	7.21		-0.08	0.37	1.23
欧元兑人民币	7.76		-0.07	-0.27	-1.39
英镑兑人民币	9.09		-0.77	-0.23	0.46
日元兑人民币	4.82		-1.55	-0.91	-3.98
美元指数	104.28		0.20	0.73	2.86

资料来源：iFinD，铜冠金源期货（注：国内标的周度数据统计区间为2月5日-2月8日）

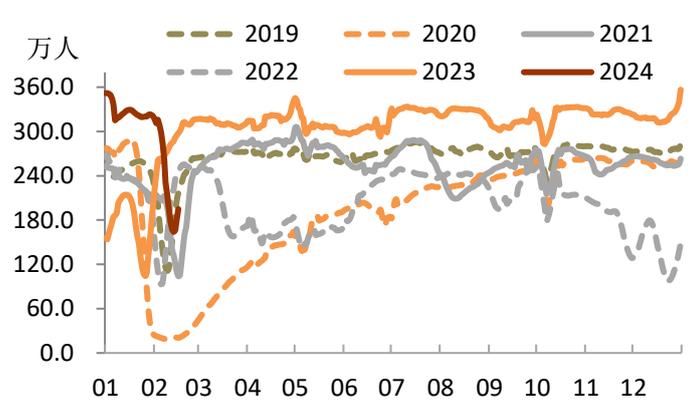
四、高频数据跟踪

1、国内

图表 21 百城拥堵指数

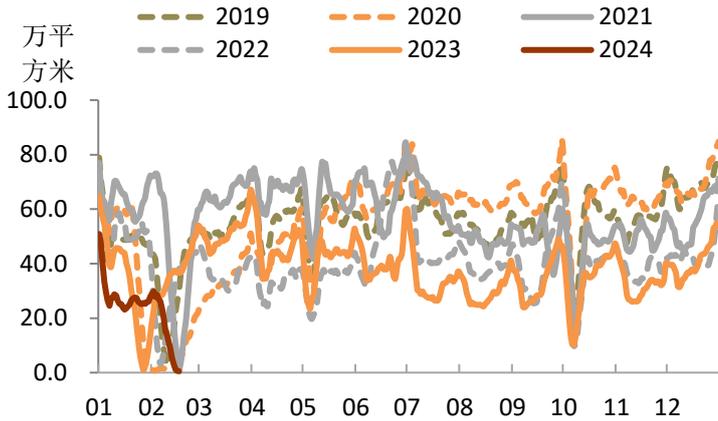


图表 22 23 城地铁客运量

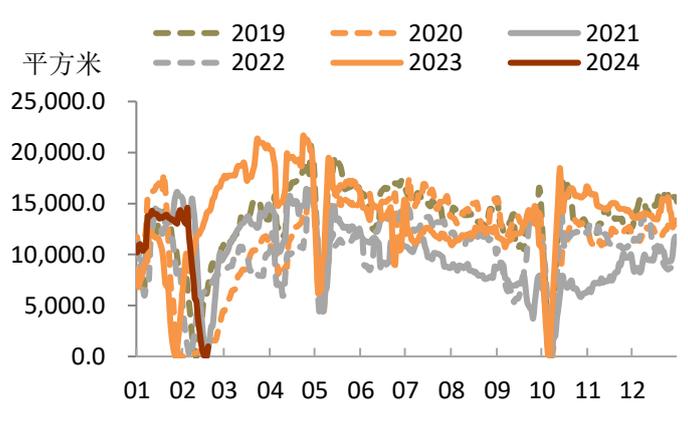


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 23 30 城商品房成交面积

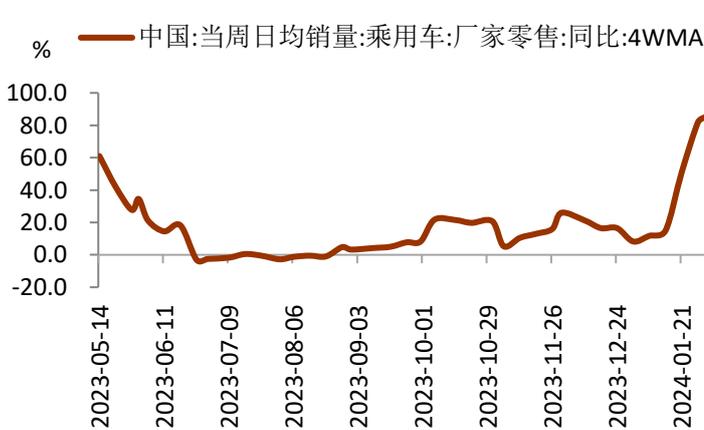


图表 24 12 城二手房成交面积

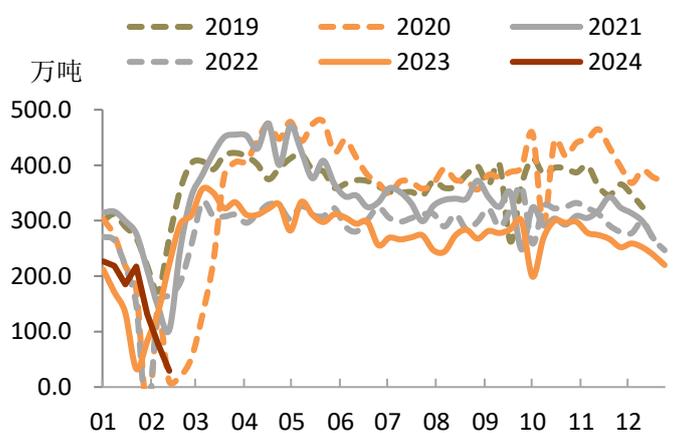


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 25 乘用车销量



图表 26 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 27 红皮书商业零售销售

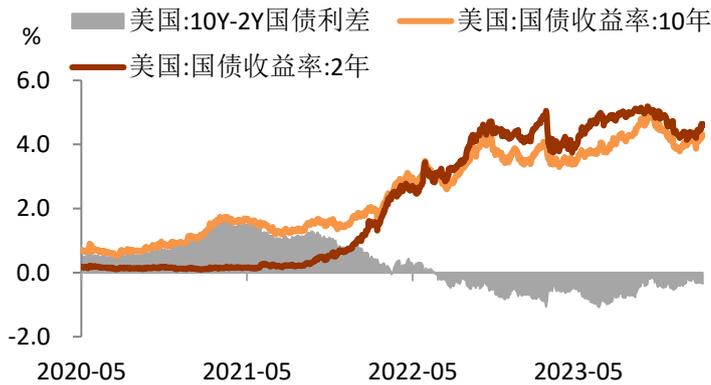


图表 28 失业金申领人数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 29 美债利差倒挂幅度



图表 30 FedWatch 利率变动概率

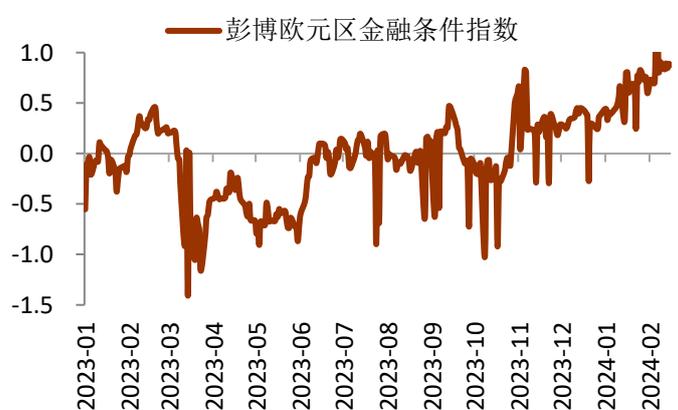
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%	90.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	35.2%	61.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	25.7%	53.7%	18.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	18.7%	45.4%	28.9%	5.5%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	14.9%	39.5%	32.5%	10.6%	1.2%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	8.7%	28.4%	35.7%	20.5%	5.4%	0.5%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.5%	6.6%	23.2%	33.7%	24.5%	9.5%	1.9%	0.1%
2025/1/29	0.0%	0.3%	4.1%	16.5%	29.5%	28.2%	15.5%	4.9%	0.8%	0.1%
2025/3/12	0.1%	1.7%	8.7%	21.3%	29.0%	23.5%	11.6%	3.4%	0.5%	0.0%

数据来源: iFinD, CME, 铜冠金源期货

图表 31 彭博美国金融条件指数



图表 32 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 33 重要经济数据及事件

日期	时间	数据/事件	前值	预期
2月20日	9:15	中国至2月20日一年期贷款市场报价利率	3.45	3.45
		中国至2月20日五年期贷款市场报价利率	4.2	4.1
	17:00	欧元区12月季调后经常帐(亿欧元)	246.0	-
		欧元区12月末季调经常帐(亿欧元)	317.0	-
	18:00	欧元区12月建筑业产出年率	-2.2	-
		欧元区12月建筑业产出月率	-1.0	-
	23:00	美国1月谘商会领先指标月率	-0.1	-0.3
2月21日	21:55	美国至2月17日当周红皮书商业零售销售年率	2.5	-
	23:00	欧元区2月消费者信心指数初值	-16.1	-15.7
2月22日	17:00	欧元区2月制造业PMI初值	46.6	47.0
		欧元区2月服务业PMI初值	48.4	48.8
	18:00	欧元区1月CPI年率终值	2.8	2.8
		欧元区1月CPI月率	-0.4	-0.4
		欧元区1月核心CPI年率终值	3.6	-
		欧元区1月核心CPI月率终值	-0.6	-
	21:30	美国至2月17日当周初请失业金人数(万人)	21.2	21.8
		美国至2月10日当周续请失业金人数(万人)	189.5	188.0
		美国1月芝加哥联储全国活动指数	-0.2	-0.3
	22:45	美国2月Markit制造业PMI初值	50.7	50.5
美国2月Markit服务业PMI初值		52.5	52.1	
23:00	美国1月成屋销售总数年化(万户)	378.0	397.0	
	美国1月成屋销售年化月率	-1.0	5.0	

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，也未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。