



2024年1月29日

国内政策继续加码，美国核心PCE下行

核心观点

- 海外方面，美国四季度GDP再度超预期，12月PCE整体符合预期，核心PCE同比超预期下行至2.9%，1月Markit制造业、服务业PMI超预期。目前美国经济热度仍存，通胀缓慢降温，美元指数在103上方震荡，10Y收益率围绕4.15中枢震荡，市场仍然交易5月开启降息周期、全年降息幅度为150BP。本周关注美联储FOMC会议及1月非农就业数据，美联储的表态或重新引导市场定价降息节奏。
- 国内方面，2023年全年工业企业利润同比-2.3%，降幅较2022年收窄1.7%；12月单月同比增速为16.8%，较11月有所下降，其中上游制造业增幅较高，中下游制造业受内需疲软拖累，公共事业保持较高增速，采矿业大幅下降。12月产成品存货较11月有所反弹，但仍处于较低水平，补库周期的开启仍看需求。上周国内政策频出，央行超预期降准50BP加定向降息，地产方面房企端、销售端均有实质性的宽松政策，资本市场同步出台相关政策提振信心。
- 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月美国核心PCE下行

12月美国PCE物价指数同比录得2.6%，预期2.6%，前值2.6%；环比录得0.2%，预期0.2%，前值-0.1%。核心PCE同比录得2.9%，预期3.0%，前值3.2%，创下2021年3月以来新低；环比录得0.2%，预期0.2%，前值0.1%。

能源项跌幅收窄，食品项小幅反弹。12月PCE能源项环比录得0.3%，前值-2.7%，其中能源商品跌幅显著收窄，12月国际油价、天然气降幅较前月收窄，能源服务增长有所下行；食品项环比录得0.1%，前值-0.1%。

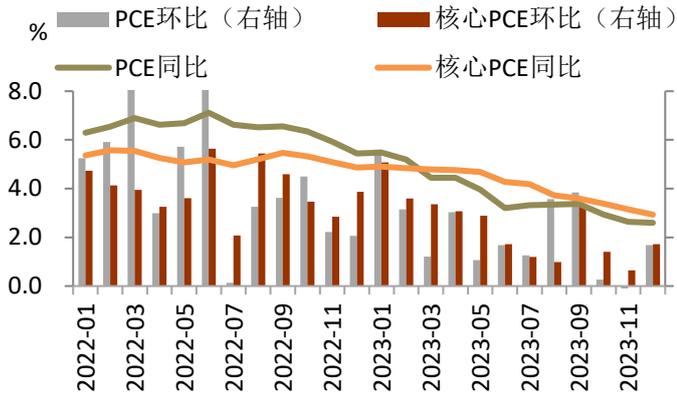
核心商品继续降温，核心服务小幅反弹。12月核心PCE同比继续下行，其中核心商品同比录得-0.1%，核心服务同比录得4.0%，均保持降温的趋势。商品项中，汽车及零部件、娱乐商品环比回落，家具及其他耐用品环比走高；服务项中，粘性较强的住房项同比、环比均回落，休闲娱乐、餐饮住宿受到圣诞假期提振环比上行，医疗保健、运输服务环比下行。联储较为关注的超级核心通胀（剔除住房和能源项的PCE服务）同比回落0.2%至3.3%。

图表1 美国PCE通胀分项

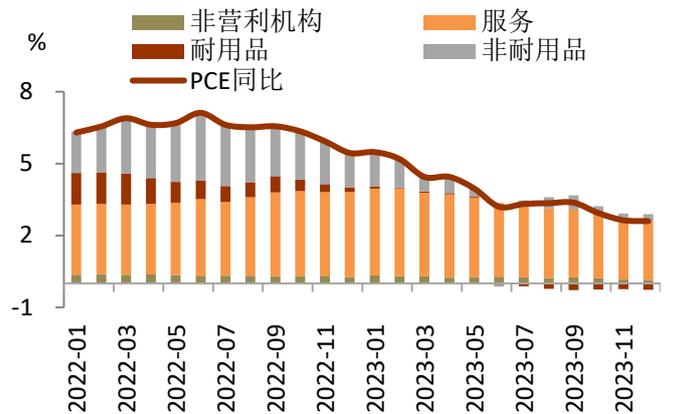
PCE	环比			同比		
	2023年12月	2023年11月	2023年10月	2023年12月	2023年11月	2023年10月
PCE	0.2	-0.1	0.0	2.6	2.6	2.9
核心PCE	0.2	0.1	0.1	2.9	3.2	3.4
核心商品	-0.3	-0.4	0.0	-0.1	0.1	0.3
核心服务	0.3	0.2	0.2	4.0	4.3	4.5
食品和能源	0.1	-1.0	-0.8	0.2	-1.0	-0.2
食品	0.1	-0.1	0.2	1.5	1.8	2.4
能源	0.3	-2.7	-2.7	-2.2	-6.0	-4.7
能源商品	-0.2	-5.6	-4.6	-3.0	-9.8	-6.4
能源服务	0.9	1.7	0.5	-1.0	-0.1	-2.3
商品	-0.2	-0.7	-0.3	0.0	-0.3	0.2
耐用品	-0.4	-0.4	-0.3	-2.3	-2.1	-2.2
机动车及零件	0.1	0.7	-0.4	0.0	-0.6	-1.5
家具和耐用家用设备	-0.1	-1.2	-0.2	-3.1	-2.8	-2.2
娱乐商品和车辆	-1.7	-1.2	-0.4	-5.1	-4.2	-4.4
其他耐用品	1.0	-0.5	0.2	0.1	0.3	1.4
非耐用品	-0.1	-0.9	-0.3	1.3	0.7	1.6
食品饮料	0.1	-0.1	0.2	1.5	1.8	2.4
服装与鞋袜	-0.1	-1.4	0.0	0.9	1.1	2.5
汽油和其他能源	-0.2	-5.6	-4.6	-3.0	-9.8	-6.4
其他非耐用品	-0.1	0.0	0.4	2.6	3.0	3.1
服务	0.3	0.3	0.2	3.9	4.1	4.3
住房与公用事业	0.5	0.6	0.4	5.6	6.0	5.9
租金支出	0.4	0.5	0.5	6.5	6.9	7.2
自有住房租金估算	0.5	0.5	0.4	6.3	6.7	6.8
电力和燃气	0.9	1.7	0.5	-1.0	-0.1	-2.3
医疗保健	0.1	0.2	0.4	2.4	2.4	2.3
运输服务	-0.1	1.0	0.3	3.9	5.9	4.3
休闲娱乐	0.9	0.2	0.2	4.9	4.5	5.3
餐饮住宿	0.3	0.2	0.0	4.4	4.6	4.7
金融保险	0.5	-0.1	-0.2	3.1	3.1	4.0
其他服务	0.1	0.0	0.0	2.7	2.9	3.4

资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

图表 2 PCE 及核心 PCE 增速



图表 3 PCE 同比拉动项



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

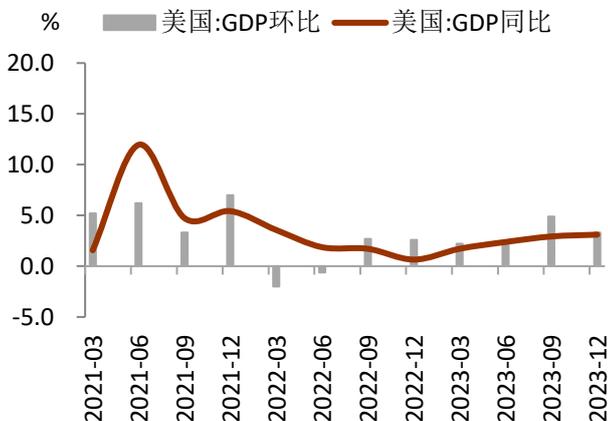
2、美国四季度 GDP 超预期

美国四季度 GDP 环比折年率录得 3.3%，预期 2.0%，前值 4.9%；四季度 PCE 环比折年率录得 1.7%，前值 2.6%，核心 PCE 环比折年率录得 2%，与前值和预期值一致。

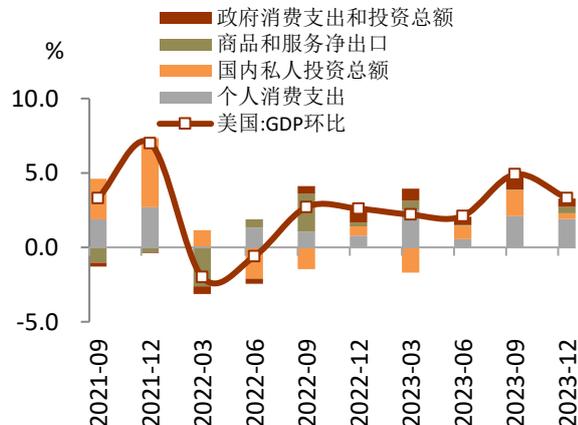
个人消费支出支撑 GDP 韧劲。四季度个人消费支出环比录得 2.8%，前值 3.1%，对 GDP 贡献 1.91%。其中，服务消费贡献 1.06%，餐饮服务和医疗保健拉动最为显著；商品消费贡献 0.85%，娱乐休闲用品拉动最为显著。

净出口反弹，库存、固投、政府支出回落。四季度 GDP 另外一个支撑项为净出口，对 GDP 贡献 0.43%，前值 0.03%。三季度大幅回补的库存四季度出现显著回落，对 GDP 贡献 0.07%，前值 1.27%。固定资产投资同样小幅回落，对 GDP 贡献 0.31%，前值 0.46%。此外，政府消费支出对 GDP 的贡献从三季度 0.99%回落至 0.56%。

图表 4 美国 GDP 环比增速及同比增速



图表 5 GDP 环比贡献项

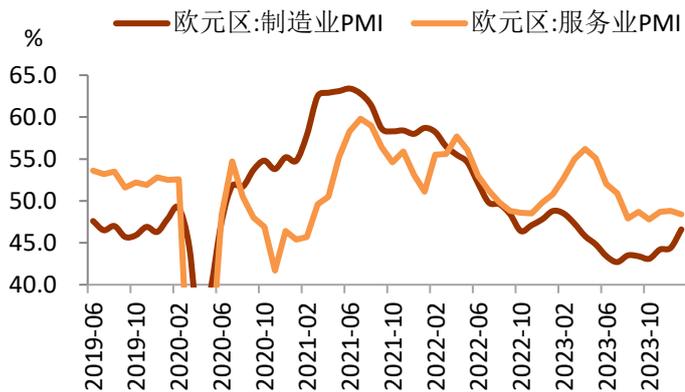


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

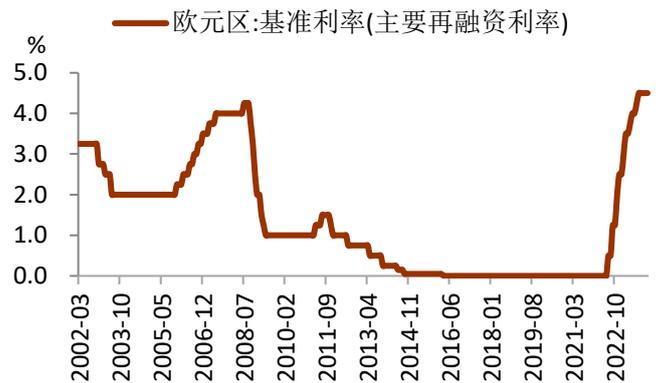
3、欧央行按兵不动，欧元区制造业PM超预期

1月25日，欧洲央行公布2024年的首次利率决议，连续第三次按兵不动，符合预期，在利率政策前景方面延续以往的措辞，主要强调政策决定仍然取决于经济数据，暗示距离降息仍有一段路要走。欧元区1月制造业PMI初值录得46.6，预期44.8，前值44.4，为九个月新高；服务业PMI录得48.4，预期49.0，前值48.8，为近三个月来低点。作为欧洲经济的两大支柱，德国和法国1月PMI同样低迷，法国制造业产出萎缩程度比德国更为明显。

图表6 欧元区PMI



图表7 欧元区基准利率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、国内宏观

1、工业企业利润延续修复

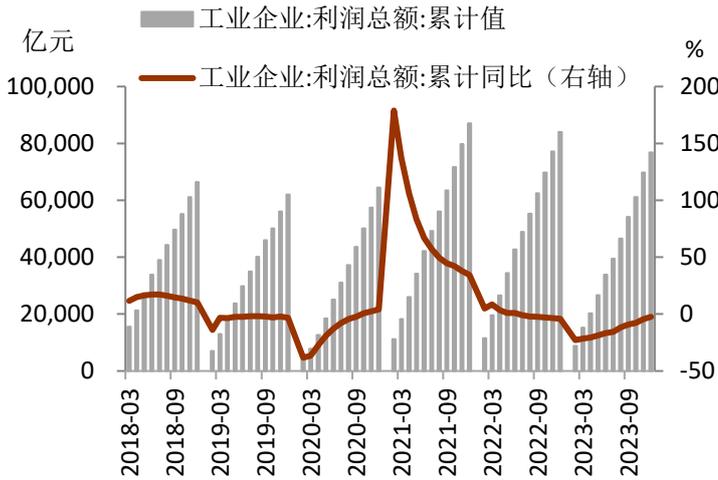
12月工业企业营收增长，利润降幅收窄。2023年1-12月工业企业营业收入133.44万亿元，同比增长1.1%，前值1.0%。1-12月，工业企业实现利润总额7.69万亿元，同比-2.3%，降幅较前月收窄2.1%，当月值同比增长16.8%。拆解工业企业利润驱动因素，12月营收利润率同比增速为6.8%，前值16.1%；工业增加值同比增速6.8%，前值6.6%；工业品价格同比-2.7%，前值-3.0%。

上游利润依旧承压，中下游持续改善。上游采矿业累计同比-19.7%，前值-18.3%，煤炭开采、石油开采利润跌幅仍旧较大，同比分别为-25.3%和-16.0%；黑色、有色采选继续改善，同比增幅分别为6.7%和8.1%。中游装备制造业累计同比3.8%，前值2.8%，其中铁路船舶航空航天运输设备、汽车行业利润累计同比增长22.0%、5.9%；电气机械行业受光伏、锂离子电池等新能源产业带动，累计增长15.7%；通用设备行业受产业链持续恢复带动，累计增长10.3%。下游消费制造累计同比增长0.5%，前值-1.8%，多数行业营收改善，成本压力缓和。

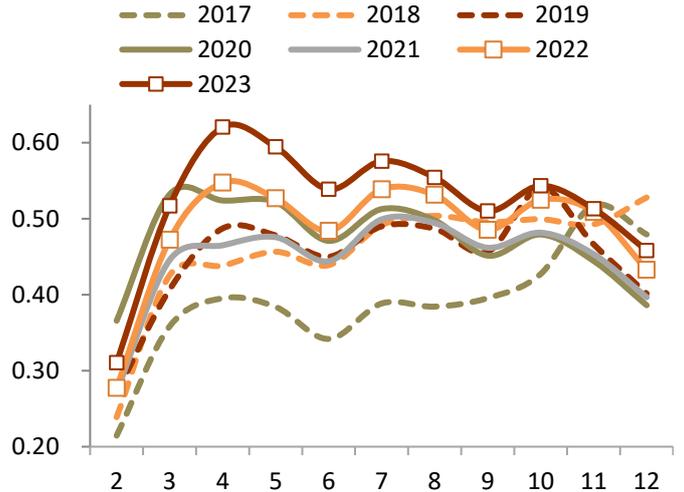
公共事业累计同比 54.7%，冬季发、售电量较快增长，叠加燃料价格同比下降、发电成本降低等因素，电力热力生产和供应业利润增长 71.9%。

库存低位徘徊，启动补库尚需时日。12月产成品存货同比降至 1.66%，前值 1.48%，小幅回弹但仍处于较低水平；库销比降至 46%，前值 51%，逐渐向均值水平靠拢；产成品库存周转天数为 19.3 天，前值 19.9 天，仍远高于历年同期水平。库存仍在磨底，目前产能过剩、内需不足的问题亟需解决，新库存周期启动依赖需求的好转。

图表 8 工业企业利润



图表 9 工业企业产成品库销比

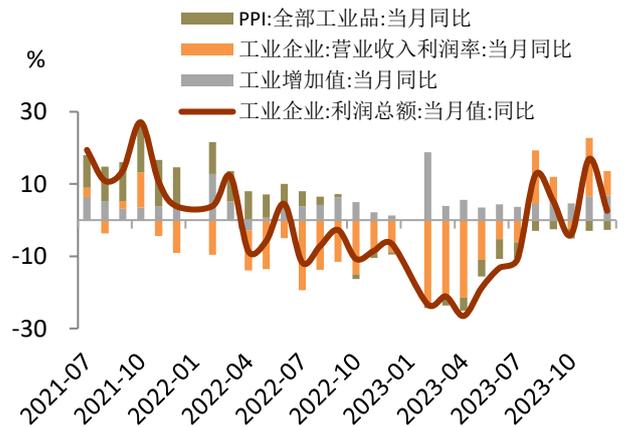


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 工业企业产成品存货



图表 11 工业企业利润驱动因素分解



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、大类资产表现

1、权益

图表 12 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	4270.77		0.52	-12.59	-12.59
上证指数	2910.22		2.75	-6.27	-6.27
深圳成指	8762.33		-0.28	-13.77	-13.77
创业板指	1682.48		-1.92	-16.81	-16.81
A股	上证50		3.16	-3.09	-3.09
	沪深300		1.96	-6.29	-6.29
	中证500		0.17	-13.49	-13.49
	中证1000		-0.70	-18.72	-18.72
	科创50		-2.53	-19.62	-19.62
港股	恒生指数		4.20	-9.16	-9.16
	恒生科技		1.81	-20.15	-20.15
	恒生中国企业指数		4.54	-9.96	-9.96
海外	道琼斯工业指数		0.65	1.22	1.22
	纳斯达克指数		0.94	1.02	1.02
	标普500		1.06	1.59	1.59
	英国富时100		2.32	-1.33	-1.33
	法国CAC40		3.56	1.51	1.51
	德国DAX		2.45	0.91	0.91
	日经225		-0.59	8.43	8.43
	韩国综指		0.24	-5.96	-5.96

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、债券

图表 13 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		-58	-6.47	-6.47
	2年期国债收益率		-09	-3.44	-3.44
	5年期国债收益率		-56	-5.84	-5.84
	10年期国债收益率		-02	-5.78	-5.78
	10Y-1Y国债期限利差		656	0.69	0.69
	SHIBOR (7天)		680	3.20	3.20
	DR007		810	4.38	4.38
海外	2年期美债收益率		-00	11.00	11.00
	5年期美债收益率		-00	20.00	20.00
	10年期美债收益率		00	27.00	27.00
	10Y-2Y美债期限利差		500	16.00	16.00
	10年期德债收益率		-00	24.00	24.00
	10年期法债收益率		-30	24.00	24.00
	10年期意债收益率		-00	11.10	11.10
	10年期日债收益率		500	7.40	7.40

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、商品

图表 14 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	2,557.80		1.68	0.38	0.38
CRB商品指数	273.57		3.09	3.25	3.25
沪铜	68,870.00		1.83	0.55	0.55
上海螺纹钢	3,973.00		1.69	3.28	3.28
COMEX黄金	2,018.20		-0.55	0.68	0.68
COMEX白银	22.90		0.83	4.26	4.26
WTI原油	78.23		6.80	5.86	5.86
ICE布油	83.02		5.68	4.74	4.74
LME铜	8,529.00		2.13	0.66	0.66
LME铝	2,258.00		4.25	4.15	4.15
CBOT豆粕	349.00		-2.10	4.53	4.53

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、外汇

图表 15 外汇市场表现

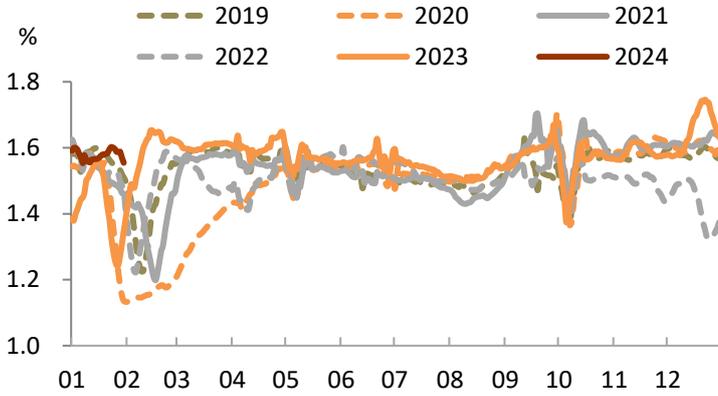
指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
美元兑人民币	7.18		-0.18	1.23	1.23
美元兑离岸人民币	7.19		-0.21	0.86	0.86
欧元兑人民币	7.80		-0.28	-1.13	-1.13
英镑兑人民币	9.12		-0.09	0.70	0.70
日元兑人民币	4.85		-0.21	-3.10	-3.10
美元指数	103.47		0.24	2.12	2.12

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

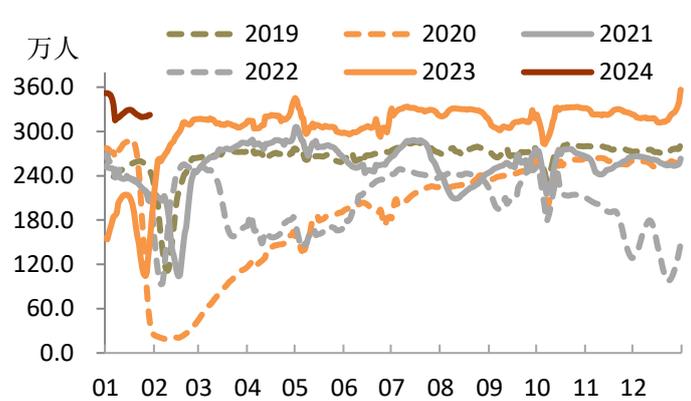
四、高频数据跟踪

1、国内

图表 16 百城拥堵指数

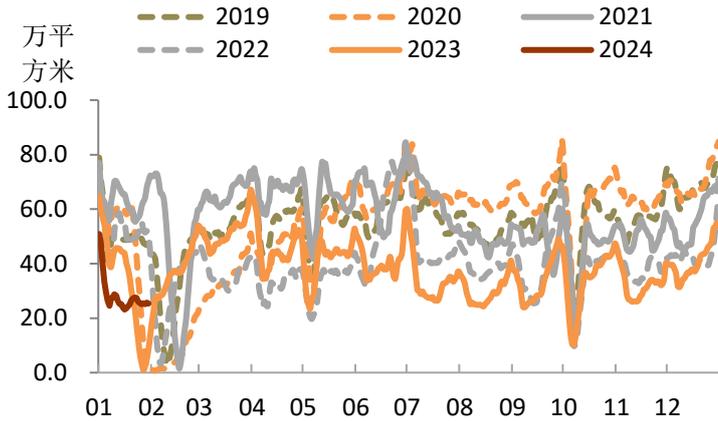


图表 17 23 城地铁客运量

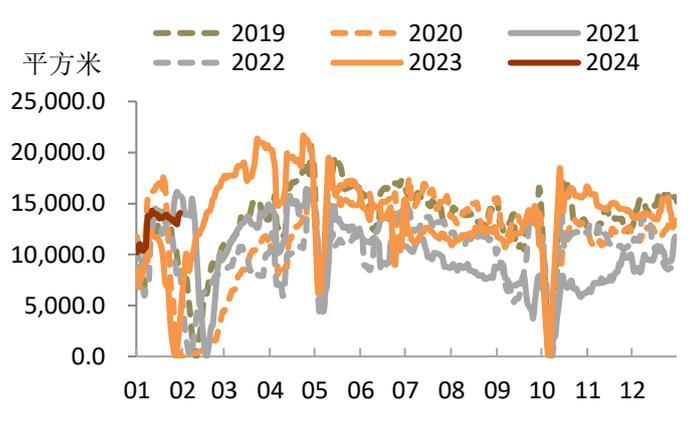


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 18 30 城商品房成交面积



图表 19 12 城二手房成交面积

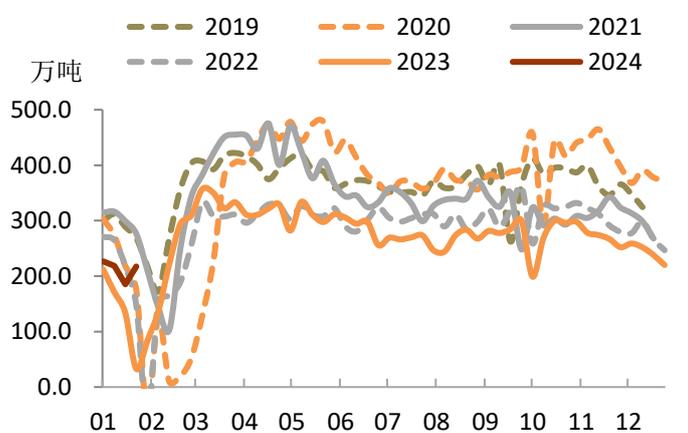


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 20 乘用车销量



图表 21 螺纹钢表观消费量

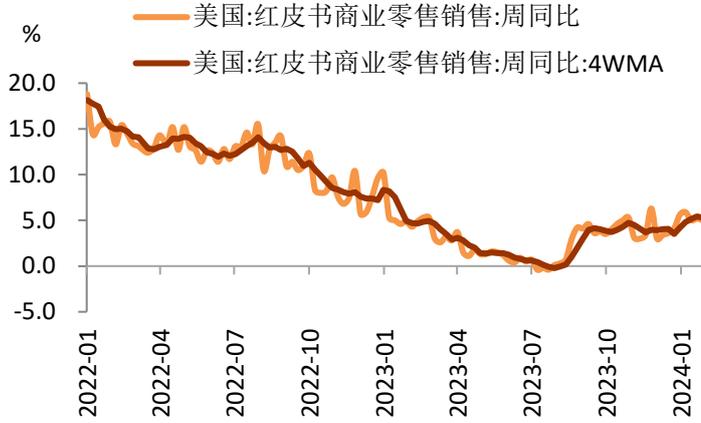


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

2、海外

图表 22 红皮书商业零售销售

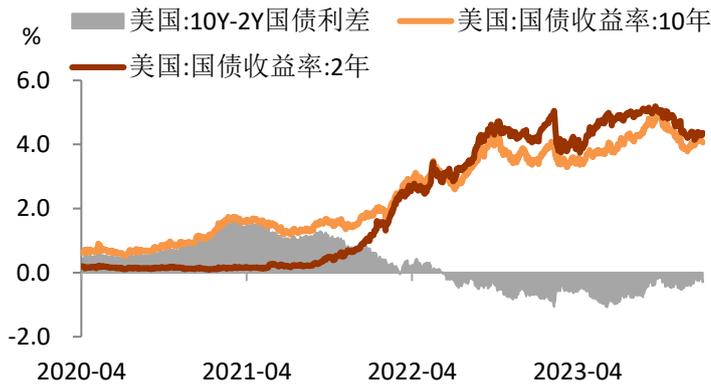


图表 23 失业金申领人数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 24 美债利差倒挂幅度

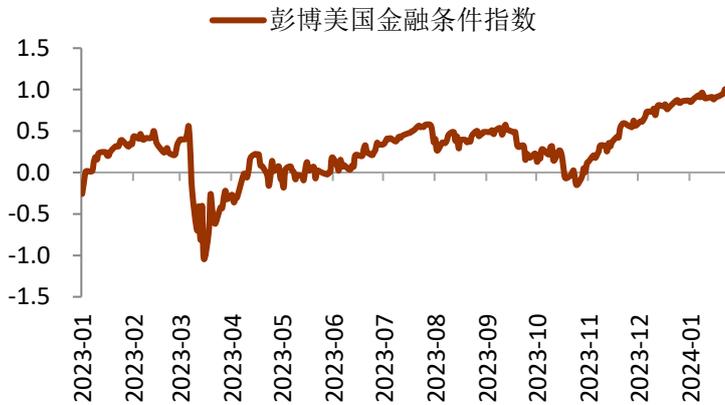


图表 25 FedWatch 利率变动概率

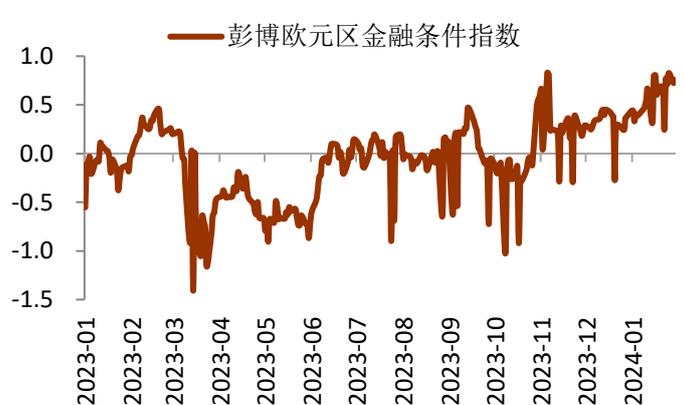
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	97.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	44.7%	54.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	34.0%	52.0%	13.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	33.6%	51.8%	13.8%	0.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	29.2%	49.4%	18.8%	2.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.5%	26.9%	47.7%	21.3%	3.3%	0.2%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.3%	15.6%	38.8%	32.6%	11.0%	1.5%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.3%	13.1%	35.1%	33.6%	14.5%	3.1%	0.3%	0.0%	0.0%

数据来源: iFinD, CME, 铜冠金源期货

图表 26 彭博美国金融条件指数



图表 27 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 28 重要经济数据及事件

日期	时间	数据/事件	前值	预期
1月29日	23:30	美国1月达拉斯联储商业活动指数	-9.3	-11.8
1月30日	18:00	欧元区第四季度GDP年率初值	0.0	0.0
		欧元区1月工业景气指数	-9.2	-9.0
		欧元区1月消费者信心指数终值	-16.1	-16.1
		欧元区1月经济景气指数	96.4	96.2
	21:55	美国至1月27日当周红皮书商业零售销售年率	5.2	-
	22:00	美国11月FHFA房价指数月率	0.3	-
		美国11月S&P/CS20座大城市房价指数年率	4.9	5.8
	23:00	美国12月JOLTs职位空缺(万人)	879.0	875.0
		美国1月谘商会消费者信心指数	110.7	115.0
1月31日	9:30	中国1月官方制造业PMI	49.0	49.3
		中国1月综合PMI	50.3	-
		中国1月非制造业PMI	50.4	-
	21:15	美国1月ADP就业人数(万人)	16.4	13.5
2月1日	3:00	美国至1月31日美联储利率决定(上限)	5.5	5.5
		美国至1月31日美联储利率决定(下限)	5.3	5.3
	9:45	中国1月财新制造业PMI	50.8	50.5
	17:00	欧元区1月制造业PMI终值	46.6	46.6
	18:00	欧元区1月CPI年率初值	2.9	2.8
		欧元区1月CPI月率	0.2	-0.3
		欧元区12月失业率	6.4	6.4
		欧元区1月核心CPI年率初值	3.9	-
		欧元区1月核心CPI月率初值	0.3	-
	20:30	美国1月挑战者企业裁员人数(万人)	3.5	-
	21:30	美国至1月27日当周初请失业金人数(万人)	21.4	21.0
	22:45	美国1月Markit制造业PMI终值	50.3	-
	23:00	美国1月ISM制造业PMI	47.2	47.3
		美国12月营建支出月率	0.4	0.5
2月2日	21:30	美国1月失业率	3.7	3.8
		美国1月季调后非农就业人口(万人)	21.6	17.3
	23:00	美国1月密歇根大学消费者信心指数终值	78.8	78.8
		美国1月一年期通胀率预期	2.9	-
		美国12月工厂订单月率	2.6	0.2

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。