



2024年12月23日

12月FOMC鹰派降息，国内经济动能环比走弱

核心观点

- 海外方面，美国三季度GDP增速上修至3.1%，消费依旧支撑着经济韧劲。11月美国零售在汽车消费推动下超预期走强，同时呈现出“线上消费强于线下消费”的特点；11月美国PCE弱于预期，核心商品、核心服务通胀双双降温，粘性较强的住房通胀环比走弱。12月FOMC如期降息25BP，鲍威尔表态连续降息时期已结束，未来更加谨慎的决议降息时点。SEP强化经济稳健增长预期，下调失业率、上调通胀预期。点阵图显示利率中枢上修，2025年降幅中位数收窄至50BP，而从“不降息”到“降息5次”的分布，显示委员们呈现出明显分歧。FOMC会议后，FedWatch定价明年的降息预期从2次降至1次，10Y美债利率逼近4.6%关口，股市、商品大幅回调。此外，周末美国国会通过支出法案，政府暂缓“停摆”。
- 国内方面，11月经济动能环比走弱，需求端社零同比显著不及预期，主要因为双十一前置透支部分需求，在“以旧换新”政策补贴下，家电、家具、汽车消费尚有支撑，10-11月合并同比好于年内均值，明年“两新”政策力度有望进一步加码。供给端整体平稳，工业生产受金属制造、汽车制造拉动走强，制造业、基建投资走平，地产投资降幅收窄，同时商品房、二手房成交的量与价均有改善，后续关注其持续性。本周关注11月工业企业利润数据。
- 风险因素：全球地缘政治冲突加剧，国内政策及效果不及预期，美联储降息不及预期，海外市场波动剧烈。

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

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F0384165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

一、海外宏观

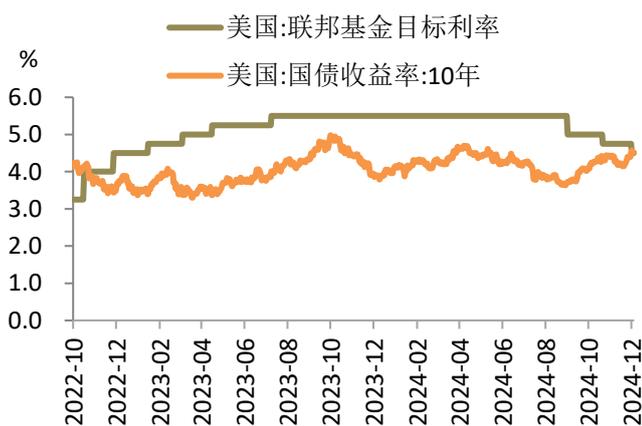
1、美联储降息周期开启，9月降息 50BP

北京时间 12 月 19 日凌晨，美联储议息会议决定降息 25BP，下调联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.50%，符合市场预期。**声明稿**重点强调未来降息的“幅度”和“时机”，明确表态将结束连续性降息，并转向以更慢的速度审慎决定未来的降息时点。会议结束后，市场定价比预期更鹰的降息路径，10Y 美债利率逼近 4.6%关口。

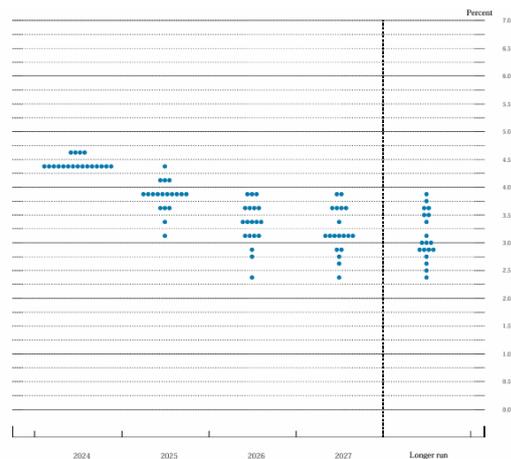
点阵图利率中枢上修，明年降幅收窄至 50BP。12 月利率点阵图中，2025 年委员分布大幅上修，中位数落点降至 3.75-4.00%区间，表明 2025 年降息幅度下修至 50BP（前 100BP）；2026 年利率预估上调至 3.25-3.50%区间（原 2.875%），预估降息幅度 50BP；2027 年中位数同样上调至 3.00-3.25%区间（原 2.875%），预估降息幅度 25BP。2025 年降息 2 次虽然符合会前 FedWatch 预期，但点阵图显示委员分布上移，并呈现出明显分歧（从 2025 年不降息到降息次不等）。FOMC 会议后，FedWatch 对降息幅度预期降至 25BP，反映出市场对美联储明年降息幅度的不确定性显著增加。

SEP 强化经济稳健增长，下调失业率、上调通胀预期。本次美联储经济预测报告（SEP）上调 2024-2025 年 GDP 预期至 2.5%、2.1%（前 2.0%），2026-2027 年变化不大；小幅下调 2024-2025 年失业率预期至 4.2%、4.3%（前 4.4%）；上调 2024-2025 年 PCE 通胀预期至 2.4%、2.5%（原 2.3%、2.1%），上调 2024-2025 年 PCE 通胀预期至 2.8%、2.5%（原 2.6%、2.2%）。鲍威尔在记者会上，明确表示将更缓慢决策降息，SEP 预测部分纳入新政府政策预期，需待政策明朗。因此，美联储可能在明年评估特朗普 2.0 政策的经济影响后，重新调整利率路径。

图表 1 美国联邦基金目标利率



图表 2 美联储利率点阵图



资料来源：iFinD，美联储，铜冠金源期货

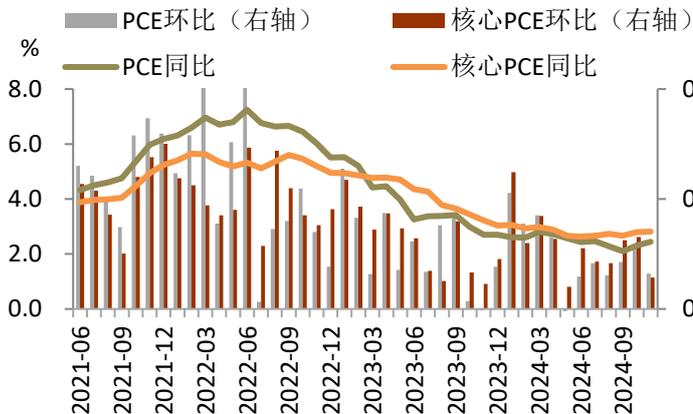
2、美国 11 月 PCE 弱于预期

11 月 PCE 弱于预期。11 月美国 PCE 物价指数同比录得 2.4%，预期 2.5%，前值 2.3%；环比录得 0.1%，预期 0.2%，前值 0.2%。核心 PCE 同比录得 2.8%，预期 2.9%，前值 2.8%；环比录得 0.1%，预期 0.2%，前值 0.3%，为 5 月以来新低。数据发布后，美债利率、美元指数小幅下行。

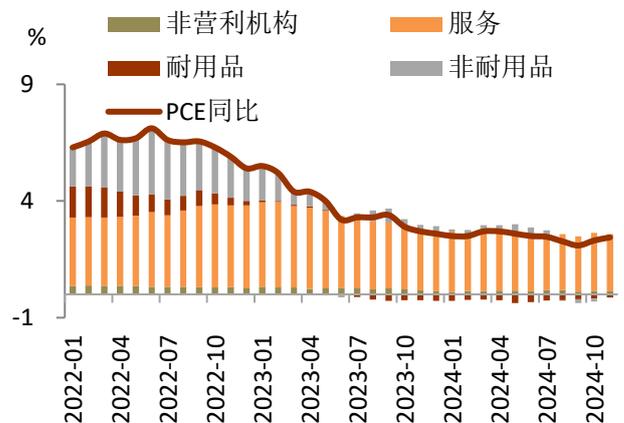
能源项、食品项均小幅上行。11 月 PCE 能源项环比录得 0.2%，前值-0.1%，其中能源商品涨幅回落至 0.5%，前值-1.0%，主要受 11 月汽油、燃油价格上涨推动；能源服务涨幅为-0.1%，前值 1.0%；食品项环比录得 0.2%，前值 0.0%。

核心商品、核心服务双双降温。11 月核心 PCE 环比 0.1%，其中核心商品环比录得-0.1%，较前值 0.0%小幅回落，核心服务环比录得 0.2%，前值 0.3%。商品项中，二手车及零部件、娱乐商品环比走弱，家具家电环比走平，服饰、新车环比小幅走强；服务项中，粘性较强的住房项环显著降温，除餐饮住宿酒店环比走强，医疗保健、金融保险、休闲服务、交通运输环比服饰走强。此外，美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）同比回落至 3.51%，前值 3.51%；环比小幅回升至 0.16%，前值 0.34%。

图表 3 PCE 及核心 PCE 增速



图表 4 PCE 同比拉动项



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、汽车消费推动美国 11 月零售超预期

美国零售超预期、核心零售偏弱。美国 11 月零售环比录得 0.7%，预期 0.5%，前值从 0.4 上修至 0.5%；同比录得 3.8%，前值 2.9%。核心零售环比录得 0.2%，预期 0.4%，前值从 0.1%上修至 0.2%；同比录得 3.9%，前值 3.8%。核心零售的弱于预期，意味着剔除汽车零售后的消费偏弱。

耐用品消费分化不一，汽车转暖、地产链消费依旧偏弱。11 月耐用品消费呈分化趋势，地产链依旧是拖累项，家具家装环比录得 0.3%，前值-0.7%；建材环比录得 0.4%，前值 0.8%。

敬请参阅最后一页免责声明

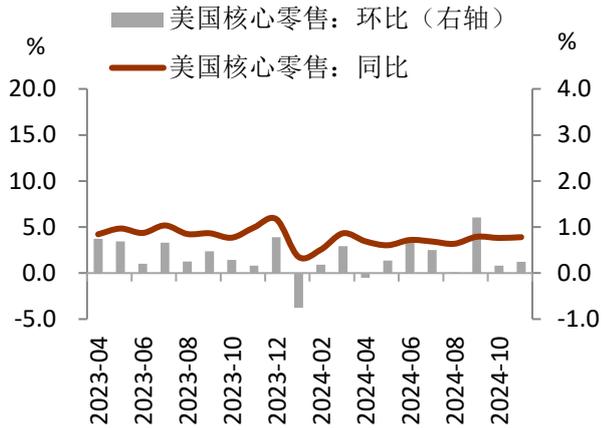
机动车及零部件继续转暖，环比录得 2.6%，前值 1.8%；电子及家电环比录得 2.4%，前值-0.3%。

非耐用品消费整体降温，线上消费好转。11 月非耐用品消费转冷，食品饮料、服装消费、杂货店线下零售、餐饮酒吧显著转弱，加油站、保健护理较上月走平，线上零售环比录得 1.8%，或表明美国消费者更偏好性价比高的网购。

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11月	2024年10月	2024年9月	2024年11月	2024年10月	2024年9月
零售总额	0.7	0.5	0.9	3.8	2.9	2.0
核心零售（不含汽油和汽车）	0.2	0.2	1.2	3.9	3.8	3.9
分行业：						
机动车与零件经销商	2.6	1.8	0.6	6.5	3.7	0.3
家具、家饰、电子产品及家用电器商店	0.3	0.5	-0.5	0.9	0.6	-1.2
建材、花园及相关物资经销商	0.4	0.8	1.1	4.1	3.2	1.9
食品饮料商店	-0.2	-0.1	0.8	1.8	2.2	2.4
保健和个人护理产品商店	0.0	-1.1	2.1	1.8	1.5	5.4
加油站	0.1	0.1	-1.4	-3.9	-7.3	-10.8
服装与服装饰品商店	-0.2	0.4	0.8	2.2	3.6	2.7
体育用品、业余爱好、书籍及音乐商店	0.9	-0.6	1.4	-1.4	-2.5	-1.8
日用品商店	-0.1	0.0	0.7	3.1	3.0	2.9
杂货商店零售商	-3.5	-0.8	2.2	0.8	4.7	7.4
无店面零售业	1.8	0.1	2.1	9.8	6.9	7.4
食品服务与餐饮业	-0.4	0.9	0.8	1.9	4.2	3.6

资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

二、国内宏观

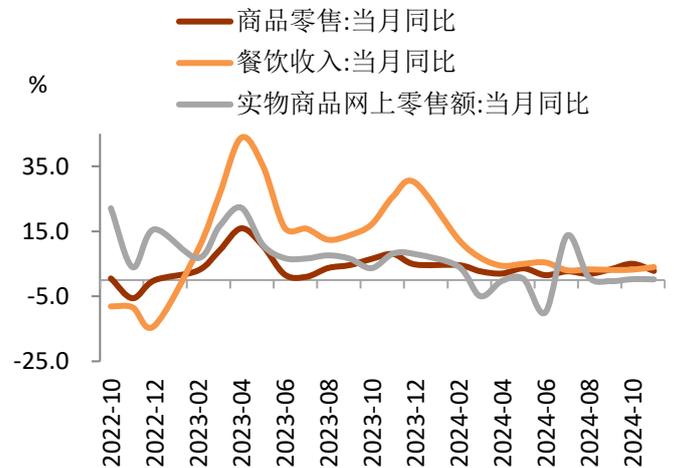
1、11月经济动能环比走弱

11月社零不及预期走弱，前值“双十一”透支部分需求。11月社会消费品零售总额同比录得3.0%，预期4.6%，前值4.8%，限额以上零售同比录得1.3%，较10月显著回落。分品类看，商品零售同比录得2.8%，餐饮收入同比录得4.0%，网上零售同比录得0.2%。分行业来看，家具、家电、汽车同比增速偏高，“以旧换新”等消费补贴政策效果显著，而化妆品、通讯器材等行业偏弱，或因双十一大促提前较去年提前、透支部分需求。10-11月社零同比增速录得3.9%，好于1-11月累计同比3.5%，一定程度上说明四季度消费尚可。

图表8 社会消费品零售总额

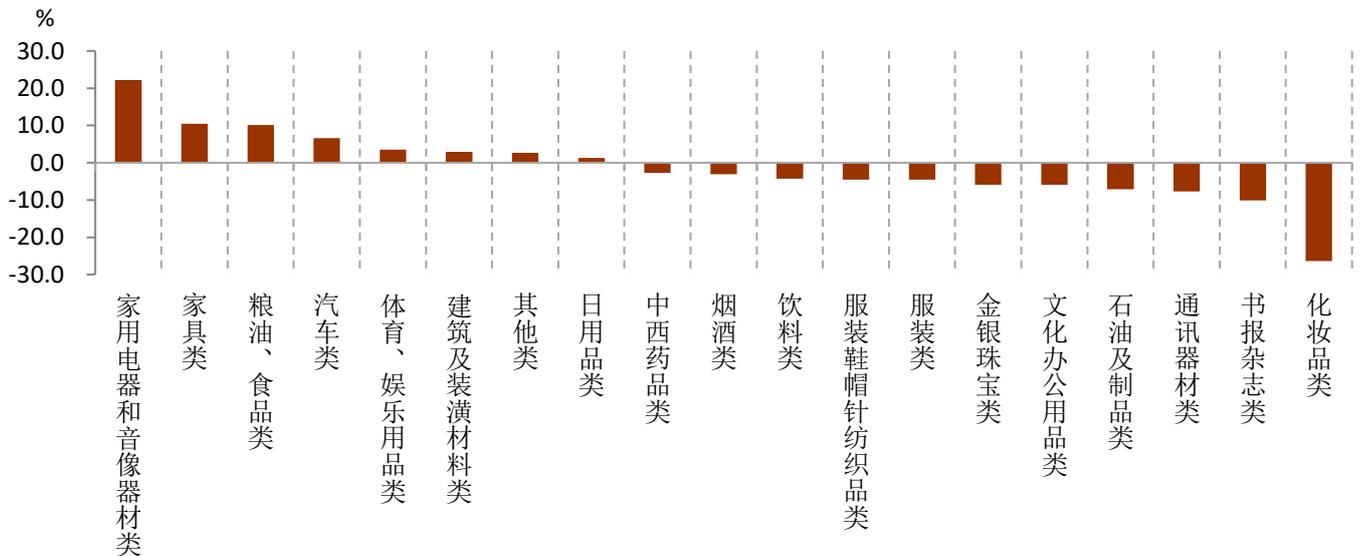


图表9 商品及服务消费当月同比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表10 各行业零售额同比增速

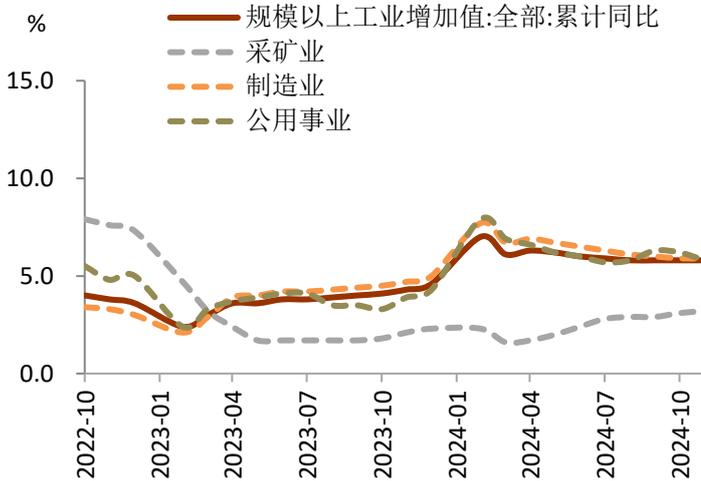


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

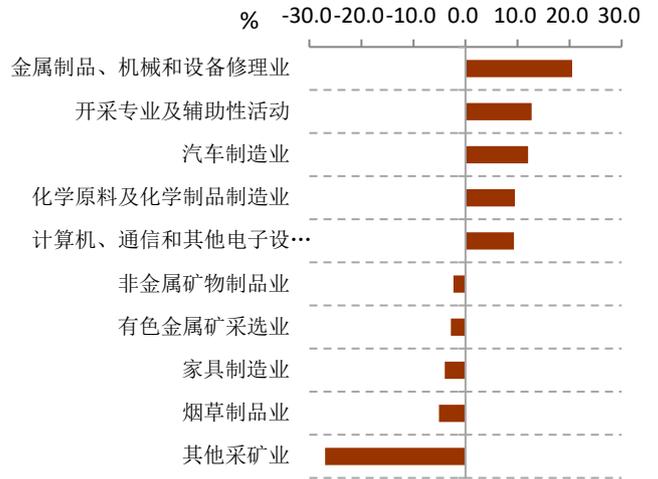
敬请参阅最后一页免责声明

工业生产小幅好于预期。11月工业增加值同比增速录得5.4%，预期5.3%，前值5.3%。其中，采矿业、制造业、公共事业当月同比分别为4.2%、6.0%、1.6%。分行业看，41个大类行业中有34个行业增加值保持同比正增长，较10月有所减少，其中金属制造、汽车制造、化学制造、计算机电子等行业增幅较大，有色采选、家具制造、烟草制造增速偏弱。

图表 11 工业增加值同比增速



图表 12 11月工业增加值细分行业同比增速

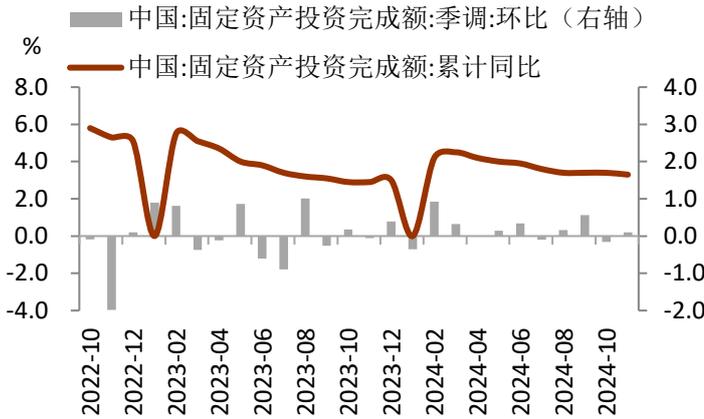


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

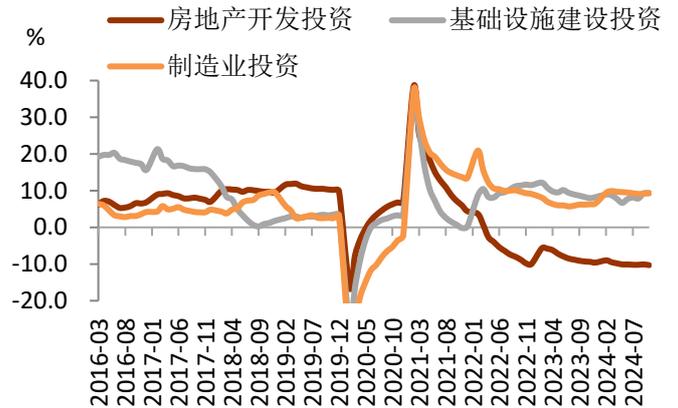
固定资产投资增速弱于预期，民间投资占比再创新低。11月固定资产投资累计同比增长3.3%，预期3.4%，前值3.4%。其中，制造业投资累计同比录得9.3%，前值9.3%；基建投资累计同比录得9.4%，前值9.3%；地产投资累计同比录得-10.4%，前值-10.3%。11月民间投资累计同比增速录得-0.4%，再创年内低点；民间固定资产投资所占比重录得50.2%，创下近10年最低，显示民营经济信心仍有待加强。

11月地产持续修复，后续关注持续性。11月商品房销售面积录得8188万平方米，从绝对值看为近15年低点，但同比增速录得3.3%为年内首次转正。11月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比增速分别为-23.0%、-12.7%、-26.2%，较10月进一步下行；房企到位资金累计同比-18.0%，受商品房销售好转有所回升。11月地产商品房、二手房成交的量与价均有改善，后续关注其持续性。

图表 13 固定资产投资同比、环比增速

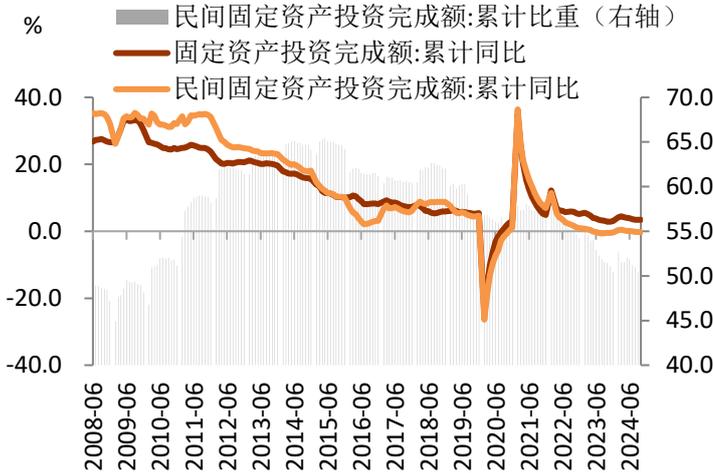


图表 14 固定资产投资各分项累计同比增速



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 15 民间固定资产投资累计同比及其占比



图表 16 商品房销售面积



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	5173.27		-1.08	1.00	13.32	
上证指数	3368.07		-0.70	1.25	13.21	
深证成指	10646.62		-0.62	0.33	11.78	
创业板指	2209.66		-1.15	-0.64	16.83	
A股	上证50	2648.46		0.40	0.90	13.85
	沪深300	3927.74		-0.14	0.28	14.47
	中证500	5917.18		-1.19	1.11	8.99
	中证1000	6271.75		1.31	1.34	6.53
	科创50	1011.21		2.17	0.38	18.69
港股	恒生指数	19720.70		1.25	1.53	15.68
	恒生科技	4444.19		-0.79	2.08	18.06
	恒生中国企业指数	7143.88		-0.59	2.84	23.84
海外	道琼斯工业指数	42840.26		-2.25	-4.61	13.67
	纳斯达克指数	19572.60		-1.78	1.84	30.39
	标普500	5930.85		-1.99	-1.68	24.34
	英国富时100	8084.61		-2.60	-2.45	4.54
	法国CAC40	7274.48		-1.82	0.54	-3.56
	德国DAX	19884.75		-2.55	1.32	18.70
	日经225	38701.90		-1.95	1.29	15.65
	韩国综指	2404.15		-3.62	-2.11	-9.46

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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	1.00		-17.02	-37.13	-108.82
	2年期国债收益率	1.08		-9.40	-30.12	-113.55
	5年期国债收益率	1.38		-5.47	-28.75	-101.86
	10年期国债收益率	1.71		-6.49	-31.55	-84.57
	10Y-1Y国债期限利差	0.71		10.53	5.78	24.25
	SHIBOR (7天)	1.62		-13.80	-1.10	-24.70
	DR007	1.57		-11.74	-7.09	-33.66
海外	2年期美债收益率	4.30		5.00	17.00	7.00
	5年期美债收益率	4.37		12.00	32.00	53.00
	10年期美债收益率	4.52		12.00	34.00	64.00
	10Y-2Y美债期限利差	0.22		7.00	17.00	57.00
	10年期德债收益率	2.30		7.00	19.00	28.00
	10年期法债收益率	3.08		4.60	19.00	52.50
	10年期意债收益率	3.45		6.20	17.50	-24.50
	10年期日债收益率	1.10		-105.50	-106.40	-64.70

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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	2,469.27		-2.29	-2.12	2.34
CRB商品指数	292.20		-0.60	1.83	10.75
沪铜	73,820.00		-1.22	0.07	7.03
上海螺纹钢	3,279.00		-2.90	-1.44	-18.03
COMEX黄金	2,640.50		-1.32	-1.51	27.45
COMEX白银	30.08		-3.07	-3.32	24.87
WTI原油	69.58		-2.40	2.32	-2.89
ICE布油	72.60		-2.54	1.06	-5.76
LME铜	8,944.00		-1.20	-0.74	4.50
LME铝	2,542.00		-2.42	-2.00	6.63
CBOT豆粕	301.90		5.49	3.43	-21.79

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

4、外汇

图表 20 外汇市场表现

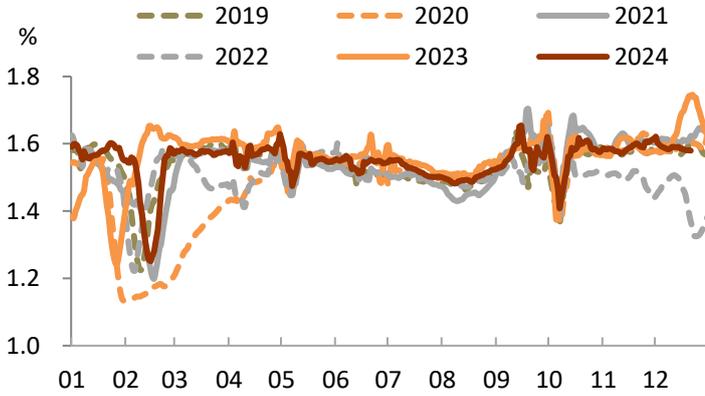
指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
美元兑人民币	7.2985		0.26	0.90	2.91
美元兑离岸人民币	7.2926		0.18	0.61	2.36
欧元兑人民币	7.5816		-0.93	-0.93	-3.62
英镑兑人民币	9.1571		-0.38	-0.40	1.22
日元兑人民币	4.6581		-1.73	-3.25	-7.19
美元指数	107.8408		0.84	1.95	6.38

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

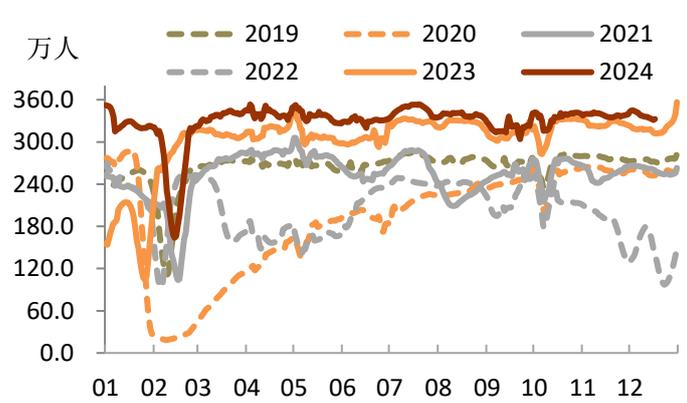
四、高频数据跟踪

1、国内

图表 21 百城拥堵指数

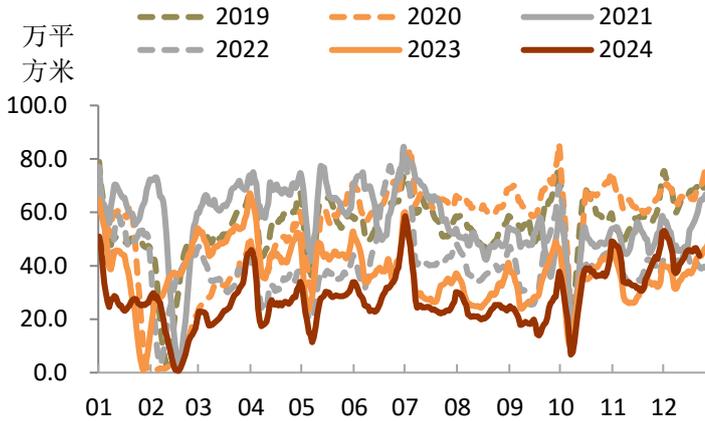


图表 22 23 城地铁客运量

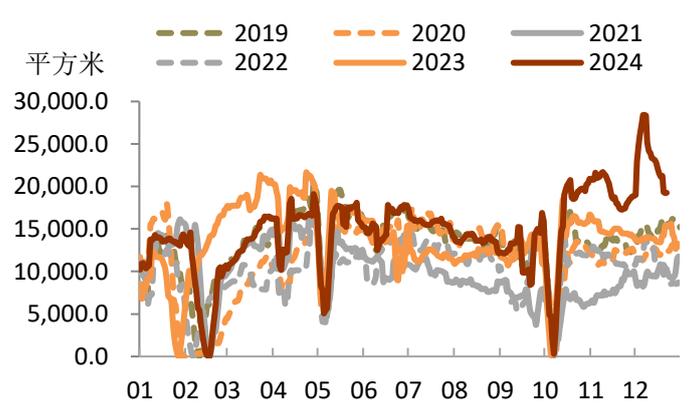


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 23 30 城商品房成交面积

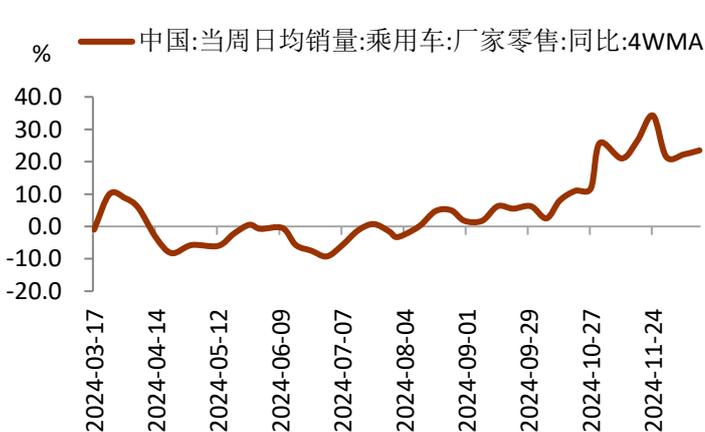


图表 24 12 城二手房成交面积

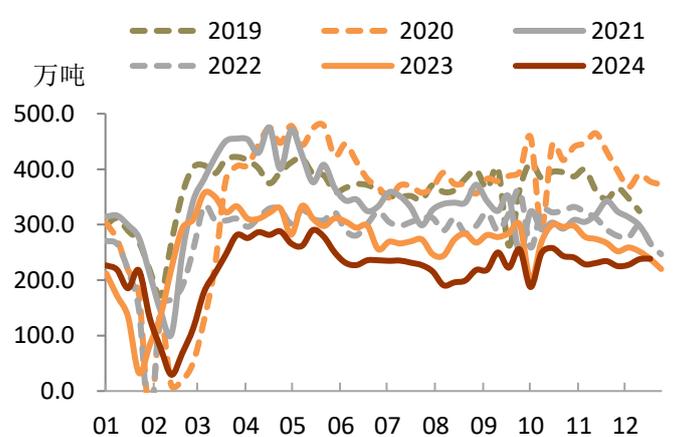


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

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

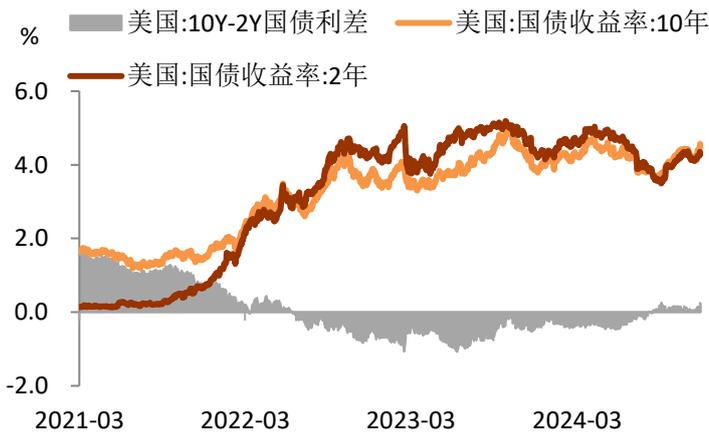


图表 28 失业金申领人数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 29 美债利差倒挂幅度

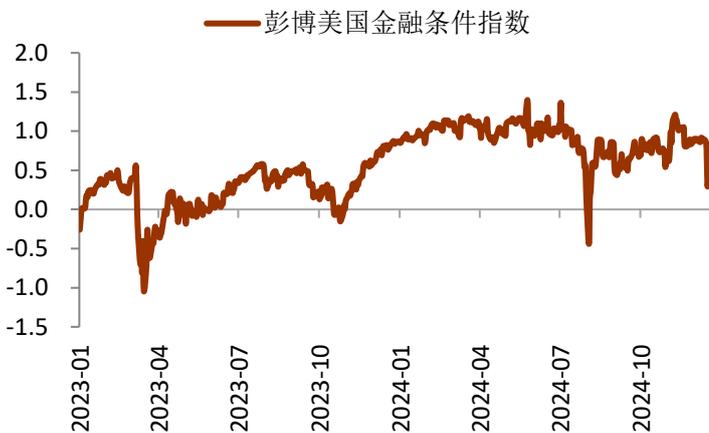


图表 30 FedWatch 利率变动概率

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES					
	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%	91.4%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	48.3%	47.6%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.8%	12.8%	48.2%	38.2%
2025/6/18	0.0%	0.2%	3.9%	22.0%	45.6%	28.3%
2025/7/30	0.0%	0.7%	6.2%	24.9%	43.5%	24.8%
2025/9/17	0.1%	1.6%	9.4%	28.1%	40.2%	20.5%
2025/10/29	0.3%	2.5%	11.4%	29.4%	38.1%	18.3%
2025/12/10	0.5%	3.2%	13.0%	30.2%	36.4%	16.7%

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

敬请参阅最后一页免责声明

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
12月23日	21:30	美国11月芝加哥联储全国活动指数	-0.4	1.0
	23:00	美国12月谘商会消费者信心指数	111.7	113.0
12月24日	21:30	美国11月耐用品订单月率	0.3	-0.2
	21:55	美国至12月21日当周红皮书商业零售销售年率	4.8	-
	23:00	美国11月新屋销售总数年化(万户)	61.0	67.0
		美国12月里奇蒙德联储制造业指数	-14.0	-
12月26日	21:30	美国至12月21日当周初请失业金人数(万人)	22.0	22.3
		美国至12月14日当周续请失业金人数(万人)	187.4	188.0
12月27日	9:30	中国11月今年迄今规模以上工业企业利润年率	-4.3	-
		中国11月规模以上工业企业利润年率	-10.0	-
	21:30	美国11月批发库存月率	0.2	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

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
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。