



2024年11月18日

## 强美元压制风险资产，国内增量政策效果初现

### 核心观点

- 海外方面，美国10月CPI如期回升，止步六连降，核心商品降温、核心服务走平，但联储关注的超级核心通胀小幅升温。随后公布的PPI超预期回升，服务价格粘性犹存，同时公布的美国最新初请失业金回落至21.7万人，显示就业市场充满韧劲。美国10月零售消费继续超预期，前值大幅上修，结构上看汽车、加油站为主要拉动项，接触性服务业消费或受飓风扰动、高基数印影响全面转弱。上周市场继续交易“特朗普胜选”、偏强的美国经济和通胀压降12月降息概率，美元指数最高站上107关口、创下年内新高，10Y美债利率最高突破4.5%，主要商品金、油、铜均有大幅回调，美股步入调整阶段。本周关注11月美国PMI。
- 国内方面，10月新增社融不及预期，政府债支撑力度较9月减弱，结构性亮点为居民信贷回暖，反映了地产及消费在9月新政后的短期修复。此外，M1同比增速录得-6.1%结束连续7月下探，M1-M2剪刀差同样小幅反弹。10月经济数据需求好于供给，社零在汽车、家电带动下好于预期，工业生产及投资均弱于预期。本周进入数据与政策真空期，关注LPR利率。
- 风险因素：地缘政治冲突加剧，政策效果不及预期，全球制造业景气持续回落，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

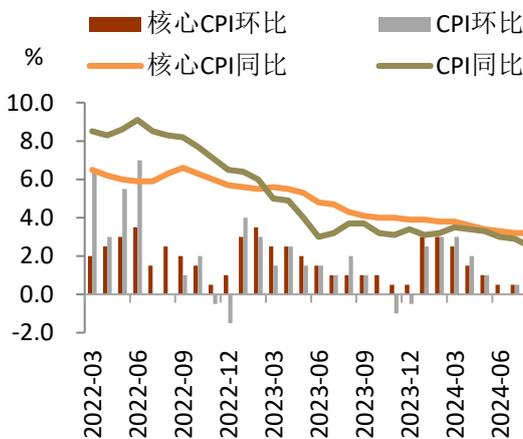
### 1、美国 10 月 CPI 符合预期

**CPI 如期回升，止步六连降。**10 月美国 CPI 同比录得 2.6%，预期 2.6%，前值 2.4%，结束连续 6 月下滑、创 3 个月来新高；环比录得 0.2%，预期 0.2%，前值 0.2%。核心 CPI 同比录得 3.3%，预期 3.3%，前值 3.3%；环比录得 0.3%，预期 0.3%，前值 0.3%。CPI 自今年 3 月以来首次加速，核心 CPI 未见回落，表明美联储去通胀最后一公里仍需时间。

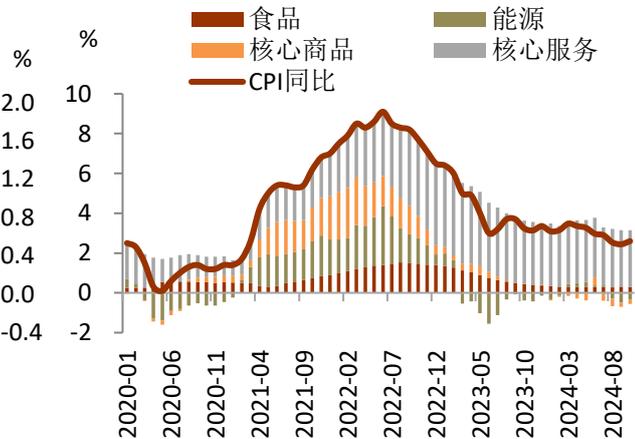
**能源项降幅收窄、食品项微降。**10 月 CPI 能源项环比录得 0.0%，前值-1.9%；同比录得-4.8%，前值-6.8%。10 月能源商品环比降幅从-4.0%收窄至-1.0%，主要受国际油价上涨影响；能源服务环比 1.0%，前值 0.7%。食品分项环比小幅回落至 0.2%，同比录得 2.1%。

**核心商品降温、核心服务走平。**10 月核心商品同比录得-1.2%，前值-1.2%，环比录得 0.1%，前值 0.2%，其中二手车环比显著走高，药品、娱乐商品降幅收窄，新车、服装、家具环比转弱。核心服务同比录得 4.8%，前值 4.8%；环比录得 0.4%，前值 0.4%，粘性较强的住房服务通胀有所升温，医疗、教育通讯、运输项环比降温。美联储关注的超级核心通胀（核心服务剔除住房项）同比录得 4.38%，前值 4.26%；环比录得 0.31%，前值 0.40%。

图表 1 美国 CPI 及核心 CPI



图表 2 美国 CPI 同比贡献分项



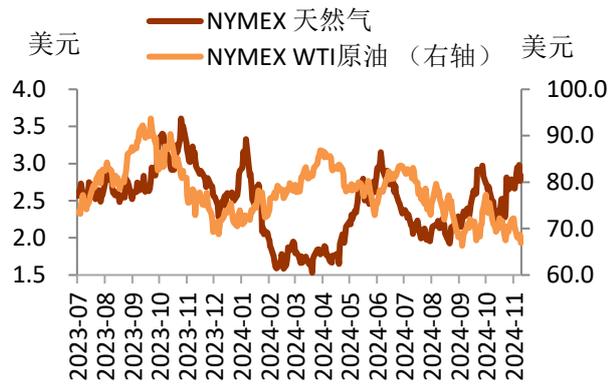
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

**服务项带动 PPI 环比升温。**10 月美国 PPI 同比录得 2.4%，预期 2.3%，前值上修至 1.9%；环比录得 0.2%，预期 0.2%，前值上修至 0.1%。核心 PPI 同比录得 3.1%，预期 3.0%，前值上修至 2.9%；环比录得 0.3%，预期 0.3%，前值 0.2%。10 月服务业的上涨占 PPI 涨幅的大部分，表明服务成本有粘性。数据发布后，市场预期 12 月降息概率从此前的 81% 下降至 48%。

图表3 美国PPI



图表4 NTMEX 原油及天然气价格



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 2、美国 10 月零售消费持续超预期

**美国零售超预期，前值大幅上修。**美国 10 月零售环比录得 0.4%，预期 0.3%，前值从 0.4 上修至 0.8%；同比录得 2.8%，前值 2.0%。核心零售环比录得 0.1%，预期 0.3%，前值从 0.5%上修至 1.0%；同比录得 3.8%，前值 3.9%。数据发布后，美元指数、美债利率跳升，市场定价 10 月美国消费偏强、经济依旧韧劲。

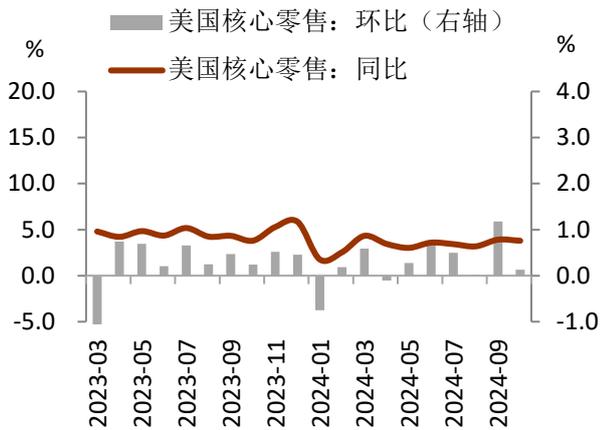
**耐用品消费分化不一，汽车转暖、地产链消费依旧偏弱。**10 月耐用品消费呈分化趋势，地产链依旧是拖累项，家具家装环比录得-1.3%，前值 0.7%；建材环比录得 0.5%，前值 1.0%。机动车及零部件显著转暖，环比录得 1.6%，前值 0.2%；电子及家电环比录得 2.3%，前值-2.9%。

**非耐用品消费显著降温，仅加油站消费好转。**10 月非耐用品消费转冷，或受飓风天气及 9 月高基数影响，居民消费显著转弱，食品饮料、保健护理、服装消费、日用品、杂货店、线上零售、餐饮酒吧环比均显著转弱，仅加油站环比上行。

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10月	2024年9月	2024年8月	2024年10月	2024年9月	2024年8月
零售总额	0.4	0.8	-0.1	2.8	2.0	2.0
核心零售（不含汽油和汽车）	0.1	1.2	0.0	3.8	3.9	3.2
分行业：						
机动车与零件经销商	1.6	0.2	-0.3	3.4	-0.1	0.8
家具、家饰、电子产品及家用电器商店	0.1	-0.8	-1.1	0.0	-1.5	-0.1
建材、花园及相关物资经销商	0.5	1.0	0.3	2.8	1.7	0.2
食品饮料商店	0.1	1.0	-0.4	2.7	2.6	1.7
保健和个人护理产品商店	-1.1	2.3	0.4	1.6	5.6	3.1
加油站	0.1	-0.9	-0.9	-7.1	-10.3	-6.2
服装与装饰品商店	-0.2	0.9	-0.9	2.9	2.8	0.5
体育用品、业余爱好、书籍及音乐商店	-1.1	0.9	0.3	-3.4	-2.3	-3.9
日用品商店	0.2	0.6	-0.3	3.1	2.8	2.1
杂货商店零售商	-1.6	2.2	1.0	4.0	7.5	9.9
无店面零售业	0.3	1.7	0.0	7.0	6.9	6.5
食品服务与餐饮业	0.7	1.2	0.6	4.3	3.9	3.8

资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

## 二、国内宏观

### 1、社融总量偏冷，结构有所好转

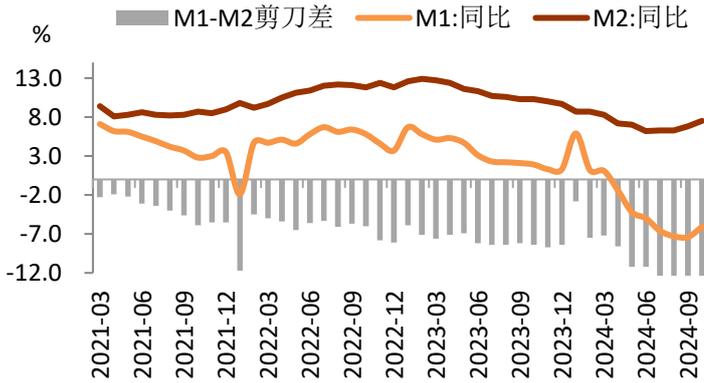
社融同比少增、政府债支撑力度减弱。10月社融新增14000亿元，同比少增4441亿元，较9月继续下行。其中，政府债券当月新增10495亿元，同比少增5143亿元，政府债对社融支撑力度较9月显著减弱；人民币贷款当月新增2965亿元，同比少增1872亿元，结合10月依旧偏低的票据利率看，实体信贷需求仍然偏弱；直接融资方面，企业债券当月新增987亿元，同比少增191亿元；股票融资当月新增284亿元，同比少增-37亿元；外币贷款和非标融资（委托贷款、信托贷款、未贴现承汇）整体表现偏弱。

居民信贷改善，企业中长贷同比负增。10月新增人民币贷款5000亿元，为2009年10月以来新低，同比少增2384亿元。其中，居民部门贷款当月新增1600亿元，其中短贷490亿元、中长贷1100亿元，两者分别同比多增1543亿元、393亿元，9月新政后居民端信贷初

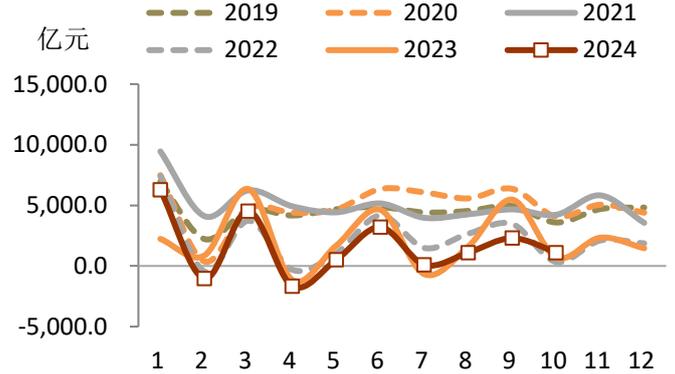
见成效，关注改善的持续性。企业部门贷款当月新增 1300 亿元，其中短贷-1900 亿元、中长贷 1700 亿元、票据融资 1694 亿元，三者分别同比多增-130 亿元、-2128 亿元、-1482 亿元，企业中长贷延续同比负增状态，指向信贷结构依旧偏弱。

**M1 增速止跌，M1-M2 剪刀差反弹。**10 月 M0 同比录得 12.8%，前值 11.5%；M1 同比录得 -6.1%，预期-7.2%，前值-7.4%；M2 同比录得 7.5%，预期 6.9%，前值 6.8%。M1 增速反弹，结束连续 9 个月下降势头，M1-M2 剪刀差小幅上行至-13.6%。

图表 8 M1-M2 增速剪刀差



图表 9 居民中长期贷款



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 10 月金融数据各分项

	2024年10月		2024年9月		2024年8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>14000</b>	<b>-4441</b>	<b>37635</b>	<b>-3691</b>	<b>30323</b>	<b>-956</b>
人民币贷款	2965	-1872	19742	-5627	10411	-3001
外币贷款	-710	-862	-480	103	-612	-411
委托贷款	-219	210	392	184	25	-72
信托贷款	172	-221	6	-396	484	705
未贴现银行承兑汇票	-1397	1139	1312	-1085	651	-478
企业债券	987	-191	-1926	-2576	1703	-1085
非金融企业境内股票融资	284	-37	128	-198	132	-904
政府债券	10495	-5143	15357	5437	16177	4418
<b>信贷</b>	<b>5000</b>	<b>-2384</b>	<b>15900</b>	<b>-7200</b>	<b>9000</b>	<b>-4600</b>
居民部门	1600	1946	5000	-3585	1900	-2022
短期贷款	490	1543	2700	-515	716	-1604
中长期贷款	1100	393	2300	-3170	1200	-402
企业部门	1300	-3863	14900	-1934	8400	-1088
短期贷款	-1900	-130	4600	-1086	-1900	-1499
中长期贷款	1700	-2128	9600	-2944	4900	-1544
票据融资	1694	-1482	686	2186	5451	1979
<b>社融同比增速</b>	<b>7.8</b>		<b>8.0</b>		<b>8.1</b>	
<b>社融同比增速（剔除政府债券）</b>	<b>6.2</b>		<b>6.2</b>		<b>6.5</b>	
<b>信贷同比增速</b>	<b>7.7</b>		<b>7.8</b>		<b>8.1</b>	
<b>M0 同比增速</b>	<b>12.8</b>		<b>11.5</b>		<b>12.2</b>	
<b>M1 同比增速</b>	<b>-6.1</b>		<b>-7.4</b>		<b>-7.3</b>	
<b>M2 同比增速</b>	<b>7.5</b>		<b>6.8</b>		<b>6.3</b>	

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

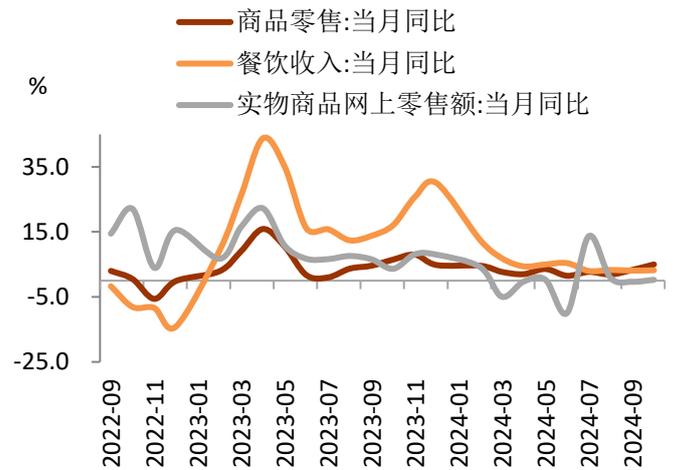
2、10月经济数据供需分化

**社零超预期回升，政策效果显现。**10月社会消费品零售总额同比录得4.8%，预期3.8%，前值3.2%，限额以上零售同比录得6.2%，为2023年12月以来新高。分品类看，商品零售同比录得5.0%，餐饮收入同比录得3.2%，网上零售同比录得11.3%。分行业来看，家电、化妆品、文体用品同比增速在10月显著好转，主要受益于双十一大促提前至10月开启。此外汽车消费也显著改善，“以旧换新”等消费补贴政策效果逐渐显现。

图表 11 社会消费品零售总额

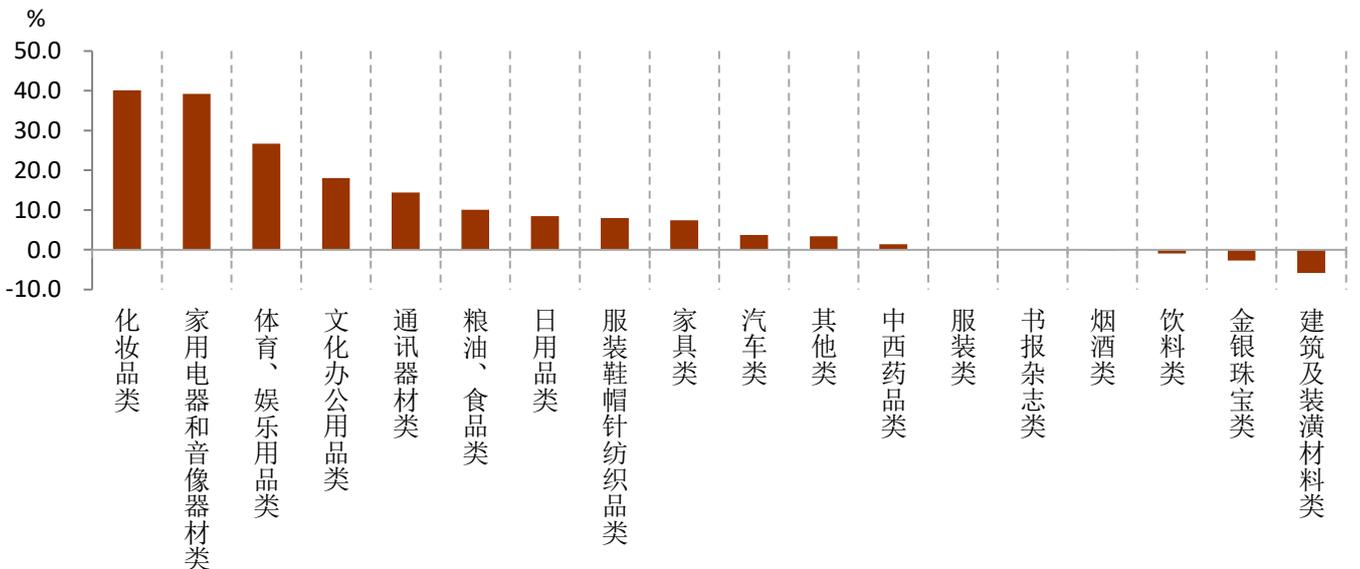


图表 12 商品及服务消费当月同比



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 各行业零售额同比增速

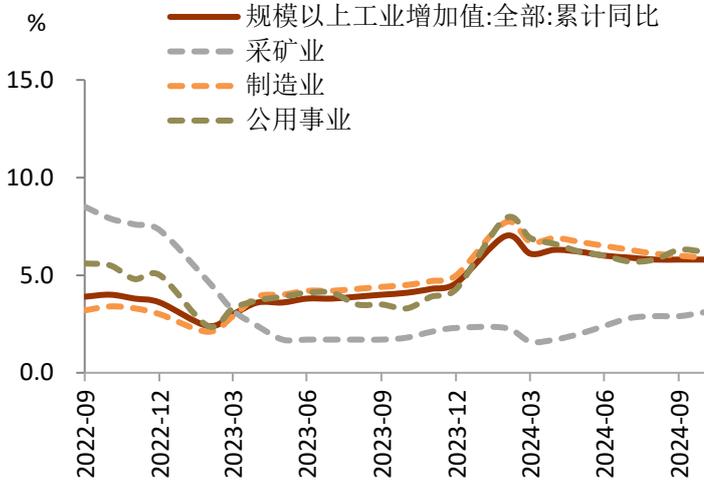


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

**工业生产弱于预期。**10月工业增加值同比增速录得5.3%，预期5.6%，前值5.4%。其中，采矿业、制造业、公共事业当月同比分别为4.6%、5.4%、5.4%。分行业看，41个大类

行业中有 35 个行业增加值保持同比正增长，较 9 月有所减少，其中计算机通信、医药、有色金属冶炼制造业等行业增幅较大，农副食品加工业、非金属矿物制品增速偏弱。

图表 14 工业增加值同比增速



图表 15 10 月工业增加值前十细分行业同比增速

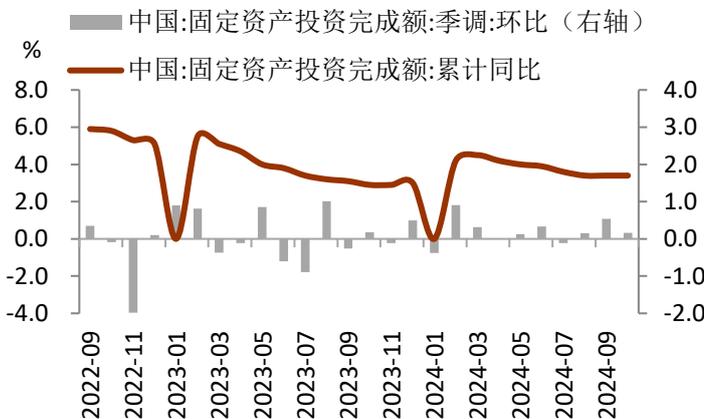


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

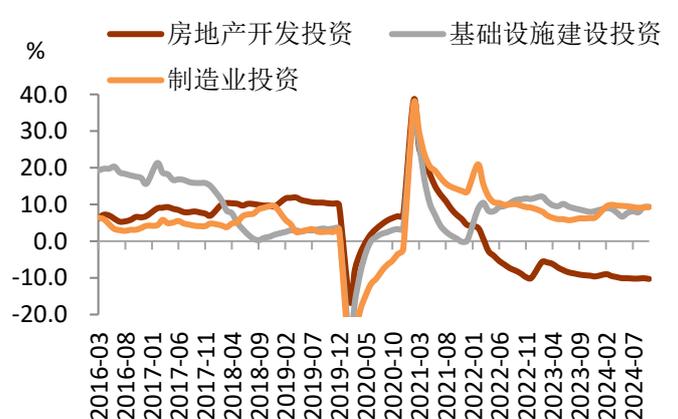
**固定资产投资增速弱于预期，民间投资占比再创新低。**10 月固定资产投资累计同比增长 3.4%，预期 3.5%，前值 3.4%。其中，制造业投资累计同比录得 9.3%，前值 9.2%；基建投资累计同比录得 9.3%，前值 9.3%；地产投资累计同比录得-10.3%，前值-10.1%。10 月民间投资累计同比增速录得-0.3%，创年内低点；民间固定资产投资所占比重录得 50.3%，创下近 10 年最低，显示民营经济信心仍有待加强。

**新政后地产脉冲式修复，后续关注持续性。**10 月商品房销售面积录得 7,646 万平方米，从绝对值看为 2010 年来同期新低，但同比增速-1.6%较前期显著改善。10 月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比增速分别为-22.6%、-12.4%、-23.9%，仍处于深度负值区间；房企到位资金累计同比-19.2%，较前值小幅回升。9 月地产新政发布后，10 月地产商品房、二手房成交数据均有改善，价格跌幅同步收窄，后续关注改善的持续性。

图表 16 固定资产投资同比、环比增速

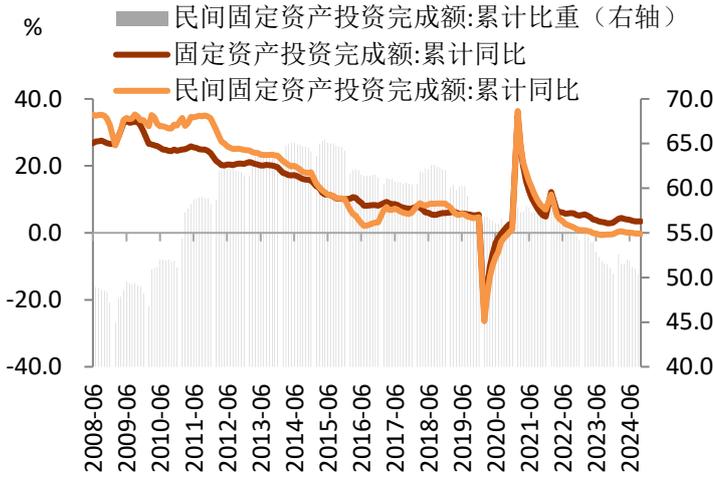


图表 17 固定资产投资各分项累计同比增速



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 18 民间固定资产投资累计同比及其占比



图表 19 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 20 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	5120.60		-3.94	1.31	12.17
上证指数	3330.73		-3.42	1.55	11.96
深证成指	10748.97		-3.70	1.49	12.85
创业板指	2243.62		-3.36	3.66	18.62
A股	2671.45		-3.40	1.46	14.84
沪深300	3968.83		-3.29	2.00	15.67
中证500	5924.48		-4.79	0.39	9.12
中证1000	6125.51		-4.63	0.14	4.05
科创50	986.88		-3.78	1.80	15.83
港股	19426.34		-6.28	-4.39	13.95
恒生科技	4327.84		-7.29	-3.81	14.97
恒生中国企业指数	6980.06		-6.45	-3.91	21.00
道琼斯工业指数	43444.99		-1.24	4.03	15.27
纳斯达克指数	18680.12		-3.15	3.23	24.44
标普500	5870.62		-2.08	2.89	23.08
海外	8063.61		-0.11	-0.47	4.27
英国富时100	7269.63		-0.94	-1.10	-3.63
法国CAC40	19210.81		-0.02	0.70	14.68
德国DAX	38642.91		-2.17	-1.12	15.48
日经225	2416.86		-5.63	-5.45	-8.98
韩国综指					

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

## 2、债券

图表 21 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)
1年期国债收益率	1.39		-2.07	-4.54	-70.31
2年期国债收益率	1.40		-4.44	-4.57	-81.19
5年期国债收益率	1.70		-3.78	-10.26	-69.84
10年期国债收益率	2.08		-4.93	-7.22	-47.60
10Y-1Y国债期限利差	0.70		0.14	-2.68	22.71
SHIBOR (7天)	1.69		4.00	2.90	-18.20
DR007	1.72		11.26	1.86	-18.49
2年期美债收益率	4.31		5.00	5.00	8.00
5年期美债收益率	4.30		10.00	5.00	46.00
10年期美债收益率	4.43		13.00	5.00	55.00
10Y-2Y美债期限利差	0.12		8.00	0.00	47.00
10年期德债收益率	2.33		-5.00	8.00	31.00
10年期法债收益率	3.08		-3.50	4.10	52.60
10年期意债收益率	3.55		-10.40	10.90	-14.90
10年期日债收益率	1.07		4.80	2.20	42.20

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

## 3、商品

图表 22 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	2,478.92		-3.69	-2.80	-1.96
CRB商品指数	279.72		-0.70	-0.05	6.02
沪铜	73,860.00		-4.41	-3.44	7.09
上海螺纹钢	3,232.00		-5.25	-5.88	-19.20
COMEX黄金	2,567.40		-4.73	-6.62	23.92
COMEX白银	30.34		-3.54	-7.50	25.94
WTI原油	66.95		-4.87	-3.34	-6.56
ICE布油	71.05		-3.82	-2.41	-7.78
LME铜	8,971.00		-5.00	-5.63	4.81
LME铝	2,656.50		1.37	1.49	11.43
CBOT豆粕	289.60		-2.23	-3.31	-24.97

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

## 4、外汇

图表 23 外汇市场表现

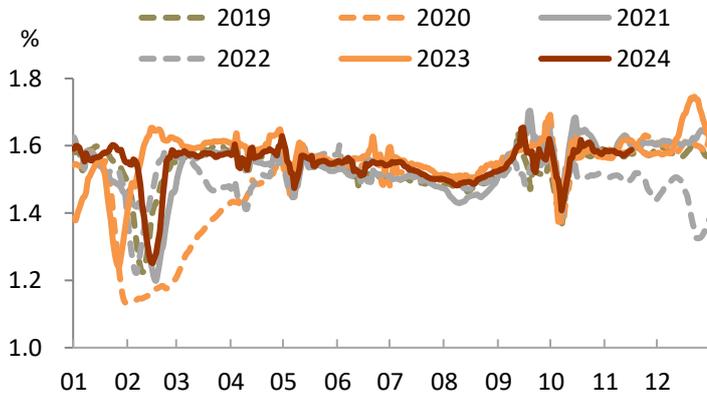
指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
美元兑人民币	7.23		0.92	1.62	1.96
美元兑离岸人民币	7.24		0.52	1.61	1.56
欧元兑人民币	7.64		-1.04	-1.24	-2.89
英镑兑人民币	9.17		-1.11	-0.72	1.42
日元兑人民币	4.65		-1.14	-0.56	-7.44
美元指数	106.68		1.65	2.69	5.23

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

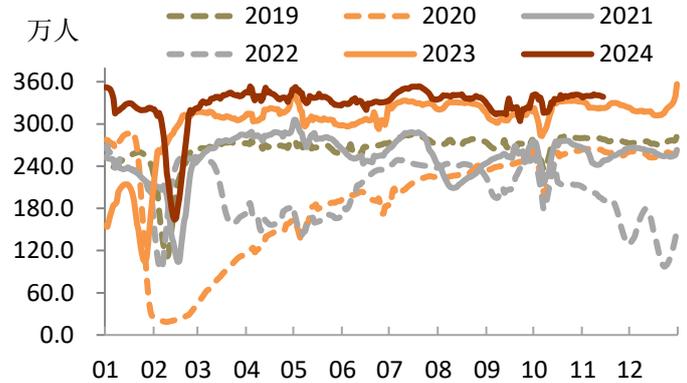
四、高频数据跟踪

1、国内

图表 24 百城拥堵指数

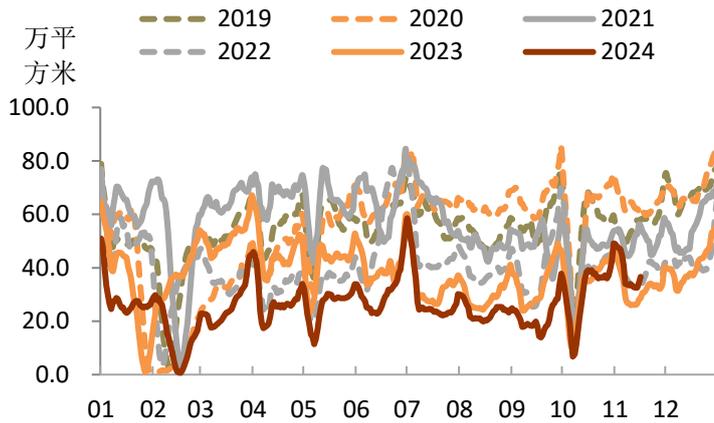


图表 25 23 城地铁客运量

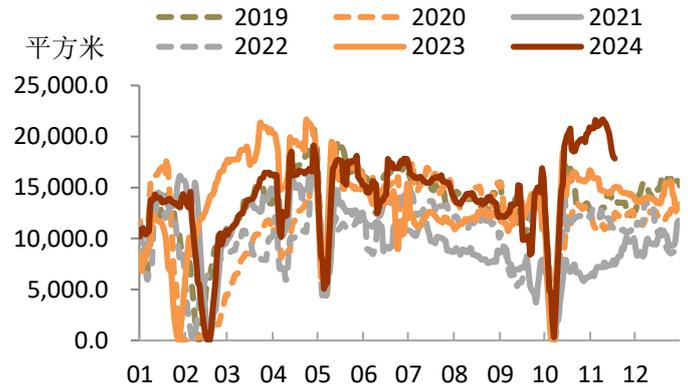


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 26 30 城商品房成交面积

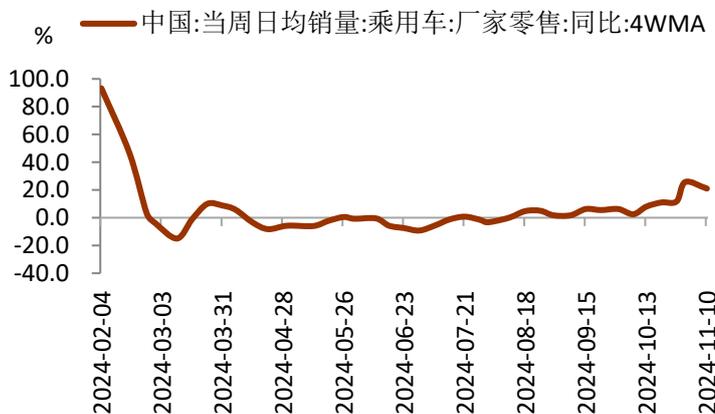


图表 27 12 城二手房成交面积

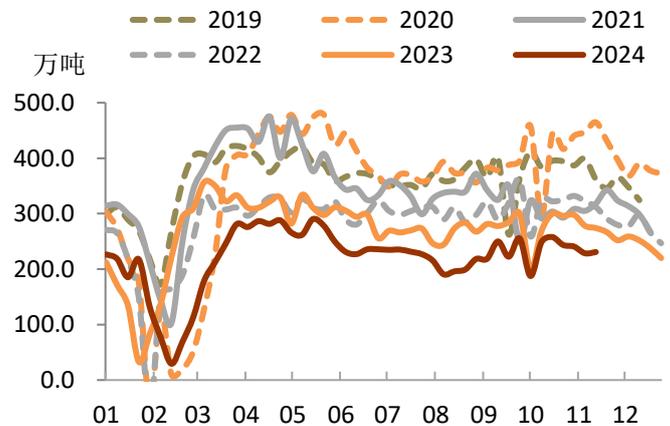


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 28 乘用车销量



图表 29 螺纹钢表观消费量



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

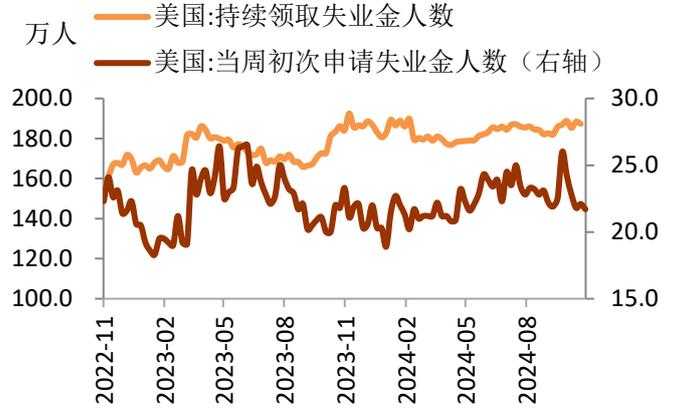
敬请参阅最后一页免责声明

2、海外

图表 30 红皮书商业零售销售

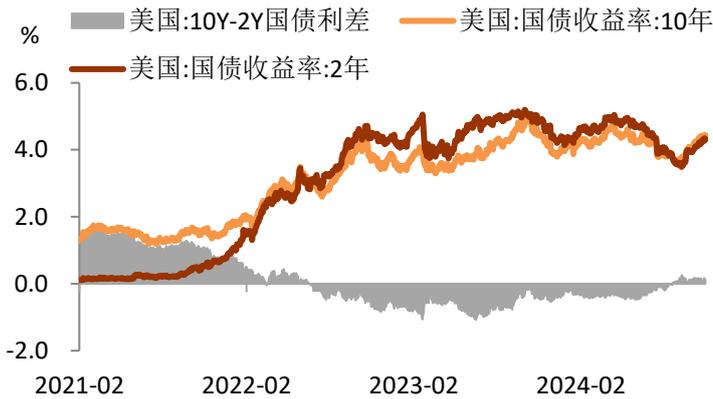


图表 31 失业金申领人数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 32 美债利差倒挂幅度



图表 33 FedWatch 利率变动概率

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	61.9%	38.1%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.8%	54.3%	25.9%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.5%	39.8%	37.8%	10.9%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	20.0%	39.2%	29.8%	7.6%
2025/6/18	0.0%	0.0%	1.6%	10.9%	28.7%	34.9%	19.7%	4.2%
2025/7/30	0.0%	0.4%	4.1%	15.7%	30.4%	30.9%	15.6%	3.1%
2025/9/17	0.1%	1.3%	6.8%	19.1%	30.5%	27.3%	12.7%	2.3%
2025/10/29	0.2%	2.0%	8.3%	20.5%	30.1%	25.4%	11.3%	2.0%
2025/12/10	0.4%	2.5%	9.4%	21.4%	29.7%	24.2%	10.5%	1.9%

数据来源: iFinD, CME, 铜冠金源期货

图表 34 彭博美国金融条件指数



图表 35 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 36 重要经济数据及事件**

日期	时间	数据/事件	前值	预期
11月18日	18:00	欧元区9月季调后贸易帐(亿欧元)	110.0	-
		欧元区9月末季调贸易帐(亿欧元)	46.0	-
	23:00	美国11月NAHB房地产市场指数	43.0	44.0
11月19日	17:00	欧元区9月季调后经常帐(亿欧元)	315.0	-
	18:00	欧元区10月CPI年率终值	2.0	2.0
		欧元区10月CPI月率终值	0.3	0.3
		欧元区10月核心CPI年率终值	2.7	-
		欧元区10月核心CPI月率终值	0.2	-
	21:30	美国10月新屋开工总数年化(万户)	135.4	133.5
		美国10月营建许可总数(万户)	142.5	143.0
		美国10月新屋开工年化月率	-0.5	-1.0
		美国10月营建许可月率	-3.1	0.5
	21:55	美国至11月16日当周红皮书商业零售销售年率	4.8	-
11月20日	9:00	<b>中国至11月20日一年期贷款市场报价利率</b>	3.1	3.1
		<b>中国至11月20日五年期贷款市场报价利率</b>	3.6	3.6
	18:00	欧元区9月建筑业产出年率	-2.5	-
	欧元区9月建筑业产出月率	0.1	-	
11月21日	21:30	美国至11月16日当周初请失业金人数(万人)	21.7	22.3
		美国11月费城联储制造业指数	10.3	8.0
	23:00	欧元区11月消费者信心指数初值	-12.5	-12.4
		美国10月成屋销售总数年化(万户)	384.0	393.0
		美国10月谘商会领先指标月率	-0.5	-0.3
11月22日	17:00	欧元区11月制造业PMI初值	46.0	46.0
		欧元区11月服务业PMI初值	51.6	51.5
	22:45	<b>美国11月标普全球制造业PMI初值</b>	48.5	48.8
		<b>美国11月标普全球服务业PMI初值</b>	55.0	55.3
	23:00	美国11月密歇根大学消费者信心指数终值	73.0	73.5
		美国11月一年期通胀率预期终值	2.6	-
		美国11月五至十年期通胀率预期终值	3.1	-

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。