



2023年12月11日

## 国内经济偏弱静候政策，美国非农就业超预期

### 核心观点

- 海外方面，美国11月新增非农就业在罢工工人回归后超预期，商品、服务部门双双升温，失业率也超预期回落到3.7%，同时叠加通胀预期大幅回落、消费者信心骤升，市场修正此前降息预期，交易软着陆，数据公布后，美债利率、美元走高，美股上涨。欧元区三季度GDP零增长，10月PPI受能源影响同比跌幅较深、环比趋势转弱。下周关注美国11月CPI数据及FOMC会议。
- 国内方面，11月CPI、PPI降幅加剧，主要还是产能过剩与有效需求不足的共振，导致目前通缩压力未减。11月出口在基数的助力下转正，从两年复合增速来看仍偏脆弱；进口不及预期、上游商品补库放缓。上周五召开政治局会议，提出“先立后破”，意味着在经济新动能尚未实现之前，旧动能仍会存在。同时首次提出“以进促稳”，体现了对明年经济增长的诉求，预计2024年经济增速目标在4.5%-5%区间。关注下周国内中央经济工作会议、金融数据及经济数据。
- 风险因素：政策效果不及预期，美国经济减速超预期，地产下行超预期，海外货币政策超预期。

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

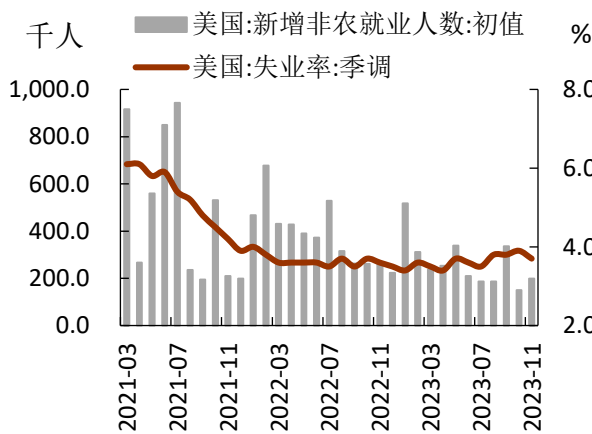
### 1、罢工工人回归推动非农就业超预期

美国 11 月新增非农就业 19.9 万人，预期 18 万人，前值 15 万人，9-10 月合计下修 3.5 万人；失业率录得 3.7%，高于预期和前值 3.9%；劳动参与率录得 62.8%，高于预期与前值 62.7%；平均时薪同比 4.0%，预期 4.0%，前值 4.1%；平均时薪环比 0.4%，预期 0.3%，前值 0.2%。

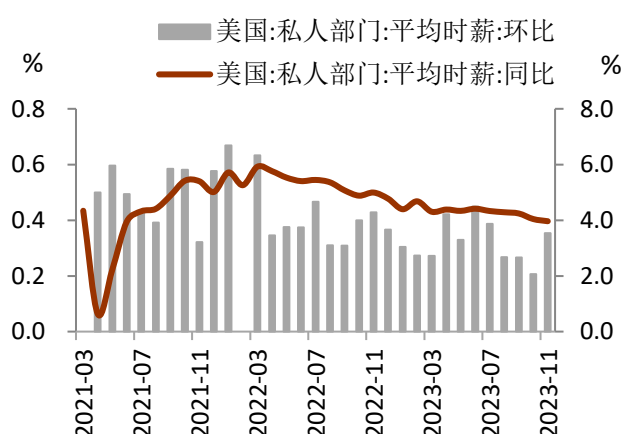
**商品和服务就业双双升温，汽车工人回归为短期因素。** 11 月商品新增非农就业 2.9 万人，较上月增加 3.9 万人，为今年 6 月以来的最高值，汽车业罢工工人回归导致耐用品制造业就业人数骤升，环比增加 6.3 万人，是商品就业的主要支撑项。11 月服务业新增非农就业 12.1 万人，较上月增加 2.6 万人。其中，住宿餐饮是主要支撑项，新增 2.3 万人；医疗服务次之，新增 1.8 万人；零售贸易少增 3.4 万人，为最大拖累项。总体来看，服务业就业仍然偏强，与 11 月服务业 PMI 相一致。

**时薪环比增速超预期，工资通胀压力反复。** 11 月时薪环比录得 0.4%，高于前值 0.2%，为年内最高。商品部门时薪环比录得 0.5%，采矿业、建筑业、制造业全面上行。服务部门时薪环比录得 0.3%，批发业环比多增 1.3%，零售业、金融业、信息业、公用事业环比增速也温和上涨，仓储业、商业服务、教育保健业则有所回落。

图表 1 新增非农就业和失业率



图表 2 私人部门平均时薪增速



资料来源：IFinD，铜冠金源期货

图表 3 美国新增非农就业分项

	2023年11月	2023年10月	2023年9月	2023年8月	2023年7月
新增非农就业人口合计 (千人)	199	150	262	165	236
私人部门	150	85	199	114	145
商品	29	-10	21	28	12
采矿业	-1	0	1	0	2
建筑业	2	25	9	30	12
制造业	28	-35	11	-2	-2
服务	121	95	178	86	133
贸易、运输与公用事业	-35	-5	31	-28	20
批发贸易	8.3	11.2	15.6	2.5	15.4
零售贸易	-38.4	-4.7	1.7	-5.9	12.6
运输和仓储	-5	-12.4	12.4	-26.9	-6.8
公用事业	0.1	0.6	2	2.4	-1.5
信息业	10	-19	-6	-22	-19
金融活动	4	-5	0	1	15
商业服务	-9	2	-17	8	-29
教育与保健服务	99	83	86	105	104
休闲与酒店业	40	42	76	8	38
其他服务业	12	-3	8	14	4
政府部门	49	65	63	51	91

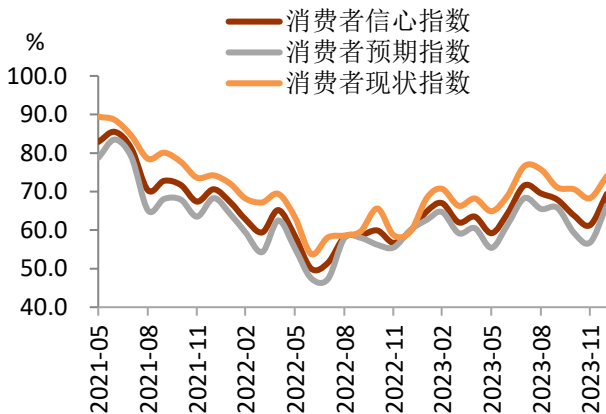
资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

## 2、消费者信心飙升，通胀预期大幅回落

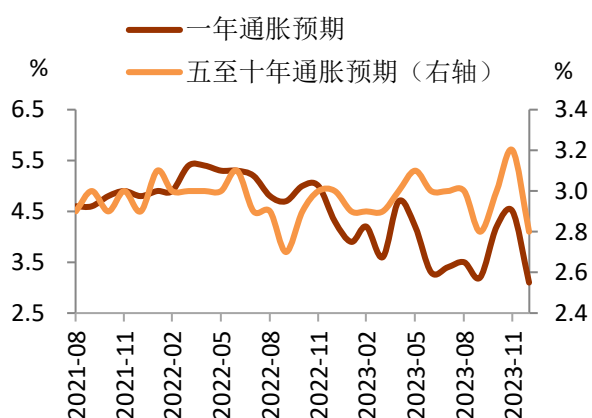
**消费者信心大幅高于预期。**美国 12 月密歇根大学消费者信心指数初值 69.4，预期 62，前值 61.3，盖过了前四个月的所有跌幅，主要是由于预期通胀轨迹的改善，目前的消费者信心比 2022 年 6 月的历史低点高出约 39%，但仍远低于疫情前的水平。本月越来越多的消费者（约 14%）自发地提到了明年选举的潜在影响，包含了对选举可能会产生有利于经济的结果的预期。

**短期通胀预期创两年多来新低。**美国 12 月一年通胀预期初值 3.1%，预期 4.3%，前值 4.5%，创 2021 年 3 月份以来新低；未来 5-10 年的通胀预期初值 2.8%，预期 3.1%，前值 3.2%，逼平 2022 年 9 月份以来的最低位。随着能源价格下降，通胀预期存在将进一步降温的可能。

图表 4 密歇根大学消费者信心指数



图表 5 密歇根大学通胀预期



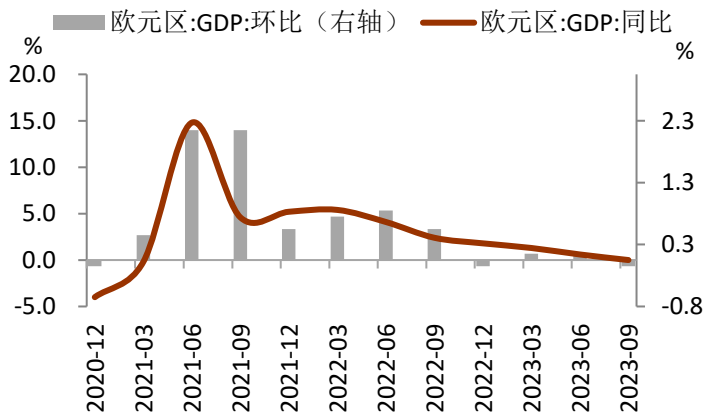
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

### 3、欧元区三季度零增长

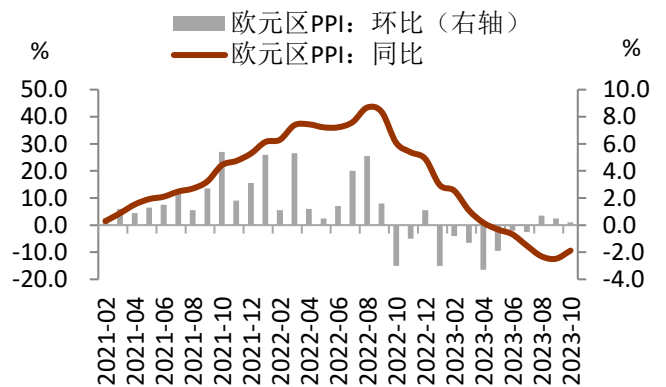
**欧元区 Q3 经济不及预期零增长。**欧元区第三季度 GDP 同比终值录得 0.0%，预期 0.1%，初值 0.1%；环比录得-0.1%，预期-0.1%，初值-0.1%。分部门来看，家庭最终消费支出增长 0.3%，前值 0.0%；政府最终消费支出增长 0.3%，前值 0.2%；固定资本形成总额增长 0.0%，前值-0.1%；出口下降 1.1%，持平前值，进口下降 1.2%，前值 0.0%。高利率对欧元区经济的压制作用已经开始显现，四季度欧洲经济或将持续低迷。

**能源价格主导 10 月 PPI，同比跌幅较深、环比趋势转弱。**欧元区 10 月 PPI 同比-9.4%，预期-9.5%，前值-12.4%，连续第六个月下降，主要原因是能源价格暴跌，能源价格 10 月份同比下降 25.0%，中间产品价格下降 5.3%，而资本货物（如机械、工具或建筑物）和耐用消费品价格均上涨 3.7%，非耐用消费品价格上涨 4.2%。10 月 PPI 环比增长 0.2%，预期 0.2%，前值 0.5%，其中能源价格上涨 1.0%，耐用消费品价格上涨 0.1%，资本货物价格保持稳定，非耐用消费品价格下降 0.1%，中间产品价格下降 0.3%，扣除能源后，10 月 PPI 环比下降 0.2%。

图表 6 欧元区 GDP



图表 7 欧元区 PPI



资料来源：IFinD，铜冠金源期货

## 二、国内宏观

### 1、通缩压力加剧

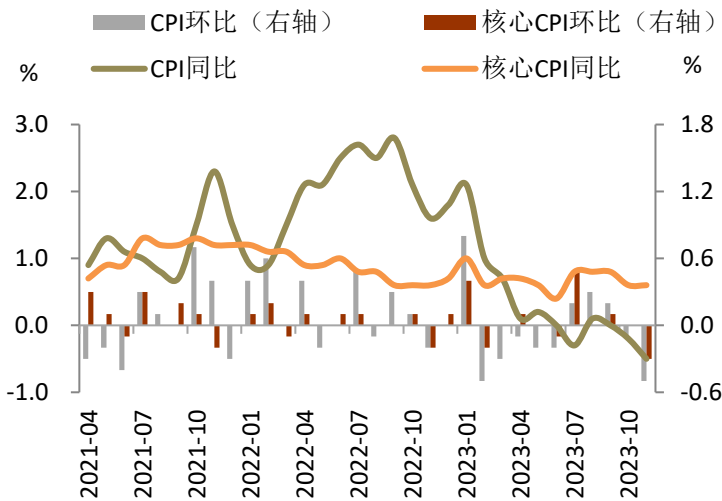
**CPI 及 PPI 同比、环比增速双双回落，且均弱于预期。**11 月 CPI 同比录得-0.5%，预期-0.2%，前值-0.2%，为 2020 年 11 月来的最低值；环比录得-0.5%，预期-0.1%，前值-0.1%。PPI 同比录得-3.0%，预期-2.8%，前值-2.6%；环比录得-0.3%，前值 0.0%。

**CPI 各分项维持弱势，猪油价格跌幅加剧。**食品项同比录得-4.2%，环比录得-0.9%，均较上月继续回落，主要系猪肉、鲜菜等供应充裕导致价格回落幅度加剧。非食品项同比录得

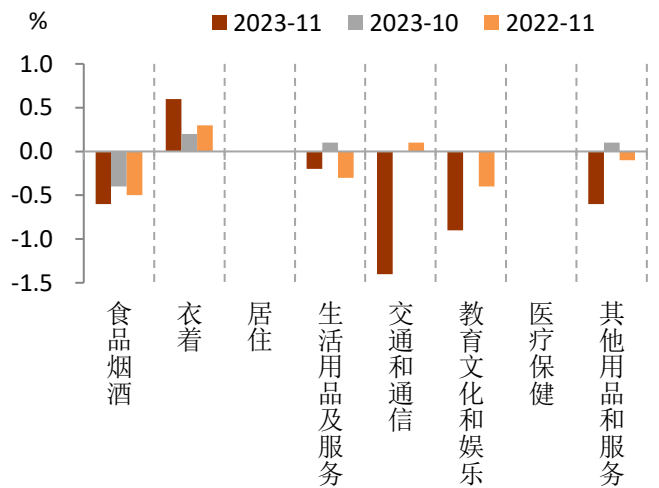
0.4%，环比录得-0.4%，其中出行项环比大幅回落1.4%，主因国际油价大跌带动汽油价格下降，教育、医疗、居住等分项涨价动力不足，仅衣着项环比上涨0.6%。拆分CPI的变动因素，11月CPI新涨价因素同比-0.5%，翘尾因素同比0.0%，表明内需乏力导致涨价动力不足。

**PPI仍受生产资料拖累，上游好于中下游。**11月生产资料同比录得-3.4%，环比录得-0.3%，采掘业、原料业、加工业三者降幅均扩大；生活资料同比录得-1.2%，环比录得-0.2%，各分项降幅均扩大，食品类降幅最大。细分行业看，黑色金属采选、加工、煤炭开采、燃气生产PPI增幅较高，石油开采加工等下游制造加工业价格仍偏弱。拆分PPI的变动因素，11月PPI新涨价因素同比-2.5%，翘尾因素同比-0.5%，新涨价因素继续下行，且基数的负作用拖累加剧。

图表8 CPI及核心CPI

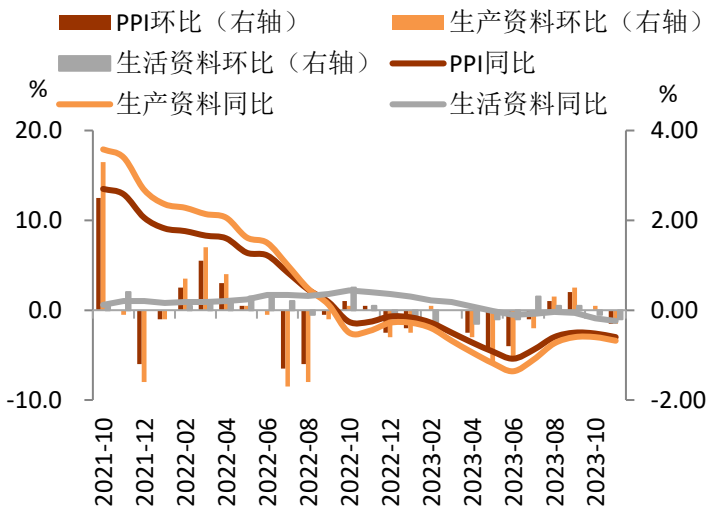


图表9 CPI环比分项

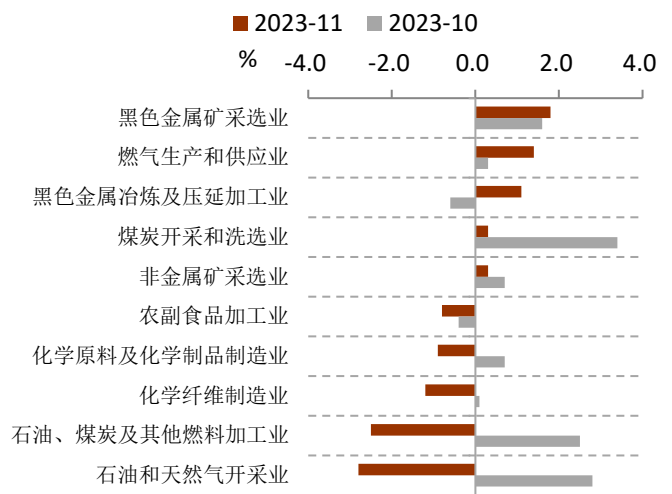


资料来源：IFinD，铜冠金源期货

图表10 PPI、生产资料和生活资料



图表11 PPI分行业环比增速前五、后五



资料来源：IFinD，铜冠金源期货

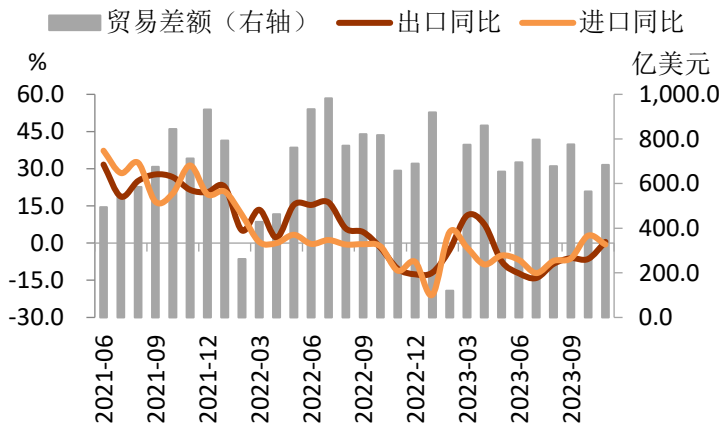
## 2、出口转正、进口回落

11月出口同比录得0.5%，预期0.0%，前值-6.4%，为2023年4月以来首次转正；11月进口同比录得-0.6%，预期3.9%，前值3.0%，10月回正后再现疲弱。从两年复合增速来看，11月出口同比录得-5.1%，前值-4.2%；11月进口同比录得-6.0%，前值0.8%，进出口下跌趋势均未扭转。

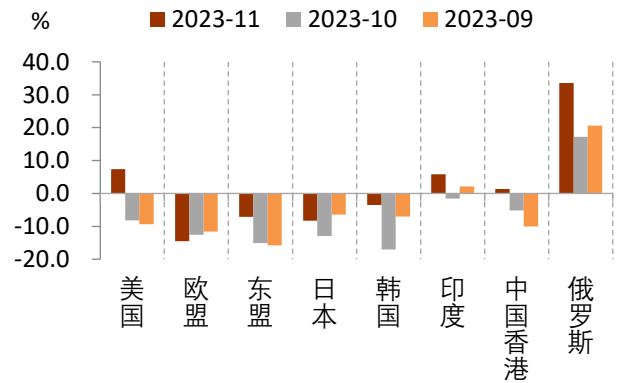
**低基数助力出口转正，对美国东盟出口显著好转。**从出口区域看，美国、东盟、日本、韩国对中国出口增速有明显改善，同比分别录得7.3%、-7.1%、-8.3%和-3.6%；欧盟、澳大利亚对中国出口的拖累有所扩大，同比分别录得-14.5%、-9.1%；俄罗斯及一带一路沿线国家依旧维持较高热度，同比分别录得33.6%和22.6%。从出口产品结构看，汽车、主要耐用消费品维持高景气，同比分别录得27.9%和12.1%，劳动密集型商品、机电产品和农产品有所好转，同比分别录得-5.0%、1.3%和3.5%，化工与贱金属对出口的拖累有所夸大，同比录得-14.3%。

**进口超预期回落，大宗商品补库迹象放缓。**从进口产品结构看，上游原材料进口增速总体放缓，原油回落-12.8%，大豆同比-7.8，铁矿石同比29.1%，铜进口同比5.1%；高新技术产品同比8.1%，机电产品4.2%，较上月均有较大改善。

图表 12 进出口同比与贸易差额



图表 13 主要出口区域出口金额同比增速



资料来源：IFinD，铜冠金源期货

### 三、大类资产表现

#### 1、权益

图表 14 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	4575.70		-2.02	-1.83	-4.97	
上证指数	2969.56		-2.05	-1.98	-3.87	
深圳成指	9553.92		-1.71	-1.78	-13.27	
创业板指	1892.18		-1.77	-1.58	-19.37	
A股	上证50	2281.65		-2.99	-3.56	-13.42
	沪深300	3399.46		-2.40	-2.77	-12.20
	中证500	5497.99		-1.24	-0.85	-6.25
	中证1000	6003.14		-2.07	-1.27	-4.43
	科创50	868.23		0.08	0.29	-9.55
港股	恒生指数	16334.37		-2.95	-4.16	-17.43
	恒生科技	3705.93		-3.26	-4.97	-10.24
	恒生中国企业指数	5598.16		-2.84	-4.43	-16.51
海外	道琼斯工业指数	36247.87		0.01	0.83	9.35
	纳斯达克指数	14403.97		0.69	1.25	37.62
	标普500	4604.37		0.21	0.80	19.92
	英国富时100	7554.47		0.33	1.35	1.38
	法国CAC40	7526.55		2.46	2.95	16.26
	德国DAX	16759.22		2.21	3.35	20.37
	日经225	32307.86		-3.36	-3.52	23.81
	韩国综指	2517.85		0.51	-0.69	12.58

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

#### 2、债券

图表 15 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	2.38		3.76	4.45	23.26
	2年期国债收益率	2.44		1.33	1.11	10.18
	5年期国债收益率	2.56		-0.44	-0.93	-7.03
	10年期国债收益率	2.67		-1.83	-1.62	-17.61
	10Y-1Y国债期限利差	0.29		5.58	-6.07	-40.87
	SHIBOR (7天)	1.80		0.30	-36.80	-42.50
	DR007	1.84		4.76	-33.11	-51.77
海外	2年期美债收益率	4.71		15.00	-2.00	30.00
	5年期美债收益率	4.24		10.00	-7.00	25.00
	10年期美债收益率	4.23		1.00	-14.00	35.00
	10Y-2Y美债期限利差	-0.48		-14.00	-12.00	5.00
	10年期德债收益率	2.23		-20.00	-19.00	-28.00
	10年期法债收益率	2.82		-10.20	-21.50	-29.50
	10年期意债收益率	4.06		5.00	-17.40	-63.70
	10年期日债收益率	0.79		7.10	10.00	33.70

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 3、商品

图表 16 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	2,547.02		0.33	-0.39	6.99
CRB商品指数	262.82		-2.94	-3.95	-5.38
沪铜	68,000.00		-0.48	-0.22	2.84
上海螺纹钢	4,042.00		3.19	4.01	-1.10
COMEX黄金	2,020.80		-3.80	-1.77	10.66
COMEX白银	23.29		-9.93	-9.24	-3.12
WTI原油	71.26		-3.79	-6.19	-11.21
ICE布油	75.65		-4.09	-6.44	-11.94
LME铜	8,438.00		-2.00	-0.31	0.79
LME铝	2,134.00		-3.40	-2.69	-10.26
CBOT豆粕	405.90		-1.65	-4.27	-13.82

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

### 4、外汇

图表 17 外汇市场表现

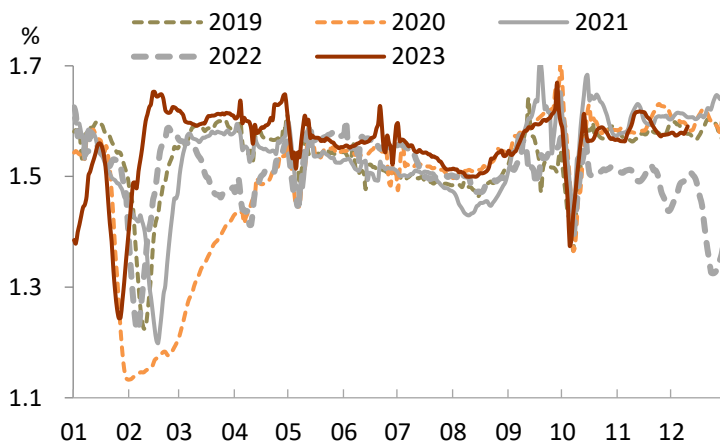
指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
美元兑人民币	7.16		0.29	0.42	3.01
美元兑离岸人民币	7.19		0.86	0.57	3.82
欧元兑人民币	7.72		-0.81	-1.02	4.87
英镑兑人民币	9.00		-0.45	-0.44	7.35
日元兑人民币	4.96		2.54	2.47	5.84
美元指数	104.00		0.78	0.47	0.49

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

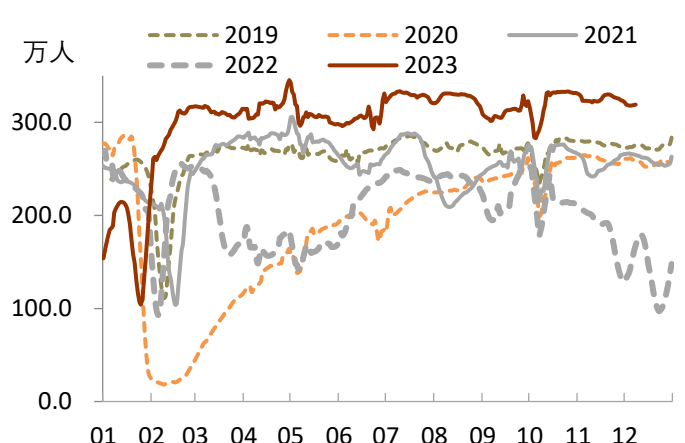
## 四、高频数据跟踪

### 1、国内

图表 18 百城拥堵指数



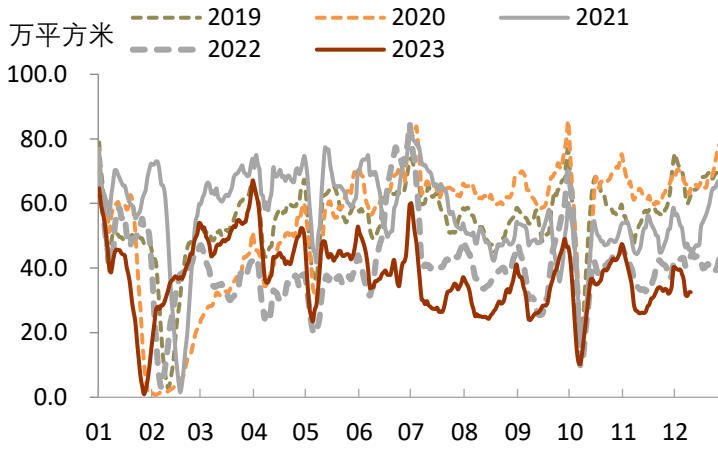
图表 19 23 城地铁客运量



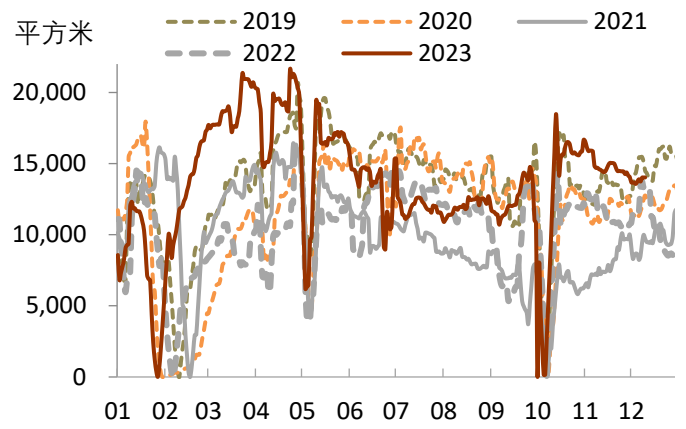
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货



图表 20 30 城商品房成交面积



图表 21 12 城二手房成交面积

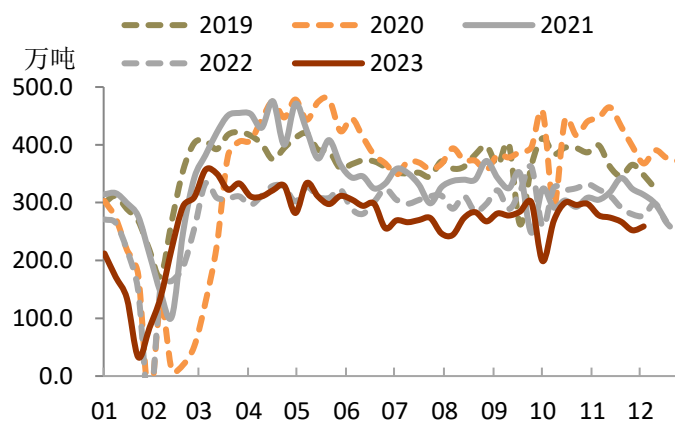


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 22 乘用车销量



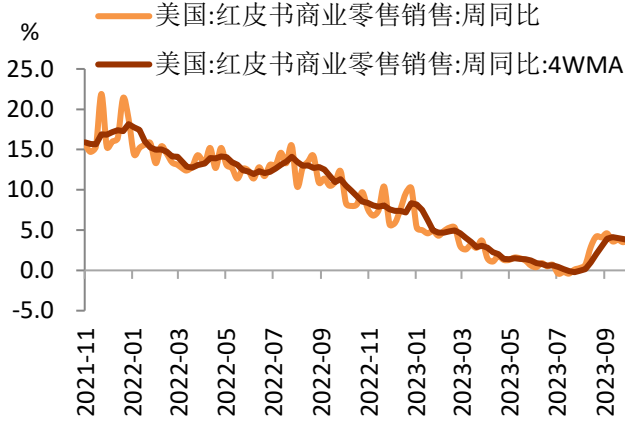
图表 23 螺纹钢表观消费量



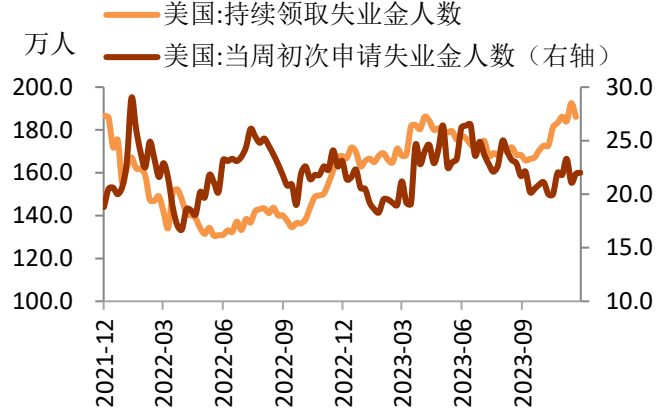
数据来源：iFinD，铜冠金源期货

2、海外

图表 24 红皮书商业零售销售

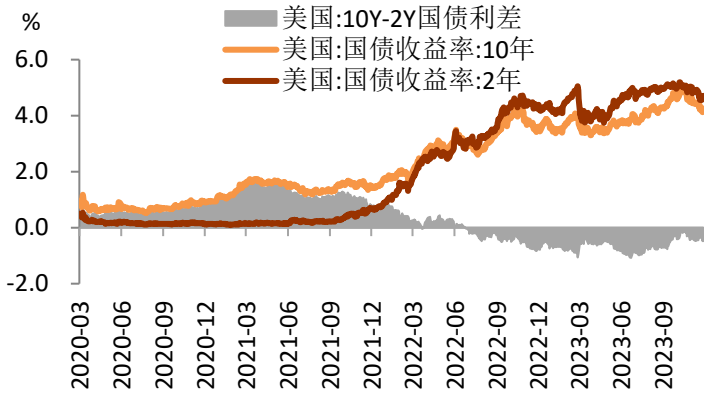


图表 25 失业金申领人数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 26 美债利差倒挂幅度



图表 27 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	550-575
2023/12/13				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.4%	1.6%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	94.4%	1.6%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	42.0%	55.4%	0.9%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	25.9%	50.0%	22.7%	0.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	17.9%	42.3%	31.5%	7.5%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	11.9%	33.8%	35.2%	15.9%	2.7%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.3%	8.7%	27.6%	34.8%	21.3%	6.4%	0.8%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.2%	5.3%	19.9%	31.9%	26.9%	12.5%	3.1%	0.3%	0.0%
2024/12/18	0.1%	3.8%	15.6%	28.4%	28.3%	16.7%	5.8%	1.1%	0.1%	0.0%

数据来源: iFinD, CME, 铜冠金源期货

图表 28 彭博美国金融条件指数



图表 29 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 30 重要经济数据及事件

日期	时间	数据/事件	前值	预期
12月11日	16:00	<b>中国 11 月 M2 货币供应年率</b>	10.3	10.1
		<b>中国 11 月新增人民币贷款(亿元)</b>	7384.0	13000.0
		<b>中国 11 月 M0 货币供应年率</b>	10.2	-
		<b>中国 11 月 M1 货币供应年率</b>	1.9	2.1
		<b>中国 11 月社会融资规模(亿元)</b>	18452.0	26000.0
	23:00	美国 11 月谘商会就业趋势指数	114.2	-
12月12日	18:00	欧元区 12 月 ZEW 经济景气指数	13.8	-
		欧元区 12 月 ZEW 经济现况指数	-61.8	-
	19:00	美国 11 月 NFIB 小型企业信心指数	90.7	90.7
	21:30	<b>美国 11 月末季调 CPI 年率</b>	3.2	3.1
		<b>美国 11 月季调后 CPI 月率</b>	0.0	0.1
		<b>美国 11 月末季调核心 CPI 年率</b>	4.0	4.0
			<b>美国 11 月核心 CPI 月率</b>	0.2
21:55	美国至 12 月 9 日当周红皮书商业零售销售年率	3.0	-	
12月13日	18:00	欧元区 10 月工业产出月率	-1.1	-0.1
		欧元区 10 月工业产出年率	-6.9	-
	20:00	美国至 12 月 8 日当周 MBA30 年期固定抵押贷款利率	7.2	-
		美国 11 月 PPI 年率	1.3	1.1
	21:30	美国 11 月 PPI 月率	-0.5	0.1
		美国 11 月核心 PPI 年率	2.4	2.2
		美国 11 月核心 PPI 月率	0.00	0.20
12月14日	3:00	<b>美国至 12 月 13 日美联储利率决定(上限)</b>	5.5	5.5
		<b>美国至 12 月 13 日美联储利率决定(下限)</b>	5.3	5.3
	21:15	欧元区至 12 月 14 日欧洲央行主要再融资利率	4.5	4.5
	21:30	美国至 12 月 9 日当周初请失业金人数(万人)	22.0	-
		美国 11 月零售销售月率	-0.1	-0.1
		美国 11 月核心零售销售月率	0.1	-0.1
23:00	美国 10 月商业库存月率	0.4	0.0	
12月15日	10:00	<b>中国 11 月社会消费品零售总额年率</b>	7.6	12.5
		<b>中国 11 月规模以上工业增加值年率</b>	4.6	5.6
		<b>中国 1-11 月城镇固定资产投资年率</b>	2.9	3.0
		<b>中国 11 月城镇调查失业率</b>	5.0	5.0
	17:00	欧元区 12 月制造业 PMI 初值	44.2	44.5
		欧元区 12 月服务业 PMI 初值	48.7	49.0
		欧元区 12 月综合 PMI 初值	47.6	47.9
	18:00	欧元区 10 月季调后贸易帐(亿欧元)	92.0	-
		欧元区第三季度劳动力成本年率	4.5	-
	21:30	美国 12 月纽约联储制造业指数	9.1	3.8

日期	时间	数据/事件	前值	预期
	22:15	美国 11 月工业产出月率	-0.6	0.2
		美国 11 月产能利用率	78.9	79.1
	22:45	美国 12 月 Markit 制造业 PMI 初值	49.4	49.3
		美国 12 月 Markit 服务业 PMI 初值	50.8	50.7
		美国 12 月 Markit 综合 PMI 初值	50.7	-

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）

### 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

### 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

### 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



### 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

### 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

## 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，也没有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。