

[www.shanjinqh.com](http://www.shanjinqh.com)

作者：曹有明

投资咨询资格证号：Z0013162

电话：021-20627258

邮箱：caoyouming@sd-gold.com

山金期货官微：



## 近期市场关注焦点以及行情展望

### 报告导读

目前市场关注的热点有四个方面：1) 日本央行将于何时开展货币正常化进程及对全球资本市场的影响；2) 欧美央行将于何时开始降息？3) A股是否已经见底？4) 工业品是涨还是跌？整体来看，前两个问题给市场带来的应该仅仅是扰动，并不会改变行情的发展方向。因为无论是哪家央行，均和市场进行充分的沟通之后才会采取行动，市场有充足的时间去评估政策动向和经济数据。

市场更需要关注的是，第二季度全球以及国内宏观经济的形势如何表现？毫无疑问的是，在央行采取宽松货币政策的时候，一般也是经济增速下行的时期，甚至是经济增速下行周期的中后期。目前的状态是，全球投资者对于硬着陆的风险反映不足。从目前的情况来看，欧美通胀下行缓慢，但对降息的幅度更加乐观，对经济下行的风险准备不充分。

进入二季度之后，如果经济下行幅度超预期，而通胀下降速度慢于预期，欧美央行还在坚持将防通胀放在首位，则不排除权益市场和工业品市场同步下挫的可能。在国内市场方面，如果两会之后，政策面已经明朗，价格也已经反弹到了高位，但现实情况差于预期，则也容易导致权益和商品市场出现调整。而且，从季节性规律来看，二季度一般是一年里下跌概率最高、调整幅度最大的季节。所以，国内方面，对于股指期货，近期不妨乐观些，将目前的上涨看成中线级别反弹的早期阶段来对待。对于商品市场，特别是位置已经相对偏高的黑色和建材板块，建议保持谨慎，等待后市出现中线级别的做空机会再行动。

**风险提示：**国内政策面超预期；欧美通胀维持高位

## 一、日本央行按兵不动，市场预期 4 月将开始货币政策正常化

1 月 23 日，日本央行将基准利率维持在历史低点-0.1%，将 10 年期国债收益率目标维持在 0%附近，符合市场预期。日本央行对货币政策前瞻指引未作任何更改。在政策声明中，日本央行表示，如果需要将毫不犹豫地加大宽松力度。继续实施货币宽松政策，以达到价格目标。当前经济将继续温和复苏。需要密切关注金融、汇率市场。通胀有望在季度报告预测期末逐渐加速达到日本央行的目标。经济与通胀的风险总体平衡。将购买“必要数量、但不设上限”的日债。

日本央行行长植田和男表示，如果价格目标实现在望，将考虑是否还应维持负利率。无法确定负利率结束后宽松政策将持续多久。与三月份政策会议相比，四月份的政策会议上将有更多的数据。他说工会在日本一年一度的春斗——春季劳资谈判中要求加薪，央行会仔细评估包括春季工资谈判在内的数据。实现 2%持续通胀目标的确定性正在逐步上升，并指出近期服务业价格稳步上涨（植田和男 12 月份表示，工资/通胀的正周期是否会形成存在很大的不确定性）。

此前一位前日本央行官员预计，本次春斗的结果有望使工资上涨 4%。我们认为，春节劳资谈判中要求加薪有助于形成工资/通胀的良性循环。工会联合会 Rengo 将于 3 月 15 日公布初步结果，日本央行应在此日期之前即可以掌握相关确切信息。

总之，日本央行在 4 月份会议上加息的理由越来越充分，市场预计 4 月份加息的可能性高达 90%，6 月份加息的可能性仅在 10%左右。

图表 1：日本央行 1 月议息会议当日，美元/日元短暂大幅回落



数据来源：文华财经、山金期货

从市场表现来看，1月23日当日，在日本央行公布利率决议之后，美元/日元由涨转跌，直到晚间才转为上涨。从美元/日元的走势可以看到，市场已经充分预期到该次会议将维持货币政策不变。但是，当日本央行行长说要看三月和四月的数据时，市场已经形成了在4月加息的预期。随后几日，日本10年期国债收益率上涨了10个BP，日经225指数连跌四日。如果从1月15日算起，日本十年期国债收益率已经上涨了20个BP。

图表 2：日本央行议息会议后，日本 10 年期国债收益率上升，日经 225 指数出现调整



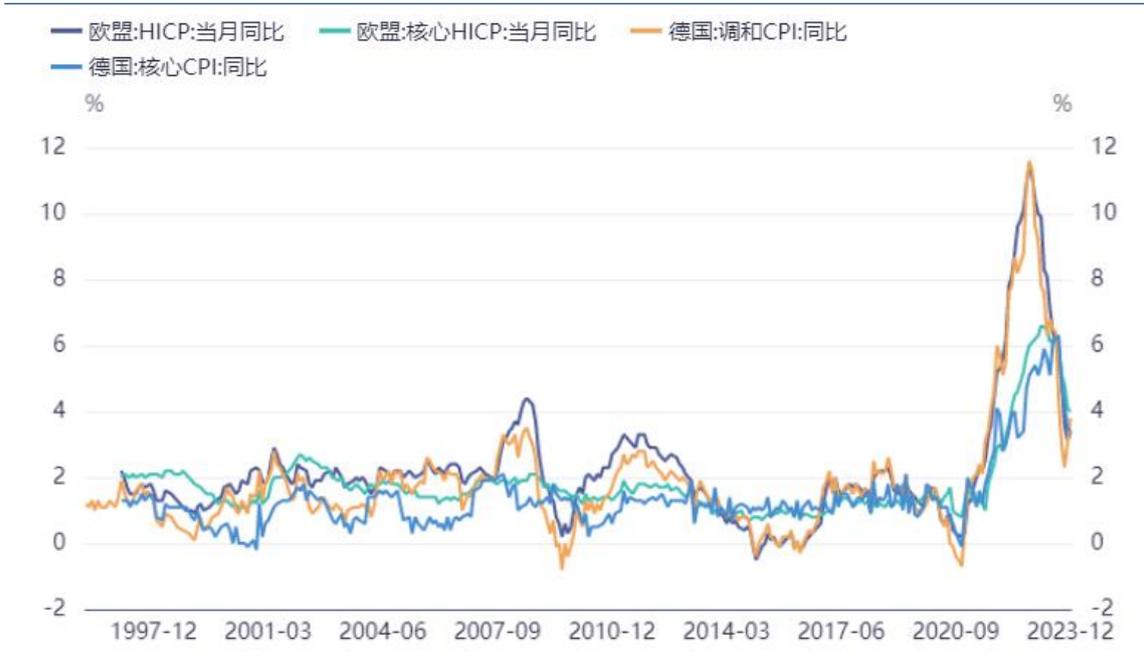
数据来源：iFind、文华财经、山金期货

不过，4月份日本央行将采取行动是基于当前的整体情况作的静态推演，是否采取行动仍存在一定的变数。阻碍日本央行于4月加息的主要风险在于3-4月份全球及日本的金融市场状况。一般情况下，每年的二季度无论是股市还是商品市场表现较差，市场风险偏好情绪不佳。如果日本央行不想给市场增加额外扰动的话，则有可能在市场重新恢复平静的6、7月采取行动。另外，如果在加息之前，日元的升值、国债收益率的回升、日元的不断回流和股市不断的上升并有形成正反馈循环之势，不排除日本央行在3月就采取行动。所以，判断日本央行在什么时间采取行动还要结合未来的经济和金融形势。

## 二、欧洲央行维持货币政策不变，但暗示开始考虑放松政策

1月25日，欧洲央行公布2024年首次利率决议，维持欧央行三大主要利率不变，将主要再融资利率、存款便利利率、边际贷款利率维持在4.5%，4%以及4.75%的历史高位。自去年9月欧洲央行在本轮加息周期中第十次宣布加息后，这已经是该行连续第三次选择维持当前利率水平。随着利率见顶，欧洲央行将在何时开启降息周期以及今年的降息幅度，成为市场关注的焦点。

图表 3：欧盟 CPI 持续下降，但德国的 CPI 意外反弹



数据来源：iFind、山金期货

欧洲央行在政策声明重申对抗通胀的承诺，未暗示政策制定者开始考虑放松政策。利率声明中指出，目前得到的数据大体证实了先前的通胀评估。除了能源相关的基数上升对总体通胀的影响外，潜在通胀的下降趋势仍在继续，过去的加息继续强有力地传导到融资环境中。管理委员会决心确保通胀及时回归到 2% 的目标。基于当前的评估，管委会认为，如果关键利率能在当前水平保持足够长的时间，将对实现这一目标做出重大贡献。管理委员会未来的决定将确保政策利率在必要时期内维持在足够限制性水平。

图表 4：德国的采购经理人指数均处于荣枯线下方，制造业采购经理人指数已经在荣枯线下方停留 18 个月



数据来源：iFind、山金期货

欧洲央行行长拉加德在新闻发布会上强调，欧洲经济依然疲软，第四季度欧洲经济可能停滞不前。对

劳动力的需求正在放缓，劳动力市场依然强劲。拉加德称，预计通胀将在 2024 年进一步缓解，去年 12 月，几乎所有潜在通胀指标都有所下降。短期通胀预期指标显著下降，但经济增长的风险仍倾向于下行，地缘政治紧张局势是通胀的上行风险。

图表 5：欧元区 PMI 虽然有所反弹，但仍处于荣枯线下方



数据来源：iFind、山金期货

虽然欧洲的 CPI 已经从高位大幅回落，但依然在 4% 左右停步不前。另外，德国的 CPI 在 12 月有所反弹。虽然德国的整体形势目前看来比较糟糕，但德国一贯对通胀相对更加厌恶。因此，从通胀的角度来看，欧洲央行的降息应不会很快到来。

今年以来市场对欧央行降息预期反复动摇，目前货币市场预期今年欧央行有望累计降息约 130 个基点，6 月份首次降息的概率接近 97%。目前市场的预期是欧洲央行将于第二季度开始降息，并于 7 月会议开始资产负债表正常化进程。拉加德和欧洲央行首席经济学家莱恩一再指出，第一季度的工资和解协议(数据将于 5 月公布)是一个相关的衡量标准。这被一些人视为欧洲央行可能在 6 月会议上首次降息的线索。

随着欧元体系不再进行再投资，APP 投资组合正在以有序和可预测的速度下降。紧急抗疫购债计划(PEPP)再投资将持续到 2024 年底。在下半年，计划平均每月减少 PEPP 投资组合 75 亿欧元。管理委员会打算在 2024 年底停止在 PEPP 下的再投资。

### 三、本周美联储预计将继续敲打市场以降低对降息幅度的预期

1 月 25 日，美国商务部发布的数据显示，美国第四季度实际 GDP 年化季环比初值按年增长 3.3%，增幅

比上季度 4.9%放缓，但远超出市场预期的 2%。2023 年全年美国经济以 2.5%的年化速度增长，超出年初华尔街的预期，2022 年为 1.9%。

图表 6：美国第四季度 GDP 环比折年率远高于预期的 2%



数据来源：iFind、山金期货

同时发布的季度通胀数据方面，个人消费支出（PCE）价格指数同比上涨 2.8%，较前值 3.1%有所放缓，但超过预期的 2.5%；不含食品和能源的核心 PCE 价格指数年化季环比增长 2%，与前值和预期值一致。

图表 7：美国 PCE 物价指数下降速度慢于市场的预期



数据来源：iFind、山金期货

与前几个季度类似，个人消费支出环比增长了 2.8%，是经济增长的主要动力，商业投资和住房也助推了经济超预期增长。尽管美联储加息给家庭和企业带来了负担，但就业增长和通胀率下降仍为消费支出提供了动力。消费者的消费意愿在假日季零售表现中得到体现，12 月份零售额快速增长。随着工资增长超过

物价涨幅，密歇根大学上周表示，美国消费者信心指数自去年 11 月以来飙升 29%，为 1991 年以来最大的两个月增幅，进一步显示出消费者情绪正在改善。

第四季度数据好于预期，缓解了市场对衰退的担忧。通胀路径以及美联储如何应对通胀，将是判断美国经济走向的关键。经济学家预计，限制性利率维持的时间越长，对需求，以及招聘和增长的影响就越大。市场普遍预计，尽管美联储已经开始讨论放宽货币政策的问题，本周仍将按兵不动，将利率维持在二十年来的最高水平。不过，在鲍威尔答记者问环节，预计将出现敲打市场的措施，压低市场对降息幅度的预期，以免未来市场出现过度波动。

## 四、A 股非理性下跌得到修复，政策起效仍需时日

近期市场集中出现了多个重磅利多，包括但不限于：

1) 央行将准并定向降息，超出市场预期。中国人民银行行长潘功胜 1 月 24 日在国新办新闻发布会上表示，将于 2 月 5 日下调存款准备金率 0.5 个百分点，向市场提供流动性 1 万亿元。1 月 25 日将下调支农支小再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，从 2% 下调到 1.75%，并持续推动社会综合融资成本稳中有降。降准幅度超出市场预期，显示央行提振市场信心的决心。

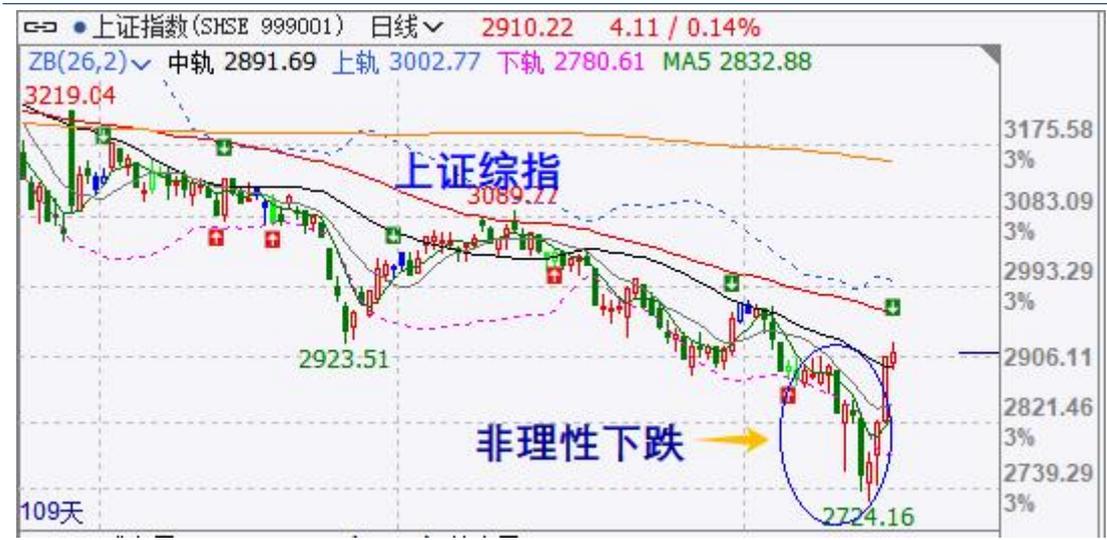
2) 证券监管部门及时回应市场关切，投资端改革举措有望加速推出。1 月 24 日，证监会副主席王建军在接受媒体采访时及时回应了近期股市波动、投资者担心的资本市场“重融资而轻投资”等问题，并阐述了后续“建设以投资者为本的资本市场”的具体措施。1 月 28 日，为贯彻以投资者为本的监管理念，加强对限售股出借的监管，证监会经充分论证评估，进一步优化了融券机制。具体包括：一是全面暂停限售股出借；二是将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用，对融券效率进行限制。因涉及系统调整等因素，第一项措施自 1 月 29 日起实施，第二项措施自 3 月 18 日起实施。

3) 地产领域支持政策明显加码，预计 2 月仍有降息举措。1 月 12 日，住房和城乡建设部及金融监管总局发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，指导各地级以上城市建立房地产融资协调机制。1 月 24 日，央行和金融监管总局联合发布《关于做好经营性物业贷款管理的通知》，细化了商业银行经营性物业贷款业务管理口径、期限、额度、用途等要求，明确放开使用范围，可以用于偿还该企业及其集团控股公司（含合并子公司）存量房地产领域相关贷款和公开市场债券，有效缓解开发商流动性压力。1 月 27 日，广州成为超一线城市当中首个放开 120 平方米以上商品房限购的城市。

4) 国资委继续强调上市央企的投资者回报，央企权重股压舱石作用凸显。近期，国资委有关负责人提

出进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。

图表 8：A 股的非理性下跌已经得到修复



数据来源：iFind、山金期货

在政策加持下，A 股走出明显的底部形态，中字头、浦东板块甚至出现罕见大幅上涨。市场情绪明显改善，已经修改前期非理性下跌的跌幅。在 1 月 17 日至 23 日，虽然市场没有利空，但市场极度担忧挂钩中证 500 和中证 1000 的雪球产品出现敲入，导致市场出现大幅下挫。从事后来看，虽然随着指数的下跌，有一部分雪球确实存在敲入的可能，但整体规模和市场的成交量相比非常有限，其敲出所带来的卖单对市场的影响并不大。因此，这期间的下跌可以归类为看空的情绪性的集中发泄，属于非理性的范畴。一般情况下，类似这种非理性的下跌，都要在很短的时间内出现修复，价格回填非理性下跌的跌幅。

修复虽然已经完成，但价格的反弹大概率还会持续一段时间。因为未来政策面的利多还有望继续释放，二十届三中全会以及两会召开之后，政策才会明朗。另外，最近半年来来的下跌并没有出现明显的反弹行情，今年的“吃饭行情”很有可能已经展开并有望延续。目前的上涨更有可能是中线级别反弹行情的开始。

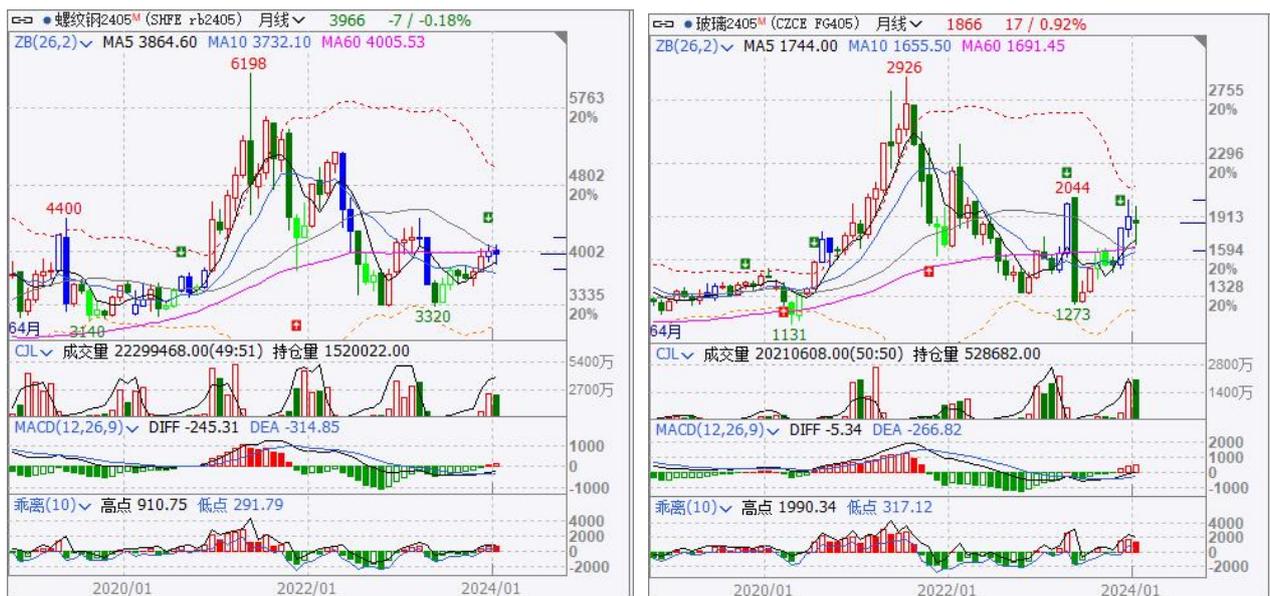
## 五、总结

本文对近期市场关注的热点作一个简单的总结。目前市场关注的热点有三个方面：1) 日本央行将于何时开展货币正常化进场及对全球资本市场的影响；2) 欧洲央行将于何时开始降息？3) 美联储将于何时开始降息？4) A 股是否已经见底？整体来看，前三个问题给市场带来的应该仅仅是扰动，并不会改变行情的发展方向。因为无论是哪家央行，均和市场进行充分的沟通之后才会采取行动，市场有充足的时间去评估政策东西和经济数据。

市场更需要关注的是，第二季度全球以及国内宏观经济的形势如何。毫无疑问的是，在央行采取宽松货币政策的时候，一般也是经济增速下行的时期，甚至是经济增速下行周期的中后期。目前的状态是，全球投资者对于硬着陆的风险反映不足。从目前的情况来看，欧美通胀下行缓慢，但对降息的幅度更加乐观，对经济下行的风险准备不充分。

进入二季度之后，也有可能早在三月份前后，如果市场发现，经济下行幅度超预期，而通胀下降速度慢于预期，欧美央行还在坚持将防通胀放在首位，则不排除权益市场和工业品市场同步下挫的可能。在国内市场方面，如果两会之后，政策面已经明朗，价格也已经反弹到了高位，但现实情况差于预期，则也容易导致权益和商品市场出现调整。而且，从季节性规律来看，二季度一般是一年里下跌概率最高、调整幅度最大的季节。所以，国内方面，对于权益市场，近期不妨乐观些，将目前的上涨看成中线级别反弹的早期阶段来对待。对于商品市场，特别是位置已经相对偏高的黑色和建材板块，建议保持谨慎，等待后市出现中线级别的做空机会再行动。

图表 9：螺纹钢和玻璃已经来到了相对偏高的位置，需要关注做多和做空的性价比



数据来源：iFind、山金期货

风险分析：国内政策面超预期；欧美通胀维持高位

## 免责声明

本报告由山金期货交易咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终

操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。