

摘要：周而复始，同与不同

去年年初导致有色金属板块大幅上涨的三大交易逻辑开始酝酿，包括再通胀预期、中美制造业复苏共振预期以及美联储降息预期。今年似乎周而复始有回到了当初的情境，但是相似却不相同。

再通胀预期：或随特朗普关税政策摇摆

近期美国一年期通胀预期出现强势反弹，上个月的3.3%跃升至本月的4.3%，为2023年11月以来的最高水平。从更高频的通胀预期数据来看，从四季度开始的通胀预期的反弹力度与去年类似，市场更为担忧的是关税政策落地后对美国本土市场更为广泛的通胀的带动。

今年与去年美国通胀的主要驱动因素截然不同，去年更多是由与劳动力供给短缺推升的服务业通胀，而今年的驱动主力是商品通胀。对比而言，一般由服务业推升的通胀具备更强的韧性，也相对而言更稳定，由商品推升的通胀对应趋势的不确定性更强，波动会放大。

对应到今年的情景去看，四季度开始持续上行的通胀预期的主要推手在于特朗普的关税政策，关税政策的反复预计会极大影响通胀预期。目前特朗普对于关税政策的态度更贴近一种“谈判工具”对待，最终落地的时间以及力度可能均会弱于此前预期，因此更倾向于中短期进入“宣布关税-谈判-关税落地推迟”的循环中，市场对再通胀的预期也将陷入反复的状态。

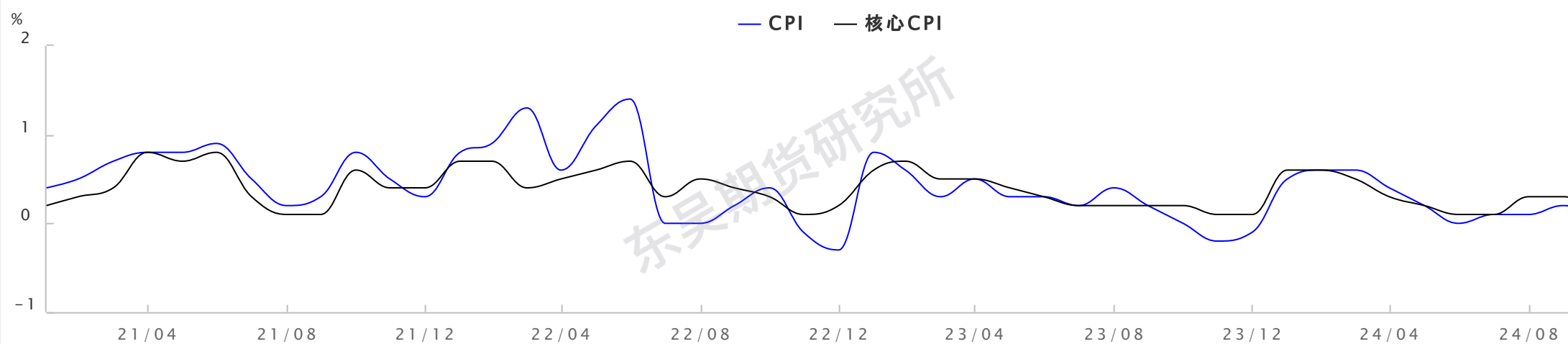


期货收盘价:LME铜(3个月):电子盘和美国通胀预期

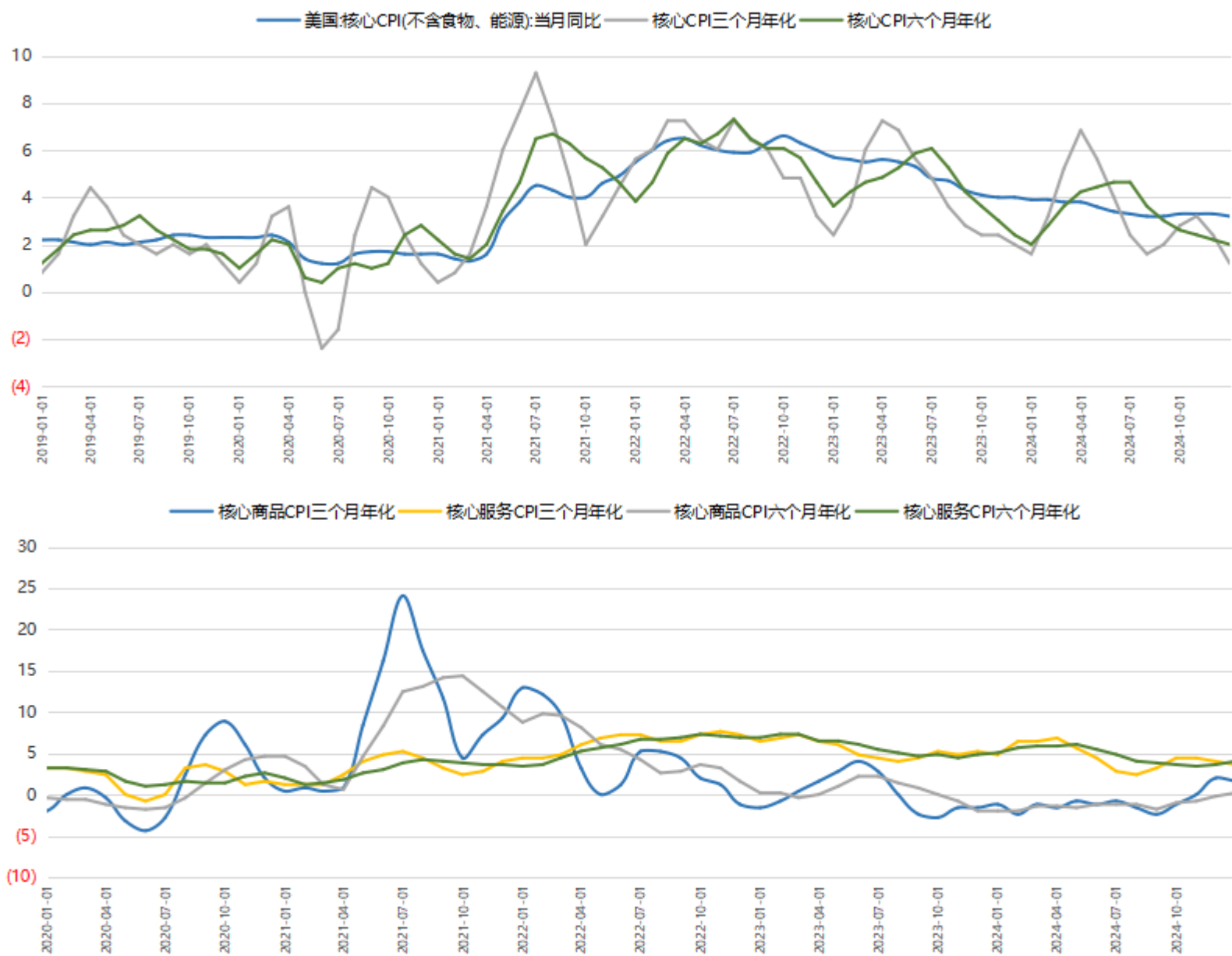


source: 同花顺,东吴期货,wind

美国CPI环比增速



source: 同花顺,东吴期货



## 美联储降息预期：开年或是最为鹰派的时候，年内或有所松动

去年年初市场对年内美联储降息预期均较为乐观，尽管通胀也是处在反弹进程中，但市场仍有3月开始降息的可能性，而今年市场对降息整体的定调偏鹰，这一预期从12月就开始发酵。12月美联储议息会议后关于2025年降息的鹰派倾向或是未来一阶段的顶峰。12月议息会议声明中点明考虑进一步调整联邦基金利率目标区间的幅度和时间，同时在经济预测中上调了2025年的经济预测，下调失业率预测，较大幅度上调通胀预测，点阵图仅指引2025年全年将降息两次。而2025年1月的美联储议息会议中鹰派倾向总体较上次会议是有所缓和，声明中并未进一步强调通胀的韧性。

在上述再通胀预期的分析中我们已经提及了本轮通胀主要受商品通胀推动，通胀预期更是受关税政策影响较大，一定程度上人为因素去推动占比更好，而对应到服务业通胀，劳动力市场依然健康的情况下并未导向薪资通胀螺旋，可以是美联储得以松一

口气的主要原因。因此，若特朗普对于关税政策仅仅是作为工具去看待，实际落地效果弱于预期的情况下，那么年内美联储的降息空间将被进一步释放。

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, December 2024

Percent															
Variable	Median <sup>1</sup>					Central Tendency <sup>2</sup>					Range <sup>3</sup>				
	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8	2.4-2.5	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	2.3-2.7	1.6-2.5	1.4-2.5	1.5-2.5	1.7-2.5
September projection	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9-2.1	1.8-2.2	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.8-2.6	1.3-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5
Unemployment rate	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2	4.2-4.5	3.9-4.6	3.8-4.5	3.5-4.5
September projection	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.0-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	4.2-4.7	3.9-4.5	3.8-4.5	3.5-4.5
PCE inflation	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0	2.4-2.5	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0	2.4-2.7	2.1-2.9	2.0-2.6	2.0-2.4	2.0
September projection	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2-2.4	2.1-2.2	2.0	2.0	2.0	2.1-2.7	2.1-2.4	2.0-2.2	2.0-2.1	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	2.8	2.5	2.2	2.0		2.8-2.9	2.5-2.7	2.0-2.3	2.0		2.8-2.9	2.1-3.2	2.0-2.7	2.0-2.6	
September projection	2.6	2.2	2.0	2.0		2.6-2.7	2.1-2.3	2.0	2.0		2.4-2.9	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	4.4	3.9	3.4	3.1	3.0	4.4-4.6	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	4.4-4.6	3.1-4.4	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.9
September projection	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4-4.6	3.1-3.6	2.6-3.6	2.6-3.6	2.5-3.5	4.1-4.9	2.9-4.1	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.8

NOTE: Projections of change in real gross domestic product (GDP) and projections for both measures of inflation are percent changes from the fourth quarter of the previous year to the fourth quarter of the year indicated. PCE inflation and core PCE inflation are the percentage rates of change in, respectively, the price index for personal consumption expenditures (PCE) and the price index for PCE excluding food and energy. Projections for the unemployment rate are for the average civilian unemployment rate in the fourth quarter of the year indicated. Each participant's projections are based on his or her assessment of appropriate monetary policy. Longer-run projections represent each participant's assessment of the rate to which each variable would be expected to converge under appropriate monetary policy and in the absence of further shocks to the economy. The projections for the federal funds rate are the value of the midpoint of the projected appropriate target range for the federal funds rate or the projected appropriate target level for the federal funds rate at the end of the specified calendar year or over the longer run. The September projections were made in conjunction with the meeting of the Federal Open Market Committee on September 17-18, 2024.

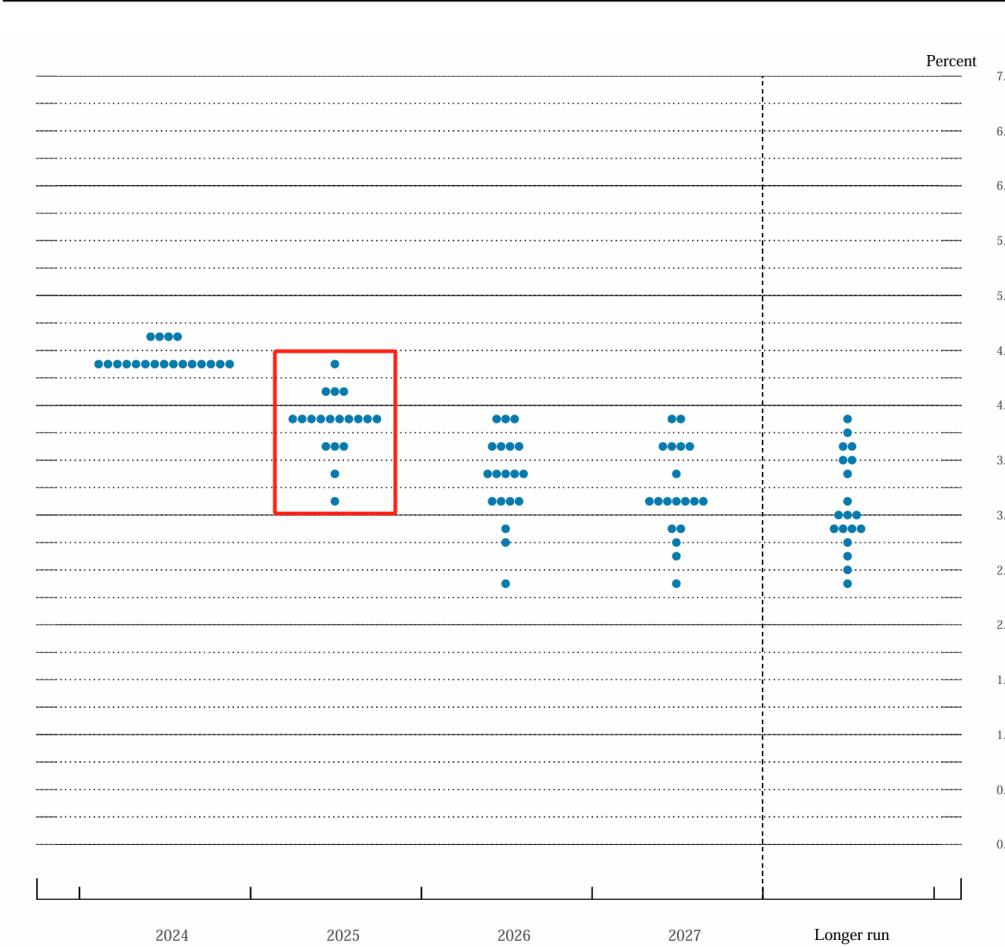
1. For each period, the median is the middle projection when the projections are arranged from lowest to highest. When the number of projections is even, the median is the average of the two middle projections.

2. The central tendency excludes the three highest and three lowest projections for each variable in each year.

3. The range for a variable in a given year includes all participants' projections, from lowest to highest, for that variable in that year.

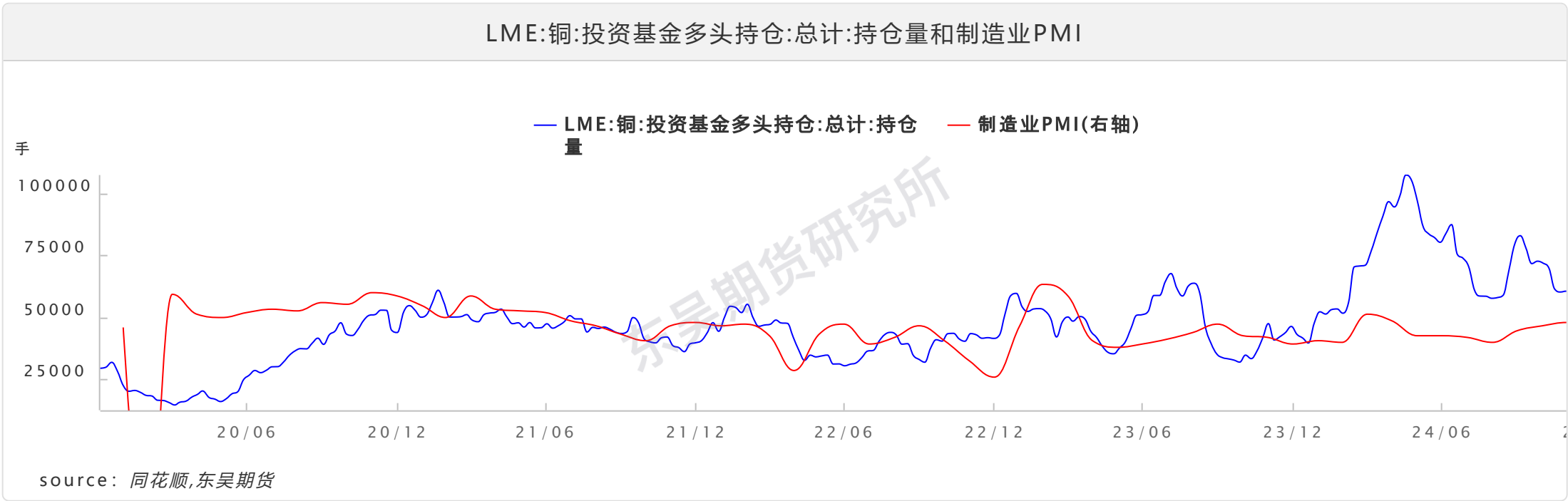
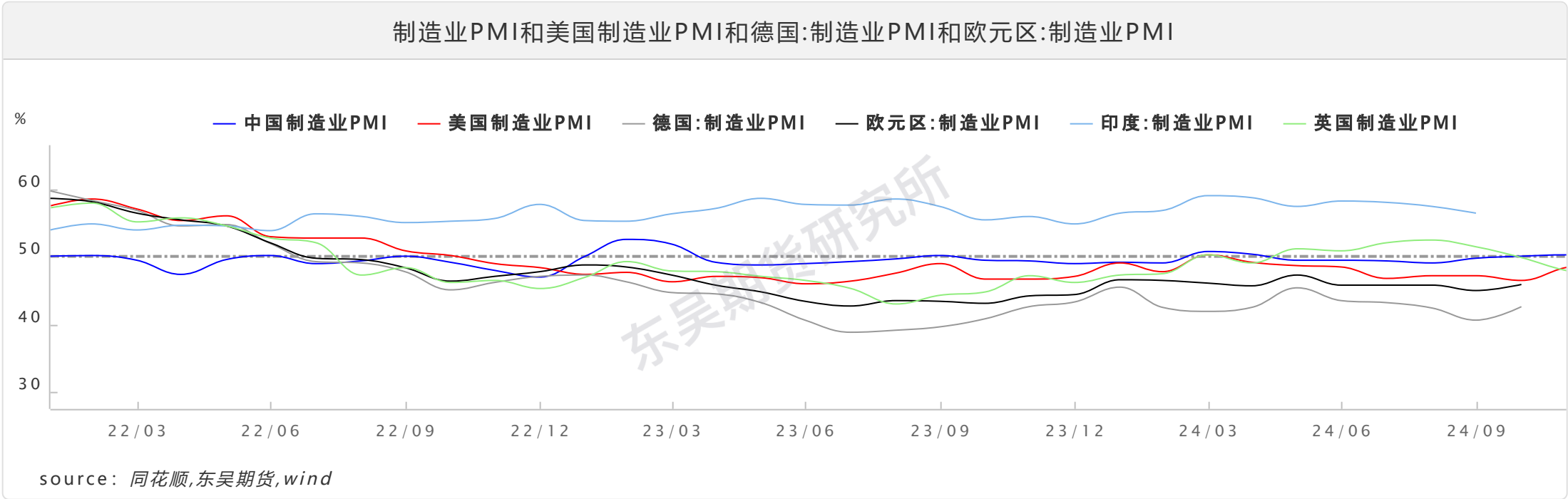
4. Longer-run projections for core PCE inflation are not collected.

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



中美制造业共振复苏预期：尚未共振

美国1月ISM制造业指数50.9，创2022年9月以来新高，预期50，12月前值为49.3。美国1月Markit制造业PMI终值51.2，创2024年6月以来新高，市场预期为50.1。总体美国制造业类似去年年初一样保持着较好的复苏势头，强劲程度甚至超过去年。中国1月制造业PMI49.1，比上月下降1.0个百分点，制造业景气水平有所回落。对比去年，今年中美制造业复苏的进程有所分化，并未形成共振，需要等待进一步数据验证。



去年与今年年初对比：去年在“软着陆”与“不着陆”之间摇摆，今年在“滞涨”与“不着陆”之间摇摆

从现有数据进行分析，三大宏观逻辑的支撑力度总体弱于去年，其影响因素的关键可以归结为特朗普政府政策的极大不确定性，一方面影响了美国的通胀预期，另一方面影响了海内外的经济增长预期。由于目前的通胀水平较去年更低，对比去年过热时担忧通胀反弹，过冷时担忧通胀回落速度过快，今年通胀下降的空间较去年明显收窄，因而市场更多的讨论在通胀的韧性这一话题上。在中长期通胀水平难以下压（部分开始考虑调整货币框架）的情况下，关税政策易使通胀出现反弹，若经济增长预期尚可，则可以对应到不着陆的情境，若经济增长存在不确定性较大，则对应到了一种偏滞涨的情境。

	(关注CPI、PCE等数据，由于目前的通胀韧性来源于服务业，因此需要关注非农、失业率等就业数据以跟踪工资—物价螺旋)	
(关注GDP、PMI等数据)	通胀高于预期	通胀弱于预期
经济前景乐观	不着陆预期，降息或是经济重新走向过热	软着陆预期，降息或使经济企稳回升或维持在复苏通道中
	降息预期抬升是“好消息”，降息预期下降是“好消息”	降息预期抬升是“好消息”，降息预期下降是“中性”
经济前景悲观	滞涨预期，降息影响有限	衰退预期，市场需要快速降息，但实际快速降息又是对衰退的进一步确认
	降息预期抬升是“中性”，降息预期下降是“中性”	降息预期抬升是“坏消息”，降息预期下降是“坏消息”

宏观交易的核心是“ 胀 ”

若单从海外宏观逻辑去看，2025年以来最为核心的交易思路是通胀。无论是“ 滞涨 ”还是“ 不着陆 ”都是以通胀反弹为前提的，除非特朗普政策放弃关税政策，这一逻辑对于市场而言具备较强的一致性，因此可以看到通胀交易较为相关的品种，例如金、铜等，走势偏强。但今年对经济增长预期缺乏一致性，有色板块整体并未形成共振式的上行，与工业需求更贴近的品种仍以自身基本面逻辑为主导。

短期基本面强弱排序：铜 > 铝 > 锡 > 铅 > 镍 > 锌

目前仍处于春节后淡季，因而基本面主要关注两点：一是供应端有无扰动，二是市场对下游上半年旺季需求的预期。

铜：无论是铜精矿还是废铜的供应边际上仍在进一步收紧，原料端的短缺开始向冶炼端传导，海外侧已经出现小规模减产状况，供应端与去年不同，今年面临着实质意义上的收缩压力，而市场对消费端的期待集中在了电力、AI板块，预期层面同样对铜价形成支撑。

铝：一季度供应端的压力较小，西南枯水季并未出现减产，2月开始四川地区的冶炼产能将陆续复产，对价格影响比较大的仍是美国关税政策落地前市场对下游“ 抢出口 ”的预期。

锡：缅甸矿的供应尚未恢复，印尼供应偏低，刚果金的局势或对未来供应形成新的扰动项，消费端市场对AI以及半导体相关需求存在较强预期。

铅：今年春节假期国内累库幅度低于去年同期水平，市场对旺季存在较为乐观的预期。

镍：印尼以及菲律宾镍矿供应消息反复是造成近期镍价波动的主要原因，实际政策落地情况仍需追踪，市场更多是追随消息面，并未对供应长期收紧的可能形成一致性预期，消费预期层面更多在关注不锈钢旺季的情况，预期偏中性。

锌：供应扰动最大的时候已经过去了，锌精矿加工费持续回升，矿端的紧缺程度回落，冶炼端的产量在初步释放，且下游由于更贴近基建以及地产侧，预期层面表现依然较弱。

因此，宏微观结合来看，铜价在一定程度上也是宏微观共振的体现，但由于缺乏明确的经济增长预期指引，但单一通胀逻辑的推动下，宏观交易逻辑的推动较去年偏弱，但基本面的驱动较去年更强。铝价的走强一方面受铜价的带动，另一方面关税政策落地可能在钢铝市场先行落地，使得短期表现更为强势。其他板块更贴近工业逻辑，尚未能与当前的宏观形成共振，因而走势有所分化。

分析师及投资咨询编号：薛韬（Z0020100）

免责声明:

本报告由东吴期货研究所制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。  
期市有风险，投资需谨慎！  
期货投资咨询业务批准文号:证监许可【2011】1446号