



2024年2月26日

国内 LPR 非对称下调，美国制造业景气上行

核心观点

- 海外方面，美国2月制造业PMI扩张速度一年来首次超过服务业，连续几个月的改善表明制造商正摆脱长期低迷，而近期降息预期的减弱打击了服务业的前景预期。1月通胀数据超预期，就业还未出现转冷迹象，美联储最新会议纪要显示，官员担忧过早降息的风险，一致认为利率已到达顶峰，首次降息的具体时间尚不明朗。我们认为基准情景下，5-6月将开启降息周期，近期关注1月PCE数据。
- 国内方面，2月降LPR不降MLF，意在稳地产、保汇率，且5年期LPR利率降幅为历史新高，体现了地产需求端疲软、政策托举的紧迫性及力度，但目前实际利率仍然偏高，对地产销售的刺激效果可能有限，预计未来LPR仍有进一步下降空间。春节后一周，股市反弹，债券收益率下行，两者驱动主要由为货币宽松落地、经济减速暂缓。目前国内市场对经济基本面恶化的定价已经结束，后续市场或将博弈政策预期，关注三月即将召开的全国两会。
- 风险因素：国内政策不及预期，地产修复不及预期，美国经济衰退超预期，地缘政治冲突加剧。

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

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F0384165

投资咨询号：Z0016301

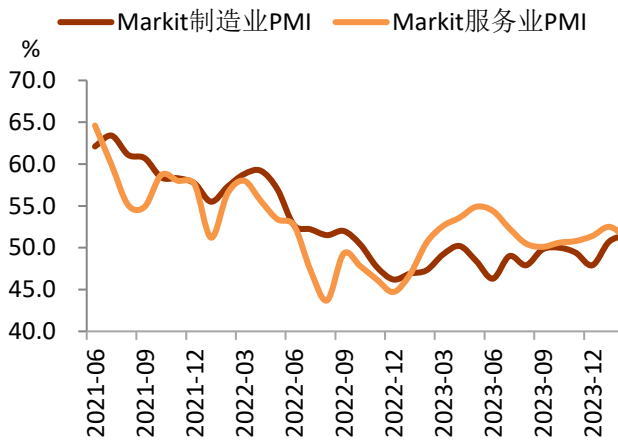
一、海外宏观

1、美国制造业景气上扬、服务业持续收缩

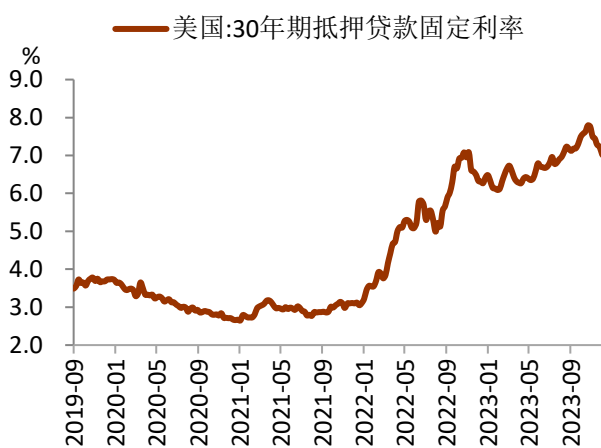
制造业 PMI 持续反弹，订单增长强劲。美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 51.5，预期 50.7，前值 50.7，较 1 月份以来进一步改善，持续高于荣枯线，创 2022 年 9 月以来最大增幅。其中，订单指标升至 2022 年 5 月以来新高，工厂产出指标为 10 个月最高，随着天气好转克服运输难题，促进供应商交货时间改善，提升工厂产量。

服务业 PMI 创 3 个月新低。Markit 服务业 PMI 初值录得 51.3，预期 52.3，前值 52.5，单月降幅为去年 8 月以来最大。服务提供商对未来一年前景的信心下降，部分原因是 2024 年利率降幅预期的减弱。2 月美国制造业扩张速度超过服务业，自 2023 年 1 月以来首见，连续月份改善表明制造商正摆脱长期低迷。

图表 1 美国 Markit PMI



图表 2 美国抵押贷款利率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、美联储担忧降息过急、通胀不降

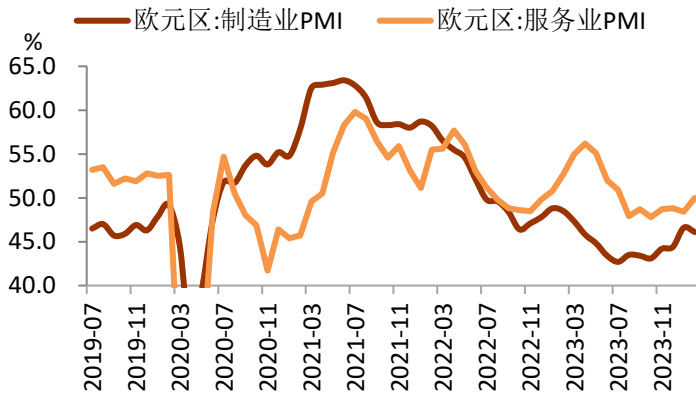
利率达峰为共识，首次降息时间尚不明朗。1 月美联储会议纪要透露，决策者普遍看法是，政策利率或已触及加息周期峰值，通胀上升风险减少，但对未来降息持谨慎态度，强调高利率持续时间不确定，多数官员也指出降息过快的危险。1 月末鲍威尔主席发布会上表示，对降息持开放态度但不急进，排除了 3 月降息的可能性，本次会议纪要同样并未暗示联储将很快降息。与此同时，多名官员建议下次会议深入讨论资产负债表，放慢缩表或有助于过渡到充裕准备金水平。

3、欧元区 PMI 喜忧参半，央行维持鹰派

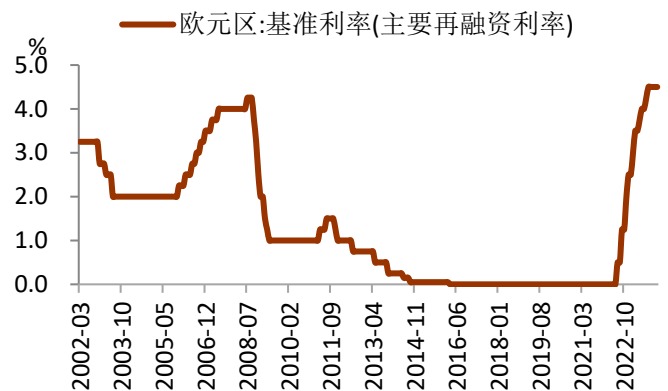
欧元区 PMI 喜忧参半，德国制造业加剧萎缩，法国显示复苏迹象。欧元区 2 月制造业 PMI 初值录得 46.1，预期 47.0，前值 46.6，制造业低迷本月加剧，自 2022 年 7 月起持续低于 50；服务业 PMI 录得 50，预期 48.8，前值 48.4。尽管服务业态势乐观，欧元区服务业投入及产出指数自 1 月起上升，呈现通胀上升趋势。产出价格指数由 56.3 增至 56.9，创下 9 个月新高。企业情绪继续改善，新增就业达 7 月以来新高。分国别看，德国 2 月制造业活动萎缩超出预期，而服务业表现好转；法国的制造业和服务业 PMI 均远超预期复苏。

欧央行会议纪要显示，讨论降息为时过早，2024 年通胀预测可能会下调。2 月 22 日，欧央行发布 1 月货币政策会议纪要，管委会认为目前讨论降息过早，认为过早降息风险较大，导致交易员预期降息幅度低于 100 个基点。行长拉加德强调讨论降息尚早，但提到通胀有所改善，工资增速趋稳，暗示将观察工资和 3 月经济预测，为降息周期准备。1 月 25 日，欧央行议息会议连续第三次停止加息，将主要再融资利率维持在 4.5% 的历史高位。

图表 3 欧元区 PMI



图表 4 欧元区基准利率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、国内宏观

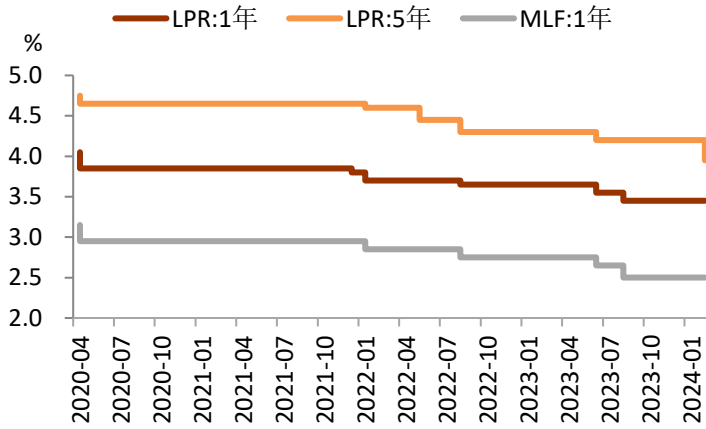
1、MLF 按兵不动，LPR 非对称下调

降 LPR 不降 MLF，意在稳地产、保汇率。2 月一年期 LPR 为 3.45%，预期 3.45%，前值 3.45%；五年期 LPR 为 3.95%，预期 4.1%，前值 4.2%。2 月 MLF 利率为 2.5%，当月到期量 4990 亿元，央行投放 5000 亿元，小幅增量平价续做。LPR 意外下调，旨在降低实体经济的融资成本，提振地产市场的预期；而 MLF 按兵不动，则是为了避免过度放松金融市场的货币环境，有助于维护国内货币政策的稳健性和汇率的稳定。

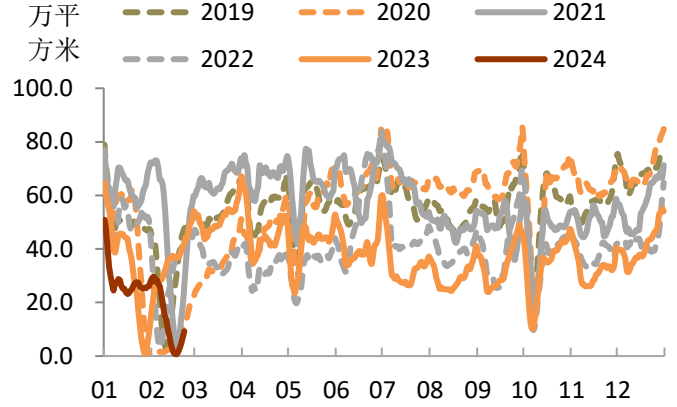
LPR 降幅为历史新高，效果有待观察。本次五年期 LPR 调降幅度为历史最高，此前降幅

在 5-15BP 之间，本次超预期降息体现了地产需求端疲软、政策托举的紧迫性及力度，但目前实际利率仍然偏高，对地产销售的刺激效果可能有限，预计未来 LPR 仍有进一步下降空间。

图表 5 LPR 及 MLF 报价



图表 6 30 城商品房销售面积



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、大类资产表现

1、权益

图表 7 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 (%)
A股	万得全A	4308.43		5.18	7.98	-5.62
	上证指数	3004.88		4.85	7.76	-1.01
	深圳成指	9069.42		2.82	10.43	-4.78
	创业板指	1758.19		1.81	11.75	-7.04
	上证50	2433.41		3.44	7.95	-4.61
	沪深300	3489.74		3.71	8.53	-1.71
	中证500	5197.71		0.92	10.66	-4.26
	中证1000	5225.67		4.66	9.21	-11.24
	科创50	764.48		1.73	11.63	-10.27
	港股	恒生指数	16725.86		2.36	8.01
恒生科技		3399.84		1.71	13.11	-9.68
恒生中国企业指数		5765.10		3.71	10.99	-0.06
海外	道琼斯工业指数	39131.53		1.30	2.57	3.83
	纳斯达克指数	15996.82		1.40	5.49	6.56
	标普500	5088.80		1.66	5.02	6.69
	英国富时100	7706.28		-0.07	0.99	-0.35
	法国CAC40	7966.68		2.56	4.05	5.61
	德国DAX	17419.33		1.76	3.05	3.99
	日经225	39098.68		1.59	7.75	16.84
韩国综指	2667.70		0.72	6.83	0.47	

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、债券

图表8 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	1.77		-14.65	-10.82	-32.14
2年期国债收益率	2.07		-7.41	-5.08	-14.87
5年期国债收益率	2.24		-6.85	-3.75	-16.34
10年期国债收益率	2.40		-3.80	-2.80	-16.05
10Y-1Y国债期限利差	0.63		10.83	8.02	16.09
SHIBOR (7天)	1.82		-0.10	-1.30	-5.10
DR007	1.84		3.68	-2.81	-6.54
2年期美债收益率	4.67		3.00	40.00	44.00
5年期美债收益率	4.28		-1.00	37.00	44.00
10年期美债收益率	4.26		4.00	27.00	38.00
10Y-2Y美债期限利差	-0.41		-7.00	-13.00	-6.00
10年期德债收益率	2.47		9.00	25.00	45.00
10年期法债收益率	2.85		1.90	18.60	29.00
10年期意债收益率	3.81		-7.70	8.20	9.70
10年期日债收益率	0.73		-0.50	-0.50	8.50

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

3、商品

图表9 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	2,518.02		0.56	-0.03	-0.41
CRB商品指数	270.82		-0.65	-0.58	2.65
沪铜	69,370.00		2.23	0.16	0.58
上海螺纹钢	3,790.00		-1.53	-2.70	-5.25
COMEX黄金	2,045.80		1.07	-1.04	-1.25
COMEX白银	22.98		-2.13	-0.84	-4.61
WTI原油	76.57		-2.41	0.95	6.87
ICE布油	80.75		-3.26	0.25	4.82
LME铜	8,559.00		0.82	-0.58	0.00
LME铝	2,184.00		-1.53	-4.21	-8.39
CBOT豆粕	328.50		-3.07	-10.81	-14.90

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

4、外汇

图表 10 外汇市场表现

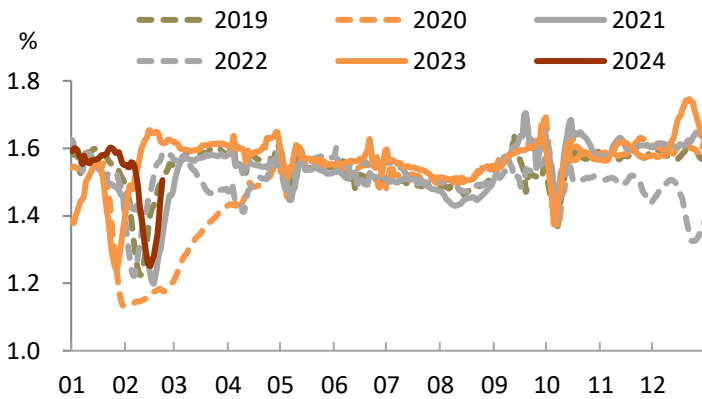
指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
美元兑人民币	7.20		0.08	0.26	1.50
美元兑离岸人民币	7.21		-0.10	0.27	1.14
欧元兑人民币	7.80		0.51	0.24	-0.89
英镑兑人民币	9.12		0.33	0.09	0.79
日元兑人民币	4.78		-0.72	-1.62	-4.67
美元指数	103.97		-0.29	0.43	2.56

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

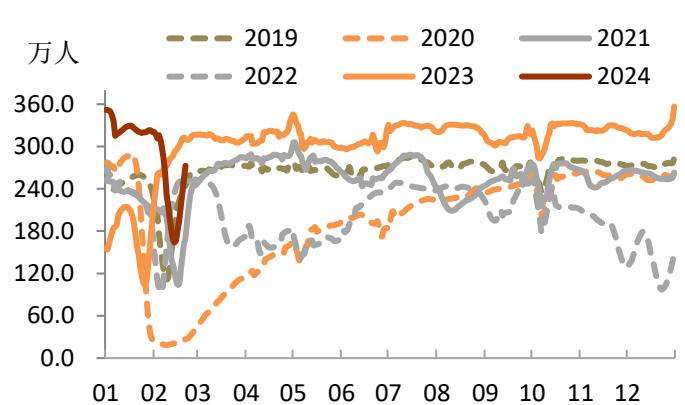
四、高频数据跟踪

1、国内

图表 11 百城拥堵指数

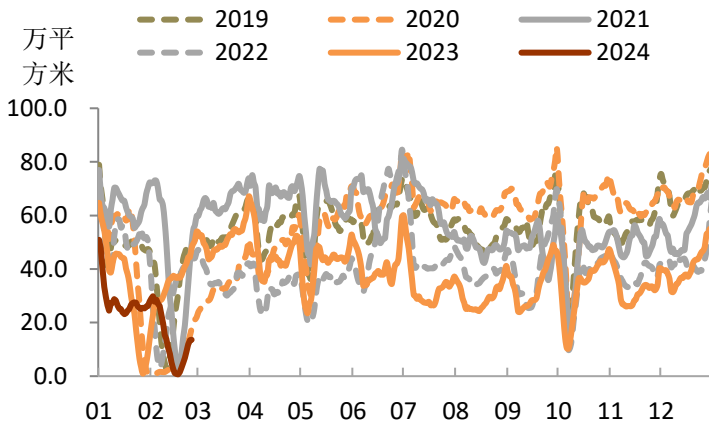


图表 12 23 城地铁客运量

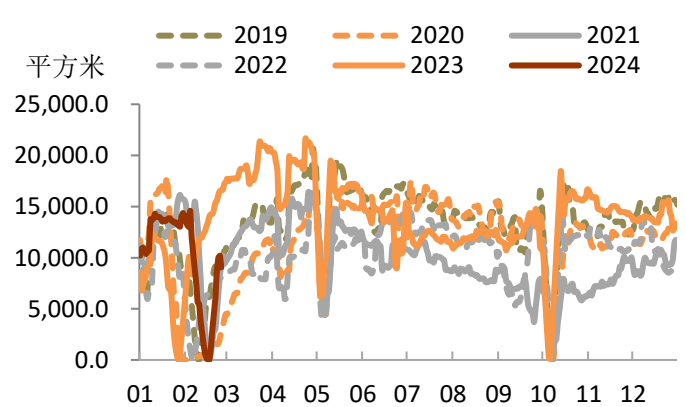


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 30 城商品房成交面积

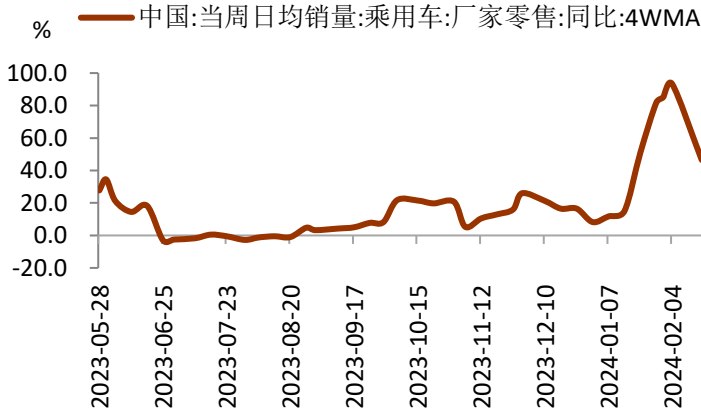


图表 14 12 城二手房成交面积

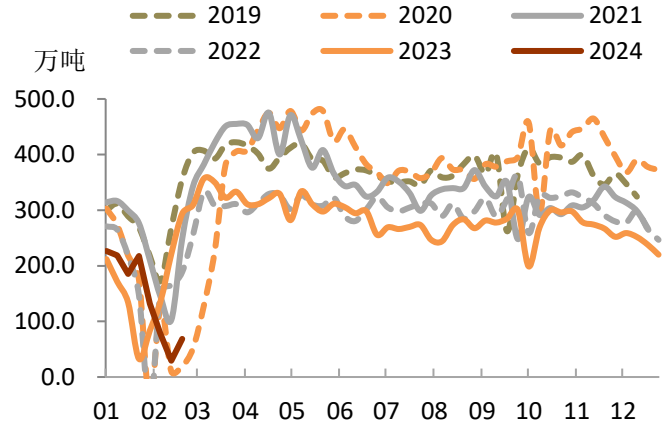


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 乘用车销量



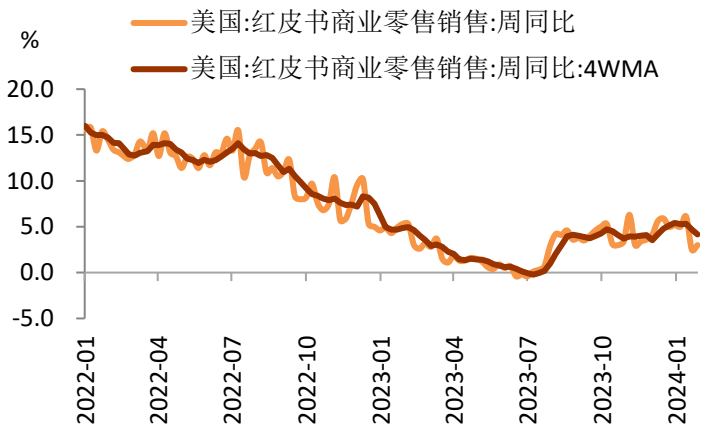
图表 16 螺纹钢表观消费量



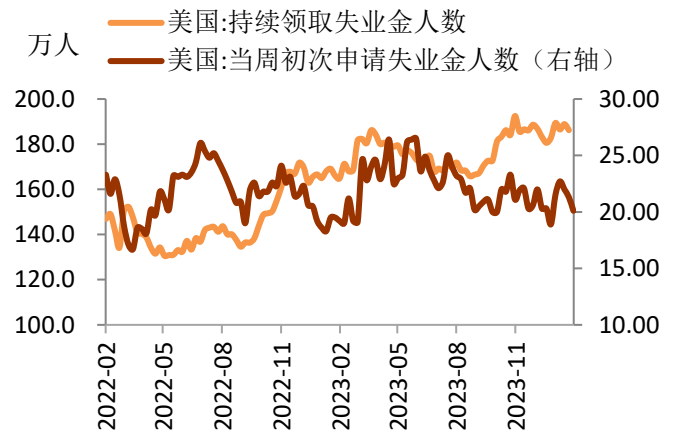
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

2、海外

图表 17 红皮书商业零售销售

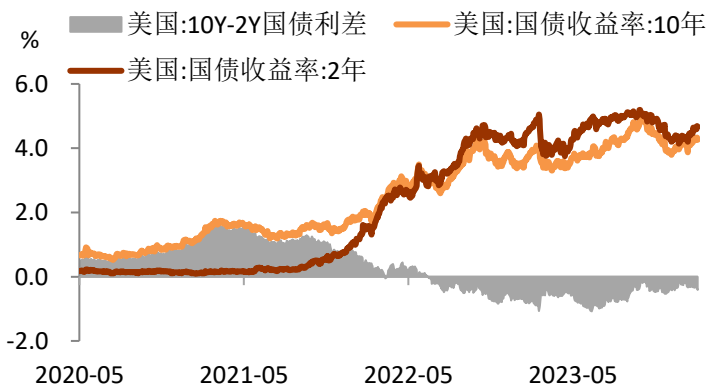


图表 18 失业金申领人数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 19 美债利差倒挂幅度



图表 20 FedWatch 利率变动概率

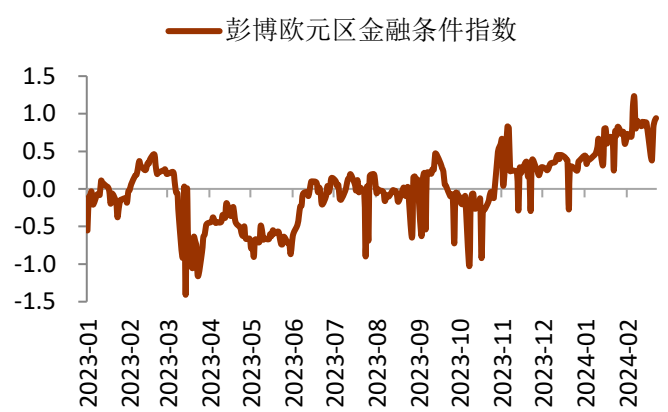
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	97.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	20.9%	78.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	11.6%	52.5%	35.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	7.1%	36.1%	42.4%	14.3%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.1%	27.7%	40.6%	22.4%	4.1%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.1%	2.8%	17.3%	34.6%	30.8%	12.5%	1.9%
2024/12/18	0.0%	0.0%	1.9%	12.4%	28.8%	32.1%	18.7%	5.5%	0.6%
2025/1/29	0.0%	1.1%	7.9%	21.9%	30.7%	24.3%	11.1%	2.7%	0.3%
2025/3/12	0.4%	3.5%	12.9%	25.0%	28.4%	19.6%	8.1%	1.8%	0.2%

数据来源: iFinD, CME, 铜冠金源期货

图表 21 彭博美国金融条件指数



图表 22 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 23 重要经济数据及事件

日期	时间	数据/事件	前值	预期
2月26日	23:00	美国1月新屋销售总数年化(万户)	66.4	68.0
		美国1月新屋销售年化月率	8.0	3.0
	23:30	美国2月达拉斯联储商业活动指数	-27.4	-14.0
2月27日	21:30	美国1月扣除国防的耐用品订单月率	0.5	-
		美国1月扣除运输的耐用品订单月率	0.5	0.2
		美国1月扣除飞机非国防资本耐用品订单月率	0.2	0.1
		美国1月耐用品订单月率	0.0	-4.8
	21:55	美国至2月24日当周红皮书商业零售销售年率	3.0	-
	22:00	美国12月FHFA房价指数月率	0.3	-
		美国12月S&P/CS20座大城市房价指数年率	5.4	6.0
23:00		美国2月谘商会消费者信心指数	114.8	114.8
		美国2月里奇蒙德联储制造业指数	-15.0	-
2月28日	18:00	欧元区2月工业景气指数	-9.3	-9.2
		欧元区2月消费者信心指数终值	-15.5	-15.5
		欧元区2月经济景气指数	96.2	96.6
		欧元区2月服务业景气指数	8.8	9.0
	21:30	美国第四季度实际GDP年化季率修正值	3.3	3.3
		美国第四季度GDP价格指数修正值	1.5	-
		美国第四季度PCE物价指数年化季率修正值	1.7	-
		美国第四季度PCE物价指数年率修正值	2.7	-
2月29日	21:30	美国至2月24日当周初请失业金人数(万人)	20.1	21.0
		美国1月核心PCE物价指数年率	2.9	2.8

敬请参阅最后一页免责声明

日期	时间	数据/事件	前值	预期
		美国 1 月个人支出月率	0.7	0.2
		美国 1 月核心 PCE 物价指数月率	0.20	0.40
		美国 1 月 PCE 物价指数年率	2.6	2.4
		美国 1 月 PCE 物价指数月率	0.2	0.3
	22:45	美国 2 月芝加哥 PMI	46.0	47.0
	23:00	美国 1 月成屋签约销售指数月率	8.3	1.0
		美国 1 月成屋签约销售指数年率	-1.0	-
3 月 1 日	9:30	中国 2 月官方制造业 PMI	49.2	49.3
		中国 2 月综合 PMI	50.9	-
		中国 2 月非制造业 PMI	50.7	51.2
	9:45	中国 2 月财新制造业 PMI	50.8	50.7
	17:00	欧元区 2 月制造业 PMI 终值	46.1	46.1
	18:00	欧元区 2 月 CPI 年率初值	2.8	2.5
		欧元区 2 月 CPI 月率	-0.4	-
		欧元区 1 月失业率	6.4	6.4
		欧元区 2 月核心 CPI 年率初值	3.6	-
		欧元区 2 月核心 CPI 月率初值	-0.6	-
	22:45	美国 2 月 Markit 制造业 PMI 终值	51.5	-
	23:00	美国 2 月密歇根大学消费者信心指数终值	79.6	79.6
		美国 2 月 ISM 制造业 PMI	49.1	49.5
		美国 2 月一年期通胀率预期	3.0	-
		美国 2 月五至十年期通胀率预期	2.9	-

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

辽宁省大连市河口区会展路 129 号期货大厦 2506B
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。