



2024年4月1日

## 国内制造业景气走强，美国核心通胀如期回落

### 核心观点

- 海外方面，美国四季度GDP上修至3.4%，2月PCE整体符合预期，核心通胀如期缓慢下行，商品通胀受到能源价格上涨推动再度上行，而服务通胀降温。与此同时，美国3月消费者信心创近3年新高，短期通胀预期创近3年新低，利于美国经济软着陆。鲍威尔重申美联储并不急于降息，预计通胀将继续在“颠簸的道路上”下降，否则可能更长时间维持高利率。美元指数在104.5上下震荡，10Y国债收益率运行中枢为4.2%，金价再度创新高。CME最新定价6月降息概率为66%。关注本周3月美国非农就业及PMI数据。
- 国内方面，3月制造业PMI超预期回升，时隔半年后重回枯荣线上方。产需同步反弹，其中外需恢复显著，企业价格战迹象并未缓解，呈被动补库迹象。服务业、制造业景气回升，但仍处于历史同期较低水平。1-2月工业企业利润同比录得10.2%，剔除低基数后观测仍未明显反弹。分行业看，下游制造、下游消费改善显著。库存仍处在低位，企业周转放缓，去库不顺畅。关注本月地产修复力度及月末政治局会议相关政策。
- 风险因素：政策效果不及预期，地产修复不及预期，海外衰退超预期。

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

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、2月PCE整体符合预期

**2月核心PCE缓慢下行符合预期。**2月美国PCE物价指数同比录得2.5%，预期2.5%，前值2.4%；环比录得0.3%，预期0.4%，前值0.4%。核心PCE同比录得2.8%，预期2.8%，前值2.9%，为2021年3月以来最低水平；环比录得0.3%，预期0.3%，前值从0.4%上修至0.5%。

**能源项显著回升，食品项走强。**2月PCE能源项环比录得2.3%，前值-1.4%，其中能源商品增幅显著，主要受到美国天然气持续下跌影响，而能源服务有所下行，因天气转暖，居民对天然气、电力服务需求减少。食品项环比录得0.9%，前值-0.2%。

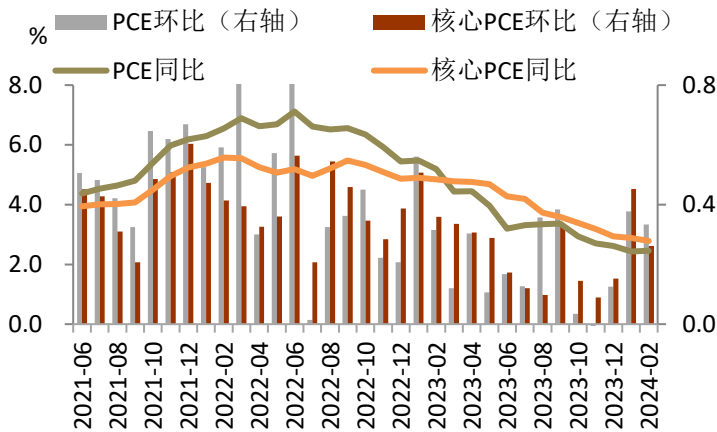
**核心商品通胀升温，核心服务环比走弱。**2月核心PCE同比符合预期继续下行，环比同样持续降温，其中核心商品环比录得0.3%，较前值-0.1%进一步上行，核心服务环比录得0.2%，呈降温趋势。商品项中，与出行相关的机动车、汽油项环比走高，其余分项环比均回落；服务项中，粘性较强的住房项环比下行至0.5%，运输、休闲娱乐分环比上行，医疗保健、餐饮住宿、金融保险环比下行。联储较为关注的超级核心通胀（剔除住房和能源项的PCE服务）同比回落0.18%至3.34%。

图表1 美国PCE通胀分项

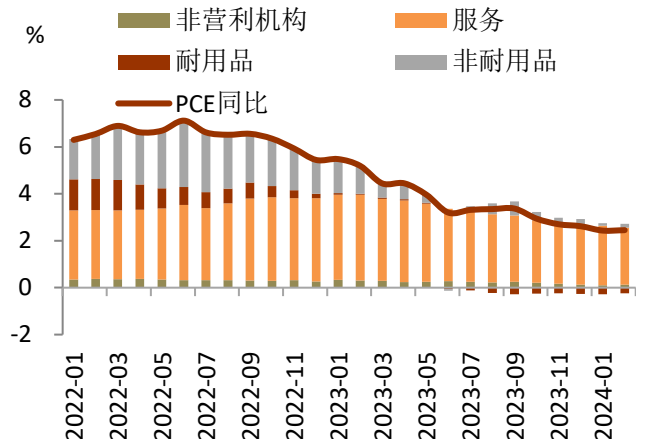
	环比			同比		
	2024年2月	2024年1月	2023年12月	2024年2月	2024年1月	2023年12月
<b>PCE</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>0.1</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>	<b>2.6</b>
<b>核心PCE</b>	0.3	0.5	0.2	2.8	2.9	2.9
<b>核心商品</b>	0.3	-0.1	-0.3	-0.4	-0.6	-0.1
<b>核心服务</b>	0.2	0.6	0.3	3.9	4.1	4.0
<b>食品和能源</b>	0.9	-0.2	-0.1	0.0	-0.8	0.3
<b>食品</b>	0.1	0.5	0.0	1.3	1.4	1.4
<b>能源</b>	2.3	-1.4	-0.3	-2.3	-4.9	-1.7
能源商品	3.4	-3.3	-0.7	-3.5	-6.3	-1.3
能源服务	0.7	1.4	0.3	-0.4	-2.9	-2.3
<b>商品</b>	0.5	-0.2	-0.2	-0.2	-0.5	0.2
<b>耐用品</b>	0.2	0.2	-0.5	-2.0	-2.4	-2.3
机动车及零件	0.1	-0.9	0.1	0.6	-0.4	0.1
家具和耐用家用设备	-0.3	0.5	-0.2	-3.7	-3.3	-3.1
娱乐商品和车辆	1.2	1.6	-1.8	-3.4	-4.2	-5.1
其他耐用品	-1.4	-0.7	0.7	-3.2	-1.7	-0.5
<b>非耐用品</b>	0.7	-0.4	-0.1	0.8	0.5	1.6
食品饮料	0.1	0.5	0.0	1.3	1.4	1.4
服装与鞋袜	1.0	-0.7	-0.1	0.4	0.1	1.6
汽油和其他能源	3.4	-3.3	-0.7	-3.5	-6.3	-1.3
其他非耐用品	0.3	-0.2	-0.1	1.7	1.8	2.6
<b>服务</b>	0.3	0.6	0.3	3.8	3.9	3.9
住房与公用事业	0.5	0.6	0.4	5.2	5.2	5.4
租金支出	0.5	0.4	0.4	5.7	6.0	6.4
自有住房租金估算	0.4	0.6	0.4	5.9	6.2	6.3
电力和燃气	0.7	1.4	0.3	-0.4	-2.9	-2.3
医疗保健	0.2	0.6	0.2	3.1	3.1	2.5
运输服务	0.1	0.0	-0.3	2.1	2.6	3.6
休闲娱乐	0.5	0.4	0.9	4.2	4.6	4.9
餐饮住宿	0.0	0.7	0.3	3.7	4.4	4.5
金融保险	0.4	1.4	0.8	3.9	3.7	3.1
其他服务	-0.2	0.7	0.1	2.5	3.0	2.8

资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

图表 2 PCE 及核心 PCE 增速



图表 3 PCE 同比拉动项



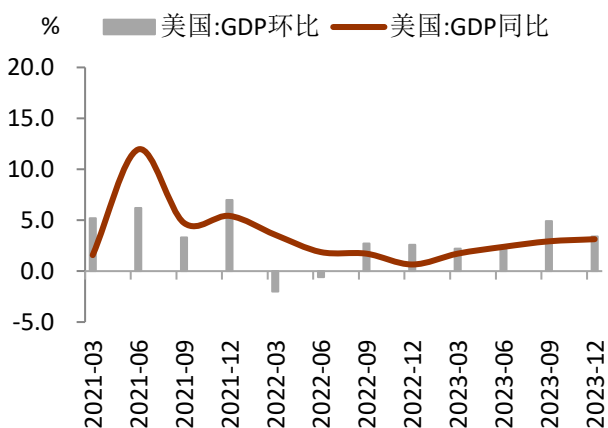
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 2、美国四季度 GDP 超预期上修

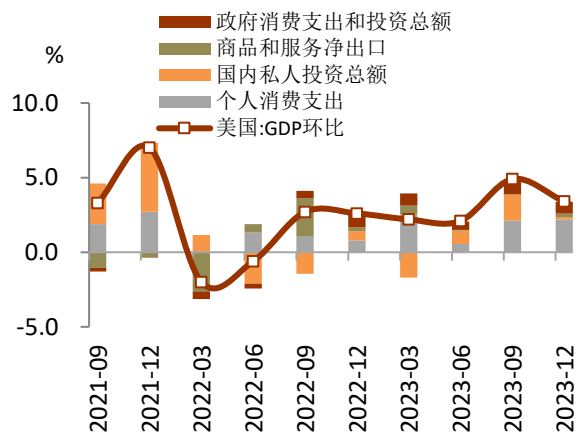
**GDP 上修、核心 PCE 下修，强化软着陆预期。**美国四季度 GDP 环比折年上修至 3.4%，预期 3.2%，初值 3.2%，显示经济增长势头强劲；四季度 PCE 环比折年上修至 3.3%，预期 3.0%，初值 3.0%；核心 PCE 环比折年下修至 2.0%，预期 2.1%，初值 2.1%，与三季度持平。

**超预期的 GDP 主要由于消费、投资的上修。**个人消费对 GDP 贡献为 2.2%，高于预期 2%，其权重达三分之二，是最大的贡献因素；固定投资对 GDP 贡献 0.67%，较前值 0.43% 有所上修；政府支出对 GDP 贡献为 0.79%，高于前值 0.73%；私人库存对 GDP 贡献-0.47%，较前值 -0.27% 进一步恶化；净出口变动不显著。

图表 4 美国 GDP 环比增速及同比增速



图表 5 GDP 环比贡献项



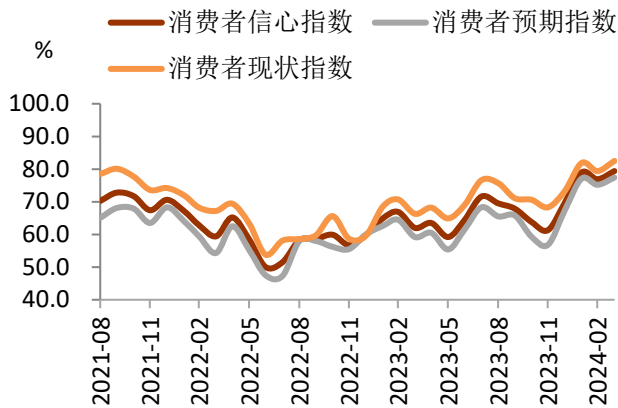
资料来源：IFinD，铜冠金源期货

### 3、消费者信心增强，通胀预期创新低

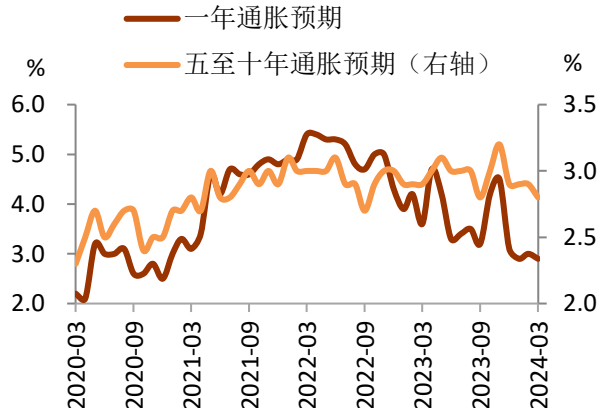
**消费者信心创近3年新高。**美国3月密歇根大学消费者信心指数终值79.4，预期76.5，初值76.5，创下2021年7月以来新高，自去年12月以来呈现反弹趋势。最近的数据表明信心正在企稳，消费者观望11月总统大选前的经济走向。

**短期通胀预期创三年新低。**美国3月一年通胀预期终值2.9%，预期3.1%，初值3.0%，为2020年12月份以来最低水平；未来5-10年的通胀预期终值2.8%，预期2.9%，初值2.9%。不仅通胀预期大幅下降，通胀不确定性也在缓解，消费者现在普遍认为短期和长期通胀都将继续放缓。

图表6 密歇根大学消费者信心指数



图表7 密歇根大学通胀预期



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 二、国内宏观

### 1、工业企业利润改善主要受基数推动

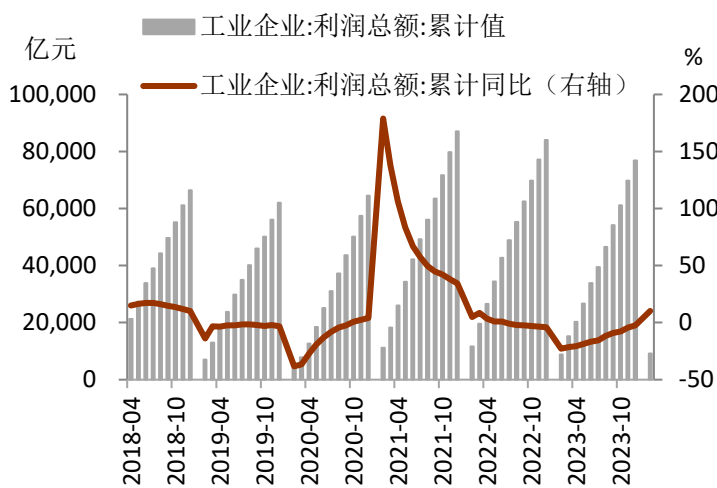
**2023年低基数是读数偏高的主要推动。**2024年1-2月，工业企业实现利润总额9140.6亿元，同比增长10.2%，2023年全年同比-2.3%。工业企业利润自2022年7月进入负增长模式后，累计同比为首次转正，数据披露后，股债资产价格并未给出积极的反馈。2023年1-2月工业企业利润总额8872.1亿元，同比增速为-22.9%，为本轮利润负增长的最低点。从绝对值来看，2024年1-2月工业企业利润绝对值9140.6亿元低于2022年同期的11575.6亿元、2021年同期的11140.1亿元；从两年复合同比增速来看，2024年1-2月工业企业利润同比录得-11.1%，较2023年末的-6.1%继续下探。

**下游制造、消费利润改善较显著。**从行业来看，上游采选利润同比录得-19.8%，较2023年-20.4%改善不大；中游原材料利润同比录得-3.8%，较2023年-18.7%大幅改善但仍在负增长区间；下游制造利润同比录得11.7%，从2023年-4.7%回正；下游消费利润同比录得2.3%，

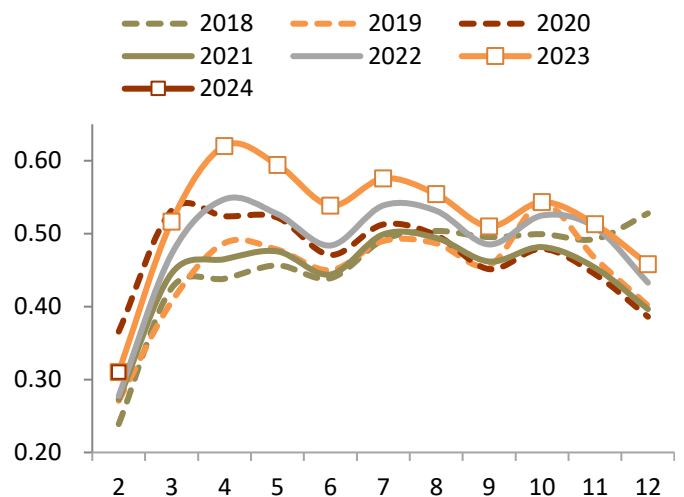
同样从2023年-10%回正。受价格回落影响，部分上游行业的利润边际呈现下降趋势；相对而言，在下游行业中，尤其是电子设备、电力热力、食品以及纺织与服装行业，得益于春节期间消费需求的提升，利润增速有所提高。

**库存处在低位，企业周转放缓、去库不顺。**自去年下半年开始，市场热议新一轮库存周期的开启，然而自四季度库存小幅回踩后，补库斜率较弱。2024年1-2月，工业企业产成品库存同比增速录得2.4%，前值2.1%。与工业企业利润类似，口径修正导致官方同比读数偏高。2024年1-2月库销比降至31%，高于往年同期水平；产成品库存周转天数为22.1天，同样处于历年同期的高位。两者表明企业周转放缓，在产能过剩、需求不足的背景下，去库并不通顺。总体而言，目前库存尽管呈现小幅反弹，但仍处于低位，需求偏弱仍然掣肘补库周期的开启。

图表8 工业企业利润

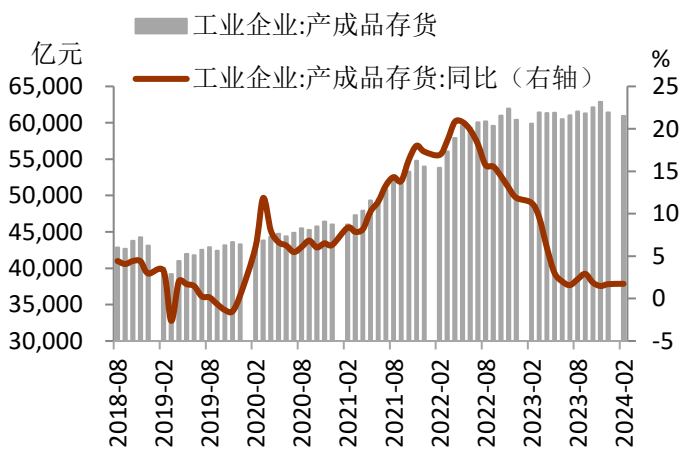


图表9 工业企业产成品库销比

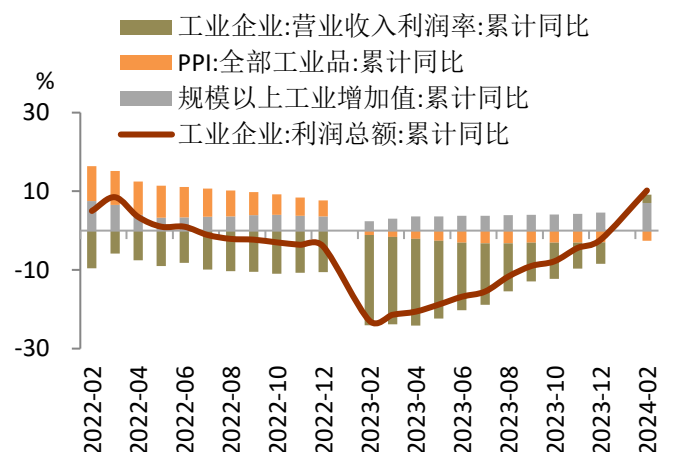


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表10 工业企业产成品存货



图表11 工业企业利润驱动因素分解



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 2、制造业景气回升

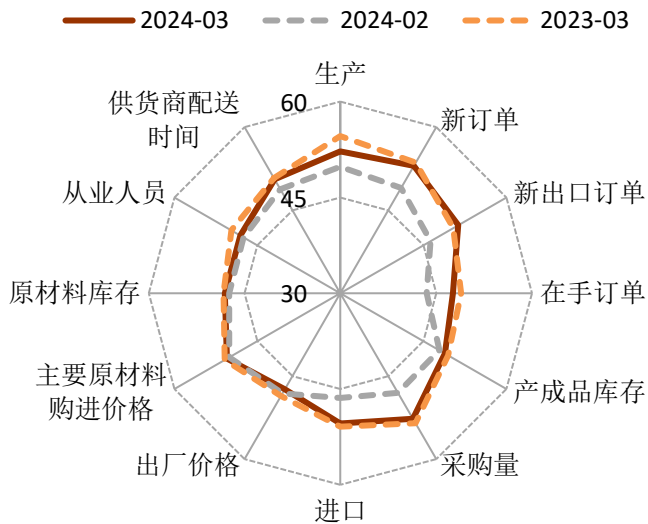
**制造业 PMI 超预期。**3 月制造业 PMI 录得 50.8，预期 50.1，前值 49.1，随着企业在春节过后加快复工复产，市场活跃度提升，制造业景气重返扩张区间。由于 3 月制造业 PMI 存在较强的季节性因素，计算其 3 月环比增速为 3.46%，高于历年同期水平，表明制造业复苏势头较为强劲。

**产需同步反弹，外需恢复显著。**生产回升 2.4 至 52.2，为半年内最高水平，但仍处于历史同期较低水平，表明生产复苏并不算强；新订单回升 4.0 至 53.0，高于历年同期平均水平，创一年新高；新出口订单回升 5.0 至 51.3，回升幅度较大，且为近 10 年同期的最高，海外需求的回暖对我国制造业的积极作用正在显现。

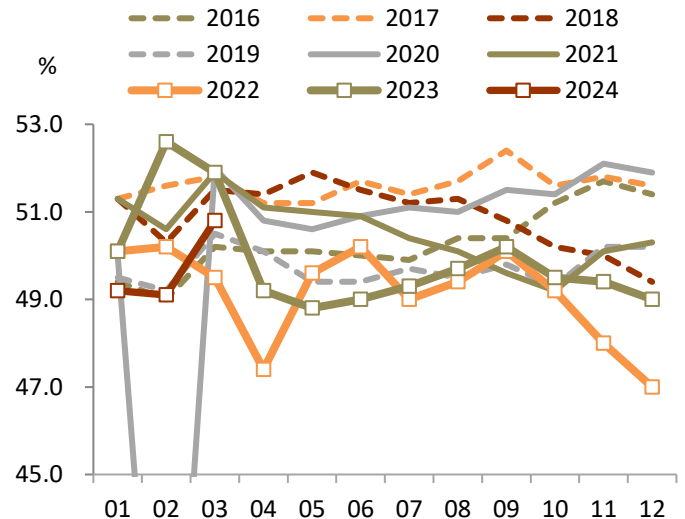
**企业呈被动补库趋势。**库存方面，原材料库存回升 0.7 至 48.1，产成品库存回升 1.0 至 48.9。价格方面，3 月原材料购进价格回升 0.4 至 50.5，出厂价格回落 0.7 至 47.4，企业内卷、价格战现象并未缓解，需求复苏弹性较弱导致企业呈被动补库迹象。

**非制造业景气走强但仍然偏弱。**非制造业方面，3 月服务业 PMI 为 52.4，前值 51.0，连续三个月回升，但仍处于历年同期较低水平。分行业看，邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业处于高景气区间，餐饮、房地产景气程度较弱。建筑业 PMI 为 56.2，前值 53.5，同样处于历年同期的低位，或与近期专项债发行速度偏慢相关，随着后续特别国债落地，建筑业景气有望回升。

图表 12 制造业 PMI 主要分项指标



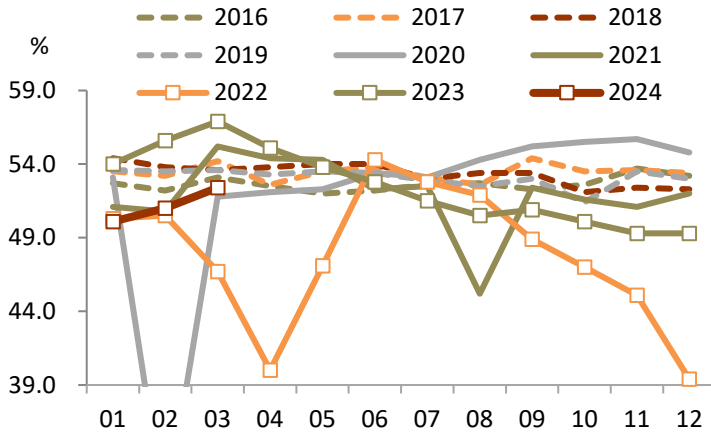
图表 13 历年各月制造业 PMI



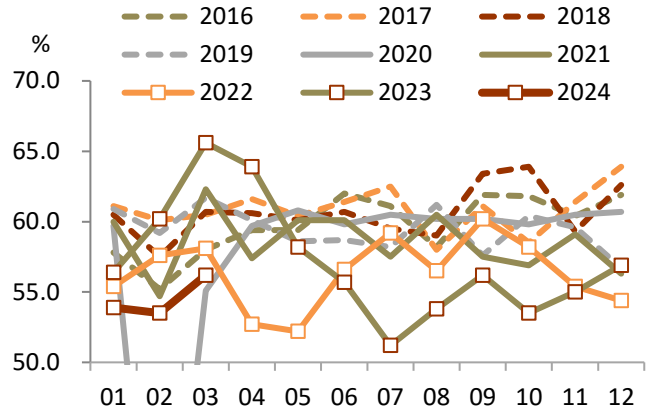
资料来源：iFinD，铜冠金源期货



图表 14 历年各月服务业 PMI



图表 15 历年各月建筑业 PMI



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 三、大类资产表现

#### 1、权益

图表 16 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	4435.11		-1.45	1.35	-2.85
上证指数	3041.17		-0.23	0.86	2.23
深圳成指	9400.85		-1.72	0.75	-1.30
创业板指	1818.20		-2.73	0.62	-3.87
A股	2414.92		0.49	0.07	3.82
沪深300	3537.48		-0.21	0.61	3.10
中证500	5286.16		-1.83	-1.13	-2.64
中证1000	5441.26		-2.76	1.81	-7.58
科创50	762.74		-3.96	-5.37	-10.48
港股	16541.42		0.25	0.18	-2.97
恒生科技	3477.55		0.63	1.35	-7.62
恒生中国企业指数	5810.79		0.92	2.34	0.73
道琼斯工业指数	39807.37		0.84	2.08	5.62
纳斯达克指数	16379.46		-0.30	1.79	9.11
标普500	5254.35		0.39	3.10	10.16
海外	7952.62		0.27	4.23	2.84
英国富时100	8205.81		0.66	3.51	8.78
法国CAC40	18492.49		1.57	4.61	10.39
德国DAX	40369.44		-1.27	3.07	20.63
日经225	2746.63		-0.07	3.95	3.44
韩国综指					

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 2、债券

图表 17 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		0.08	1.13	32.05
2年期国债收益率	1.90		-8.80	-13.96	-31.64
5年期国债收益率	2.19		-1.09	-2.79	-21.35
10年期国债收益率	2.28		-2.29	-4.60	-27.60
10Y-1Y国债期限利差	0.51		-2.37	-3.47	-4.45
SHIBOR (7天)	1.97		12.20	19.20	10.00
DR007	2.01		14.85	24.57	10.45
2年期美债收益率	4.59		0.00	-5.00	36.00
5年期美债收益率	4.21		1.00	-5.00	31.00
10年期美债收益率	4.20		-2.00	-5.00	32.00
10Y-2Y美债期限利差	-0.39		-2.00	0.00	4.00
10年期德债收益率	2.31		-6.00	-20.00	29.00
10年期法债收益率	2.80		0.50	-7.90	24.30
10年期意债收益率	3.67		3.00	-6.80	14.50
10年期日债收益率	0.73		-3.20	0.60	8.30

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

## 3、商品

图表 18 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	2,534.39		-1.45	0.38	0.24
CRB商品指数	290.29		1.59	5.53	10.03
沪铜	72,530.00		0.01	5.44	5.16
上海螺纹钢	3,412.00		-5.54	-10.09	-14.70
COMEX黄金	2,254.80		4.39	9.74	8.83
COMEX白银	25.10		1.03	9.68	4.21
WTI原油	83.11		3.08	6.20	15.99
ICE布油	87.07		2.64	6.30	13.02
LME铜	8,872.00		0.06	4.46	3.66
LME铝	2,335.00		1.13	4.80	-2.06
CBOT豆粕	337.50		-0.47	2.52	-12.56

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

## 4、外汇

图表 19 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	7.22		-0.07	0.42	1.85
美元兑离岸人民币	7.26		-0.26	0.70	1.86
欧元兑人民币	7.80		-0.22	0.34	-0.91
英镑兑人民币	9.12		0.21	0.05	0.80
日元兑人民币	4.77		0.04	-0.54	-4.91
美元指数	104.51		0.07	0.36	3.09

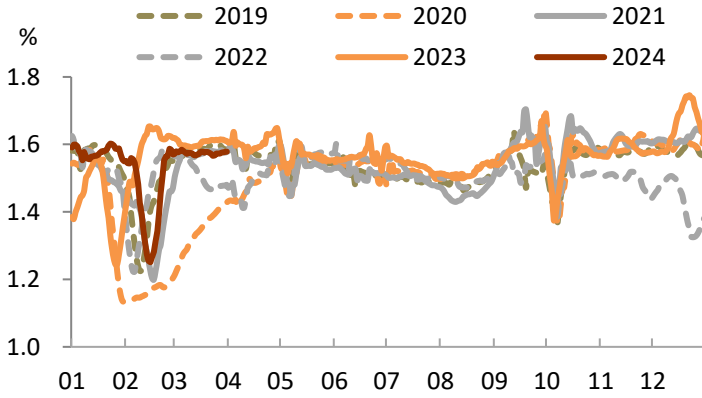
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货



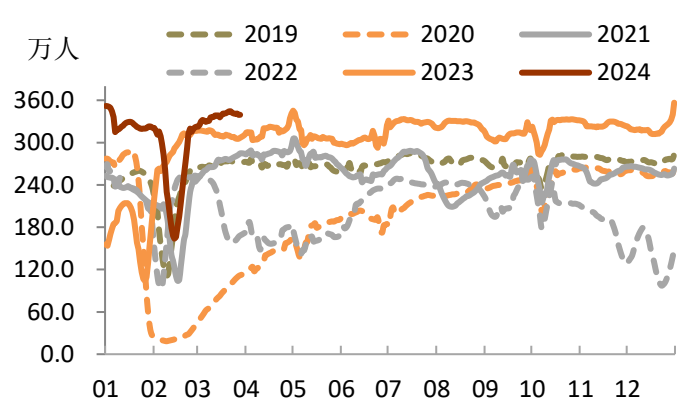
四、高频数据跟踪

1、国内

图表 20 百城拥堵指数

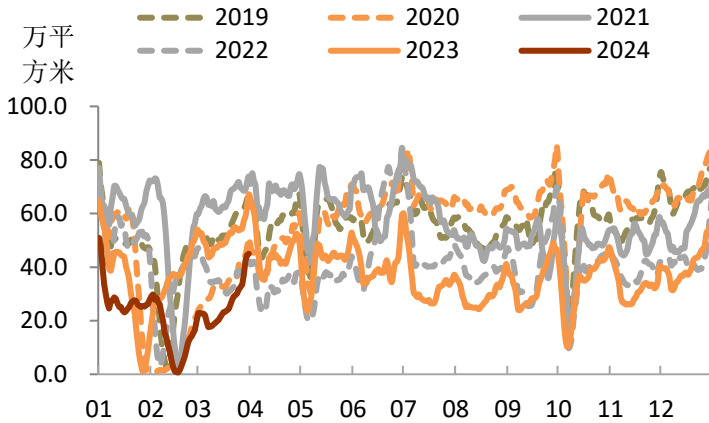


图表 21 23 城地铁客运量

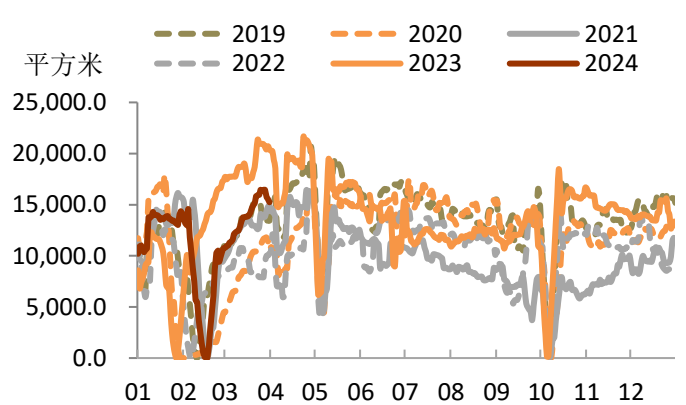


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 22 30 城商品房成交面积

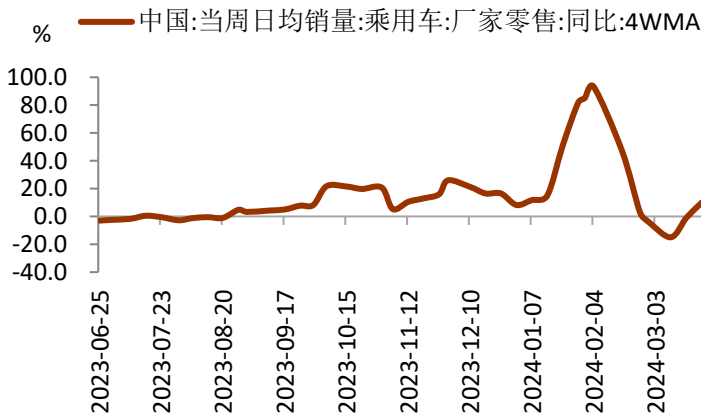


图表 23 12 城二手房成交面积

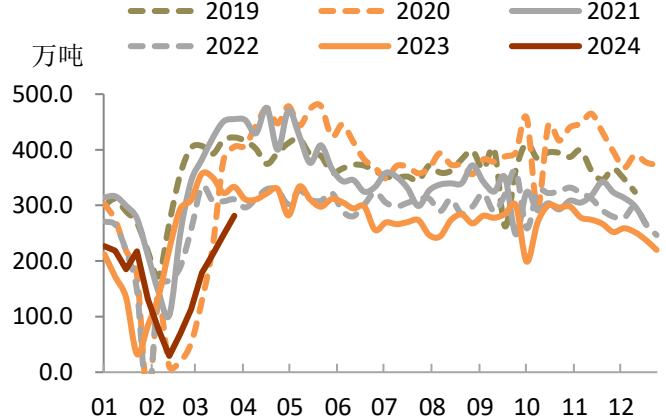


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 24 乘用车销量



图表 25 螺纹钢表观消费量

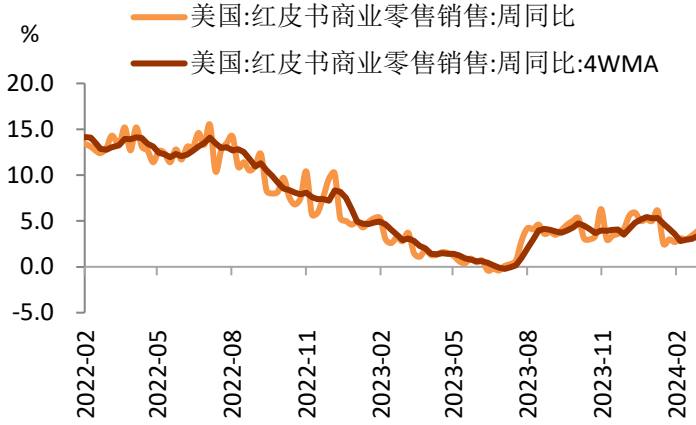


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

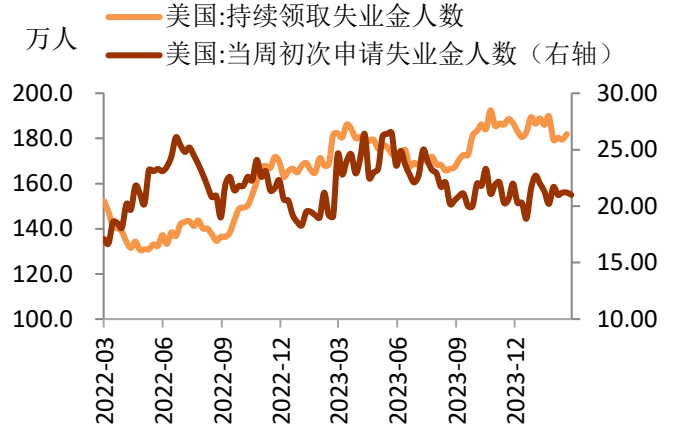
敬请参阅最后一页免责声明

2、海外

图表 26 红皮书商业零售销售

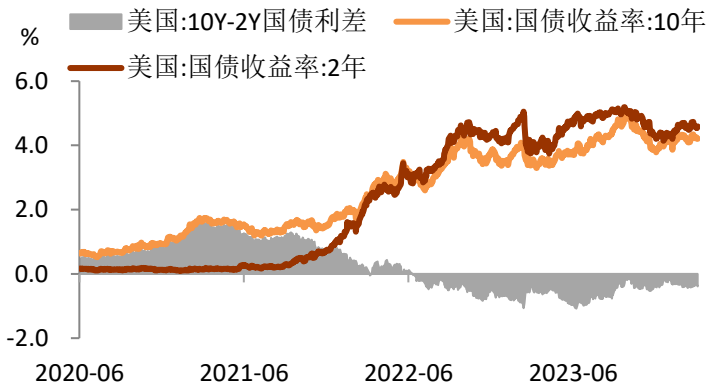


图表 27 失业金申领人数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 28 美债利差倒挂幅度



图表 29 FedWatch 利率变动概率

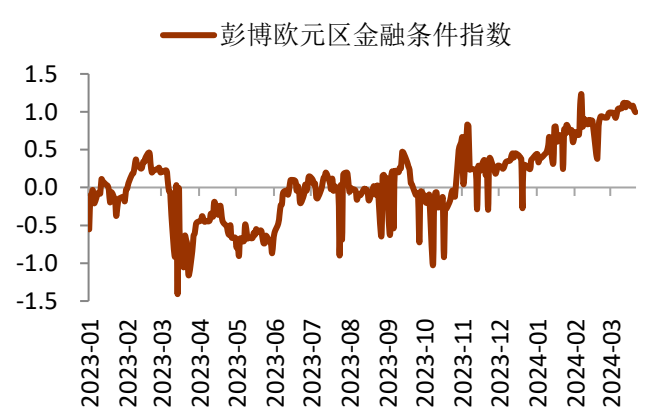
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	96.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	65.9%	31.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	28.8%	51.7%	18.5%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	21.0%	45.3%	27.8%	5.2%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	9.9%	31.9%	37.4%	17.6%	2.9%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.2%	7.1%	25.6%	35.8%	23.3%	7.1%	0.8%
2025/1/29	0.0%	0.1%	3.7%	16.5%	30.8%	29.5%	15.1%	3.9%	0.4%
2025/3/19	0.1%	2.2%	11.1%	24.7%	30.0%	21.2%	8.6%	1.9%	0.2%
2025/4/30	1.0%	5.9%	16.7%	26.9%	26.4%	16.0%	5.8%	1.2%	0.1%

数据来源: iFinD, CME, 铜冠金源期货

图表 30 彭博美国金融条件指数



图表 31 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 32 重要经济数据及事件

日期	时间	数据/事件	前值	预期
4月1日	9:45	<b>中国3月财新制造业 PMI</b>	50.9	51.0
	21:45	<b>美国3月标普全球制造业 PMI 终值</b>	52.5	52.5
	22:00	<b>美国3月 ISM 制造业 PMI</b>	47.8	48.4
		美国2月营建支出月率	-0.2	0.6
4月2日	16:00	欧元区3月制造业 PMI 终值	45.7	45.7
		欧元区2月欧洲央行1年 CPI 预期	3.3	-
		欧元区2月欧洲央行3年 CPI 预期	2.5	2.4
	20:55	美国至3月30日当周红皮书商业零售销售年率	3.9	-
	22:00	美国2月 JOLTs 职位空缺(万人)	886.3	877.5
		美国2月工厂订单月率	-3.6	1.0
4月3日	9:45	<b>中国3月财新服务业 PMI</b>	52.5	52.7
		<b>中国3月财新综合 PMI</b>	52.5	-
	17:00	欧元区3月 CPI 年率初值	2.6	2.5
		欧元区3月 CPI 月率	0.6	0.9
		欧元区2月失业率	6.4	6.4
		欧元区3月核心 CPI 年率初值	3.3	-
		欧元区3月核心 CPI 月率初值	0.6	-
	20:15	美国3月 ADP 就业人数(万人)	14.0	15.0
	21:45	<b>美国3月标普全球服务业 PMI 终值</b>	51.7	51.7
		<b>美国3月标普全球综合 PMI 终值</b>	52.2	-
22:00	<b>美国3月 ISM 非制造业 PMI</b>	52.6	52.8	
4月4日	22:00	美国3月全球供应链压力指数	0.1	-
4月5日	17:00	欧元区2月零售销售月率	0.1	-0.3
		欧元区2月零售销售年率	-1.0	-0.8
	20:30	<b>美国3月失业率</b>	3.9	3.8
		<b>美国3月季调后非农就业人口(万人)</b>	27.5	20.0

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。