



2024年4月29日

## 美国 Q1 经济下通胀上，国内工业企业利润回踩

### 核心观点

- 海外方面，3月核心PCE同比略超预期，环比符合预期，对市场影响不大。4月Markit制造业、服务业景气双双不及预期。美国一季度经济走弱、通胀走强，令市场担忧“滞胀”风险。而从主要分项来看，贸易逆差走阔是GDP转弱的最大拖累，同时固定投资增速仍在上行，消费方面商品下、服务上，经济内生动能尚未实质性走弱，“滞”的成色尚不足，而“胀”令市场降息预期再度减弱，导致10年期美债利率冲破4.7%关口，创下年内新高。本周关注5月FOMC会议及4月非农就业。
- 国内方面，4月LPR利率按兵不动，符合市场预期，在地产仍未企稳、内需较弱的背景下，二季度降息降准仍然可期。3月工业企业利润增速同比回踩，上游采选利润改善，中下游增速回落，产成品库存小幅反弹，但在以价换量背景下，企业去库仍不顺畅。本周关注4月PMI数据。
- 风险因素：政策效果不及预期，地缘政治冲突超预期，海外货币宽松晚于预期。

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、美国 Q1 经济不及预期、通胀超预期

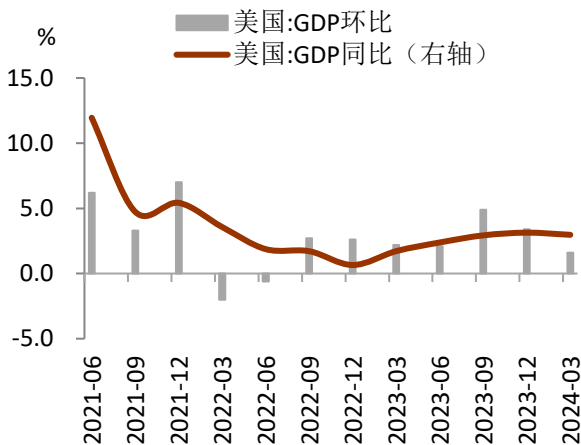
**一季度美国经济走弱、通胀走强。**美国一季度 GDP 环比折年录得 1.6%，预期 2.4%，前值 3.4%，为近两年来最低增长水平；一季度核心 PCE 环比折年录得 3.7%，预期 3.4%，前值 2.0%，备受美联储关注的通胀指标呈现显著加速趋势。数据波动后，市场波动较大，10 年期美债利率冲破 4.7% 关口，创下年内新高，美元指数振荡走弱，美股承压下跌。

**贸易逆差为最大拖累项。**一季度导致经济转弱的最大拖累项为净出口，对 GDP 的贡献从四季度 0.25% 回落到 -0.86%，结束了过去 7 个季度的正向贡献。进口强、出口弱，贸易逆差的走阔实际上表明美国内部需求依然强劲。

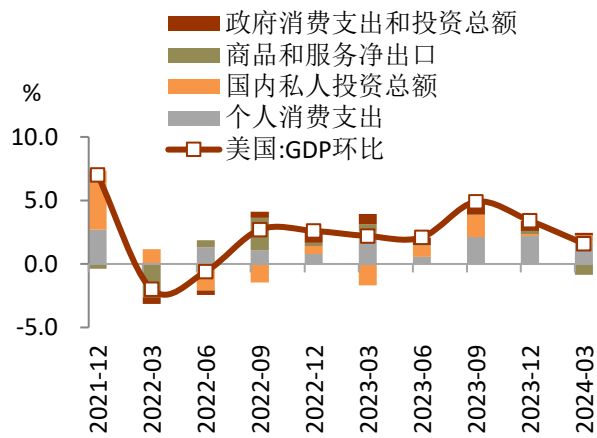
**投资分项在走强。**一季度固定投资对 GDP 贡献 0.91% 的百分点，增速从四季度 3.5% 上升到 5.3%，其中住宅投资增长录得 13.9%，设备投资、知识产权投资小幅回升，建筑投资大幅回落。此外，库存对 GDP 的拖累在减弱，与近期美国开启补库的迹象相吻合。

**个人消费动能减弱。**一季度个人消费对 GDP 的贡献从四季度 2.2% 回落到 1.68%。看细分项，商品消费主要受到汽车的拖累回落，而服务消费对 GDP 的贡献从四季度 3.4% 上行到 4%，表明一季度超预期的通胀回升是由服务业推升的。此外，政府消费与投资有所减弱。

图表 1 美国 GDP 环比增速及同比增速



图表 2 GDP 环比贡献项



### 2、核心服务推动 3 月 PCE 略超预期

**3 月核心 PCE 略超预期。**3 月美国 PCE 物价指数同比录得 2.7%，预期 2.6%，前值 2.5%；环比录得 0.3%，预期 0.3%，前值 0.3%。核心 PCE 同比录得 2.8%，预期 2.7%，前值 2.8%；环比录得 0.3%，预期 0.3%，前值 0.3%。

**能源项涨幅回落，食品项持平。**3月PCE能源项环比录得1.2%，前值2.3%，其中能源商品涨幅收窄至1.4%，主要受到美国天然气价格下跌影响，能源服务则持平前值。食品项环比录得0.0%，前值0.1%。

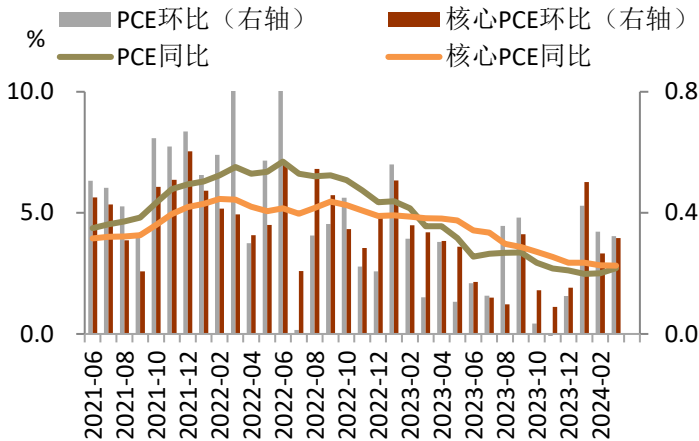
**核心商品通胀降温，核心服务环比走强。**3月核心PCE同比略超预期，环比持平预期和前值，其中核心商品环比录得0.1%，较前值0.3%有所下行，核心服务环比录得0.4%，呈小幅升温趋势。商品项中，机动车及零部件是主要拖累项，家具消费有所升温，其余主要分项均有所回落；服务项中，粘性较强的住房项环比持平前值0.4%，运输服务、休闲娱乐、餐饮住宿、金融保险等分项环比上行，医疗服务环比走弱。此外，美联储较为关注的超级核心通胀（剔除住房和能源项的PCE服务）同比回升至3.5%，前值3.4%；环比回升至0.4%，前值0.2%。

**图表3 美国PCE通胀分项**

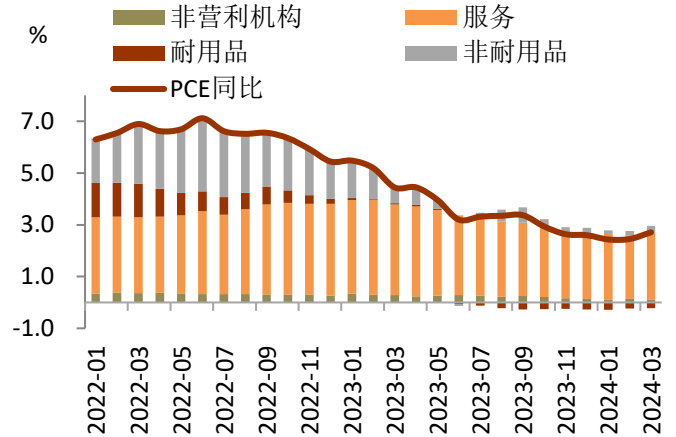
	环比			同比		
	2024年3月	2024年2月	2024年1月	2024年3月	2024年2月	2024年1月
<b>PCE</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>	<b>2.5</b>
<b>核心PCE</b>	0.3	0.3	0.5	2.8	2.8	2.9
<b>核心商品</b>	0.1	0.3	-0.1	-0.6	-0.4	-0.6
<b>核心服务</b>	0.4	0.3	0.7	4.0	4.0	4.2
<b>食品和能源</b>	1.2	2.3	-1.4	1.9	0.1	-0.8
<b>食品</b>	0.0	0.1	0.5	1.5	1.3	1.4
<b>能源</b>	1.2	2.3	-1.4	2.6	-2.3	-4.9
能源商品	1.4	3.4	-3.3	2.5	-3.5	-6.3
能源服务	0.7	0.7	1.4	2.7	-0.4	-2.9
<b>商品</b>	0.1	0.5	-0.2	0.1	-0.2	-0.5
<b>耐用品</b>	0.1	0.2	0.2	-1.9	-2.0	-2.4
机动车及零件	-0.6	0.1	-0.9	0.1	0.6	-0.4
家具和耐用家用设备	0.2	-0.3	0.5	-3.4	-3.7	-3.3
娱乐商品和车辆	0.4	1.2	1.6	-2.7	-3.4	-4.2
其他耐用品	0.6	-1.4	-0.7	-2.7	-3.1	-1.7
<b>非耐用品</b>	0.2	0.7	-0.4	1.3	0.8	0.5
食品饮料	0.0	0.1	0.5	1.5	1.3	1.4
服装与鞋袜	0.6	1.0	-0.7	0.6	0.4	0.1
汽油和其他能源	1.4	3.4	-3.3	2.5	-3.5	-6.3
其他非耐用品	-0.1	0.3	-0.2	0.9	1.7	1.8
<b>服务</b>	0.4	0.3	0.7	4.0	3.9	4.0
住房与公用事业	0.5	0.5	0.6	5.5	5.2	5.2
租金支出	0.4	0.5	0.4	5.6	5.7	6.0
自有住房租金估算	0.4	0.4	0.6	5.8	5.9	6.2
电力和燃气	0.7	0.7	1.4	2.7	-0.4	-2.9
医疗保健	0.1	0.2	0.6	2.9	3.1	3.1
运输服务	1.6	0.2	0.0	3.1	2.1	2.6
休闲娱乐	-0.1	0.5	0.4	4.1	4.2	4.6
餐饮住宿	0.2	0.0	0.7	3.1	3.7	4.4
金融保险	0.5	0.4	1.7	5.0	4.2	4.1
其他服务	1.0	-0.2	0.9	3.4	2.7	3.2

资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

图表 4 PCE 及核心 PCE 增速



图表 5 PCE 同比拉动项



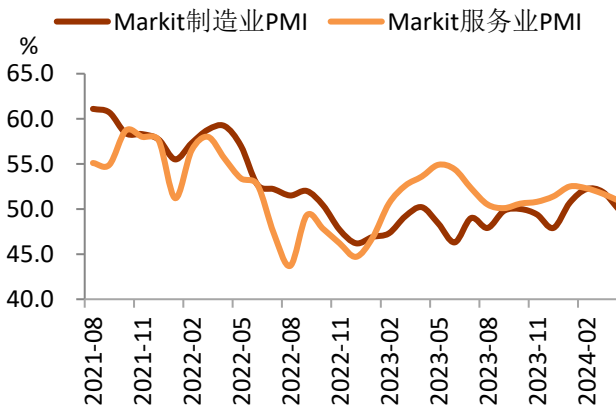
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 3、美国 4 月制造业、服务业景气均不及预期

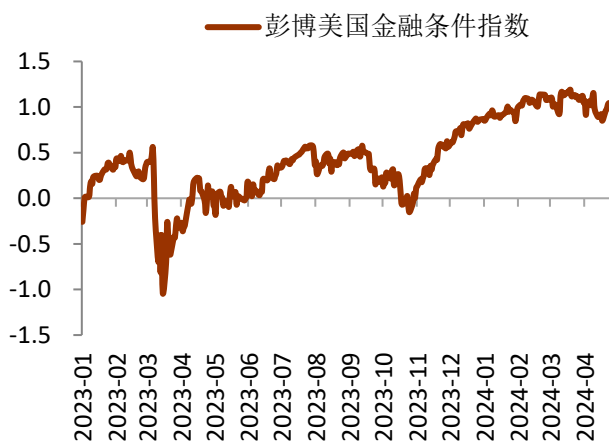
**制造业 PMI 回落至荣枯线下。**美国 4 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 49.9，预期 52.0，前值 51.9，为今年来最低值。4 月新订单出现 6 个月来首次下降，产出也随着需求疲软而下降，企业对获得新订单的担忧削弱了对未来商业活动前景的担心，信心跌至 5 个月新低。

**服务业 PMI 同步放缓。**美国 4 月 Markit 服务业 PMI 初值录得 50.9，预期 52.0，前值 51.7，仍在荣枯线上方，为 5 个月来新低。服务业新订单自 10 月以来首次萎缩，同时一些服务供应商认为，高利率及高价格抑制了需求。

图表 6 美国 Markit PMI



图表 7 美国金融条件指数

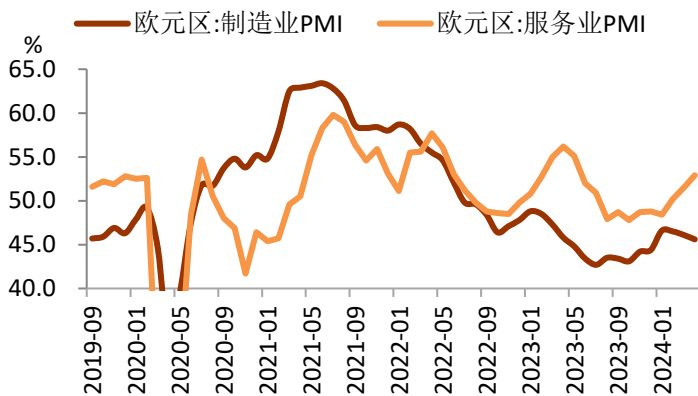


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

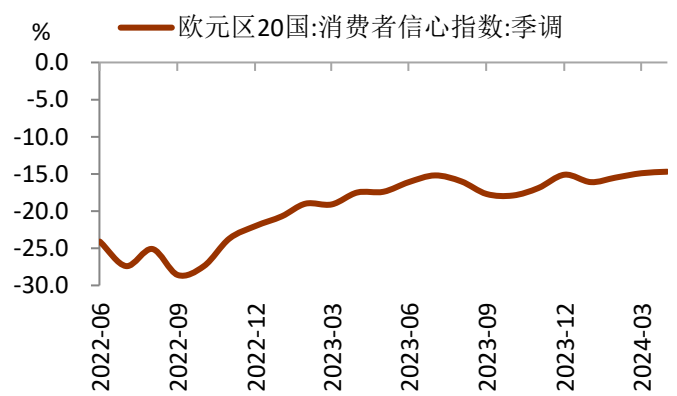
#### 4、欧元区服务业景气回暖

**欧元区制造业、服务业持续分化。**欧元区4月制造业PMI初值录得45.6，预期46.6，前值46.1，延续低迷趋势，为4个月来新低。服务业PMI录得52.9，预期51.8，前值51.5，创下11个月来新高。服务业新订单指数升至11个月高点52.1，但制造业新订单指数从46.0降至4个月低点43.8，两者分化趋势仍在扩大。分国别看，德国综合PMI在服务业的推动下录得50.5，历史10个月重回荣枯线上方，制造业继续萎缩，但较前值有所回升。法国综合PMI同样受到服务业推动回暖，录得49.9，其中服务业重回荣枯线，制造业超预期下行。

图表8 欧元区PMI



图表9 欧元区消费者信心指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

## 二、国内宏观

### 1、工业企业利润回踩

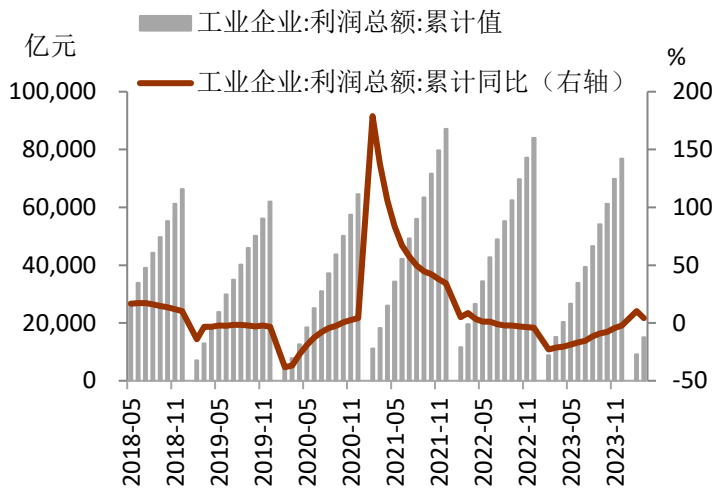
**3月工业企业营收、利润均出现回踩。**2024年1-3月，工业企业实现营业收入30.96万亿元，同比增长2.3%；3月工业企业营业收入同比录得-1.2%，前值4.5%。2024年1-3月，工业企业实现利润总额15055.3亿元，同比增长4.3%；3月工业企业利润同比增速录得-3.5%，在1-2月受到基数、口径调整助推的高增10.2%后，出现较大幅度的回落。

**上游采选利润改善，中下游增速回落。**从行业来看，上游采选利润同比录得-13.5%，较前值21.1%有所改善；中游原材料利润同比录得-16.8%，较前值10.0%大幅回落；中游装备制造利润同比录得5.8%，前值23.6%；下游消费制造同比录得8.1%，前值17%。

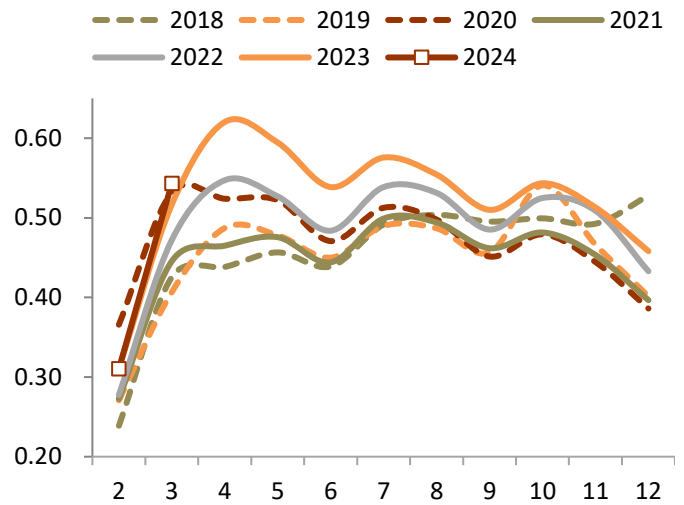
**库存小幅反弹，以价换量背景下，企业去库不顺。**2024年1-3月，工业企业产成品库存同比增速录得2.5%，前值2.4%；库销比升至54%，处于历年同期较水平；产成品库存周转天数回落至21.1天，同样处于历年同期的高位。两者表明企业周转放缓，在产能过剩、

需求不足的背景下，企业以价换量去库并不顺畅，需求偏弱仍然掣肘补库周期的开启。

图表 10 工业企业利润

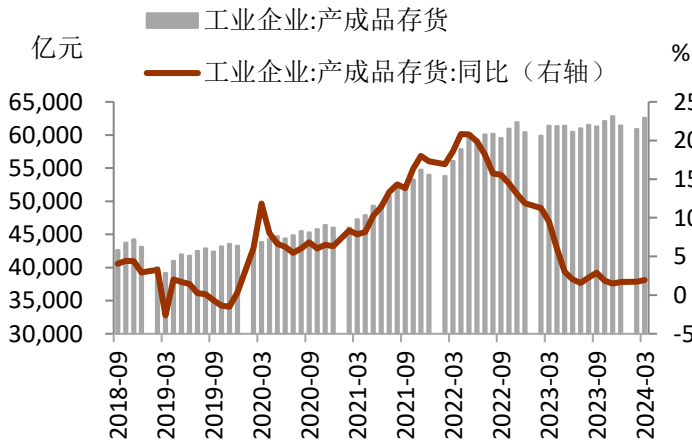


图表 11 工业企业产成品库销比

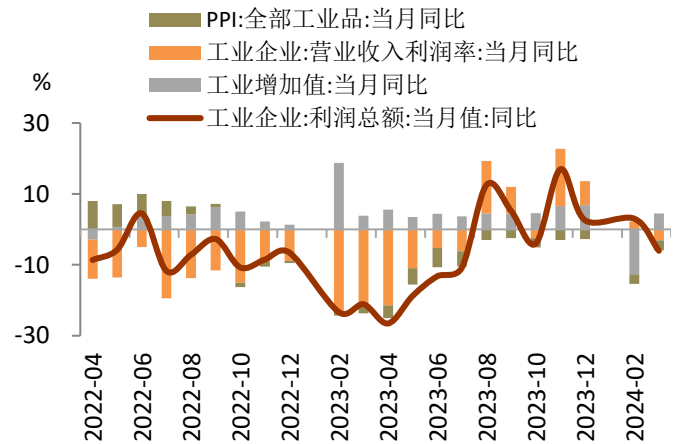


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 工业企业产成品存货



图表 13 工业企业利润驱动因素分解



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	4427.54		1.96	-0.17	-3.01	
上证指数	3088.64		0.76	1.56	3.82	
深圳成指	9463.91		1.99	0.67	-0.64	
创业板指	1823.74		3.86	0.30	-3.58	
A股	上证50	2461.86		1.29	1.94	5.83
沪深300	3584.27		1.20	1.32	4.46	
中证500	5372.12		1.08	1.63	1.05	
中证1000	5415.94		2.88	0.47	-8.01	
科创50	752.25		2.97	-1.38	-1.71	
港股	恒生指数	17651.15		6.71	3.54	
恒生科技	3718.27		13.43	6.92	-1.22	
恒生中国企业指数	6269.76		9.10	7.90	8.69	
海外	道琼斯工业指数	38239.66		0.67	-3.94	1.46
纳斯达克指数	15927.90		4.23	-2.76	6.11	
标普500	5099.96		2.67	-2.94	6.92	
英国富时100	8139.83		3.09	2.35	5.26	
法国CAC40	8088.24		0.82	-1.43	7.23	
德国DAX	18161.01		2.39	-1.79	8.41	
日经225	37934.76		2.34	-6.03	13.36	
韩国综指	2656.33		2.49	3.29	0.04	

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	1.73		3.52	-3.80	-40.02
2年期国债收益率	1.88		3.10	-2.37	-36.61	
5年期国债收益率	2.12		4.10	-7.02	-32.27	
10年期国债收益率	2.30		3.03	1.64	-30.08	
10Y-1Y国债期限利差	0.57		1.51	5.44	9.94	
SHIBOR (7天)	1.95		12.00	-1.60	0.30	
DR007	1.96		12.60	-5.13	-3.04	
海外	2年期美债收益率	4.96		1.00	37.00	74.00
5年期美债收益率	4.68		2.00	47.00	82.00	
10年期美债收益率	4.67		3.00	47.00	74.00	
10Y-2Y美债期限利差	-0.29		6.00	10.00	0.00	
10年期德债收益率	2.60		7.00	29.00	44.00	
10年期法债收益率	3.06		7.70	25.90	44.80	
10年期意债收益率	3.89		6.70	21.80	20.00	
10年期日债收益率	0.90		1.10	14.60	22.40	

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	2,698.94		0.76	6.49	6.75
CRB商品指数	296.84		-0.44	2.26	12.51
沪铜	81,100.00		2.68	12.12	17.59
上海螺纹钢	3,685.00		0.19	6.87	-7.88
COMEX黄金	2,349.60		-2.66	4.97	13.41
COMEX白银	27.23		-5.61	9.27	13.03
WTI原油	83.66		1.75	0.59	16.76
ICE布油	88.06		0.88	1.22	14.30
LME铜	9,960.00		0.87	12.33	16.37
LME铝	2,560.50		-4.07	9.56	7.40
CBOT豆粕	344.20		0.29	1.92	-10.83

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

#### 4、外汇

图表 17 外汇市场表现

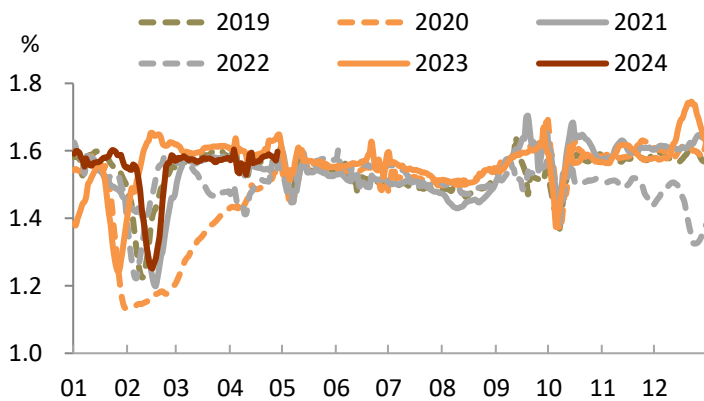
指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
美元兑人民币	7.25		0.09	0.32	2.18
美元兑离岸人民币	7.27		0.25	0.16	2.02
欧元兑人民币	7.77		0.75	-0.35	-1.25
英镑兑人民币	9.07		0.90	-0.54	0.26
日元兑人民币	4.64		-1.09	-2.82	-7.59
美元指数	106.09		-0.02	1.51	4.65

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

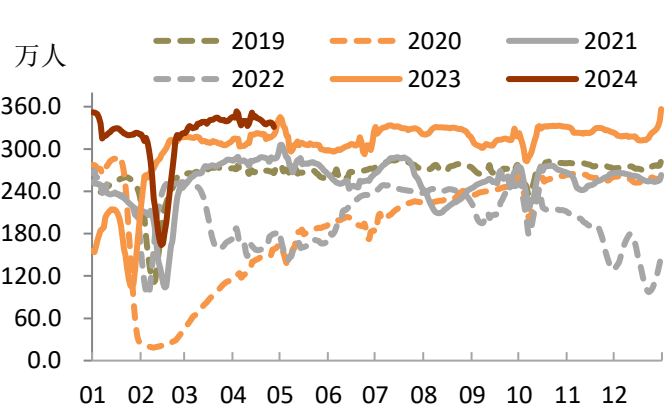
#### 四、高频数据跟踪

##### 1、国内

图表 18 百城拥堵指数



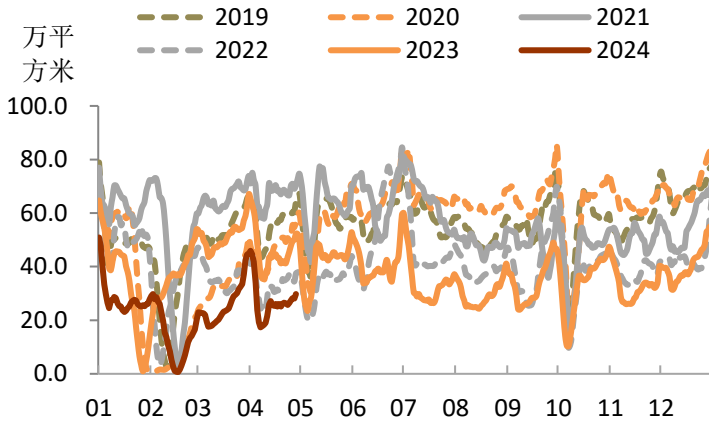
图表 19 23 城地铁客运量



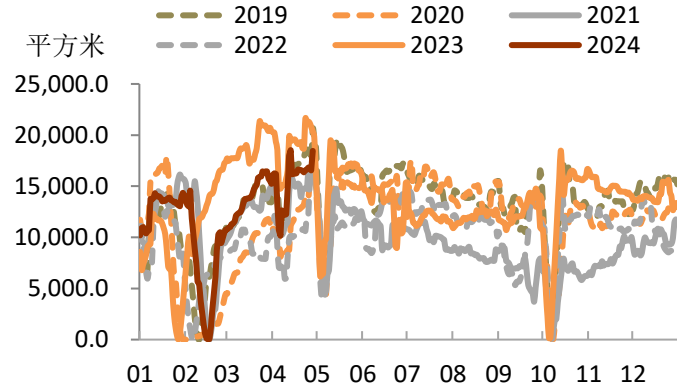
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货



图表 20 30 城商品房成交面积

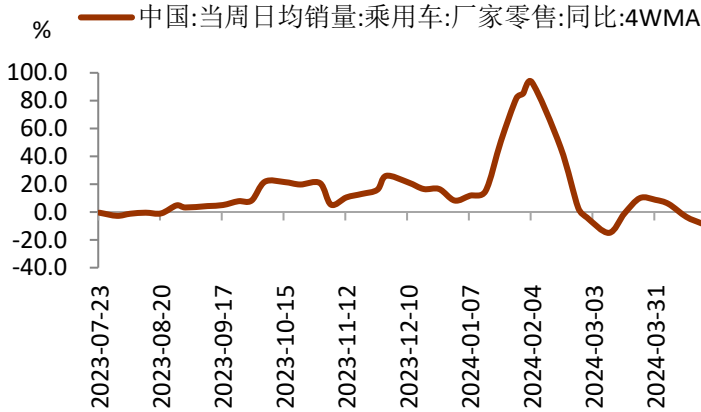


图表 21 12 城二手房成交面积

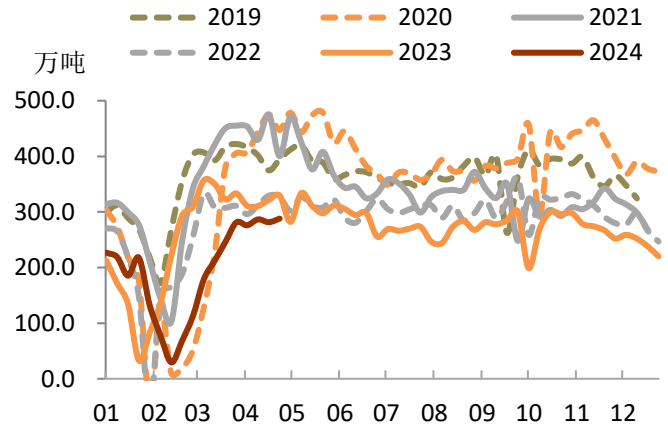


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 22 乘用车销量



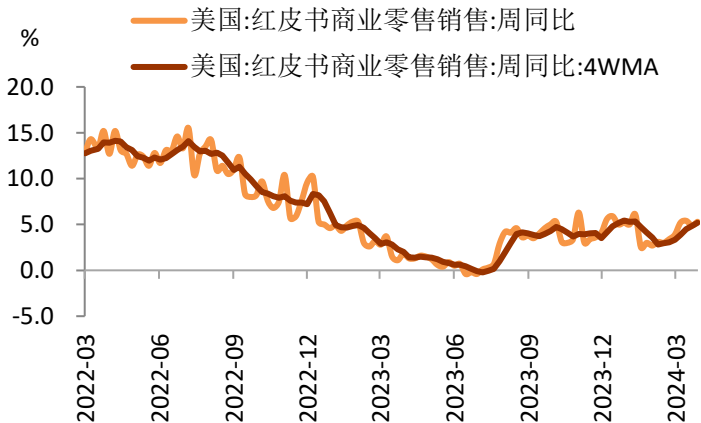
图表 23 螺纹钢表观消费量



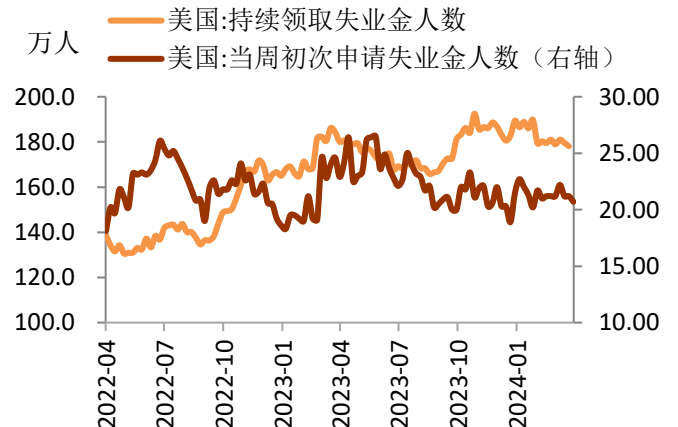
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

## 2、海外

图表 24 红皮书商业零售销售

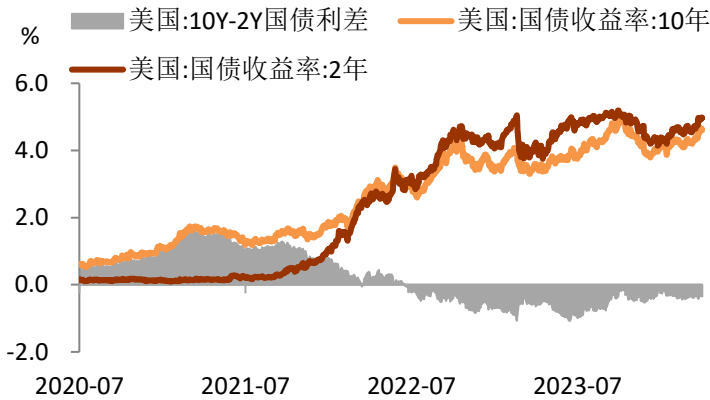


图表 25 失业金申领人数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 26 美债利差倒挂幅度



数据来源: iFinD, CME, 铜冠金源期货

图表 27 FedWatch 利率变动概率

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	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%	2.4%	97.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	10.8%	88.9%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	28.6%	68.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	12.5%	43.8%	42.6%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.2%	3.6%	19.6%	43.6%	33.0%
2024/12/18	0.0%	0.1%	1.5%	9.8%	28.8%	39.5%	20.2%
2025/1/29	0.0%	0.5%	3.9%	15.3%	31.9%	33.9%	14.4%
2025/3/19	0.2%	1.8%	8.1%	21.4%	32.7%	26.7%	9.1%
2025/4/30	0.6%	3.5%	11.7%	24.5%	31.1%	22.0%	6.6%

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
4月29日	17:00	欧元区4月工业景气指数	-8.8	-8.6
		欧元区4月消费者信心指数终值	-14.7	-14.7
	22:30	欧元区4月经济景气指数	96.3	96.7
		美国4月达拉斯联储商业活动指数	-14.4	-11.3
4月30日	9:30	<b>中国4月官方制造业PMI</b>	50.8	50.3
		<b>中国4月非制造业PMI</b>	53.0	52.2
		<b>中国4月财新制造业PMI</b>	51.1	51.0
	17:00	欧元区4月CPI年率初值	2.4	2.4
		欧元区4月CPI月率	0.8	0.6
		欧元区第一季度GDP年率初值	0.1	0.2
		欧元区第一季度GDP季率初值	-0.1	0.1
		欧元区4月核心CPI年率初值	3.1	-
		欧元区4月核心CPI月率初值	1.0	-
	20:55	美国至4月27日当周红皮书商业零售销售年率	5.3	-
	21:00	美国2月FHFA房价指数月率	-0.1	0.1
		美国2月S&P/CS20座大城市房价指数年率	6.6	6.7
	21:45	美国4月芝加哥PMI	41.4	45.0
	22:00	美国4月谘商会消费者信心指数	104.7	104.0
5月1日	20:15	美国4月ADP就业人数(万人)	18.4	18.0
	21:45	<b>美国4月标普全球制造业PMI终值</b>	49.9	49.9
	22:00	<b>美国4月ISM制造业PMI</b>	50.3	50.1
		美国3月JOLTs职位空缺(万人)	875.6	868.0
		美国3月营建支出月率	-0.3	0.3
5月2日	2:00	<b>美国至5月1日美联储利率决定(上限)</b>	5.5	5.5
		<b>美国至5月1日美联储利率决定(下限)</b>	5.3	5.3
	16:00	欧元区4月制造业PMI终值	45.6	45.60
	19:30	美国4月挑战者企业裁员人数(万人)	903.1	-
	20:30	美国至4月27日当周初请失业金人数(万人)	20.7	21.0
		美国3月贸易帐(亿美元)	-689.0	-692.0
	22:00	美国3月工厂订单月率	1.4	1.6
5月3日	17:00	欧元区3月失业率	6.5	6.5
	20:30	<b>美国4月失业率</b>	3.8	3.8
		<b>美国4月季调后非农就业人口(万人)</b>	30.3	25.0
	21:45	<b>美国4月标普全球服务业PMI终值</b>	50.9	50.9
		<b>美国4月标普全球综合PMI终值</b>	50.9	-
	22:00	<b>美国4月ISM非制造业PMI</b>	51.4	52.0

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。