



2024 年 9 月 30 日

海外继续交易“软着陆”，国内政策暖风超预期

核心观点

- 海外方面，美国8月PCE通胀继续下行，回落至2021年3月来的低点，核心商品继续降温，核心服务走，通胀暂时不构成美联储降息的掣肘。9月美国制造业PMI超预期回落，创15个月新低，同时服务业PMI持续扩张，托举美国经济。上周美元指数在100上方震荡，10Y美债利率中枢上行至3.75%，油价受到供给侧影响显著下跌，美股仍有韧劲，标普、道指均创新高，国际金价连续创新高、最高至2685美元，铜价单边上行突破10000美元关口，目前市场定价年内美联储仍将降息75BP。本周关注美国9月非农报告及ISM PMI数据。
- 国内方面，A股迎来连续、大幅的放量反弹，人民币离岸汇率破7，商品指数单边上涨，债市迎来深度调整。核心原因是政策转向及加码，决策层与市场对经济的认识走向一致，周二新闻发布会及周四政治局会议召开的时点超市场预期，体现出稳经济的迫切性和决心，同时出台的增量政策超预期：①货币政策上，降准50BP、降息20-30BP，且给出未来宽松的预期指引；②地产定调“止跌回稳”，下调存量房贷利率、首付比例，多数一线城市周末已落实；③提振资本市场，首创货币工具支持股市发展，拓宽增量资金来源。短期而言，市场交易“强预期”，在流动性宽松、多头情绪泛滥下或将继续反弹；中长期而言，“弱现实”的改善是A股反转的关键，重点关注金融数据、及PPI数据。
- 风险因素：财政政策弱于预期，海外假期波动加剧，地缘政治冲突加剧，全球制造业景气持续回落。

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

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F0384165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

一、海外宏观

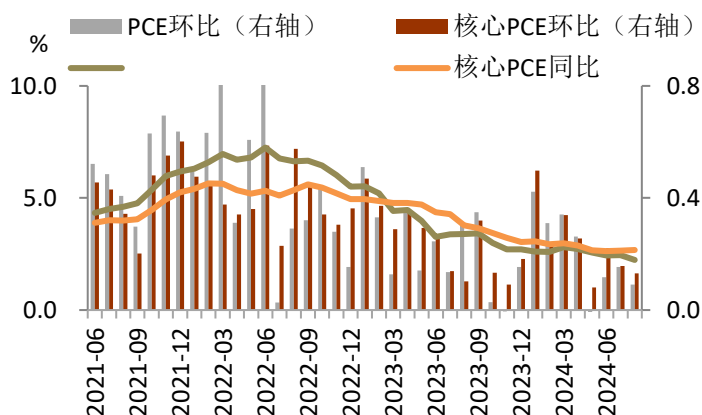
1、8 月 PCE 整体弱于预期

8 月 PCE 持续降温。8 月美国 PCE 物价指数同比录得 2.2%，预期 2.3%，前值 2.5%，2021 年 3 月以来的最低水平；环比录得 0.2%，预期 0.2%，前值 0.1%。核心 PCE 同比录得 2.7%，预期 2.7%，前值 2.6%；环比录得 0.1%，预期 0.2%，前值 0.2%，创 5 月来新低。

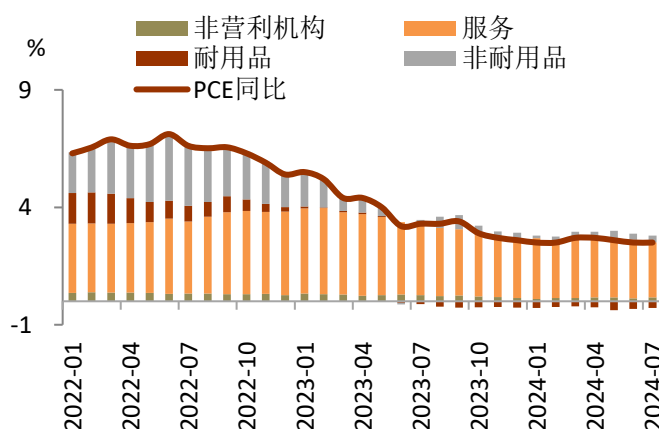
能源项环比下跌，食品项微降。8 月 PCE 能源项环比录得-0.8%，前值 0.0%，其中能源商品涨幅回升至-0.6%，前值 0.1%，主要受国际油价下跌影响；能源服务涨幅为-0.9%，前值 0.0%；食品项环比录得 0.1%，前值 0.2%。

核心商品降温、核心服务走平。8 月核心 PCE 同比 2.7%，较前值小幅上升，处于近 3 年来较低水平，其中核心商品环比录得-0.2%，较前值-0.1%继续回落，核心服务环比录得 0.2%，前值 0.2%。商品项中，汽车、娱乐商品为主要拖累项，家具家电、服饰环比走强；服务项中，粘性较强的住房项环比小幅降温，运输服务、餐饮住宿分项环比走强，休闲娱乐、金融保险环比走弱。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）同比回落至 3.30%，前值 3.21%；环比小幅回落至 0.16%，前值 0.20%。

图表 1 PCE 及核心 PCE 增速



图表 2 PCE 同比拉动项



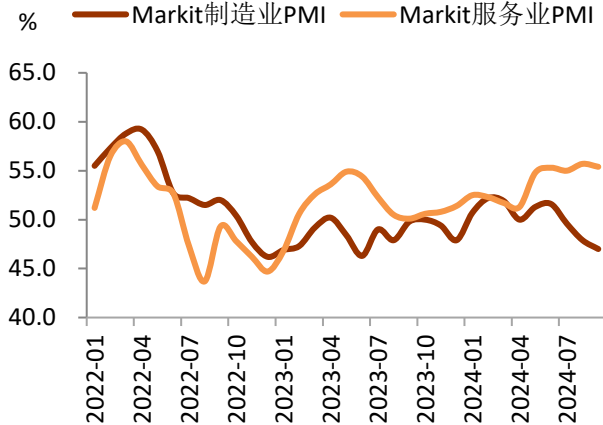
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、美国 9 月制造业、服务业 PMI 分化加剧

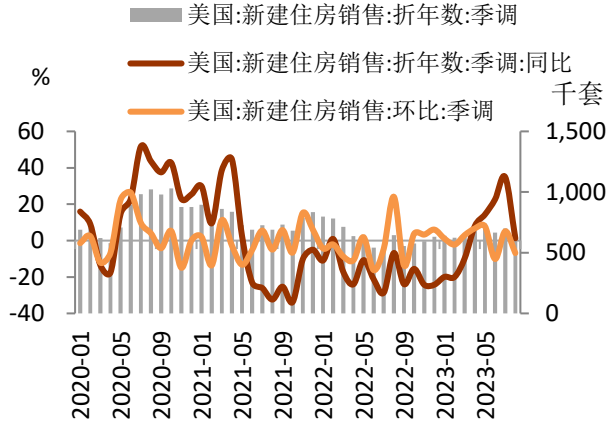
制造业超预期回落，创 15 个月新低。美国 9 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 47.0，预期 48.5，前值 47.9，连续 3 个月低于 50，且创 15 个月新低新订单分项指数初值降至 42.7，创 2022 年 12 月以来新低、并连续三个月萎缩。就业分项指数初值降至 2020 年 6 月以来新低。订单量大幅收缩，因此拖累工厂就业快速萎缩。

服务业持续扩张，托举美国经济。美国 9 月 Markit 服务业 PMI 初值录得 55.4，预期 55.3，前值 55.7，连续第 22 个月扩张。其中价格输出分项指数初值上升至 54.5，创 2024 年 3 月份以来新高。PMI 数据喜忧参半，尽管制造业持续疲软，但美国经济受到服务业推动仍在继续稳步增长。

图表 3 美国 Markit PMI



图表 4 美国新屋销量

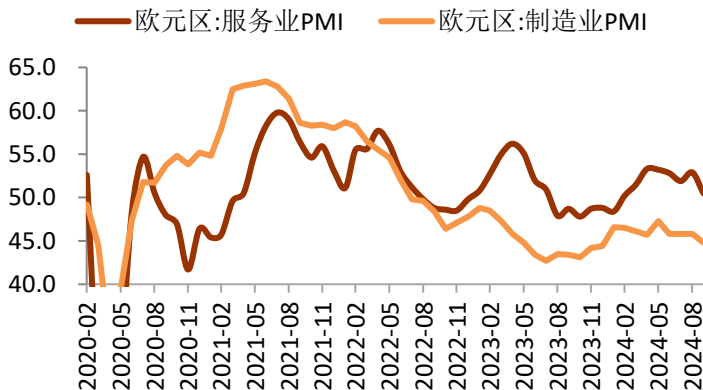


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

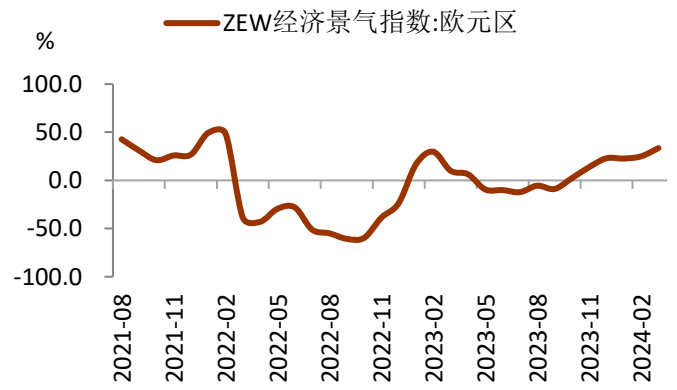
3、欧元区 9 月制造业、服务业均不及预期

欧元区制造业走低、服务业景气大幅回落。欧元区 9 月制造业 PMI 初值录得 44.8，预期 45.6，前值 45.8，创 9 个月新低；服务业 PMI 录得 50.5，预期 52.1，前值 52.9，创 7 个月来低点。分国别看，德国 PMI 制造业、服务业 PMI 初值均不及预期，制造业生产急剧加速减少，服务业的增长几乎停滞不前。法国法国服务业在 8 月强劲增长后重新陷入收缩，随着巴黎奥运会接近尾声，客户数量有所下降，消费普遍低迷；同时制造业 PMI 也大幅回落至 40.3。

图表 5 欧元区 PMI



图表 6 欧元区 ZEW 经济景气指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

二、国内宏观

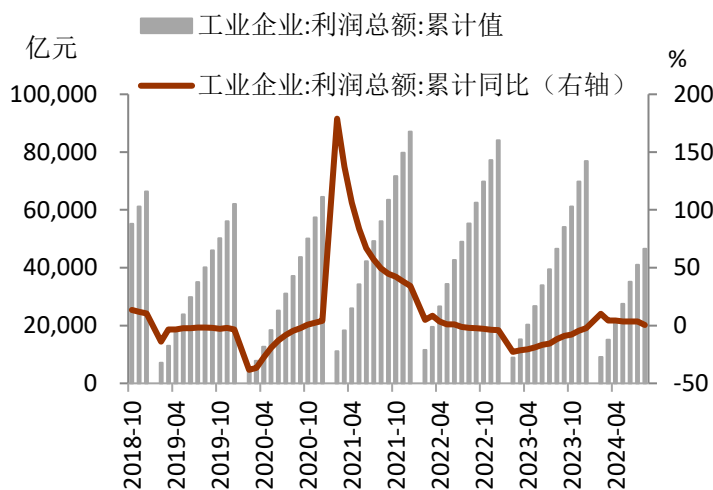
1、工业企业利润显露疲态

8月工业企业利润回落。2024年1-8月，工业企业实现营业收入87.1万亿元，同比增长2.4%；8月工业企业营业收入同比录得-0.9%，前值2.9%。2024年1-8月，工业企业实现利润总额46527.3亿元，同比增长0.5%；8月工业企业利润同比增速录得-17.8%，前值4.1%，大幅回落一方面受去年基数印象、另一方面从绝对值来看8月工业企业利润显露疲态。

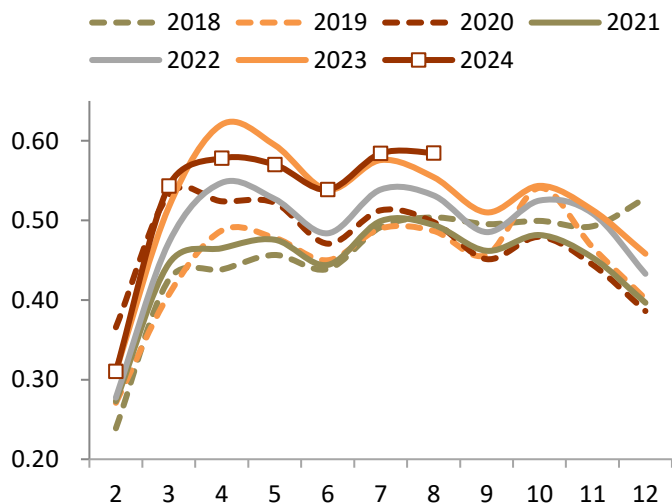
上游采选、中游原材料制造、下游消费制造利润均显著回落。从行业来看，上游采选利润同比录得-6.9%，较前值-0.8%有所回落；中游原材料利润同比录得-29.6%，较前值15.2%大幅回落；中游装备制造利润同比录得-11.3%，较前值7.9%显著回落；下游消费制造同比录得-8.1%，较前值3.5%回落。上下游企业利润增速分化逆转，或因7月大宗商品价格下跌，中下游企业成本压力放缓导致的利润改善。

企业被动补库，弱需求掣肘产销。2024年8月，工业企业产成品库存同比增速录得6.09%，较前值5.96%，在价格下行背景下，补库行为或为企业被动所致；库销比走平前值录得58%，远高于历年同期水平；产成品库存周转天数回升至20.4天，同样处于历年同期的高位。两者表明8月企业周转放缓，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7 工业企业利润

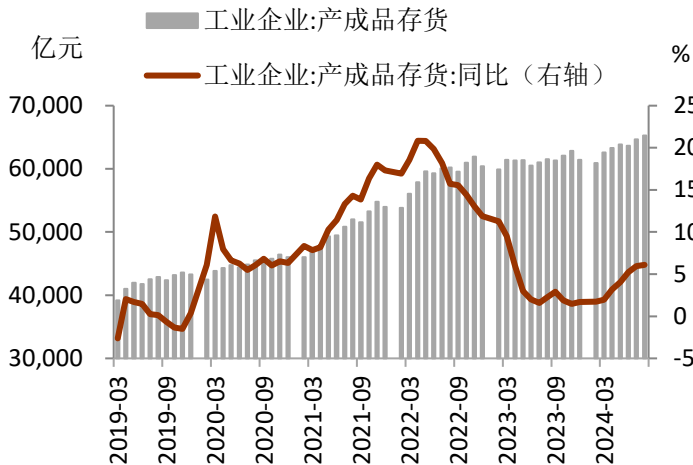


图表8 工业企业产成品库销比

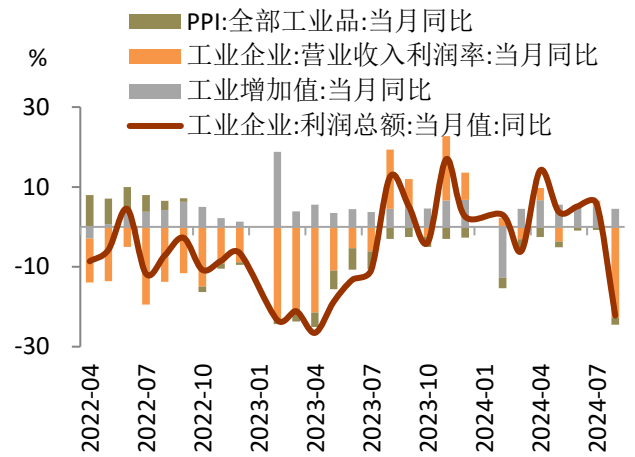


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 9 工业企业产成品存货



图表 10 工业企业利润驱动因素分解



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、9 月政策暖风超预期

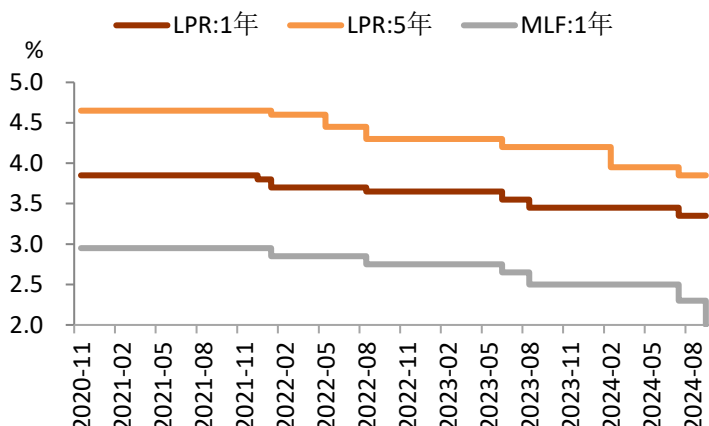
9 月 24 日新闻发布会及 9 月 26 日政治局会议召开的时点超市场预期，体现出决策层稳经济的迫切性和决心，不仅此前市场预期的多数政策均落地，同时出台的部分增量政策超预期，股债汇商均给出积极的反应。

9 月货币政策迎来降准降息，并给出宽松预期指引。央行将下调存款准备金率 0.5%，向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元，年底前可能还会择机再降准 0.25-0.5%。同时还将降低政策利率，7 天逆回购操作利率下调 20BP，从此前的 1.7%降为 1.5%。

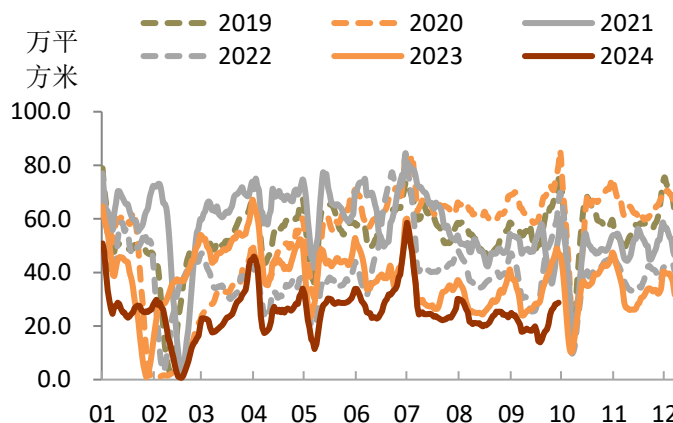
地产方面再发力，定调“止跌回稳”。降低存量房贷利率平均 50BP，统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由 25%下调至 15%。此外，5 月发布的 3000 亿保障性住房再贷款，央行支持比例由 60%提高到 100%，各地收储资金成本降低。9 月 29 日晚间，上海、广州、深圳地产调整政策均落地，主要包括放松限购范围、首付比例下调等方面。

创设新的政策工具，支持股票市场发展。央行将创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从央行获取流动性，将大幅提升资金获取能力和股票增持能力。同时创设专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购、增持股票。政治局会议提出“提振资本市场”，对股市定调更加积极，市场迎来大幅反弹。

图表 11 LPR 及 MLF 报价



图表 12 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 13 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	4504.41		15.13	11.40	-1.33
	上证指数	3087.53		12.81	8.63	3.78
	深证成指	9514.86		17.83	13.97	-0.10
	创业板指	1885.49		22.71	19.30	-0.31
	上证50	2571.08		15.13	10.10	10.53
	沪深300	3703.68		15.70	11.51	7.94
	中证500	5201.67		15.63	12.13	-4.19
	中证1000	5136.44		15.08	10.95	-12.75
	科创50	740.02		14.14	6.61	-13.14
港股	恒生指数	20632.30		13.00	14.69	21.03
	恒生科技	4453.24		20.23	25.07	18.30
	恒生中国企业指数	7299.90		14.39	15.30	26.55
海外	道琼斯工业指数	42313.00		0.59	1.80	12.27
	纳斯达克指数	18119.59		0.95	2.29	20.71
	标普500	5738.17		0.62	1.59	20.30
	英国富时100	8320.76		1.10	-0.67	7.60
	法国CAC40	7791.79		3.89	2.11	3.30
	德国DAX	19473.63		4.03	3.00	16.25
	日经225	39829.56		5.58	3.06	19.02
	韩国综指	2649.79		2.18	-0.92	-0.21

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、债券

图表 14 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	1.43		3.83	-6.07	-65.79
2年期国债收益率	1.44		4.20	-8.22	-77.34
5年期国债收益率	1.82		8.65	-5.05	-58.51
10年期国债收益率	2.16		12.04	-1.30	-39.52
10Y-1Y国债期限利差	0.73		8.21	4.77	26.27
SHIBOR (7天)	1.66		-26.80	1.40	-20.60
DR007	1.66		-29.27	-3.55	-24.37
海外					
2年期美债收益率	3.55		0.00	-36.00	-68.00
5年期美债收益率	3.50		2.00	-21.00	-34.00
10年期美债收益率	3.75		2.00	-16.00	-13.00
10Y-2Y美债期限利差	0.20		2.00	20.00	55.00
10年期德债收益率	2.13		-5.00	-13.00	11.00
10年期法债收益率	2.93		-3.80	-8.60	36.80
10年期意债收益率	3.46		-10.30	-23.40	-25.50
10年期日债收益率	0.87		-2.60	-5.00	22.50

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、商品

图表 15 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	2,501.70		4.28	1.16	-1.06
CRB商品指数	285.94		1.26	3.22	8.38
沪铜	78,780.00		3.97	6.45	14.22
上海螺纹钢	3,341.00		4.60	3.02	-16.48
COMEX黄金	2,680.80		1.31	6.06	29.39
COMEX白银	31.92		1.30	9.51	32.50
WTI原油	68.64		-3.32	-6.68	-4.20
ICE布油	71.98		-2.32	-6.43	-6.57
LME铜	9,973.50		5.24	8.00	16.53
LME铝	2,633.00		5.96	7.60	10.44
CBOT豆粕	344.20		7.83	9.97	-10.83

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、外汇

图表 16 外汇市场表现

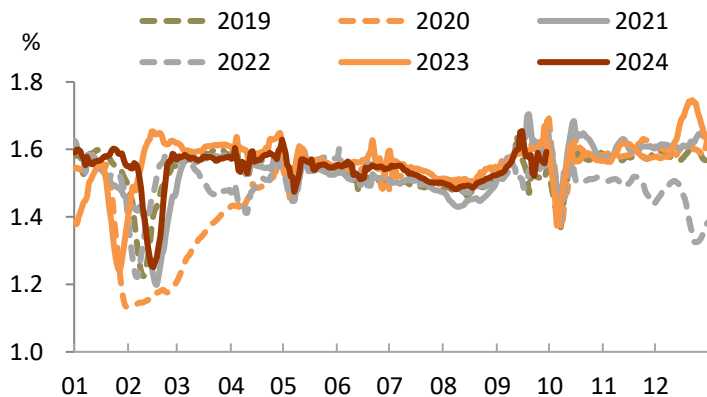
指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
美元兑人民币	7.02		-0.56	-1.02	-1.07
美元兑离岸人民币	6.98		-0.86	-1.54	-2.01
欧元兑人民币	7.82		-0.66	-0.24	-0.59
英镑兑人民币	9.38		0.06	0.36	3.73
日元兑人民币	4.90		-0.01	0.33	-2.28
美元指数	100.42		-0.31	-1.29	-0.94

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

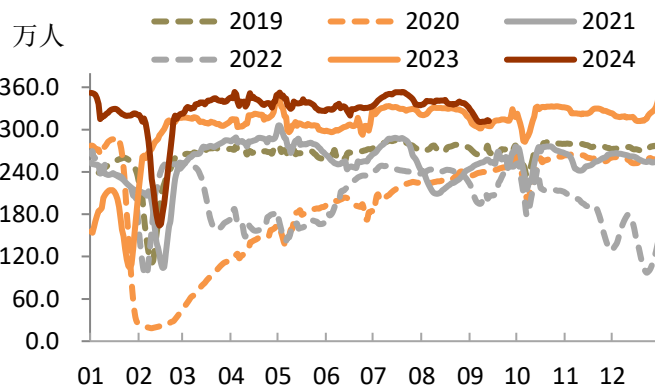
四、高频数据跟踪

1、国内

图表 17 百城拥堵指数

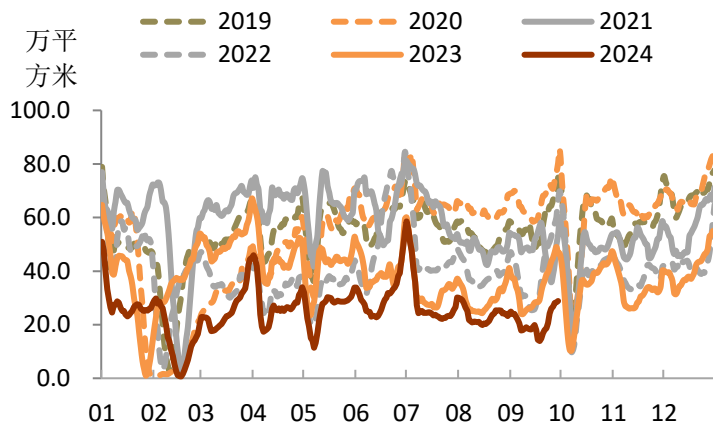


图表 18 23 城地铁客运量

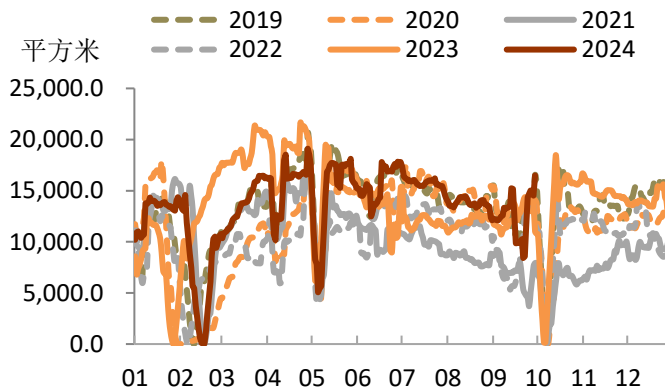


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 19 30 城商品房成交面积



图表 20 12 城二手房成交面积

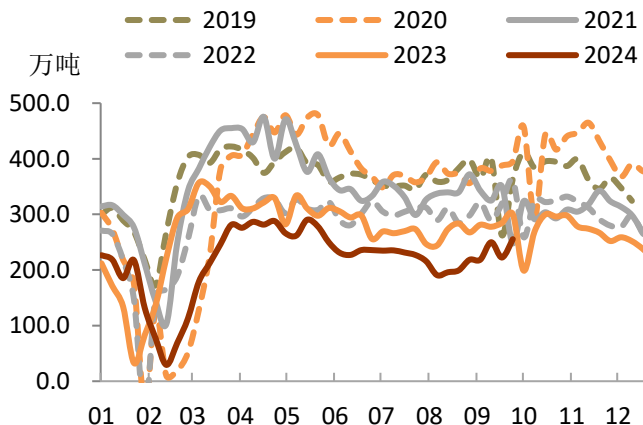


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 21 乘用车销量



图表 22 螺纹钢表观消费量

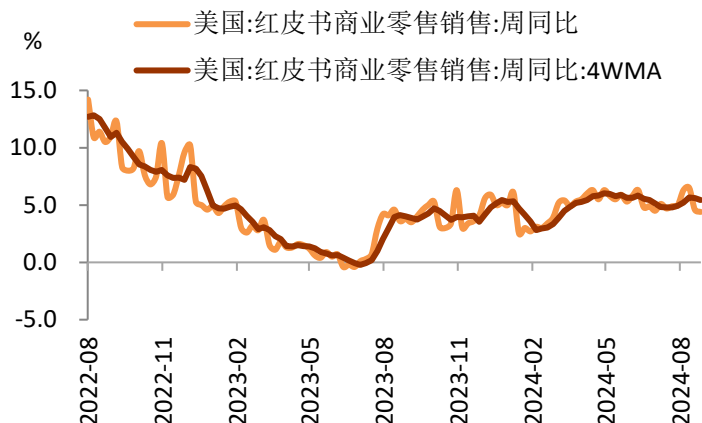


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

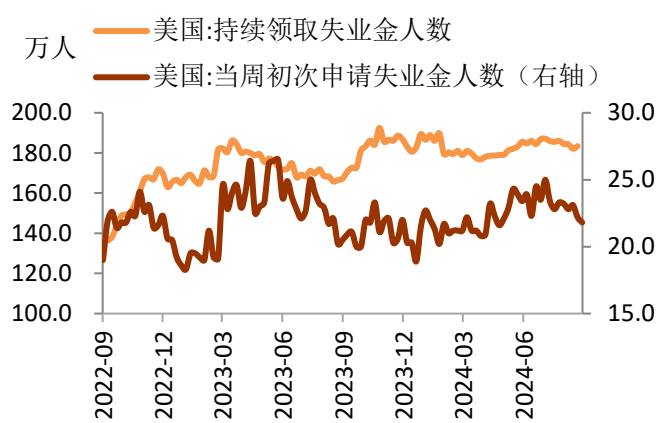
敬请参阅最后一页免责声明

2、海外

图表 23 红皮书商业零售销售

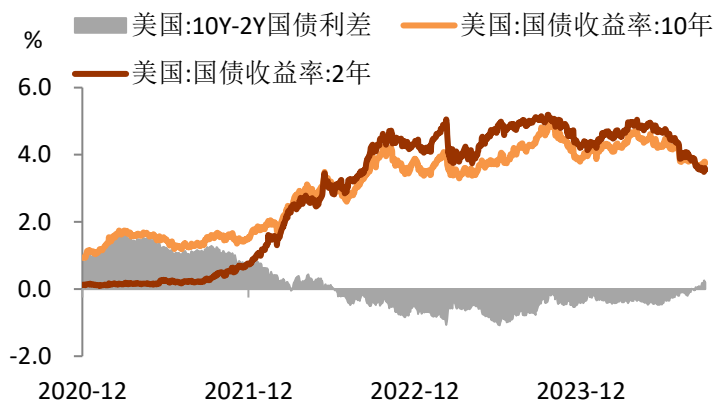


图表 24 失业金申领人数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 25 美债利差倒挂幅度



图表 26 FedWatch 利率变动概率

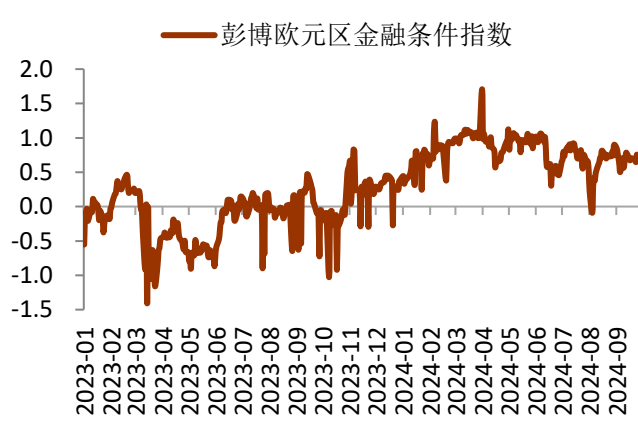
MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/11/7							0.0%	0.0%	0.0%	53.3%	46.7%	
2024/12/18		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.9%	49.7%	21.3%	0.0%	
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.8%	35.3%	41.1%	14.9%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	14.1%	36.4%	35.8%	11.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	11.9%	32.4%	35.9%	16.2%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.9%	8.2%	25.2%	34.7%	23.1%	7.1%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.3%	3.5%	14.2%	28.5%	30.6%	17.5%	4.9%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.1%	1.2%	6.4%	18.1%	29.1%	27.1%	14.1%	3.7%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.3%	2.0%	8.1%	19.7%	28.8%	25.1%	12.5%	3.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源: iFinD, CME, 铜冠金源期货

图表 27 彭博美国金融条件指数



图表 28 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 29 重要经济数据及事件

日期	时间	数据/事件	前值	预期
9月30日	9:30	中国9月官方制造业 PMI	49.1	49.5
		中国9月非制造业 PMI	50.3	-
	9:45	中国9月财新制造业 PMI	50.4	50.5
		中国9月财新服务业 PMI	51.6	51.6
	21:45	美国9月芝加哥 PMI	46.1	46.3
10月1日	16:00	欧元区9月制造业 PMI 终值	44.8	44.8
	17:00	欧元区9月 CPI 年率初值	2.2	1.9
		欧元区9月 CPI 月率	0.1	-
	20:55	美国至9月28日当周红皮书商业零售销售年率	4.4	-
	21:45	美国9月标普全球制造业 PMI 终值	47.0	-
	22:00	美国9月 ISM 制造业 PMI	47.2	47.5
		美国8月 JOLTs 职位空缺(万人)	767.3	767.0
10月2日		美国8月营建支出月率	-0.3	0.2
	17:00	欧元区8月失业率	6.4	6.4
	20:15	美国9月 ADP 就业人数(万人)	9.9	12.0
10月3日	16:00	欧元区9月服务业 PMI 终值	50.5	50.5
	17:00	欧元区8月 PPI 月率	0.8	0.3
		欧元区8月 PPI 年率	-2.1	-2.4
	19:30	美国9月挑战者企业裁员人数(万人)	7.6	-
	20:30	美国至9月28日当周初请失业金人数(万人)	21.8	22.0
	21:45	美国9月标普全球服务业 PMI 终值	55.4	-
	22:00	美国9月 ISM 非制造业 PMI	51.5	51.6
10月4日		美国8月工厂订单月率	5.0	0.1
	20:30	美国9月失业率	4.2	4.2
		美国9月季调后非农就业人口(万人)	14.2	14.0
10月7日	22:00	美国9月全球供应链压力指数	0.2	-
	16:00	中国9月外汇储备(亿美元)	32882.2	-
	16:30	欧元区10月 Sentix 投资者信心指数	-15.4	-
	17:00	欧元区8月零售销售月率	0.1	-
		欧元区8月零售销售年率	-0.1	-

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



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。