



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

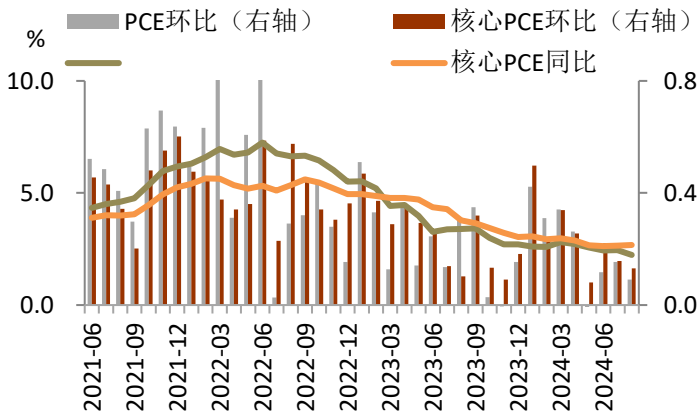
### 1、8月PCE整体弱于预期

**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月以来新低。

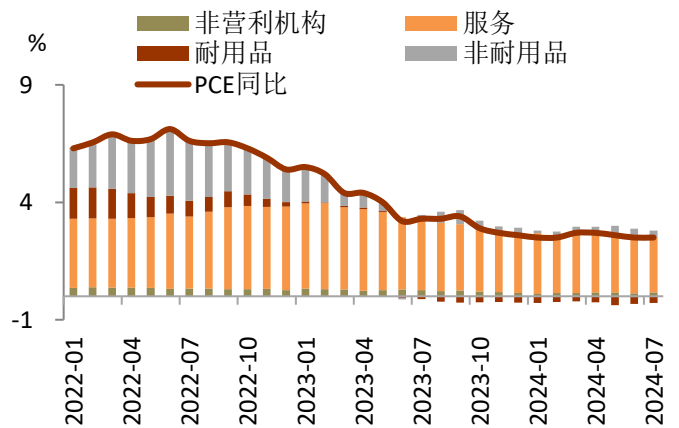
**能源项环比下跌，食品项微降。**8月PCE能源项环比录得-0.8%，前值0.0%，其中能源商品涨幅回升至-0.6%，前值0.1%，主要受国际油价下跌影响；能源服务涨幅为-0.9%，前值0.0%；食品项环比录得0.1%，前值0.2%。

**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



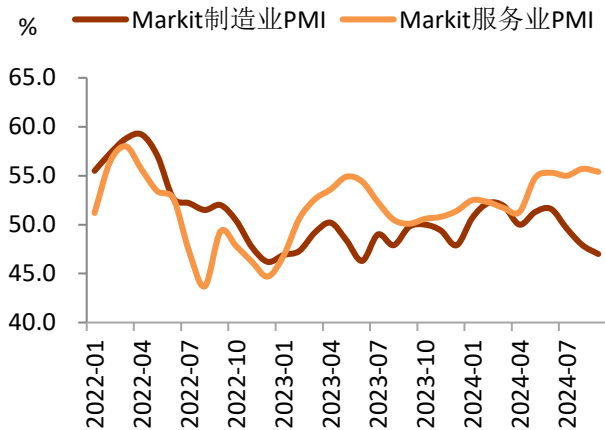
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 2、美国9月制造业、服务业PMI分化加剧

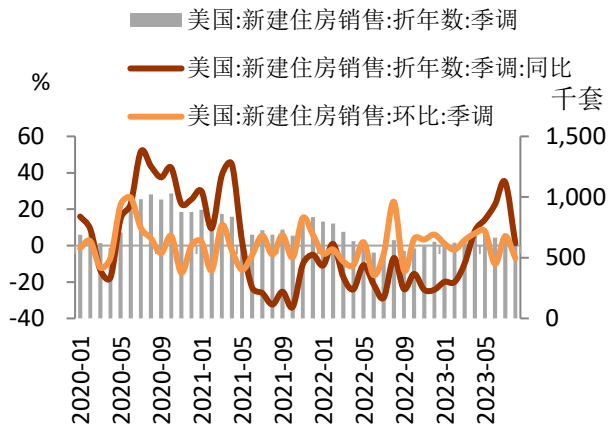
**制造业超预期回落，创15个月新低。**美国9月Markit制造业PMI初值录得47.0，预期48.5，前值47.9，连续3个月低于50，且创15个月新低新订单分项指数初值降至42.7，创2022年12月以来新低、并连续三个月萎缩。就业分项指数初值降至2020年6月以来新低。订单量大幅收缩，因此拖累工厂就业快速萎缩。

**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

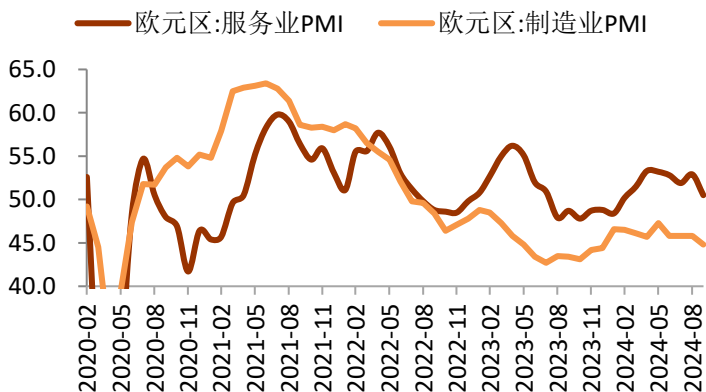


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

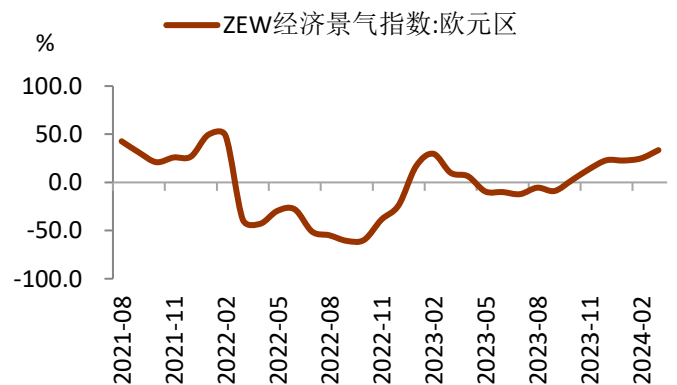
### 3、欧元区 9 月制造业、服务业均不及预期

**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

## 二、国内宏观

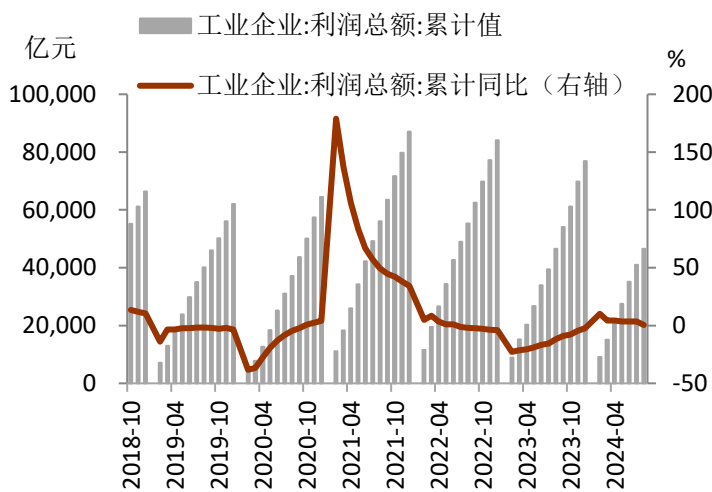
### 1、工业企业利润显露疲态

**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。

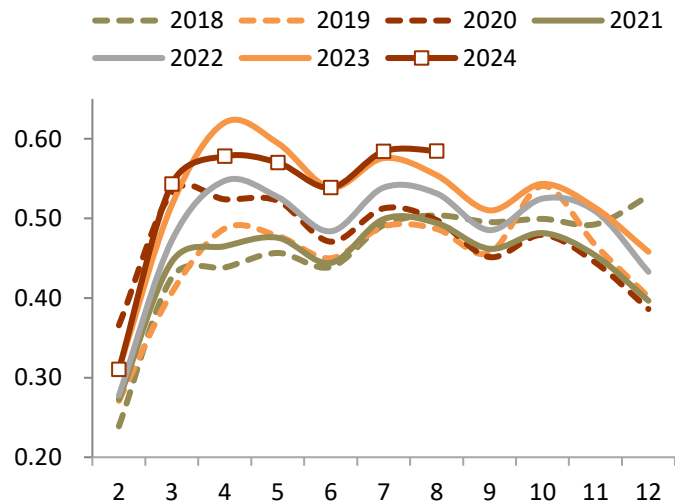
**上游采选、中游原材料制造、下游消费制造利润均显著回落。**从行业来看，上游采选利润同比录得-6.9%，较前值-0.8%有所回落；中游原材料利润同比录得-29.6%，较前值15.2%大幅回落；中游装备制造利润同比录得-11.3%，较前值7.9%显著回落；下游消费制造同比录得-8.1%，较前值3.5%回落。上下游企业利润增速分化逆转，或因7月大宗商品价格下跌，中下游企业成本压力放缓导致的利润改善。

**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

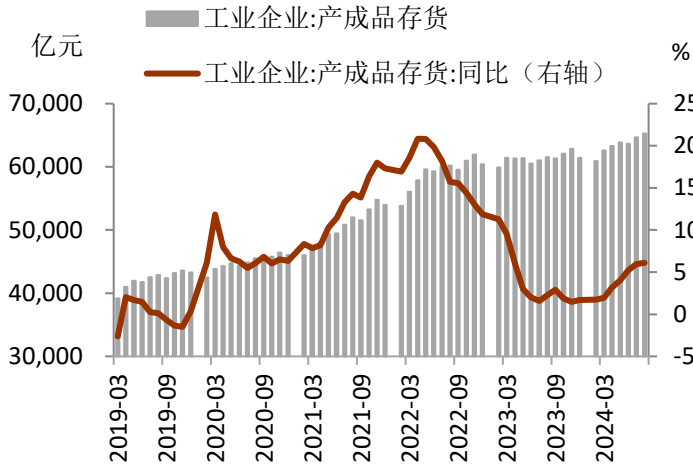


图表8 工业企业产成品库销比

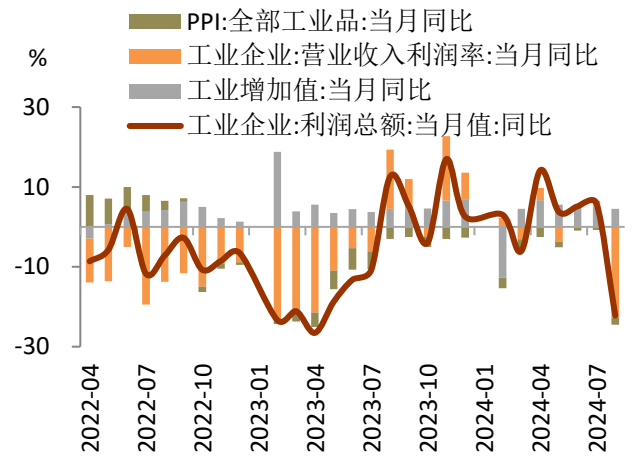


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

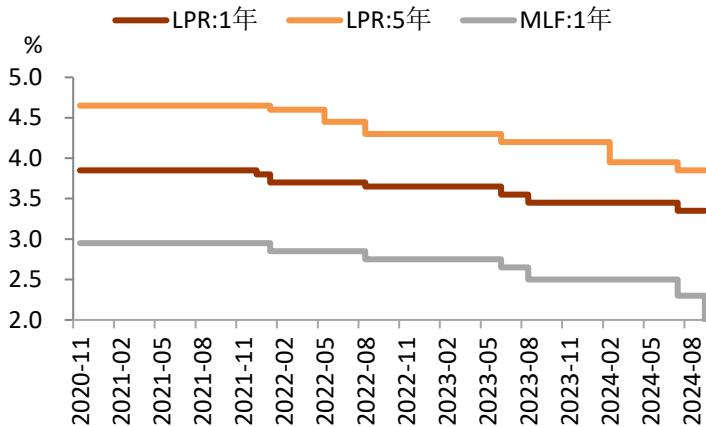
9 月 24 日新闻发布会及 9 月 26 日政治局会议召开的时点超市场预期，体现出决策层稳经济的迫切性和决心，不仅此前市场预期的多数政策均落地，同时出台的部分增量政策超预期，股债汇商均给出积极的反应。

**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%。

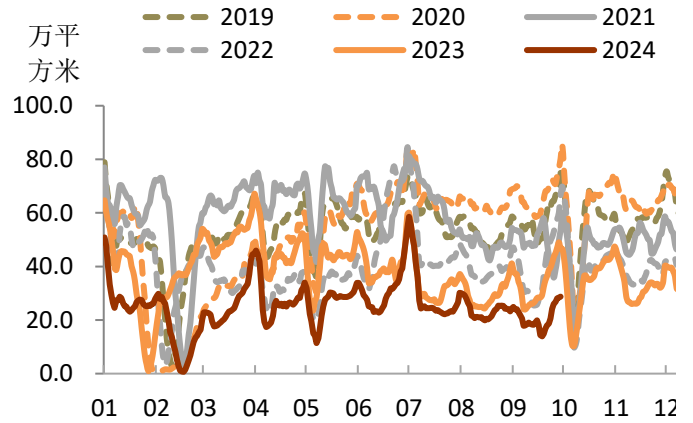
**地产方面再发力，定调“止跌回稳”。**降低存量房贷利率平均 50BP，统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由 25%下调至 15%。此外，5 月发布的 3000 亿保障性住房再贷款，央行支持比例由 60%提高到 100%，各地收储资金成本降低。9 月 29 日晚间，上海、广州、深圳地产调整政策均落地，主要包括放松限购范围、首付比例下调等方面。

**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 (%)
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
A股	上证50		15.13	10.10	10.53
	沪深300		15.70	11.51	7.94
	中证500		15.63	12.13	-4.19
	中证1000		15.08	10.95	-12.75
	科创50		14.14	6.61	-13.14
港股	恒生指数		13.00	14.69	21.03
	恒生科技		20.23	25.07	18.30
	恒生中国企业指数		14.39	15.30	26.55
海外	道琼斯工业指数		0.59	1.80	12.27
	纳斯达克指数		0.95	2.29	20.71
	标普500		0.62	1.59	20.30
	英国富时100		1.10	-0.67	7.60
	法国CAC40		3.89	2.11	3.30
	德国DAX		4.03	3.00	16.25
	日经225		5.58	3.06	19.02
	韩国综指		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)
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
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

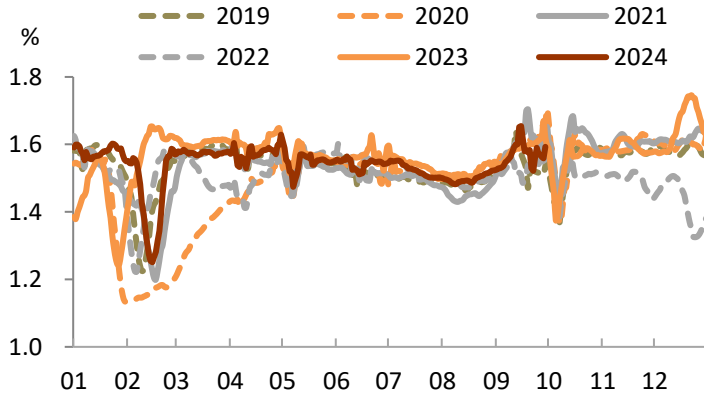
指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
美元兑人民币	7.02		-0.56	-1.02	-1.07
美元兑离岸人民币	6.98		-0.86	-1.54	-2.01
欧元兑人民币	7.82		-0.66	-0.24	-0.59
英镑兑人民币	9.38		0.06	0.36	3.73
日元兑人民币	4.90		-0.01	0.33	-2.28
美元指数	100.42		-0.31	-1.29	-0.94

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

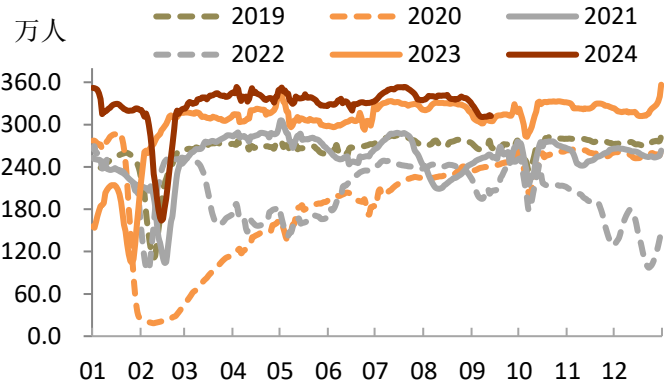
四、高频数据跟踪

1、国内

图表 17 百城拥堵指数

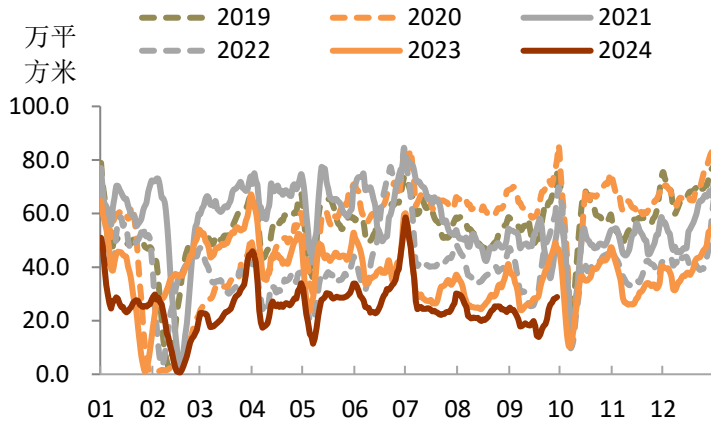


图表 18 23 城地铁客运量

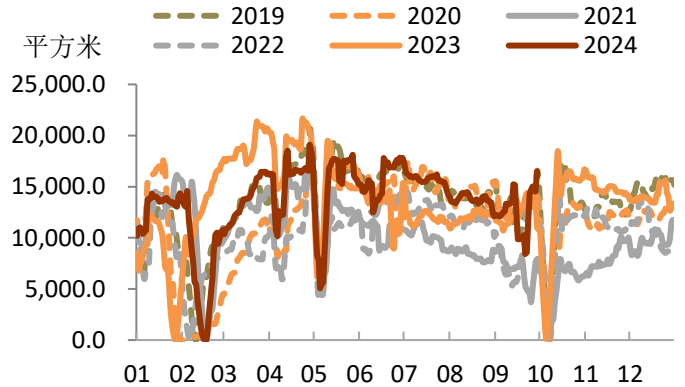


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 19 30 城商品房成交面积

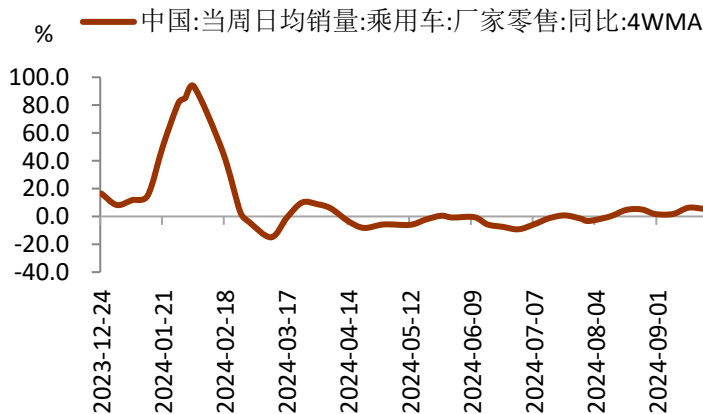


图表 20 12 城二手房成交面积

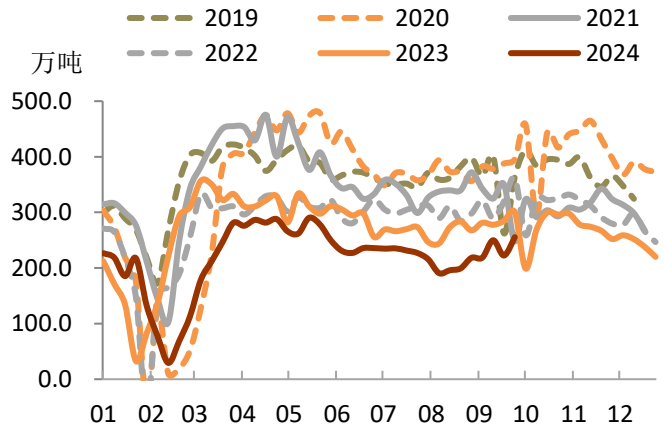


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 21 乘用车销量



图表 22 螺纹钢表观消费量



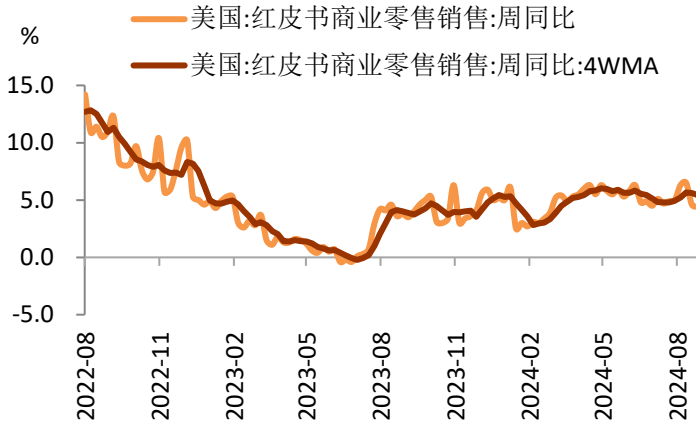
数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

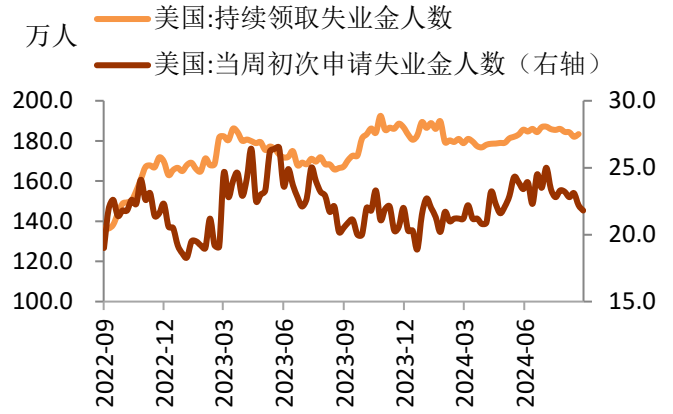


2、海外

图表 23 红皮书商业零售销售

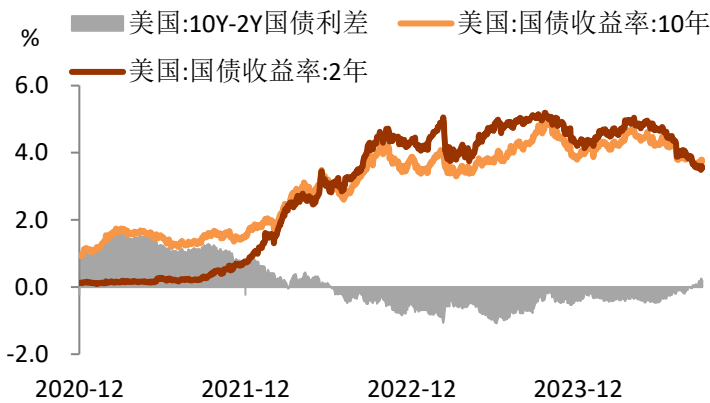


图表 24 失业金申领人数



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

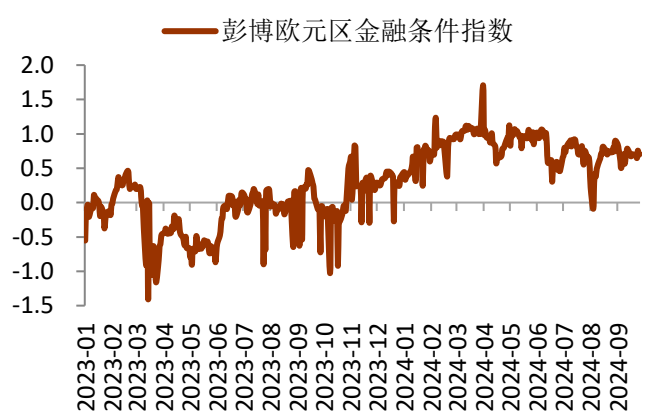
MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/11/7								0.0%	0.0%	0.0%	53.3%	46.7%
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.9%	49.7%	21.3%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	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	<b>中国9月官方制造业 PMI</b>	49.1	49.5
		<b>中国9月非制造业 PMI</b>	50.3	-
	9:45	<b>中国9月财新制造业 PMI</b>	50.4	50.5
		<b>中国9月财新服务业 PMI</b>	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	<b>美国9月 ISM 制造业 PMI</b>	47.2	47.5
		美国8月 JOLTs 职位空缺(万人)	767.3	767.0
	美国8月营建支出月率	-0.3	0.2	
10月2日	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	<b>美国9月 ISM 非制造业 PMI</b>	51.5	51.6
美国8月工厂订单月率		5.0	0.1	
10月4日	20:30	<b>美国9月失业率</b>	4.2	4.2
		<b>美国9月季调后非农就业人口(万人)</b>	14.2	14.0
	22:00	美国9月全球供应链压力指数	0.2	-
10月7日	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。