



2025年3月3日

## 美国经济降温风险加剧，国内制造业景气回升

### 核心观点

- 海外方面，美国1月核心PCE符合预期，其中商品通胀走强，而服务通胀同比降至2021年4月以来新低，与近期服务业PMI降温、消费者信心指数大幅回落相印证。最新亚特兰大联储的GDPNow模型显示一季度美国GDP环比折年率为-1.5%，主要受到净出口、个人消费支出的拖累。近期海外市场避险交易加剧，主要因美国经济降温线索增多、特朗普关税政策反复，2Y、10Y美债利率下破4.0%、4.2%关口，美元指数最低下行至106.1后反弹至107.5，美股在六连阴后反弹。本周关注美国ISM PMI、美国非农就业报告、欧央行议息会议。
- 国内方面，2月制造业PMI超预期回升，部分受到春节季节性影响，分项上看产需双双回升，内外需均有所好转，而大中小企业呈现分化；非制造业方面，同样受春节错位影响，建筑业回升、服务业偏弱，后续关注PMI复苏持续性。本周即将召开两会，关注总量政策力度及需求端增量政策，目前市场预期的基准情景为：赤字率4.0%、GDP增速目标5%左右、通胀目标2%、特别国债3万亿、新增地方专项债4.5万亿左右。
- 风险因素：关税政策引发市场波动；国内政策及效果不及预期；美联储降息节奏不及预期；海外政治风险。

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

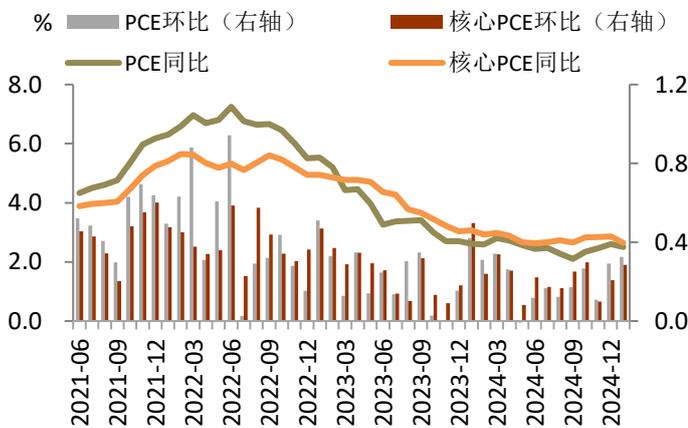
### 1、美国 1 月 PCE 符合预期、服务业降温

**1 月 PCE 符合预期。**1 月美国 PCE 物价指数同比录得 2.5%，预期 2.5%，前值 2.6%；环比录得 0.3%，预期 0.3%，前值 0.3%。核心 PCE 同比录得 2.6%，预期 2.6%，前值上修至 2.9%；环比录得 0.3%，预期 0.2%，前值 0.3%，为 5 月以来新低。数据整体符合预期，市场对其反映较为平淡。

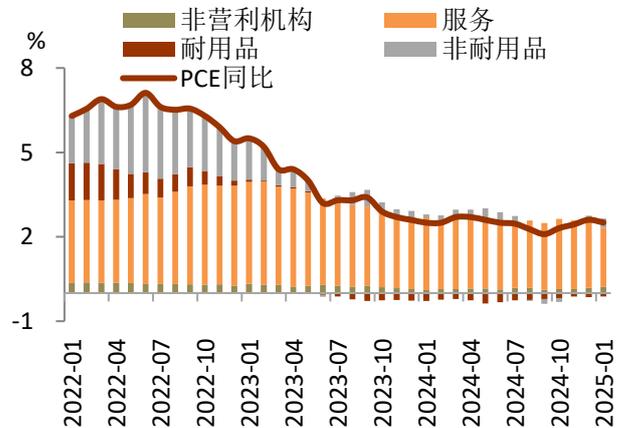
**能源项降温、食品项小幅上行。**1 月 PCE 能源项环比录得 1.3%，前值 2.4%，其中能源商品涨幅回落至 2.0%，前值 3.7%，主要受 1 月汽油、燃油价格涨幅减弱导致；能源服务涨幅为 0.3%，前值 0.7%；食品项环比录得 0.3%，前值 0.2%。

**核心商品升温、核心服务大幅降温。**1 月核心 PCE 环比 0.3%，其中核心商品环比录得 0.4%，较前值-0.3%显著回暖；核心服务环比录得 0.2%，前值 0.4%。商品项中，二手车及零部件、家具家电、娱乐商品环比走强，服饰环比走弱；服务项中，粘性较强的住房项降温，运输服务、医疗保健、金融保险降温，休闲娱乐、餐饮住宿价格环比走强。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 3.10%，前值 3.62%；环比小幅回落至 0.22%，前值 0.39%。

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

**图表 3 美国 PCE 通胀分项**

	环比			同比		
	2025年1月	2024年12月	2024年11月	2025年1月	2024年12月	2024年11月
<b>PCE</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.1</b>	<b>2.5</b>	<b>2.6</b>	<b>2.5</b>
<b>核心PCE</b>	0.3	0.2	0.1	2.6	2.9	2.8
<b>核心商品</b>	0.4	-0.3	-0.1	0.3	-0.2	-0.1
<b>核心服务</b>	0.2	0.4	0.2	3.4	3.9	3.8
<b>食品和能源</b>	0.6	1.0	0.2	1.4	0.6	-0.4
<b>食品</b>	0.3	0.2	0.3	1.6	1.8	1.6
<b>能源</b>	1.3	2.4	0.1	1.0	-1.7	-4.3
能源商品	2.0	3.7	0.1	0.4	-4.8	-8.9
能源服务	0.3	0.7	-0.1	1.9	3.0	2.6
<b>商品</b>	0.5	0.1	0.0	0.6	-0.1	-0.4
<b>耐用品</b>	0.3	-0.5	-0.1	-1.2	-1.3	-1.2
机动车及零件	0.9	0.4	0.4	-0.1	-1.8	-2.0
家具和耐用家用设备	0.1	-0.9	-0.1	-2.5	-2.2	-1.4
娱乐商品和车辆	0.7	-1.2	-0.6	-1.8	-0.9	-1.4
其他耐用品	-1.6	-0.3	0.0	-0.3	0.7	1.7
<b>非耐用品</b>	0.6	0.4	0.0	1.6	0.6	0.1
食品饮料	0.3	0.2	0.3	1.6	1.8	1.6
服装与鞋袜	-1.2	0.2	0.1	1.1	1.5	1.3
汽油和其他能源	2.0	3.7	0.1	0.4	-4.8	-8.9
其他非耐用品	1.0	-0.1	-0.3	2.0	0.8	0.8
<b>服务</b>	0.2	0.4	0.2	3.4	3.9	3.8
住房与公用事业	0.3	0.3	0.2	4.3	4.6	4.6
租金支出	0.3	0.3	0.2	4.3	4.3	4.4
自有住房租金估算	0.3	0.3	0.3	4.6	4.8	4.9
电力和燃气	0.3	0.7	-0.1	1.9	3.0	2.6
医疗保健	-0.1	0.3	0.1	1.8	2.5	2.5
运输服务	-0.4	1.8	0.0	4.0	4.4	2.2
休闲娱乐	1.1	0.3	0.3	3.4	2.6	3.2
餐饮住宿	0.4	0.1	0.6	3.0	3.3	3.5
金融保险	0.2	0.5	0.3	5.3	6.8	7.1
其他服务	0.2	0.2	-0.5	1.7	2.4	2.4

资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

## 2、美国四季度 GDP 降速，一季度有大幅降温风险

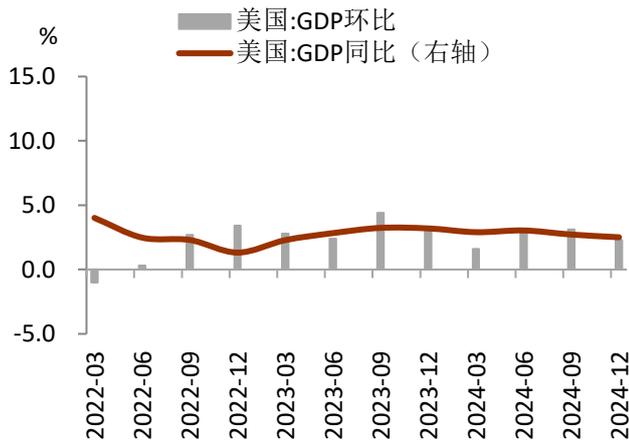
**2024 年四季度美国经济增速回落，2025 年一季度显著降温。**美国四季度 GDP 环比折年率终值录得 2.3%，预期 2.3%，初值 2.3%，较三季度 3.1%有所回落；四季度核心 PCE 环比折年率终值录得 2.4%，预期 2.2%，初值 2.2%。往后看，根据 GDPNow 模型显示的一季度美国 GDP 环比折年率为-1.5%，与近期市场交易的美国经济降温相符合。

**消费依旧是美国经济韧劲的基石。**四季度个人消费对 GDP 的贡献从三季度 2.48%回升到 2.79%。看细分项，商品消费主要受到汽车、娱乐品、服装消费的推动走强，而服务消费也有所升温。此外，政府消费与投资回落，其贡献从三季度 0.86%回落至 0.49%。

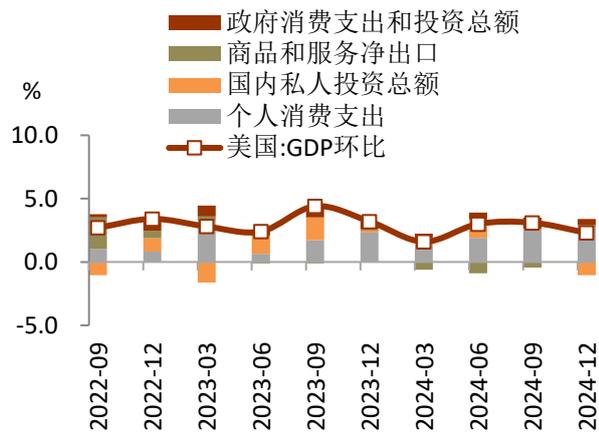
**投资分项持续走弱，库存拖累加剧。**四季度固定投资对 GDP 贡献-0.24%，较三季度 0.38%有较大回落，其中设备投资、知识产权投资为主要拖累项，地产投资增速由负转正。此外，库存对 GDP 的拖累加大，从三季度的-0.22%进一步下滑至-0.81%。

**贸易逆差转向正贡献。**四季度净出口对 GDP 的贡献从三季度-0.43%转为 0.12%，其中进口 0.17%、前值-1.44%，出口-0.05%、前值 1.01%，大幅走弱的进口表明美国内部需求降温。

图表 4 美国 GDP 环比增速及同比增速



图表 5 GDP 环比贡献项



## 二、国内宏观

### 1、国内 2 月制造业景气超预期回升

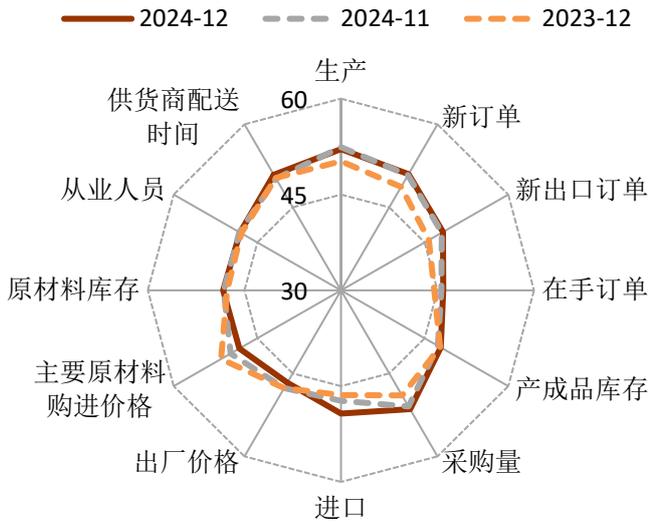
**制造业 PMI 季节性走强,大中小企业呈分化。**2 月中国制造业 PMI 录得 50.2,预期 49.9,前值 49.1,重回扩张区间吗,其中体现了部分春节后复产复工的季节性影响。从企业规模来看呈现一定分化迹象,大型企业显著回升 2.6 至 52.5,中、小型企业制造业景气继续回落至 49.2、46.3 收缩区间。

**产需双双回升,内外需均有改善。**生产回升 2.7 至 52.5,好于往年同期均值,春节错位下 2 月生产环比加速;新订单回升 1.9 至 51.1,回升至扩张区间;新出口订单回升 2.2 至 48.6,特朗普关税政策反复,一季度部分外贸企业仍有抢出口动机。

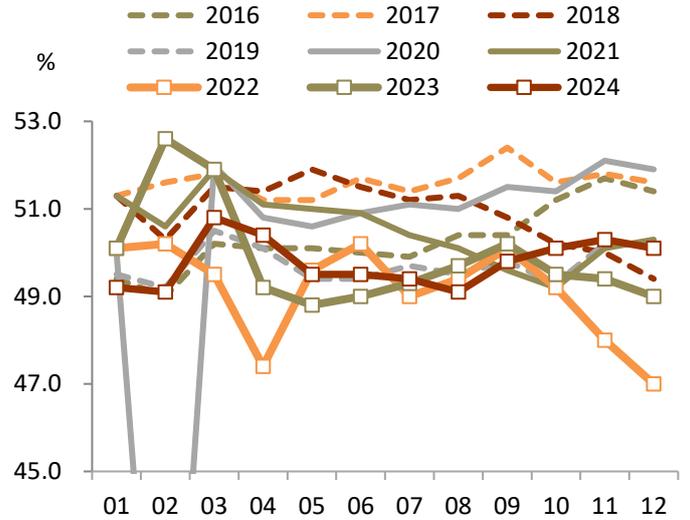
**价格指数回升,产成品持续累库。**库存方面,原材料库存回落至 47.0,产成品库存回升 1.8 至 48.3。价格方面,2 月原材料购进价格回升 1.3 至 50.8,出厂价格回升 1.1 至 48.5,企业产销韧性仍需观察。

**非制造业景气分化,建筑业回升、服务业偏弱。**非制造业方面,2 月服务业 PMI 为 50.0,前值 50.3,弱于往年同期,其中航空运输、电信广播、邮政等位于高景气区间,而受节前集中采购,节后假日效应消退等因素影响,与居民消费相关的零售、住宿、餐饮等行业商务活动显著回落。建筑业 PMI 为 52.7,前值 49.3,随着春节过后部分地区天气转暖、投资项目陆续动工、企业逐步开工复产,关注 3 月后资金到位情况及形成的实物工作量。

图表 6 制造业 PMI 主要分项指标

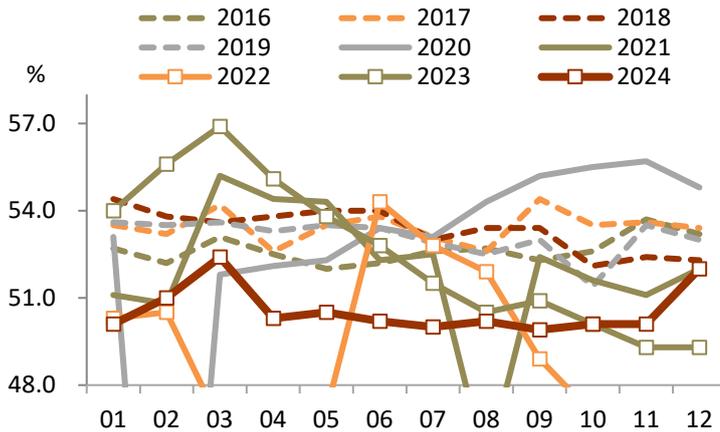


图表 7 历年各月制造业 PMI

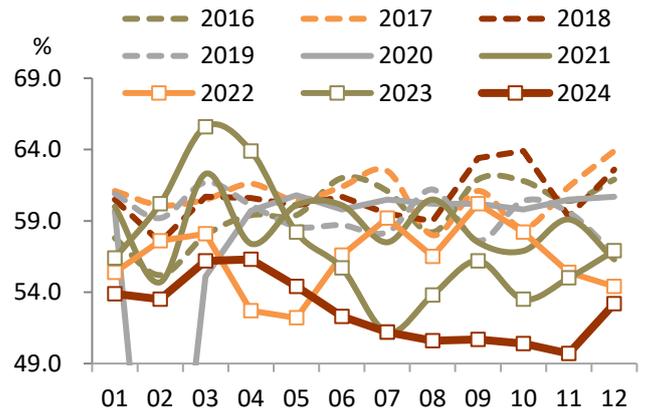


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 8 历年各月服务业 PMI



图表 9 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 10 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	5137.97		-2.53	4.74	2.31	
上证指数	3320.90		-1.72	2.16	-0.92	
深证成指	10611.24		-3.46	4.48	1.89	
创业板指	2170.39		-4.87	5.16	1.34	
A股	上证50	2638.96		-1.61	2.14	-1.71
	沪深300	3890.05		2.22	1.91	-1.14
	中证500	5859.87		-3.26	4.84	2.34
	中证1000	6270.42		-2.77	7.26	5.25
	科创50	1078.80		-1.46	12.95	9.09
港股	恒生指数	22941.32		2.29	13.43	14.36
	恒生科技	5568.14		-4.97	17.88	24.62
	恒生中国企业指数	8417.43		-2.88	14.02	15.47
海外	道琼斯工业指数	43840.91		0.95	-1.58	3.05
	纳斯达克指数	18847.28		-3.47	-3.97	-2.40
	标普500	5954.50		-0.98	-1.42	1.24
	英国富时100	8809.74		1.74	1.57	7.79
	法国CAC40	8111.63		-0.53	2.03	9.90
	德国DAX	22551.43		1.18	3.77	13.27
	日经225	37155.50		-4.18	-6.11	-6.87
	韩国综指	2532.78		-4.59	0.61	5.55

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

#### 2、债券

图表 11 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	1.48		0.56	19.72	36.93
	2年期国债收益率	1.43		-1.47	17.46	26.49
	5年期国债收益率	1.61		4.25	19.38	19.28
	10年期国债收益率	1.73		2.78	9.59	5.48
	10Y-1Y国债期限利差	0.25		2.22	-10.13	-3.45
	SHIBOR (7天)	2.09		-4.60	37.80	12.70
	DR007	2.13		-8.94	26.33	14.50
海外	2年期美债收益率	3.99		-20.00	-25.00	-24.00
	5年期美债收益率	4.03		-23.00	-35.00	-35.00
	10年期美债收益率	4.24		-18.00	-34.00	-34.00
	10Y-2Y美债期限利差	0.25		2.00	-1.00	-8.00
	10年期德债收益率	2.38		-12.00	-10.00	-10.00
	10年期法债收益率	3.14		-7.70	-6.30	-5.40
	10年期意债收益率	3.47		-7.90	-5.80	-4.50
	10年期日债收益率	1.40		-2.90	14.80	28.70

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

### 3、商品

图表 12 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	2,552.92		-1.70	-0.28	2.26
CRB商品指数	306.03		-1.67	0.35	3.14
沪铜	76,840.00		-0.65	1.71	4.12
上海螺纹钢	3,328.00		-1.13	-1.28	0.48
COMEX黄金	2,867.30		-2.91	1.14	8.57
COMEX白银	31.71		-3.96	-1.74	8.42
WTI原油	69.95		-0.64	-3.56	-2.47
ICE布油	73.08		-1.31	-3.42	-2.09
LME铜	9,361.00		-2.07	3.46	6.76
LME铝	2,604.00		-3.13	0.39	2.06
CBOT豆粕	300.20		-1.22	-0.50	-5.27

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

### 4、外汇

图表 13 外汇市场表现

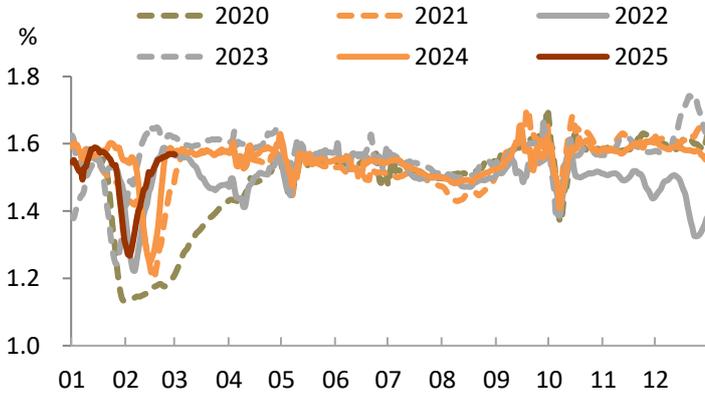
指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
美元兑人民币	7.2838		0.39	0.26	-0.21
美元兑离岸人民币	7.2950		0.59	-0.37	-0.57
欧元兑人民币	7.5731		-0.14	-0.52	-0.45
英镑兑人民币	9.1739		-0.13	1.46	0.10
日元兑人民币	4.8381		0.19	3.01	3.55
美元指数	107.5644		0.86	-0.88	-0.85

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

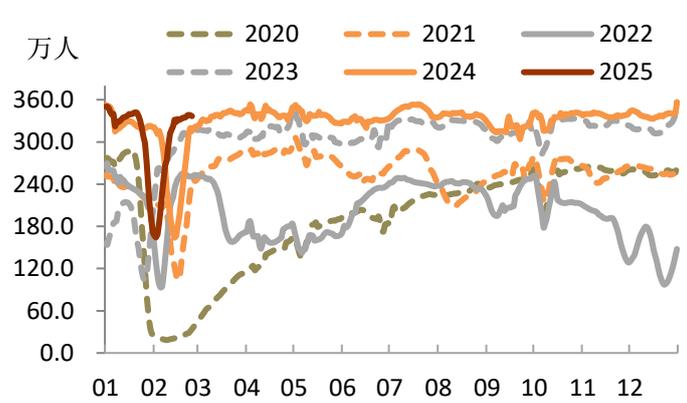
四、高频数据跟踪

1、国内

图表 14 百城拥堵指数

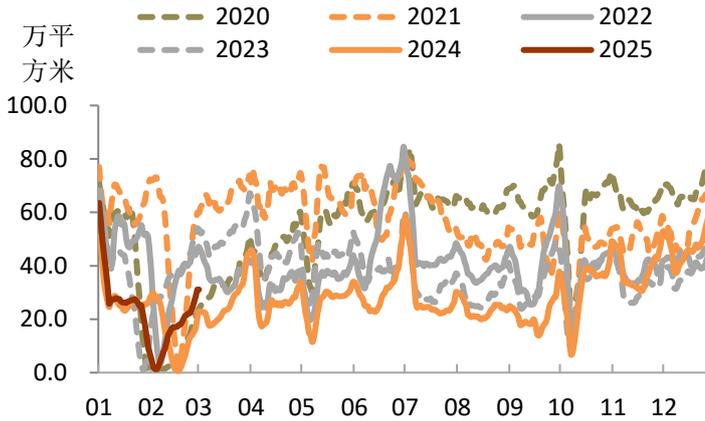


图表 15 23 城地铁客运量

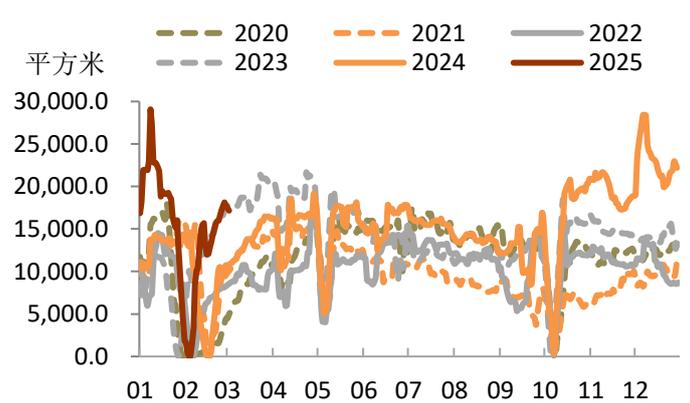


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 16 30 城商品房成交面积



图表 17 12 城二手房成交面积

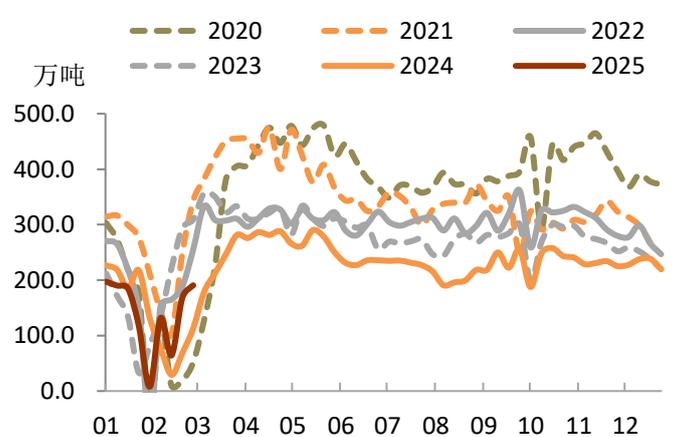


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 18 乘用车销量



图表 19 螺纹钢表观消费量



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

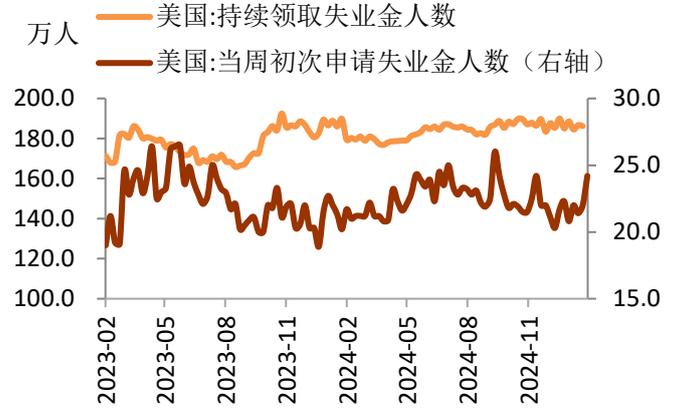
敬请参阅最后一页免责声明

2、海外

图表 20 红皮书商业零售销售

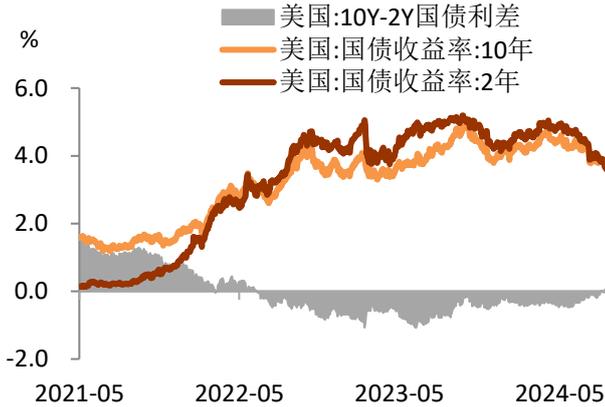


图表 21 失业金申领人数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 22 美债利差倒挂幅度

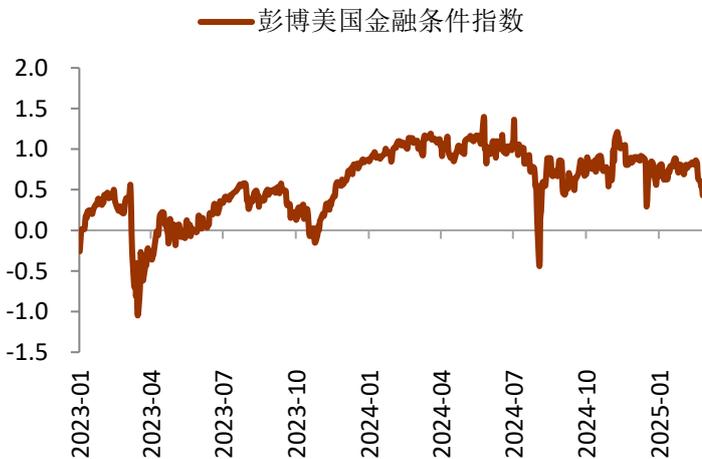


图表 23 FedWatch 利率变动概率

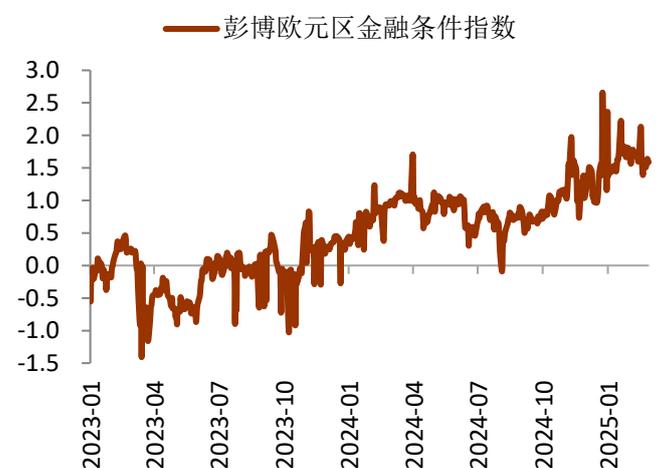
MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/3/19					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	93.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	30.1%	68.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	22.4%	57.7%	18.4%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	9.6%	36.3%	42.3%	11.2%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.8%	25.1%	39.8%	24.3%	4.7%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	12.4%	30.1%	34.5%	17.6%	3.1%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	6.3%	19.6%	31.9%	27.6%	11.7%	1.8%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.2%	1.7%	8.1%	21.2%	31.3%	25.5%	10.4%	1.6%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.4%	2.8%	10.4%	23.0%	30.3%	22.8%	8.9%	1.3%
2026/4/29	0.0%	0.1%	0.7%	3.6%	11.7%	23.8%	29.5%	21.4%	8.1%	1.2%
2026/6/17	0.0%	0.1%	0.8%	4.1%	12.4%	24.1%	29.1%	20.6%	7.7%	1.1%
2026/7/29	0.0%	0.1%	1.0%	4.4%	12.9%	24.3%	28.7%	20.1%	7.4%	1.1%
2026/9/16	0.0%	0.2%	1.1%	4.7%	13.2%	24.4%	28.5%	19.7%	7.2%	1.0%
2026/10/28	0.0%	0.2%	1.0%	4.3%	12.5%	23.4%	28.1%	20.5%	8.3%	1.6%
2026/12/9	0.1%	0.9%	3.9%	11.4%	22.1%	27.5%	21.5%	9.9%	2.4%	0.3%

数据来源: iFinD, CME, 铜冠金源期货

图表 24 彭博美国金融条件指数



图表 25 彭博欧元区金融条件指数



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

**五、本周重要经济数据及事件**
**图表 26 重要经济数据及事件**

日期	时间	数据/事件	前值	预期
3月3日	9:45	<b>中国2月财新制造业 PMI</b>	50.1	50.3
	17:00	欧元区2月制造业 PMI 终值	47.3	47.3
	18:00	欧元区2月CPI 年率初值	2.5	2.3
		欧元区2月CPI 月率初值	-0.3	-
		欧元区2月核心CPI 年率初值	2.7	2.6
		欧元区2月核心CPI 月率初值	-0.7	-
	22:45	<b>美国2月标普全球制造业 PMI 终值</b>	51.6	1.0
		<b>美国2月 ISM 制造业 PMI</b>	50.9	50.5
		美国1月营建支出月率	0.5	0.0
3月4日	18:00	欧元区1月失业率	6.3	6.3
	21:55	美国至3月1日当周红皮书商业零售销售年率	6.2	-
3月5日	9:45	<b>中国2月财新服务业 PMI</b>	51.0	-
		<b>中国2月财新综合 PMI</b>	51.1	-
	17:00	欧元区2月服务业 PMI 终值	50.7	50.7
		欧元区2月综合 PMI 终值	50.2	50.2
	18:00	欧元区1月PPI 月率	0.4	-
		欧元区1月PPI 年率	0.0	-
	21:15	<b>美国2月 ADP 就业人数(万人)</b>	18.3	14.0
	22:45	<b>美国2月标普全球服务业 PMI 终值</b>	49.7	-
		<b>美国2月标普全球综合 PMI 终值</b>	50.4	-
	23:00	<b>美国2月 ISM 非制造业 PMI</b>	52.8	52.9
		美国1月工厂订单月率	-0.9	1.6
	3月6日	18:00	欧元区1月零售销售月率	-0.2
欧元区1月零售销售年率			1.9	1.9
21:15		<b>欧元区至3月6日欧洲央行存款机制利率</b>	2.8	2.5
		<b>欧元区至3月6日欧洲央行主要再融资利率</b>	2.9	2.7
		<b>欧元区至3月6日欧洲央行边际贷款利率</b>	3.2	-
21:30		美国至3月1日当周初请失业金人数(万人)	24.2	23.5
		美国1月贸易帐(亿美元)	-984.0	-964.0
23:00		美国2月全球供应链压力指数	-0.3	-
	美国1月批发销售月率	1.0	-	
3月7日	18:00	欧元区第四季度 GDP 年率修正值	0.9	0.9
		欧元区第四季度季调后就业人数季率终值	0.1	-
	21:30	<b>美国2月失业率</b>	4.0	4.0
		<b>美国2月季调后非农就业人口(万人)</b>	14.3	15.3
		美国2月平均每小时工资年率	4.1	4.1
		美国2月平均每小时工资月率	0.5	0.3

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 306 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。