



2025 年 3 月 31 日

美国“滞胀”担忧重燃，国内企业利润修复偏弱

核心观点

- 海外方面，上周初公布的PMI偏暖，缓解市场避险情绪，美国3月服务业PMI在天气扰动褪去后重回高位、制造业景气受关税扰动重回收缩区间；欧元区3月制造业景气持续回暖。周五市场重燃“滞胀”担忧，美国2月核心PCE超同比预期录得2.8%，环比录得0.4%创2024年1月以来新高，美联储较为关注的超级核心通胀同比大幅回升至3.34%。与此同时，3月密歇根消费者信心指数终值下修、一年通胀预期终值升至5.0%，市场放大对“坏数据”的利空，美股再度大幅调整、美债利率回落、金价再创新高。关税博弈仍然施压全球风险偏好，本周关注4月2日特朗普关税落地情况、美国3月非农就业报告、美国3月ISM PMI。
- 国内方面，1-2月工业企业利润同比-0.3%依旧偏弱，其中私营企业跌幅-9%表明盈利全面改善尚需时日。从行业来看，中游制造、下游消费利润显著改善，中游装备制造利润同比录得3.5%，与此前工业增加值结构性亮点相符；下游消费制造利润同比录得3.2%，受益于“两新两重”扩内需政策持续落地，持续性保持观察。此外值得关注的是，企业仍在主动去库，产销不畅进一步加剧，“量升价跌”迹象仍有待扭转。本周关注中国3月PMI数据。
- 风险因素：特朗普关税政策超预期；国内政策及效果不及预期；海外经济超预期降温；海外地缘政治风险。

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

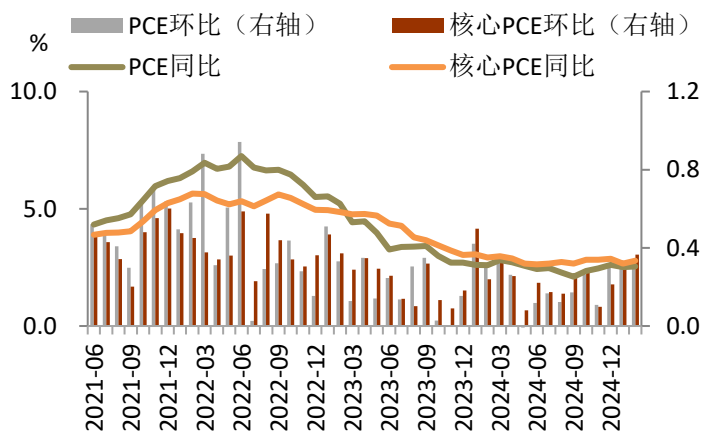
1、美国 2 月核心 PCE 超预期

2 月核心 PCE 超预期。2 月美国 PCE 物价指数同比录得 2.5%，预期 2.5%，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%，前值上修至 2.7%；环比录得 0.4%，预期 0.3%，前值 0.3%，创去年 1 月来新高。2 月美国个人消费支出环比录得 0.4%，预期 0.5%，前值下修至-0.3%。数据发布后，市场“滞胀”担忧重燃，美债利率下行，美股大幅下挫，黄金再创新高。

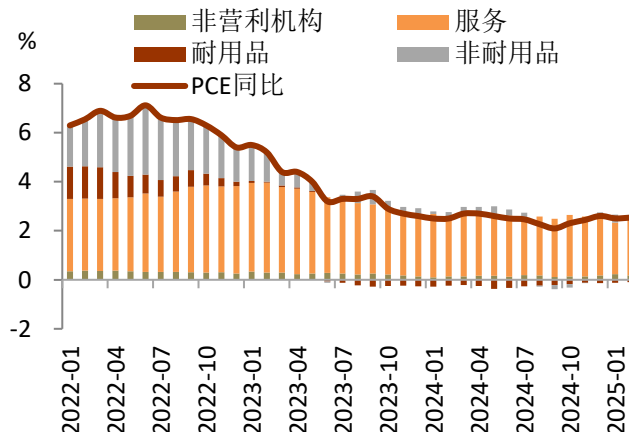
能源项、食品项双双降温。2 月 PCE 能源项环比录得 0.1%，前值 1.3%，其中能源商品涨幅回落至-0.8%，前值 2.70%，主要受 2 月汽油、燃油价格涨幅减弱导致；能源服务涨幅为 1.3%，前值 0.3%；食品项环比录得 0.0%，前值 0.3%。

超级核心通胀走强。2 月核心 PCE 环比 0.4%，其中核心商品环比录得 0.4%，走平前值；核心服务环比录得 0.4%，前值 0.5%。商品项中，家具家电、服饰环比走强，汽车及零部件、娱乐商品环比降温；服务项中，粘性较强的住房项有所升温，运输服务、医疗保健、金融保险升温，休闲娱乐小幅走弱。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 3.34%，前值 3.12%；环比小幅回落至 0.37%，前值 0.24%。

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2月	2025年1月	2024年12月	2025年2月	2025年1月	2024年12月
PCE	0.3	0.3	0.3	2.5	2.5	2.6
核心PCE	0.4	0.3	0.2	2.8	2.7	2.9
核心商品	0.4	0.4	-0.3	0.4	0.3	-0.2
核心服务	0.4	0.3	0.4	3.6	3.4	3.9
食品和能源	0.1	1.3	2.4	0.6	1.4	0.6
食品	0.0	0.3	0.2	1.5	1.6	1.8
能源	0.1	1.3	2.4	-1.1	1.0	-1.7
能源商品	-0.8	2.0	3.7	-3.7	0.4	-4.8
能源服务	1.3	0.3	0.7	2.6	1.9	3.0
商品	0.2	0.5	0.1	0.4	0.6	0.0
耐用品	0.4	0.3	-0.5	-0.9	-1.2	-1.3
机动车及零件	0.1	0.9	0.4	-0.1	-0.1	-1.7
家具和耐用家用设备	0.3	0.1	-0.9	-2.0	-2.5	-2.2
娱乐商品和车辆	0.5	0.7	-1.2	-2.4	-1.8	-0.9
其他耐用品	1.1	-1.6	-0.3	2.2	-0.3	0.7
非耐用品	0.1	0.6	0.4	1.0	1.6	0.6
食品饮料	0.0	0.3	0.2	1.5	1.6	1.8
服装与鞋袜	0.4	-1.2	0.2	0.5	1.1	1.5
汽油和其他能源	-0.8	2.0	3.7	-3.7	0.4	-4.8
其他非耐用品	0.4	1.0	-0.1	2.2	2.0	0.8
服务	0.4	0.3	0.4	3.5	3.4	3.9
住房与公用事业	0.4	0.3	0.3	4.2	4.3	4.6
租金支出	0.3	0.3	0.3	4.1	4.3	4.3
自有住房租金估算	0.3	0.3	0.3	4.4	4.6	4.8
电力和燃气	1.3	0.3	0.7	2.6	1.9	3.0
医疗保健	0.3	-0.2	0.2	1.9	1.7	2.5
运输服务	-0.2	-0.3	1.8	3.7	4.2	4.4
休闲娱乐	1.0	1.1	0.3	3.9	3.4	2.6
餐饮住宿	0.4	0.4	0.1	3.3	3.0	3.3
金融保险	0.4	0.3	0.6	5.7	5.4	6.9
其他服务	0.6	0.1	0.2	2.6	1.7	2.3

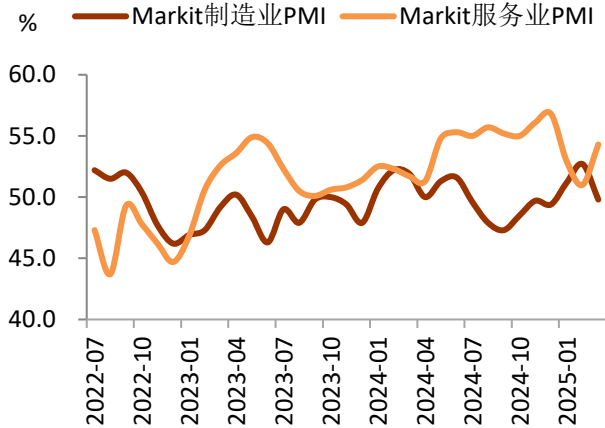
资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

2、美国 3 月 PMI 分化反转

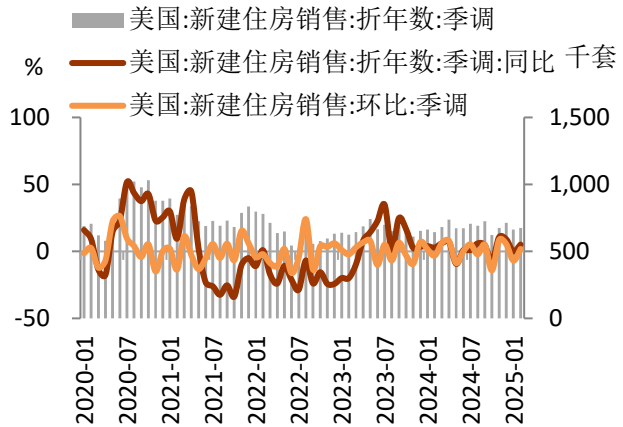
制造业 PMI 弱于预期，重回收缩。美国 3 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 49.8，预期 51.8，前值 52.7，重回收缩区间。原材料成本指数升至 2023 年 4 月以来新高，主要受关税影响；制造商出厂价涨幅创 2023 年 2 月以来最快；产出分项回落，就业分项自去年 10 月来首降；新订单近乎停滞，因企业应对关税的提前采购显著减少。

服务业 PMI 重回高位。美国 3 月 Markit 服务业 PMI 初值录得 54.3，预期 50.8，前值 51.0，在前两月爆冷后重回高位。尽管需求回暖带动服务业产出回升，但服务商对未来一年前景的信心降至 2022 年以来次低。3 月的反弹或主要受前期恶劣天气缓解后活动恢复所致，修复持续性有待观察。

图表 4 美国 Markit PMI



图表 5 美国新屋销量

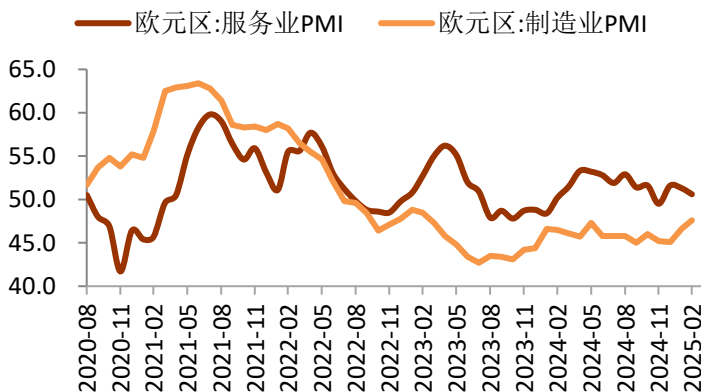


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

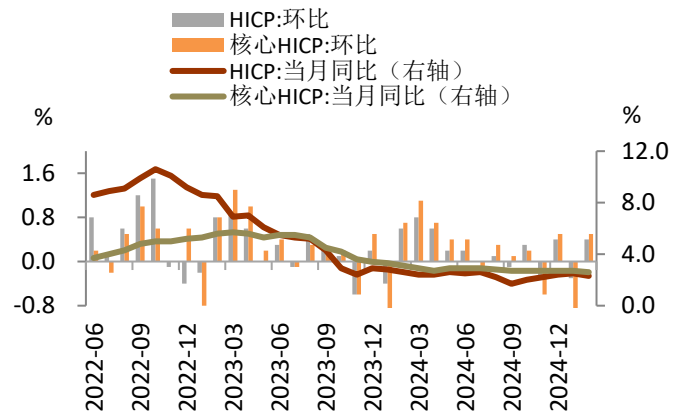
3、欧元区制造业景气持续回暖

欧元区制造业回暖、服务业景气降温。欧元区 3 月制造业 PMI 初值录得 48.7，预期 48.2，前值 47.6，创 2023 年 2 月以来新高；服务业 PMI 录得 50.4，预期 51.0，前值 50.6。其中，产出指数连续三个月回升，释放积极信号；新订单和就业仍在下降，但降幅显著收窄。部分观点认为此次回暖或受美国关税影响下的短期进口热潮驱动，但考虑到欧盟财政扩张倾向、及 3 月下旬德国在国防与基建领域大规模投入的预算法案通过，欧洲制造业复苏持续性基础尚可。

图表 6 欧元区 PMI



图表 7 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

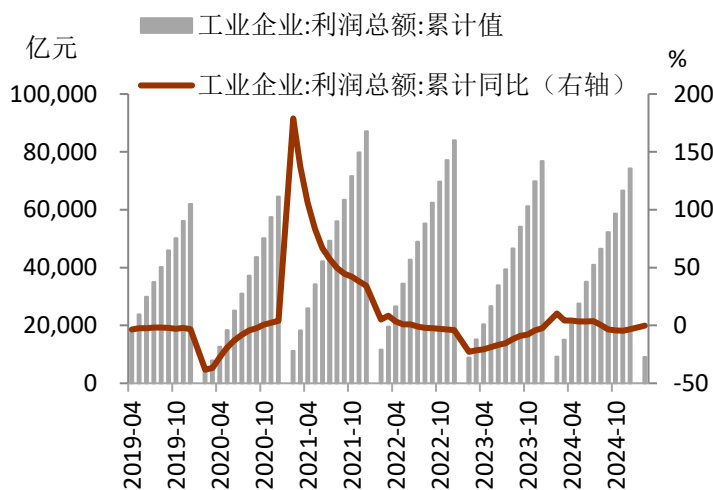
1、工业企业利润有待改善

1-2 月工业企业利润同比负增，私营企业偏弱。2025 年 1-2 月，工业企业实现营业收入 20.09 万亿元，同比录得 2.8%，2024 年全年同比录得 2.1%；1-2 月工业企业实现利润总额 9109.9 亿元，同比录得-0.3%，2024 年全年同比录得-3.3%。分企业性质看，国有企业、股份制企业、外资企业、私营企业利润增速分别为 2.1%、-2.0%、4.9%、-9.0%。

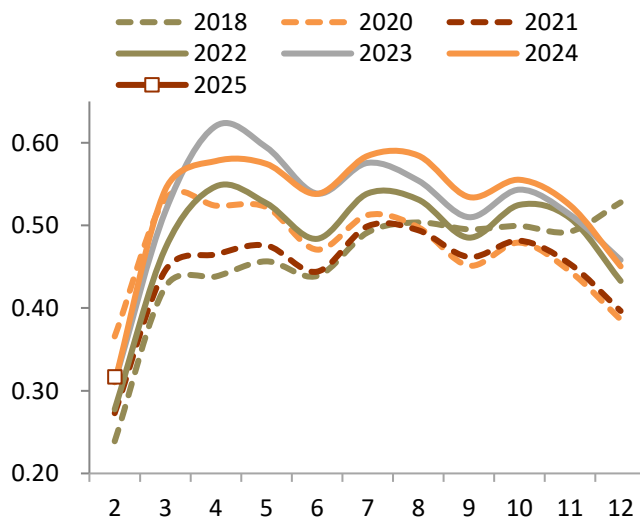
中游制造、下游消费利润显著改善。从行业来看，上游采选利润同比录得-25.2%，较去年-10.0%显著回落；中游原材料利润同比录得-1.1%，较去年-10.6%降幅收窄；中游装备制造利润同比录得 3.5%，较 1.5%进一步走强，与工业增加值结构性亮点相符；下游消费制造同比录得 3.2%，较去年-0.1%好转，受益于“两新两重”扩内需政策持续落地，持续性保持观察。

企业主动去库，产销不畅进一步加剧。2025 年 1-2 月，工业企业产成品库存同比增速录得 4.55%，前值 4.79 %，企业呈现持续去库迹象；库销比录得 32%，处于历年同期偏高水平；产成品库存周转天数回升至 22.3 天，处于近十年的高位，两者表明目前企业产销不畅尚未缓解。拆利润增速三因子，工业增加值为正贡献，PPI 及利润率为拖累，“量升价跌”迹象仍有待扭转。

图表 8 工业企业利润

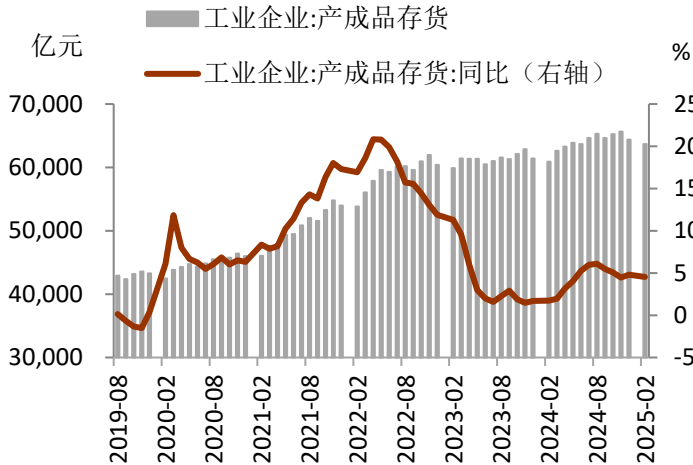


图表 9 工业企业产成品库销比

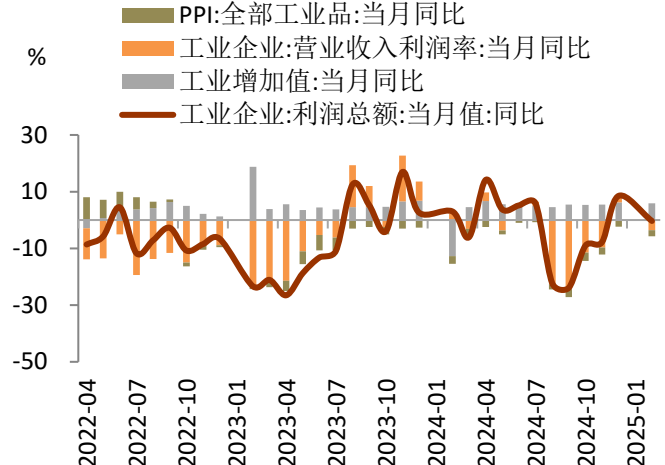


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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

三、大类资产表现

1、权益

图表 12 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	5161.01		-1.29	0.45	2.77
	上证指数	3351.31		-0.40	0.92	-0.01
	深证成指	10607.33		-0.75	-0.04	1.85
	创业板指	2128.21		-1.12	-1.94	-0.63
	上证50	2679.74		0.16	1.55	-0.19
	沪深300	3915.17		0.01	0.65	-0.50
	中证500	5916.03		-0.94	0.96	3.32
	中证1000	6268.32		-2.14	-0.03	5.21
	科创50	1029.48		-1.29	-4.57	4.10
港股	恒生指数	23426.60		-1.11	2.12	16.78
	恒生科技	5506.47		-2.36	-1.11	23.24
	恒生中国企业指数	8606.51		-1.55	2.25	18.06
海外	道琼斯工业指数	41583.90		-0.96	-5.15	-2.26
	纳斯达克指数	17322.99		-2.59	-8.09	-10.29
	标普500	5580.94		-1.53	-6.27	-5.11
	英国富时100	8658.85		0.14	-1.71	5.94
	法国CAC40	7916.08		-1.58	-2.41	7.25
	德国DAX	22461.52		-1.88	-0.40	12.82
	日经225	37120.33		-1.48	-0.09	-6.95
	韩国综指	2557.98		-3.22	0.99	6.61

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、债券

图表 13 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	1.50		-4.95	2.33	39.26
2年期国债收益率	1.53		-4.42	10.52	47.94
5年期国债收益率	1.66		-3.25	5.01	27.82
10年期国债收益率	1.81		-2.28	8.59	21.46
10Y-1Y国债期限利差	0.31		2.67	6.26	-20.81
SHIBOR (7天)	1.94		18.20	-15.70	39.50
DR007	2.05		28.21	-7.53	49.17
海外					
2年期美债收益率	3.89		-5.00	-10.00	-43.00
5年期美债收益率	3.98		-2.00	-5.00	-48.00
10年期美债收益率	4.27		2.00	3.00	-40.00
10Y-2Y美债期限利差	0.38		7.00	13.00	1.00
10年期德债收益率	2.73		-3.00	35.00	27.00
10年期法债收益率	3.44		-2.60	29.70	13.50
10年期意债收益率	3.85		3.50	37.70	22.60
10年期日债收益率	1.59		6.10	21.00	44.00

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、商品

图表 14 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	2,552.76		1.24	-0.01	2.25
CRB商品指数	306.87		0.36	1.67	3.42
沪铜	80,450.00		-0.84	4.47	9.01
上海螺纹钢	3,197.00		1.01	-3.65	-3.47
COMEX黄金	3,118.00		3.20	9.46	18.06
COMEX白银	34.82		3.98	10.55	19.08
WTI原油	69.04		1.11	-1.03	-3.74
ICE布油	72.54		1.30	-0.37	-2.81
LME铜	9,794.50		-0.62	4.66	11.71
LME铝	2,547.50		-2.86	-2.23	-0.16
CBOT豆粕	293.10		-2.40	-2.37	-7.51

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、外汇

图表 15 外汇市场表现

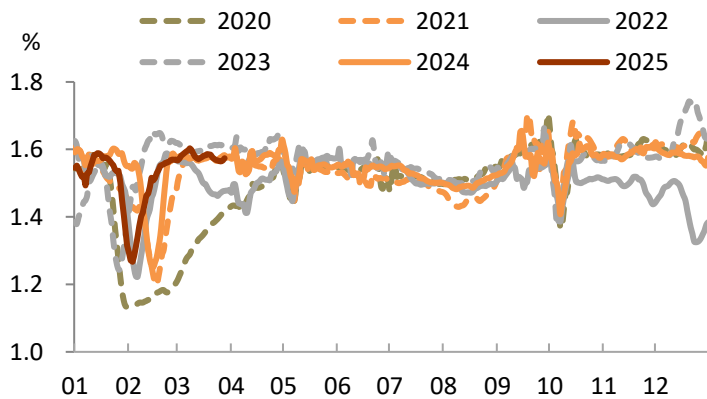
指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
美元兑人民币	7.2637		0.20	-0.28	-0.43
美元兑离岸人民币	7.2697		0.16	-0.35	-0.92
欧元兑人民币	7.8611		0.19	3.80	3.34
英镑兑人民币	9.4121		0.31	2.60	2.70
日元兑人民币	4.8234		-0.60	-0.30	3.23
美元指数	104.0336		-0.12	-3.28	-4.10

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

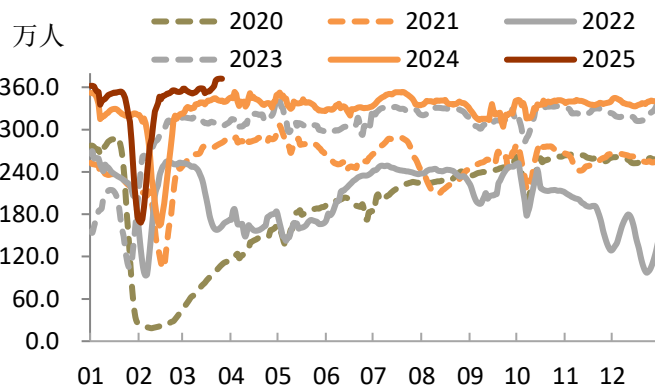
四、高频数据跟踪

1、国内

图表 16 百城拥堵指数

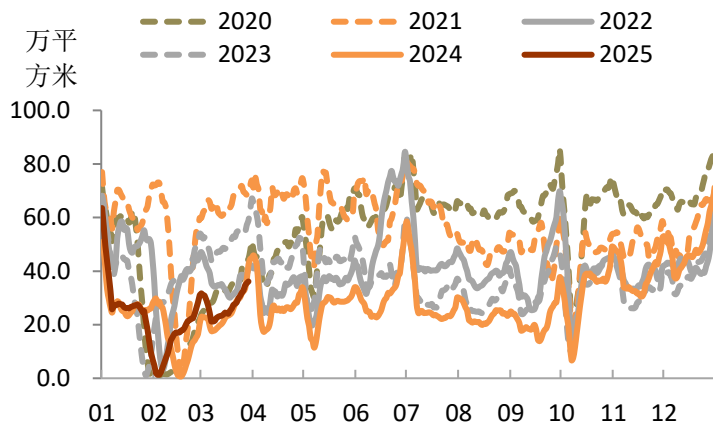


图表 17 23 城地铁客运量

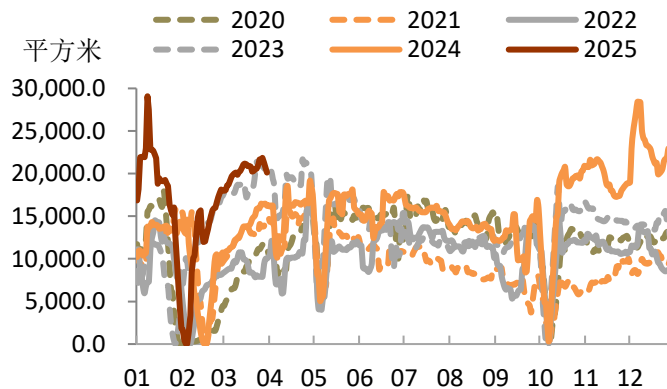


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 18 30 城商品房成交面积



图表 19 12 城二手房成交面积

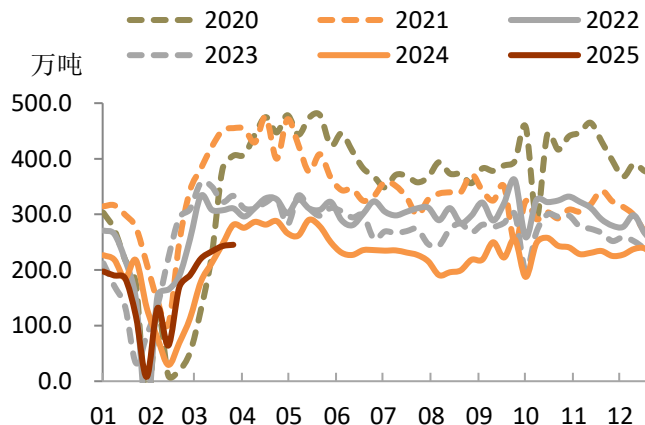


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 20 乘用车销量



图表 21 螺纹钢表观消费量



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

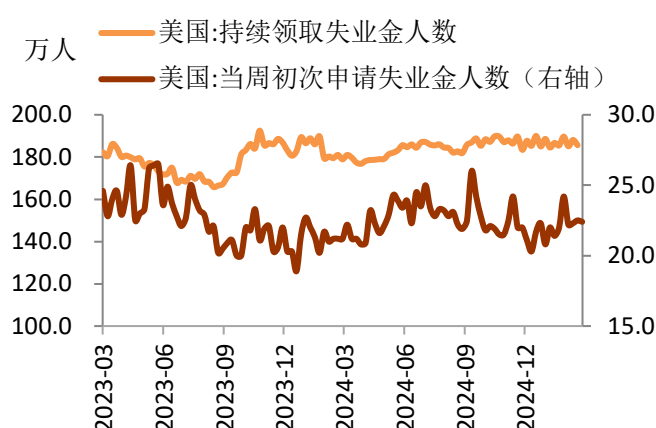
敬请参阅最后一页免责声明

2、海外

图表 22 红皮书商业零售销售

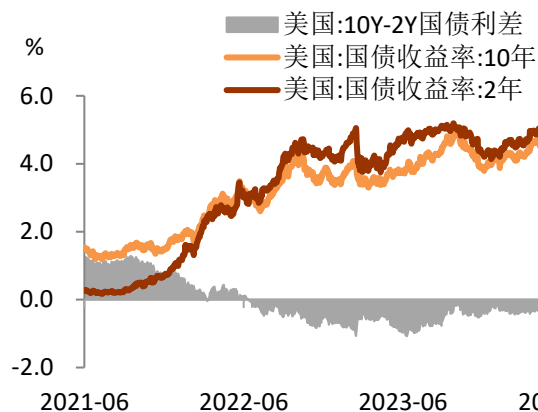


图表 23 失业金申领人数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 24 美债利差倒挂幅度



图表 25 FedWatch 利率变动概率

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.5%	81.5%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.7%	64.9%	21.5%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.6%	42.2%	40.7%	9.5%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	29.0%	41.3%	21.4%	3.6%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	13.5%	33.4%	34.1%	15.0%	2.3%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	7.6%	23.5%	33.7%	24.5%	8.6%	1.2%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.2%	2.1%	10.5%	25.3%	32.1%	21.6%	7.3%	0.9%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.7%	4.5%	14.9%	27.3%	29.0%	17.4%	5.4%	0.7%
2026/4/29	0.0%	0.1%	1.2%	5.8%	16.4%	27.6%	27.6%	15.9%	4.8%	0.6%
2026/6/17	0.0%	0.3%	2.0%	7.7%	18.4%	27.6%	25.5%	14.0%	4.1%	0.5%
2026/7/29	0.0%	0.4%	2.4%	8.4%	19.0%	27.4%	24.8%	13.3%	3.8%	0.5%
2026/9/16	0.1%	0.5%	2.5%	8.7%	19.2%	27.3%	24.4%	13.1%	3.7%	0.4%
2026/10/28	0.1%	0.4%	2.4%	8.1%	18.3%	26.6%	24.7%	14.1%	4.6%	0.7%
2026/12/9	0.4%	2.1%	7.4%	17.0%	25.6%	24.9%	15.4%	5.8%	1.2%	0.1%

数据来源: iFinD, CME, 铜冠金源期货

图表 26 彭博美国金融条件指数



图表 27 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 28 重要经济数据及事件

日期	时间	数据	前值	预期
3 月 31 日	9:30	中国 3 月官方制造业 PMI	50.2	50.5
		中国 3 月综合 PMI	51.1	-
		中国 3 月非制造业 PMI	50.4	-
	21:45	美国 3 月芝加哥 PMI	45.5	45.2
4 月 1 日	9:45	中国 3 月财新制造业 PMI	50.8	51.1
	16:00	欧元区 3 月制造业 PMI 终值	48.7	48.7
	17:00	欧元区 3 月 CPI 年率初值	2.3	2.3
	20:55	美国至 3 月 29 日当周红皮书商业零售销售年率	5.6	-
	21:45	美国 3 月标普全球制造业 PMI 终值	49.8	-
	22:00	美国 3 月 ISM 制造业 PMI	50.3	49.5
		美国 2 月 JOLTs 职位空缺(万人)	774.0	763.2
		美国 2 月营建支出月率	-0.2	0.3
4 月 2 日	20:15	美国 3 月 ADP 就业人数(万人)	7.7	10.5
	22:00	美国 2 月工厂订单月率	1.7	0.5
		美国 2 月扣除国防的工厂订单月率	1.8	-
		美国 2 月扣除运输的工厂订单月率	0.2	-
4 月 3 日	9:45	中国 3 月财新服务业 PMI	51.4	51.6
		中国 3 月财新综合 PMI	51.5	-
	16:00	欧元区 3 月服务业 PMI 终值	50.4	50.4
		欧元区 3 月综合 PMI 终值	50.4	50.4
	17:00	欧元区 2 月 PPI 月率	0.8	0.1
		欧元区 2 月 PPI 年率	1.8	-
	20:30	美国至 3 月 29 日当周初请失业金人数(万人)	22.4	22.5
		美国 2 月贸易帐(亿美元)	-1314.0	-1235.0
	21:45	美国 3 月标普全球服务业 PMI 终值	54.3	-
		美国 3 月标普全球综合 PMI 终值	53.5	-
4 月 4 日	22:00	美国 3 月 ISM 非制造业 PMI	53.5	53.0
	20:30	美国 3 月失业率	4.1	4.1
		美国 3 月季调后非农就业人口(万人)	15.1	14.0
		美国 3 月平均每小时工资年率	4.0	3.9
		美国 3 月平均每小时工资月率	0.3	0.3
	22:00	美国 3 月全球供应链压力指数	-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 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。