

## 期货研究报告

## 金融研究

## 宏观周报

戴朝盛—宏观分析师

从业资格证号：F03118012

投资咨询证号：Z0019368

联系电话：0571-28132632

邮箱：daichaosheng@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311200

## 等待政策指令

报告日期：

2025年4月20日

## 报告内容摘要：

◆国内：一季度GDP同比增速录得5.4%，远超年内目标，主要在于三方面：第一，政策提前发力；第二，抢出口效应；第三，地产拖累略有减少。往后看，在美国加征关税高达245%情况下，出口动能可能将减弱。但鉴于其他国家暂缓加征，从第三国转口至美国的出口量仍处在抢出口阶段。出口转弱也将带动制造业转弱，具体程度还需观察。在此情况下，市场俨然对政策预期有所升温。政治局会议将至，猜测鉴于当前面临的困难局势，政治局会议很有可能将稳出口、稳外贸作为重点。同时，外需断崖下，如何提振内需，提振消费也将是市场聚焦方向。

◆国外：继上周被抛售后，本周美债利率终于企稳回升。特朗普暂停加征对等关税，市场逐步重新回到美国经济数据本身。值得注意的是年一季度美国GDP数据可能较为难看，但并不代表其真实水平，可能只是“抢进口”的一种表现。关税对通胀的影响目前还停留在预期上，且是短期预期，长期预期仍较平稳。由于美国贸易商囤货行为，以及对等关税延期3个月，关税对通胀的影响可能要到下半年才会反映到数据上。

◆房地产高频跟踪：新房销售中一二三线城市成交面积均已低于2024年数值。二手房方面也唯有一线城市稳住。后期观察新房销售是否持续低于2024年，二手房价格能否再次稳住。

◆国债：本周国债市场整体震荡偏弱。一方面，关税冲击边际缓和，带来的脉冲式利好被市场消化，另一方面，超长期国债发行安排出炉，市场可能面临冲击。此外，如我们上周所述，由于利率靠近前期低点，无明显利好下，创新低的可能性较低。我们认为本周债市可能保持震荡态势。由于关税高压，债市的明显利空事件出现概率较低。超长债供给压力下，可关注相应配置机会。

◆风险提示：美国经济超预期走强 国内经济超预期走弱

## 目录

|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| 一、 国内关注政策进展，国外美债抛售缓解.....            | 3 |
| (一) 政策提前发力助力经济开门红.....               | 3 |
| (二) 美债暂停抛售潮.....                     | 5 |
| 二、 房地产政策效果跟踪——新房成交面积全面低于 2024 年..... | 6 |
| 三、 国债：震荡等待降息落地.....                  | 7 |

## 图目录

|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| 图 1：基建增速陡然上升（%）.....                 | 3 |
| 图 2：地方政府新增专项债发行进度（%）.....            | 3 |
| 图 3：商品房销售面积增速回升（%）.....              | 4 |
| 图 4：地产全链条增速变化（%）.....                | 4 |
| 图 5：高频数据显示出口可能逐步走弱.....              | 5 |
| 图 6：一年内通胀预期大幅升温（%）.....              | 5 |
| 图 7：美债利率转而下行，美元企稳（%）.....            | 5 |
| 图 8：一线城市成交面积低于 2024 年同期趋势（7DMA）..... | 6 |
| 图 9：二线城市成交面积不及 2024 年（7DMA）.....     | 6 |
| 图 10：三线城市成交面积不及 2024 年（7DMA）.....    | 6 |
| 图 11：一线城市挂牌价略有回升.....                | 6 |
| 图 12：二线城市挂盘价指数再次下降.....              | 7 |
| 图 13：三线城市挂盘价再次下降.....                | 7 |
| 图 14：资金面趋向宽松.....                    | 7 |
| 图 15：短端和长端利率有所回升.....                | 8 |

## 一、国内关注政策进展，国外美债抛售缓解

### (一)政策提前发力助力经济开门红

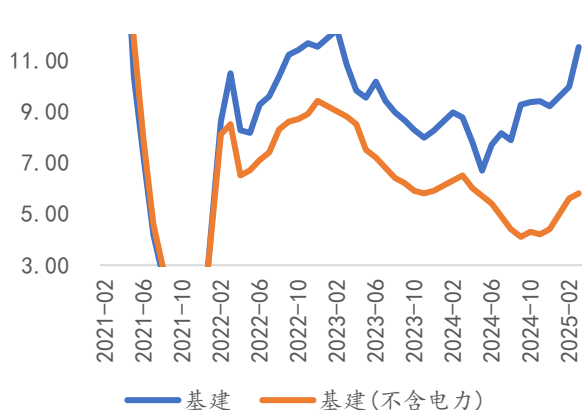
一季度 GDP 同比增速录得 5.4%，远超年内目标，但由于事先早有预期，市场并没有多大反应。GDP 增速的优异表现得益于三个方面：

第一，政策提前发力。一季度地方政府新增专项债发行量 9603 亿元，远高于 2024 年的 6342 亿元。即使考虑到今年专项债限额高于去年，今年发行进度也高于去年。作为政策效果的体现，一季度广义基建投资增速高达 11.5%，狭义基建增速也录得 5.8%，高于去年全年水平。政策的作用也体现在消费上，一季度消费累计同比增速为 4.6%，远高于去年。以旧换新政策下，家具、家用电器、通讯器材消费增速持续高涨。

第二，抢出口效应拉动。特朗普不断挥舞关税大棒，一季度关税扰动持续存在。为减少不确定性，无论是中国出口商还是美国进口商都在努力。

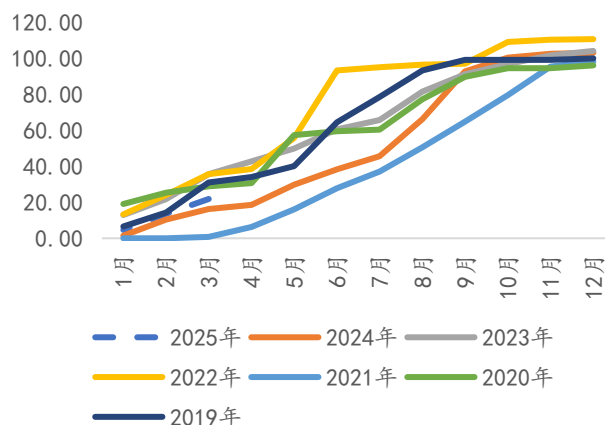
第三，房地产拖累略有减少。无论从高频数据还是统计局月度数据来看，今年地产销售面积增速已远高于去年。从价格来看，一线城市新房价格略有回升，二三线则跌幅减少。只是从销售到以新开工、施工、竣工等为代表的实物工作量传导较为较慢。

图 1：基建增速陡然上升（%）



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 2：地方政府新增专项债发行进度（%）

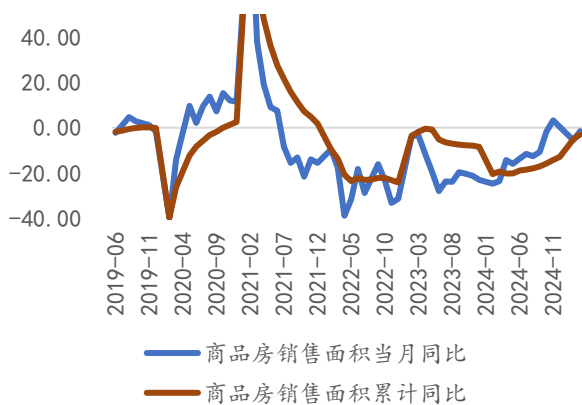


资料来源：Wind 信达期货研究所

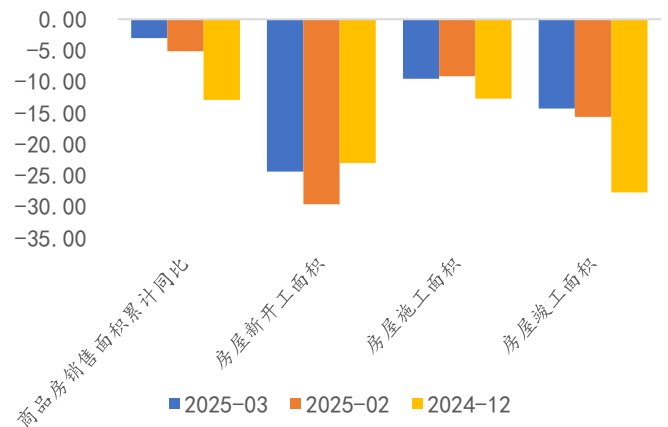
**表 1：限额以上消费分类增速（%）**

|         | 粮油、食品类 | 饮料类      | 烟酒类    | 服装鞋帽、针、纺织品类 | 化妆品类   | 金银珠宝类   |
|---------|--------|----------|--------|-------------|--------|---------|
| 2025-03 | 13.80  | 4.40     | 8.50   | 3.60        | 1.10   | 10.60   |
| 2025-02 | 11.50  | -2.60    | 5.50   | 3.30        | 4.40   | 5.40    |
| 2024-12 | 9.90   | -8.50    | 10.40  | -0.30       | 0.80   | -1.00   |
| 2024-11 | 10.10  | -4.30    | -3.10  | -4.50       | -26.40 | -5.90   |
|         | 日用品类   | 体育、娱乐用品类 | 书报杂志类  | 家用电器和音像器材类  | 中西药品类  | 文化办公用品类 |
| 2025-03 | 8.80   | 26.20    |        | 35.10       | 1.40   | 21.50   |
| 2025-02 | 5.70   | 25.00    | 0.00   | 10.90       | 2.50   | 21.80   |
| 2024-12 | 6.30   | 16.70    | -12.20 | 39.30       | -0.90  | 9.10    |
| 2024-11 | 1.30   | 3.50     | -10.10 | 22.20       | -2.70  | -5.90   |
|         | 家具类    | 通讯器材类    | 石油及制品类 | 建筑及装潢材料类    | 汽车类    | 其他类     |
| 2025-03 | 29.50  | 28.60    | -1.90  | -0.10       | 5.50   | 11.70   |
| 2025-02 | 11.70  | 26.20    | 0.90   | 0.10        | -4.40  |         |
| 2024-12 | 8.80   | 14.00    | -2.80  | 0.80        | 0.50   | 8.00    |
| 2024-11 | 10.50  | -7.70    | -7.10  | 2.90        | 6.60   | 2.70    |

资料来源：Wind 信达期货研究所

**图 3：商品房销售面积增速回升（%）**


资料来源：Wind 信达期货研究所

**图 4：地产全链条增速变化（%）**


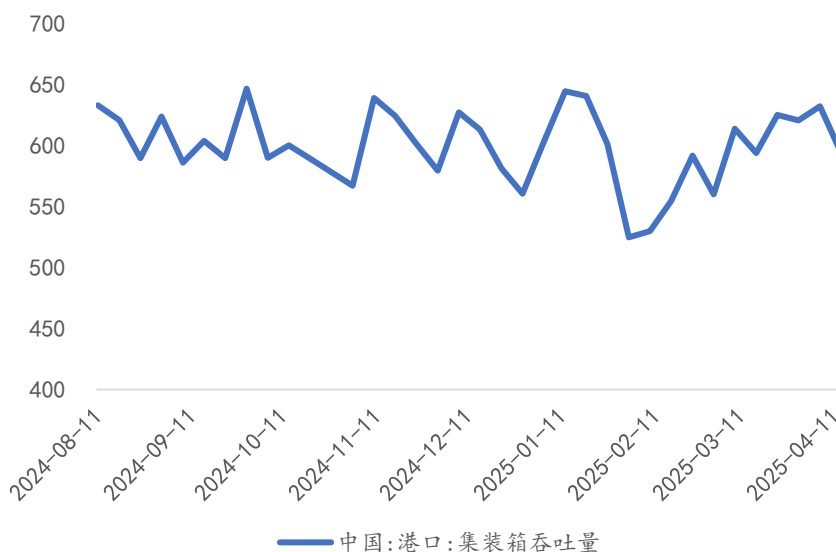
资料来源：Wind 信达期货研究所

往后看，在美国加征关税高达 245% 情况下，出口动能可能将减弱。但鉴于其他国家暂缓加征，从第三国转口至美国的出口量仍处在抢出口阶段。我们观察到高频数据中集装箱吞吐量已有所下滑。

出口转弱也将带动制造业转弱，具体程度还需观察。

在此情况下，市场俨然对政策预期有所升温。政治局会议将至，猜测鉴于当前面临的困难局势，政治局会议很有可能将稳出口、稳外贸作为重点。同时，外需断崖下，如何提振内需，提振消费也将是市场聚焦方向。

图 5: 高频数据显示出口可能逐步走弱



资料来源: Wind 信达期货研究所

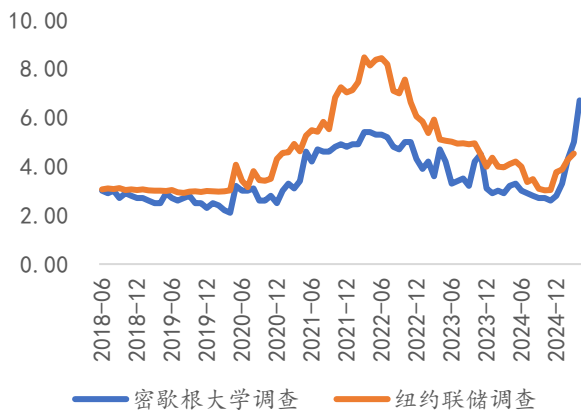
## (二)美债暂停抛售潮

继上周被抛售后,本周美债利率终于企稳回升。特朗普暂停加征对等关税,市场逐步重新回到美国经济数据本身。美股下跌,加之关税扰动,美国经济的下行趋势愈发明显。值得注意的是,一季度美国 GDP 数据可能较为难看,但并不代表其真实水平,可能只是“抢进口”的一种表现。

关税对通胀的影响目前还停留在预期上,且是短期预期,长期预期仍较平稳。根据鲍威尔言论可知,只要长期预期不上升,美联储的紧迫感就不强。由于美国贸易商囤货行为,以及对等关税延期 3 个月,关税对通胀的影响可能要到下半年才会反映到数据上。

特朗普与鲍威尔的拉锯战仍在持续。目前来看,只要任期未终结,特朗普可能无法左右鲍威尔的决策。而美联储所有的举措仍将围绕经济表现展开。

图 6: 一年内通胀预期大幅升温(%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 7: 美债利率转而下行,美元企稳(%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

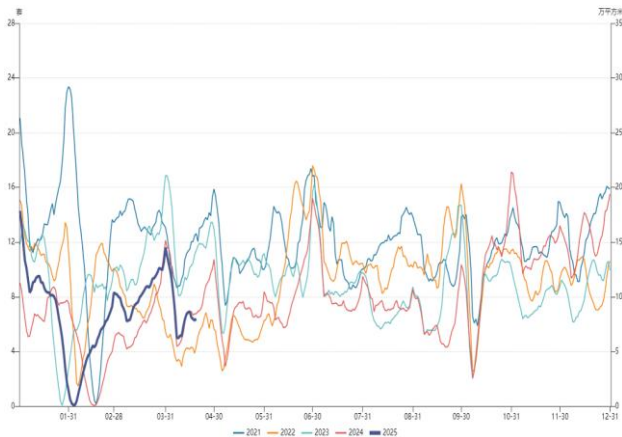
## 二、房地产政策效果跟踪——新房成交面积全面低于 2024 年

高频数据方面，我们继续重点观察房地产。本周，新房销售量均呈现季节性走势，但从绝对值来看，一、二、三线城市新房销售面积均低于 2024 年，只是从幅度来看，二三线城市偏离幅度较大，一线城市偏离幅度较小。

二手房方面，截至 4 月 7 日，二、三线城市挂盘价指数继续呈现下滑状态，一线城市则再次上升，至此一线城市二手房价格继续坚挺。

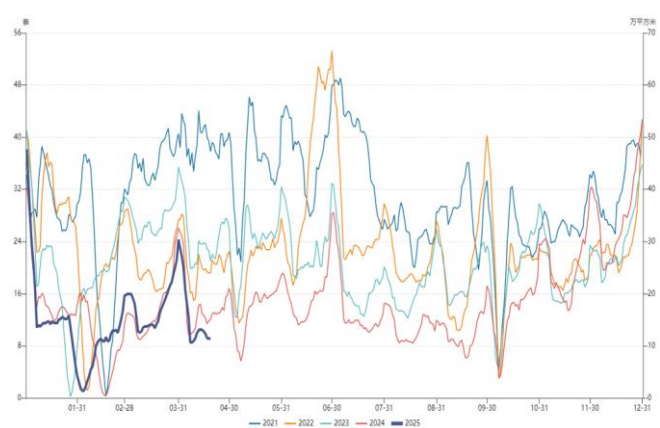
总体来看，新房销售中一二三线城市成交面积均已低于 2024 年数值。二手房方面也唯一一线城市稳住。后期观察新房销售是否持续低于 2024 年，二手房价格能否再次稳住。

图 8：一线城市成交面积低于 2024 年同期趋势（7DMA）



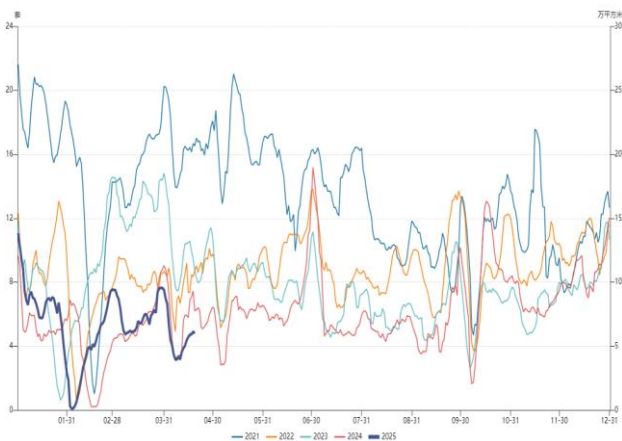
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 9：二线城市成交面积不及 2024 年（7DMA）



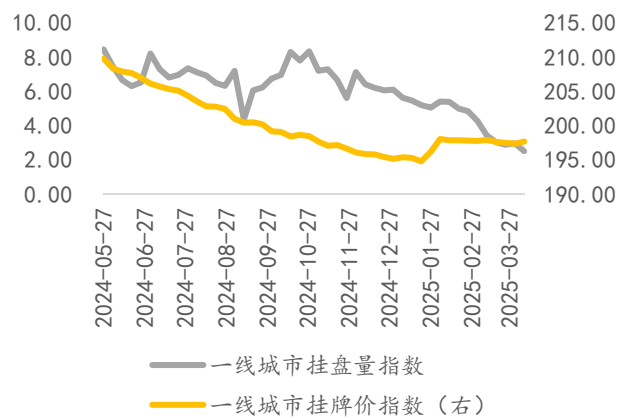
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 10：三线城市成交面积不及 2024 年（7DMA）

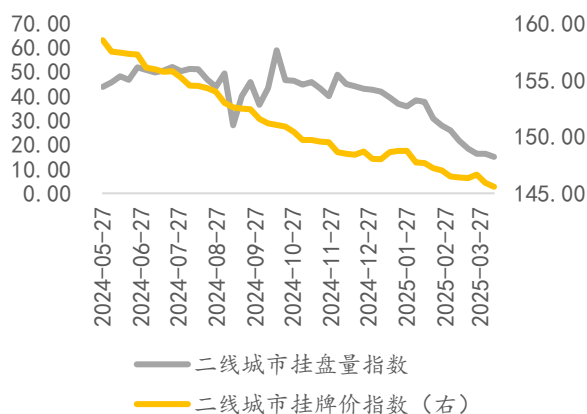


资料来源：Wind 信达期货研究所

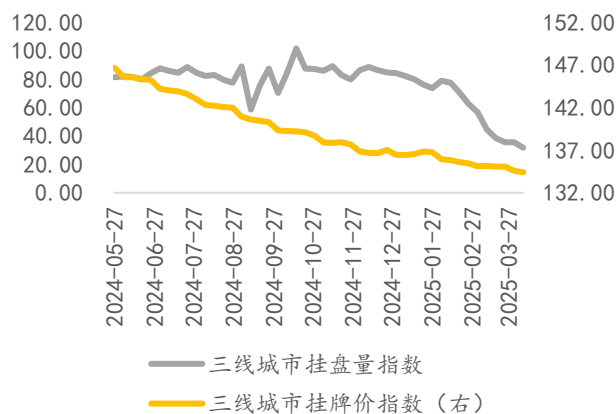
图 11：一线城市挂牌价格略有回升



资料来源：Wind 信达期货研究所

**图 12: 二线城市挂盘价指数再次下降**


资料来源: Wind 信达期货研究所

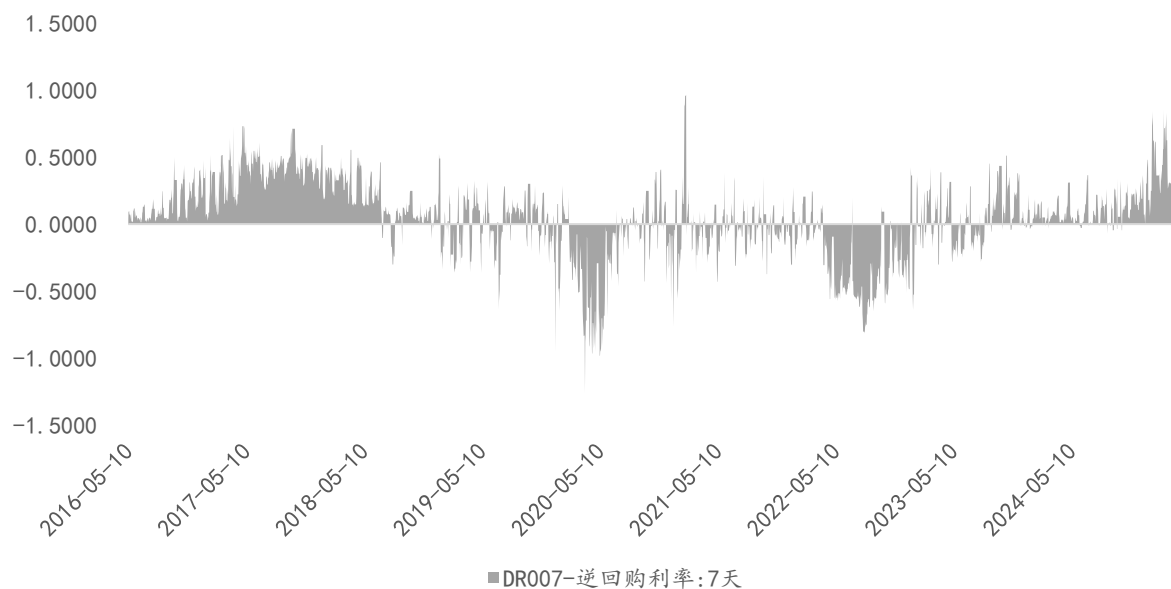
**图 13: 三线城市挂盘价再次下降**


资料来源: Wind 信达期货研究所

### 三、国债：震荡等待降息落地

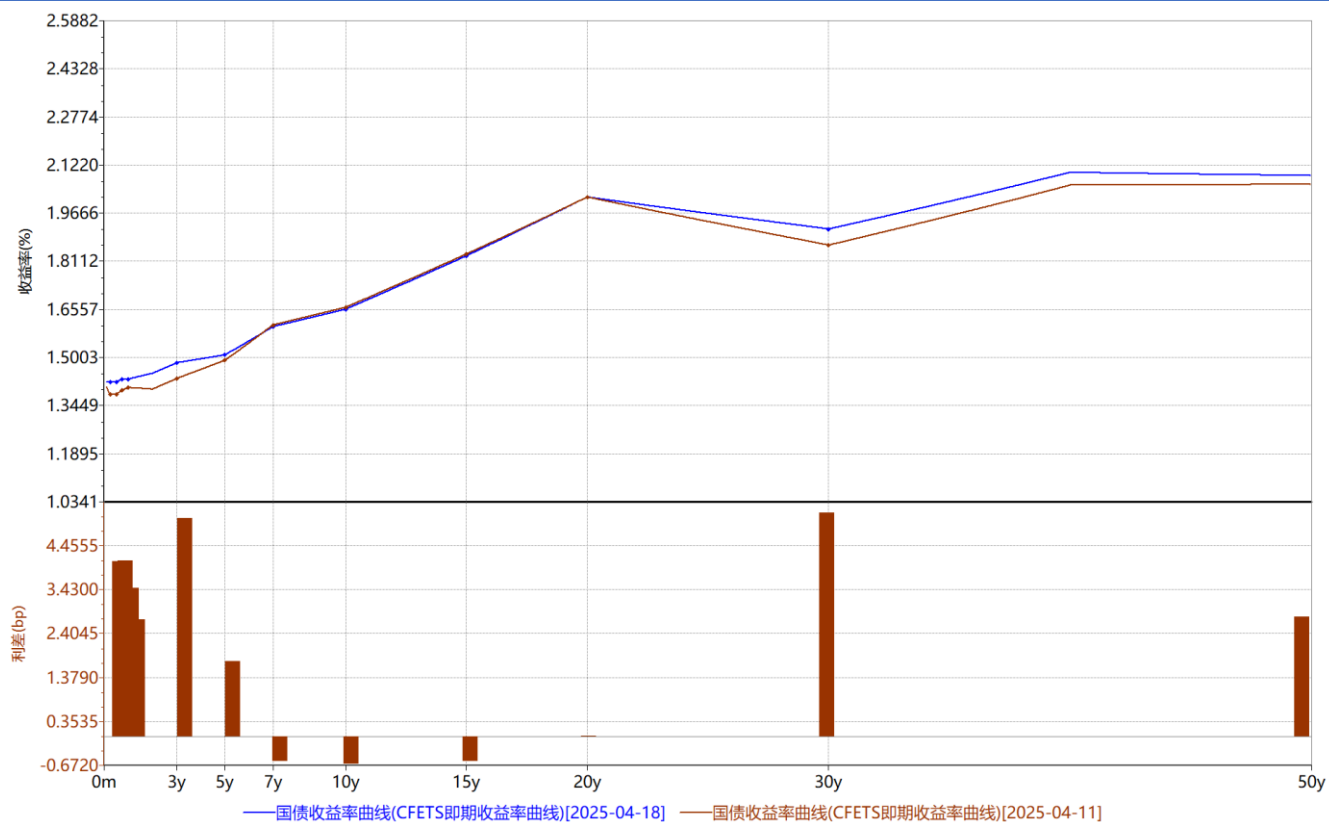
本周国债市场整体震荡偏弱。一方面，关税冲击边际缓和，带来的脉冲式利好被市场消化，另一方面，超长期国债发行安排出炉，市场可能面临冲击。此外，如我们上周所述，由于利率靠近前期低点，无明显利好下，创新低的可能性较低。

因此，我们认为本周债市可能保持震荡态势。多空双方继续博弈。由于关税高压，债市的明显利空事件出现概率较低。超长债供给压力下，可关注相应配置机会。

**图 14: 资金面趋向宽松**


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 15: 短端和长端利率有所回升



资料来源: Wind 信达期货研究所

## 免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

## 【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 6 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为上海国际能源交易中心、广州期货交易所会员，为中国证券业协会观察员、中国证券投资基金业协会观察会员。

## 【全国分支机构】

### ■ 分支机构分布

CINDA FUTURES



### 公司分支机构分布

13家分公司 5家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司  
福建分公司、苏州分公司、四川分公司  
宁波分公司、东北分公司、广东分公司  
上海分公司、湖北分公司、山东分公司  
上海浦东分公司

北京营业部、哈尔滨营业部

石家庄营业部、乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App

