

节奏为王

—— 2025 年 3 月宏观经济报告

研究员：王鹏

期货从业证号：

F03127257

投资咨询资格编号：

Z0020170

✉：

wangpeng_qh@chinastock.com.cn

报告摘要

整体看，美国经济基本面仍处于缓慢趋弱的过程中，市场对美国经济衰退的担忧更多是悲观情绪的进一步表达，关税政策影响确是近在眼前的风险，有利的是，美国通胀有下降可能，美元流动性趋紧情况也有望缓解。在上述担忧和有利因素交织之下，因此短期市场可能继续沿悲观情绪滑行，但市场波动在所难免。

国内经济回升情况较好，但内需不足，外部不确定性导致的制造业投资增速、进出口增速等需求的风险等结构性特征也很明显。

全球经济及金融资产价格走势除了受到基本面因素影响外，均表现为受到事件和预期因素的冲击，因此密切观察事件发展、谨慎跟踪市场节奏、关注估值和波动率机会是值得推荐的交易方向。

风险因素：政策不及预期、国际冲突加剧

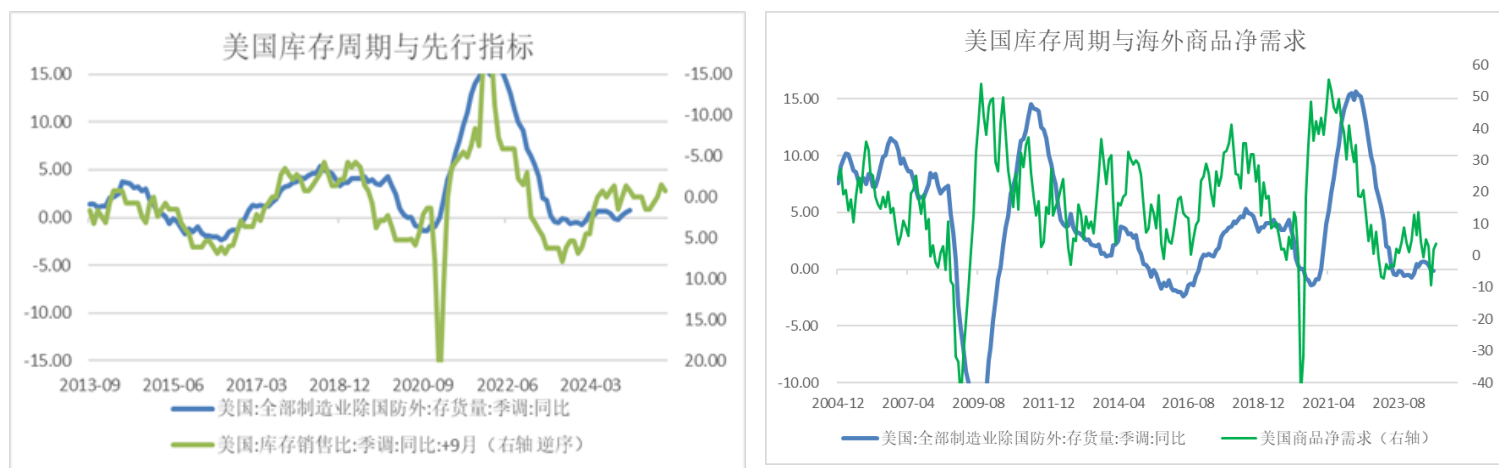
伴随市场对美国经济衰退的担心和特朗普对提高关税表态的一再改变，市场悲观情绪反复，但从基本面情况看，美国经济基本面仍处于缓慢趋弱的过程中，市场对美国经济衰退的担忧更多是悲观情绪的进一步表达。关税政策影响确是近在眼前的风险，因此短期市场可能继续沿悲观情绪滑行，但市场波动在所难免。国内经济持续回暖，市场一方面在进一步等待确认政策效果，一方面也受到关税政策等不确定因素的影响，国内市场短期也难免波折。

一、美国经济缓慢趋弱，但市场被各种风险因素影响

中长周期看，美国处于创新周期的起点，未来将逐步向上；产能周期、投资周期和库存周期的高位，未来将缓慢下滑的趋势相对确定。

美国库存周期出现异化表现，先行指标显示，美国库存可能再度累积，但同步指标仍在走平。库存累积的原因与关税提高前的“抢进口”有一定关系，鉴于目前我们仍看不到推动净需求持续上行的动力，我们倾向于：中、美均处于库存周期见顶的过程中，但本轮库存高度相对有限，其后的回落将对宏观经济等相关变量的压力也比较有限。

图1：美国库存周期及先行指标走势

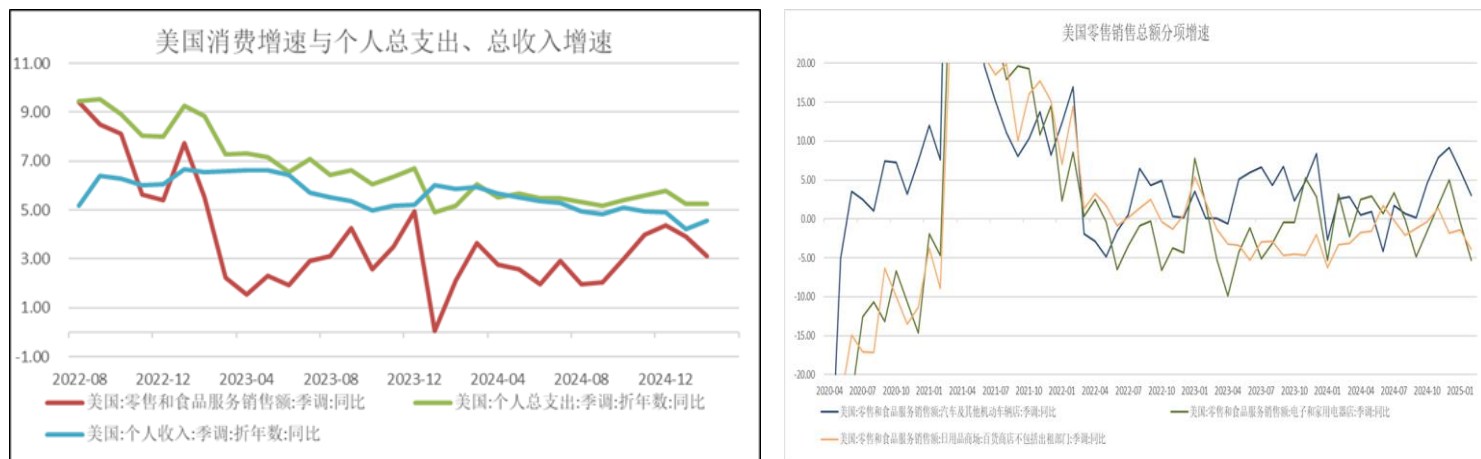


数据来源：Wind、银河期货

经济数据看，季节性调整后的美国零售和食品服务消费额同比增速出现下滑，这一方面有通胀下降的原因，另一方面，消费下滑的主要分项是汽车及其他机动

车、电子和家用电器和不包括出租的百货商店，这些变动主要也受到贸易争端和美国政策带来的影响，其下滑幅度和持续时间都取决于未来政策方向和力度。

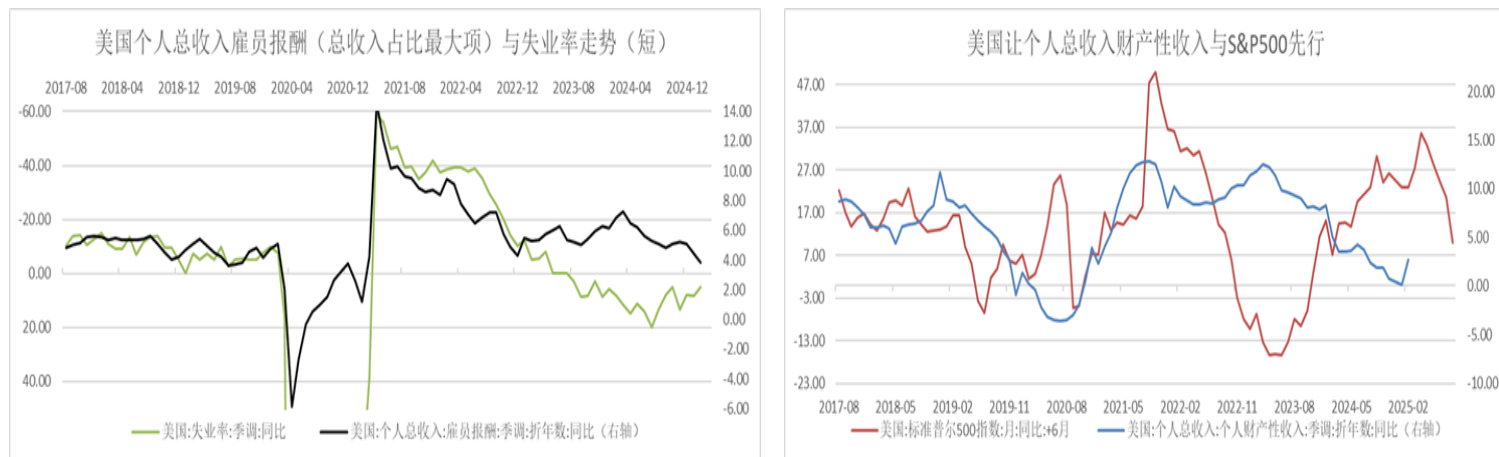
图2：美国消费增速与消费结构



数据来源：Wind、银河期货

从美国个人收支变化看，美国个人总收入中最重要的部分—雇员报酬增速始终处于较为稳定的状态，但财产性收入增速持续下滑，鉴于美国股市仍有风险，未来财产性收入仍有继续下滑的可能。如果美国劳动力市场也开始走弱，雇员报酬也将随之趋势下滑，这将更直接的影响美国经济，也是市场担忧未来经济陷入衰退的原因之一。

图3：美国雇员报酬和财产性收入增速



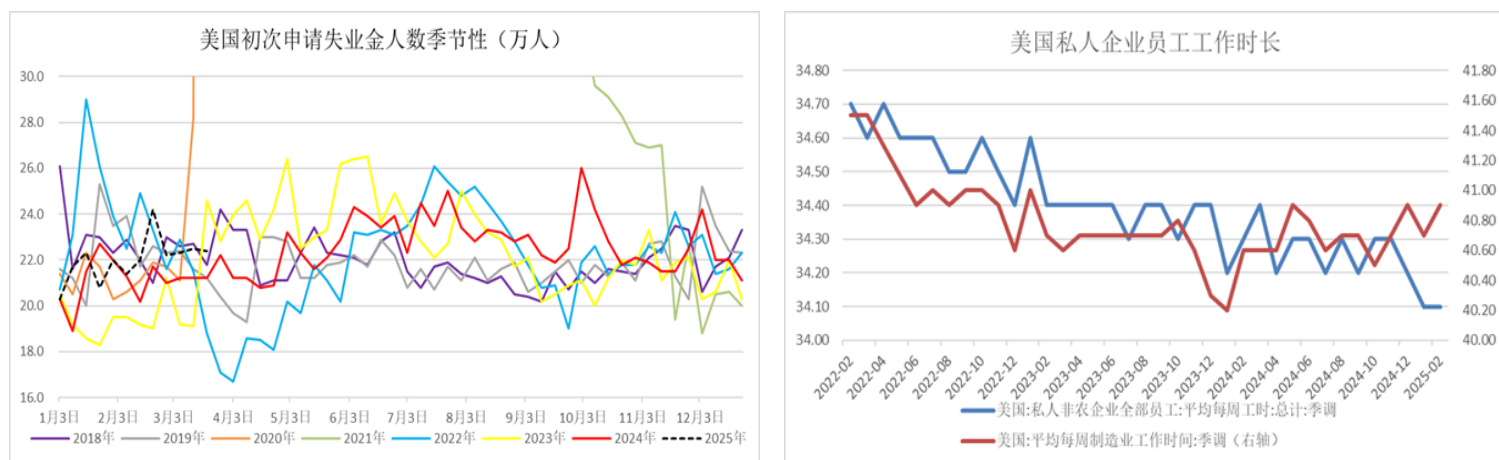
数据来源：Wind、银河期货

另一项担忧的因素是：尽管目前美国劳动力市场仍然稳健，但非农企业员工

的工作时长开始下滑，因此即使美国失业率仍稳，工作时长的下降也可能导致个人收入的减少，从而导致美国经济出现衰退，这是市场担忧美国衰退的原因之一。

第三点担忧的因素：从先行指标看，美国即将公布的 3 月制造业 PMI 可能下滑，这将进一步压制市场风险偏好，这些因素都将导致市场短期仍可能沿衰退方向滑行，但最核心的原因都与美国的财政、货币、贸易、政府效率等政策联系在一起，政策的不确定性导致上升担忧因素存在一定变数。

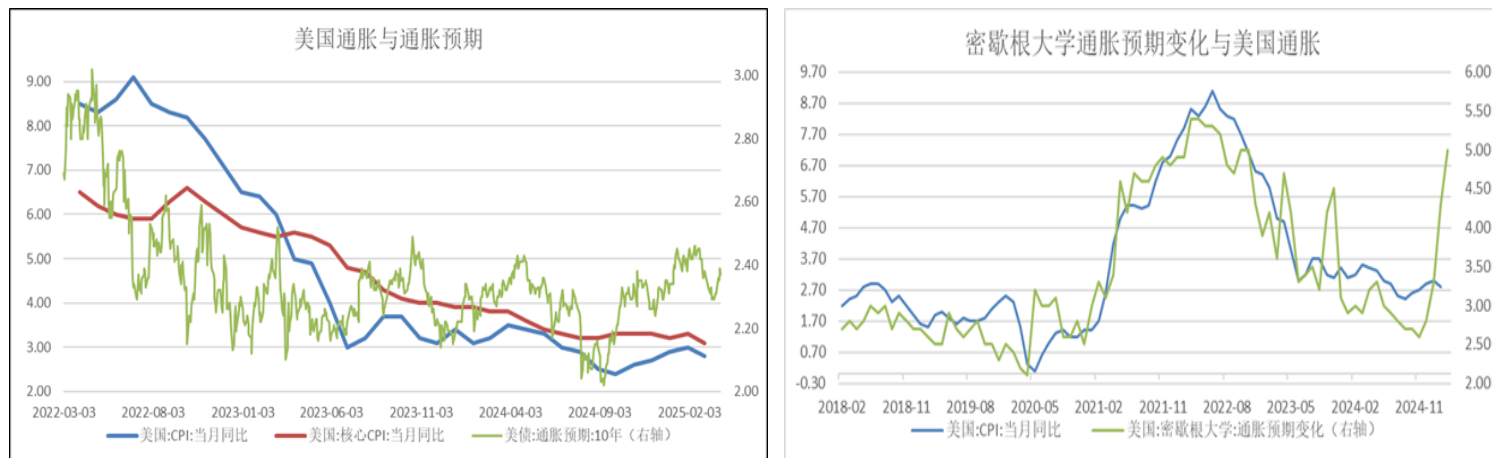
图4：美国初请失业金人数及企业员工工作时长



数据来源：Wind、银河期货

相对有利，但被市场忽略的方面也有两点。通胀方面，尽管市场担心特朗普推行的驱逐非法移民和提升关税政策可能导致通胀居高不下，但目前看，美国通胀有下滑可能，特别是通胀各分项未来继续支撑通胀的能力均不足，即使未来通胀的走势受到人力成本、关税税率的支撑，但最根本的美国经济走势大概率将不能支撑通胀大幅上行，因此，持续交易美国通胀上行并不可取。

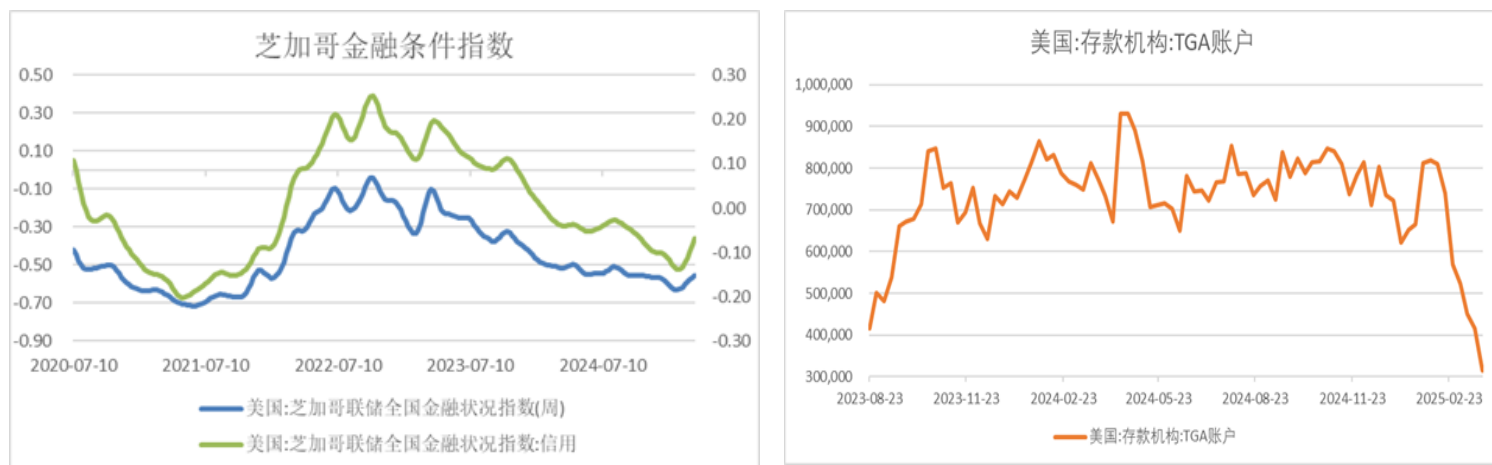
图5：美国通胀相关指标走势

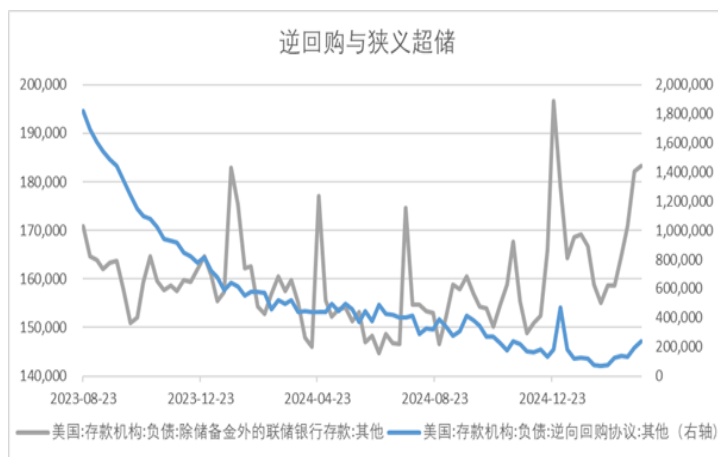
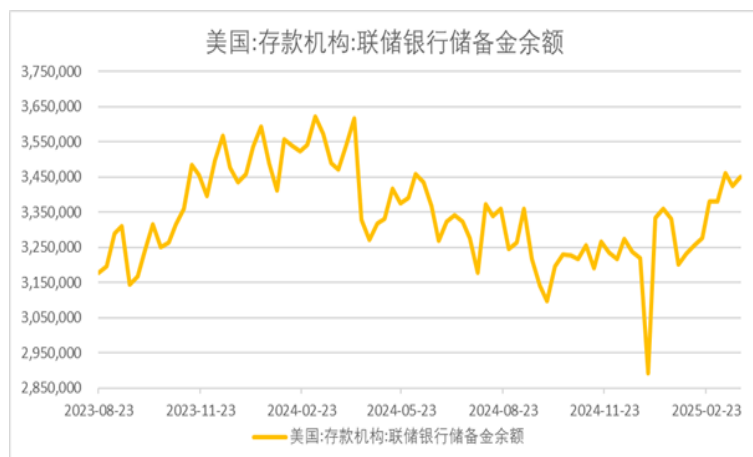


数据来源：Wind、银河期货

从美元流动性角度看，美元流动性短期逐步趋紧趋势出现变化。随着 TGA 账户规模下降，美元流动性紧张的情况有望缓解，美国金融条件指数短期上行后，有再度拐头下行的可能，这将一定程度缓解市场对经济衰退的担忧，但这些有利因素可能被关税冲突的影响所遮蔽，这也是短期市场相对无视上述有利方面的原因。

图6：美元流动性体系环境





数据来源：Wind、银河期货

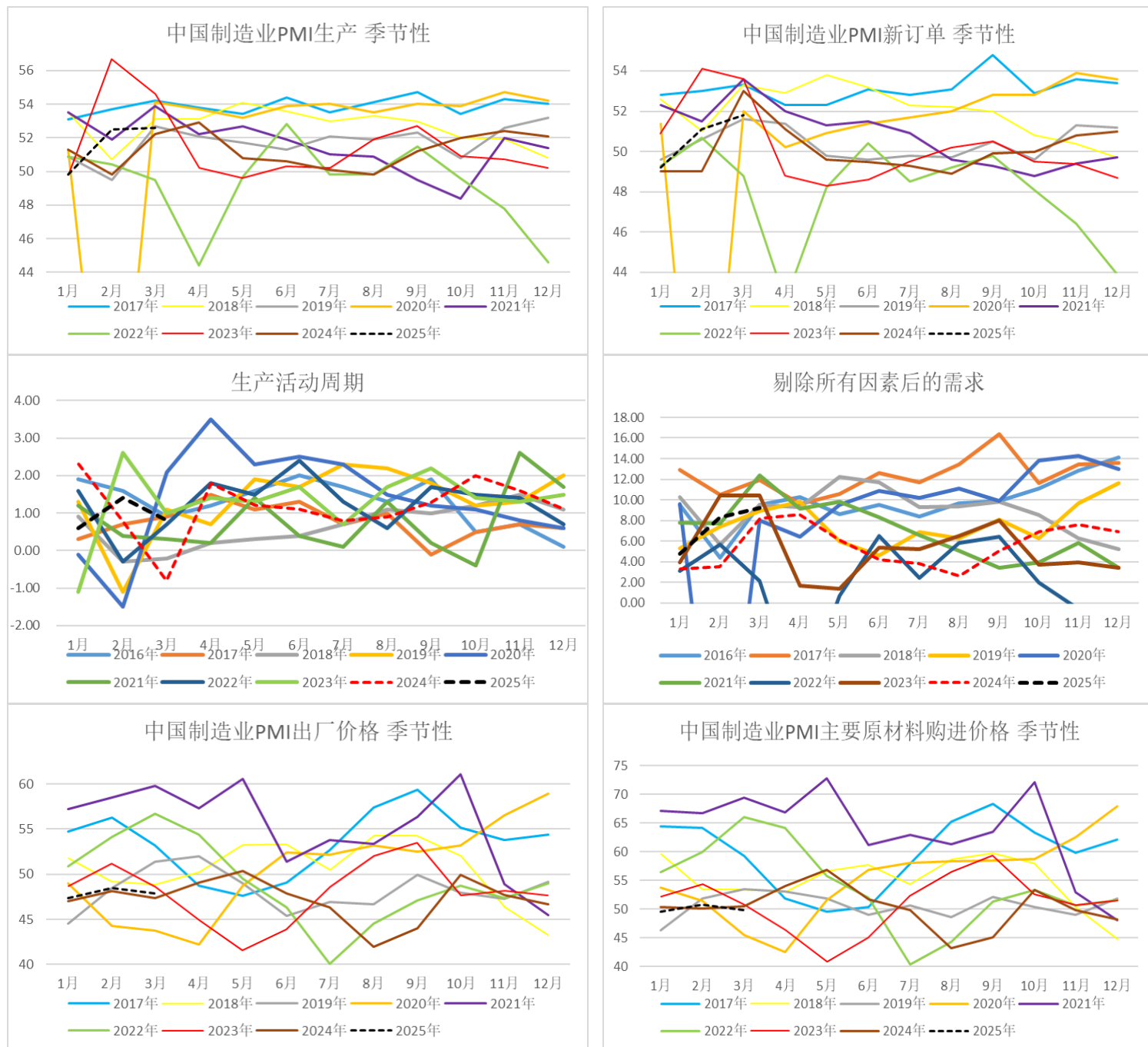
在上述担忧和有利因素交织之下，全球经济及金融资产价格走势除了受到基本面因素影响外，均表现为受到事件和预期因素的冲击，因此密切观察事件发展、谨慎跟踪市场节奏、关注估值和波动率机会是值得推荐的交易方向。

二、国内经济持续回暖，但结构问题仍在

2025 年 3 月制造业 PMI 50.5，较上月上升 0.3，与市场预期相同。每年 3 月制造业 PMI 有季节性回升规律，但与春节同在 1 月份的 2017 年和 2023 年相比，3 月 PMI 回升幅度最大，制造业 PMI 数值也处于历史同期尚可的水平。

从制造业 PMI 分项看，3 月经济处于供需两旺，价格低的状态中，从生产周期和净需求角度看，更是处于需增供减的状态下，但价格，尤其是国内定价的大宗商品价格并无明显上行动力，对应到原材料库存累积和上游的基础原材料制造业下滑，均反映出前期积极出口后的预期回落阶段。叠加 4 月份制造业 PMI 及生产分项、新订单分项、在手订单分项、采购量分项、进口分项均可能出现季节性下滑、因此，尽管短期商品价格可能已经一定程度计入了外部冲击因素的影响，但靴子落地的反弹力度可能并不会很大。

图7：中国制造业PMI及相关指标走势



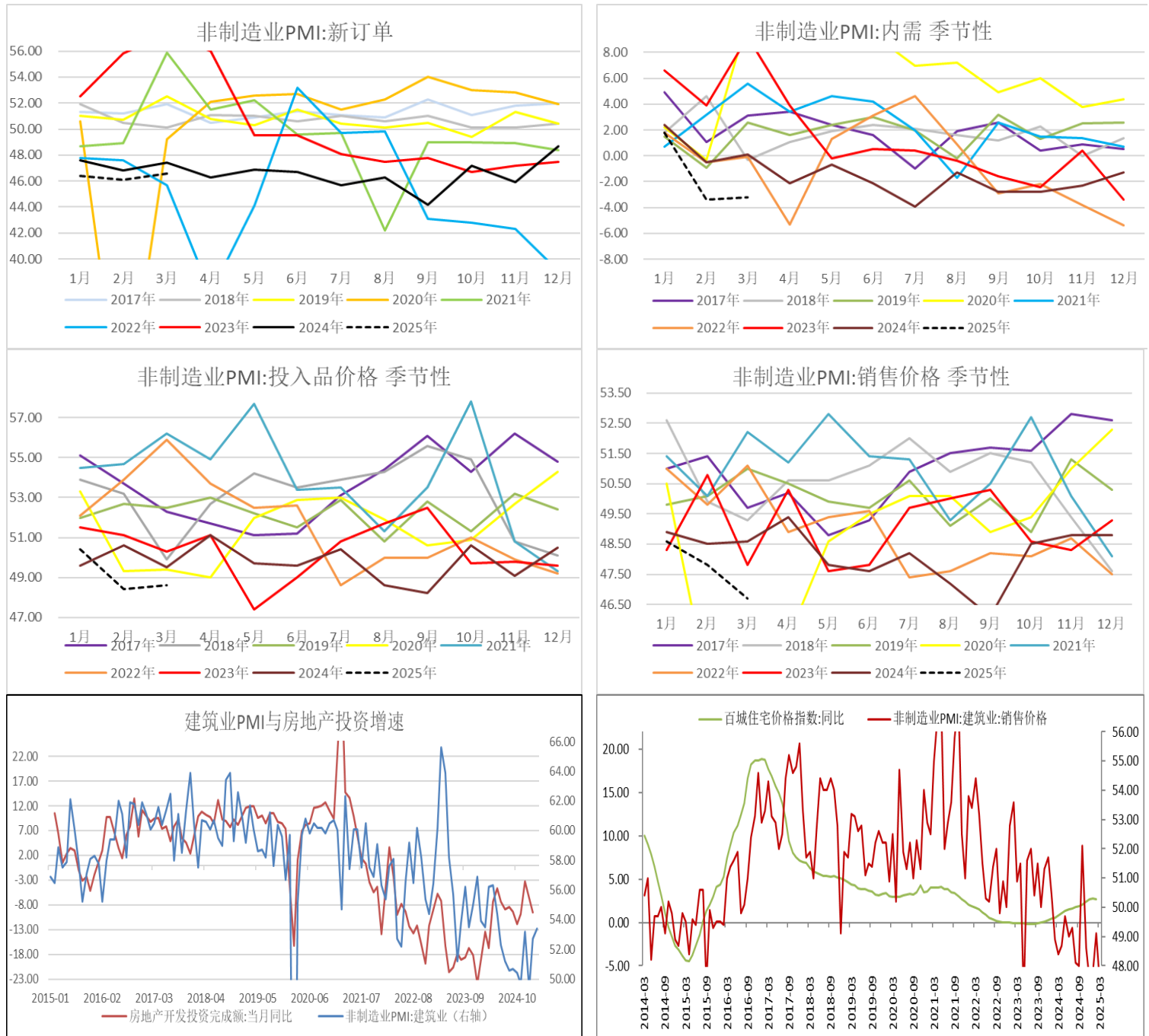
数据来源：Wind、银河期货

2025 年 3 月非制造业 PMI 商务活动 50.8，较上月上升 0.4，其他分项涨跌互现，但上涨分项涨幅有限，下降分项降幅较大。3 月非制造业 PMI 商务活动、新订单分项均处于除 2022 年 3 月外，近 16 年历史季节性最低；内需分项、投入品价格分项、存货分项、处于 9 年来，历史季节性最低；销售价格分项处于近 9

年来，历史季节性次低；建筑业 PMI、服务业 PMI 均处于近 12 年历史季节性最低。

3 月非制造业整体走弱的核心原因仍是内需弱，后续政策效果将是非制造业 PMI 走势的重要影响因素。

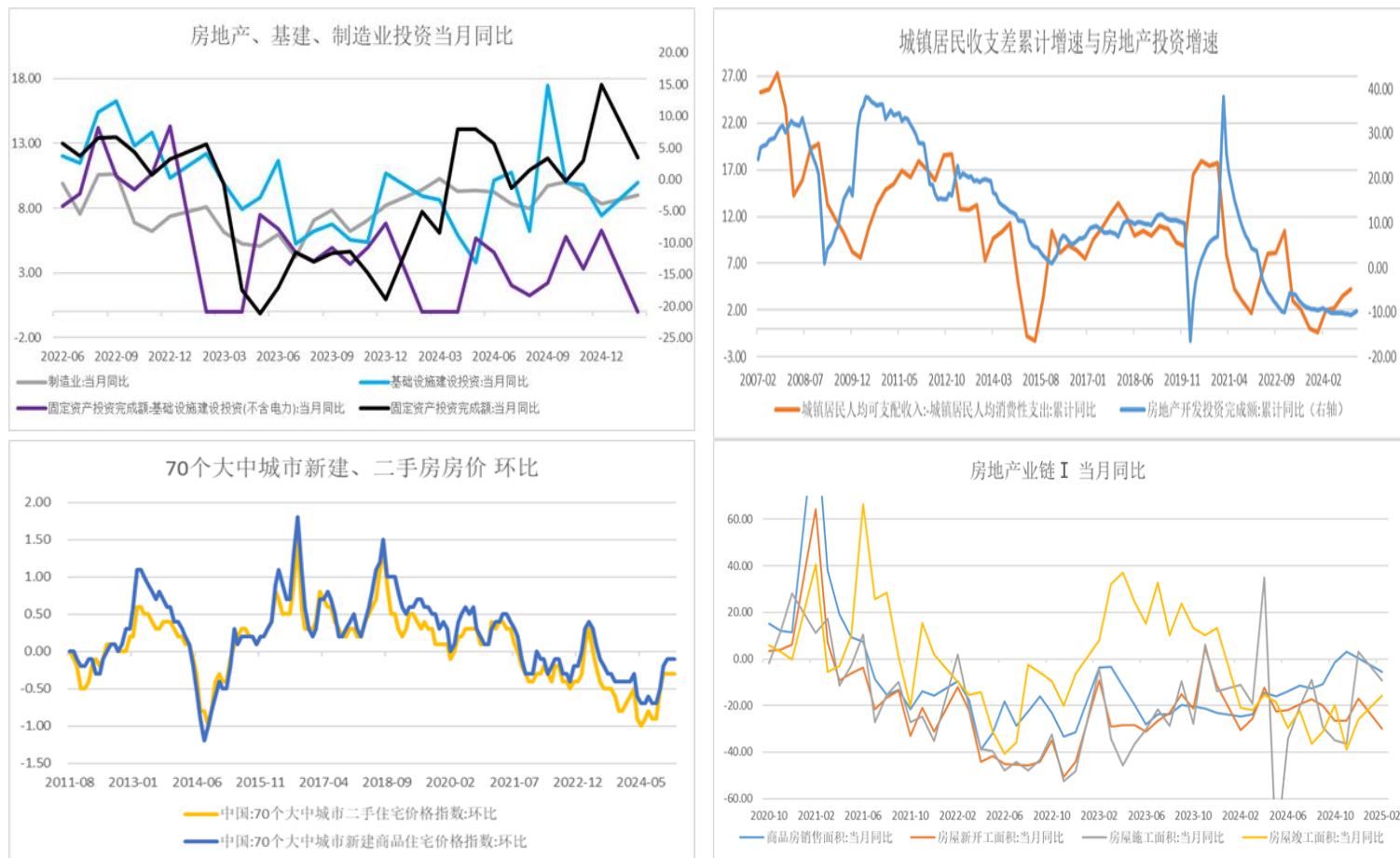
图8：中国非制造业PMI及相关指标走势



数据来源：Wind、银河期货

投资端，固定资产投资与房地产投资增速一起震荡回升。从中枢指标看，未来房地产投资增速中枢回升幅度可能有限。而且，目前房地产回升更多停留在地产中后周期的施工、竣工、投资、销售等环节，地产前周期的新开工暂未有起色。未来，地产投资拉动前周期的时间和幅度仍可能较为有限。

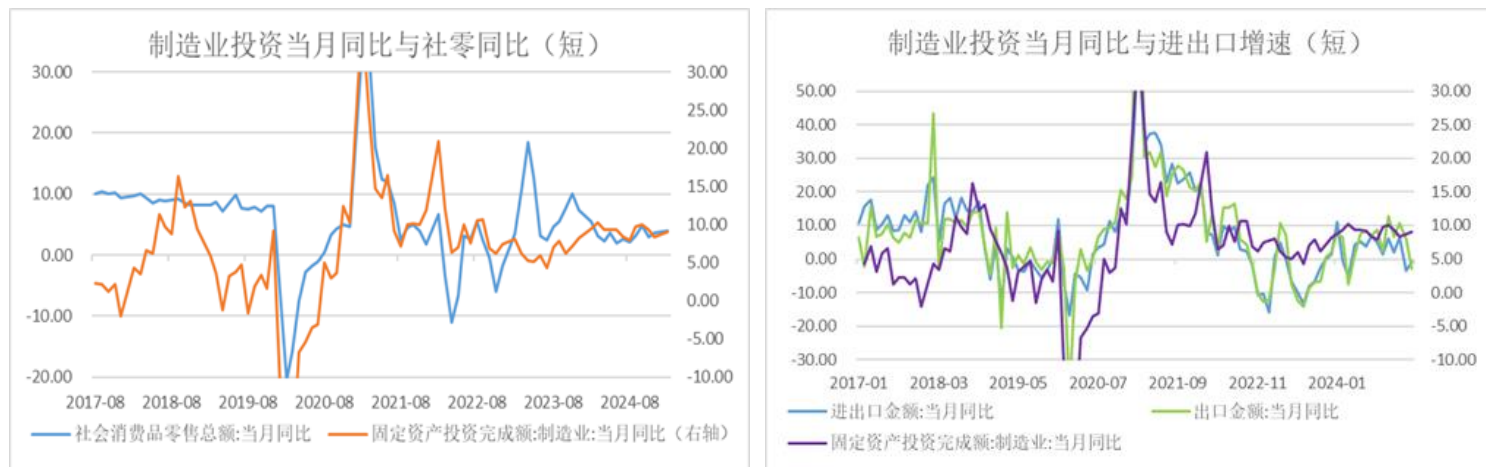
图9：中国固定资产投资增速与房地产投资增速



数据来源：Wind、银河期货

2025 年政策重点之一仍是新质生产力的发展，因此，以“人工智能+”为代表的制造业投资将继续支撑这制造业投资增速，但制造业投资与国内消费和进出口有很大关系。如果国内消费回升不足、海外贸易冲突加剧，国内制造业投资增速回升幅度也将比较有限。

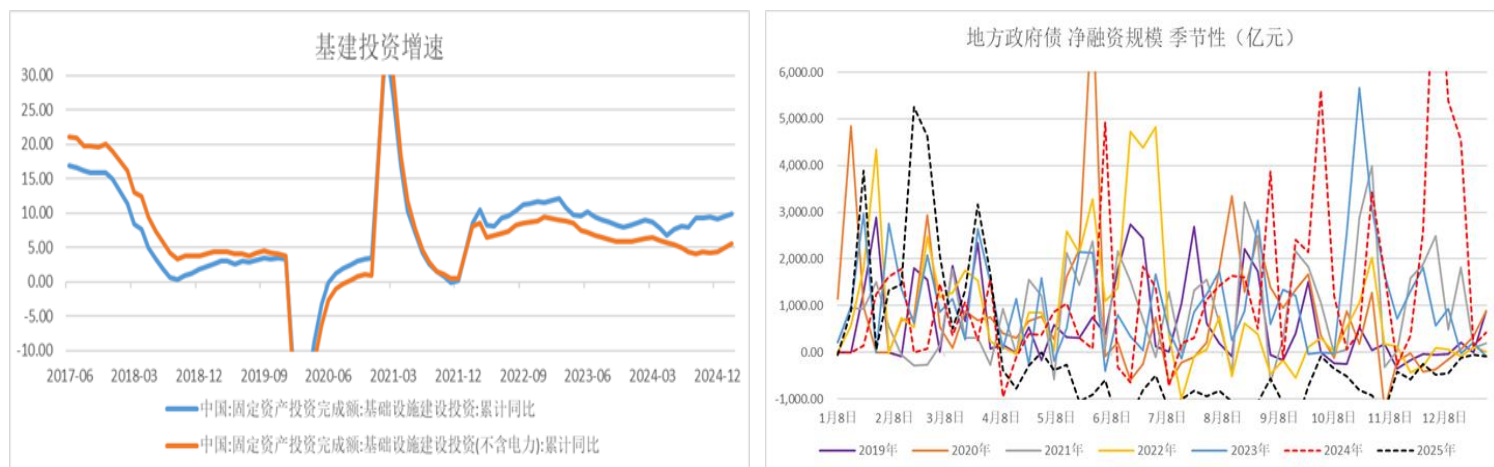
图10：中国制造业投资增速与相关指标



数据来源：Wind、银河期货

随着地方政府债务能力的缓解，叠加 2025 年积极的财政政策，预计基建投资增速中枢可能上升，但新基建和旧基建的差异会保持。从 2 月广义基建投资和狭义基建投资增速的差异可能成为常态。

图11：中国基建投资增速与专项债发行进度

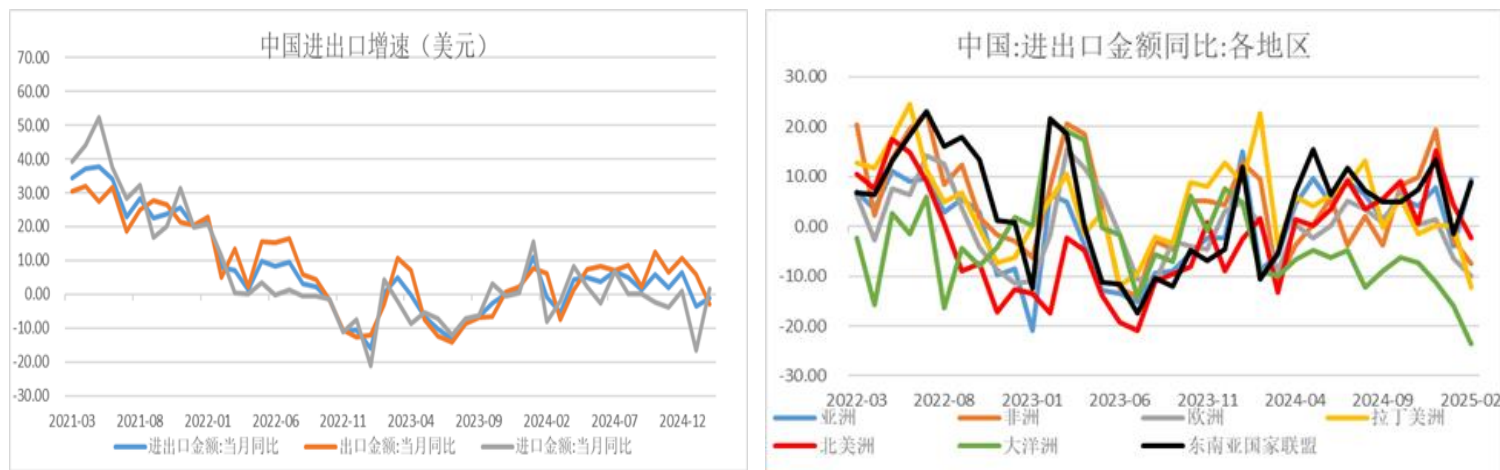


数据来源：Wind、银河期货

未来进出口将很大程度受到全球贸易政策变化的影响。其一方面，以美国关税和中国对美出口-1.5%的弹性关系计算，即使美国关税提高幅度有限，国内出口也将明显下降。另一方面，全球为应对关税提升，全球普遍出现“抢出口/抢进口”的现象。当关税落地，中国进出口将一定程度回落。

当可喜的是，中国对东盟出口持续增长，显示出中国产业链产业的趋势，当关税政策落地后，产业链的全球布局和国内汇率的调整可能一定程度对冲进出口的下滑。

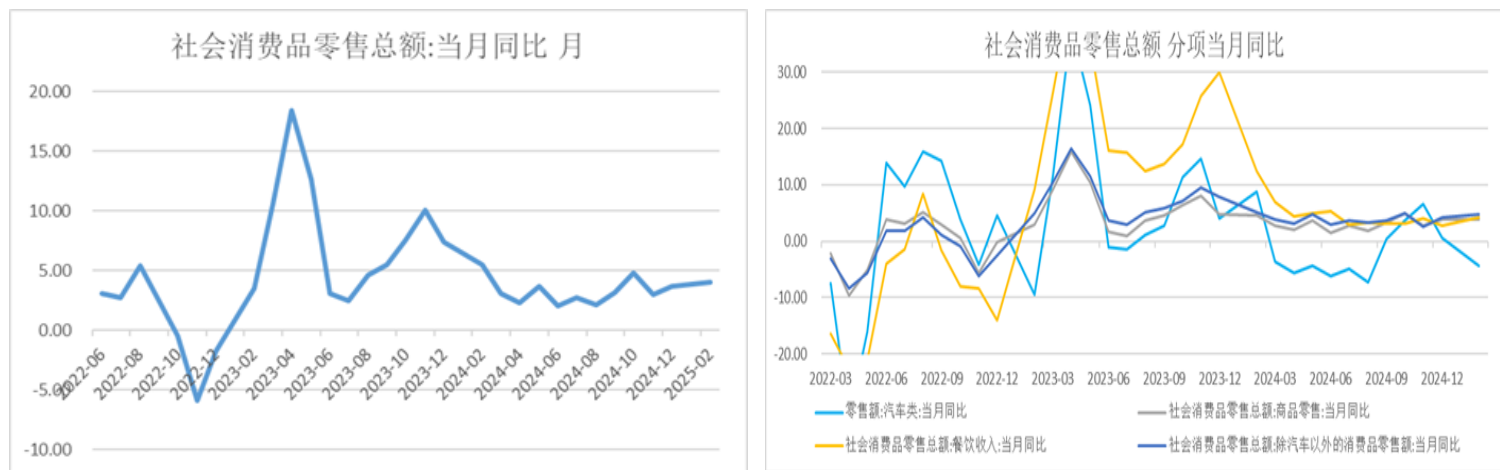
图12：中国进出口增速与各地区出口增速



数据来源：Wind、银河期货

为应对外需的不确定性，2025 年中国安排 3000 亿元超长期国债用于“以旧换新”相关需求。对比 2024 年的超长期债规模，今年社会消费品零售增速有望明显提升，但目前，国内消费结构性问题也很突出。汽车等耐用品消费需求的前置效果需要继续政策继续加大力度；居民对未来预期也需要政策更加关注商品零售、餐饮等领域的支撑效果。

图13：中国进出口增速与各地区出口增速



数据来源：Wind、银河期货

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799