

开年经济稳中有增 财政政策仍有支持

方正中期研究院 宏观金融与航运团队 李彦森 F3050205(从业) Z0013871(投资咨询)

2025年3月28日



CONTENT 目录

第一部分

经济基本面与宏观供需

第二部分

价格水平变动情况

第三部分

货币与财政政策

第四部分

汇率与商品市场波动

1、2月经济数据显示，工业增加值、固定资产投资、社会零售消费等数据多数加速或好于预期。

产出方面，名义工增受实际工增影响放慢，价格跌幅减缓略有正向影响。财政刺激下的内需和强出口下的外需均带动产出，库存周期继续主动加进程，该情况或将延续至3月。

前两个月合计投资加快，基建和制造业投资带动增强，地产受到高基数影响跌幅扩大。基建投资增速加快、增量符合季节性。政府净融资延续去年末情况继续加速，对基建投资资金端仍有支持，且3月支持只增不减。制造业投资受经济转型、产业调整和升级影响，整体维持稳定，但短期“挤出效应”或有影响。地产受春节影响明显，销售改善放慢对中上游资金和投资支持暂时下降，未来仍需关注3月和4月时间窗口的地产上游开工、施工变动。普降存量房贷利率减缓居民部门去杠杆速度，但是否扭转趋势至加杠杆尚有不确定性。

消费稳中有升符合预期，春节、消费补贴带动延续。且预计消费补贴力度只增不降（例如消费品以旧换新规模翻倍），消费将继续受到财政支持，且后期可关注服务消费支持情况。但内生角度看，收入是否增长仍是决定长期消费趋势的关键，需关注三方面：居民财务成本下降（降杠杆、降利率尤其房贷）的收入被动改善，财产性收入（股市、地产等）的主动改善，工资性收入的主动改善，目前仅第一点正实现，消费增长的内生逻辑仍需加强。

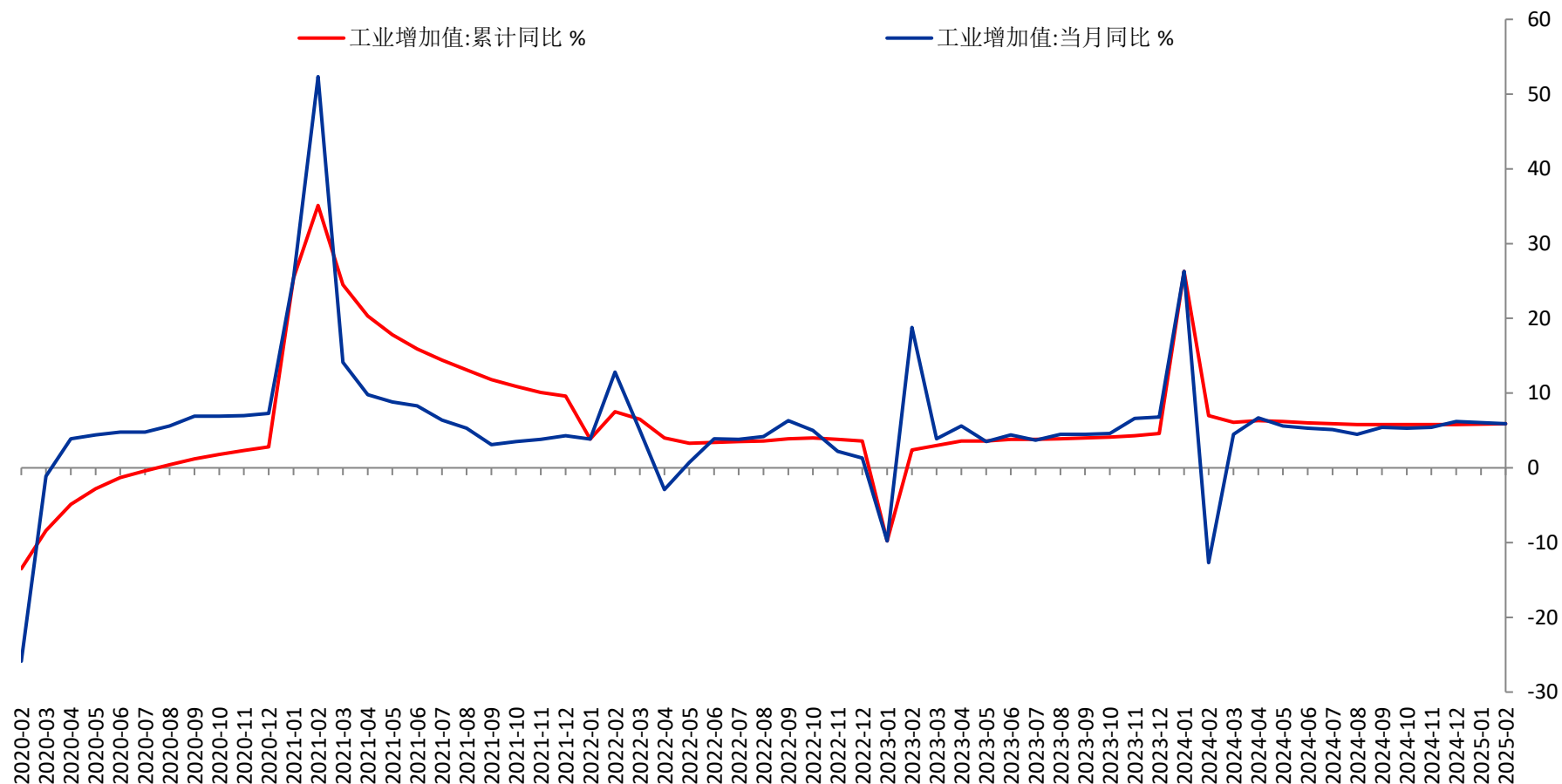
综合来看，年初经济维持平稳，部分分项改善加速。消费仍是今年支撑经济的重点。投资中基建是稳定因素，主要风险仍在于地产投资，一季度末至二季度是重要观察窗口。外需风险不变，背后仍为全球经济周期承压和中美贸易关系不确定性逻辑，也是今年经济面临的主要挑战，尤其二季度需要关注。3月两会确定今年经济增速5%，但暗示下调名义增速预期。以目前政策情况结合去年基数来看，实际增速先上升后下降走势。

- 2月中国官方制造业PMI回升至荣枯线以上，非制造业PMI也有恢复，二者共同带动综合PMI上行。
- 总需求与总供给同步回升，且供给回升速度更快，内需外需均有带动作用，其中外需一定程度仍受到抢出口影响，内需则与财政资金节后加速增长有关，两者短期仍将有带动作用。
- 库存周期方面，产品净需求和原材料净需求均回升；产成品库存和原材料库存一升一降；供给边际和绝对上升程度均大于需求；原材料价格和出厂价格全面改善。结合其他指标来看，库存周期仍位于主动加库存阶段。
- 价格增速延续反弹趋势。预计2月PPI和PPIRM环比将回升，新涨价因素对名义产出带动有所增强。
- 非制造业方面，春节影响结束后，建筑业新订单开始改善。且“保交楼”以及财政资金加速投放带来实物工作量对基建投资产生支持，均仍有利于建筑业改善。服务业受到春节影响程度开始缓和，但仍有小幅走弱，预计3月将进一步改善。
- 总体上看，2月官方制造业PMI开始走出春节影响，节后复工带动下表现超预期，显示内需、外需带动产出同步改善的状况，经济仍维持一定活力，可保持偏乐观看待。往后看，经济所面临的几个重要问题，包括供大于需、价格限制名义产出等仍待改善。短期抢出口效应结束后，随着美国对华商品加关税落地，出口面临的风险不减。内需除消费外，还需要重点关注地产行业尤其投资的变动。

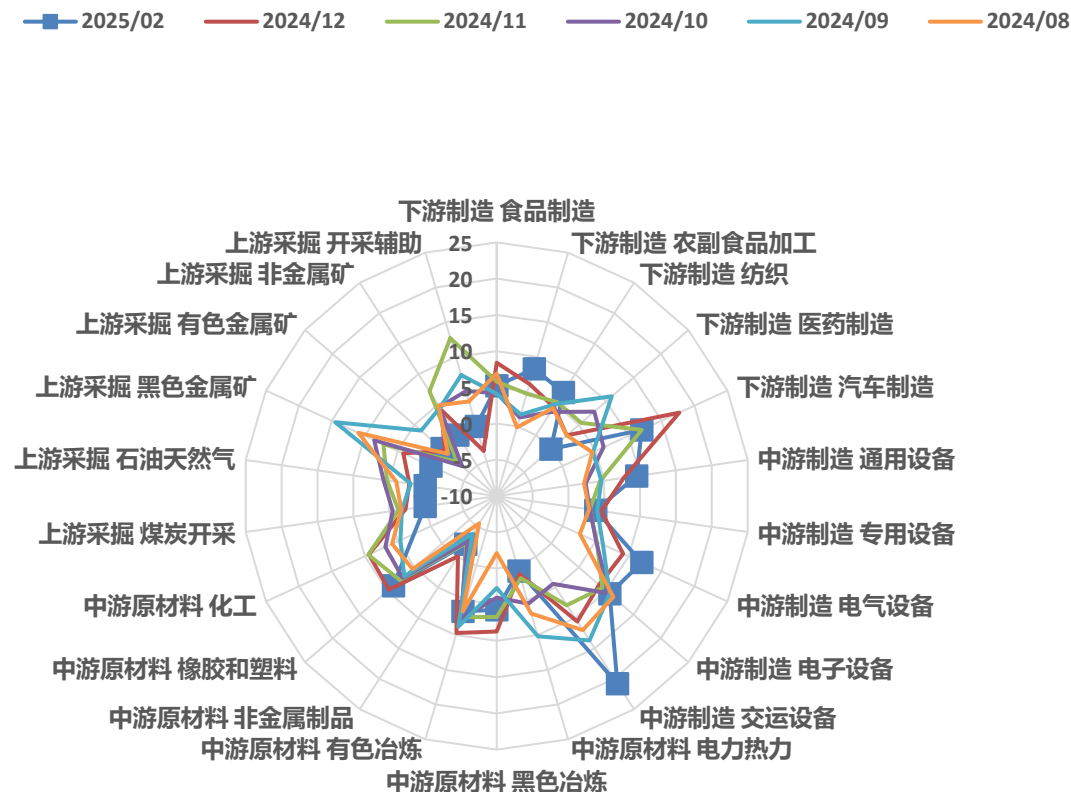
制造业	PMI	生产	新订单	新出口订单	产成品库存	原材料价格	原材料库存	就业	供应商配送	在手订单	进口	采购量	出厂价格	经营预期
2025年2月	50.2	52.5	51.1	48.6	48.3	50.8	47.0	48.6	51.0	46.0	49.5	52.1	48.5	54.5
最近10年分位数水平	51%	58%	60%	58%	83%	35%	5%	58%	96%	71%	64%	76%	35%	37%
5年均值	47.6	47.3	46.9	45.0	48.0	56.5	45.4	45.4	45.8	43.9	45.6	46.7	51.2	54.3
5年历史波动率	6.8	11.2	10.0	9.4	1.6	6.8	6.5	7.7	7.8	5.1	7.8	9.9	5.5	7.2
上月数值	49.1	49.8	49.2	46.4	46.5	49.5	47.7	48.1	50.3	45.6	48.1	49.2	47.4	55.3
本月与上月差值	1.1	2.7	1.9	2.2	1.8	1.3	-0.7	0.5	0.7	0.4	1.4	2.9	1.1	-0.8
5年环比平均	-2.5	-4.0	-3.7	-3.1	0.1	0.5	-3.1	-2.7	-3.1	-1.7	-2.3	-3.1	-1.7	-2.3
5年环比历史波动率	6.7	11.4	10.4	9.9	2.0	2.4	5.7	7.4	8.5	5.6	5.7	8.5	5.6	5.7

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

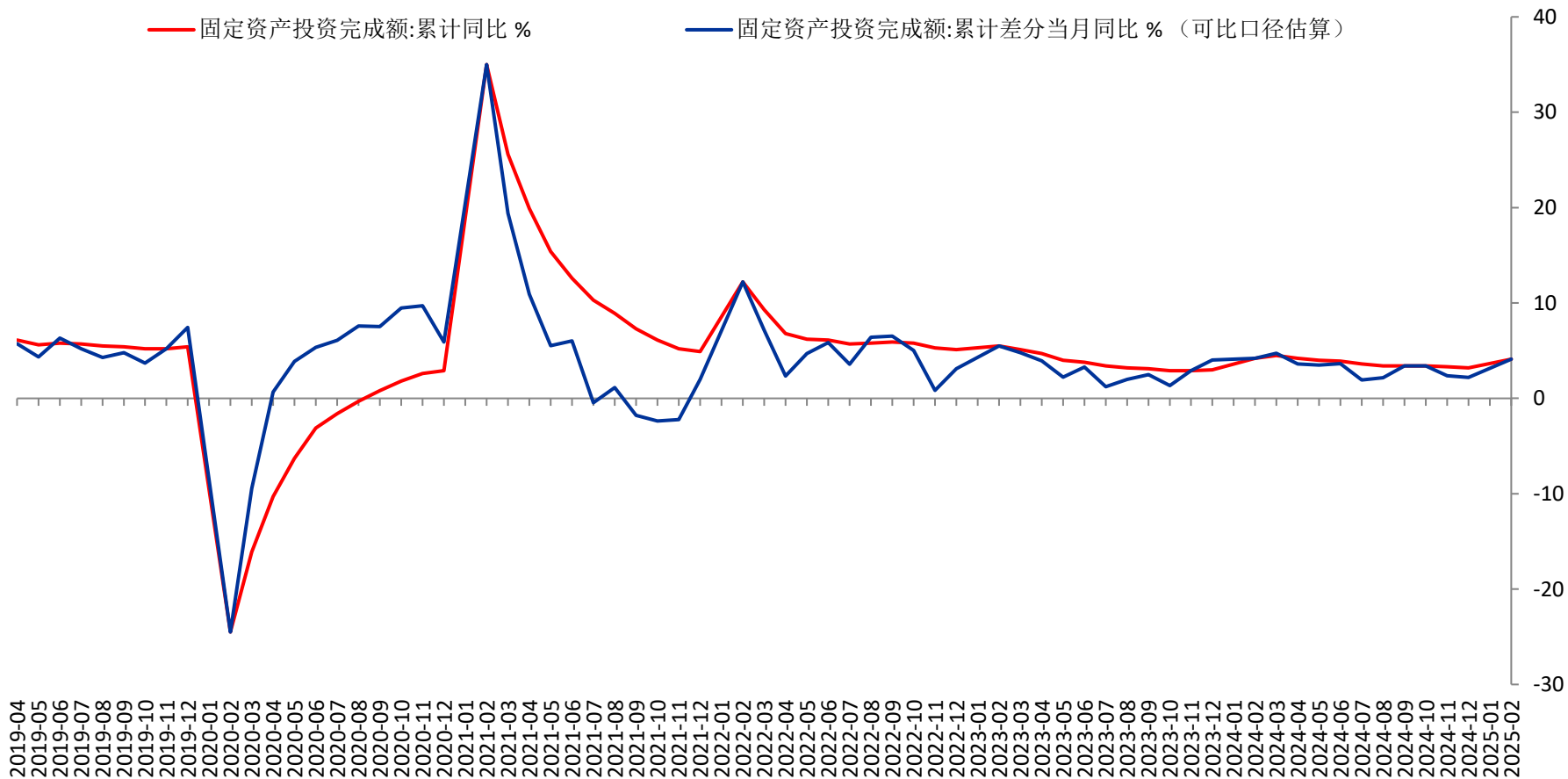
- 数据显示，中国1、2月规模以上工业增加值累计同比增速为5.9%，弱于12月当月的6.2%，但好于预期的5.3%。1、2月季调环比增速分别为0.19%和0.51%，均弱于12月环比增速。
- 我们通过计算得到的数据显示，2月名义工业增加值同比小幅回落至3.7%。



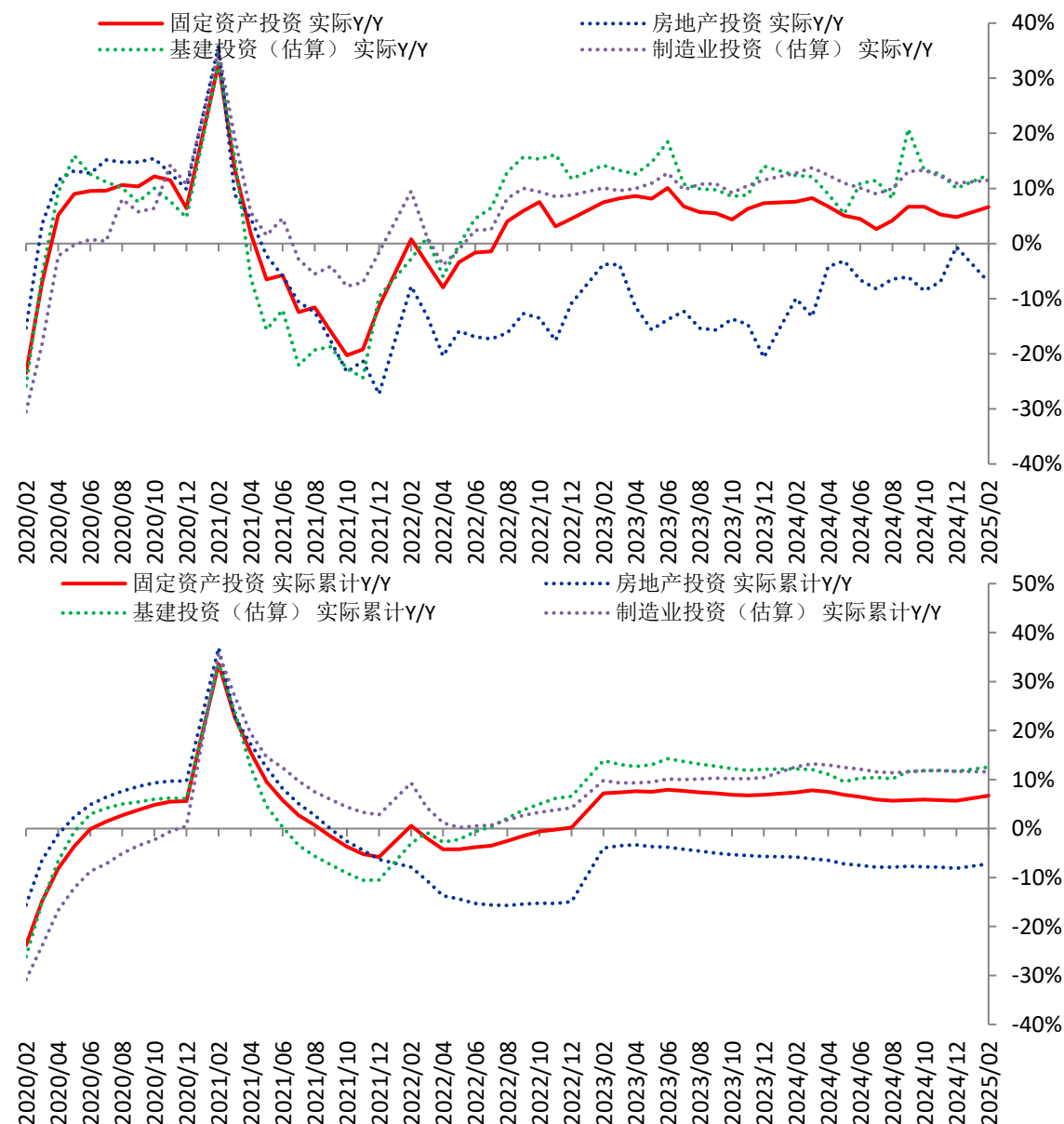
- 总体上看，1、2月名义工增受到实际工增放慢影响而减速，价格跌幅减缓略有正向影响。季调环比增速则显示1月至2月产出速度逐步恢复，与PMI等数据表现一致。
- 企业部门整体营收和利润改善步伐放慢。产销率基本符合季节性，出口交货值略超季节性，与年初以来外需仍维持韧性的情况相符。
- 主要行业产值看。中游原材料行业产值增速变动不大，中下游制造业产值则多有加速。主要产品产量看，原材料变动不一，乙烯和有色产量处于高位，粗钢、水泥相对较低。制造业则多数从去年12月高位回落，但绝对增量不低。尤其是工业机器人、集成电路等产量明显较高，且刷新历史同期最高值。电子产业链中，上游集成电路明显超过下游电脑、手机产量，抢出口迹象明显。同时，发电量也位于历史高位。
- 总体上看，财政刺激下的内需和强出口下的外需均带动产出，库存周期继续主动加进程，经济数据普遍改善的状况，以及改善速度逐步加快的情况或将延续至3月。往后看，外需、设备更新和终端消费仍是主要动力，对应工业装备和耐用消费品的产出强势。但外需带动力需关注抢出口转向出口受海外经济体加税节奏的影响。



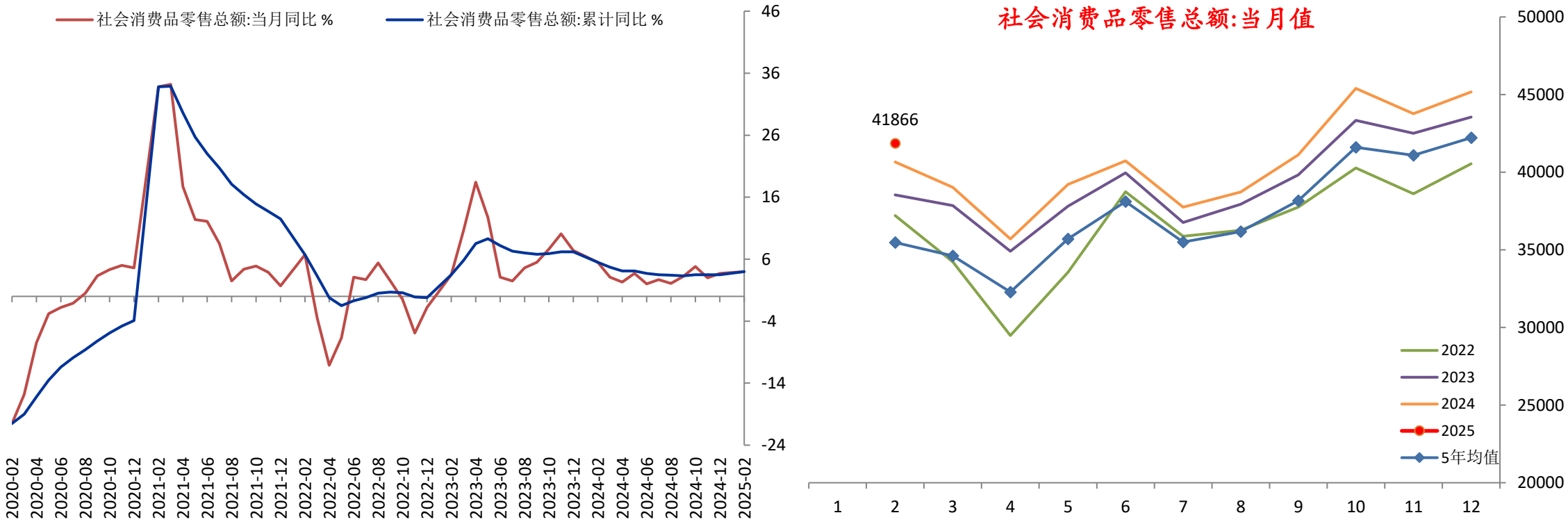
- 投资需求方面，1、2月城镇固定资产投资累计同比增长4.10%，较前值3.2%加速，也强于预期的3.6%。
- 分项中，2月房地产、基建、制造业投资累计同比增速分别为-9.80%、9.95%、9.00%，地产投资负增长幅度收窄。



- 总体上看，前两个月合计投资增速加快，基建和制造业投资带动增强，地产受到高基数影响跌幅扩大。
- 基建投资增速加快、增量符合季节性。政府净融资延续去年末情况继续加速，对基建投资资金端仍有支持，且3月支持只增不减。但全年增量财政更多用于消费、化债等方面，基建相对有限，大幅加量提速的动能不强。预计基建投资后期仍将以稳为主，大超预期可能性不大。
- 制造业投资受经济转型、产业调整和升级影响，整体维持稳定。货币政策宽松以及行政调控加大资金支持、降低融资成本，也有利于制造业投资的流动性增量。但短期存在“挤出效应”。未来继续关注“两重两新”对的支持以及外需风险的不利影响。
- 地产方面，去年四季度房屋销售改善受到春节影响放慢，并对资金和投资支持度下降。节后旧屋销售好转是否对新屋产生带动作用，企业资金和上游投资相关指标表现均待观察。重点关注3月和4月时间窗口的地产上游开工、施工变动。从居民端看，普降存量房贷利率减缓居民部门去杠杆速度，但是否扭转趋势至加杠杆尚有不不确定性。长期看，人口回落、城市化转向平稳等影响下，地产下行周期风险依然较大。



- 消费方面，1、2月名义社会消费品零售总额累计同比增长加速至4.0%，表现符合预期；季调环比角度看，1月和2月名义社会消费品零售总额分别环比增长0.19%、0.35%，均快于去年12月的0.13%。



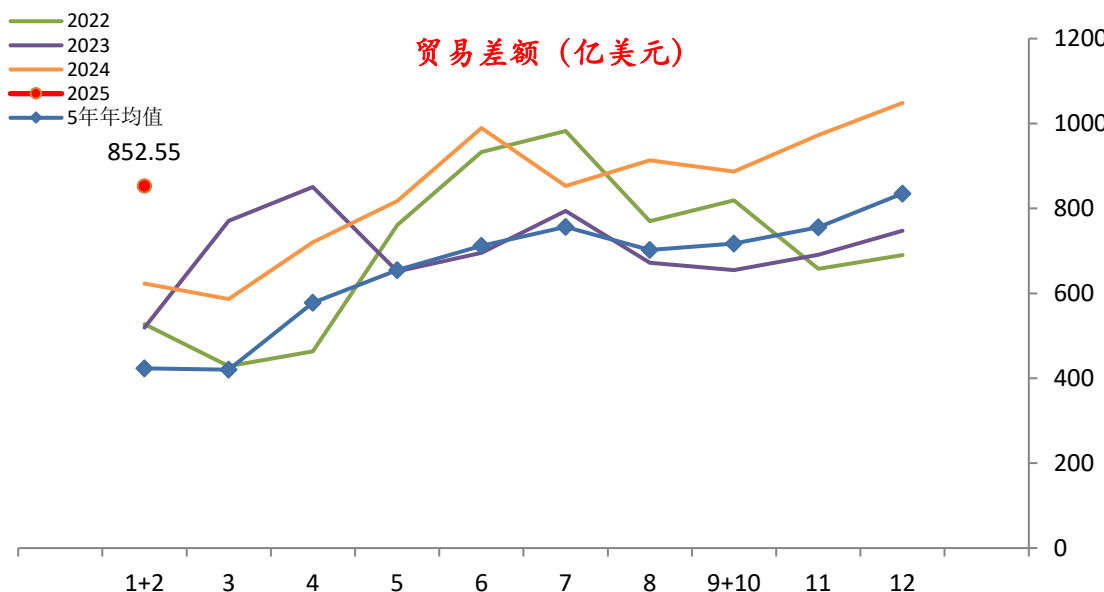
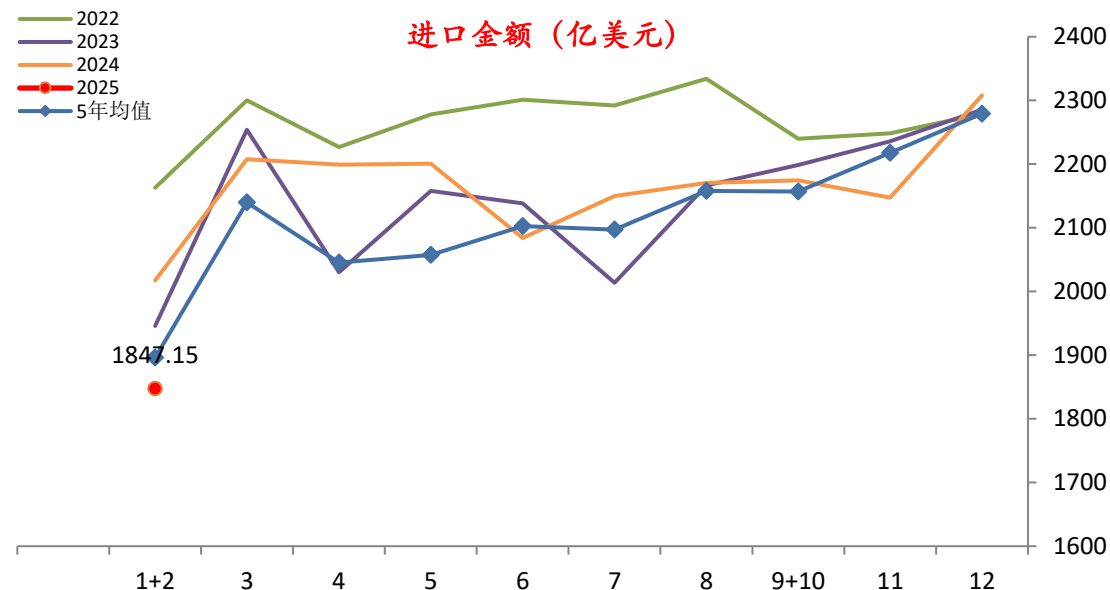
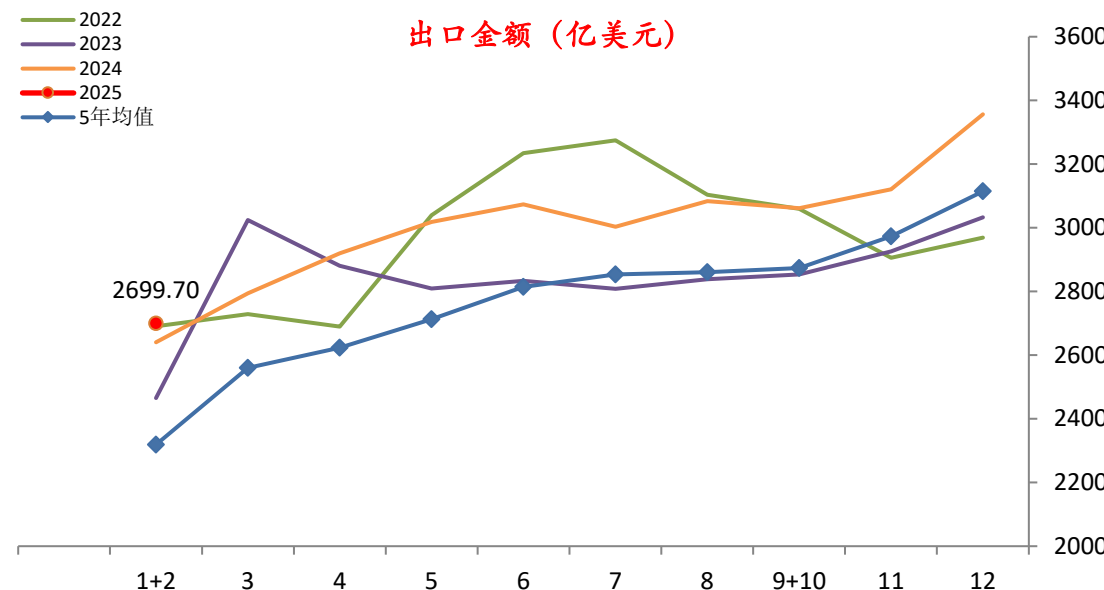
- 总体上看，今年以来社消增量略超季节性，即使去年同期基数偏高同比也有加速。
- 春节前后服务消费明显增长符合逻辑，3月春节影响消除后或出现回落。商品消费无明显下降，补贴政策仍存支持。
- 消费分项情况显示出几个特点。一是春节影响下部分必需品消费，以及带有“节日特征”的可选消费明显增长或处于高位。二是地产相关消费的分化依然存在，家具、家电更多受到二手房活跃度超过新房影响。三是部分商务属性较强的分项表现较好，表明生产端仍有活跃基础。四是从耐用品消费角度看，补贴政策带来的支持仍在，尤其是小型数码耐用品，但汽车、建材等大型耐用品受到节日影响，消费有所放缓。
- 年初政策显示，消费补贴力度只增不降（例如消费品以旧换新规模翻倍），消费将继续受到财政支持，且后期可关注服务消费支持情况。但内生角度看，收入是否增长仍是决定长期消费趋势的关键，需关注三方面：居民财务成本下降（降杠杆、降利率尤其房贷）的收入被动改善，财产性收入（股市、地产等）的主动改善，工资性收入的主动改善，目前仅第一点正实现，消费增长的内生逻辑仍需加强。长期来看，人口增量、年龄结构是制约消费总量、改变消费习惯、影响消费结构和消费升级进程的关键因素。

官方累计同比	必需品消费			改善性消费			地产系消费			汽车系消费		餐饮消费	商品零售
	粮油食品	饮料	日用品	化妆品	文娱用品	书报杂志	家具	家电	建筑材料	汽车	石油及制品		
2025-02	11.50	-2.60	5.70	4.40	25.00		11.70	10.90	0.10	-4.40	0.90	4.30	3.90
2024-12	9.90	2.10	3.00	-1.10	11.10	-1.60	3.60	12.30	-2.00	-0.50	0.30	2.70	3.90
2024-11	9.90	3.20	2.70	-1.30	10.50	-0.20	2.90	9.60	-2.30	-0.70	0.60	4.00	2.80
2024-10	9.90	3.90	2.90	3.00	11.50	1.20	1.90	7.80	-3.00	-1.50	1.30	3.20	5.00
2024-09	9.90	4.50	2.20	-1.00	9.70	1.90	1.10	4.40	-2.60	-2.10	2.30	3.10	3.30
2024-08	9.70	5.30	2.20	-0.50	10.10	1.30	1.30	2.50	-2.00	-2.40	3.20	3.30	1.90
2024-07	9.60	5.60	2.30	0.30	11.10	1.70	2.00	2.30	-1.30	-1.70	3.80	3.00	2.70
2024-06	9.60	5.60	2.30	1.00	11.20	2.20	2.60	3.10	-1.20	-1.10	4.10	5.40	1.50
2024-05	9.30	6.50	2.70	5.40	15.20	2.60	3.00	7.00	-0.40	0.20	4.00	5.00	3.60
2024-04	9.30	6.50	1.50	2.10	13.80	4.80	2.50	5.50	0.60	1.40	3.80	4.40	2.00
2024-03	9.60	6.50	0.70	3.40	14.20	7.30	3.00	5.80	2.40	3.80	4.50	6.90	2.70
2024-02	9.00	6.90	-0.70	4.00	11.30	3.70	4.60	5.70	2.10	8.70	5.00	12.50	4.60

海关公布数据显示：

- 中国1、2月合计出口金额5399.40亿美元，同比增长2.3%，较12月增速10.70%明显放慢，且弱于预期的5.90%。
- 进口金额3694.3亿美元，同比出现8.40%的回落，较前值小幅上涨1.0%明显走弱，同样弱于预期的增长1.0%。
- 贸易顺差大幅上升至1705.30亿美元，刷新历史同期最高记录。

指标	2025/02	2024/12	2024/01
出口金额（亿美元）	5399.40	3356.27	3063.60
出口同比（%）	2.30	10.70	7.70
进口金额（亿美元）	3694.30	2307.89	2226.46
进口同比（%）	-8.40	1.00	15.60
进出口金额（亿美元）	9093.70	5664.16	5290.06
贸易差额（亿美元）	1705.20	1048.38	837.14



- 美元计价出口金额1、2月表现基本符合季节性，同时基数略偏高，同比增速虽有下降，但去年四季度以来总体偏强的态势没有改变。
- 进口金额相对偏低，表现弱于季节性。
- 出口稳定情况之下，进口走弱是导致贸易顺差大幅上升的最直接影响因素。

- 总体上看，1、2月累计出口同比增速放慢，但**增量维持稳定**，进口明显负增长。**出口稳、进口弱**推升贸易顺差刷新历史同期高点。
- 抢出口影响短期内或有所放大。而产能对外转移规避关税等贸易制裁手段，继续反映在集成电路等上游产品出口增加，但电脑、手机等终端消费品出口变动不大。此外，家电等传统优势产品出口和汽车等新兴优势产品出口均维持高位，有助于国内产出增长。
- 进口则主要与**春节影响下补库速度暂时放缓**影响有关。
- 从近期情况看，反应出口改善的相关指标仍在增加，包括全球制造业PMI、主要出口目的地国家PMI等显示**海外经济暂时持稳，有利于中间品出口**。越南，韩国等国出口增速也从侧面印证该逻辑。此外，在美国对华新一轮加关税措施落地前，抢出口影响仍非常明显，对出口形成短期带动。从节奏上看，1月春节前企业为节约库存成本，出口维持高位，节后仍表现偏强是主要超预期方面。进口方面受到春节影响偏低，**预计随着企业全面复工，3月进口将明显改善**。但大宗商品价格偏低对原材料进口金额仍有负面影响。

分类		项目	金额（亿美元）	同比		
				2025/02	2024/12	2024/01
出口	总计	--	5399.40	2.30%	10.70%	7.70%
	贸易方式	一般贸易	3548.84	1.66%	12.84%	5.61%
		来进料加工	1047.48	6.06%	8.19%	-5.79%
		海关监管和保税区	541.44	11.09%	11.42%	18.45%
	产品类型	高新技术产品	1318.91	4.97%	4.30%	2.84%
		机电产品	3237.36	3.77%	12.14%	6.41%
		劳动密集型产品	775.20	-8.82%	6.30%	6.69%
		自动数据处理设备及其零部件	346.27	9.55%	9.12%	8.16%
		手机	186.55	-3.61%	-15.85%	-22.83%
		家用电器	152.16	6.03%	14.09%	14.89%
		集成电路	251.04	11.00%	5.34%	40.70%
		汽车包括底盘和零配件	309.22	1.42%	13.67%	14.53%
	国家地区	发达国家（美国、欧元区、日本）	1786.39	1.77%	9.97%	-5.03%
		新兴国家（印度、巴西、俄罗斯、南非）	492.52	-3.03%	3.79%	7.47%
		亚太地区（香港、台湾、东盟、韩国）	1623.44	4.87%	8.79%	17.54%
进口	总计	--	3694.30	-8.40%	1.00%	15.60%
	贸易方式	一般贸易	2299.62	-12.33%	-3.41%	12.81%
		来进料加工	483.17	-17.95%	7.65%	14.09%
		海关监管和保税区	733.66	-4.48%	11.57%	27.70%
	原材料	大豆（万吨）	#N/A	#N/A	-19.14%	-13.25%
		原油（万吨）	8385.40	-5.05%	-1.08%	1.94%
		初级塑料（万吨）	476.70	2.96%	1.53%	14.35%
		铁矿石（万吨）	19136.10	-8.64%	11.53%	8.05%
		铜（万吨）	83.70	-7.00%	21.91%	10.66%
	工业品	高新技术产品	1094.53	5.79%	12.81%	27.73%
		机电产品	1391.26	1.41%	6.66%	20.21%
		自动数据处理设备及其零部件	120.50	53.45%	56.80%	77.74%
		二极管及类似半导体器件	32.18	-8.81%	5.77%	23.07%
		集成电路	559.63	2.31%	9.57%	27.81%
		汽车包括底盘和零配件	61.01	-39.42%	-29.16%	-11.09%
贸易差额	总计	--	1705.20	--	--	--
	贸易方式	一般贸易	1249.22	--	--	--
		来进料加工和装配 海关监管和保税区	564.31 -192.22	-- --	-- --	-- --



CONTENT 目录

第一部分

经济基本面与宏观供需

第二部分

价格水平变动情况

第三部分

货币与财政政策

第四部分

汇率与商品市场波动

综合来看，2月CPI和PPI表现均弱于预期，春节错位造成的高基数效应对消费价格影响显著。CPI-PPI差值下降至1.5%，二者均值跌幅再度扩大至1.45%。预计一季度GDP平减指数略有下降。

CPI食品和非食品逻辑同理。2月鲜菜、鲜果、猪肉价格全面走弱，服务价格回落，均为春节错位影响。同时燃料价格带来的输入性通缩态势不变。消费补贴和节后促销则造成核心商品CPI走弱。

2月大宗商品价格总体修复以及1月的滞后影响对PPI有一定带动。但节奏上看商品价格冲高回落且行业表现分化增加，以及春节前后开工偏低，是短期PPI下跌“外因为主、内因为辅”的主因。

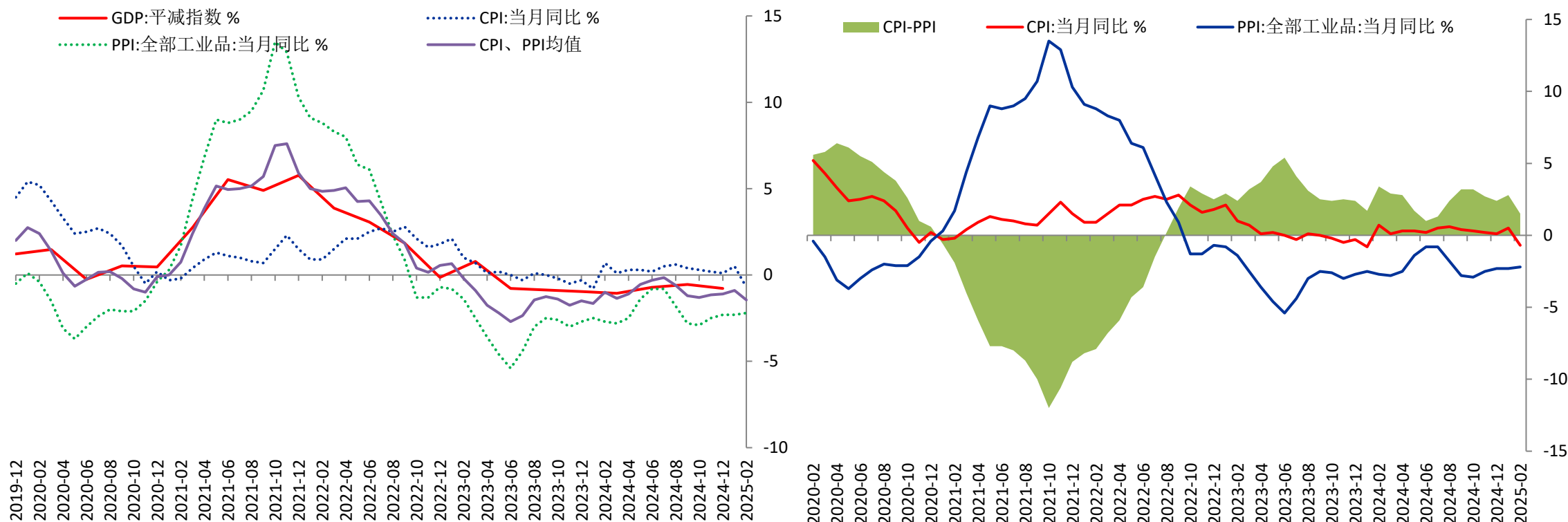
3月初情况显示，鲜菜、鲜果价格均下跌，猪肉价格跌幅扩大，食品价格或仍维持弱势。非食品中能源项受到燃料价格拖累增加，也维持偏弱表现。服务价格或重回稳定。核心商品则需要关注消费补贴力度和收入改善幅度（前者事实上是压力项）。3月CPI或保持弱势，但核心CPI大幅下挫之后有望反弹。长期来看，经济修复、消费复苏节奏将决定消费通胀尤其是核心CPI回升步伐。

PPI方面，商品价格重心再度下移，预计PPI环比仍为负增长的风险不低，同比改善的速度或暂时放缓，且行业分化将进一步扩大。往后看，二季度低基数影响价格同比的程度将减弱，新涨价/跌价因素影响将上升，三季度低基数将再推升同比。长期来看，全球经济、政策尤其国内需求修复节奏，以及商品供给波动均为大宗商品价格和PPI的主要影响。

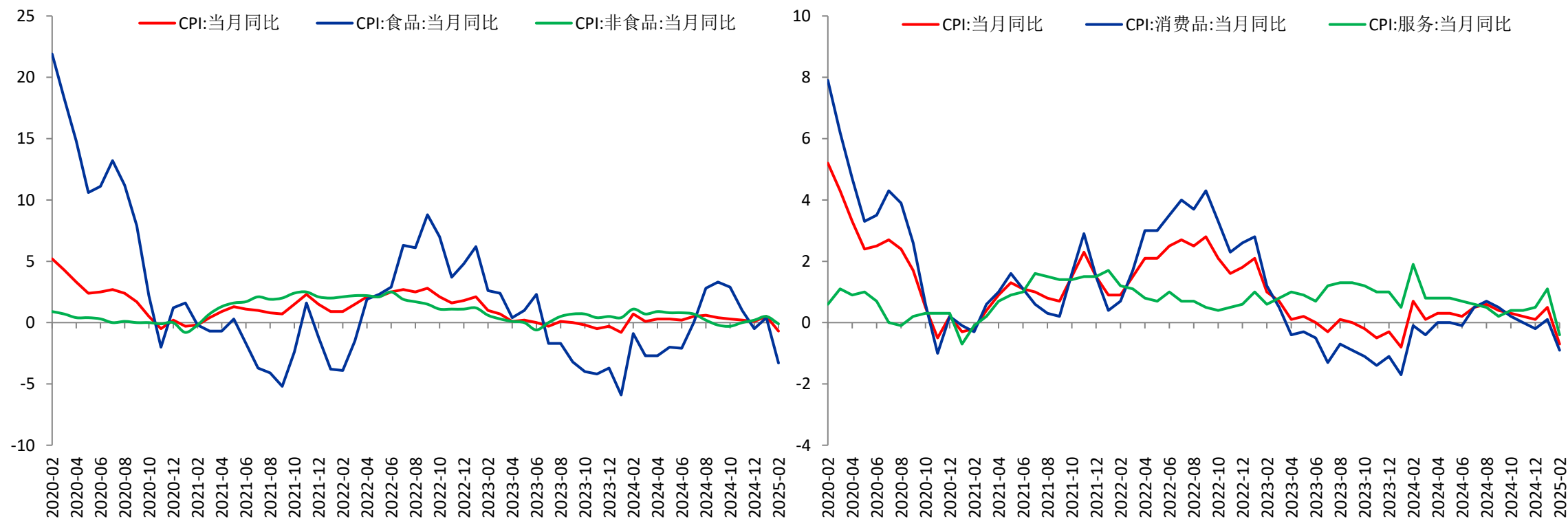
我们预计，随着春节因素结束，新涨价因素将重回焦点。两会确认CPI目标调降至2%符合预期也更加务实，同时也表明决策层对名义增速放慢的容忍度上升。后期仍需关注政策落地节奏以及效果能否增强，供需修复斜率是否继续加速仍有不确定性，对价格支持难言显著上升。

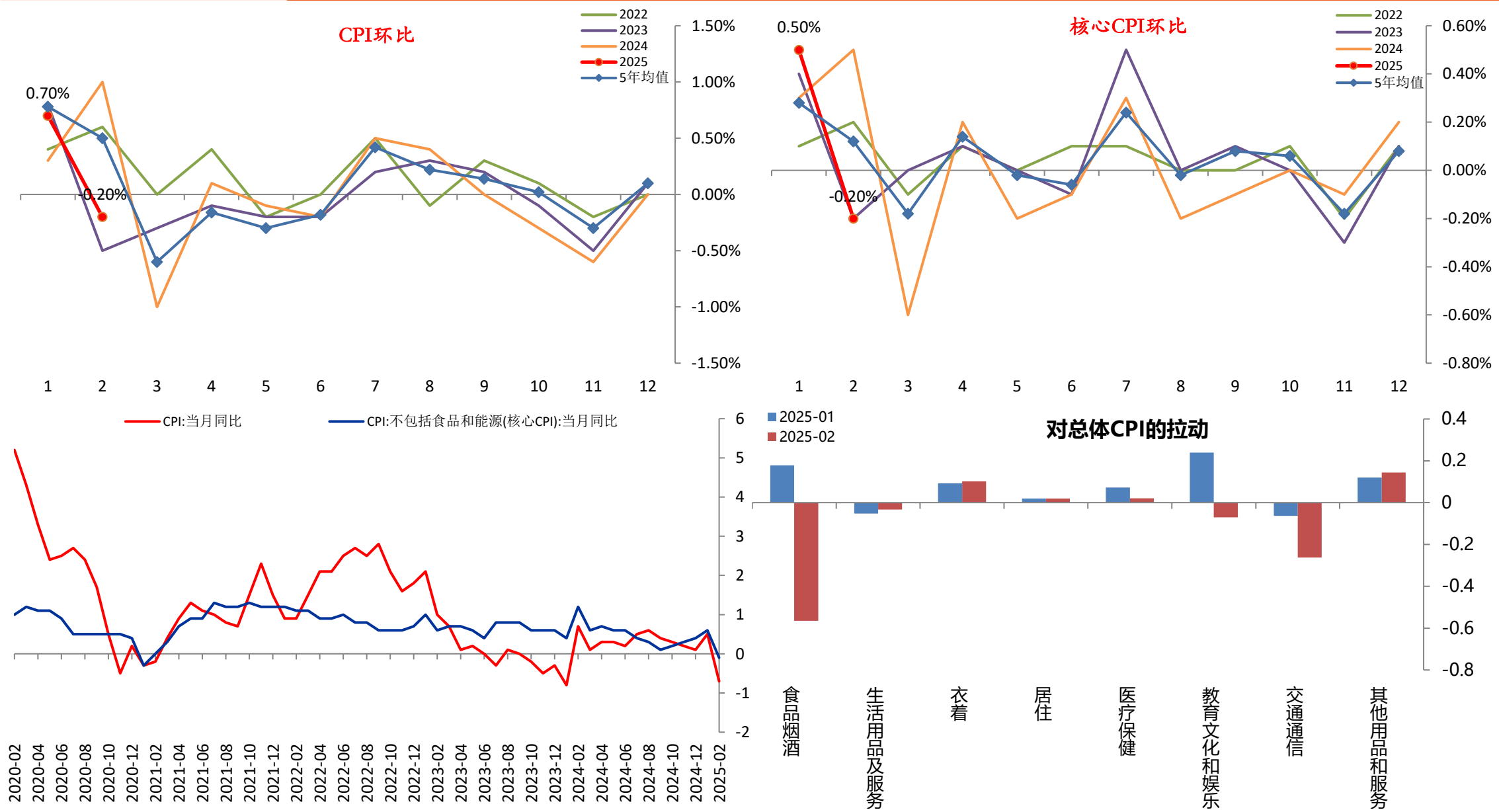
国家统计局公布的数据显示：

- 2月中国CPI同比下降0.7%，明显低于前值0.5%，也弱于预期的-0.5%；PPI同比增速为-2.2%，表现好于前值，但稍弱于预期的-2.1%。
- 此外，核心CPI同比增速明显回落至-0.1%，但主要是受到春节错位影响。



- 总体CPI环比明显回落至-0.2%，边际上看弱于季节性，同比增速下降至-0.7%同时也受春节错位下的高基数影响。
- 主要分项同比上看，食品、非食品、消费品、服务业均全面回落至负增长，明显弱于前值。核心CPI同比下降至-0.1%。相对来看，服务是核心CPI的主要影响。
- 环比来看，食品表现最弱，也是CPI主要新跌价因素。非食品、服务下跌且边际变动弱于季节性。消费品则环比持平。
- 情况显示，春节毫无疑问的是2月CPI变动的主要影响因素——CPI和主要大类从春节前大幅上涨的态势中明显回落，反应节后需求稳定、供给恢复影响，且去年同期基数极高。

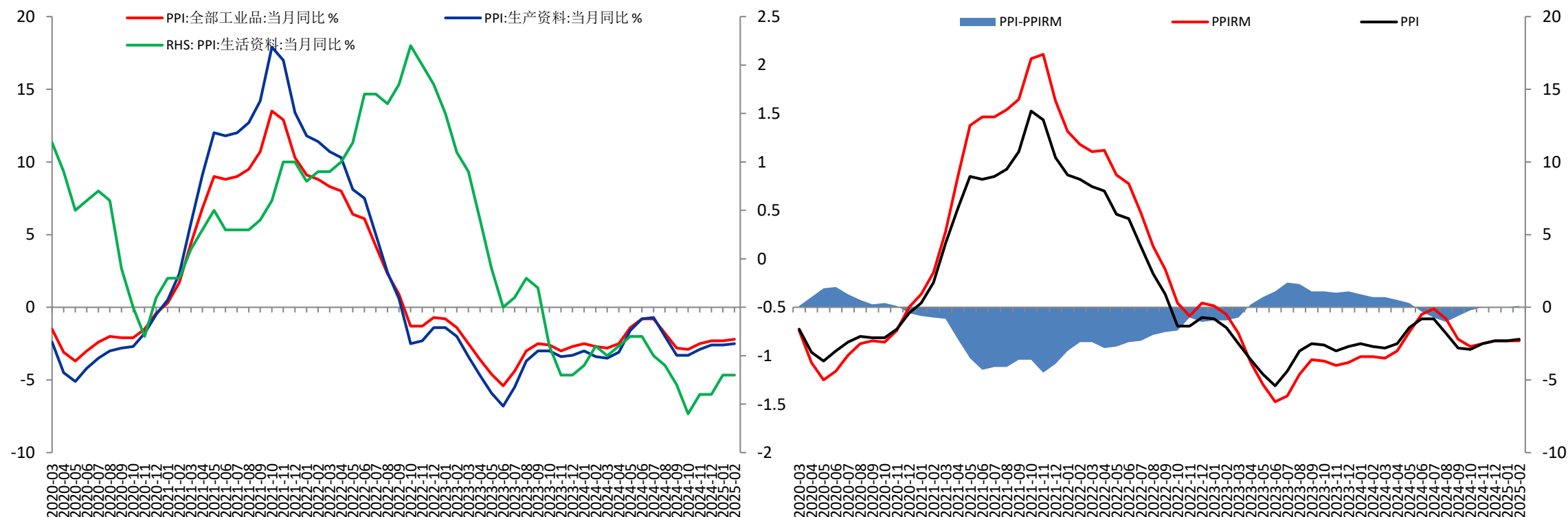




- 总体上看，2月CPI环比明显回落，叠加高基数同比增速大幅下降。主要分项表现类似，食品、非食品、消费品、服务业、核心CPI同比全面回落至负增长。环比来看，食品、服务新跌价拖累最强。春节后需求稳定、供给恢复以及高基数是背后影响因素。
- 食品方面逻辑接近，2月鲜菜、鲜果、猪肉价格全面走弱，春节错位带来的高基数，均是食品价格走弱的原因。
- 非食品方面，服务价格回落也是春节错位影响——2月随着需求集中释放完毕以及供给重新上升，价格由涨转跌符合逻辑。同时燃料价格带来的输入性通缩态势不变。消费补贴和节后促销则造成核心商品CPI走弱。
- 情况显示，3月以来鲜菜、鲜果价格均下跌，猪肉价格跌幅扩大，食品价格或仍维持弱势。非食品中能源项受到燃料价格拖累增加，也维持偏弱表现。服务价格或重回稳定。核心商品则需要关注消费补贴力度和收入改善幅度（前者事实上是压力项）。春节影响消散后，新涨价因素将重回焦点，3月CPI或保持弱势，但核心CPI大幅下挫之后有望反弹。长期来看，经济修复、消费复苏节奏将决定消费通胀尤其是核心CPI回升步伐。

CPI分项	单位：%	当月同比	上月同比	同比变动	环比	环比3MMA
总体CPI		-0.7	0.5	-1.2	-0.2	0.17
食品		-3.3	0.4	-3.7	-0.5	0.07
非食品		-0.1	0.5	-0.6	-0.1	0.20
核心CPI		-0.1	0.6	-0.7	-0.2	0.17
消费品		-0.9	0.1	-1.0	0.0	0.17
服务		-0.4	1.1	-1.5	-0.5	0.17
食品烟酒		-1.9	0.6	-2.5	-0.2	0.13
:粮食		-1.3	-1.4	0.1	0.0	-0.03
:食用油		-2.0	-2.5	0.5	0.0	-0.10
:鲜菜		-12.6	2.4	-15.0	-3.8	-0.10
:鲜果		-1.8	0.6	-2.4	1.8	1.37
:畜肉类		-1.8	2.5	-4.3	-0.9	-0.60
:猪肉		4.1	13.8	-9.7	-1.9	-1.00
:牛肉		-13.3	-13.1	-0.2	-0.6	-0.50
:羊肉		-6.6	-5.6	-1.0	0.2	0.00
:水产品		-3.6	1.2	-4.8	1.2	1.33
:蛋类		-2.7	0.7	-3.4	-5.5	-1.97
:奶类		-1.4	-1.7	0.3	-0.1	-0.30
:烟草		0.4	0.5	-0.1	0.0	0.03
:酒类		-1.9	-2.5	0.6	-0.3	-0.40
衣着		1.2	1.1	0.1	-0.1	-0.10
:服装		1.4	1.3	0.1	-0.1	-0.10
:鞋类		0.3	0.2	0.1	0.1	-0.03
居住		0.1	0.1	0.0	0.0	0.03
:租房房租		-0.2	-0.2	0.0	0.1	0.03
:水电燃料		0.3	0.4	-0.1	-0.1	0.03
生活用品及服务		-0.7	-1.1	0.4	-0.1	0.30
:家用器具		-3.3	-3.5	0.2	0.2	0.33
:家庭服务		1.8	4.7	-2.9	-4.4	0.60
交通和通信		-2.5	-0.6	-1.9	-0.4	0.53
:交通工具		-4.4	-4.1	-0.3	-0.2	-0.07
:交通工具用燃料		-1.2	-0.6	-0.6	1.3	1.17
:交通工具使用和维修		-2.0	1.2	-3.2	-0.6	0.07
:通信工具		1.3	0.6	0.7	-0.4	0.73
:通信服务		0.0	0.0	0.0	0.0	0.00
:快递服务		-0.5	0.9	-1.4	-1.5	0.00
教育文化和娱乐		-0.5	1.7	-2.2	-0.5	0.33
:教育服务		1.3	1.2	0.1	0.0	0.00
:旅游		-9.6	7.0	-16.6	-4.4	2.43
医疗保健		0.2	0.7	-0.5	0.0	-0.03
:中药		0.5	0.7	-0.2	-0.1	0.07
:西药		-1.1	-1.1	0.0	-0.1	-0.07
:医疗服务		0.6	1.2	-0.6	0.0	-0.07
其他用品和服务		6.5	5.4	1.1	0.7	0.77

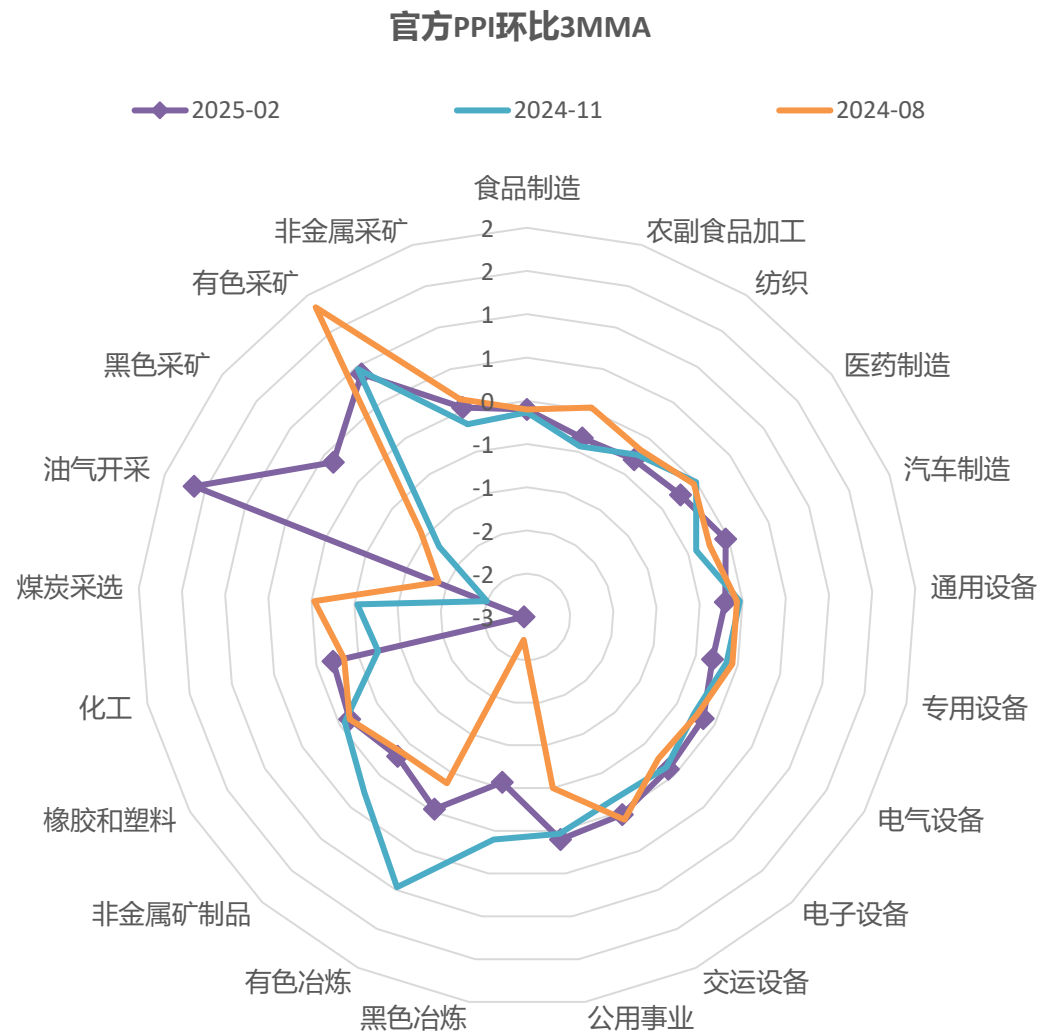
- PPI环比小幅下跌0.1%，表现好于去年同期，边际变动符合季节性，同比增速跌幅收窄至2.2%，略弱于预期。价格对企业名义产出、营收和利润的负面影响依然存在。
- PPIRM跌幅继续保持-2.3%不变。PPI与PPIRM差值小幅上升至0.1%，下游相对上游利润改善速度略有加快。



- 2月行业PPI分化幅度扩大，尤其是上游行业表现更明显——有色涨幅明显扩大同时煤炭开采、油气开采行业跌幅加大，黑色开采变动不大。中游原材料、加工组装和下游行业变动相对较小，多数行业延续负增长。
- 产业链角度看则变动不大。能化跌幅最明显，包括煤炭、油气产业链总体负增长上游跌幅扩大。黑色产业链变动不大，仍有明显下跌。有色产业链则延续大幅上涨。主要制造业方面，多数继续下跌，但其中交运设备制造涨幅略有扩大。电子和汽车制造业则维持不变。
- 2月大宗商品价格总体修复以及1月的滞后影响对PPI有一定带动。节奏上看，2月下旬商品价格冲高回落，且行业表现分化增加，这也是油气、煤炭能能源开采拖累中上游原材料行业，以及与出口、制造业产出韧性下有色维持强势的原因。此外，春节前后一段时间开工偏低也有影响。

官方PPI同比	下游行业					中游行业											上游行业				
						加工组装					原材料										
日期	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电力、热力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业
2025-02	-1.70	-4.20	-2.10	-1.00	-3.10	-1.30			-1.80	0.40	-0.80	-10.60	9.50	-0.20	-1.40	-3.60	-12.50	-3.30	-13.20	21.20	-3.50
2025-01	-1.80	-4.30	-1.70	-1.10	-3.10	-1.20	-1.60	-1.60	-1.80	0.20	-1.50	-10.70	9.30	-0.20	-1.40	-4.00	-10.10	-1.30	-13.70	18.90	-3.00
2024-12	-1.60	-4.30	-1.70	-0.50	-3.80	-1.00	-1.20	-2.10	-1.90	0.10	-0.70	-9.50	10.00	-0.30	-1.60	-4.80	-8.00	-6.20	-11.40	19.10	-3.00
2024-11	-1.80	-4.70	-1.90	-0.90	-3.10	-1.10	-1.20	-2.40	-2.50	0.20	-0.90	-8.20	9.70	-0.50	-1.80	-5.00	-6.30	-12.50	-9.10	18.50	-3.40
2024-10	-1.80	-5.00	-1.80	-1.10	-3.10	-1.00	-1.20	-2.70	-2.90	0.20	-1.80	-7.50	8.30	0.10	-1.90	-5.60	-5.60	-14.60	-7.70	16.30	-4.70
2024-09	-1.60	-4.90	-1.50	-1.20	-2.30	-1.00	-1.00	-3.10	-2.80	0.50	-2.20	-11.10	5.90	1.20	-1.70	-4.10	-2.60	-10.10	-6.50	15.90	-5.10
2024-08	-1.50	-4.00	-1.10	-0.90	-2.20	-1.00	-0.80	-3.00	-2.40	0.60	-2.20	-8.00	7.60	0.90	-1.80	-1.20	-0.10	-3.30	0.70	17.10	-5.10
2024-07	-1.10	-2.70	-0.80	-1.20	-2.10	-1.10	-0.80	-2.80	-2.60	0.50	-1.90	-3.70	10.60	0.10	-1.90	0.30	0.30	6.70	3.80	18.10	-5.60
2024-06	-1.10	-2.20	-0.70	-1.00	-2.30	-1.00	-0.70	-2.90	-2.10	0.00	-2.00	-2.10	11.50	-1.60	-2.10	-0.60	-1.60	8.00	5.90	17.00	-6.90
2024-05	-1.10	-3.40	-0.60	-0.70	-2.00	-0.80	-0.60	-3.00	-1.90	0.00	-1.80	-3.70	8.90	-2.00	-2.40	-3.40	-9.00	9.40	4.60	13.50	-8.80
2024-04	-1.20	-3.60	-0.70	-0.70	-2.00	-0.80	-0.70	-4.20	-2.00	-0.10	-2.10	-8.50	3.60	-2.30	-2.50	-5.40	-14.20	9.40	0.60	7.60	-9.00
2024-03	-1.20	-4.40	-0.70	-0.60	-1.50	-0.50	-0.80	-4.30	-2.50	-0.40	-1.70	-7.20	0.60	-2.00	-2.80	-6.30	-15.00	6.30	6.70	3.40	-8.10
2024-02	-0.90	-3.80	-0.80	-0.50	-1.50	-0.50	-0.90	-4.50	-2.10	-0.50	-2.60	-4.90	-0.20	-2.30	-3.00	-6.60	-14.70	4.20	12.10	4.50	-7.70

- 2月PPI环比下跌但好于去年同期，同比跌幅收窄。价格对企业名义产出、营收和利润的负面影响依然存在。PPI与PPIRM差值小幅上升至0.1%，下游相对上游利润改善速度略有加快。
- 2月大宗商品价格总体修复以及1月的滞后影响对PPI有一定带动。节奏上看，2月下旬商品价格冲高回落，且行业表现分化增加，这也是油气、煤炭能能源开采拖累中上游原材料行业，以及与出口、制造业产出韧性下有色维持强势的原因。而春节前后开工偏低则是短期PPI下跌“外因为主、内因为辅”的另一方面。
- 3月初商品价格跟随2月末以来节奏，重心小幅下移，同时能源继续加速下跌、黑色也不改弱势、有色维持相对强势，叠加前期价格波动的后续影响，预计PPI环比仍为负增长的风险不低，同比改善的速度或暂时放缓，且行业分化将进一步扩大。往后看，二季度低基数影响价格同比的程度将减弱，新涨价/跌价因素影响将上升，三季度低基数将再推升同比。长期来看，全球经济、政策尤其国内需求修复节奏，以及商品供给波动均为大宗商品价格和PPI的主要影响。





CONTENT 目录

第一部分 经济基本面与宏观供需

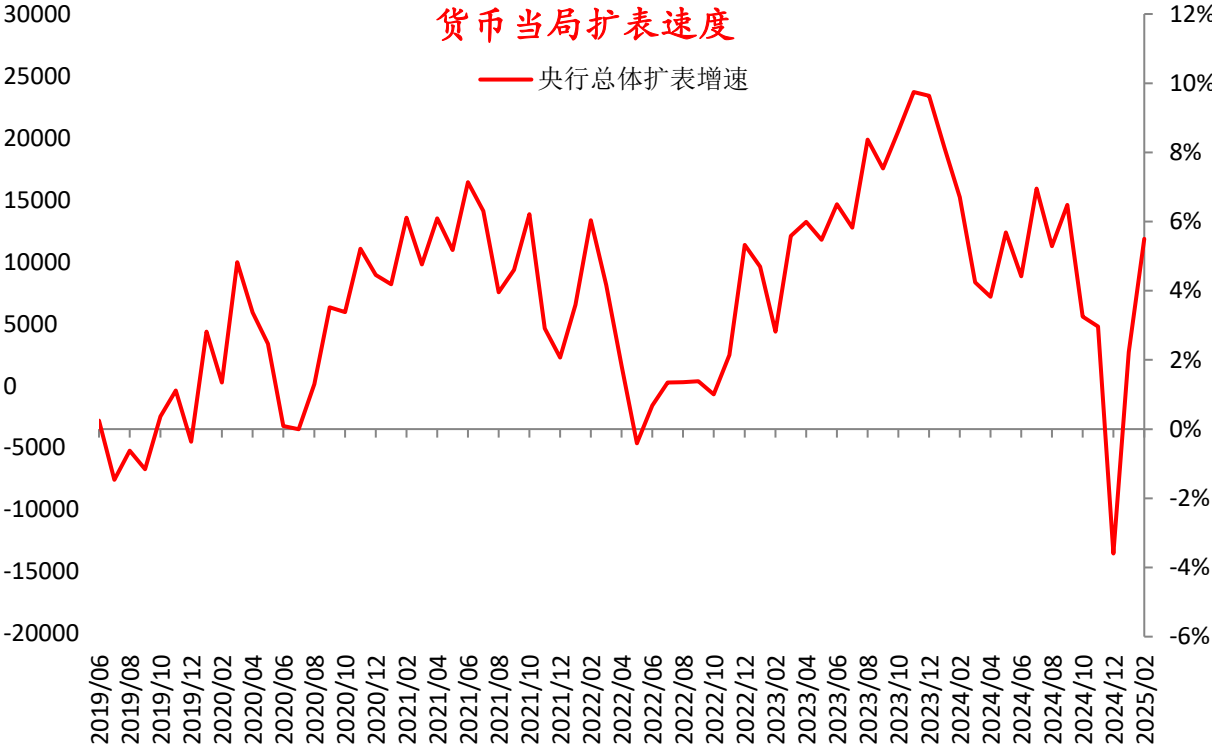
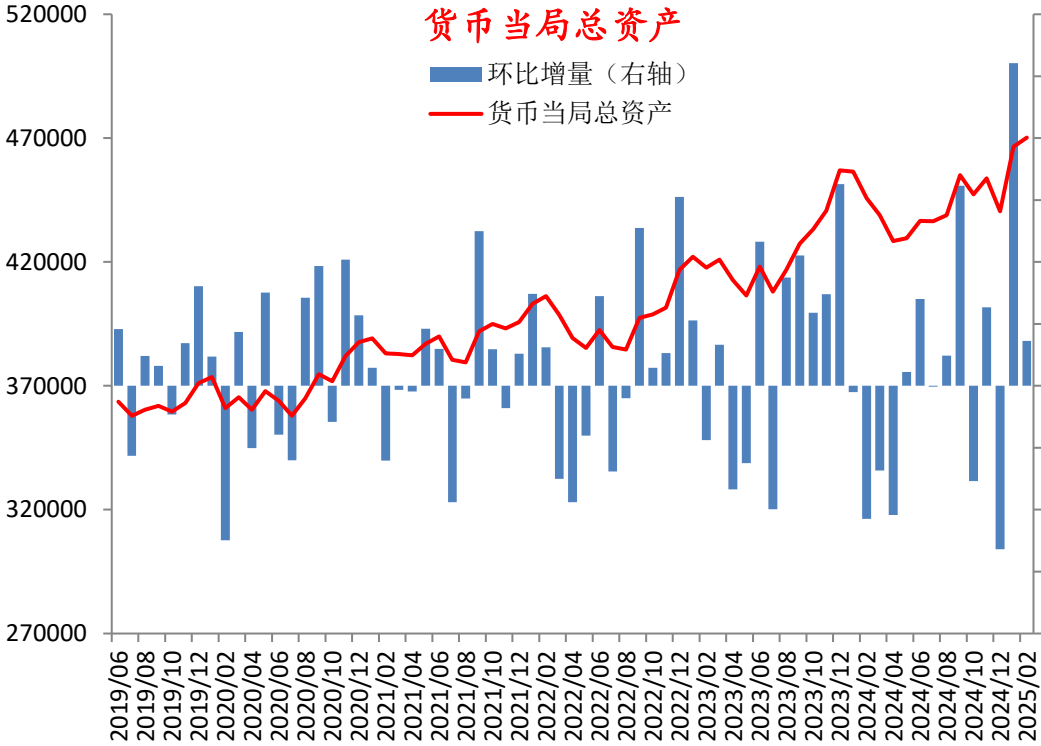
第二部分 价格水平变动情况

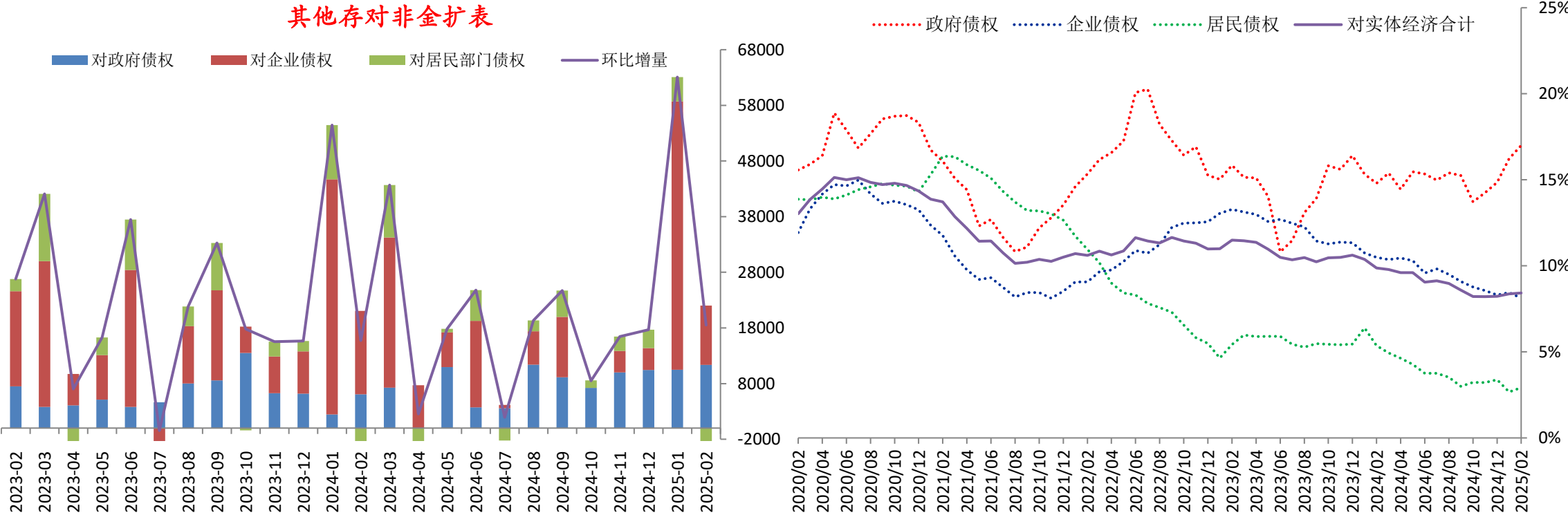
第三部分 货币与财政政策

第四部分 汇率与商品市场波动

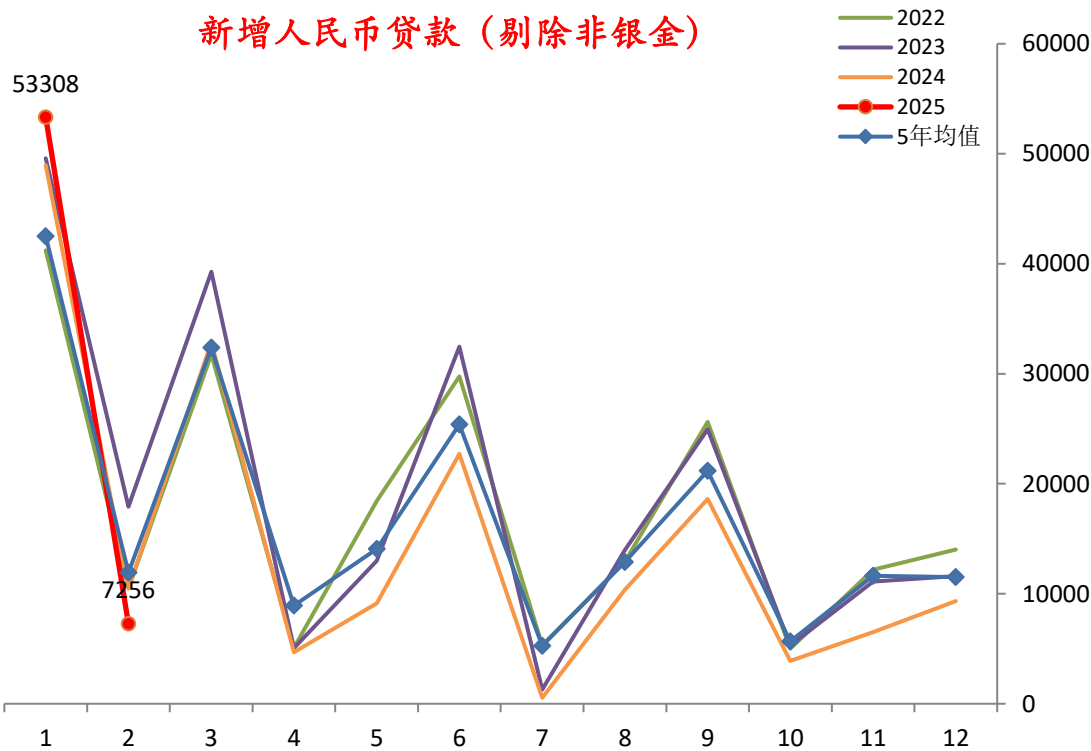
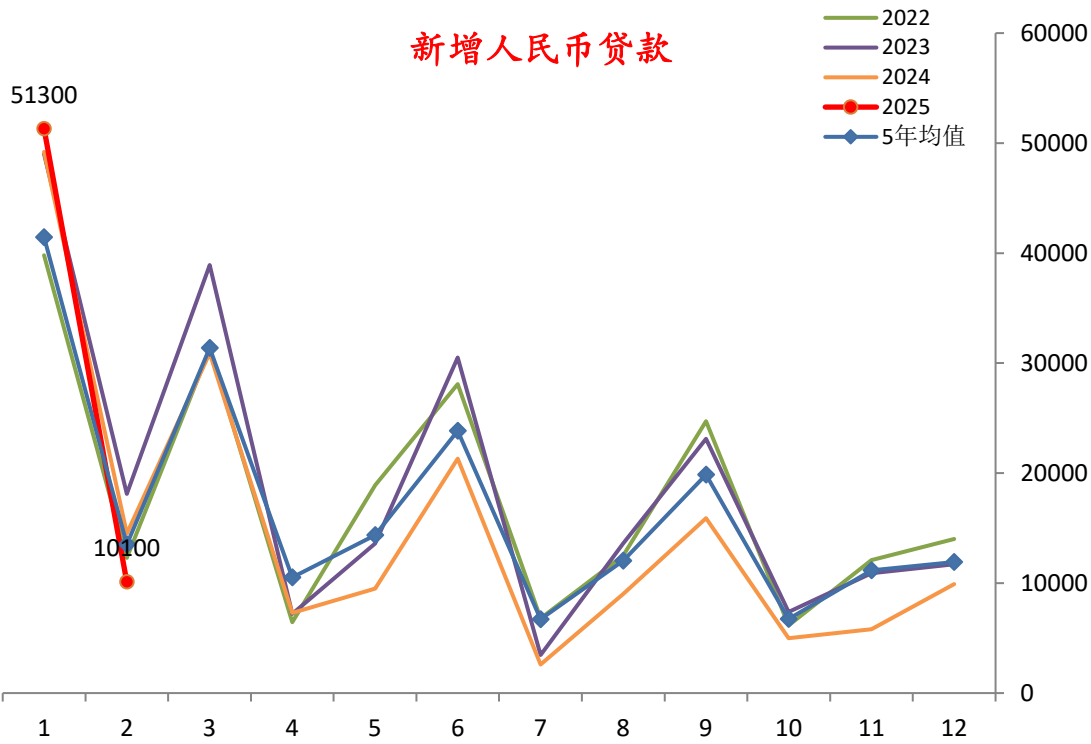
金融角度看，政府融资变动是2月金融数据主带动。广义社融增速持续回升，已经形成反弹趋势，且二季度开始受低基数影响或加速回升。货币信贷增速差持续放大，M2增速回落、社融增速加快均有影响，上行趋势短期难以再现。从流动性角度看，无风险收益率与货币信贷增速差缺口弥补，后者开始对利率产生向下带动。政策预期已经开始落地，经济预期有所改善，但价格改善预期仍不强。后期两会政策落地节奏，尤其是降息、降准等全面政策落地是短期市场焦点，同时经济基本面好转可能加速资金进入实体经济，并加剧资产荒逻辑的风险，无风险利率或已从持续下降趋势进入阶段震荡趋势。

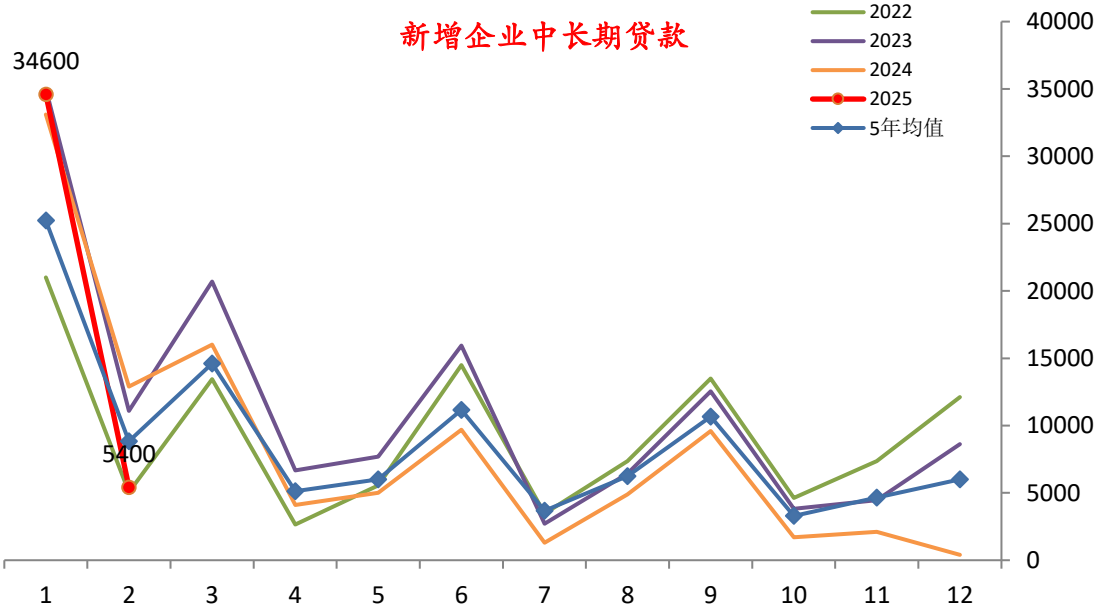
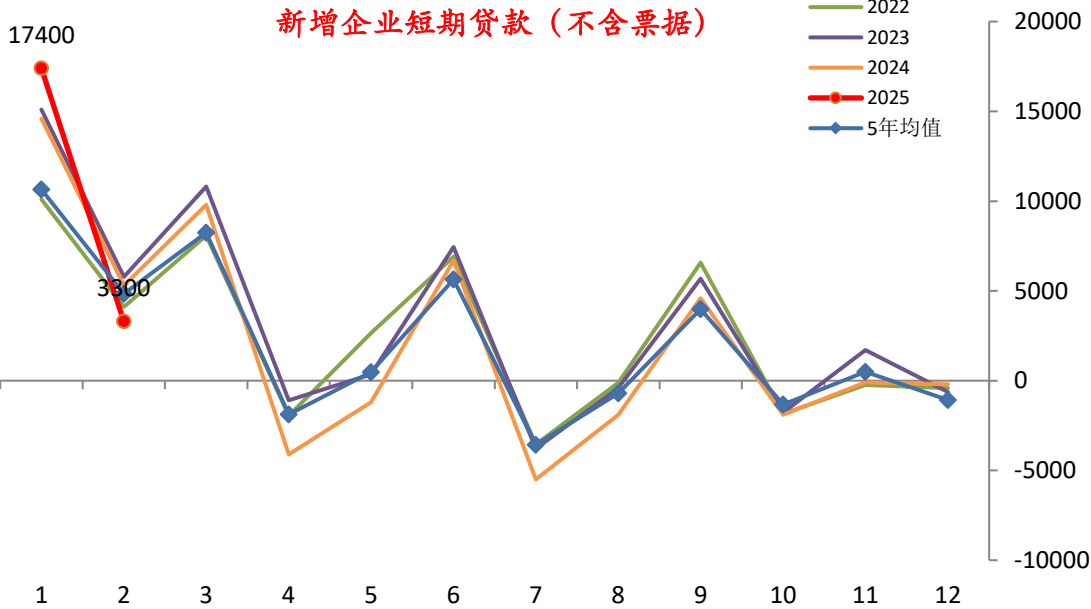
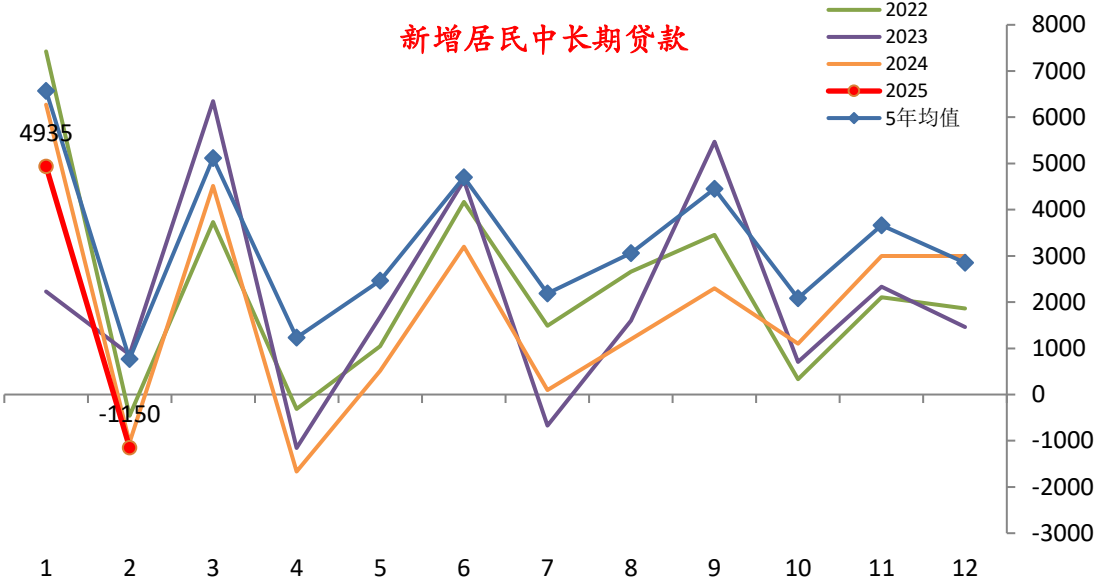
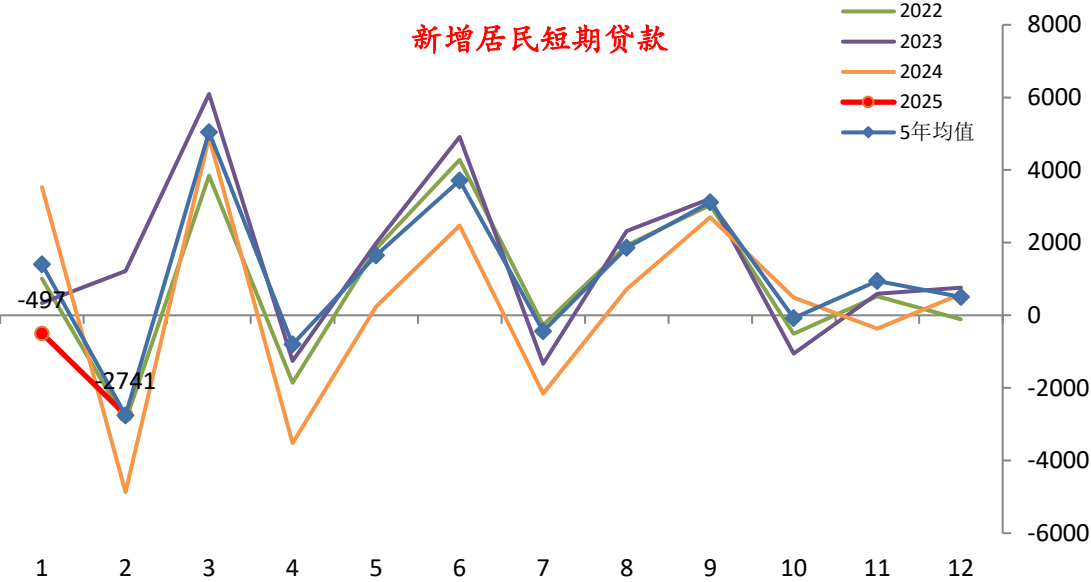
财政方面，1、2月全国公共财政收入增速放慢至负增长，但支出仍维持稳定，财政盈余走弱。去年四季度政策大幅转向后，经济进入修复轨道上。今年初春节扰动的因素增加，导致收支出现一定波动。结合四季度以来房屋销售持续改善已经传导至中游行业流动性和上游土地购置情况看，投资受到拉动的可能性正在增加，广义财政改善的主要阻力——土地出让金收入边际改善势头或延续，该项对广义财政的约束将会减弱。此外，春节影响结束后，经济修复对企业营收、狭义财政的支持效果也将继续显现，但商品价格反弹后回落，对名义增长带动的持续性暂时不足。财政增量更多仍依赖财政赤字、特别国债、地方专项债等。今年两会提出的财政增量累计多达11.86万亿元，相当于8.38%广义财政赤字率效果。往后看，预计增量财政政策主要在二三季度落地，对经济带动相应增强。

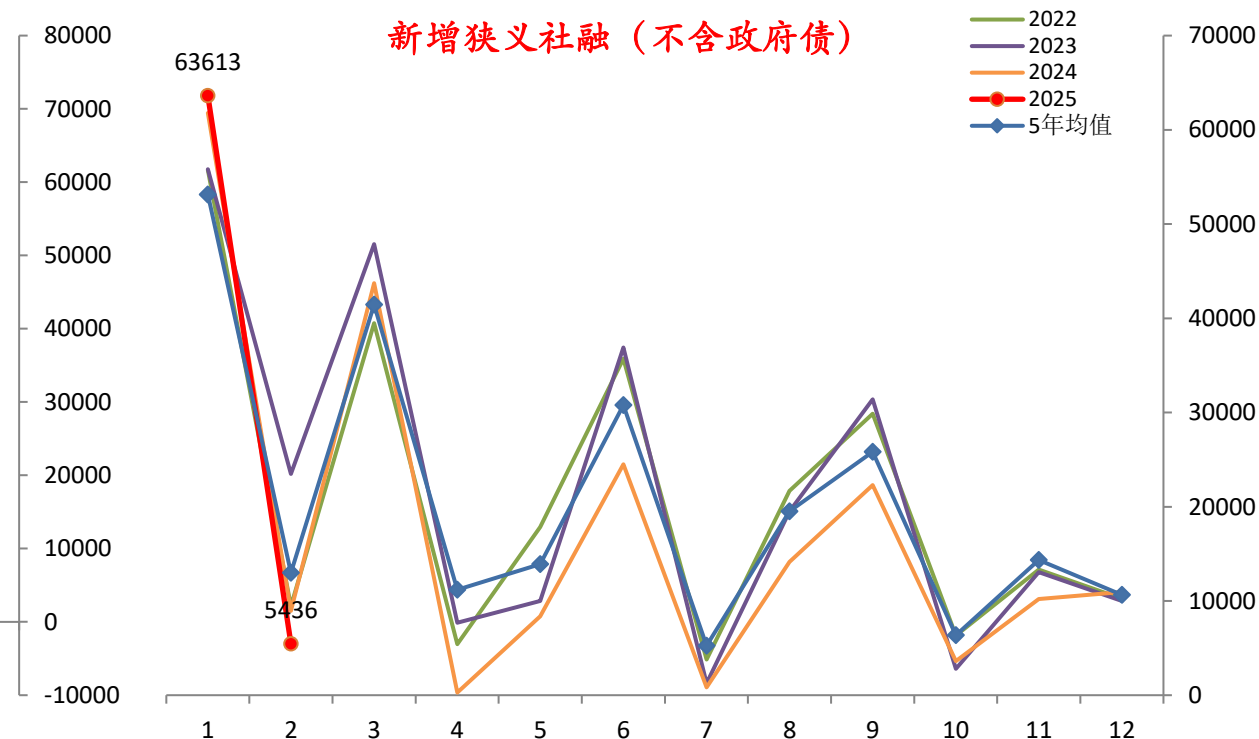
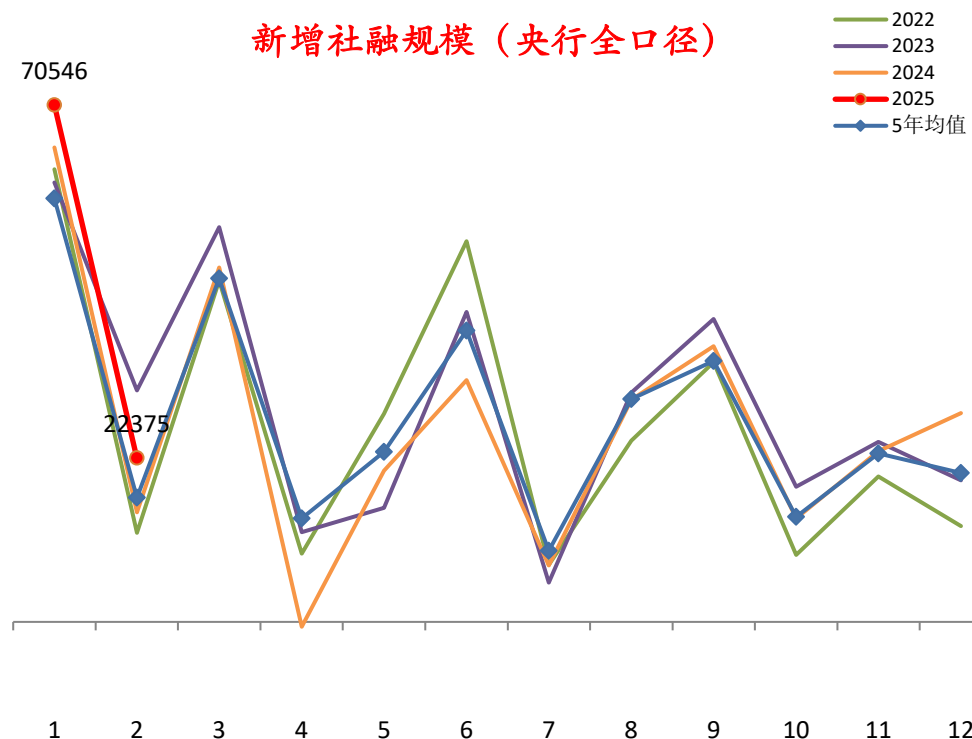




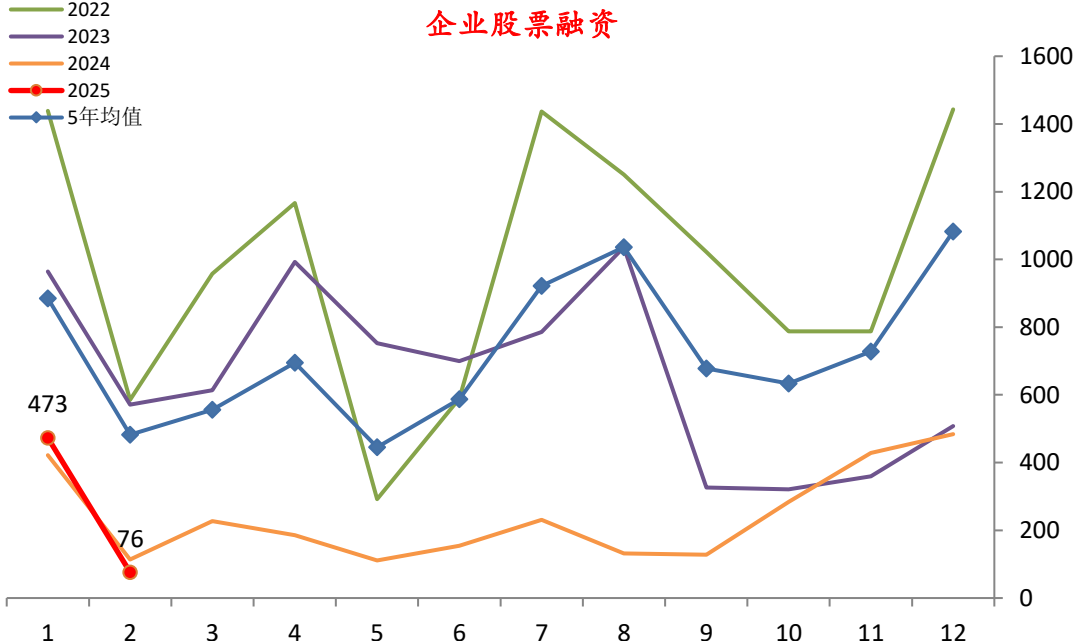
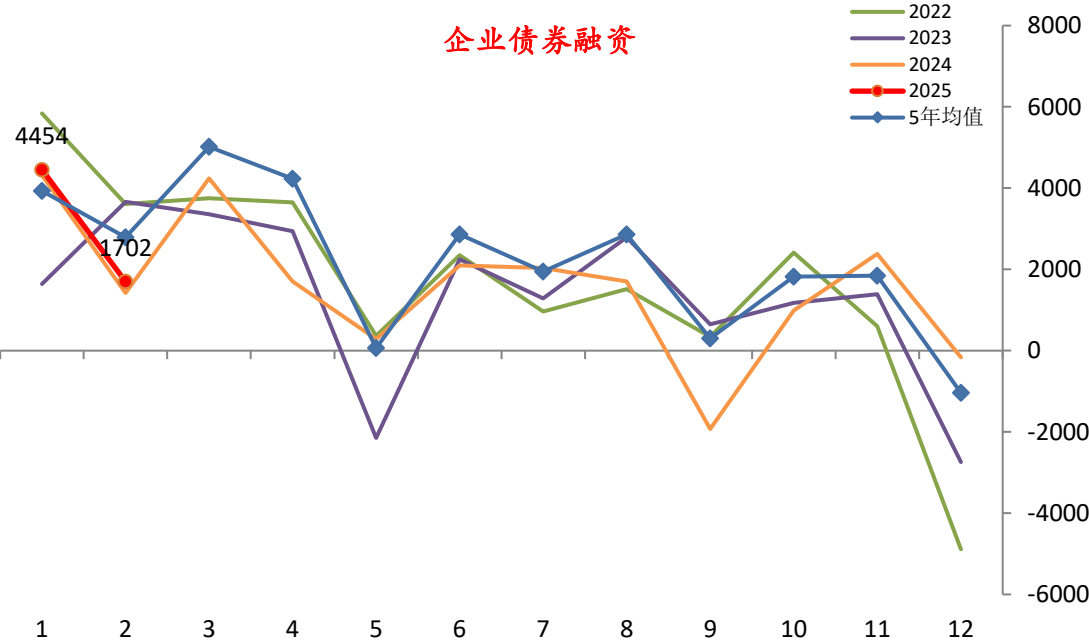
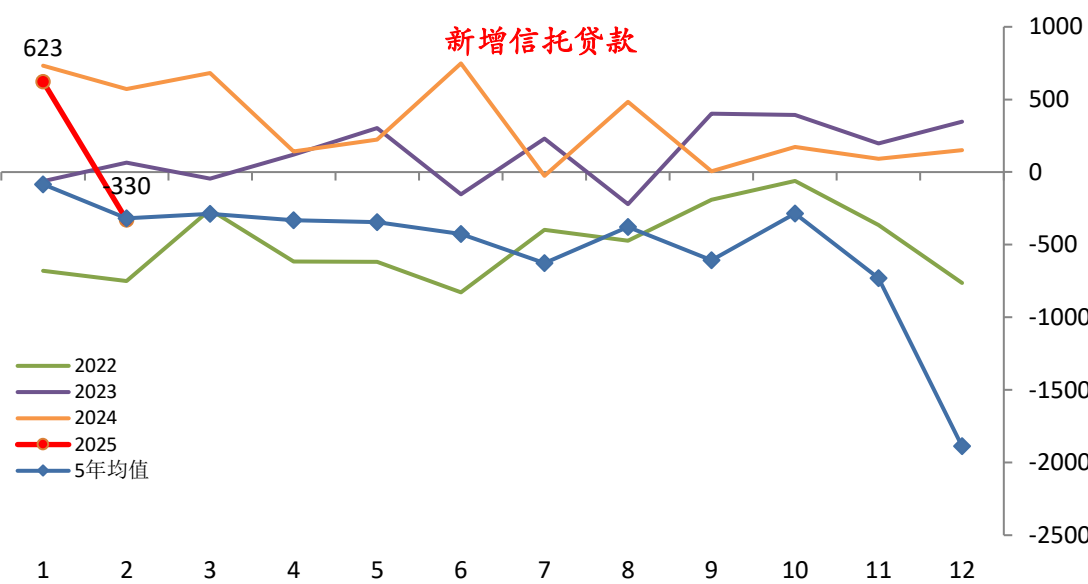
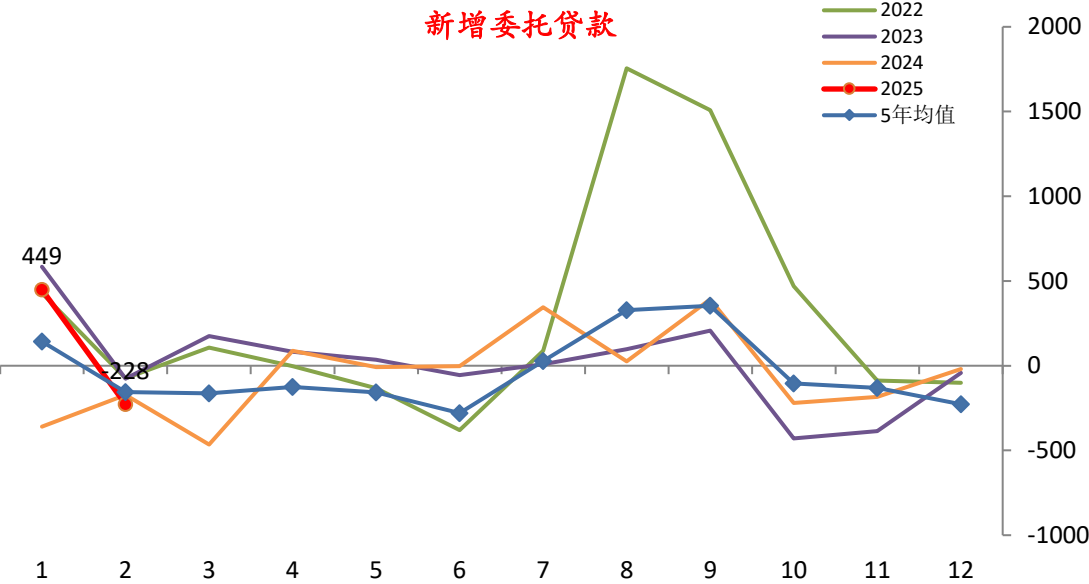
*均为同比，政府债权（红色）位于右轴，其他位于左轴

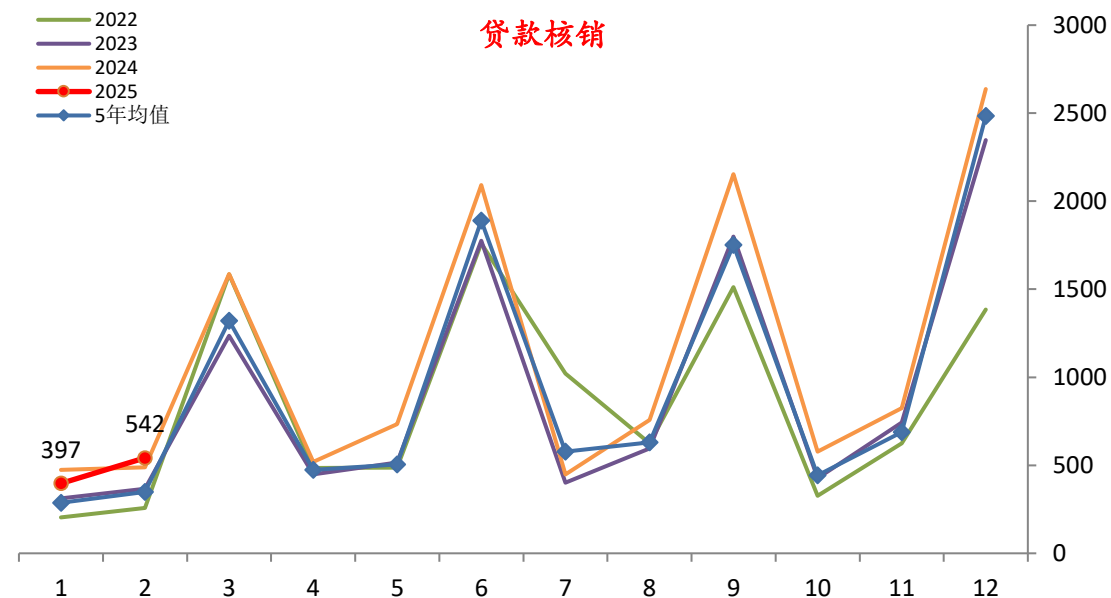
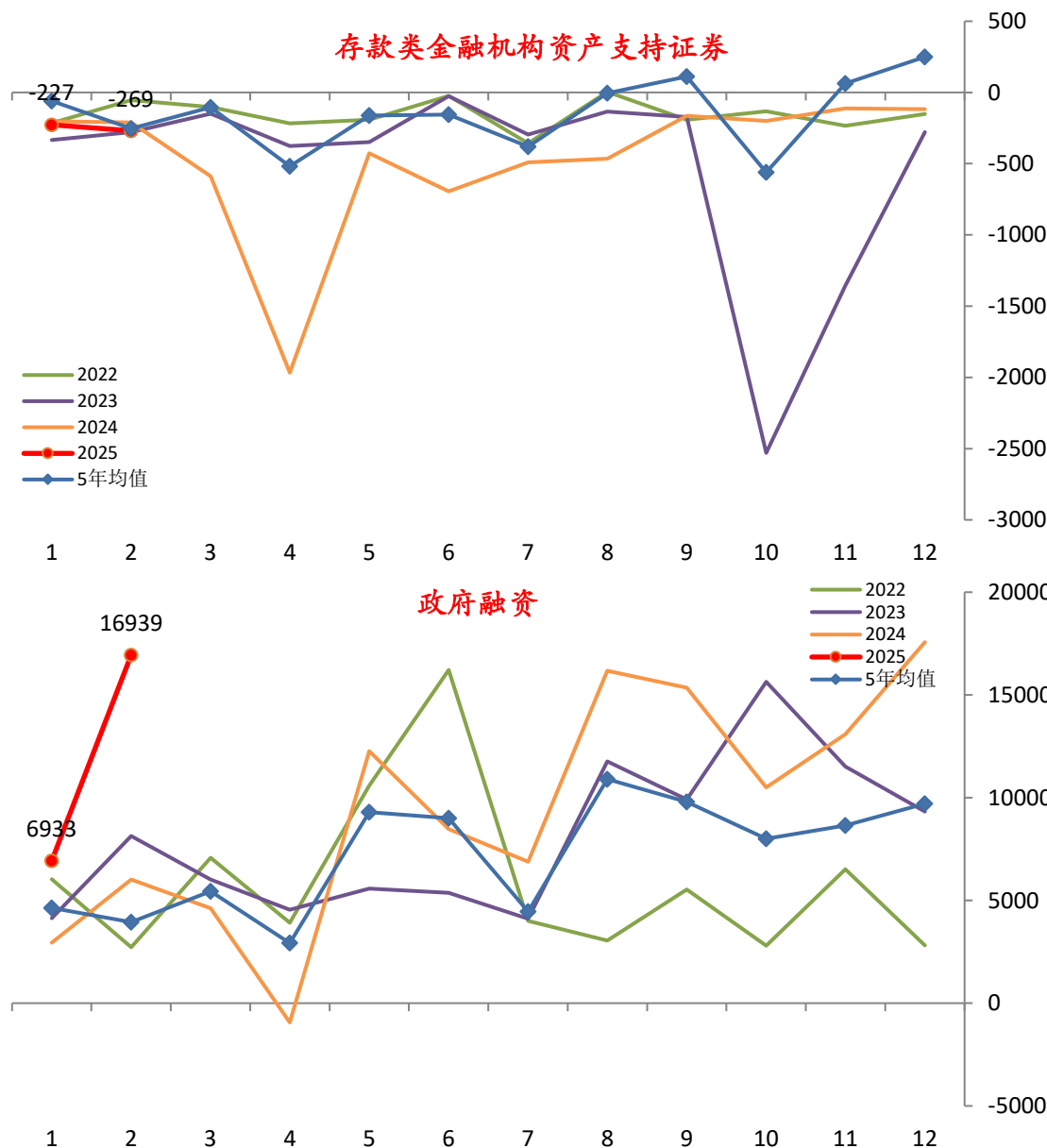




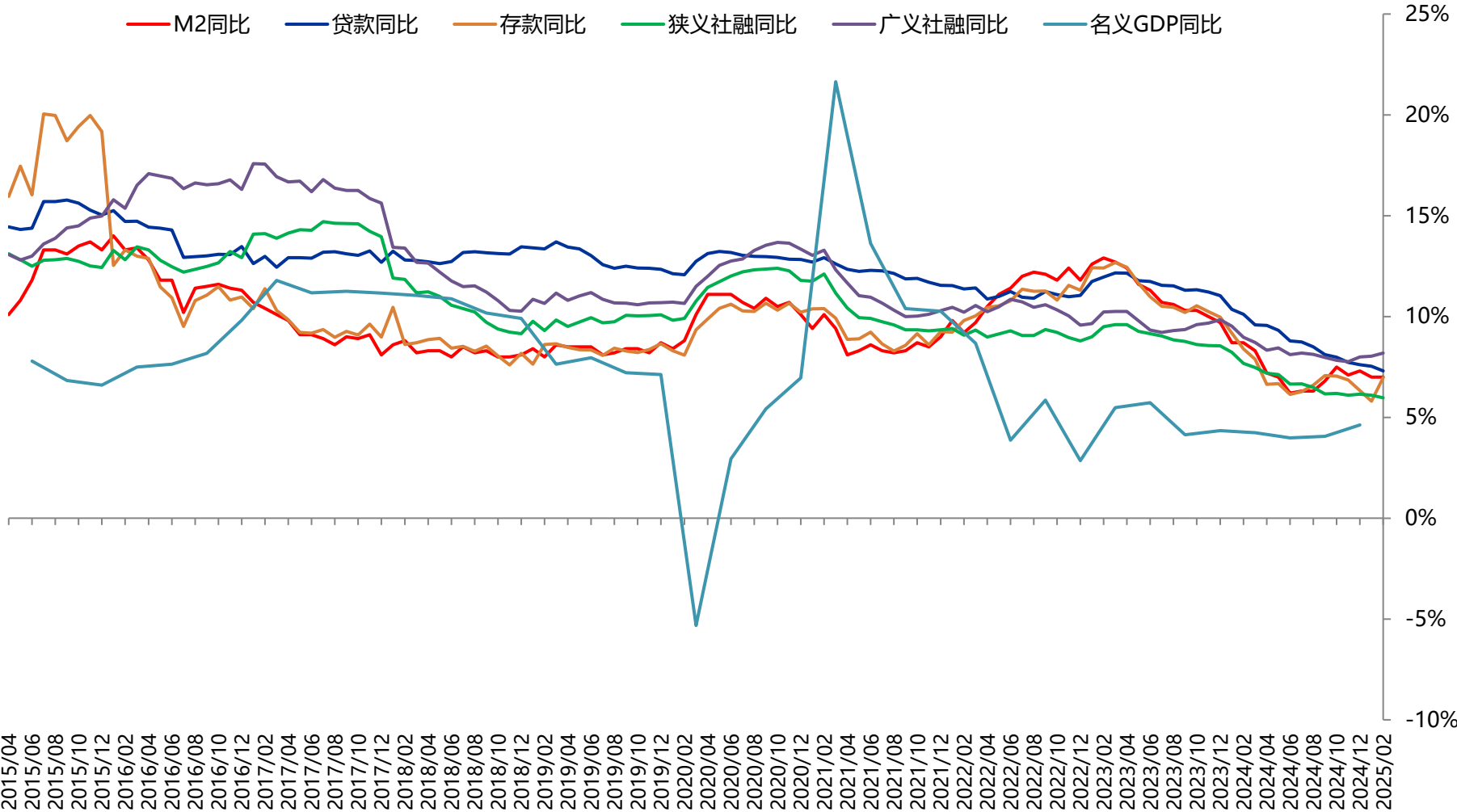


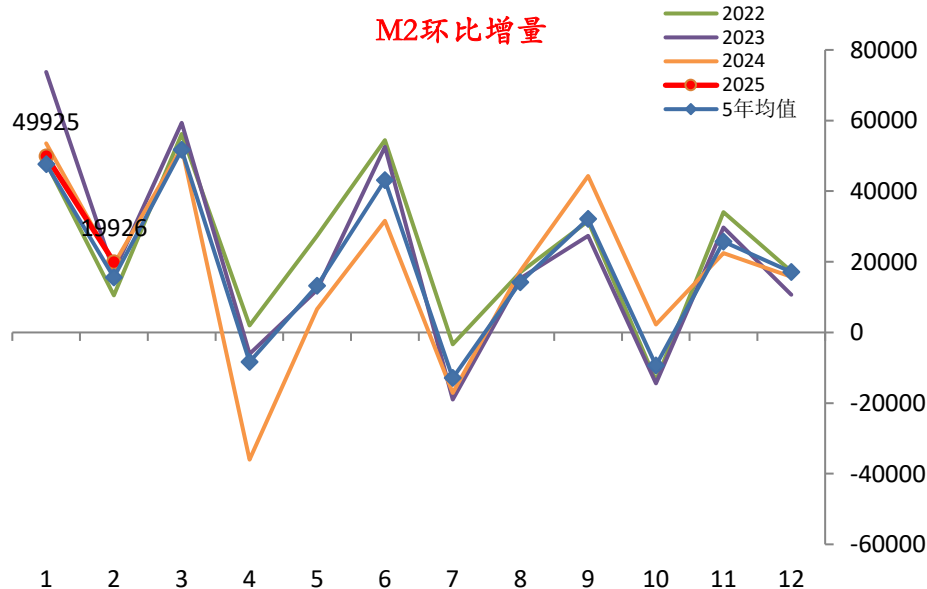
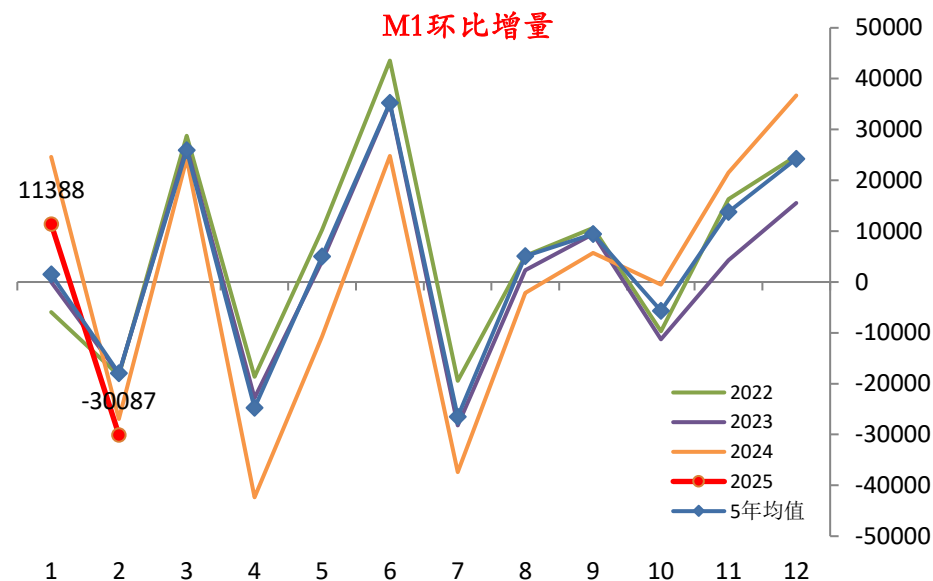
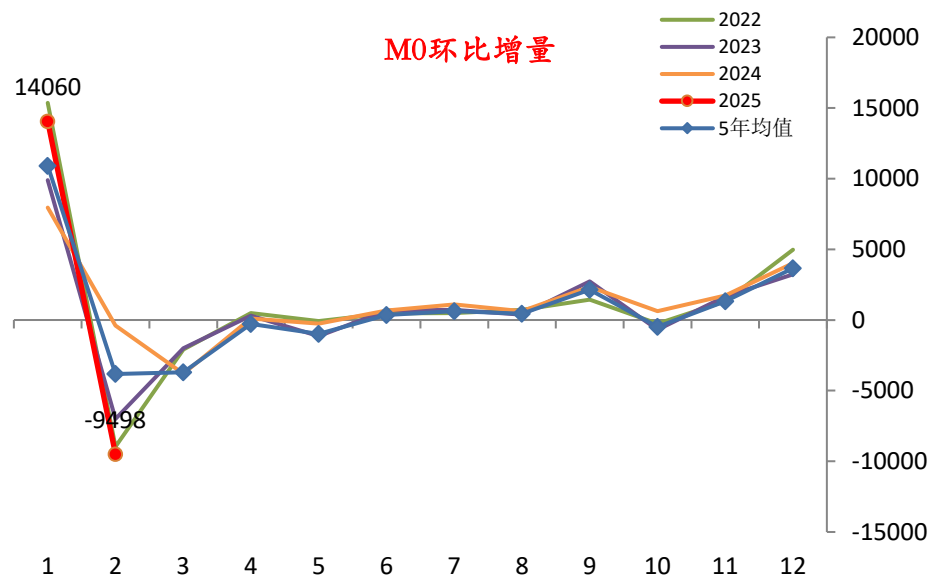
- 新口径下的社融可直接视作广义社融，狭义社融=广义社融-政府债



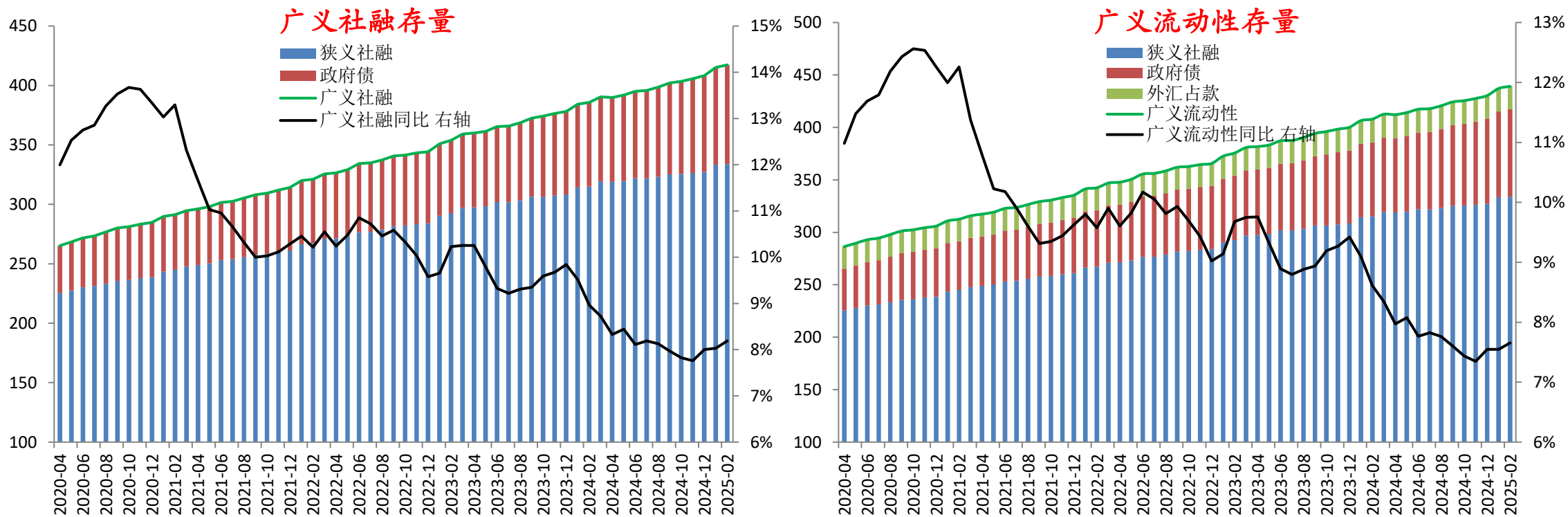


- 2019年12月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标。指标数值为托管机构的托管面值。该数据与Wind中统计的国债+地方专项债+政府支持机构债略有差异。



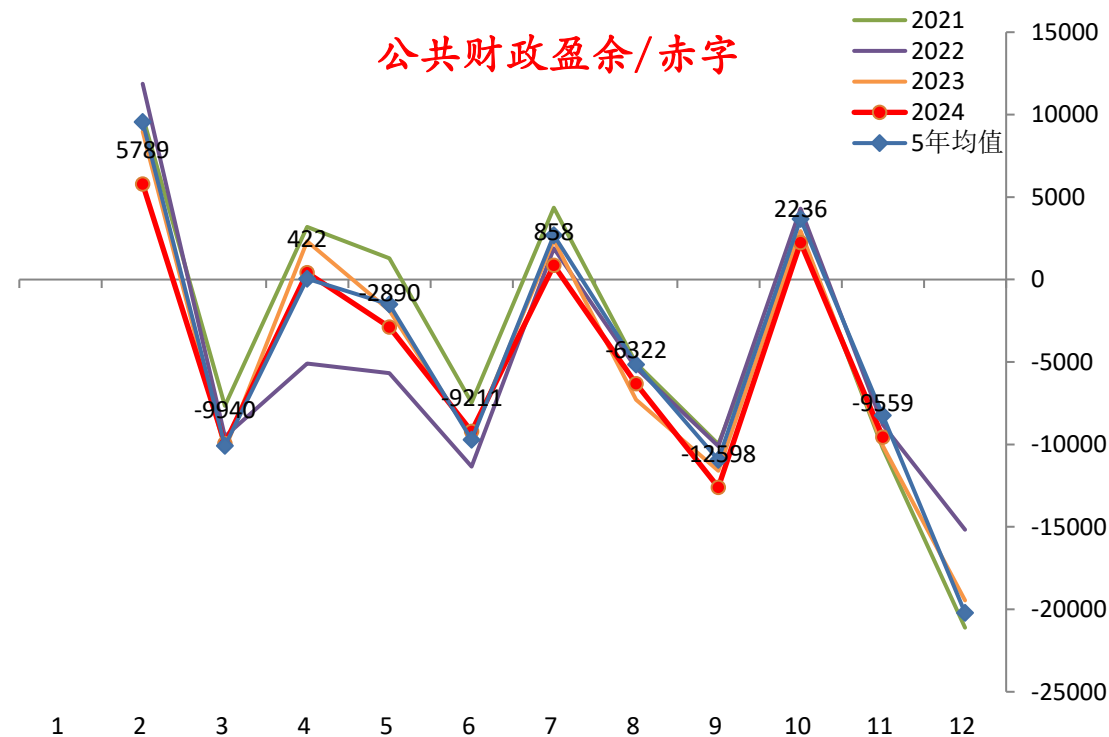
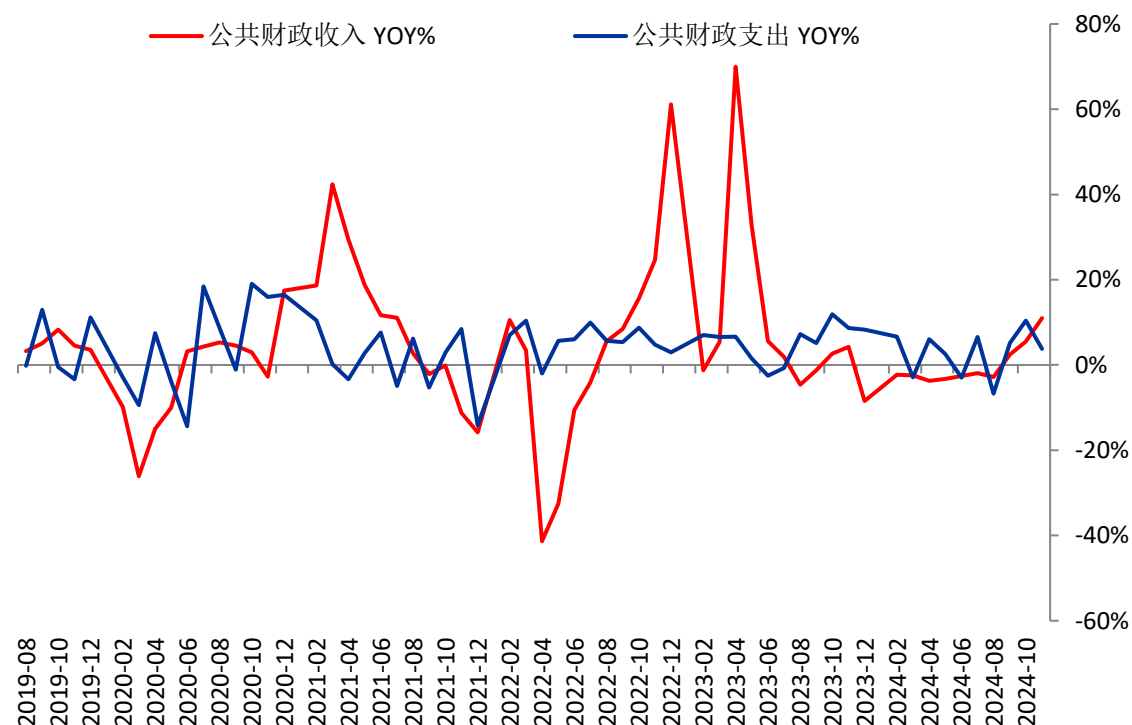


- 2022年12月起，“流通中货币(M0)”含流通中数字人民币。
- 2025年1月起，M1将包含个人活期存款、非银行支付机构客户备付金，成为实际上的“宽口径M1”。
- 上述M1计算依据：2024年1月后为官方数据，2023年12月前为原M1+居民活期+非金融机构存款。
- 如未特别说明，本报告涉及的M1存量、M1增量、M1环比、M1同比等历史数据，均按照上述口径进行计算。



- 2019年12月央行口径调整后（绝对数量和口径调整前可能有差异）：
- 2017年之后，广义社融存量=央行口径社融存量
- 2017年之前，广义社融存量=央行狭义社融存量+政府债券托管量
- 广义流动性=广义社融存量+外汇占款

- 11月全国公共财政收入继续改善，同比增速升至11.02%；支出同比增速则有所减慢，放缓至3.78%。
- 边际上看，财政收支赤字扩大幅度略不及季节性。
- 财政收入加速上升同时支出速度放慢，收支情况进一步好转。



- 主要收入分项中，税收仍明显好于三季度，非税收入也在季节性高位。企业税方面，增值税和所得税均略好于季节性。个人税方面，个人所得税继续恢复，消费税维持高位。外贸相关税收中，进口环节增值税和消费税稳定，关税仍偏低，出口退税从偏高位置回落。地产相关税种变动不大，其中城建维护税相对平稳，契税和房产税边际变动不及季节性，土地增值税仍在低位。其他税收方面，印花税高位回落，资源税和车辆购置税变动不大。
- 总体上看，11月主要税收分项和10月相比变动不大。实际产出、价格对名义产出同比带动仍在，继续支持企业税收改善，间接带动个人收入和税收。消费补贴政策对消费相关税收也有正面影响。资产（房屋、证券）交易活跃则继续带动地产相关税收和印花税。往后看，12月出口退税规模下降有助于财政收入增加。

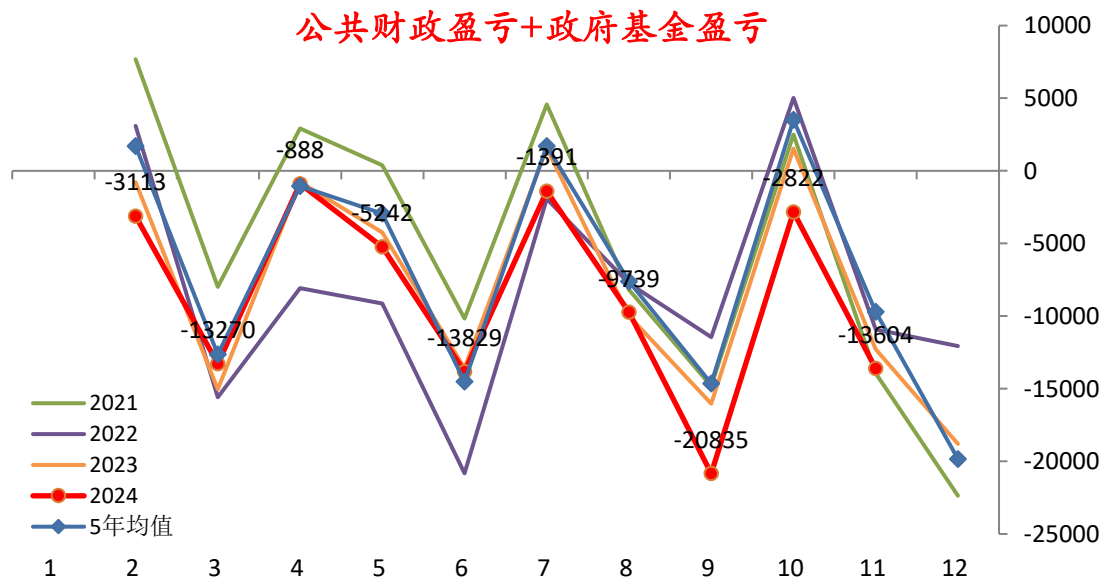
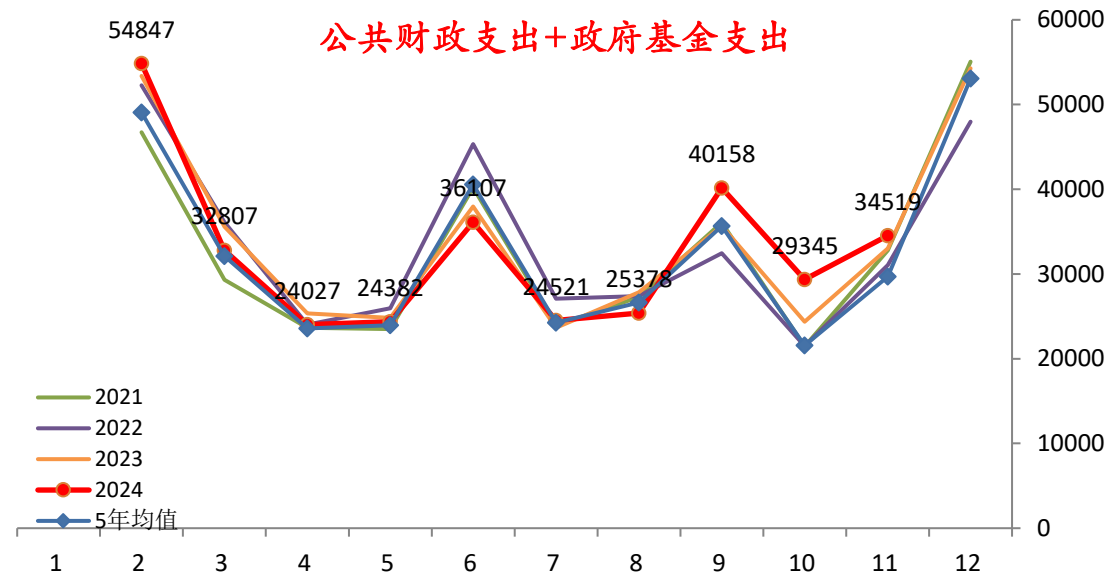
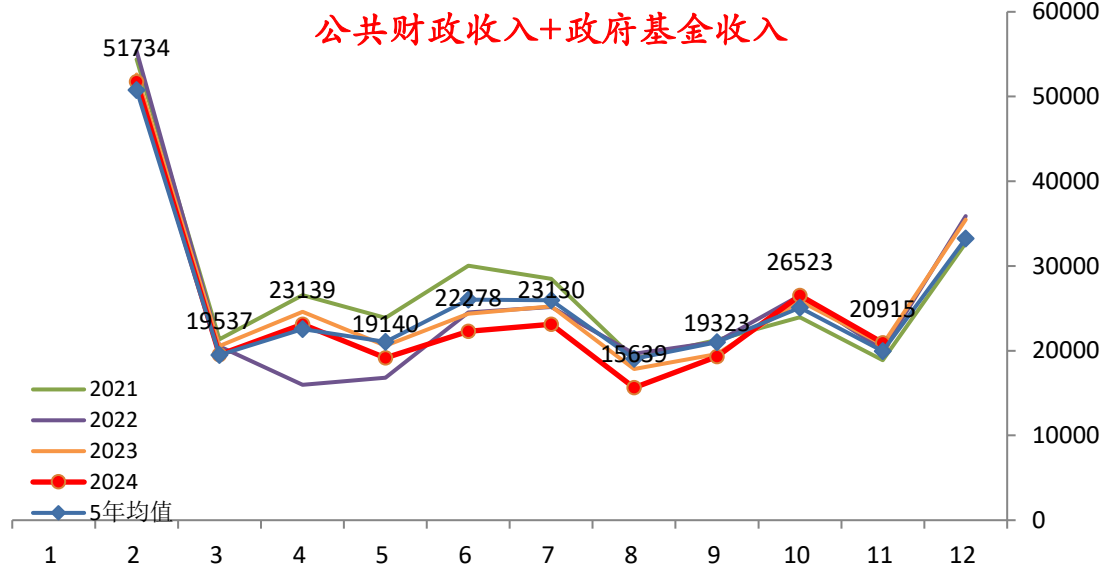
2024-11	当月值 (亿元)	当月同比	上月同比
公共财政收入	14029	11.0%	5.5%
中央财政收入	6900	18.5%	7.9%
地方本级财政收入	7129	4.6%	3.3%
税收收入	11140	5.3%	1.8%
:国内增值税	4618	1.4%	-1.2%
:国内消费税	1209	0.7%	10.2%
:进口环节增值税和消费税	1553	-12.4%	-9.2%
:外贸企业出口退税	-1077	19.4%	-4.9%
:企业所得税	1110	37.0%	5.2%
:个人所得税	1190	11.4%	5.6%
:资源税	220	-1.8%	-0.3%
:城市维护建设税	367	1.7%	2.1%
:房产税	301	10.3%	13.9%
:关税	200	-13.0%	-13.1%
:契税	358	-21.7%	-13.9%
:车辆购置税	195	-8.5%	-20.1%
:土地增值税	227	-6.2%	-13.3%
:城镇土地使用税	163	5.2%	9.2%
:耕地占用税	101	20.2%	45.0%
:环境保护税	6	200.0%	10.6%
:印花税	265	107.0%	25.9%
: :证券交易印花税	221	172.8%	152.5%
:其他税收	134	-5.0%	11.0%
非税收入	2889	40.4%	39.6%

2024-11	累计值 (亿元)	累计同比	累计占比
公共财政收入	199010	-0.6%	100.0%
中央财政收入	89382	-2.5%	44.9%
地方本级财政收入	109628	1.1%	55.1%
税收收入	161922	-3.9%	81.4%
:国内增值税	61237	-4.7%	30.8%
:国内消费税	15264	2.2%	7.7%
:进口环节增值税和消费税	17330	-1.3%	8.7%
:外贸企业出口退税	-18035	7.6%	-9.1%
:企业所得税	39577	-2.1%	19.9%
:个人所得税	13177	-2.7%	6.6%
:资源税	2732	-4.0%	1.4%
:城市维护建设税	4597	-4.7%	2.3%
:房产税	4254	18.0%	2.1%
:关税	2221	-5.2%	1.1%
:契税	4631	-13.0%	2.3%
:车辆购置税	2197	-11.3%	1.1%
:土地增值税	4574	-8.1%	2.3%
:城镇土地使用税	2229	9.9%	1.1%
:耕地占用税	1237	22.4%	0.6%
:环境保护税	241	19.9%	0.1%
:印花税	3185	-12.1%	1.6%
: :证券交易印花税	1087	-35.9%	0.5%
:其他税收	1274	3.1%	0.6%
非税收入	37088	17.0%	18.6%

- 主要支出分项出现一定差异。教育、社保、城乡社区事务、交通运输符合季节性。农林水务仍高于季节性。科学技术、卫生健康、节能环保从偏高位置走弱。文旅传媒弱于季节性。
- 预算内基建投资更倾向于水利工程，带动相关分项支出。部分前期表现强势分项开始回落。刚性支出相关分项仍然平稳。

2024-11	当月值 (亿元)	当月同比	上月同比
公共财政支出	23588	3.8%	10.4%
中央本级财政支出	3342	10.5%	4.2%
地方财政支出	20246	2.8%	11.9%
:教育	3694	-3.9%	0.5%
:科学技术	820	-3.4%	21.8%
:文化体育与传媒	326	-10.4%	-3.7%
:社会保障和就业	3192	14.9%	16.0%
:医疗卫生与计划生育	1366	-17.1%	17.7%
:节能环保	468	-3.1%	0.6%
:城乡社区事务	1844	0.9%	12.2%
:农林水事务	2531	23.3%	56.4%
:交通运输	1007	4.5%	16.9%
:债务付息	1227	4.4%	10.0%

2024-11	累计值 (亿元)	累计同比	累计占比
公共财政支出	245053	2.8%	100.0%
中央本级财政支出	36000	8.1%	14.7%
地方财政支出	209053	1.9%	85.3%
:教育	36267	0.6%	14.8%
:科学技术	8241	0.6%	3.4%
:文化体育与传媒	3135	-3.0%	1.3%
:社会保障和就业	38123	5.9%	15.6%
:医疗卫生与计划生育	17887	-9.2%	7.3%
:节能环保	4426	-2.1%	1.8%
:城乡社区事务	18306	6.0%	7.5%
:农林水事务	22498	12.0%	9.2%
:交通运输	10186	-1.8%	4.2%
:债务付息	11733	7.8%	4.8%



- 9月末稳经济政策大幅加力后，至11月广义财政赤字增加程度持续超过季节性，有助于基建、消费补贴相关方面支出保持高位，对经济形成正向带动。
- 广义财政改善主要阻力的土地出让收入金也出现缓慢回升势头。结合四季度以来房屋销售持续改善已经传导至中游行业流动性来看，上游投资受到拉动的可能性正在增加，该项对广义财政的约束将会减弱。
- 此外，经济修复对企业营收、狭义财政的支持效果也在显现，但商品价格反弹后回落，对名义增长带动的持续性暂时不足。继续关注其他财政增量落地节奏。春节前财政扩张将集中在消费相关领域，货币宽松窗口仍在，年内将有降准落地。预计财政对经济恢复的支持不变。
- 下一个增量政策窗口期主要是两会前后，赤字率、特别国债增量、专项债额度是市场焦点。

- 从经济目标来看，2025年GDP、新增就业、失业率预期均维持不变，**CPI目标首次调降**。
- 赤字率明显提升，财政赤字、地方专项债规模相应提升，降能耗目标提升。
- 超长期特别国债多增3000亿元，此外支持国有大型商业银行补充资本。

		2022年		2023年		2024年		2025年
		预期目标	实际值	预期目标	实际值	预期目标	实际值	预期目标
主要 预期 目标	国内生产总值	5.5%左右	3.0%	5.0%	5.2%	5.0%左右	5.0%	5.0%左右
	CPI涨幅	3%左右	2.0%	3.0%	0.2%	3.0%左右	0.2%	2.0%左右
	城镇新增就业	1100万以上	1206万人	1200万人左右	1244万人	1200万人以上	1256万人	1200万人以上
	贫困人口、居民收入	居民收入增长与经济增长基本同步	向低收入群众发放补贴	居民收入增长与经济增长基本同步	6.1%	居民收入增长和经济增长同步	居民人均可支配收入实际 增增长5.1%	居民收入增长和经济增长同步
	城镇调查失业率	5.5%以内	5.5%	5.5%左右	5.2%	5.5%左右	5.1%	5.5%左右
	单位GDP能耗、环境	“十四五”内统筹考核	生态环境质量持续改善	继续下降，重点控制化石能源消费		单位国内生产总值 能耗降低2.5%左右	单位国内生产总值能耗降 幅超过 3 %	单位国内生产总值 能耗降低3.0%左右
财政 目标	财政赤字率	2.8%左右	2.73%	3.0%	3.77%	3.0%		4.0%
	财政赤字	-	3.37万亿元	-	4.88万亿元	4.06万亿元		5.66万亿元
	特别国债			-	1万亿	1万亿元	1万亿元	1.3万亿元+5000亿元
	对地方转移支付	增长18%，增加1.5万亿至9.8万亿	中央对地方转移支付大幅增加			中央财政加大对地方均衡性转移支付力度、适当向困难地区倾斜	-	中央财政加大对地方一般性转移支付力度，向困难地区和欠发达地区倾斜
	地方专项债券	3.65万亿元	3.973万亿元	3.8万亿元	4.196万亿元	3.9万亿元	5.967万亿元	4.4万亿元
	减税、降费	退税减税2.5万亿元	留抵退税+减税降费+缓税缓费累计超4.15万亿	延续、优化现行减税降费、退税缓税等措施		落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展		-
货币 目标	M2同比	与名义GDP增速相匹配	11.8%	同名义经济增速基本匹配	9.7%	同经济增长和价格水平预期目标相匹配	7.3%	同经济增长、价格总水平预期目标相匹配
	社融余额同比	与名义GDP增速相匹配	9.6%	同名义经济增速基本匹配	9.5%	同经济增长和价格水平预期目标相匹配	8.0%	同经济增长和价格水平预期目标相匹配
	宏观杠杆率	基本稳定		-		-		-

• 数据来源：方正中期期货研究院整理

政府工作报告关键词频率		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
增长	稳增长	6	8	4	4	3	8	1	0	1	2	2	0
	内需	5	2	3	5	0	1	3	5	2	2	5	5
	投资	25	28	24	20	27	20	12	15	21	22	22	21
	消费	17	22	18	19	18	17	15	17	15	23	21	31
	外贸	1	3	5	4	2	4	3	4	7	2	5	6
民生	就业	9	23	25	31	22	30	39	35	29	27	25	28
	失业	3	4	2	2	4	6	9	8	5	10	2	4
	脱贫+扶贫	7	4	14	15	21	19	22	19	7	12	6	6
	减税	0	2	2	6	4	12	6	5	7	7	1	0
风险	风险	4	8	12	14	19	24	6	11	14	13	23	19
	稳定	20	21	14	20	13	22	15	29	22	33	21	25
	安全	20	22	29	23	16	16	10	26	16	23	28	25
环境	绿色	1	3	9	6	4	9	0	6	4	9	14	15
	碳	1	2	1	0	0	0	0	7	12	7	15	21
	污染+生态	22	22	23	30	29	30	10	21	23	23	23	21
改革开放	改革	77	86	79	85	102	109	28	43	40	40	32	41
	开放	18	21	20	15	25	25	10	17	10	11	13	20
发展质量	高质量	2	1	1	2	6	8	3	14	10	8	26	18
	新动能	0	1	5	5	5	3	2	1	1	0	3	2
	创新	27	38	64	41	59	46	9	43	34	28	41	40

- 从两会上《政府工作报告》的关键词来看，决策层认为投资、消费、就业、稳定、安全、改革、创新等仍是关注点。
- 对**消费**的关注度明显提升。
- 结合提高降能耗目标来看，对**环境（碳）**的关注度上升。
- **对外开放**关注点提升，这也是对冲外需风险的关键之一。

• 数据来源：方正中期期货研究院整理

总体基调

- 与12月中央政治局会议和中央经济工作会议对经济判断基本一致，认为“**总体平稳、稳中有进**” “**‘稳’的态势巩固延续**” “**‘进’的步伐坚实有力**”。
- GDP增速目标为5%，新增就业1200万人，和去年保持一致，**符合市场预期**。**CPI涨幅目标2%，多年以来首次调低**，但符合市场预期。（近两年消费通胀已经持续低位，偏离3%目标较多，此调整也显示出务实态度。同时**调降目标也意味着决策层对名义增长回落的容忍度上升**）

财政政策

- “**实施更加积极的财政政策**”。**财政赤字率安排至4%（比去年+1%），赤字金额5.66万亿元（比去年+1.6万亿元），超长期特别国债1.3万亿元（比去年+3000亿元），支持国有大型商业银行补充资本的特别国债5000亿元（新增），地方专项债安排4.4万亿元（比去年+5000亿元）。**
- 新增政府债务总规模11.86万亿元，**相当于8.38%广义财政赤字率效果**，上述政策基本符合市场预期。事实上自2023年H2开始，广义财政赤字已经显著扩张。特别国债发行量增加后，未来几年保持增量发行概率上升。但**地方专项债未提及房屋收储**，表现稍弱于预期。

货币政策

- “**实施适度宽松的货币政策**”。“**社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配**”，提法与历史上会议基本一致，适度宽松的货币政策也延续去年Q4以来的一贯要求。（从目前趋势上看，随着名义GDP增速逐步回落，M2与社融增速也同步下行。且从绝对水平上看，**M2与社融增速仍高于名义GDP增速**）
- 仍强调“**推动社会综合融资成本下降**”，这意味着降低实体经济承受的利率仍有空间。（但实际上去年末以来货币政策总体宽松放慢，受**汇率变动影响**，并造成**今年以来资金面紧张**。往后看，今年继续降准、降息值得期待，尤其可以**关注会后央行是否短期内会有宽松如降准等**）

其他政策和重点任务

- “打好政策‘组合拳’”的提法承接此前几年“宏观政策取向的一致性”的说法。仍强调**部门之间的政策协同**。且要求“**出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足，提高政策实效**”，**显示出对政策时效的重视**。
- 消费是本次报告重点**，提及次数也明显超过往年。“**安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新**”（去年1500亿元）。促销费是近两年的关键政策，也将贯穿今年全年。从结构上看，**商品消费补贴将延续、服务消费补贴是重点方向**。
- 特别提到“**稳住楼市股市**”，此前会议中未出现类似表述，该政策仍是去年9月底以来对资本市场和楼市政策的延续。同时要求“**优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展**”，后续具体政策值得期待。地产方面还提到“**持续用力推动房地产市场止跌回稳**”，但提及地产的次数较去年少。我们仍强调，**2024Q4开始地产下游销售已经出现明显修复，并对中游行业资金、上游土地购置产生带动**。结合历史经验看，未来**3月、4月上游投资、开工、施工能否修复将是关键的观察期**。
- 产业方面，提及支持“**生物制造、量子科技、具身智能、6G**”等新兴产业以及推动“**网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人**”等制造和应用。
- 此外，本次报告对环境关注度有所上升，结合提高降能耗目标来看，需警惕**高耗能行业可能受到的潜在影响**。

美联储政策转向给出国内宽松空间

9月24日三部委一揽子政策

- 货币政策：全面降息降准
- 地产政策：全面调降存量房贷利率，全面调降购房首付比例
- 资本市场：设立互换便利5000亿元和再贷款3000亿元，引导资金入市

9月26日中央政治局会议

- 历史少有的9月政治局会议讨论经济问题，态度根本转变（“战略定力”）
- 确认三部委一揽子政策，提升至中央高度

10月多部委政策

- 8日发改委政策
- 12日财政部政策
- 17日住建部等政策

海外：美国总统选举前后特朗普交易

11月8日结束的人大常委会

- 6万亿地方专项债限额增量
- 8000亿*5年新增专项债专项额度

12月9日中央政治局会议

- 货币政策正式转向
- 财政政策加大宽松
- 稳定楼市股市（稳预期）

12月中央经济工作会议

- 延续中央政治局会议基调，丰富政策细节
- 财政货币双宽松方向不变
- 进入第二个政策观察期（真空期）

3月和4月的经济基本面数据观察期

2025年3月

- 3月4日、5日“两会”和《政府工作报告》
- 主要经济目标符合预期
- 财政政策宽松程度符合预期

2025年内

- 中央政治局会议（4月、7月）
- 中央经济工作会议（12月）

会议后国内消息面真空期，特朗普第一个政策落地期



CONTENT 目录

第一部分 经济基本面与宏观供需

第二部分 价格水平变动情况

第三部分 货币与财政政策

第四部分 汇率与商品市场波动

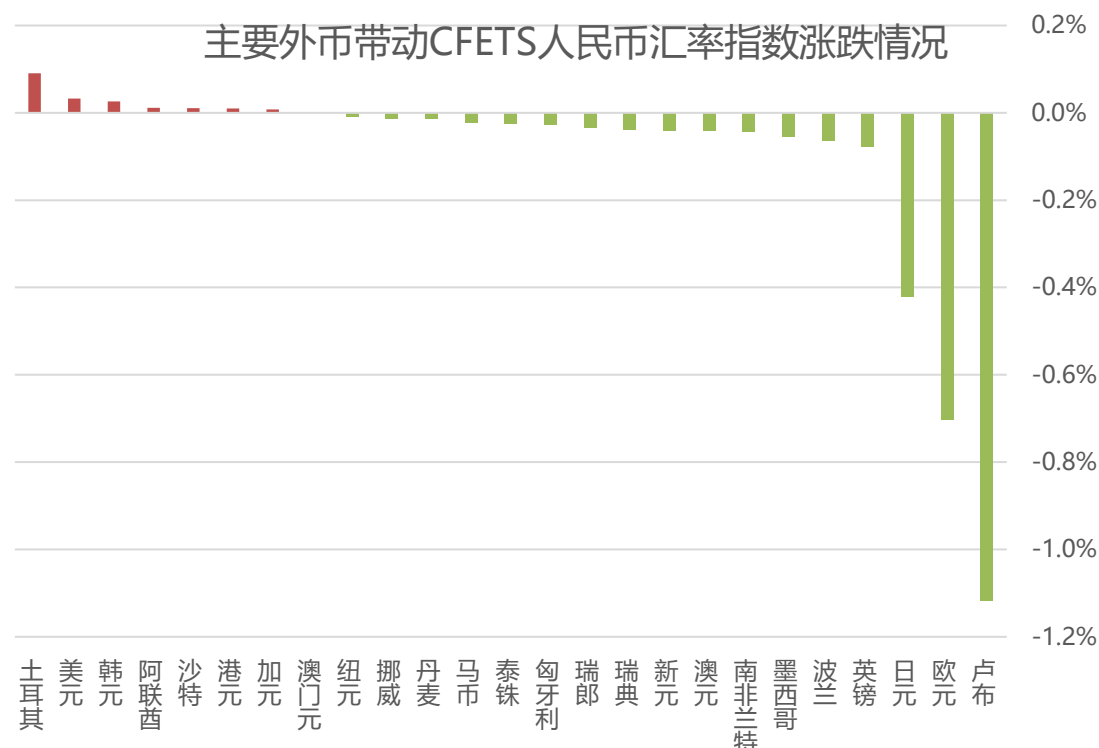
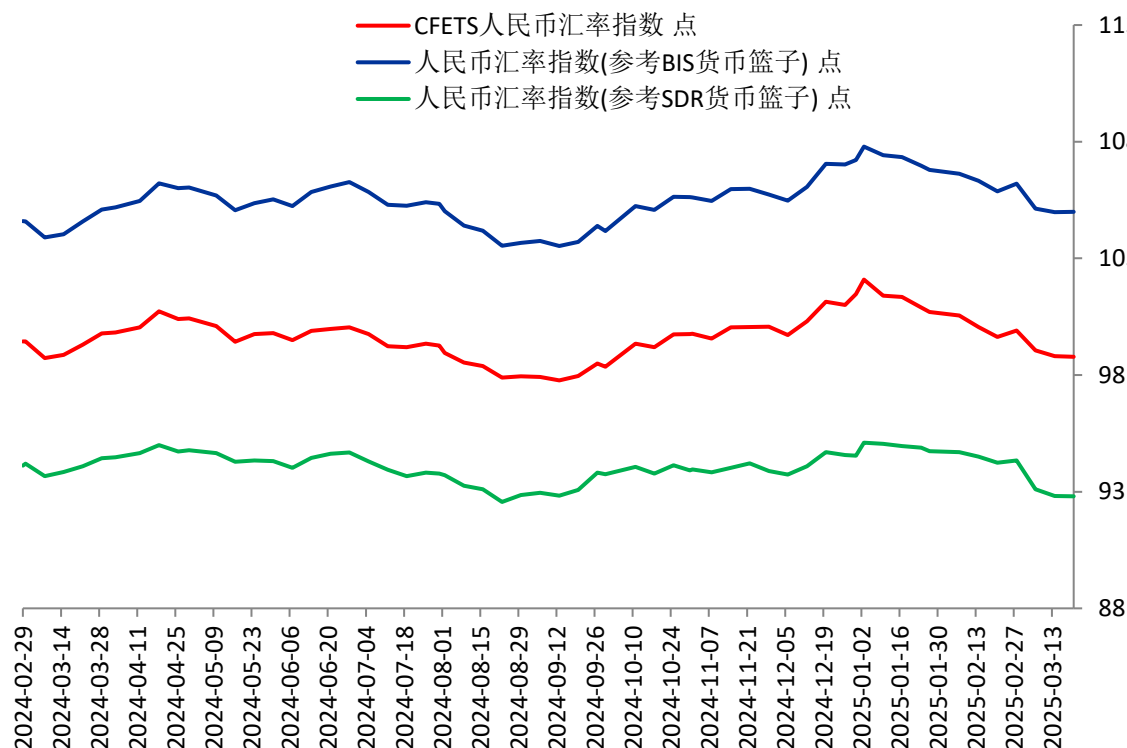
今年以来，人民币汇率基本呈现反弹走势。从美元兑人民币汇率来看，1月初短期内承接去年四季度贬值趋势下行，随后1月中旬开始明显升值，春节前后波动加大，但总体维持震荡反弹走势直至3月。汇率贬值压力明显下降，7.37附成为关键支撑位。

汇率指数表现弱于美元兑人民币汇率，表明人民币仍有一定内在压力。从政策角度看，央行去年底应对贬值压力的强力稳汇率手段，并未跟随今年贬值压力下降而退出，稳汇率政策仍然延续。

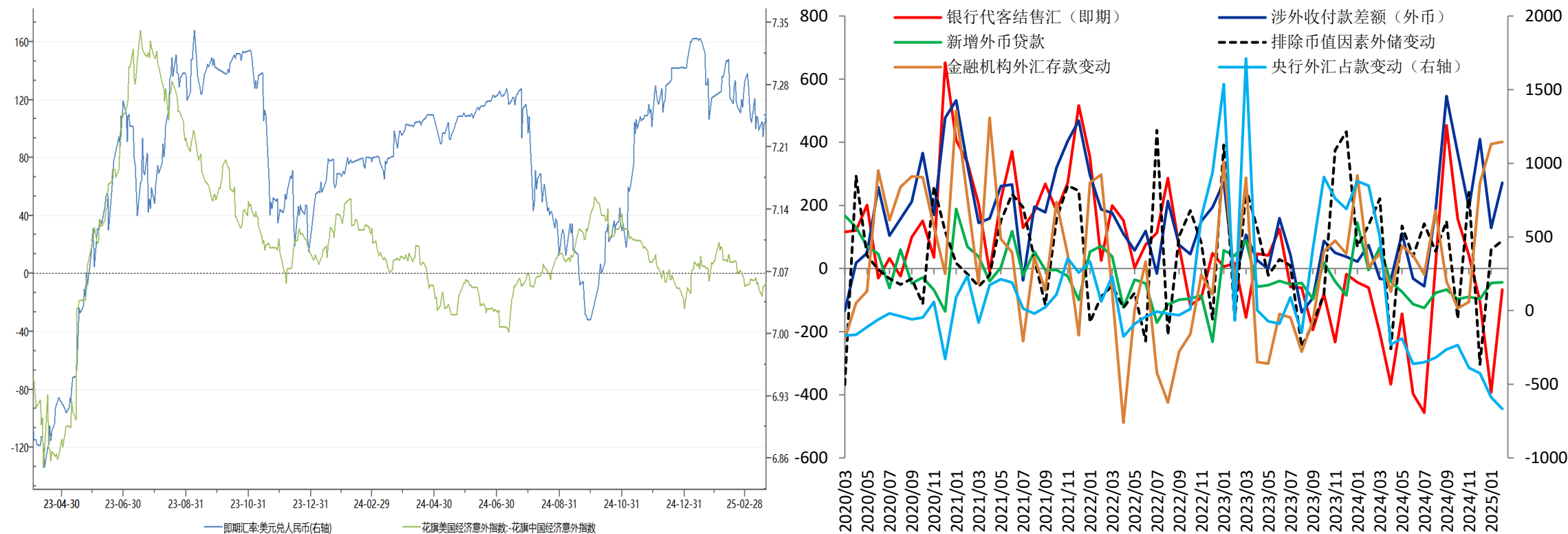
从影响因素上看，除基本面近期带来一定影响外，中美利差开始逐步缩小，仍是推动人民币汇率反弹的主要因素，尤其是长端利率影响更明显。背后包括美联储鹰派达到极致后美债利率开始回落，以及国内利率反弹的双重影响。此外，地缘政治风险变动对汇率影响先增加后下降。尤其是1月20日受到特朗普上台后对华政策强硬程度不及预期，是汇率大幅走强的重要外生因素。

随着主要的人民币汇率利空因素释放完毕，央行稳汇率政策仍在显效，汇率或延续稳定甚至阶段升值的走势。年内来看，美联储转向鸽派、逐步加速降息可能性高，中美利差波动或朝向有利于汇率稳定方向。但地缘政治风险仍可能跟随特朗普政府政策变动，尤其是中美贸易冲突风险、外需显著承压风险仍未完全排除，未来人民币汇率依然存有潜在贬值压力。预计7.37仍是关键的底部，尚不能完全排除跌穿该位置风险，但预计低点不会偏离太多。且如果人民币汇率跌穿该位置，央行继续加码政策的概率不低。而上方高点预计在6.97附近，即使汇率出现持续升值，超过该位置的可能性也不大。

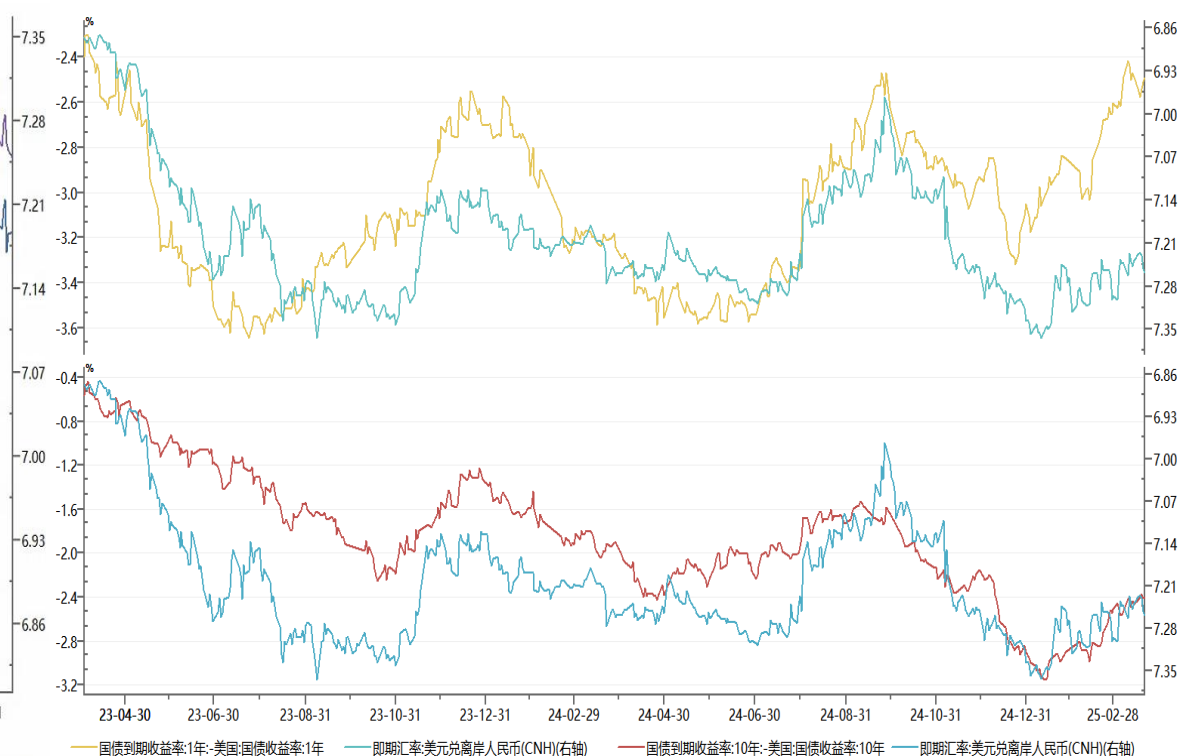
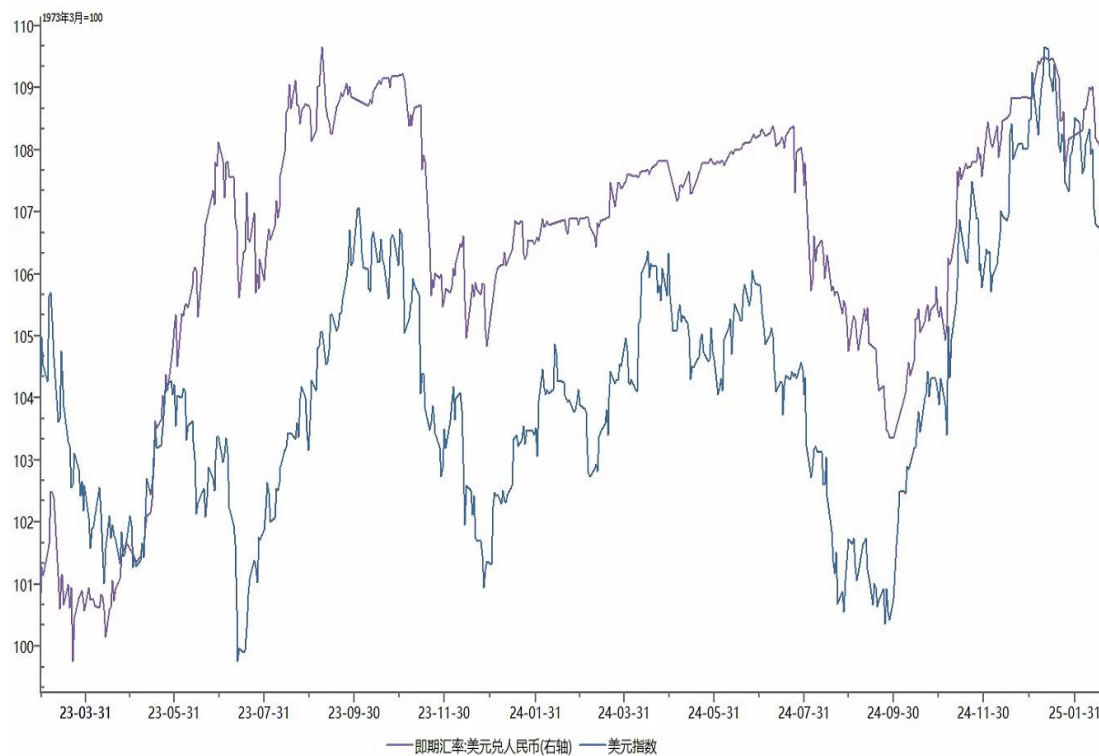
- 今年以来，人民币汇率基本呈现反弹走势。从美元兑人民币汇率来看，1月初短期内承接去年四季度贬值趋势下行，随后1月中旬开始明显升值，春节前后波动加大，但总体维持震荡反弹走势直至3月。汇率贬值压力明显下降，7.37附成为关键支撑位。
- 与此相反，CFETS、BIS、SDR等篮子下主要人民币汇率指数均有一定走弱，从CFETS篮子来看，人民币相对大部分货币贬值，尤其相对卢布、欧元、日元、英镑、波兰兹罗提贬值最多，相对土耳其里拉、美元、韩元、阿联酋迪纳姆、沙特里亚尔升值相对明显。
- 汇率指数表现弱于美元兑人民币汇率，表明人民币仍有一定内在压力。从政策角度看，央行去年底应对贬值压力的强力稳汇率手段，并未跟随今年贬值压力下降而退出，稳汇率政策仍然延续。



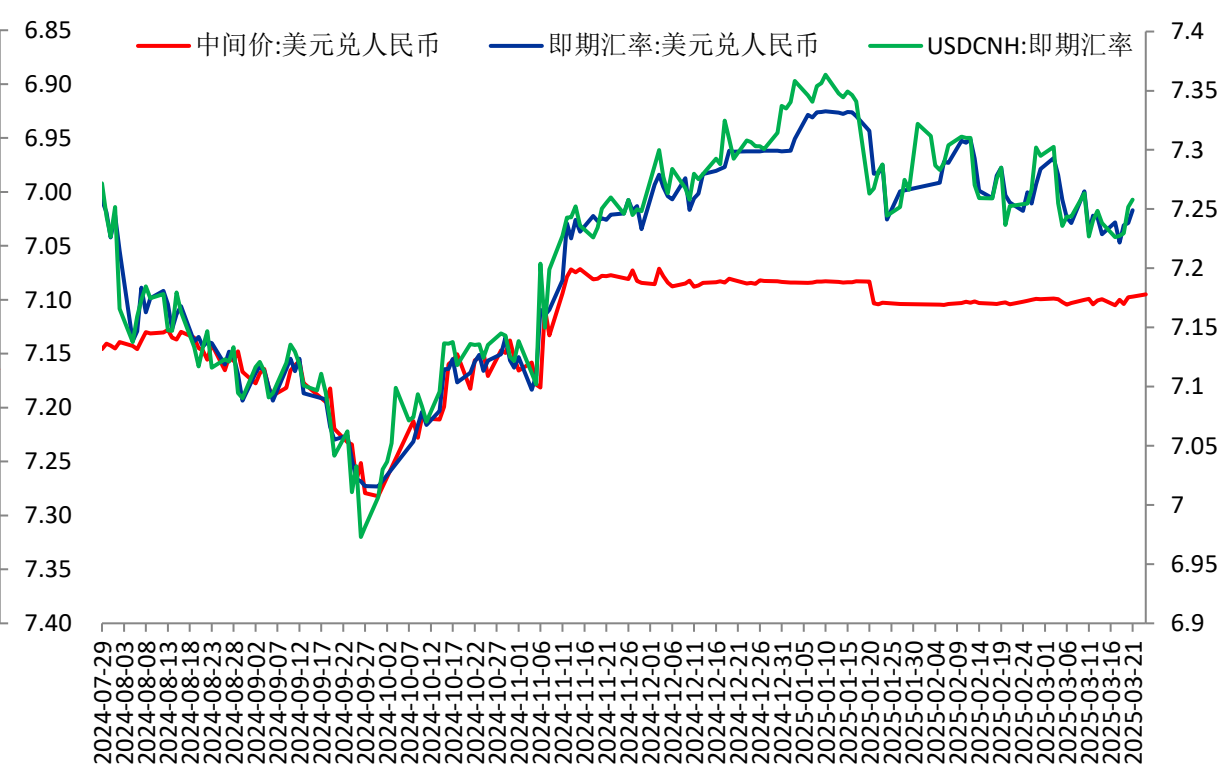
- 从基本面角度看，1月中美主要经济指标、主要经济指标预期、偏离预期程度均接近，但2月开始美国经济相对更弱于预期，是一季度中后期人民币汇率相对美元升值的重要原因。
- 从外汇流动性来看，银行代客净结汇降幅逐步减小，涉外收入口净流入扩大，外汇占款和外币贷款流出量、外汇存款流入量均变动不大。情况表明，春节前出口增加但结汇力量并未明显增强。



- 从影响因素上看，除基本面近期带来一定影响外，中美利差开始逐步缩小，仍是推动人民币汇率反弹的主要因素，尤其是长端利率影响更明显。背后包括美联储鹰派达到极致后美债利率开始回落，以及国内利率反弹的双重影响。
- 此外，地缘政治风险变动对汇率影响先增加后下降。尤其是1月20日受到特朗普上台后对华政策强硬程度不及预期，是汇率大幅走强的重要外生因素。



- 随着主要的人民币汇率利空因素释放完毕，央行稳汇率政策仍在显效，汇率或延续稳定甚至阶段升值的走势。年内来看，美联储转向鸽派、逐步加速降息可能性高，中美利差波动或朝向有利于汇率稳定方向。但地缘政治风险仍可能跟随特朗普政府政策变动，尤其是中美贸易冲突风险、外需显著承压风险仍未完全排除，未来人民币汇率依然存有潜在贬值压力。
- 预计7.37仍是关键的底部，尚不能完全排除跌穿该位置风险，但预计低点不会偏离太多。且如果人民币汇率跌穿该位置，央行继续加码政策的概率不低。而上方高点预计在6.97附近，即使汇率出现持续升值，超过该位置的可能性也不大。



商品市场基本跟随经济基本面运行，从去年9月24日开始的总体反弹进入震荡阶段，同时出现一些新变动。

今年以来，品种之间仍然延续较大的分化，尤其是农产品价格多数弱反弹，与其价格本身受到经济周期影响相对较小有关。同时贸易冲突对豆系、菜系等品种产生供给冲击。

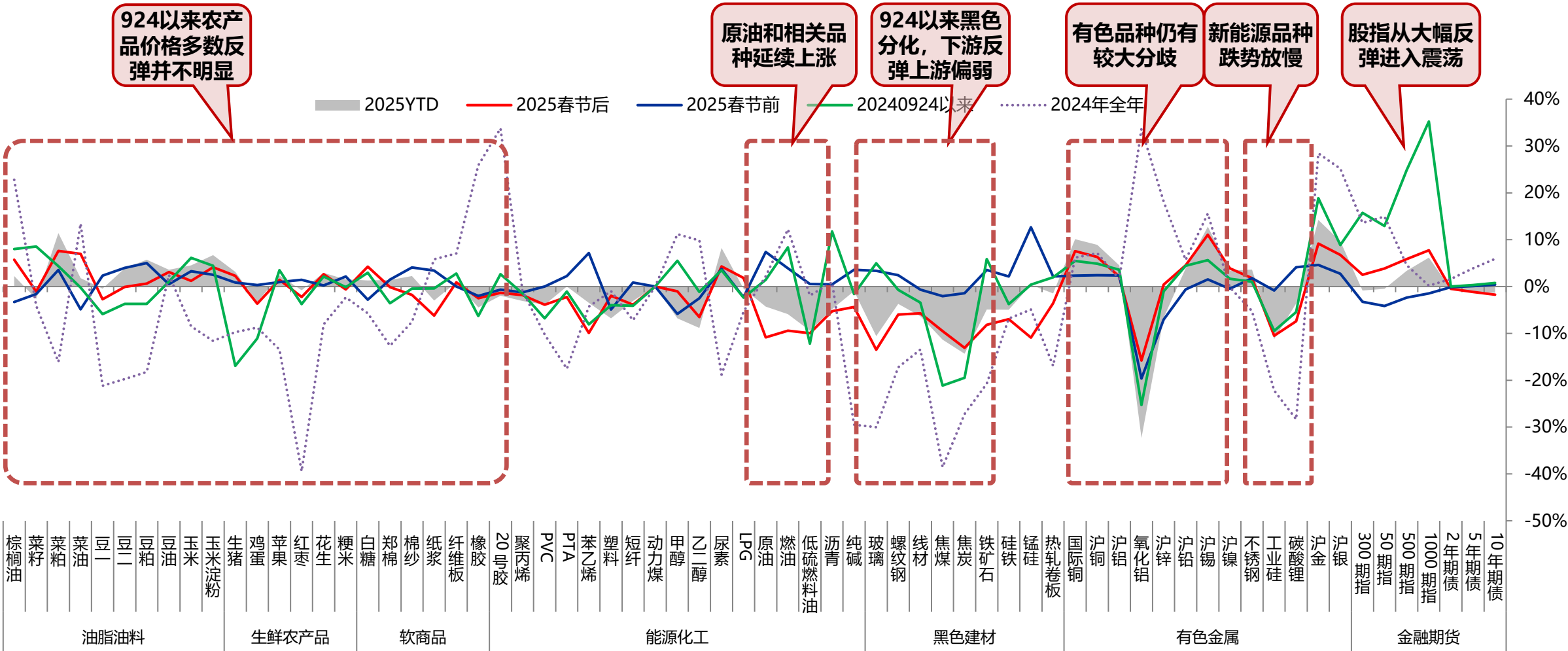
原油和相关品种延续上涨，更多受到海外定价因素影响，但该涨势更多集中在春节以前，节后国际油价冲高回落带动内盘价格下跌，之后维持低位震荡，且预计二季度价格可能进一步下探。该项也是未来潜在输入性通缩的主要风险来源。

黑色总体走弱的同时继续分化，建材跌、板材强、上游弱，该表现与制造业受到外需带动有关。

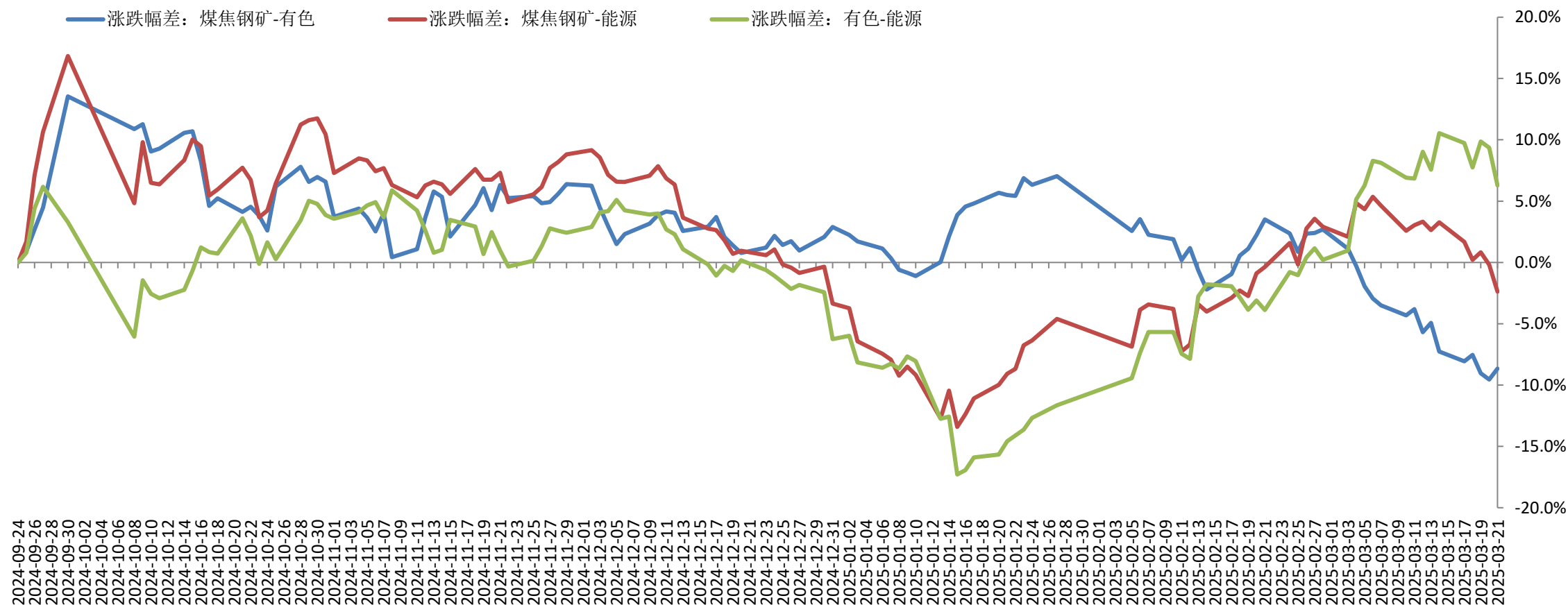
有色品种分歧较大，铜、铝等品种维持强势，与外贸短期韧性有关。同时铜还受到美国产业政策影响。新能源金属维持低位仍无明显反弹。

股指则从大幅反弹进入震荡阶段，国债高位回落，市场风险偏好有所回升。

从大类资产角度看，政策预期带动的风险偏好波动是资产价格的主要影响因素，预期炒作更有利于股市，弱现实则则更多作用在商品，造成风险资产中股市强于商品的情况。3月两会期间市场下跌后反弹，但此过程中黑色明显弱于能化弱于有色。后期如果经济修复方向延续，尤其是地产如果能出现一轮修复，则商品特别是黑色跟随经济现实阶段性反弹的概率将上升。否则宏观需求将维持弱势，供给变动会成为更重要影响点。

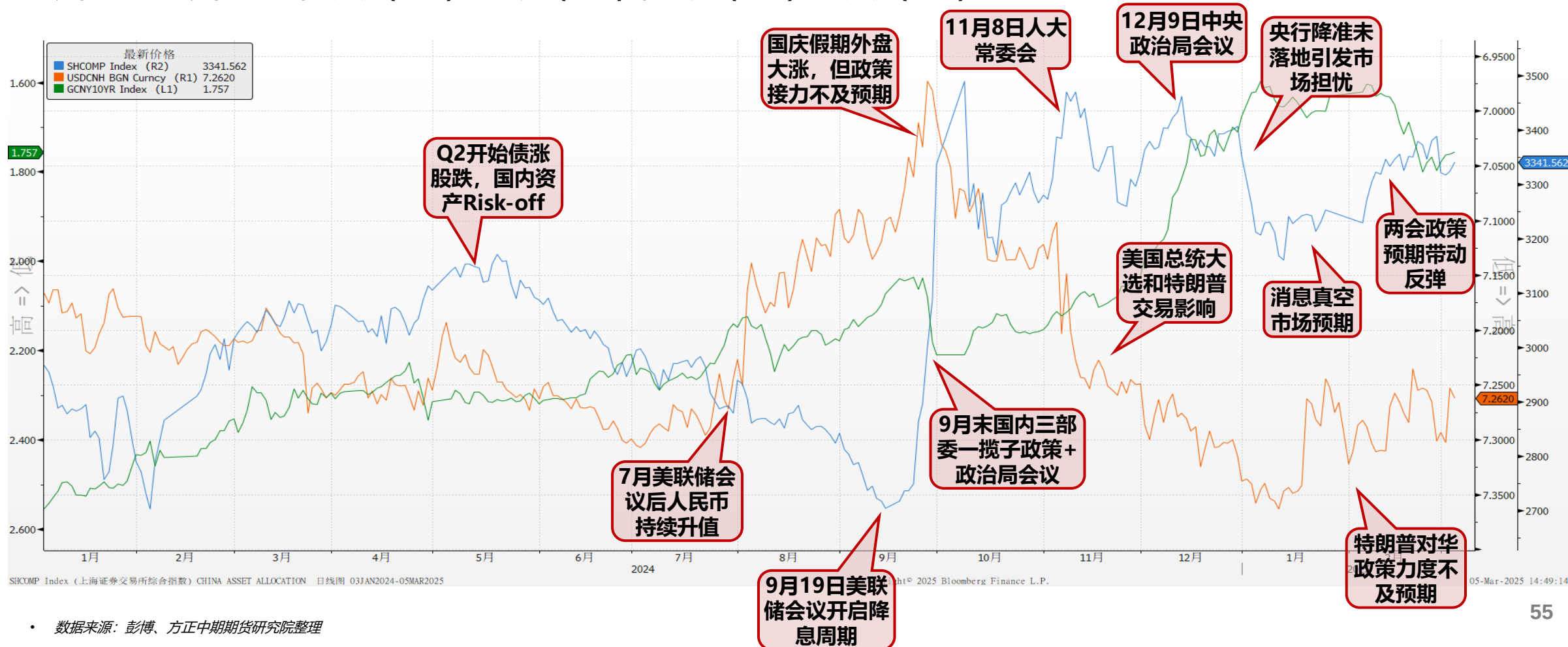


数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理



- 上图为以2024年9月24日为基期，重新指数化后的涨跌幅和涨跌幅差。
- 数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

- 国内：央行、金监总局、证监会一揽子宽松政策（9月24日）——中央政治局会议（9月26日）——其他部委政策跟进（10月）——人大常委会（11月8日）——中央政治局会议（12月9日）——国内政策真空期——“两会”3月初
- 海外：美联储进入降息周期（9月18日）——美国大选（11月4日）——美联储会议（12月19日）——美国新总统就职（1月20日）——美联储会议（1月30日）
- 风险偏好↓→风险偏好↑，预期（股市）>现实（商品），现实（商品）>预期（股市）。





谢 谢！

方正中期期货有限公司

北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层

- 本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。