



● 主要结论

1-2月国民经济总体稳定，开年经济有亮点。具体来看，1-2月，规上工业增加值同比实际增长5.9%，国有企业增速同比收窄至增长3.7%；消费略有回升同比增长4.0%，通讯器材类涨幅较好；出口规模有所恢复至2022年同期水平，同比增长2.3%，美国关税政策形成压力；固投同比增长4.1%，总体有待提高，基建形成支撑；房地产供需总体相对不佳，需求侧有所好转。1-2月规上工业企业利润微幅收缩，全行业补库趋势缓慢爬升；2月物价水平总体相对偏低，春节错月效应影响突出；2月货币供给相对稳定，M1维持微弱上涨；2月制造业PMI相对回升，景气度略有好转。

国信期货交易咨询业务资格
证监许可【2012】116号

分析师：夏豪杰
从业资格号：F0275768
投资咨询号：Z0003021
电话：0755-23510053
邮箱：15051@guosen.com.cn

政府工作报告。今年发展主要预期目标是：国内生产总值增长5%左右；城镇调查失业率5.5%左右，城镇新增就业1200万人以上；居民消费价格涨幅2%左右。今年5%的GDP增速目标，反映出对总量规模的相对要求，也反映出对做好经济工作的坚定信心。2025年实施更加积极的财政政策。今年赤字率拟按4%左右安排，赤字规模5.66万亿元，一般公共预算支出规模29.7万亿元，拟发行超长期特别国债1.3万亿元以及拟发行特别国债5000亿元，拟安排地方政府专项债券4.4万亿元。2025年实施适度宽松的货币政策。货币政策基调14年来首次转变；货币政策仍需关注数量型操作。

分析师助理：张俊峰
从业资格号：F03115138
电话：021-55007766-305163
邮箱：15721@guosen.com.cn

中国人民银行将择机降准降息。2025年我国实行适度宽松的货币政策，将择机降准降息。截至3月30日午间，2025年降息降准暂未落地。年内，降息落地时点或在6月后。近期，结合全国两会过后一般债发行，以及企业缴税的需要，或为降准打开空间。美国特朗普政府对中国输美商品累计加征关税幅度为20.0%，目前中国输美商品平均税率在41.0%左右；关税加征幅度在预期之内，加征节奏快于预期，中国对美出口相对承压。2025年内人民币汇率不宜太弱。人民币仍有升值的需要和空间，包括美联储年内仍将降息，欧元、英镑、日元等在内的非美货币短期相对走强，人民币资产受关注、外资流入相对加快等因素。

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

美联储3月维持利率不变，4月开始降低“缩表”规模。当地时间3月19日，北京时间3月20日凌晨，美联储发布利率决议声明，维持联邦基金利率目标区间4.25%-4.50%不变。综合来说，美联储此次维持利率不变符合预期，4月开始降低“缩表”规模，或暗含对经济下行的担忧。美联储委员预计2025年降息50个基点，与2024年12月点阵图显示的相一致。根据CME美元利率期货显示，截至当地时间3月29日，市场预计，美联储再度降息的时点为6月，概率为78.5%。



一、3月重要会议和政策

表：3月重要会议和政策

时间	重要会议和政策
3月1日	根据央视新闻的报道，当地时间2月28日中午，北京时间3月1日凌晨，美国总统特朗普在白宫会晤到访的乌克兰总统泽连斯基。结果特朗普、美国副总统万斯与泽连斯基吵作一团，会晤不欢而散。计划中的矿产协议也未签署，双方联合新闻发布会也已取消。
3月4日	根据财政部的消息，《国务院关税税则委员会关于对原产于美国的部分进口商品加征关税的公告》发布。2025年3月3日，美国政府宣布以芬太尼为由对所有中国输美商品进一步加征10%关税。美方单边加征关税的做法损害多边贸易体制，加剧美国企业和消费者负担，破坏中美两国经贸合作基础。根据《中华人民共和国关税法》、《中华人民共和国海关法》、《中华人民共和国对外贸易法》等法律法规和国际法基本原则，经国务院批准，自2025年3月10日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税。有关事项如下：一、对鸡肉、小麦、玉米、棉花加征15%关税。二、对高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜、乳制品加征10%关税。三、对原产于美国的附件所列进口商品，在现行适用关税税率基础上分别加征相应关税，现行保税、减免税政策不变，此次加征的关税不予减免。四、2025年3月10日之前，货物已从启运地启运，并于2025年3月10日至2025年4月12日进口的，不加征本公告规定加征的关税。
3月5日	根据新华社的消息，十四届全国人大三次会议开幕，国务院总理李强代表国务院向十四届全国人大三次会议作政府工作报告。今年发展主要预期目标是：国内生产总值增长5%左右；城镇调查失业率5.5%左右，城镇新增就业1200万人以上；居民消费价格涨幅2%左右；居民收入增长和经济增长同步；国际收支保持基本平衡；粮食产量1.4万亿斤左右；单位国内生产总值能耗降低3%左右，生态环境质量持续改善。
3月6日	根据新华网的报道，3月6日，十四届全国人大三次会议在北京梅地亚中心新闻发布厅举行记者会。（1）财政部部长蓝佛安表示，新增实施两项贷款贴息政策，激发消费动力。一项是对重点领域的个人消费贷款，给予财政贴息，减轻当期支出压力。另一项是对餐饮住宿、健康、养老、托幼、家政这些与老百姓生活密切相关的领域，财政对经营主体贷款分类给予贴息，降低融资成本，增加更多优质服务供给。（2）中国人民银行行长潘功胜表示，今年，我们将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息。目前金融机构存款准备金率平均为6.6%，还有下行空间，中央银行向商业银行提供的结构性货币政策工具资金利率也有下行空间。（3）证监会主席吴清表示，金融监管总局启动了第二批保险资金长期股票投资试点，春节前批复了520亿元，前天又批复了600亿元，后续还将进一步扩大。
3月6日	根据欧洲央行的消息，将主要政策利率下调25个基点。
3月7日	根据央视的报道，当地时间3月6日，美国总统特朗普签署对墨西哥和加拿大关税的修正案，使符合“美国-墨西哥-加拿大协定”（美墨加协定）的产品免征关税，直至4月2日。
3月7日	根据美国劳工部的数据，美国2月失业率4.1%，预期4.0%，前值4.0%，美国2月非农就业人口新增15.1万人，预期16万人，前值从14.3万人修正为12.5万人。
3月8日	根据财政部的消息，《国务院关税税则委员会关于对原产于加拿大的部分进口商品加征关税的公告》发布。加拿大政府宣布，自2024年10月1日起，对从中国进口的电动汽车加征100%关税；自2024年10月22日起，对从中国进口的钢铁和铝产品加征25%关税。加方措施严重违反世界贸易组织规则，是典型的保护主义做法，构成对中方的歧视性措施，严重损害中方的合法权益。根据《中华人民共和国关税法》、《中华人民共和国海关法》、《中华人民共和国对外贸易法》等法律法规和国际法基本原则，经国务院批准，自2025年3月20日起，



	对原产于加拿大的部分进口商品加征关税。有关事项如下：一、对菜子油、油渣饼、豌豆加征 100%关税；二、对水产品、猪肉加征 25%关税；三、对原产于加拿大的附件所列进口商品，在现行适用关税税率基础上分别加征相应关税，现行保税、减免税政策不变，此次加征的关税不予减免。
3 月 12 日	根据美国劳工部的数据，美国 2 月 CPI 同比 2.8%、预期 2.9%、前值 3.0%，2 月核心 CPI 同比 3.1%、预期 3.2%、前值 3.3%。
3 月 12 日	根据加拿大央行的消息，将政策利率由 3.0%下调至 2.75%，即降息 25 个基点。
3 月 13 日	根据环球网的报道，当地时间 3 月 13 日，美国总统特朗普在其社交媒体发文称，欧盟是世界上“最具敌意和滥用税收”的机构之一，其成立的唯一目的就是“占美国的便宜”。特朗普还称，欧盟对美国威士忌征收的 50%关税如果不立即取消，美国将很快对来自法国和其他欧盟代表国家的所有葡萄酒、香槟及酒精产品征收 200%的关税。此前，欧盟委员会 12 日发布公报说。因美国近期对从欧盟进口的钢铝产品征收不合理关税，欧盟决定对价值 260 亿欧元的美国商品征收反制关税。
3 月 14 日	美国 3 月密歇根大学消费者信心指数初值 57.9、预期 63.0、前值 64.7。
3 月 16 日	根据央视的报道，当地时间 3 月 15 日，美国总统特朗普在其社交媒体“真实社交”上发文表示，他当日已命令美国军方对胡塞武装采取“果断而有力的”军事行动。据美国媒体报道，美军当天已从空中和海上对也门发动大规模军事行动，重点打击胡塞武装的雷达、防空、导弹和无人机系统，目的是要打通红海航道。美国官员表示，军事行动将持续数天，这将是特朗普第二个任期开始后最重要的军事行动，也是为了向伊朗发出警告信号。目前伊朗方面暂无回应。而据美国官员向路透社透露，美国对胡塞武装的打击将持续数天，甚至数周。
3 月 17 日	根据美国商务部 3 月 17 日的的数据，美国 2 月零售销售环比 0.2%、预期 0.6%、前值由-0.9%修正为-1.2%。
3 月 17 日	根据经合组织（OECD）的消息，将 2025 年全球增长预测从 3.3%下调至 3.1%，并将 2026 年的预测从 3.3%下调至 3.0%；理由是，G20 经济体的贸易壁垒更高，地缘政治和政策不确定性增加，对投资和家庭支出造成压力。
3 月 19 日	根据央视的报道，据法新社消息，当地时间 3 月 18 日，俄罗斯总统普京与美国总统特朗普通电话。据克里姆林宫方面的通报，普京与特朗普 18 日进行了两个半小时的电话交谈，讨论如何为和平解决乌克兰冲突做出努力。两国领导人都同意需要实现“持久和平”，并确认同意暂停对能源基础设施的 30 天打击。克里姆林宫称，“普京立即向俄军方下达了相应命令，指示俄军遵守相应原则”。
3 月 19 日	根据日本央行的消息，维持政策利率 0.5%不变。
3 月 20 日	北京时间 3 月 20 日凌晨，美联储发布利率决议，维持利率水平不变。（1）下调美国 2025-27 年 GDP 预期，维持长期增长预期不变；上调 2025 年美国失业率预期；上调 2025 年美国 PCE 通胀预期；（2）将从 4 月份开始减缓证券持有量的缩减速度；（3）点阵图显示，预计 2025 年内累计降息 50 个基点。
3 月 20 日	（1）英国央行利率决议。根据英国央行 3 月 20 日消息，维持政策利率 4.5%不变。（2）瑞典央行利率决议。根据瑞典央行 3 月 20 日消息，维持政策利率 2.25%不变。（3）瑞士央行利率决议。根据瑞士央行 3 月 20 日消息，将政策利率由 0.5%下调至 0.25%，即降息 25 个基点。
3 月 21 日	根据中国人民银行消息，中国人民银行货币政策委员会召开 2025 年第一季度例会。（1）会议分析了国内外经济金融形势，提出当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能不强，主要经济体经济表现有所分化，通胀走势和货币政策调整不确定性上升。（2）根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息。（3）用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定。
3 月 22 日	根据外交部消息，中共中央政治局委员、外交部长王毅在日本东京同日本外相岩屋毅共同主



	持第六次中日经济高层对话。对话达成二十项重要共识。
3月24日	根据财政部的数据，2025年1-2月，全国一般公共预算收入4.39万亿元、同比下降1.6%，全国一般公共预算支出4.51万亿元、同比上涨3.4%；全国政府性基金收入0.64万亿元、同比下降10.7%，全国政府性基金支出1.14万亿元、同比上涨1.2%；其中，国有土地使用权出让收入0.47万亿元、同比下降15.7%。
3月25日	根据美国谘商会3月25日的数据，3月美国消费者信心指数为92.9、预期94.0、前值由98.3上修至100.1。
3月26日	根据英国统计局的数据，英国2月CPI同比2.8%、预期3.0%、前值3.0%，英国2月核心CPI同比3.5%、预期3.6%、前值3.7%。
3月27日	根据央视的报道，当地时间3月26日，美国总统特朗普发表声明，宣布对所有进口汽车征收25%关税。特朗普说，如果在美国制造汽车，则无需缴纳关税。特朗普还称，美国将会对木材和药物收取关税。汽车关税将于4月2日生效，4月3日将开始收取关税。
3月27日	根据美国国家经济分析局的数据，美国2024年四季度实际GDP年化季环比终值2.4%、预期2.3%、修订值2.3%。
3月28日	根据国家市场监督管理总局的消息，依法对长和港口交易进行审查。3月28日，大公文汇全媒体记者就“长和拟售巴拿马港口”一事，向国家市场监督管理总局提问，获该局回应。问：据悉，4月2日长和将与贝莱德签署巴拿马港口的交易协议，请问该交易是否要经过中国的反垄断审查批准？国家市场监督管理总局反垄断二司负责人：我们注意到此交易，将依法进行审查，保护市场公平竞争，维护社会公共利益。同日，根据上观新闻援引《星岛头条》的报道，接近长和高层消息人士透露，长和下星期不会签订任何关于出售巴拿马港口的协议。

数据来源：央视新闻等、国信期货

二、政府工作报告

2025年3月5日，十四届全国人大三次会议开幕，国务院总理李强代表国务院，向十四届全国人大三次会议作政府工作报告。

（一）主要预期目标坚持稳中求进

按照中央经济工作会议的部署，2025年经济工作总基调：稳中求进。2025年政府工作报告提出，今年发展主要预期目标是：国内生产总值增长5%左右；城镇调查失业率5.5%左右，城镇新增就业1200万人以上；居民消费价格涨幅2%左右；居民收入增长和经济增长同步；国际收支保持基本平衡；粮食产量1.4万亿斤左右；单位国内生产总值能耗降低3%左右，生态环境质量持续改善。提出上述预期目标，综合考虑了国内外形势和各方面因素，兼顾了需要与可能。经济增长预期目标为5%左右，既是稳就业、防风险、惠民生的需要，也有经济增长潜力和有利条件支撑，并与中长期发展目标相衔接，突出迎难而上、奋发有为的鲜明导向。

1. 今年GDP预期目标与2023年和2024年持平。2023年和2024年，我国GDP实际增速分别为5.4%（修订值）和5.0%，顺利完成全年5.0%的GDP增长目标。2024年，我国经济增长总体平稳，但是年中压力相对较大，在9月底系列增量宏观政策的支撑下，四季度宏观经济逐步企稳。2025年，国内外经济形势更加复杂多变，5%的GDP增速目标，反映出对总量规模的相对要求，也反映出对做好经济工作的坚定信心。

2. 居民消费价格（CPI）目标相对调低。2021年至2024年，CPI涨幅目标均为3%，今年CPI目标有所调低。2024年全年，CPI比上年上涨0.2%，PPI比上年下降2.2%。当前，我国宏观的主要结构性矛盾正是



物价水平相对较低，也造成了市场主体对宏观经济的体感与经济增速的差异。根据宏观经济形势，设定合理科学的物价水平目标，是后续宏观政策具体落地执行的重要基准。从国际经验来看，主要发达经济体央行对物价水平的目标大多在 2.0% 左右，即维持物价水平相对温和增长。因此，我国降低 CPI 涨幅目标符合国际经验。

（二）更加积极的财政政策

2025 年政府工作报告指出，实施更加积极的财政政策。统筹安排收入、债券等各类财政资金，确保财政政策持续用力、更加给力。今年赤字率拟按 4% 左右安排、比上年提高 1 个百分点，赤字规模 5.66 万亿元、比上年增加 1.6 万亿元。一般公共预算支出规模 29.7 万亿元、比上年增加 1.2 万亿元。拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元、比上年增加 3000 亿元。拟发行特别国债 5000 亿元，支持国有大型商业银行补充资本。拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元、比上年增加 5000 亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。

1. 财政赤字再提高。按照国际通行规则，财政赤字率在 3% 以上则为较为积极的财政政策。2023 年 10 月，在增发 1 万亿元特别国债后，我国财政赤字率达到 3.8%；2024 年赤字率安排 3.0%。今年财政赤字率安排 4.0% 左右，赤字率再度提高，是更加积极的财政政策的具体体现。在当前物价水平存在结构性矛盾，市场主体活力仍需增强的背景下，加大政府支出以实现逆周期调节，是活跃宏观经济的重要支撑。

2. 特别国债再发力。今年拟发行的超长期特别国债为 1.3 万亿元，规模较去年增加 3000 亿元，增幅 30%。拟发行 5000 亿元特别国债，用于国有大型商业银行补充资本，这是在银行净息差相对收窄的背景下，激发国有大型商业银行更加专注主责主业，提升信贷资金投放能力的重要保障。

3. 地方政府新增专项债再扩大。地方政府专项债，是广义财政的重要部分，也是地方政府收入的重要组成部分。今年地方政府新增专项债使用范围，明确提出可用于土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款，是化解地方政府隐性债务以及进一步改善房地产市场的重要支撑。

（三）适度宽松的货币政策

2025 年政府工作报告指出，实施适度宽松的货币政策。发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。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，加大对科技创新、绿色发展、提振消费以及民营、小微企业等的支持。

1. 货币政策基调 14 年来首次转变。从历史过往来看，此前在 2009 年和 2010 年我国执行过“适度宽松”的货币政策；2011 年至 2024 年的 14 年间，我国货币政策基调均为“稳健”。近期，美国特朗普政府关税政策密集调整，美国地方联储预计，一季度美国 GDP 或陷入衰退。市场对于年内美联储再度降息的节奏和幅度相对升温，也为中国人民银行降息降准提供了空间。截至 3 月 30 日午间，中国人民银行在 2025 年降息降准操作暂未落地，结合美联储货币政策操作以及美国特朗普关税政策，预计 2025 年我国 LPR 有合计 75 个基点的降幅，降准或仍有 0.5 个百分点以上的空间。

2. 货币政策仍需关注数量型操作。考虑到价格型货币政策的有效性相对不佳的问题，适度宽松的货币政策或更倾向于数量型操作，即以投放基础货币增加流动性为主。2024 年 12 月，中国人民银行通过国债买卖、买断式逆回购和 MLF 三种货币政策工具，合计投放基础货币为 5500 亿元；2025 年 1 月，通过买断式逆回购和 MLF 两种货币政策工具，合计投放基础货币 9050 亿元。至 2025 年 2 月，中国人民银行通过买



断式逆回购和 MLF 两种货币政策工具，合计投放基础货币 4000 亿元。因此，2 月基础货币投放规模相对缩小，但是总体仍然保持相对宽松。

（四）全面部署 2025 年政府工作任务

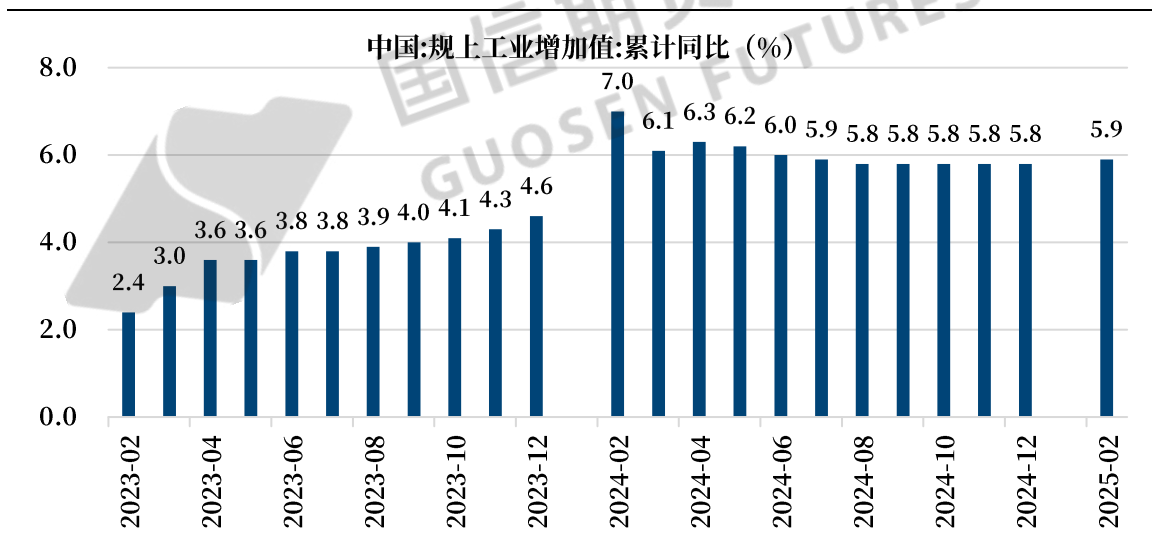
2025 年政府工作报告从十大方面，对 2025 年政府工作任务进行了全面部署，具体包括：大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求；因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系；深入实施科教兴国战略，提升国家创新体系整体效能；推动标志性改革举措加快落地，更好发挥经济体制改革牵引作用；扩大高水平对外开放，积极稳外贸稳外资；有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线；着力抓好“三农”工作，深入推进乡村全面振兴；推进新型城镇化和区域协调发展，进一步优化发展空间格局；协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展全面绿色转型；加大保障和改善民生力度，提升社会治理效能。

三、经济基本面

（一）规上工业增加值

规上工业增加值相对稳定，国有企业增速同比收窄。1-2 月，规模以上工业（简称“规上工业”）增加值同比实际增长 5.9%，增速较去年末扩大 0.1 个百分点，较去年同期收窄 1.1 个百分点。

图 1：工业增加值



数据来源：Choice 国信期货

分三大门类看，1-2 月，采矿业增加值同比增长 4.3%，增速较去年同期加快 2.0 个百分点；制造业同比增长 6.9%，增速较去年同期收窄 0.8 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 1.1%，增速较去年同期收窄 6.8 个百分点。

分经济类型看，1-2 月，国有控股企业增加值同比增长 3.7%，增速较去年同期收窄 2.1 个百分点。股份制企业增长 6.6%，其中，外商及港澳台商投资企业增长 3.2%，增速较去年同期收窄 3.0 个百分点。私营企业增长 6.7%，增速较去年同期加快 0.2 个百分点。



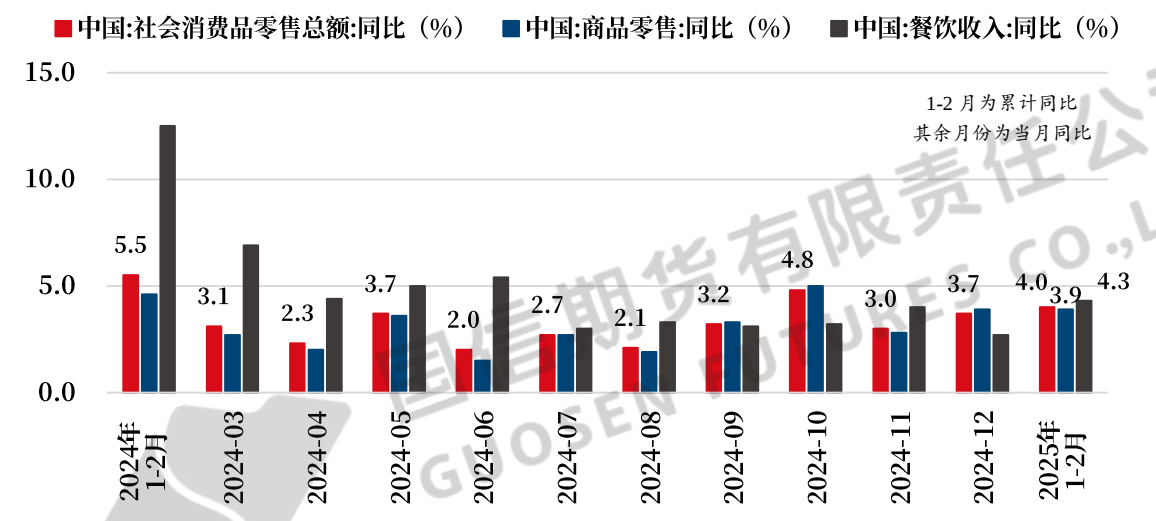
分主要行业看，1-2月，增幅居前的有，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长20.8%，汽车制造业增长12.0%，电气机械和器材制造业增长12.0%，金属制品业增长11.5%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长10.6%；跌幅居前的有，非金属矿物制品业下跌2.1%。

（二）社会消费品零售

消费略有回升，通讯器材类涨幅较好。1-2月，社会消费品零售（简称“社零”）总额8.37万亿元，同比增长4.0%，增速较去年末扩大0.3个百分点，较去年同期收窄1.5个百分点，增速高于去年月均增速。

按消费类型分，1-2月，餐饮收入同比增长4.3%，增速较去年末扩大1.6个百分点，较去年同期收窄8.2个百分点，主要原因在于去年同期基数较高。1-2月，商品零售同比增长3.9%，增速与去年末持平，较去年同期收窄0.7个百分点。

图2：社会消费品零售



数据来源：Choice 国信期货

从商品零售的具体商品类型来看，1-2月同比涨幅居前的有，通讯器材类上涨26.2%，体育、娱乐用品类上涨25.0%，文化办公用品类上涨21.8%；1-2月同比跌幅较大的有，汽车类下降4.4%，饮料类下降2.6%。从商品零售的规模来看，1-2月销售额超过4000亿元的商品有3类，分别是，汽车类销售额6893亿元，粮油、食品类销售额4229亿元，石油及制品类销售额4019亿元。

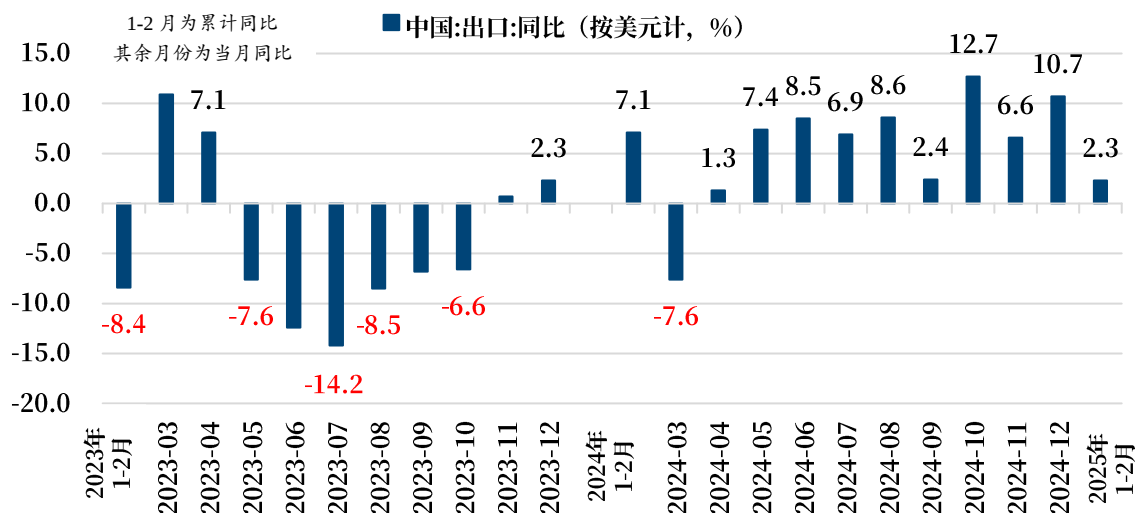
（三）进出口

出口规模有所恢复，美国关税政策形成压力。按美元计，2025年1-2月，全国进出口总值9093.7亿美元，较去年同期下降2.4%；出口总值为5399.4亿美元，较去年同期增长2.3%；进口总值为3694.3亿美元，较去年同期下降8.4%；贸易顺差1705.2亿美元。

综合来说，2024年1-2月出口总量小幅增长，主要受制于去年同期增幅较大为增长7.1%。从规模来看，今年1-2月出口规模已经恢复至2022年同期水平。从地区来看，对东盟出口较好、对美国出口稳定、对欧盟出口不佳。由于美国特朗普政府对我国输美商品加征关税，对美出口相对承压，可通过提高对非美国贸易伙伴的出口规模，以稳定出口总额。



图 3：出口



数据来源: Choice 国信期货

从总量来看, 1-2 月出口规模较好, 美国加征关税形成一定压力。从出口规模来看, 按美元计, 今年 1-2 月累计出口为 5399.4 亿美元, 2022 年至 2024 年同期分别为 5380.7 亿美元、4930.5 亿美元、5280.9 亿美元, 即今年 1-2 月出口规模已经恢复至 2022 年同期水平。值得注意的是, 特朗普就任美国总统后, 对中国输美商品累积加征关税达 20.0%, 目前中国输美商品平均税率为 41.0% 左右, 年内中国对美出口有一定压力。2 月, 制造业 PMI 中, 新出口订单为 48.6%, 总体仍然处于收缩区间, 或预示后期出口仍然存在压力。当然, 2 月 PMI 新出口订单指数为近 6 个月以来的新高, 仍有一定积极意义。

从地区来看, 对东盟出口较好、对美国出口稳定、对欧盟出口不佳。按美元计, 我国对外出口规模前三的经济体分别为东盟、欧盟和美国。对东盟出口, 按美元计, 2025 年 1-2 为 872 亿美元, 较去年同期增长 5.7%, 对东盟出口较好。对欧盟出口, 按美元计, 2025 年 1-2 为 790 亿美元, 较去年同期增长 0.6%, 对欧盟出口相对不佳。对美国出口, 按美元计, 2025 年 1-2 为 756 亿美元, 较去年同期增长 2.3%, 对美国出口相对稳定。由于美国特朗普政府对我输美商品加征关税, 对美出口相对承压。

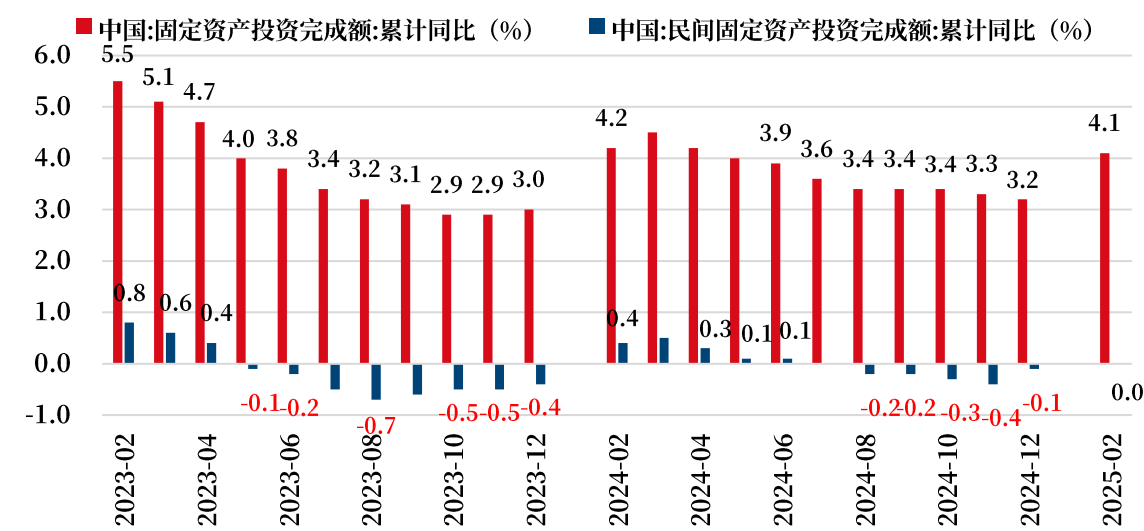
(四) 固定资产投资及房地产

固投总体有待提高, 基建形成支撑。1-2 月, 全国固定资产投资 (简称“固投”) 5.26 万亿元, 同比增长 4.1%, 增速较去年同期低 0.1 个百分点。其中, 今年 1-2 月民间固定资产投资 (简称“民间投资”) 总量与去年同期基本持平。

分三大产业来看, 1-2 月, 制造业投资增长 9.0%, 增速较去年同期收窄 0.4 个百分点, 相对稳固; 基础设施投资增长 10.0%, 增速较去年同期加快 1.0 个百分点, 表现较好; 房地产开发投资下降 9.8%, 跌幅较去年同期扩大 0.8 个百分点, 仍然不佳。

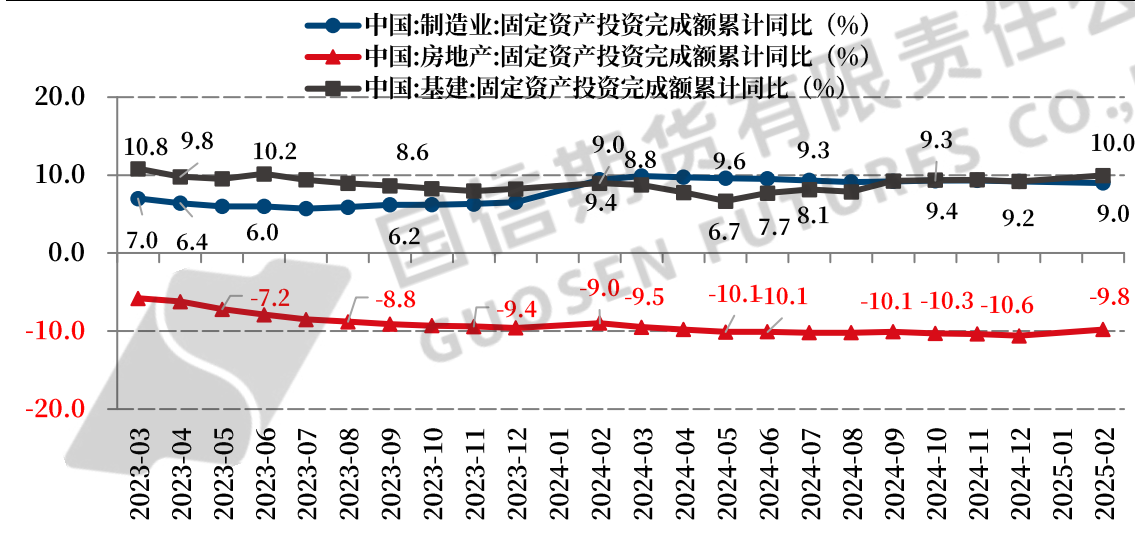


图 4：固定资产投资



数据来源: Choice 国信期货

图 5：分行业固定资产投资

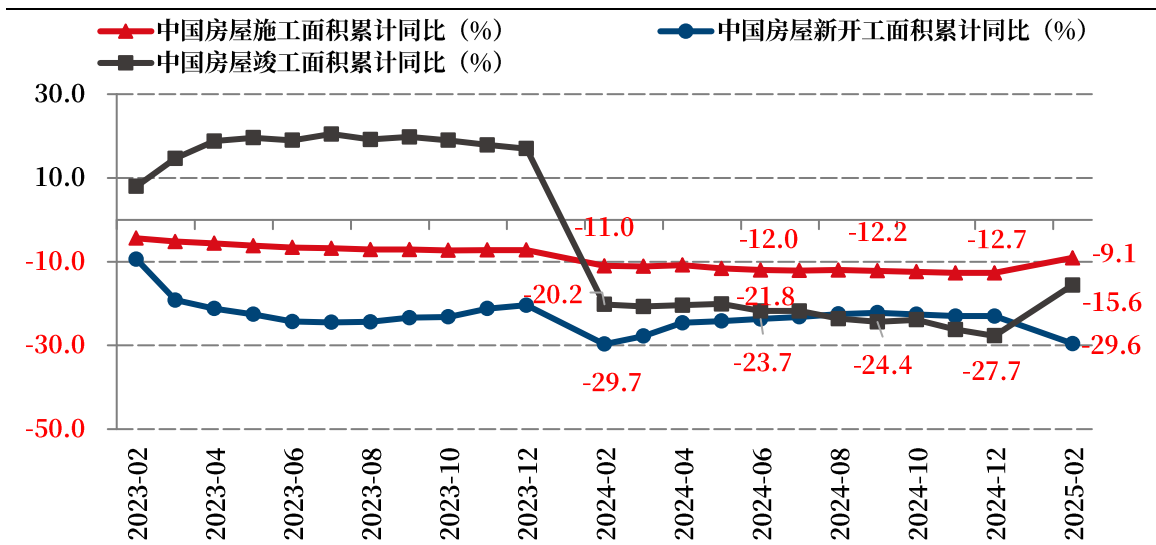


数据来源: Choice 国信期货

房地产供需总体相对不佳，需求侧有所好转。房地产供给侧方面，1-2 月，房地产开发企业房屋施工面积同比下降 9.1%；房屋新开工面积同比下降 29.6%；房屋竣工面积同比下降 15.6%，跌幅较去年末收窄 12.1 个百分点，相对好转；房地产开发企业到位资金同比下降 3.6%，跌幅较去年同期收窄 20.5 个百分点，跌幅显著收窄。房地产需求侧方面，1-2 月，新建商品房销售面积同比下降 5.1%，跌幅较去年同期收窄 15.4 个百分点，相对好转；新建商品房销售额同比下降 2.6%，跌幅较去年同期收窄 15.4 个百分点 26.7 个百分点，相对好转；8 月末，商品房待售面积同比增长 5.1%，增速较去年末收窄 5.5 个百分点，商品房销售压力有所减轻。

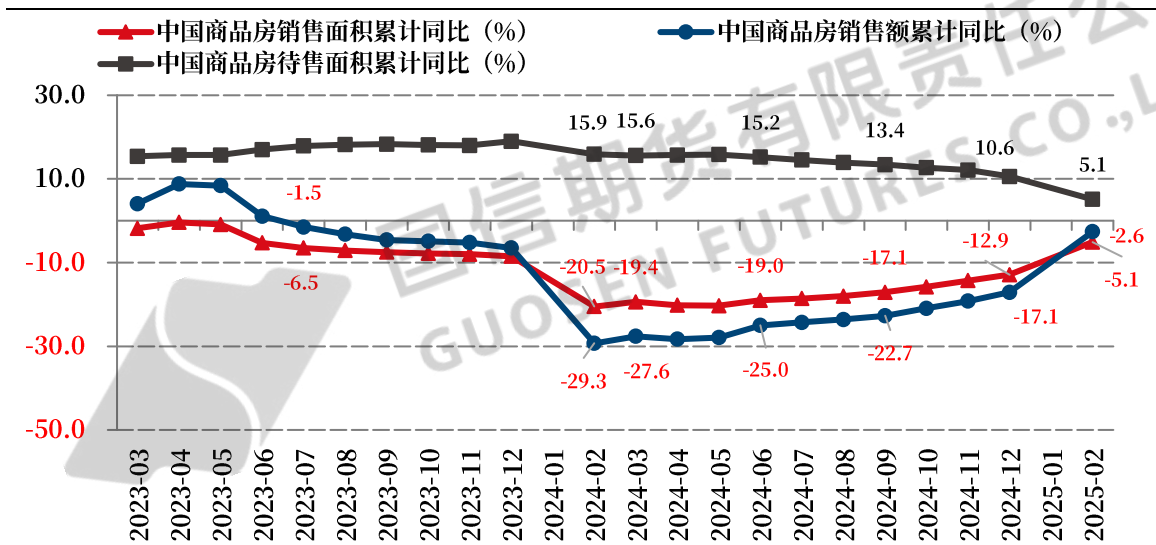


图 6：房地产施工、新开工和竣工



数据来源：Choice 国信期货

图 7：商品房销售面积、销售金额、待售面积



数据来源：Choice 国信期货

四、宏观核心指标

（一）物价水平

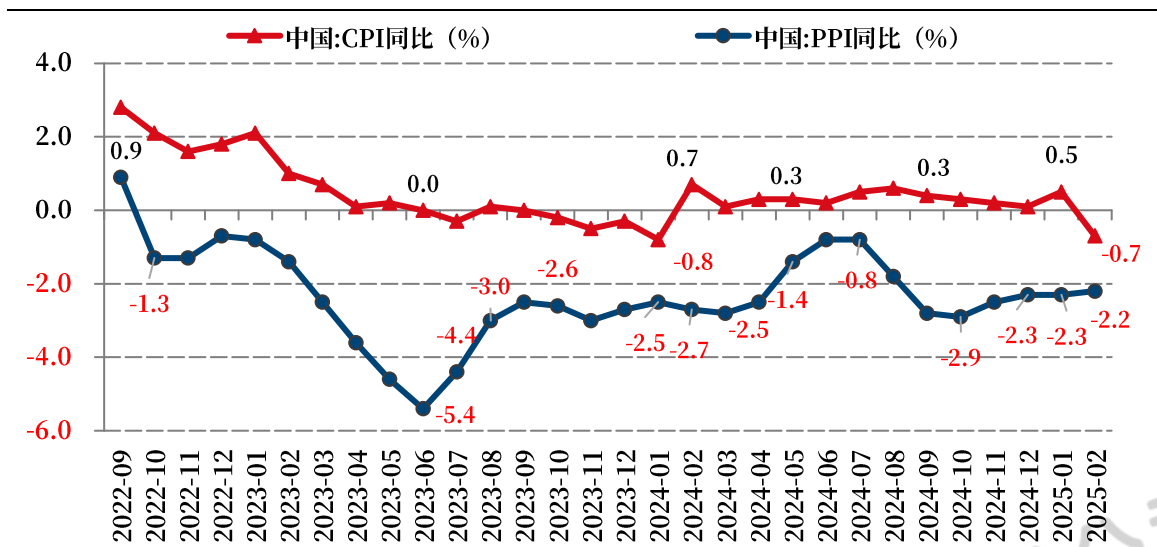
2 月物价水平总体相对偏低，春节错月效应影响突出。2 月居民消费价格（CPI）同比下降 0.7%，环比下降 0.2%；2 月工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 2.2%，环比下降 0.1%。1-2 月平均，CPI 比上年同期下降 0.1%；PPI 比上年同期下降 2.2%。

综合来看，2 月 CPI 有所走低，主要原因来自春节的错月效应，去年 2 月 CPI 基数相对较高。根据国家统计局测算，在 2 月份-0.7%的 CPI 同比变动中，上年价格变动的滞后影响约为-1.2 个百分点，今年价格变动的新影响约为 0.5 个百分点，扣除春节错月影响 2 月份 CPI 同比上涨 0.1%。PPI 略有好转，主要是



1 月为生产淡季，春节后企业复工复产相对积极；同时近期国际原油价格相对下行，带动国内石油相关行业价格下行。

图 8：物价水平



数据来源：Choice 国信期货

CPI 同比方面。2 月 CPI 同比上涨 0.7%，从 CPI 分大类来看，其他用品及服务上涨 6.5%、衣着上涨 1.2%、医疗保健上涨 0.2%、居住上涨 0.1%；教育文化娱乐下跌 0.5%、生活用品及服务下跌 0.7%、食品烟酒下跌 1.9%、交通通信下跌 2.5%。由于春节的错月影响，食品价格同比下降 3.3%，影响 CPI 同比下降约 0.60 个百分点，占 CPI 总降幅八成多，是带动 CPI 由涨转降的主要因素；同时，春节后出游需求回落，飞机票和旅游价格同比分别下降 22.6%和 9.6%，合计影响 CPI 同比下降约 0.27 个百分点。食品中，鲜菜价格下降 12.6%，影响 CPI 下降约 0.31 个百分点，向下拉动作用较大；猪肉价格上涨 4.1%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点，猪肉价格同比涨幅不大，向上拉动作用相对减弱。

PPI 同比方面。2 月 PPI 同比下降 2.2%；分 PPI 的两个大项来看，生产资料价格同比下降 2.5%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 1.86 个百分点；生活资料价格下降 1.2%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 0.31 个百分点。从生产资料价格下属 3 个子项来看，2 月，采掘工业下跌 6.3%、原材料工业下跌 1.5%；加工工业下跌 2.7%。从生活资料价格下属 4 个子项来看，食品价格下跌 1.6%、衣着价格下跌 0.2%、一般日用品价格上涨 0.9%、耐用消费品价格下跌 2.5%，耐用消费品价格暂未有显著好转。从 PPI 分行业来看，2 月同比跌幅较大的行业有，黑色金属矿采选业下跌 13.2%、煤炭开采和洗选业下跌 12.5%、黑色金属冶炼和压延加工业下跌 10.6%；2 月 PPI 同比涨幅居前的行业有，有色金属矿采选业上涨 21.2%、有色金属冶炼和压延加工业上涨 9.5%。

（二）货币供给

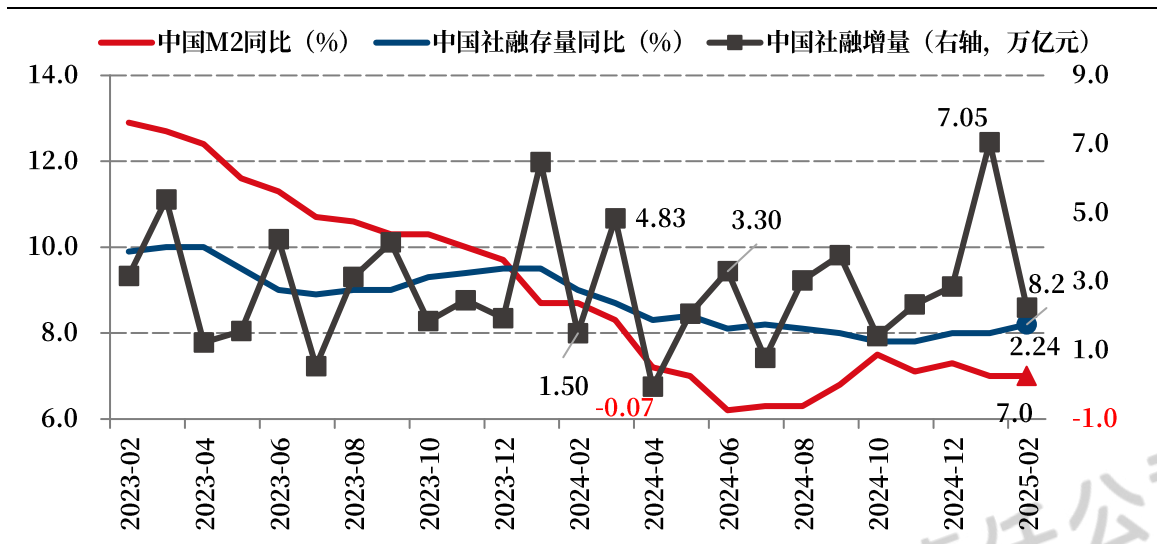
2 月货币供给相对稳定，M1 维持微弱上涨。2 月末，广义货币（M2）同比增长 7.0%；狭义货币（M1）同比增长 0.1%；流通中货币（M0）同比增长 9.7%。1 月末，社会融资规模存量（简称“社融存量”）同比增长 8.2%；1 月社会融资规模增量（简称“社融增量”）为 2.24 万亿元。

综合来说，2 月货币供给总量维持相对稳定。与去年同期相比，2 月 M2 和社融存量同比增速均略有下滑；与今年 1 月相比，2 月 M2 同比增速与 1 月持平，2 月社融存量增速较 1 月扩大 0.2 个百分点。今年 2 月 M1 同比增速较 1 月收窄 0.3 个百分点，主要原因在于春节错月效应；2 月 M1 同比仍维持微弱上涨，对



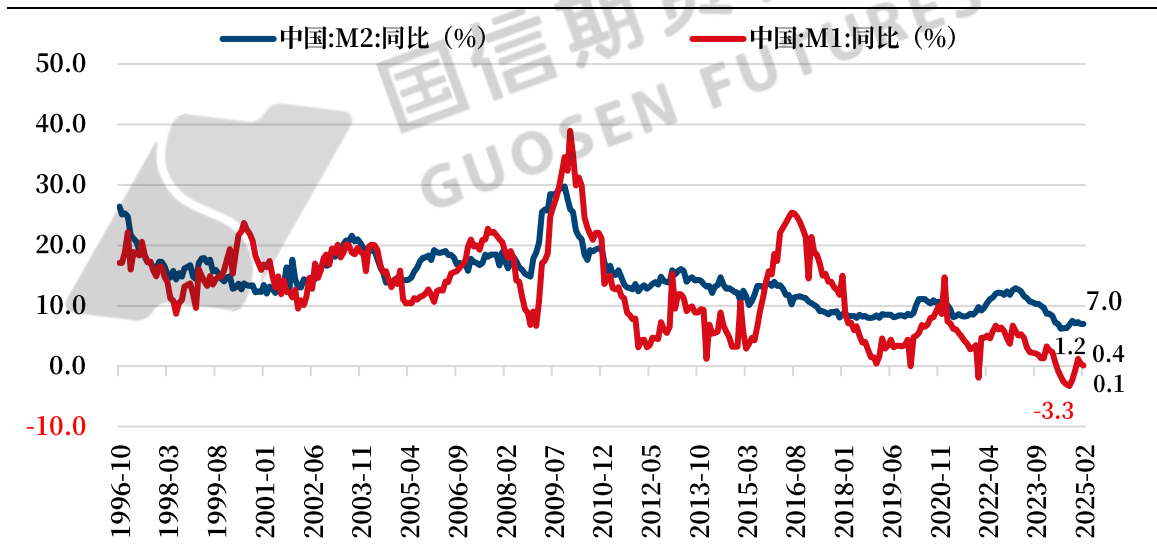
物价水平上行仍然有一定积极意义。社融方面，今年 1 月社融增量为历史最大单月增幅，2 月社融增量恢复至常规水平。其中，2 月人民币贷款新增 6528 亿元，相对少增，主因或是 1 月增幅较大；2 月政府债券新增 1.69 万亿元，是 2 月社融增量的主要部分，较 1 月多增 1 万亿元，较去年 2 月多增 1.1 万亿元。

图 9：M2 和社融



数据来源：Choice 国信期货

图 10：M1 和 M2



数据来源：choice 国信期货

（三）库存周期

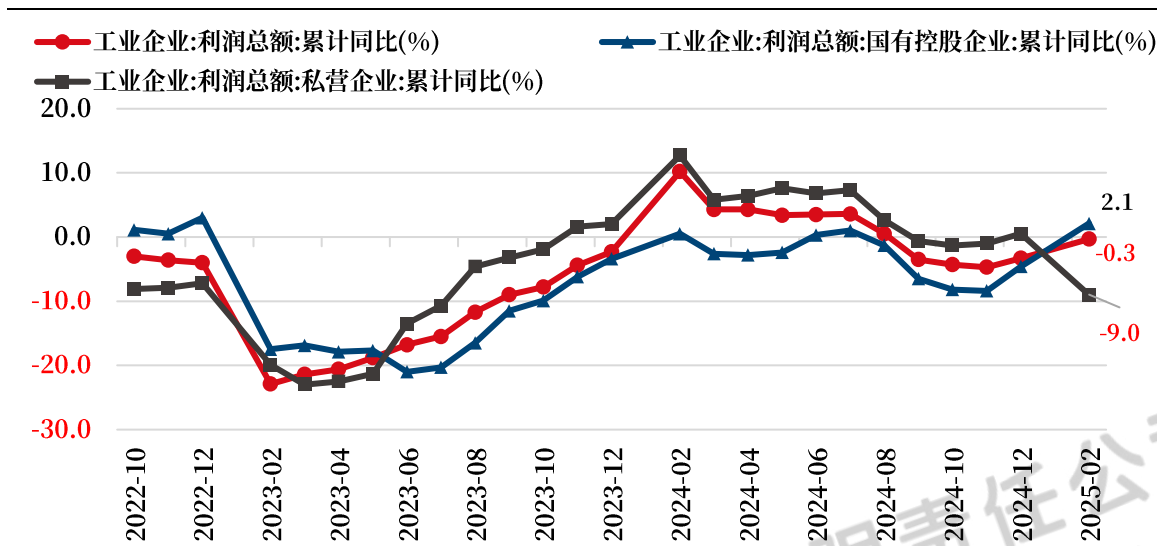
1-2 月规上工业企业利润微幅收缩 全行业补库趋势缓慢爬升。根据国家统计局 3 月 27 日数据，1-2 月，全国规模以上工业企业（简称“规上工业企业”）实现利润总额 9109.9 亿元，同比下降 0.3%，跌幅较去年末收窄 3.0 个百分点。2 月末，规上工业企业产成品存货（即库存），同比上涨 4.2%，涨幅较去年末扩大 0.9 个百分点，全行业延续缓慢爬升的补库趋势。

总量来看，1-2 月全行业企业利润总额相对稳定，但增速变化较大。从近 3 年来当年 1-2 月的利润总



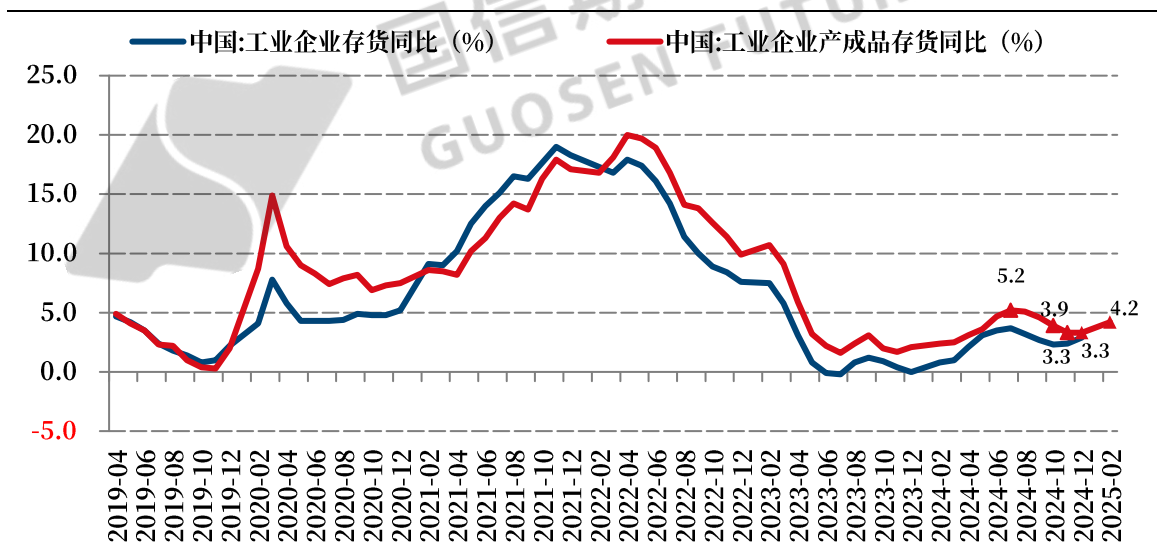
额，2023 年 1-2 月为 8872.1 亿元、同比下降 22.9%，2024 年 1-2 月为 9140.6 亿元、同比增长 10.2%，2025 年 1-2 月为 9109.9 亿元、同比下降 0.3%。因此，近 3 年来，1-2 月企业利润总额变化不大。当然，企业利润同比增幅需以可比口径计算，同比增幅的变化相对突出。反映出行业间、企业间的经营情况存在较大差异。

图 11：工业企业利润



数据来源：Choice 国信期货

图 12：工业企业存货和产成品存货



数据来源：Choice 国信期货

分企业类型来看，国有控股相对修复，私营表现不佳。1-2 月，国有控股企业实现利润总额同比增长 2.1%，较去年末由负转增，增速较去年同期扩大 1.6 个百分点。1-2 月，私营企业实现利润总额同比下降 9.0%，表现不佳。1-2 月，外商及港澳台商投资企业实现利润总额同比上涨 4.9%，较去年末由负转增，增速较去年同期大幅收窄。

分行业来看，制造业增幅稳健，采矿业跌幅仍较大，公用事业维持相对高增速。1-2 月，制造业实现利润总额同比上涨 4.8%，相对稳健。1-2 月，采矿业实现利润总额同比下降 25.2%，仍然不佳。1-2 月，电



力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额同比增长 13.5%，继续维持相对高增速。

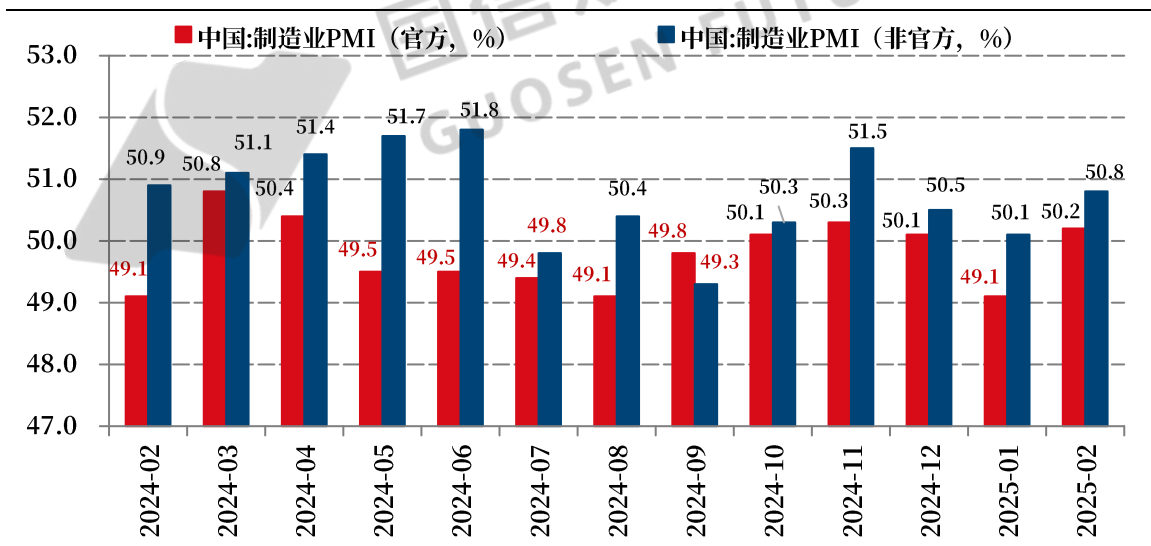
制造业各行业利润呈现较大差异，铁路船舶以及农副食品加工表现较好。具体来说，1-2 月，在 29 个制造业中，13 个行业利润总额同比增长，14 个行业同比下降；2 个行业上年同期亏损，无法计算同比增速。具体来看，1-2 月制造业利润总额同比涨幅居前的有，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业上涨 88.8%，农副食品加工业上涨 37.8%，仪器仪表制造业上涨 26.7%，有色金属冶炼和压延加工业上涨 20.5%，以上行业的利润总额在 1-2 月累计涨幅均在 20.0% 以上；1-2 月，制造业利润总额同比下降幅度较大的行业有，家具制造业下降 29.7%，非金属矿物制品业下降 37.8%。

（四）景气指数

2 月制造业 PMI 相对回升，景气度略有好转。根据国家统计局数据，2 月官方制造业 PMI 为 50.2%，较 1 月的 49.1% 回升 1.1 个百分点，重回扩张区间。同时，2 月财新制造业 PMI 为 50.8%，维持扩张，较 1 月的 50.1% 升高 0.7 个百分点。从官方制造业 PMI 分类指数来看，2 月，生产指数为 52.5%，为近 10 个月以来的新高；新订单指数为 51.1%（新出口订单 48.6%），原材料库存指数为 47.0%，从业人员指数为 48.6%，供应商配送时间指数为 51.0%。从非制造业商务活动指数来看，2 月为 50.4%，较 1 月的 50.2% 回升 0.2 个百分点。

综合来说，2 月，官方制造业 PMI 相对回升，其中生产指数、新订单指数表现较好，春节假期后企业复工复产较为活跃，新出口订单指数虽然仍有压力，但相对改善。由于 PMI 为环比数据，因此，2 月景气指数的相对走强，与 1 月景气度相对回调有关。当然，景气指数所带来的积极氛围也不容忽视。

图 13：制造业 PMI



数据来源：Choice 国信期货

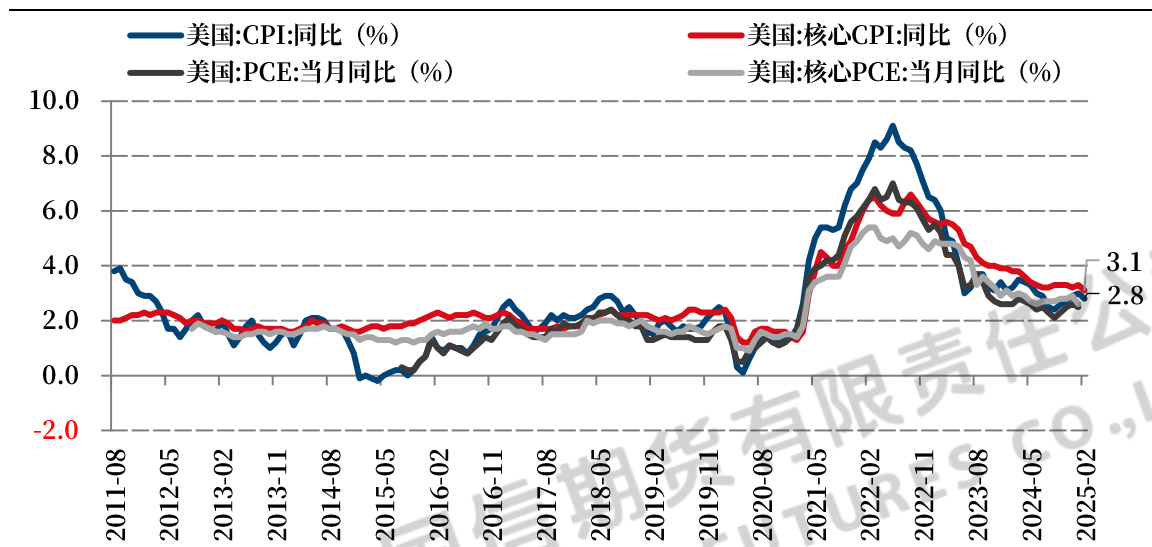
（五）人民币汇率

美联储 3 月维持利率不变，4 月开始降低“缩表”规模。（1）**物价水平方面**，美国 2 月 CPI 同比 2.8%、预期 2.9%、前值 3.0%，2 月核心 CPI 同比 3.1%、预期 3.2%、前值 3.3%。美国 2 月物价水平有所降低，特朗普政府加征关税对物价水平的影响暂未完全显现，为美联储年内加快降息节奏创造了一定条件。（2）**劳动力市场方面**，美国 2 月失业率 4.1%、预期 4.0%、前值 4.0%，美国 2 月非农就业人口新增 15.1 万人、预期 16 万人、前值从 14.3 万人修正为 12.5 万人。美国 2 月失业率有所上行，非农就业人口不及预期，



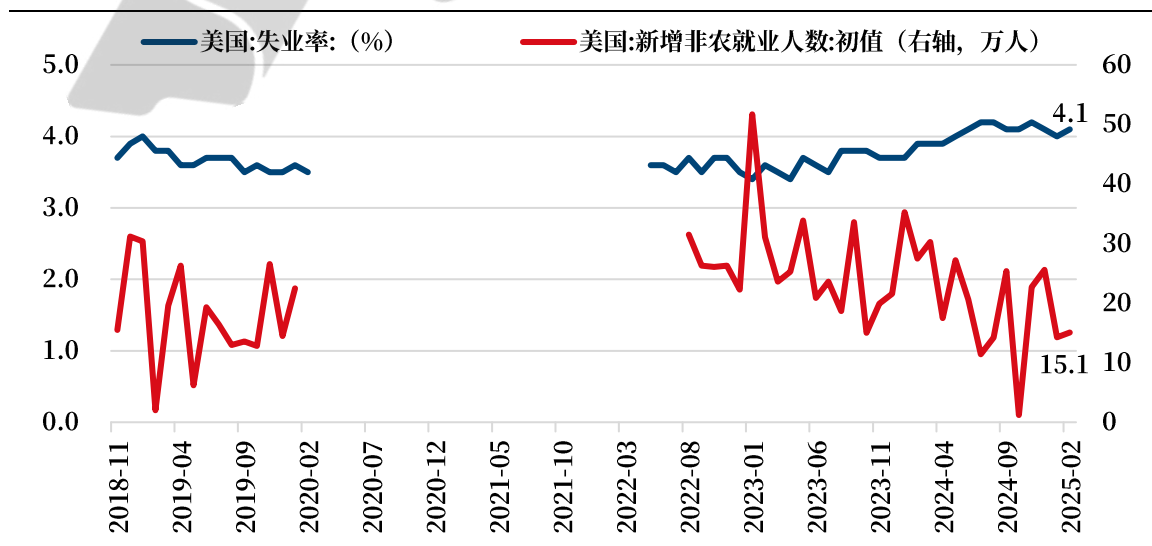
劳动力市场相对走弱。(3) 美国 GDP 方面，近期，美国特朗普政府关税政策频繁调整，或引发贸易摩擦，美国地方联储预估美国一季度 GDP 或陷入衰退。(4) 美联储方面，当地时间 3 月 19 日，北京时间 3 月 20 日凌晨，美联储发布利率决议声明，维持联邦基金利率目标区间 4.25%-4.50% 不变。综合来说，美联储此次维持利率不变符合预期，4 月开始降低“缩表”规模，或暗含对经济下行的担忧。美联储主席鲍威尔在议息会议后的发布会上表示，美国经济整体上是强劲的，或在安抚市场情绪。美联储委员预计 2025 年降息 50 个基点，与 2024 年 12 月点阵图显示的相一致。美联储降低“缩表”规模后，何时降息的操作更加灵活。根据 CME 美元利率期货显示，截至当地时间 3 月 29 日，市场预计，美联储再度降息的时点为 6 月，概率为 78.5%。

图 14：美国物价水平



数据来源：Choice 国信期货

图 15：美国劳动力市场



数据来源：Choice 国信期货

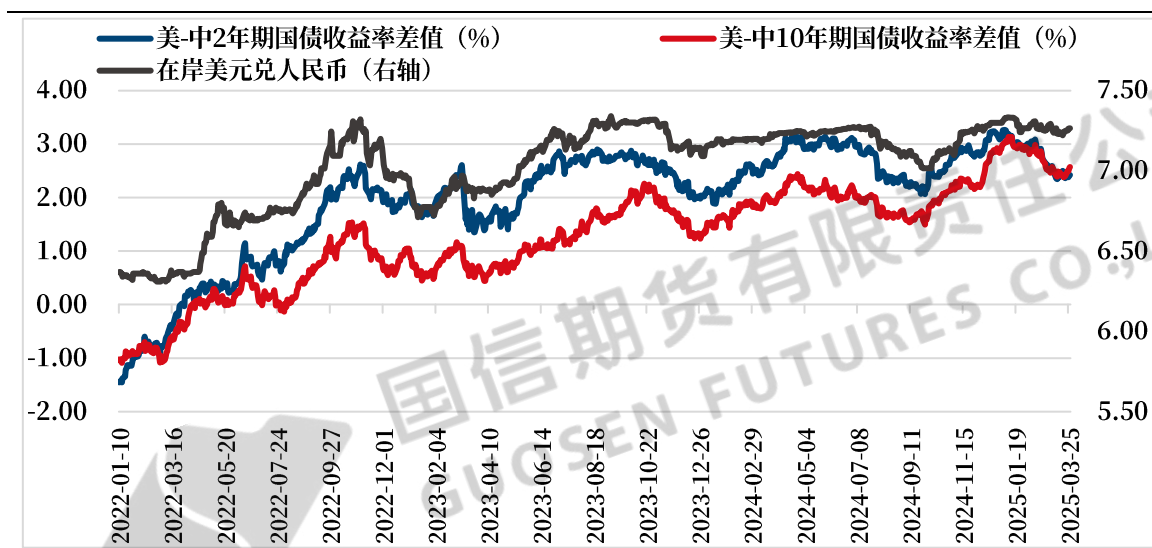
非美发达经济体央行货币政策显差异。(1) 3 月 19 日，日本央行维持政策利率 0.5% 不变，符合预期。(2) 3 月 20 日，英国央行维持政策利率 4.5% 不变，符合预期。(3) 3 月 20 日，瑞典央行维持政策利率 2.25% 不变，符合预期。主要原因是瑞典物价水平相对温和，2 月同比 1.3%。当然，瑞典物价水平总体仍然偏低，



瑞典央行后期仍有降息可能。(4) 3月20日, 瑞士央行将政策利率由0.5%下调至0.25%, 即降息25个基点。主要原因是瑞士物价水平相对较低, 2月同比0.3%。

中国人民银行将择机降准降息。(1) 2025年我国实行适度宽松的货币政策, 将择机降准降息。截至3月30日午间, 2025年降息降准暂未落地。3月1年期和5年期以上LPR维持不变。年内, 中国人民银行降息时点或以跟随美联储为主, 即降息落地时点或同样在6月后。(2) 关于降准时点, 近期, 在岸美元兑人民币在7.25一线震荡, 宽松货币政策对人民币走贬的影响相对较小, 结合全国两会过后一般债发行, 以及企业缴税的需要, 或为降准打开空间。(3) 美国特朗普政府对中国输美商品累计加征关税幅度为20.0%, 目前中国输美商品平均税率在41.0%左右; 关税加征幅度在预期之内, 但是关税加征节奏快于预期, 因此中国对美出口相对承压。(4) 2025年内, 人民币汇率不宜太弱。美国加征关税, 中国对美出口承压, 是人民币相对贬值的因素。但是, 需要注意的是, 人民币仍有升值的需要和空间, 包括美联储年内仍将降息, 欧元、英镑、日元等在内的非美货币短期相对走强, 人民币资产受关注、外资流入相对加快等因素。

图 16: 中美名义利差与人民币汇率



数据来源: Choice 国信期货

五、后期展望

1-2月国民经济总体稳定, 开年经济有亮点。具体来看, 1-2月, 规上工业增加值同比实际增长5.9%, 国有企业增速同比收窄至增长3.7%; 消费略有回升同比增长4.0%, 通讯器材类涨幅较好; 出口规模有所恢复至2022年同期水平, 同比增长2.3%, 美国关税政策形成压力; 固投同比增长4.1%, 总体有待提高, 基建形成支撑; 房地产供需总体相对不佳, 需求侧有所好转。1-2月规上工业企业利润微幅收缩, 全行业补库趋势缓慢爬升; 2月物价水平总体相对偏低, 春节错月效应影响突出; 2月货币供给相对稳定, M1维持微弱上涨; 2月制造业PMI相对回升, 景气度略有好转。

政府工作报告。2025年政府工作报告提出, 今年发展主要预期目标是: 国内生产总值增长5%左右; 城镇调查失业率5.5%左右, 城镇新增就业1200万人以上; 居民消费价格涨幅2%左右。今年GDP预期目标与2023年和2024年持平, 5%的GDP增速目标, 反映出对总量规模的相对要求, 也反映出对做好经济工作的坚定信心。2025年实施更加积极的财政政策。今年赤字率拟按4%左右安排, 赤字规模5.66万亿元, 一般公共预算支出规模29.7万亿元, 拟发行超长期特别国债1.3万亿元以及拟发行特别国债5000亿元, 拟安排地方政府专项债券4.4万亿元。2025年实施适度宽松的货币政策。货币政策基调14年来首次转变; 货



币政策仍需关注数量型操作。

中国人民银行将择机降准降息。2025 年我国实行适度宽松的货币政策，将择机降准降息。截至 3 月 30 日午间，2025 年降息降准暂未落地。年内，中国人民银行降息时点或以跟随美联储为主，即降息落地时点或同样在 6 月后。关于降准时点，近期，在岸美元兑人民币在 7.25 一线震荡，宽松货币政策对人民币走贬的影响相对较小，结合全国两会过后一般债发行，以及企业缴税的需要，或为降准打开空间。美国特朗普政府对中国输美商品累计加征关税幅度为 20.0%，目前中国输美商品平均税率在 41.0% 左右；关税加征幅度在预期之内，但是关税加征节奏快于预期，因此中国对美出口相对承压。2025 年内，人民币汇率不宜太弱。人民币仍有升值的需要和空间，包括美联储年内仍将降息，欧元、英镑、日元等在内的非美货币短期相对走强，人民币资产受关注、外资流入相对加快等因素。

美联储 3 月维持利率不变，4 月开始降低“缩表”规模。当地时间 3 月 19 日，北京时间 3 月 20 日凌晨，美联储发布利率决议声明，维持联邦基金利率目标区间 4.25%-4.50% 不变。综合来说，美联储此次维持利率不变符合预期，4 月开始降低“缩表”规模，或暗含对经济下行的担忧。美联储委员预计 2025 年降息 50 个基点，与 2024 年 12 月点阵图显示的相一致。美联储降低“缩表”规模后，何时降息的操作更加灵活。根据 CME 美元利率期货显示，截至当地时间 3 月 29 日，市场预计，美联储再度降息的时点为 6 月，概率为 78.5%。



国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO., LTD.



重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。



国信期货有限责任公司
GUOSEN FUTURES CO., LTD.