

美联储按兵不动符合预期，国内经济年内开局平稳

2025年3月17日-2025年3月23日周报

◆ 美联储维持利率不变，美国经济走势是后续动作的核心参考因素

3月19日，为期两天的货币政策会议后，美联储宣布维持联邦基金利率目标区间在4.25%到4.50%之间，自1月底会议后再次决定维持利率不变，符合市场预期。缩表政策方面，美联储将缩表速度进一步放慢。自4月1日起，美国国债月度赎回上限从250亿美元降为50亿美元，同时MBS(抵押贷款支持证券)的缩表速度维持在每月350亿美元。

经济预期上，美联储降低了经济预期、同时调高了通胀预期。美联储官员对今年美国GDP增速预期中值由去年12月的2.1%降为1.7%，个人消费支出价格指数预期由去年12月的2.5%上修至2.7%。

在记者招待会上，美联储主席鲍威尔表示，特朗普关税政策确实存在推高美国通胀、抑制美国经济增长的作用，但很难具体精准量化其影响的实际程度，经济衰退风险始终存在、虽然可能性上升但当前并不高，美联储处在可降息也可维持利率不变的位置。

总体而言，从美联储放缓降息和放缓缩表速度的相关决议、对经济预期的调低和通胀预期的调高以及新闻发布会上鲍威尔关于货币政策相对灵活的表述，可以看到当前美联储进入了重要的“观察期”。

特朗普政府上台后，包括加关税在内的一系列内外政策，使得美国通胀预期明显抬头的同时，经济衰退的风险持续累积。站在当前时点来看，在美国通胀受特朗普关税政策影响上行风险加大已经是相对确定的基础上，美联储后续降息的节奏取决于后续经济的走势；若美国经济维持韧性，美联储将大概率仍然延续去年12月和今年3月议息会议点阵图给出的年内两次降息；若美国经济受到特朗普关税政策影响出现相对明显的衰退，叠加抬头的通胀形成一定时期的“滞涨”局面，则美联储存在着加快降息节奏，尽快稳定经济的可能。截止3月23日，CME数据显示目前市场主流预期为美联储年内还有3次每次25BP的降息。

◆ 2025年经济开局良好，后续关键在供需再平衡

1-2月经济总体走势平稳，其中不乏亮点：消费边际走强，政策支撑下实物商品消费率先修复；固投中基建投资和制造业投资保持高增速，房地产投资降幅缩窄；工业增加值增速保持平稳。

从去年末中央经济工作会议到今年两会，稳增长政策进一步加码持续明确，财政和货币双宽松是今年宏观政策的主轴。从宏观政策侧重点来看，相比去年，今年对内需的重视明显增强，这一方面是因为今年外需面临着美国新一届政府带来的外需扰动加大，另一方面也显示出相比去年，今年政府更加重视供需的平衡。后续的理想状态是去年年

主要数据

上证指数	3364.8307
沪深300	3914.6956
深证成指	10687.5533

主要指数走势图



作者

符畅 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

相关研究报告

2025年经济开局良好，后续关键在供需再平衡
—2025-03-20
金融市场分析周报 —2025-03-20
美国2月CPI不及预期，国内政府债券支撑社融增长 —2025-03-16

初开始的供给扩张大于需求扩张的局面逐步缓解，届时工业产品价格走低、工业企业利润承压的局面有望得到改善，进而推动 PPI 上行。

2025 年 1-2 月，制造业投资录得+9.0%的较高增速，略低于去年全年增速的+9.2%，但高于去年 12 月单月增速的+8.3%。大规模设备更新改造和产业升级仍然对制造业投资起关键支撑作用：今年 1-2 月设备工器具投资增速保持高位并超过去年全年增速，显示大规模设备更新改造仍在支撑制造业投资录得较高增速；除大规模设备更新改造的强力政策支撑外，产业升级是支撑我国制造业投资增速的另一个重要力量。从子行业角度，汽车制造业受新能源汽车产业快速发展影响、计算机通信和其他电子设备制造业受 AI 产业带动，均录得较高投资增速，对制造业整体投资增速起到了不小的支撑作用。

2025 年 1-2 月，房地产投资增速为-9.8%，较去年全年降幅和去年 12 月当月降幅缩窄。房屋销售方面，今年 1-2 月商品房销售额和销售面积同比分别为-2.6%和-5.1%，降幅均较去年全年值缩窄。房地产施工方面，1-2 月房屋施工面积同比-9.1%，其中新开工面积同比-29.6%、竣工面积同比-15.6%。房价方面，自去年 9 月底以来，70 个大中城市一手和二手房价格环比降幅均呈现整体缩窄态势。总体来看，1-2 月房地产市场表现相对平稳，除去去年低基数的因素导致的降幅缩窄外，整体仍延续了去年 10 月以来的温和缓慢修复态势。后续房地产投资的真正企稳，仍取决于稳商品房销售政策下，二手房销售的回暖能否持续向一手房顺畅传导，进而改善整个房地产价值链条预期。

2025 年 1-2 月，基建投资同比+10.0%，高于去年全年增速。分三大基建类别看，1-2 月电力热力燃气及水的生产和供应投资同比录得+25.4%，仍然显著高于基建总体增速，交运仓储和邮政投资同比录得+2.7%，水利环境和公共设施管理投资同比录得+8.5%。在充足资金支持下，叠加去年末提出的“6+4+2”强力化债举措为地方政府减负以及相对宽松的货币政策，今年基建增速有望较去年进一步提升。

2025 年 1-2 月规模以上工业增加值同比+5.9%，较去年全年略微提升 0.1PCTS。分三大门类看，1-2 月采矿业、制造业和公用事业增加值同比分别为+4.3%、+6.9%和+1.1%，中游制造业生产扩张更快，延续了去年的趋势。2024 年工业增加值同比为+5.8%，高于全年 GDP 增速，显示我国去年生产的扩张领先经济的整体需求扩张。今年整体的宏观政策更加注重需求，生产持续强于需求的状况有望得到一定缓解，供需将更加平衡。尽管在特朗普政府掀起的新一轮“加关税”之下，出口产业链的生产有较大可能受到影响，但在强力稳内需政策支撑下，工业生产大概率仍将保持韧性。

◆ REITs 市场行情和流动性跟踪

市场表现方面，本周 REITs 市场继续反弹，且反弹力度较上周加大。截止 3 月 21 日，中证 REITs 指数+1.07%，中证 REITs 全收益+1.07%，表现强于上证指数的-1.60%和南华商品指数的-1.01%，同时优于中证全债的+0.01%。

以各类底层资产划分板块，近一周 8 个板块平均涨跌幅全部为正。其中能源基础设施板块周度平均涨幅 2.33%居首；消费基础设施板块平均涨幅 0.40%，涨幅最小。单只产品来看，参与统计的 58 只产品中，有 49 支上涨，9 支下跌，其中涨幅最大的是华泰南京建邺 REIT（+5.22%），跌幅最大的是华夏金茂商业 REIT（-1.29%）。

流动性方面，近一周市场流动性有所下行，周内市场日均成交额达 6.94 亿元，较上周下行 18.14%；日均换手率录得 0.94%，较上周均值下降 8.18%。以板块内各产品成交额、成交量和换手率的环比变化幅度均值作为各板块的流动性指标，本周 8 大板块

中的 3 个流动性下降，分别是保租房、环保和能源基础设施板块，其余 5 个板块流动性上升。

风险提示：调控政策超预期变化，行业波动加剧；资金入市进度不及预期

图1 月度经济数据情况

	2025年1-2月	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03
社零（当月同比）	4.0%	3.7%	3.0%	4.8%	3.2%	2.1%	2.7%	2.0%	3.7%	2.3%	3.1%
社零：商品零售（当月同比）	3.9%	3.9%	2.8%	5.0%	3.3%	1.9%	2.7%	1.5%	3.6%	2.0%	2.7%
社零：餐饮（当月同比）	4.3%	2.7%	4.0%	3.2%	3.1%	3.3%	3.0%	5.4%	5.0%	4.4%	6.9%
固投（累计同比）	4.1%	3.2%	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%	3.6%	3.9%	4.0%	4.2%	4.5%
制造业投资（累计同比）	9.0%	9.2%	9.3%	9.3%	9.2%	9.1%	9.3%	9.5%	9.6%	9.7%	9.9%
基建投资（累计同比）	10.0%	9.2%	9.4%	9.4%	9.3%	7.9%	8.1%	7.7%	6.7%	7.8%	8.8%
房地产开发投资（累计同比）	-9.8%	-10.6%	-10.4%	-10.3%	-10.1%	-10.2%	-10.2%	-10.1%	-10.1%	-9.8%	-9.5%
固投（当月同比）	4.1%	2.2%	2.3%	3.4%	3.4%	2.0%	1.9%	3.6%	3.4%	3.5%	4.8%
制造业投资（当月同比）	9.0%	8.3%	9.3%	10.0%	9.7%	8.0%	8.3%	9.3%	9.4%	9.3%	10.3%
基建投资（当月同比）	10.0%	7.4%	9.7%	10.0%	17.5%	6.2%	10.7%	10.2%	3.8%	5.9%	8.6%
房地产开发投资（当月同比）	-9.8%	-13.3%	-11.6%	-12.3%	-9.4%	-10.2%	-10.8%	-10.1%	-11.0%	-10.5%	-10.1%
出口金额（美元，当月同比）	2.3%	10.6%	6.6%	12.7%	2.4%	8.6%	6.9%	8.5%	7.4%	1.3%	-7.6%
进口金额（美元，当月同比）	-8.4%	1.0%	-3.9%	-2.4%	0.2%	0.1%	6.7%	-2.5%	2.1%	8.3%	-2.0%
工业增加值（当月同比）	5.9%	6.2%	5.4%	5.3%	5.4%	4.5%	5.1%	5.3%	5.6%	6.7%	4.5%
服务业生产指数（当月同比）	5.6%	6.5%	6.1%	6.3%	5.1%	4.6%	4.8%	4.7%	4.8%	3.5%	5.0%

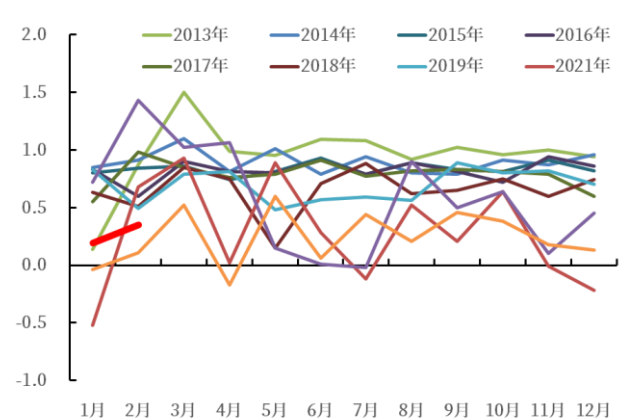
资料来源：wind，中航证券研究所

图2 社零同比走势（%）



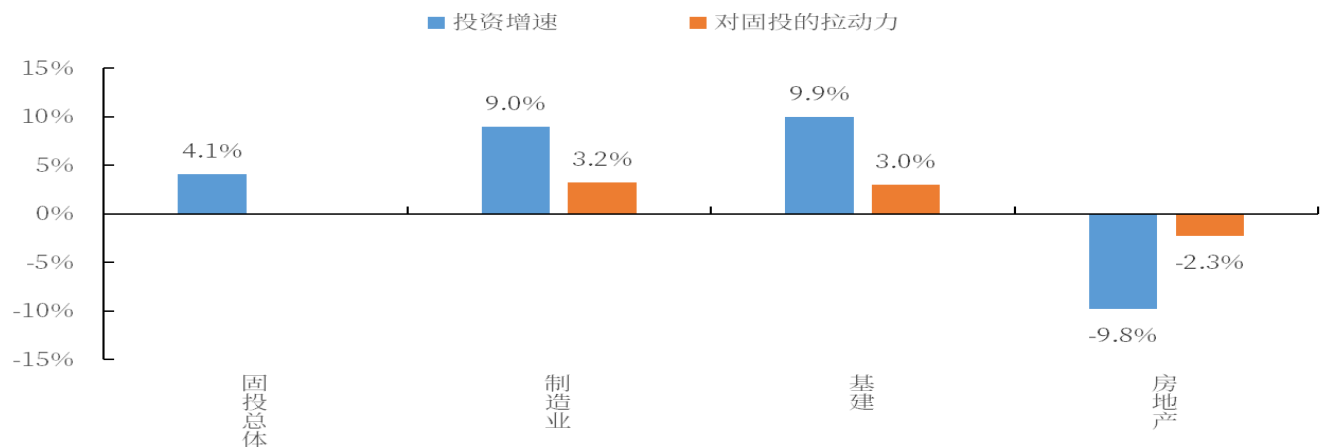
资料来源：wind，中航证券研究所

图3 历年各月社零环比（%）



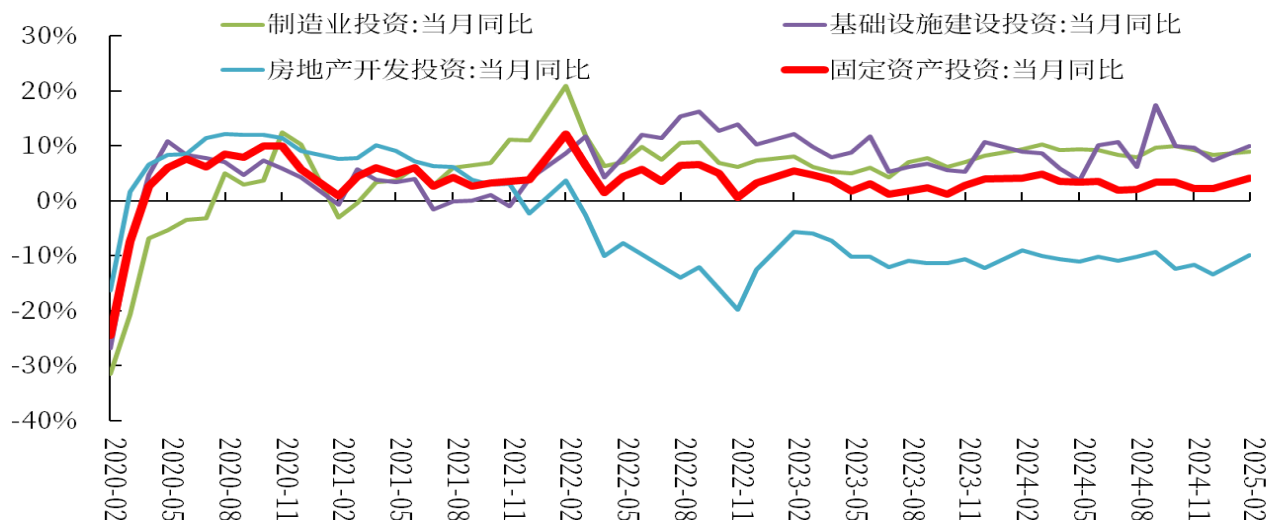
资料来源：wind，中航证券研究所

图4 2025年1-2月固投及主要分项投资增速及拉动力



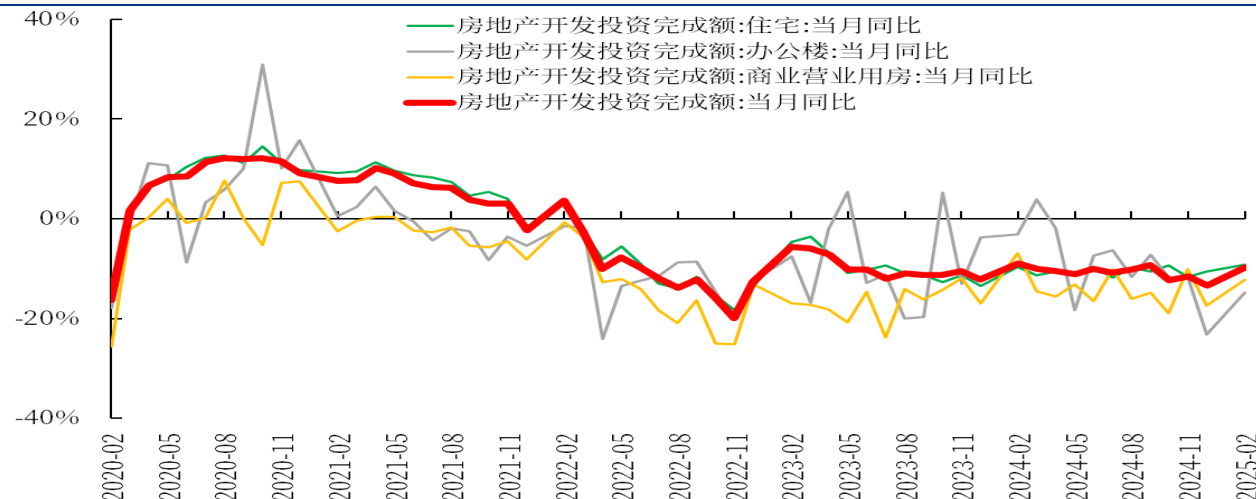
资料来源：wind，中航证券研究所

图5 固投及主要分项当月同比走势



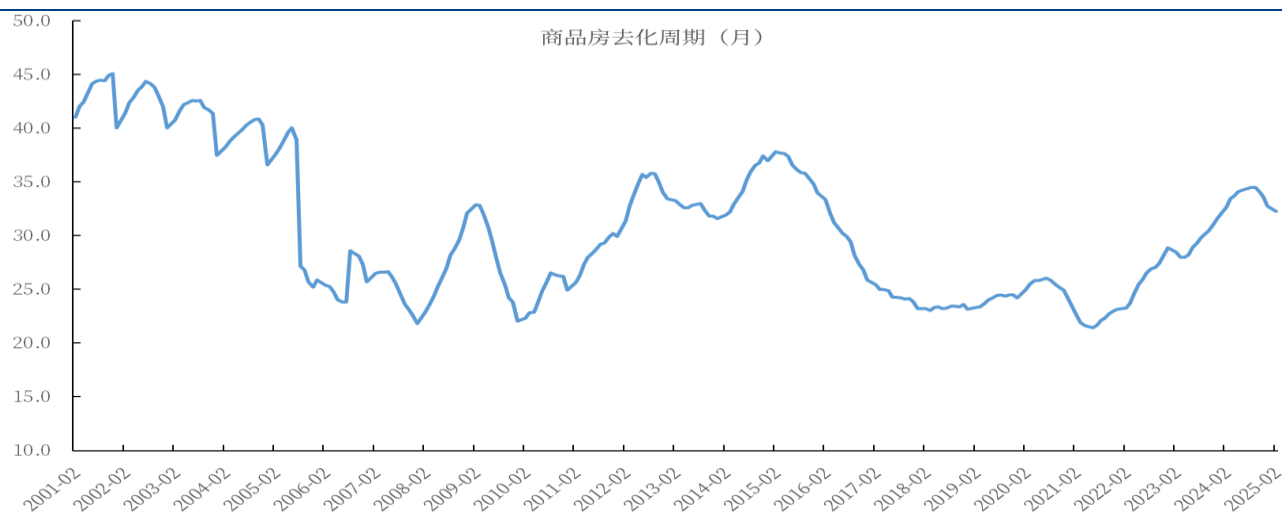
资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图6 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势



资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图7 商品房去化周期走势



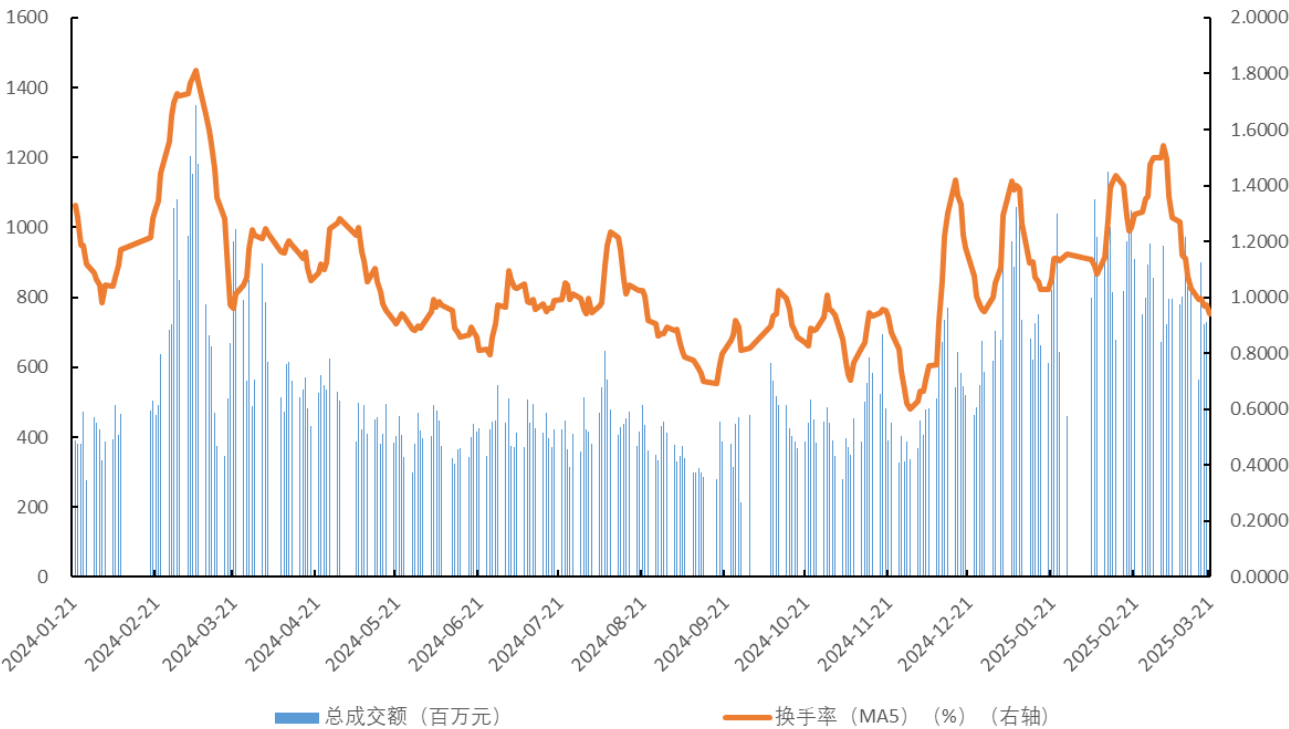
资料来源：wind，中航证券研究所（注：去化周期=当前商品房库存面积/过去12个月月均商品房销售面积，其中，当前商品房库存包括已建成和在建的商品房）

图 8 大类资产行情统计

资产种类	指数	近一周涨跌幅	60 日涨跌幅	250 日涨跌幅
REITs	中证 REITs(收盘)	1.07%	10.42%	5.93%
	中证 REITs 全收益	1.07%	11.31%	14.23%
股票	上证指数	-1.60%	-0.51%	10.47%
	深证成指	-2.65%	0.98%	14.07%
	科创 50	-4.16%	6.25%	29.84%
	创业板指	-3.34%	-2.26%	19.09%
债券	中证全债	0.01%	-0.65%	5.31%
	中证国债	-0.11%	-0.76%	5.73%
	中证公司债	0.02%	0.87%	4.64%
	中证转债	-1.37%	3.63%	11.91%
商品	南华商品指数	-1.01%	1.59%	-1.59%
	COMEX 黄金	0.90%	15.22%	40.19%
	ICE 布油	1.54%	-1.62%	-19.79%

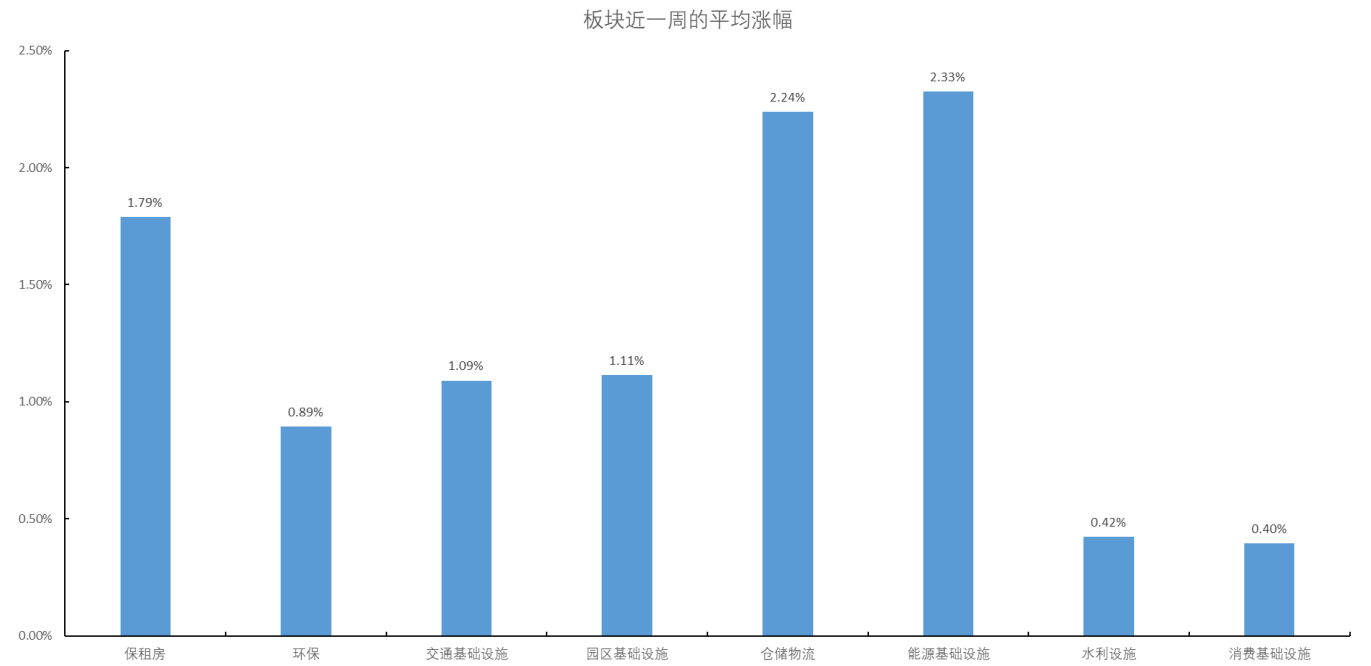
资料来源：wind，中航证券研究所

图 9 REITs 市场整体流动性趋势



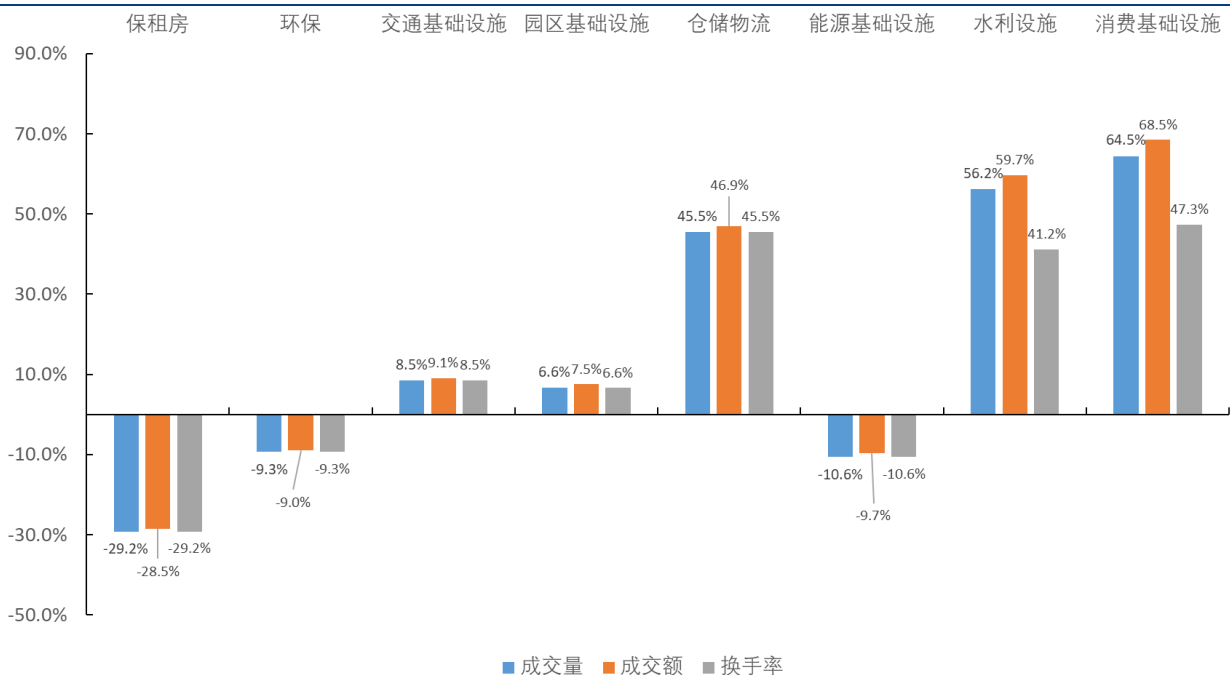
资料来源：wind，中航证券研究

图 10 各板块近一周的平均涨跌幅



资料来源：wind，中航证券研究所

图 11 各板块近一周周均流动性指标环比变化幅度(%)



资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637