



2025 年 3 月 24 日

美联储 4 月放缓缩表，中美对话迎来窗口期

核心观点

- 海外方面，2月美国零售环比读数0.2%弱于预期，耐用品消费全面转暖、服务消费走弱，纳入GDP核算的“控制组”零售销售环比录得1%，远好于预期0.2%及前值-1%，表明目前美国消费存在“表弱实强”的结构性特征。3月FOMC如期按兵不动，并将于4月开始每月放缓缩表200亿，SEP下调经济增速预期、小幅上调失业率及通胀预期，点阵图利率中枢小幅上移，仍预计年内降息两次。鲍威尔在记者会多次提及特朗普关税带来的不确定性，致使软硬数据出现背离，并安抚市场称经济仍稳，通胀属暂时现象，密大通胀预期飙升属异常，后续仍需观察。欧洲财政扩张预期逐渐落地，德国上周正式通过“债务刹车”改革法案，将设立5000亿欧元的特别基金用于基建与气候保护。本周关注美国3月PMI、2月PCE、3月密歇根信心指数与通胀预期、特朗普关税政策。
- 国内方面，开年经济基本面数据尚可，消费补贴政策下社零偏稳，投资端基建转暖、制造业走平、地产跌幅收窄，中游装备制造拉动工业生产超预期，但2月金融数据依旧偏弱，物价向上弹性仍需观察。周日中国发展高层论坛召开，李强称“加大政策力度努力实现经济增长目标，必要时推出新的增量政策”。进入二季度，经济或将降温：地产与消费政策脉冲效应消退、特朗普再加征关税影响出口预期，市场将从此前的产业强预期回到宏观弱现实与短期的风险。本周关注2月工业企业利润、中美贸易代表对话。
- 风险因素：关税政策引发市场波动；国内政策及效果不及预期；海外经济超预期降温；海外地缘政治风险。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84 号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F0384165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

一、海外宏观

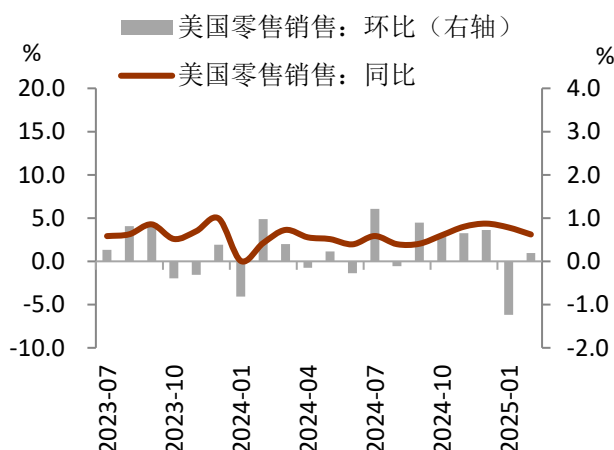
1、2月美国零售有所降温，结构尚可

美国零售读数偏弱，结构仍具韧劲。美国2月零售环比录得0.2%，预期0.6%，前值从-0.9下修至-1.2%；核心零售环比录得0.3%，预期0.4%，前值从-0.4上修至-0.6%。与此同时，纳入GDP核算的“控制组”零售销售环比录得1%，远好于预期0.2%及前值-1%（剔除餐饮服务、汽车经销商、建材商店和加油站），美国消费存在“表弱实强”的结构性特征。

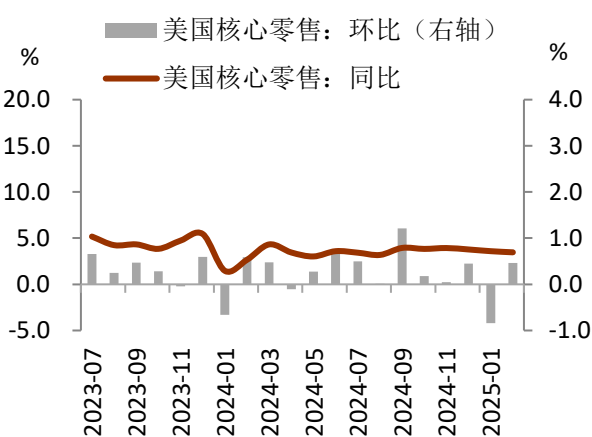
耐用品消费全面转暖。2月耐用品消费显著好转，地产链整体改善，建材环比录得0.2，前值-1.9%；电子及家电环比录得-0.3%，前值-1.1%；家具家装环比录得0.0%，前值-1.2%。机动车及零部件大幅转暖，环比录得-0.4%，前值-3.7%。

非耐用品消费有所分化。2月非耐用品消费分化，线上零售、保健护理、运动书籍、食品饮料环比转强，餐馆酒吧、杂货店零售、日用品、加油站环比转弱，美国消费者更偏好性价比高的网购。

图表1 美国零售销售



图表2 美国核心零售销售



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、美联储按兵不动，4月放缓缩表

3月美联储议息会议按兵不动，维持联邦基金利率目标区间在4.25%-4.50%，符合市场预期。声明稿删除了“就业与通胀风险已大致平衡”的表述，转而新增“经济前景不确定性上升”的措辞。鲍威尔在记者会多次提及特朗普关税带来的不确定性，致使软硬数据出现背离，并安抚市场称经济仍稳，通胀属暂时现象，密大通胀预期飙升属异常，后续仍需观察。

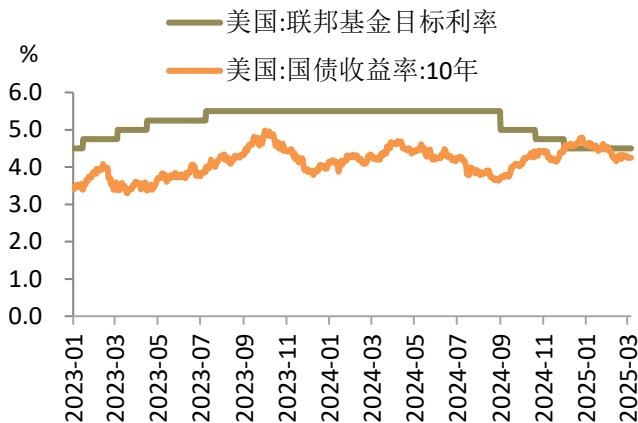
点阵图利率中枢小幅上移，仍预计年内降息两次。3月利率点阵图中，2025年官员分布小幅上修，尽管中位数仍落在降至3.75-4.00%区间，但若再有两两位官员上调预期，降息幅度就可能缩至一次，反映部分官员受通胀预期与关税政策影响，降息意愿边际走弱。2026年

利率预计维持在 3.25%-3.50% 区间，隐含全年降息 2 次的空间；2027 年中位数保持在 3.00% 至 3.25% 区间，预计降息 1 次。同时，长期利率中位数维持在 3.00% 水平，并未调整。总体而言，美联储 2025 年的降息节奏与幅度仍受到政策不确定性的影响。

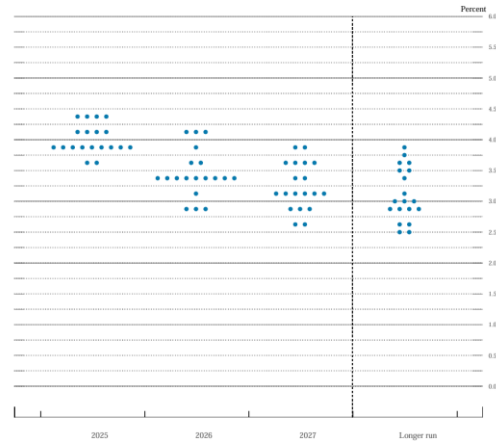
SEP 下修经济增速预期，上调失业率、通胀预期。本次美联储经济预测报告（SEP）显著下调 2025-2027 年 GDP 预期至 1.7%、1.8%、1.8%（前 2.1%、2.0%、1.9%）；小幅上调 2025 年失业率预期至 4.4%（前 4.4%），2026-2027 年维持 4.3% 不变；上调 2025-2026 年 PCE 通胀预期至 2.7%、2.2%（原 2.5%、2.1%），维持 2027 年 2.0% 不变；利率路径维持不变，降息预期及节奏不变。

美联储将于 4 月放缓缩表进程，隔夜逆回购（ON RRP）余额持续下降。继 2024 年 6 月首次放缓缩表后，美联储宣布自 4 月起将美债月缩表上限由 250 亿进一步降至 50 亿，MBS 仍维持 350 亿，整体月缩表规模由 600 亿降至 400 亿。最新 ON RRP 小幅回升至 1495 亿，仍处低位；TGA 降至 5308 亿，低于财政部季度末目标 8500 亿，主因债务上限于年初到期。近期国会通过 CR 并拨款本财年预算，推动美联储准备金回升至 3.4 万亿。

图表 3 美国联邦基金目标利率



图表 4 美联储利率点阵图



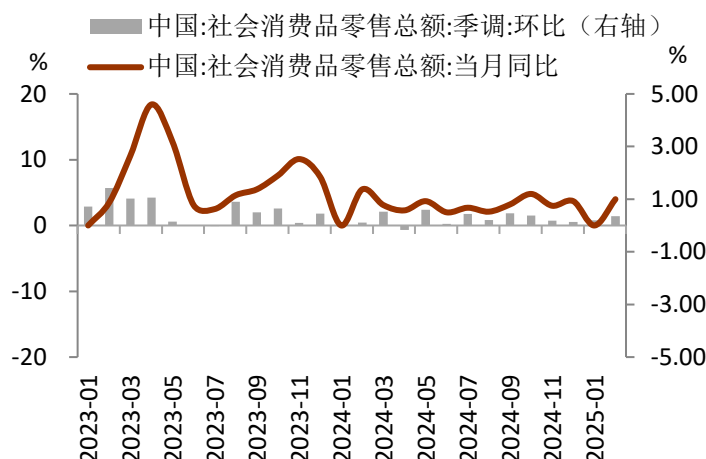
资料来源：iFinD，美联储，铜冠金源期货

二、国内宏观

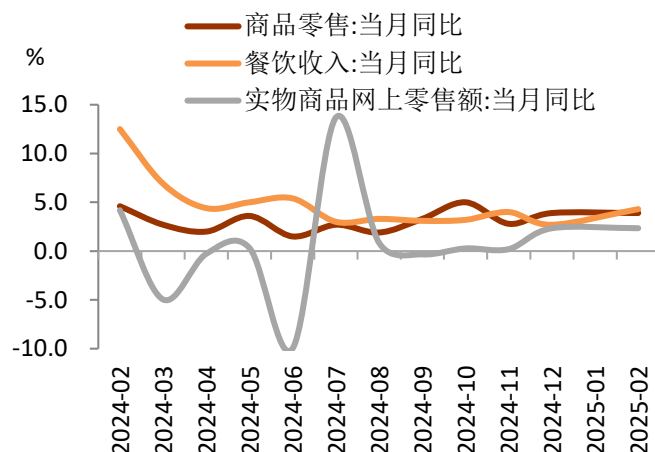
1、开年经济数据略好于预期

社零弱于预期预期，消费补贴效果显著。1-2 月社会消费品零售总额同比录得 4.0%，预期 4.5%，前值 3.7%。分品类看，商品零售同比录得 3.9%，餐饮收入同比录得 4.3%，网上零售同比录得 2.3%。分行业来看，通讯器材、体育娱乐、文化办公等行业同比增速较高，1 月消费政策扩围（数码产品等）效果显著，而四季度补贴力度较大的家电、汽车同比增速回落，关注后续消费政策效果的持续性。

图表 5 社会消费品零售总额

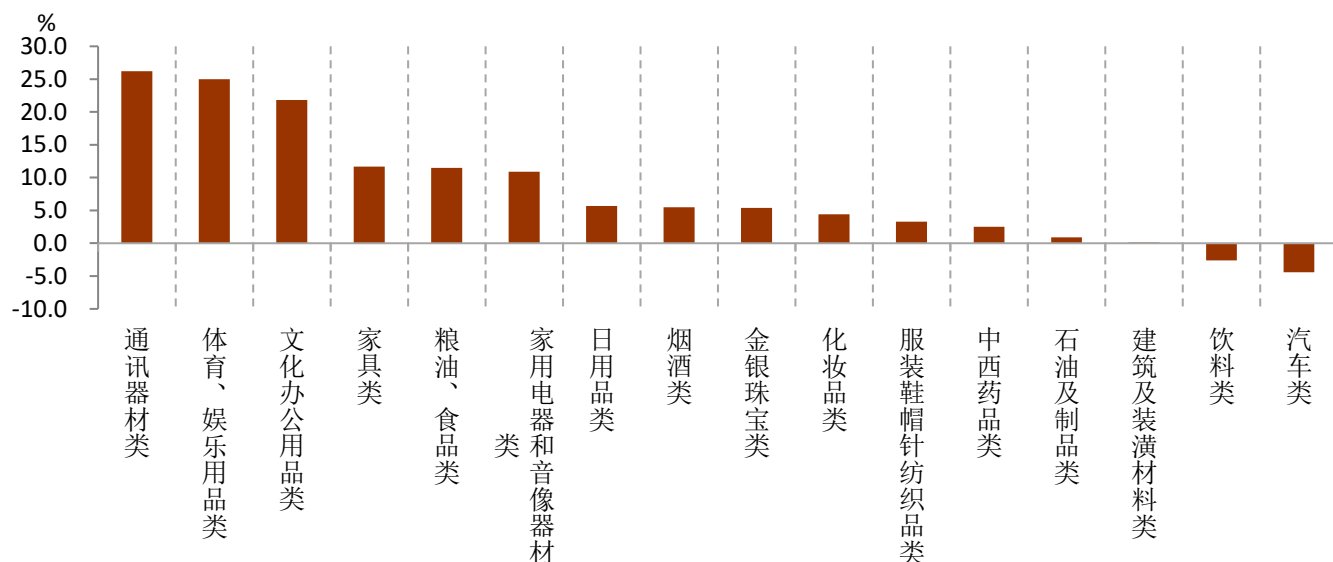


图表 6 商品及服务消费当月同比



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

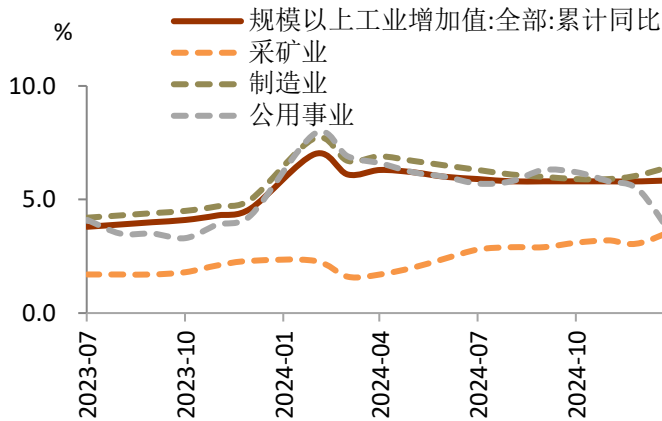
图表 7 各行业零售额同比增速



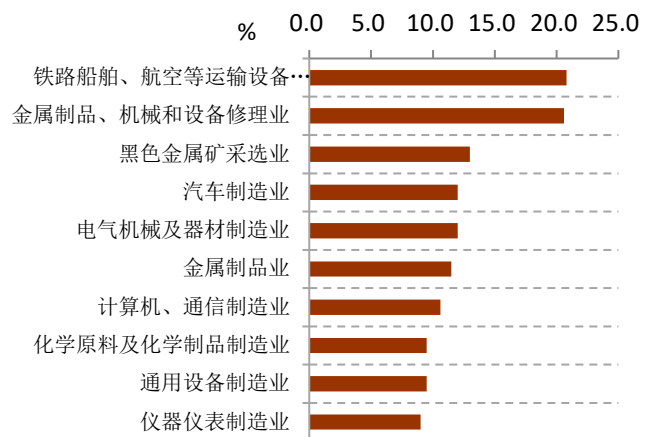
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

工业生产超预期,中游制造较为亮眼。1-2月工业增加值同比增速录得5.9%,预期5.3%,前值6.2%。其中,采矿业、制造业、公共事业当月同比分别为4.3%、6.9%、1.1%。分行业看,41个大类行业中有36个行业增加值保持同比正增长,运输装备、金属制品、汽车制造、电器制造等行业增幅较大。

图表 8 工业增加值累计同比增速



图表 9 1-2 月工业增加值前十细分行业同比增速

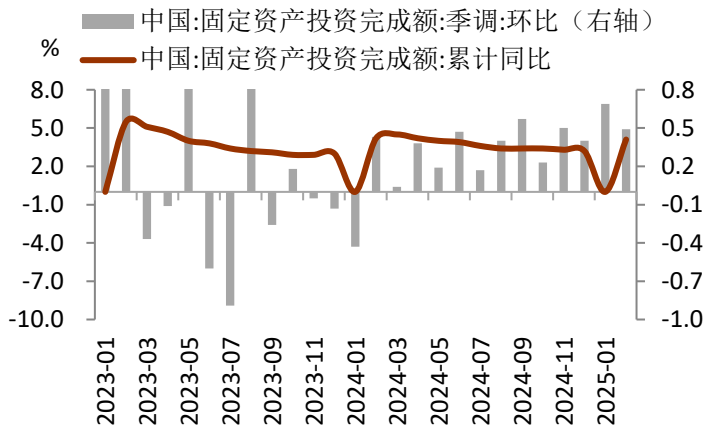


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

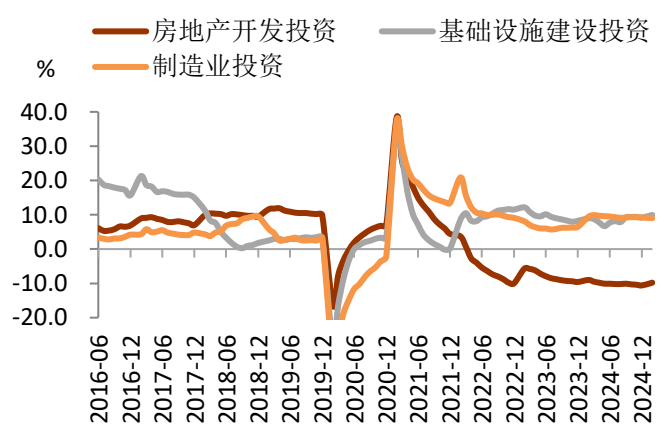
基建转暖、制造业走平、地产跌幅收窄，民间投资边际降温。1-2 月固定资产投资同比增长 4.1%，预期 4.0%，前值 3.7%。其中，制造业投资同比录得 9.0%，前值 9.2%；基建投资同比录得 9.9%，前值 9.2%；地产投资同比录得-9.8%，前值-10.6%。1-2 月民间投资累计同比增速录得 0.0%，民间固定资产投资所占比重录得 50.8%，均处于历年同期低位。

地产销售跌幅收窄，房企融资有所改善。1-2 月商品房销售面积录得 10746 万平方米，依旧处于 10 年来同期较低水平，同比增速-5.1%，较 2024 年的-12.9%跌幅显著收窄。1-2 月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比增速分别为-29.6%、-9.1%、-15.6%，仍在磨底。1-2 月房企到位资金累计同比-3.8%，房企融资端较 2024 年显著好转。

图表 10 固定资产投资同比、环比增速

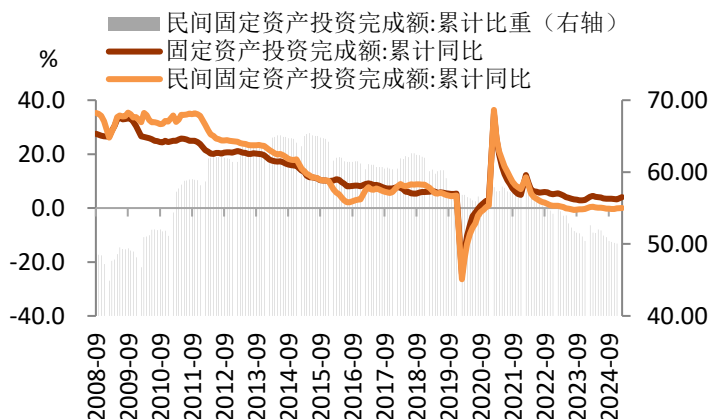


图表 11 固定资产投资各分项累计同比增速

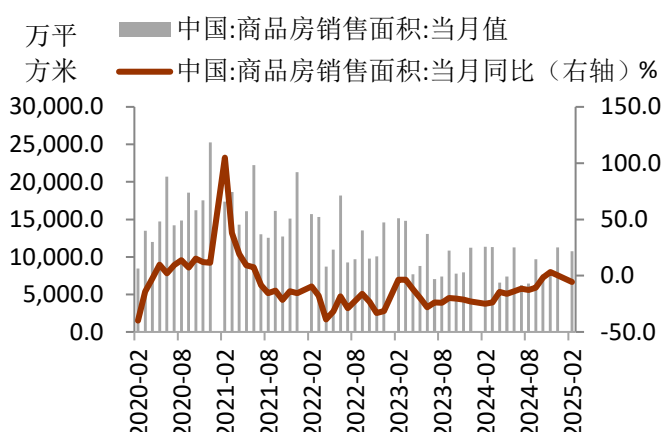


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 12 民间固定资产投资累计同比及其占比



图表 13 商品房销售面积



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

三、大类资产表现

1、权益

图表 14 权益市场表现

	指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
A股	万得全A	5228.72		-2.10	1.77	4.12
	上证指数	3364.83		-1.60	1.32	0.39
	深证成指	10687.55		-2.65	0.72	2.62
	创业板指	2152.28		-3.34	-0.83	0.50
	上证50	2675.36		-2.38	1.38	-0.35
	沪深300	3914.70		-2.25	0.63	-0.51
	中证500	5971.93		-2.10	1.91	4.30
	中证1000	6405.61		-2.52	2.16	7.52
	科创50	1042.89		-4.16	-3.33	5.46
港股	恒生指数	23689.72		-1.13	3.26	18.09
	恒生科技	5639.56		-4.10	1.28	26.22
	恒生中国企业指数	8742.44		-1.53	3.86	19.93
海外	道琼斯工业指数	41985.35		1.20	-4.23	-1.31
	纳斯达克指数	17784.05		0.17	-5.64	-7.91
	标普500	5667.56		0.51	-4.82	-3.64
	英国富时100	8646.79		0.17	-1.85	5.80
	法国CAC40	8042.95		0.18	-0.85	8.97
	德国DAX	22891.68		-0.41	1.51	14.98
	日经225	37677.06		1.68	1.40	-5.56
	韩国综指	2643.13		2.99	4.36	10.15

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

2、债券

图表 15 债券市场表现

敬请参阅最后一页免责声明

指标	现价 (%)	上周走势	上周涨跌幅 (BP)	本月涨跌幅 (BP)	年初至今涨跌幅 (BP)
国内					
1年期国债收益率	1.55		5.29	7.28	44.21
2年期国债收益率	1.58		3.48	14.94	41.43
5年期国债收益率	1.69		3.82	8.26	27.54
10年期国债收益率	1.84		-0.49	10.87	16.35
10Y-1Y国债期限利差	0.29		4.80	3.59	27.86
SHIBOR (7天)	1.75		1.20	-33.90	21.20
DR007	1.77		-4.33	-33.74	21.24
海外					
2年期美债收益率	3.94		-8.00	13.00	21.00
5年期美债收益率	4.00		-9.00	13.00	23.00
10年期美债收益率	4.25		-6.00	13.00	23.00
10Y-2Y美债期限利差	0.31		2.00	6.00	12.00
10年期德债收益率	2.76		-12.00	38.00	37.00
10年期法债收益率	3.46		-10.30	32.30	26.90
10年期意债收益率	3.82		-12.40	34.20	29.70
10年期日债收益率	1.52		-0.20	14.20	40.90

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

3、商品

图表 16 商品市场表现

指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
南华商品指数	2,521.50		-1.01	1.23	1.00
CRB商品指数	305.77		1.02	1.31	3.05
沪铜	80,610.00		0.74	4.67	9.23
上海螺纹钢	3,156.00		-3.10	4.88	-4.71
COMEX黄金	3,028.20		0.90	6.31	14.66
COMEX白银	33.53		-2.62	6.46	14.66
WTI原油	68.29		1.65	2.11	-4.78
ICE布油	71.67		1.54	1.57	-3.98
LME铜	9,852.00		0.73	5.28	12.36
LME铝	2,624.50		-2.13	0.73	2.86
CBOT豆粕	299.90		-1.96	-0.10	-5.36

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

4、外汇

图表 17 外汇市场表现

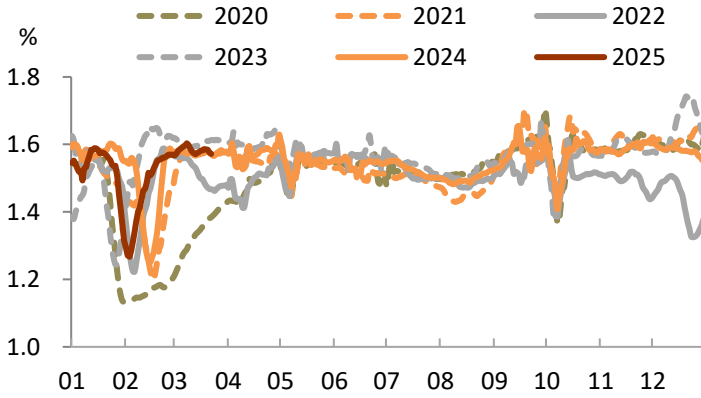
指标	现价	上周走势	上周涨跌幅 (%)	本月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
美元兑人民币	7.2489		0.28	0.48	0.68
美元兑离岸人民币	7.2579		0.27	0.51	1.08
欧元兑人民币	7.8462		-0.29	3.61	3.14
英镑兑人民币	9.3834		0.30	2.28	2.39
日元兑人民币	4.8524		-0.14	0.30	3.85
美元指数	104.1540		0.40	-3.17	-3.99

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

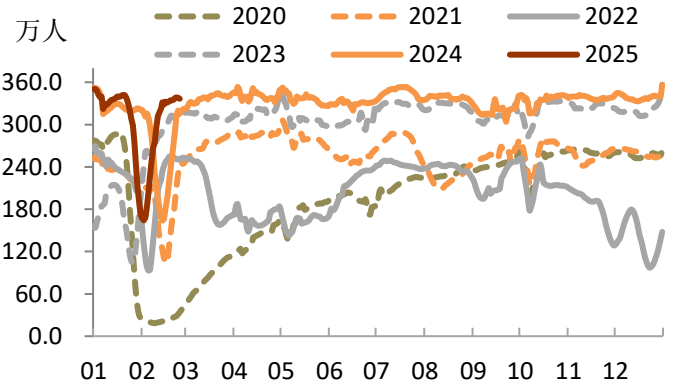
四、高频数据跟踪

1、国内

图表 18 百城拥堵指数

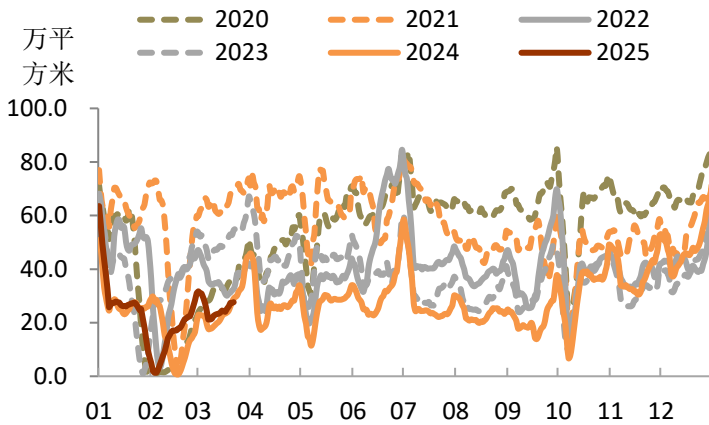


图表 19 23 城地铁客运量

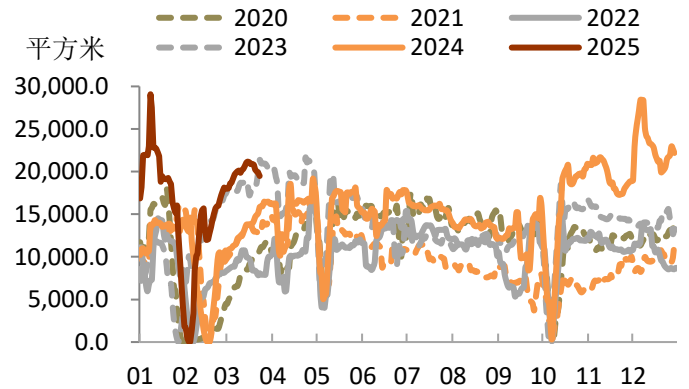


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 20 30 城商品房成交面积



图表 21 12 城二手房成交面积

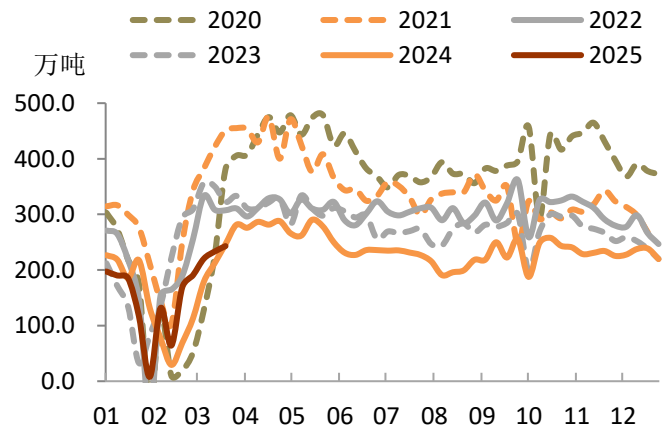


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 22 乘用车销量



图表 23 螺纹钢表观消费量

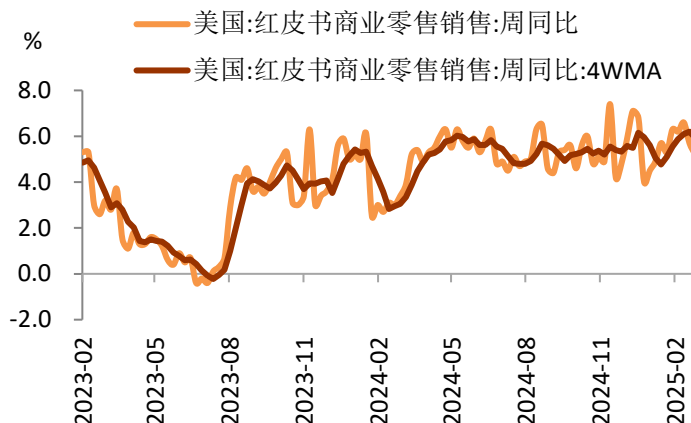


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

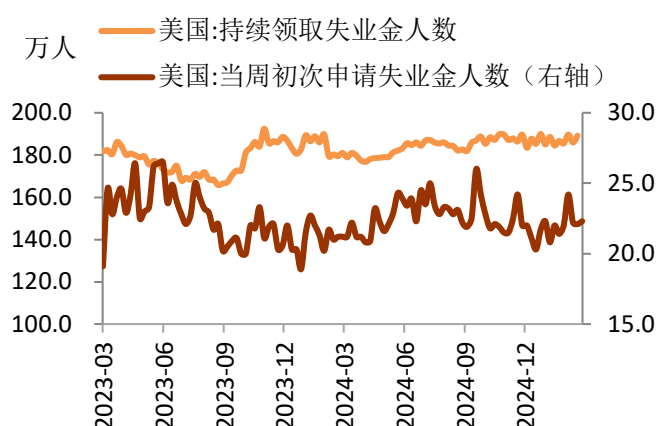
敬请参阅最后一页免责声明

2、海外

图表 24 红皮书商业零售销售

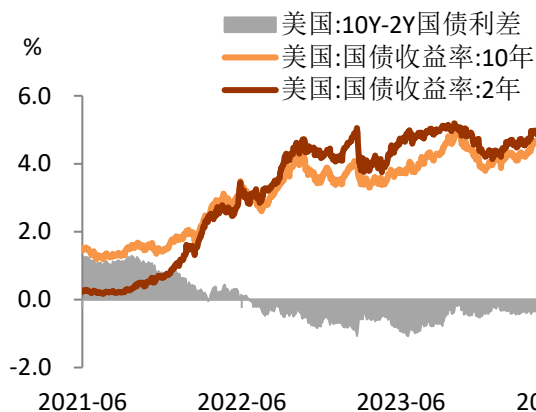


图表 25 失业金申领人数



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 26 美债利差倒挂幅度



图表 27 FedWatch 利率变动概率

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/5/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.3%	85.7%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.6%	67.3%	22.1%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	36.4%	46.7%	12.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	25.5%	43.2%	24.0%	4.1%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	11.3%	32.0%	36.2%	16.8%	2.6%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	6.1%	21.3%	34.0%	26.8%	9.9%	1.4%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	8.4%	23.3%	32.9%	24.2%	8.6%	1.1%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.5%	3.5%	12.8%	26.1%	30.3%	19.5%	6.4%	0.8%
2026/4/29	0.0%	0.1%	0.8%	4.5%	14.2%	26.6%	29.2%	18.2%	5.8%	0.7%
2026/6/17	0.0%	0.2%	1.4%	6.2%	16.4%	27.0%	27.2%	16.0%	4.9%	0.6%
2026/7/29	0.0%	0.3%	1.7%	6.8%	17.1%	27.0%	26.5%	15.3%	4.6%	0.6%
2026/9/16	0.0%	0.3%	1.9%	7.1%	17.4%	27.0%	26.2%	15.0%	4.5%	0.5%
2026/10/28	0.0%	0.3%	1.7%	6.7%	16.5%	26.2%	26.3%	16.0%	5.4%	0.9%
2026/12/9	0.3%	1.6%	6.0%	15.2%	24.9%	26.3%	17.3%	6.8%	1.5%	0.2%

数据来源: iFinD, CME, 铜冠金源期货

图表 28 彭博美国金融条件指数



图表 29 彭博欧元区金融条件指数



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

五、本周重要经济数据及事件

图表 30 重要经济数据及事件

日期	时间	数据/事件	前值	预期
3月24日	17:00	欧元区3月制造业 PMI 初值	47.6	48.2
		欧元区3月服务业 PMI 初值	50.6	51.0
	20:30	美国2月芝加哥联储全国活动指数	0.0	-0.1
	21:45	美国3月标普全球制造业 PMI 初值	52.7	51.8
		美国3月标普全球服务业 PMI 初值	51.0	50.8
3月25日	20:55	美国至3月22日当周红皮书商业零售销售年率	5.2	-
	21:00	美国1月 FHFA 房价指数月率	0.4	-
	22:00	美国2月新屋销售总数年化(万户)	65.7	68.0
		美国3月谘商会消费者信心指数	98.3	94.0
3月26日	20:30	美国2月耐用品订单月率	3.2	-1.0
		美国2月扣除国防的耐用品订单月率	3.5	-
		美国2月扣除运输的耐用品订单月率	0.0	0.2
		美国2月扣除飞机非国防资本耐用品订单月率	0.8	-0.2
3月27日	9:30	中国2月今年迄今规模以上工业企业利润年率	-3.3	-
	20:30	美国至3月22日当周初请失业金人数(万人)	22.3	22.5
		美国第四季度实际 GDP 年化季率终值	2.3	2.3
		美国第四季度核心 PCE 物价指数年化季率终值	2.7	2.7
	22:00	美国2月成屋签约销售指数月率	-4.6	1.5
3月28日	18:00	欧元区3月工业景气指数	-11.4	-10.5
		欧元区3月经济景气指数	96.3	97.0
	20:30	美国2月核心 PCE 物价指数年率	2.6	2.7
		美国2月个人支出月率	-0.2	0.5
		美国2月核心 PCE 物价指数月率	0.3	0.3
	22:00	美国3月密歇根大学消费者信心指数终值	57.9	57.9
		美国3月一年期通胀率预期终值	4.9	-
		美国3月五至十年期通胀率预期终值	3.9	-

数据来源：金十数据，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室

电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。