

美联储按兵不动，中国LPR维持不变

国贸期货 宏观金融研究中心 2025-03-24

郑建鑫

从业资格证号：F3014717

投资咨询证号：Z0013223

01

PART ONE

主要观点



影响因素	主要逻辑
回顾	本周国内商品明显下跌，工业品和农产品纷纷走弱。主因一是，国内1-2月经济数据略好于预期，但房地产链条继续走弱，叠加国内旺季不旺，黑色系商品跌幅居前。二是，国内股市大幅走弱，进一步打击市场信心，压制市场情绪，拖累国内商品的走势。三是，农产品利多出尽，多数品种纷纷高位回落。
海外	1) 美联储3月FOMC会议决定维持联邦基金利率目标区间于4.25%-4.5%不变，是美联储连续第二次货币政策会议决定暂停降息。同时，美联储公布，将从下月起放慢缩表的步伐，这是联储自去年6月以来首次调整缩表。此次FOMC会议保持利率不变符合此前市场预期。会后鲍威尔表示，美联储的决策更加重视“硬数据”，而非“软数据”；通胀压力是暂时的，当前判断关税将造成严重影响还言之过早；政府部门的裁员对涉及的人员以及特定的地区可能很重要，但在全中国层面上还不显著。这或意味着美联储短期可能仍呈观望态势，可能需要等到经济出现明显信号才会进一步行动。2) 美国2月零售销售环比增长0.2%，低于预期值0.6%，美国2月零售数据凸显消费动能不足与经济结构性问题，政策错位、高利率及通胀压力共同导致短期承压。未来需关注美联储政策转向及特朗普政府调整财政措施的节奏，以判断经济能否在下半年企稳回升。
国内	1) 去年一揽子增量政策的延续作用下，1-2月宏观经济保持较强增长动能。从三驾马车来看，受海外关税战的扰动，出口增速有所回落；不过，扩大内需政策持续发力，固定资产投资和消费动能有所转强，带动宏观经济供需两端全面提速。展望未来，美国关税战持续升级，对出口的负面冲击短期将持续显现，这可能会拖累国内的工业生产。不过，大力提振消费、全方位扩大内需的政策加快落地，将有效对冲潜在外需放缓可能带来的影响。一是，继1月消费品以旧换新补贴政策加力扩围，近期高规格出台的《提振消费专项行动方案》，有望全面提升消费增长动能。二是，扩内需需要兼顾投资和消费，今年的预算内投资、超长期特别国债、‘两重’建设等支持力度均有所加码，预计投资、特别是基建投资还将保持较快增长。2) 中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布3月公布的1年期LPR为3.1%，5年期以上LPR为3.6%，两项利率均与上月持平，连续第五个月维持不变。主因一是作为LPR的定价锚，3月逆回购利率维持在1.5%不变；二是商业银行净息差持续承压，压缩LPR加点空间；三是宏观经济呈现较强复苏动能，降低短期降息紧迫性。展望未来，尽管当前利率未调整，但后续政策仍有宽松空间。2025年《政府工作报告》重申“适时降准降息”，意味着下调政策利率还是大方向。此次LPR延续稳定，反映了政策层在“稳增长”与“稳汇率”之间的审慎平衡，短期内货币政策可能更多运用结构性工具，但若后续在关税等外部冲击下经济压力增大，降准降息仍有可能性。
大宗商品观点	大宗商品仍存在反弹的窗口。1) 国内方面，国内提振消费、扩大内需政策陆续出台，叠加市场进入金三银四的传统旺季，预计需求将逐步改善，这有助于改善市场情绪；2) 海外方面，尽管美联储继续观望，但暂停QT、淡化关税战的影响，仍让市场得到喘息的机会，特朗普表示对等关税计划会有灵活性，这缓解了市场担忧，美股出现企稳迹象；3) 地缘政治因素，特朗普的政策尚不完全明朗，俄乌冲突、伊朗、中东等局势存在变数，继续关注其可能对全球供应链的扰动。

02

PART TWO

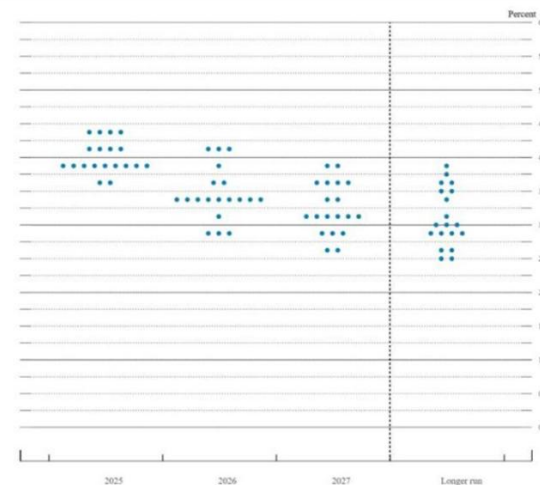
海外形势分析



1、美国：美联储按兵不动

- 当地时间3月19日，美联储货币政策会议决定维持联邦基金利率目标区间于4.25%-4.5%不变，是美联储连续第二次货币政策会议决定暂停降息。同时，美联储公布，将从下月起放慢缩表的步伐。这是联储自去年6月以来首次调整缩表。
- 本次会后美联储公布的利率预测点阵图显示，联储官员和去年末一样，仍预计今明两年将分别降息两次，但是将2025年GDP增速预期从2.1%下调至1.7%，同时将PCE通胀预期由2.5%上调至2.7%，核心PCE通胀预期由2.5%上调至2.8%，整体预期呈现“微滞涨”的倾向。
- 会后鲍威尔的发言有3个亮点：一是，美联储的决策更加重视“硬数据”，而非“软数据”。“软数据”密歇根大学调查数据显示，3月消费者信心指数初值从64.7降至57.9，创2022年11月以来的最低，消费者对未来5-10年通胀率预期为3.9%，较上月预测值进一步提升，为30年以来的最高，但目前就业、消费等“硬数据”仍有韧性，货币政策的转向可能要看到真实数据而非调查类数据出现持续性的变化；二是，关于关税政策对美国的影响，鲍威尔认为通胀压力是暂时的，当前判断关税将造成严重影响还言之过早，问题在于关税通胀是否可以快速传导完毕，以及通胀预期能否稳定锚定；三是政府部门的裁员对涉及的人员以及特定的地区可能很重要，但在全国层面上还不显著。
- 会后市场将鲍威尔发言解读为鸽派，美股三大指数收涨，道琼斯指数、纳斯达克指数与标普500指数，分别较前一交易日收盘变动+0.92%、+1.41%、+1.08%；10年期美债收益率下跌，美元指数小幅走弱，黄金价格因避险需求上涨超1%。
- 总体而言，此次FOMC会议保持利率不变符合此前市场预期，鲍威尔的表态意味着美联储短期可能仍呈观望态势，可能需要等到经济出现明显信号才会进一步行动。

美联储3月FOMC会议的点阵图



上调通胀预测，下调经济预测

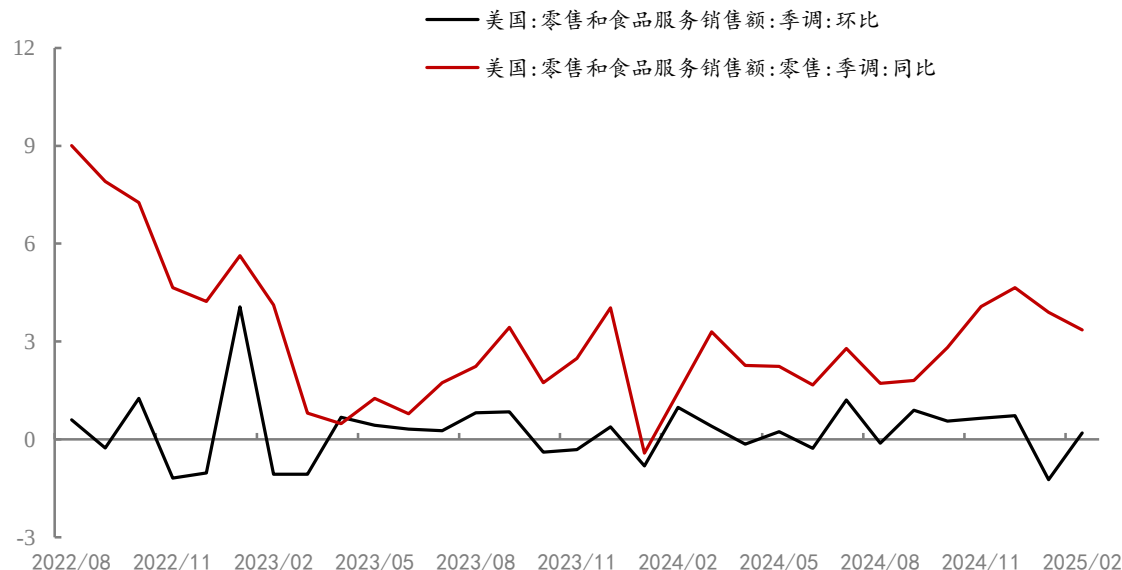
Variable	Median ¹			
	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.8	1.8	1.8
December projection	2.1	2.0	1.9	1.8
Unemployment rate	4.4	4.3	4.3	4.2
December projection	4.3	4.3	4.3	4.2
PCE inflation	2.7	2.2	2.0	2.0
December projection	2.5	2.1	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.2	2.0	
December projection	2.5	2.2	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	3.9	3.4	3.1	3.0
December projection	3.9	3.4	3.1	3.0



2、美国：2月零售销售不及预期

- 美国2月零售销售环比增长0.2%，低于市场预期的0.6%，且1月数据从初值-0.9%下修至-1.2%，为2021年7月以来最大降幅。核心零售销售（不含汽车和汽油）环比增长0.3%，同样低于预期的0.4%。这表明尽管消费从1月低基数中有所回升，但整体动能仍显疲弱。分项表现，1) 增长领域：保健护理（+1.7%）、无店铺零售（+2.4%）、食品饮料等必需品消费表现较好，主要受流感季需求上升和线上消费偏好推动。2) 疲弱领域：餐饮和酒吧（-1.5%）、加油站（-1.0%）、服饰（-0.6%）、运动爱好（-0.4%）等非必需品消费显著下滑；耐用品如汽车（-0.4%）、家电（-0.3%）也延续负增。3) 制造业压力：3月纽约联储制造业指数暴跌至-20.0，创2024年初以来最低，反映制造业活动萎缩与通胀压力并存。
- 特朗普政府减支与关税等收缩性政策先行，而减税政策滞后，叠加高利率环境（10年期美债收益率年初达4.6%），导致经济短期承压。此外，特朗普对进口商品加征关税推高物价，零售商（如塔吉特、沃尔玛）警告可能涨价，消费者对非必需品的支出意愿下降。消费者信心下滑：密歇根大学消费者信心指数连续三个月下降至3月的57.9，储蓄余额接近通胀调整后的2019年水平，低收入群体财务压力显著。就业市场降温：2月零售业就业减少0.6万人，政府裁员影响显现。
- 美国2月零售数据凸显消费动能不足与经济结构性问题，政策错位、高利率及通胀压力共同导致短期承压。未来需关注美联储政策转向及特朗普政府调整财政措施的节奏，以判断经济能否在下半年企稳回升。

美国2月零售销售不及预期



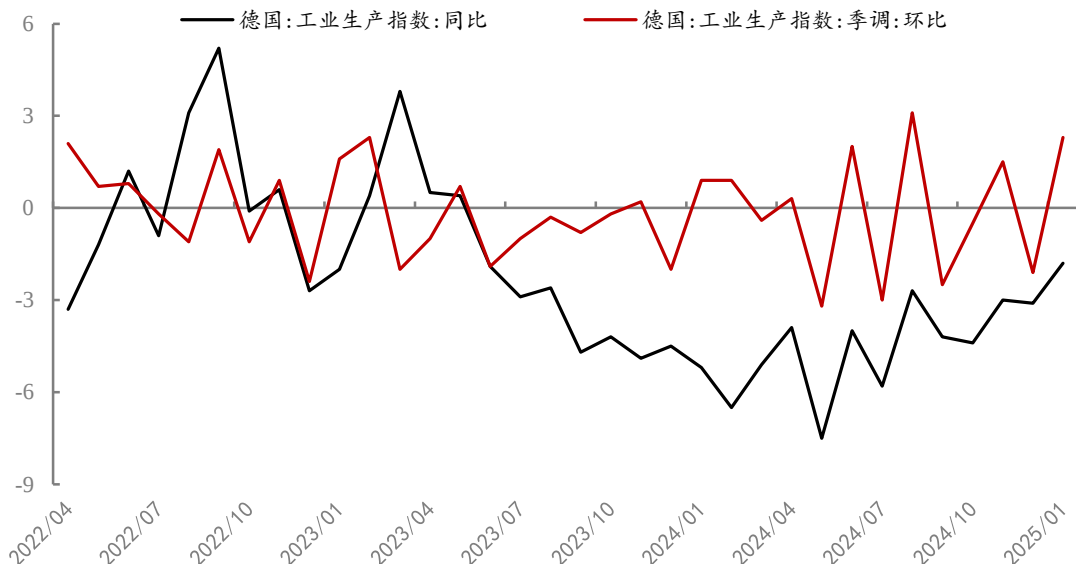
美元指数走弱



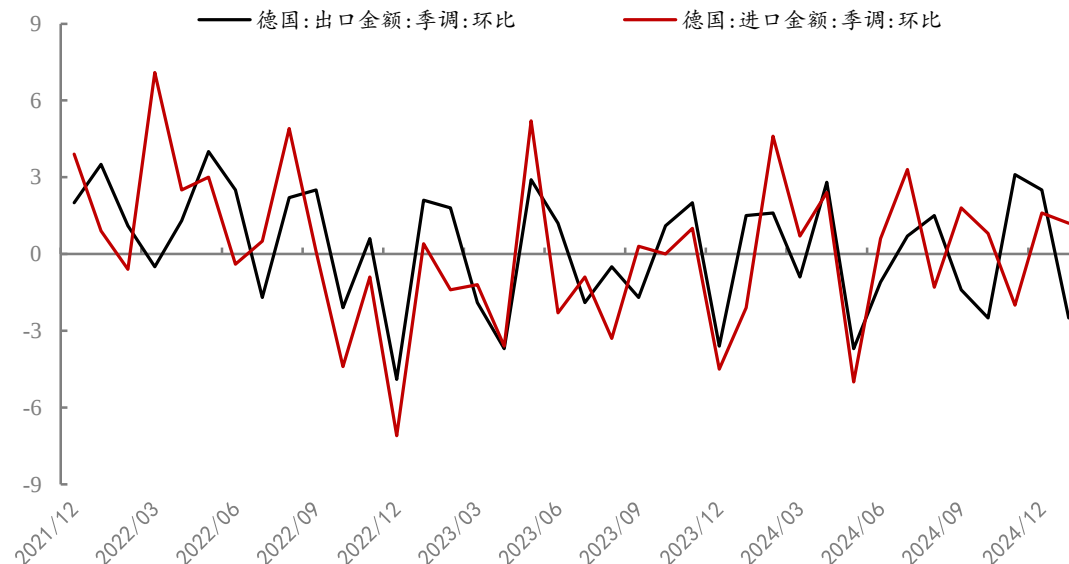
3、欧洲：德国联邦议会通过5000亿欧元财政方案

- 当地时间3月18日，德国联邦议会以跨党派三分之二多数票通过了一项历史性千亿欧元财政方案，计划通过总额5000亿欧元的特别基金支持基础设施升级、气候转型及国防安全，并修订《基本法》放宽“债务刹车”条款，允许国防、基建和气候领域突破结构性债务占GDP0.35%的限制，同时赋予联邦州更多投资自主权。
- 根据方案，德国将设立5000亿欧元特别基金，其中1000亿欧元注入现有气候与转型基金以支持能源转型和气候保护项目，另1000亿欧元分配给各联邦州用于地方投资，并允许地方政府设定0.35%的结构性赤字；同时豁免国防、民防、情报及网络安全领域的债务限制，额外增加1000亿欧元国防预算用于军事装备现代化，且此类支出未来不再计入《基本法》的“债务刹车”机制；修订《基本法》，将特别基金使用期限从原草案的10年延长至12年，并明确该基金作为“额外债务”不计入现行债务上限。2023年和2024年德国GDP分别下降了0.3%和0.2%，作为G7中唯一连续两年经济萎缩的国家，德国亟需通过基建投资和国防订单拉动增长。据德国经济研究所（DIW）预测，该方案未来十年有望使经济年均增长超2%。方案通过后，市场反应积极，德国3月ZEW经济景气指数跳升至51.6，接近前值两倍；军工股蒂森克虏伯涨11%，RENK涨8.66%，德国莱茵金属涨4.66%，10年期德债收益率涨3个基点，德国DAX指数当日收涨0.98%。除了对经济刺激的需求外，该方案还包括对地缘政治的考量，额外1000亿欧元国防预算旨在应对俄罗斯威胁及美国战略收缩风险，强化北约框架下的军事能力。对欧元区而言，若德国财政政策落地，可能将驱动区域增长，与此同时国防支出可能将不再受债务上限的限制，欧洲军费开支可能将提升。

德国工业生产指数



德国进出口增速



03

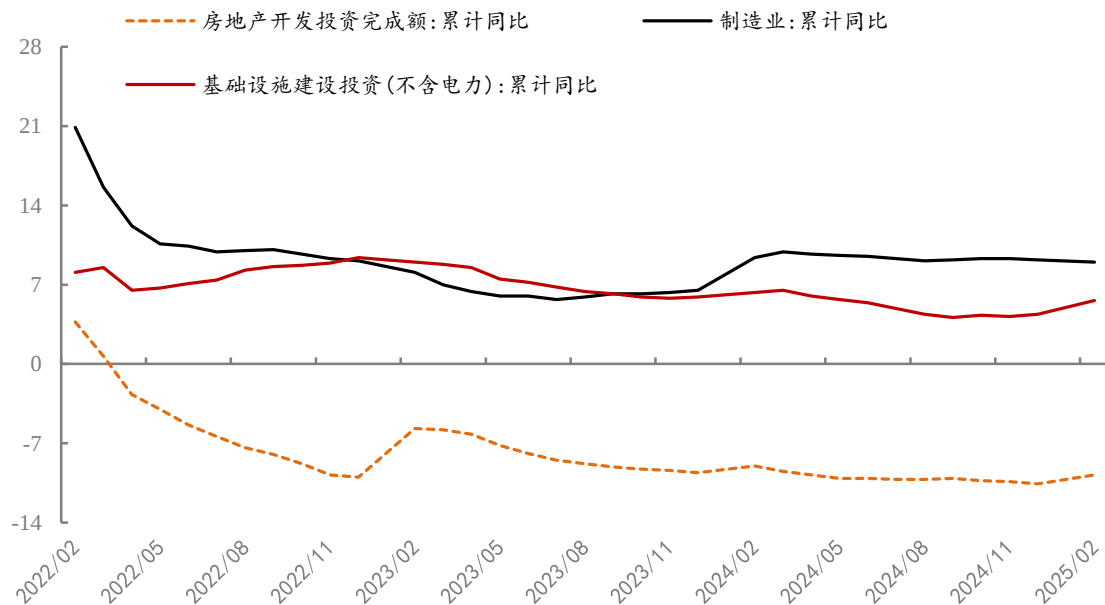
PART THREE

国内形势分析

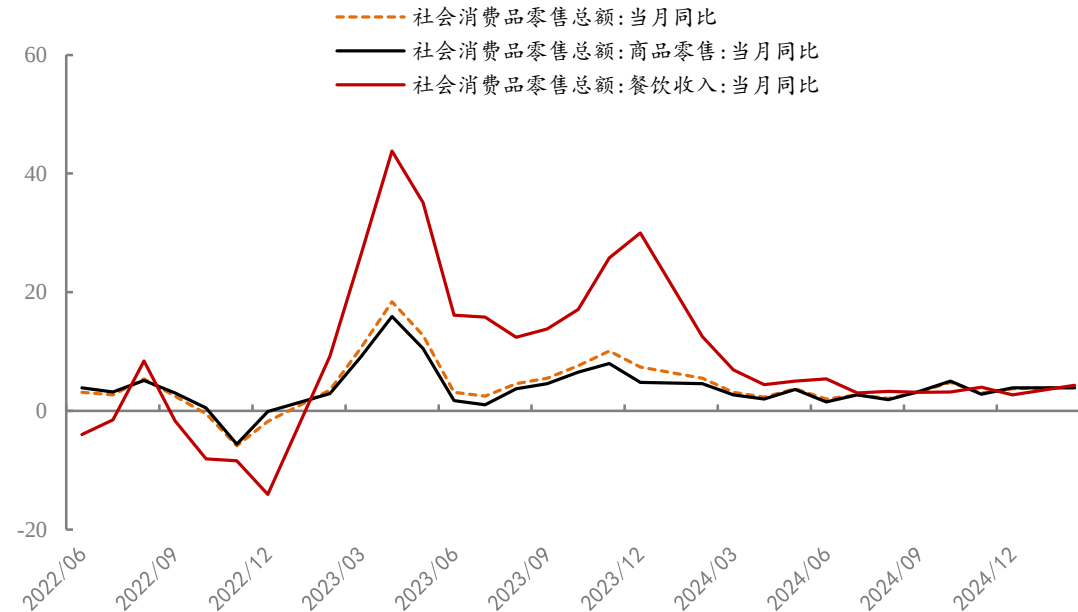


- (1) 生产端：中国1-2月规模以上工业增加值同比 5.9%，预期5.3%，前值6.2%。从环比上来看，中国1月规模以上工业增加值环比 0.19%，前值0.64%。
- (2) 需求端：1) 固定资产投资增速小幅回升。1-2月城镇固定资产投资同比4.1%，预期3.6%，前值3.20%。其中，制造业投资同比增长9.0%，涨幅较前值回落0.2个百分点；房地产开发投资同比下降9.8%，降幅较前值收窄0.8个百分点；基础设施投资（不含电力）同比增长5.6%，涨幅较前值扩大1.2个百分点。2) 消费增长动能有所转强。中国1-2月社会消费品零售总额同比4%，预期4%，前值3.7%。从环比来看，中国1月社会消费品零售总额环比0.19%，前值0.12%。
- 在去年一揽子增量政策的延续作用下，1-2月宏观经济保持较强增长动能。从三驾马车来看，受海外关税战的扰动，出口增速有所回落；不过，扩大内需政策持续发力，固定资产投资和消费动能有所转强，带动宏观经济供需两端全面提速，根据工业生产和服务业生产指数增速测算，1-2月GDP同比增速大约在5.0%左右，超出市场普遍预期。
- 展望未来，美国关税战持续升级，对出口的负面冲击短期将持续显现，这可能会拖累国内的工业生产。不过，大力提振消费、全方位扩大内需的政策加快落地，将有效对冲潜在外需放缓可能带来的影响。一是，继1月消费品以旧换新补贴政策加力扩围，近期高规格出台的《提振消费专项行动方案》，有望全面提升消费增长动能。二是，扩内需需要兼顾投资和消费，今年的预算内投资、超长期特别国债、‘两重’建设等支持力度均有所加码，预计投资、特别是基建投资还将保持较快增长。

三大门类投资增速（单位：%）



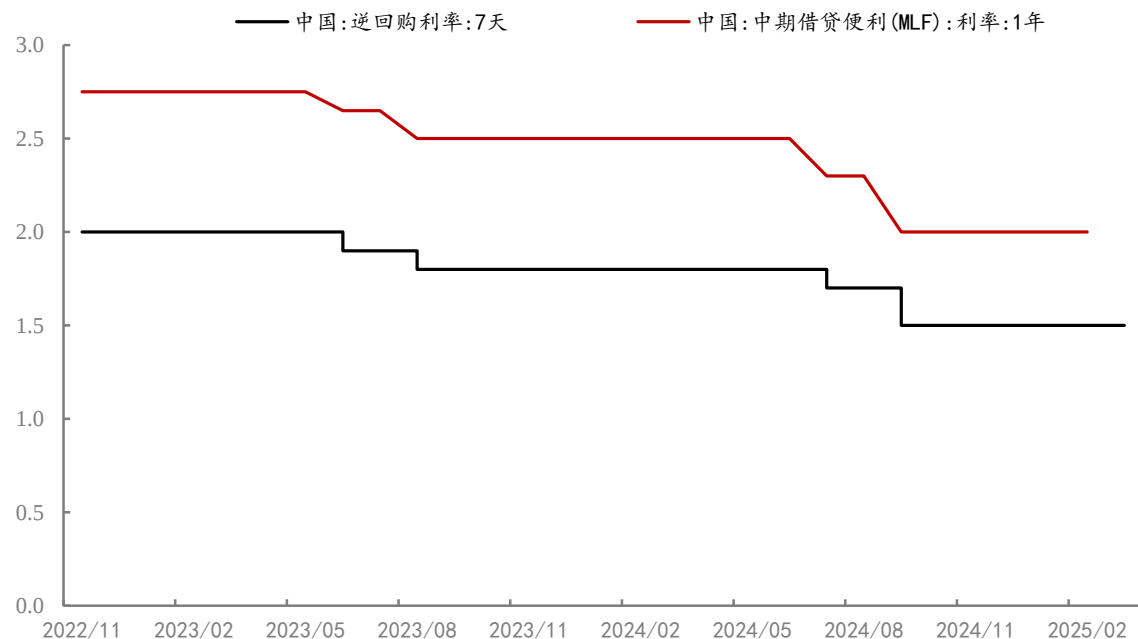
社零同比增速有所加快（单位：%）



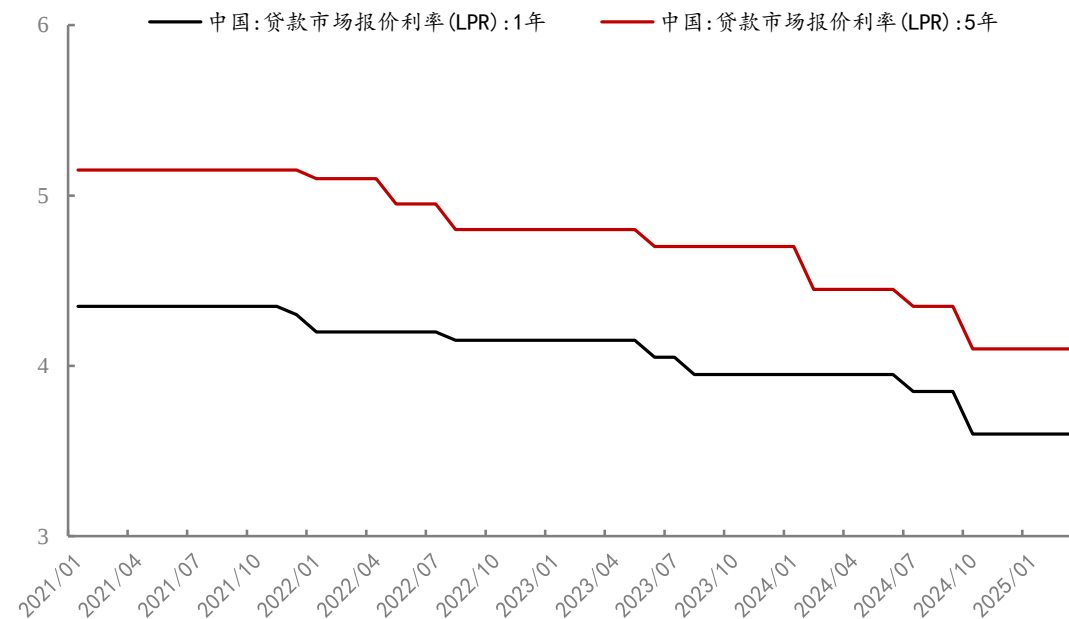
2、LPR连续五个月持平

- 3月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布了最新一期贷款市场报价利率（LPR）。1年期LPR为3.1%，5年期以上LPR为3.6%，两项利率均与上月持平，连续第五个月维持不变。同日，央行还开展了2685亿元7天期逆回购操作，操作利率保持1.5%，以维护银行体系流动性合理充裕。
- 自2024年10月起，1年及5年期LPR分别调整为3.1%和3.6%，随后5个月LPR均维持不变。我们认为此次LPR维持不变符合市场预期，主要原因有三点，一是LPR的定价基础是央行的政策利率，作为LPR的定价锚，3月逆回购利率维持在1.5%不变，直接锁定了LPR的调整空间；二是商业银行净息差持续承压，2024年末已跌至1.52%的历史低位，低于监管警戒线1.8%，同业存单利率上行等导致银行资金成本压力上升，进一步压缩LPR加点空间；三是宏观经济呈现较强复苏动能，1-2月，工业增加值同比增长5.9%，全国固定资产投资（不含农户）同比增长4.1%，均高于市场预期，降低短期降息紧迫性。
- 展望未来，尽管当前利率未调整，但后续政策仍有宽松空间。2025年《政府工作报告》重申“适时降准降息”，意味着下调政策利率还是大方向。此次LPR延续稳定，反映了政策层在“稳增长”与“稳汇率”之间的审慎平衡，短期内货币政策可能更多运用结构性工具，但若后续在关税等外部冲击下经济压力增大，降准降息仍有可能性。

公开市场操作利率维持不变（单位：%）

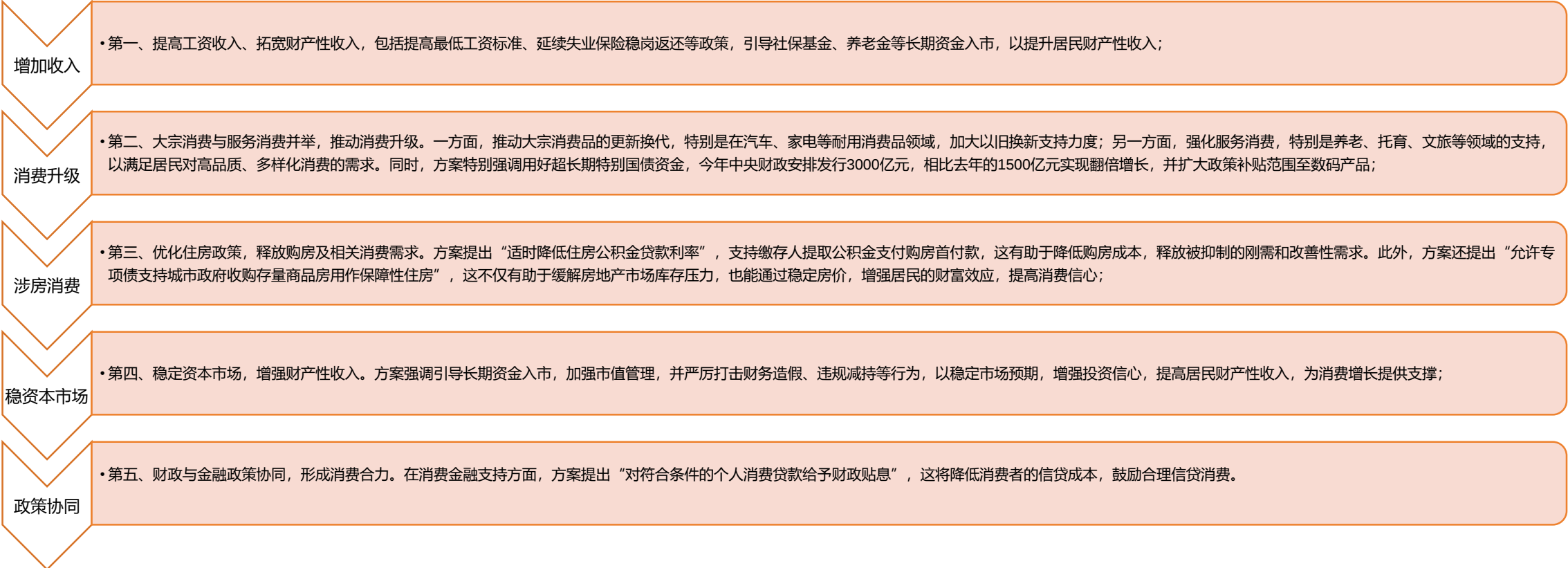


LPR利率维持不变（单位：%）



■ 3月16日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，从收入增长、金融支持、消费环境优化等多方面推出30项举措，以促进消费、扩大内需，推动经济增长。方案特别强调通过提高工资性收入、拓宽财产性收入渠道、促进就业和优化社会保障体系等方式增强居民消费能力，并通过财政补贴、金融支持和投资优化等手段改善消费环境，增强市场信心。此次《提振消费专项行动方案》从“增收入、稳市场、促升级”三个关键维度入手，系统性地构建了一个促进消费的政策框架。综合来看，此次《提振消费专项行动方案》不同于以往单纯依赖短期刺激消费的政策，而是构建了一个从收入增长到消费能力提升，再到消费环境优化的完整框架，着力打造了一个可持续发展的消费市场。未来，随着方案的逐步落实，预计消费市场将迎来更稳健的增长。

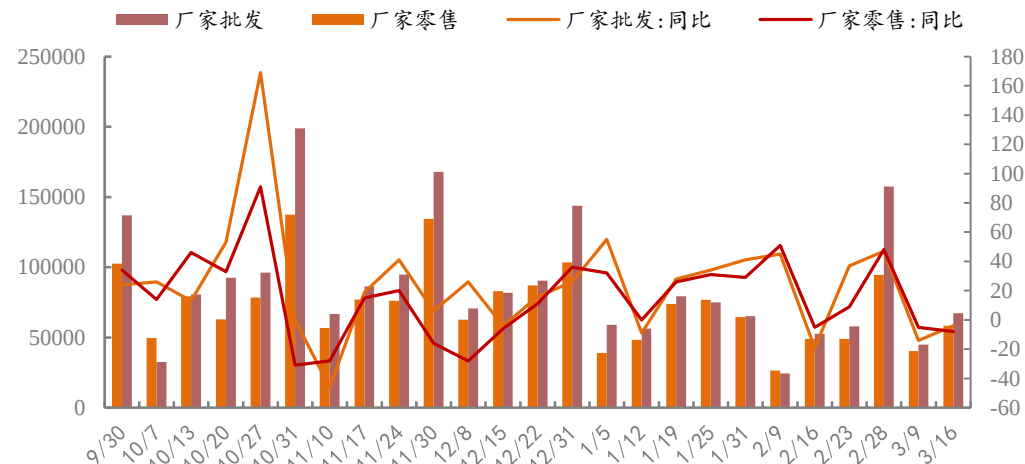
提振消费专项行动方案的具体内容



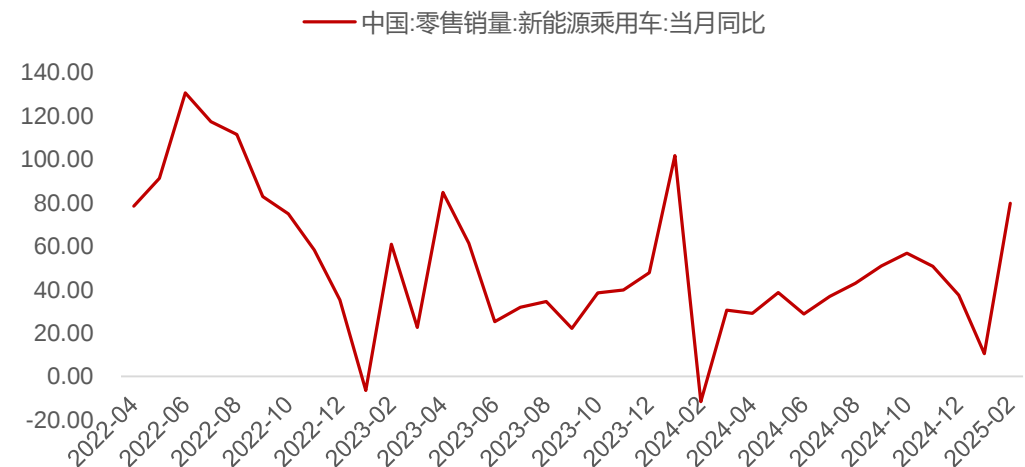
4、新能源公交车及电池更换补贴出炉

- 3月19日，交通运输部、国家发展改革委、财政部联合印发《2025年新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》，明确对符合条件的新能源公交车更新及动力电池更换给予定额补贴，其中每辆新能源公交车平均补贴8万元，动力电池更换每辆补贴4.2万元。政策要求各地结合实际情况制定本地补贴标准，优先支持低地板及低入口车型，并规范申报流程和监管机制，明确禁止地方指定回收企业、严查骗取补贴等行为。
- 政策明确每辆新能源公交车平均补贴8万元，动力电池更换补贴4.2万元。以2023年全国公交车保有量68.25万辆（其中新能源占比81.2%）为基础，若需更新车龄8年以上的老旧车辆，预计可覆盖至少20万辆的存量更新需求，直接撬动160亿元市场增量。政策明确东、中、西部分担比例为85:15、90:10、95:5，体现中央对西部省份的强力支持。部分西部地区地方财政压力显著，而新政下中央承担95%补贴可大幅降低其负担。这种差异化设计有助于缩小区域公交电动化进程差距，推动全国统一绿色交通网络建设。各地可自主制定本地补贴标准，并向低地板/低入口车型倾斜，这种灵活性促使地方政府结合客流特征优化车型结构，避免“一刀切”导致的资源浪费。此次补贴政策不仅利好整车制造企业，还带动动力电池、充电桩等上下游产业。政策要求更换电池需为2024年后生产且质保5年以上，推动电池企业研发长寿命、高能量密度产品。同时，氢燃料电池公交车被纳入补贴范围，加速多技术路线并行发展。需注意，补贴申报截止日期为2025年12月31日，企业需提交报废与购置证明、电池更换合同等文件。该政策有望带动新能源公交车及电池销量增长，拉动动力电池、充电桩等上下游产业投资，同时将进一步促进“双碳”目标的达成。

汽车零售、批发的增速（单位：%）



新能源车销售同比增速（单位：%）



04

PART FOUR

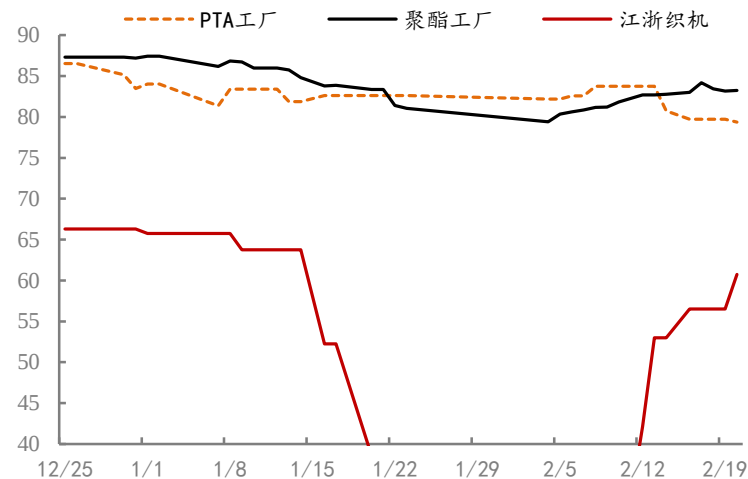
高频数据跟踪



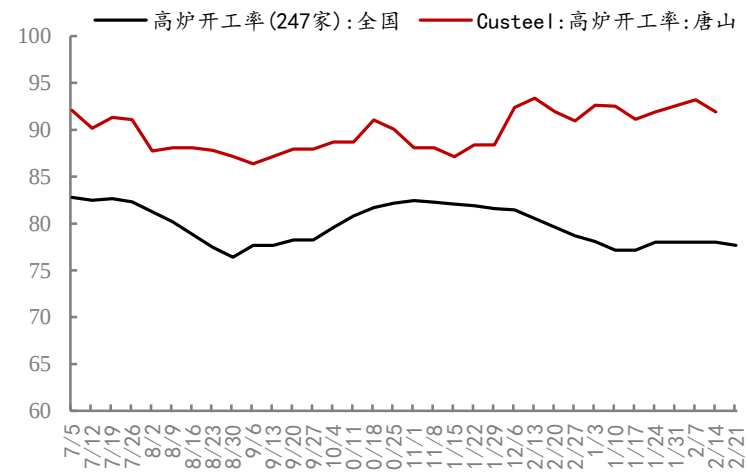
1、生产端：工业生产逐步恢复

- 化工：生产负荷稳中有升，产品价格稳中有升。需求方面，聚酯产业链产品价格稳中有升，截至3月20日，涤纶POY价格保持平稳、PTA价格、聚酯切片价格均小幅上涨。生产端，本周PTA产业链负荷率继续恢复，其中，PTA开工率小幅升至78%，聚酯工厂负荷率持稳于86%，江浙织机负荷率小幅升至69%。
- 钢铁：生产继续回升，需求逐步恢复。本周全国高炉开工率进一步回升至81.98%，终端需求逐步恢复，表需有所回升。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回升，表需逐步回升，库存继续去化。

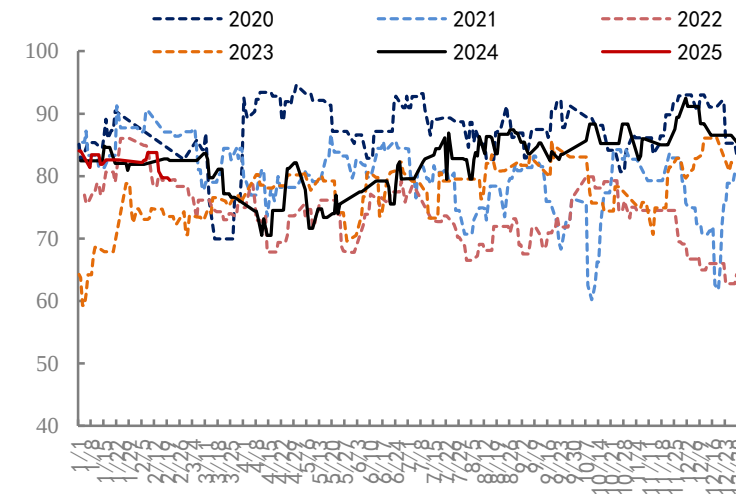
PTA产业链负荷率（单位：%）



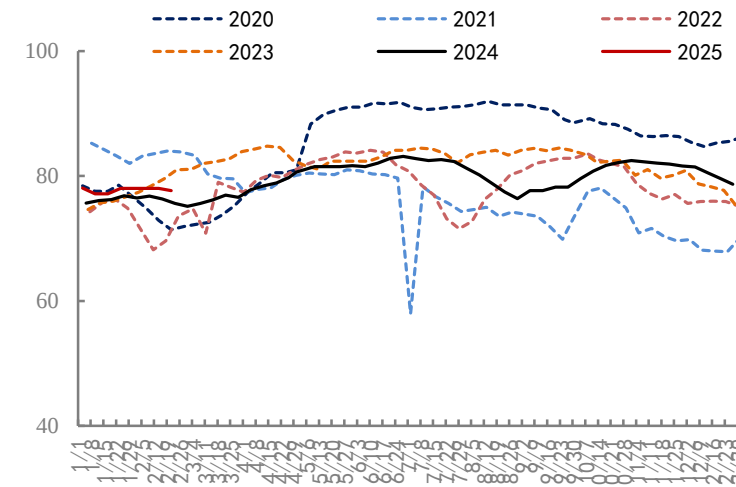
高炉开工率（单位：%）



PTA工厂负荷率（单位：%）



高炉开工率(247家):全国（单位：%）

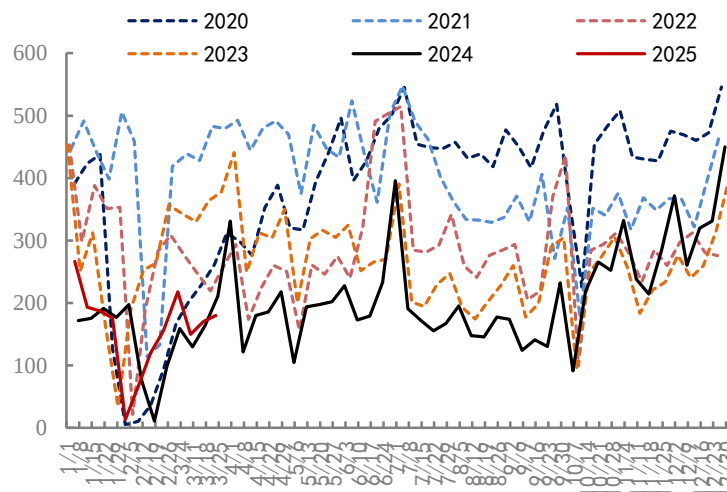


2、需求端：房地产销售周环比上升，乘用车零售同比增长

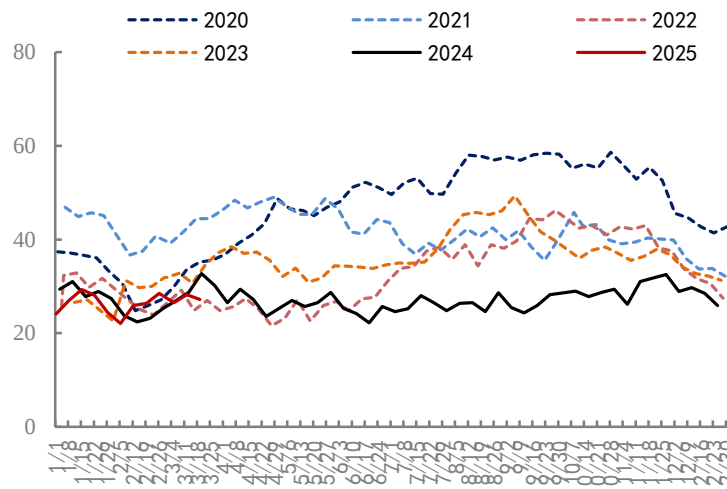
ITG 国贸期货

- 房地产销售周环比上升，乘用车日均零售销量同比增长。
- 房地产销售周环比上升。截至3月20日，本周30个大中城市商品房成交面积周环比上升18.71%，一线、二线、三线城市分别环比上升13.82%、25.53%、9.18%。
- 乘用车日均零售销量同比增长。3月第二周全国乘用车市场日均零售5.8万辆，同比去年3月同期增长34%，较上月同期增长19%。3月1-16日，全国乘用车市场零售77.2万辆，同比去年3月同期增长24%，较上月同期增长33%。今年以来累计零售394.8万辆，同比增长5%。

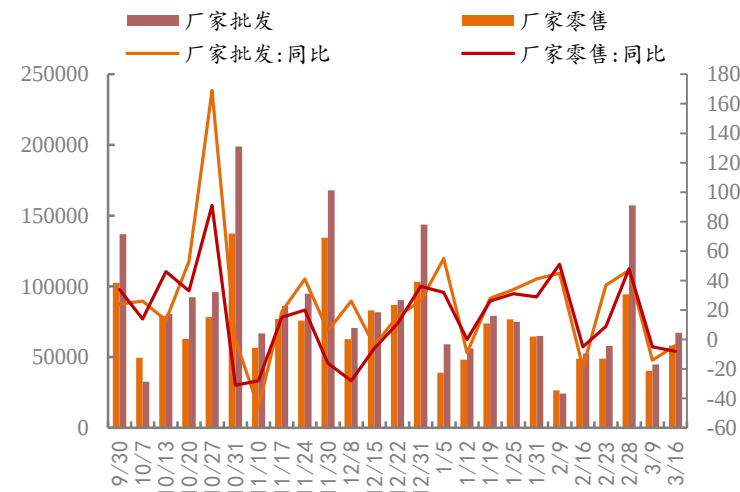
30大中城市:商品房成交面积 (单位: 万平方米)



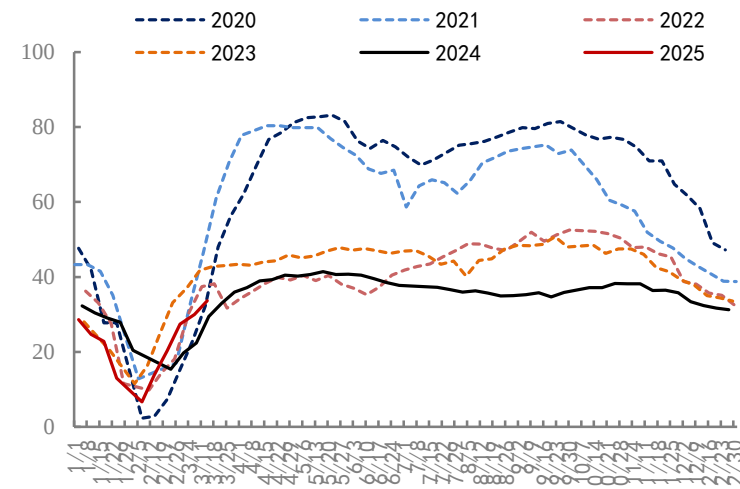
中国:开工率:石油沥青装置 (单位: %)



当周日均销量:乘用车 (单位: 辆, %)

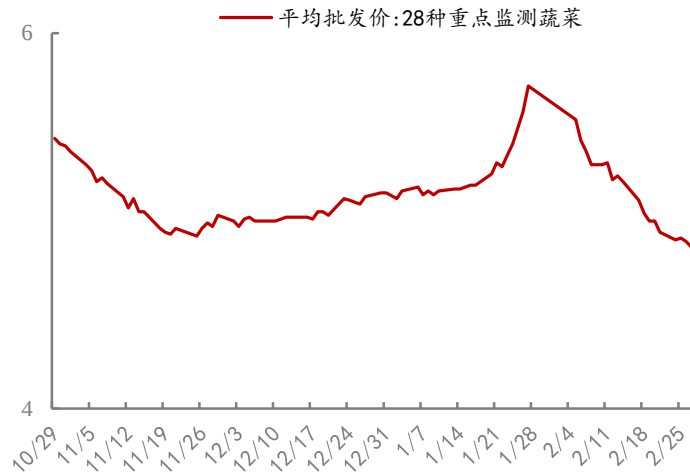


中国:发运率:水泥:当周值 (单位: %)



- (1) 本周食品价格涨跌互现。本周（截至3月21日）蔬菜均价环比下跌0.54%，猪肉均价环比微涨0.03%，农产品批发价格200指数环比小幅下跌0.13%，水果价格环比上涨1.03%。
- (2) CPI同比有望回升转正，但幅度预计不会太大。推动物价回升的有利因素在于，一是政府工作报告将CPI目标增速从以往的3%左右下调为2%左右，有利于更好稳定预期，推动物价保持在合理水平；二是政府工作报告定调今年宏观政策将更加积极有为，加速释放消费潜力，全面扩大国内需求，将继续支撑核心CPI；三是3月份CPI尾因素影响为-0.2个百分点，对CPI同比带来较大支撑。不利的因素在于，一方面，不论供需基本面，还是市场情绪短期内尚未见明显改善，猪价或将延续震荡承压态势；另一方面，供应过剩风险与需求增长乏力构成主要挑战，油价或承压。
- (3) PPI同比降幅有望继续收窄。一是天气好转生产逐步复工，带动国内需求稳定复苏，对PPI回升带来支撑；二是政府报告定调2025年财政赤字率上调至4%，财政加码趋势显著且更多用于投资和支持全国性消费政策，有利于物价整体水平的回升；三是政府工作报告强调综合整治“内卷式”竞争，多部委强调综合整治“内卷式”竞争，积极化解一些行业供大于求的阶段性矛盾，并将解决行业竞争失序和“内卷问题与产业提质升级相结合，有利于部分行业

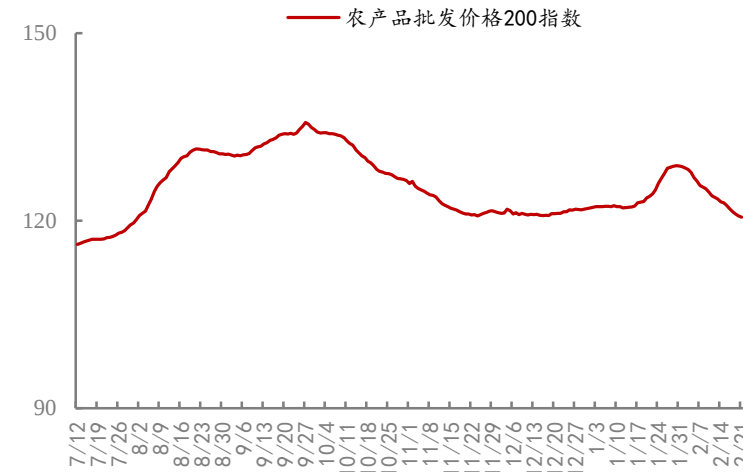
蔬菜价格（单位：元/公斤）



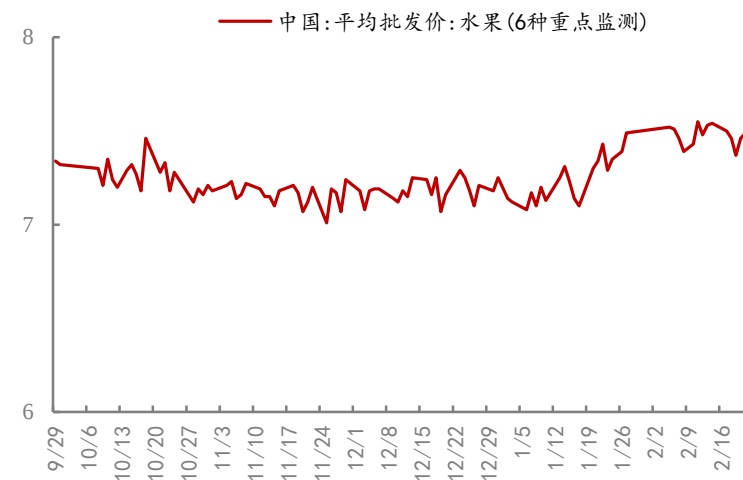
农产品批发价格200指数



猪肉价格（单位：元/公斤）



水果价格（单位：元/公斤）



附:品种观点评价体系

观点评级	短期（1个月以内）	中期（1-3个月）	长期（3个月以上）
强烈看多	上涨15%以上	上涨15%以上	上涨15%以上
看多	上涨5-15%	上涨5-15%	上涨5-15%
震荡	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%
看空	下跌5%-15%	下跌5%-15%	下跌5%-15%
强烈看空	下跌15%以上	下跌15%以上	下跌15%以上

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。分析师对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和意见不会发生任何变化，本报告中的信息和意见仅供参考。

免责声明

国贸期货有限公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2012】31号。

本报告由国贸期货有限公司撰写及发布。本报告中的信息均来源于公开资料或合规渠道，国贸期货力求准确、客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，国贸期货不承诺交易者一定获利，不与交易者分享交易收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。交易者务必注意，其据此做出的任何交易决策与国贸期货无关。

本报告仅供特定客户作参考之用，国贸期货不会因接收人收到本报告而视其为国贸期货的当然客户。未经国贸期货书面授权，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权。如欲引用或转载本报告，务必联络国贸期货并获得书面许可，并需注明出处为国贸期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用或删改。如未经国贸期货授权，私自转载或者引用本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或引用者承担，国贸期货保留追究其法律责任的权利。

风险提示

期货市场具有潜在风险，交易者在进行期货交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险，建议交易者应当充分深入地了解期货市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对交易者的任何交易建议及入市依据，交易者应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

期市有风险，投资需谨慎

ITG 国贸期货

感谢您的观看

THANKS FOR YOUR TIME

