

期货研究报告

金融研究

宏观周报

戴朝盛—宏观分析师

从业资格证号：F03118012

投资咨询证号：Z0019368

联系电话：0571-28132632

邮箱：daichaosheng@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311200

等待关税

报告日期：

2025年3月23日

报告内容摘要：

◆**国内经济**：1-2月消费增速超预期，录得4%。工业生产也有所加速，从去年的5.8%升至5.9%，表明供需两端均有上行。但我们仍需关注其持续性。也要关注假如5%增速较容易完成下，政策是否会较预期退坡。地产依然偏弱，销售端的回暖仍没有传导至实物工作量端。失业率依然较高，稳就业依然是头等大事。同时在失业率高企下，消费能否保持复苏态势仍有待观察。

◆**房地产高频跟踪**：本周，一线和二、三线城市新房销售量继续分化，二、三线城市继续沿着2024年路线运行，且时有不及2024年现象，一线城市销量则仍远高于2024年同期水平。二手房方面，截至3月10日，一、二、三线城市挂盘价指数有所分化。一线城市挂盘价指数持平于前期，后期观察是否在这个水平上能够稳住。二、三线城市挂盘价指数最近略有稳住，但整体保持下行趋势。总体来看，新房销售延续季节性，目前仅一线城市新房销量明显高于去年，二手房挂盘价指数中也仅一线城市有持续持稳迹象。后期观察一线城市能够延续当前较好的趋势。

◆**国债**：国债周一大跌，此后情绪有所回暖，但整体依然收跌。前期在政策前置发力下，经济数据边际改善，资金面略微偏紧，后期资金面在税期扰动消退后有所回落，叠加股市情绪回落，助推债市企稳。后市来看，长端大幅上行的概率不大，短端似乎已基本调整到位，确定性更高。

◆**美国**：美联储议息会议其实新增内容不多，略超预期的点在于开始缩减QT规模。基于鲍威尔打太极，以及略超预期的放缓QT操作，会后，市场对于美联储年内降息幅度预期有所抬升，从2.2次升至2.6次。前一段时间，市场聚焦德国财政改革，欧洲市场情绪得到明显提振，欧元兑美元一度升至1.09，但在预期过后，拉加德讲话将市场拉回到现实，即关税对经济的影响。贝森特表态4月2日每个国家将收到一个“关税编号”，该编号代表了他们将面临的关税水平。时间临近，市场可能再次聚焦关税问题，在此影响下，美指有望偏强运行。

◆**风险提示**：美国经济超预期走强 国内经济超预期走弱

目录

一、 国内：供需两端均有改善.....	3
二、 房地产政策效果跟踪——观察一线城市良好状态能否持续.....	3
三、 国债：等风来，短期占优.....	4
四、 美元指数或偏强运行.....	5
(一) 美联储超预期放缓 QT.....	5
(二) 欧洲：焦点重回关税影响.....	7

表目录

表 1: 1-2 月主要经济数据有的超预期，有的不及预期.....	3
表 2: 美联储 2025 年 3 月 SEP.....	6

图目录

图 1: 一线城市成交面积远高于 2024 年同期（7DMA）.....	3
图 2: 二线城市成交面积略不及 2024 年（7DMA）.....	3
图 3: 三线城市成交面积基本持平于 2024 年（7DMA）.....	4
图 4: 一线城市挂牌价持稳.....	4
图 5: 二线城市挂盘价微降，挂盘量降.....	4
图 6: 三线城市挂盘价微升，挂盘量降.....	4
图 7: 资金面紧张程度上升后下降.....	5
图 8: 短端企稳，长端继续调整.....	5
图 9: 美联储议息会议后，市场对于降息幅度有所抬升.....	6

一、国内：供需两端均有改善

在以旧换新政策加码下，1-2月消费增速超预期，录得4%。工业生产也有所加速，从去年的5.8%升至5.9%，表明供需两端均有上行。但我们仍需关注持续性。也要关注假如5%增速较容易完成下，政策预期是否会退坡。

地产依然偏弱，销售端的回暖仍没有传导至实物工作量端。失业率依然较高，稳就业依然是头等大事。同时在失业率高企下，消费能否保持复苏态势仍有待观察。

表 1：1-2 月主要经济数据有的超预期，有的不及预期

事件	期间	调查(M)	实际	上次
新建住宅均价环比	Feb	--	-0.14%	-0.07%
二手房价格月环比	Feb	--	-0.34%	-0.34%
工业增加值年迄今同比	Feb	5.3%	5.9%	--
社会消费品零售	Feb	3.8%	4.0%	--
固定资产除农村年迄今同比	Feb	3.2%	4.1%	--
物业投资年迄今同比	Feb	-8.9%	-9.8%	--
调查失业率	Feb	5.1%	5.4%	5.2%

资料来源：Bloomberg 信达期货研究所

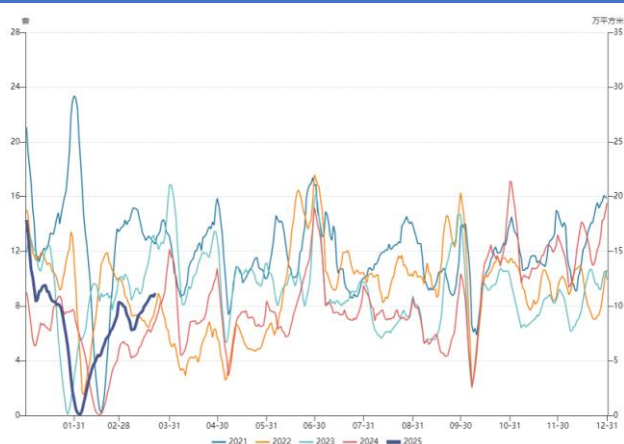
二、房地产政策效果跟踪——观察一线城市良好状态能否持续

高频数据方面，我们继续重点观察房地产。本周，一线和二、三线城市新房销售量继续分化，二、三线城市继续沿着 2024 年路线运行，且时有不及 2024 年现象，一线城市销量则仍远高于 2024 年同期水平。

二手房方面，截至 3 月 10 日，一、二、三线城市挂盘价指数有所分化。一线城市挂盘价指数持平于前期，后期观察是否在这个水平上能够稳住。二、三线城市挂盘价指数最近略有稳住，但整体保持下行趋势。

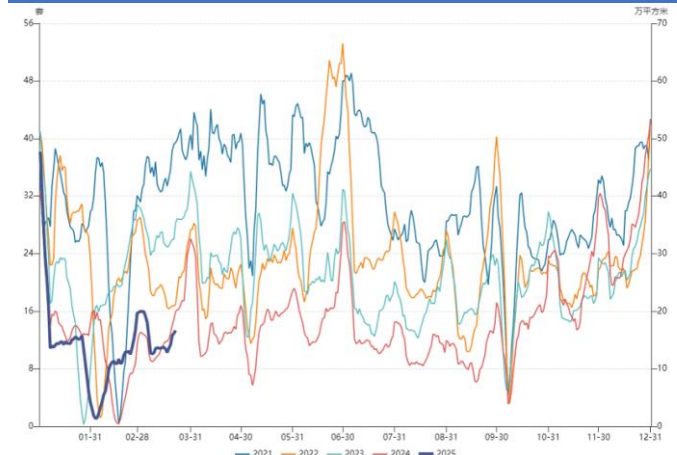
总体来看，新房销售延续季节性，目前仅一线城市新房销量明显高于去年，二手房挂盘价指数中也仅一线城市有持续持稳迹象。后期观察一线城市能够延续当前较好的趋势。

图 1：一线城市成交面积远高于 2024 年同期（7DMA）



资料来源：Wind 信达期货研究所

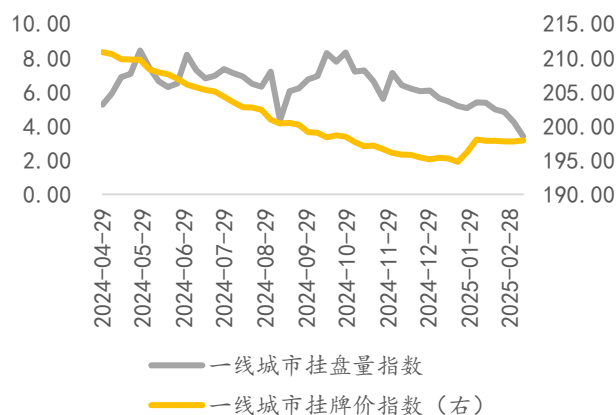
图 2：二线城市成交面积略不及 2024 年（7DMA）



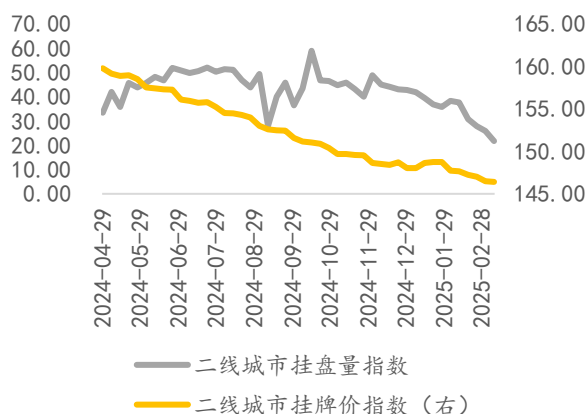
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 3：三线城市成交面积基本持平于 2024 年（7DMA）

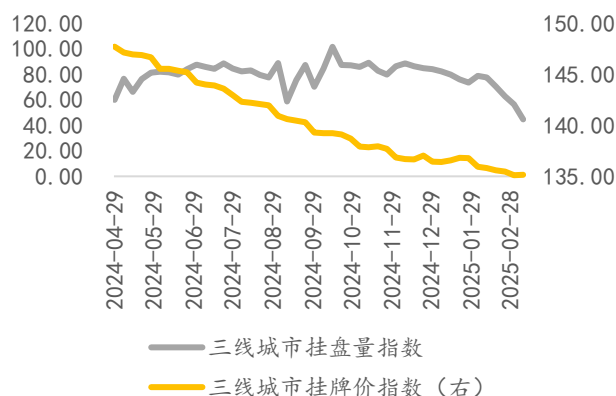

资料来源：Wind 信达期货研究所

图 4：一线城市挂牌价持稳


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 5：二线城市挂牌价微降，挂牌量降


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 6：三线城市挂牌价微升，挂牌量降


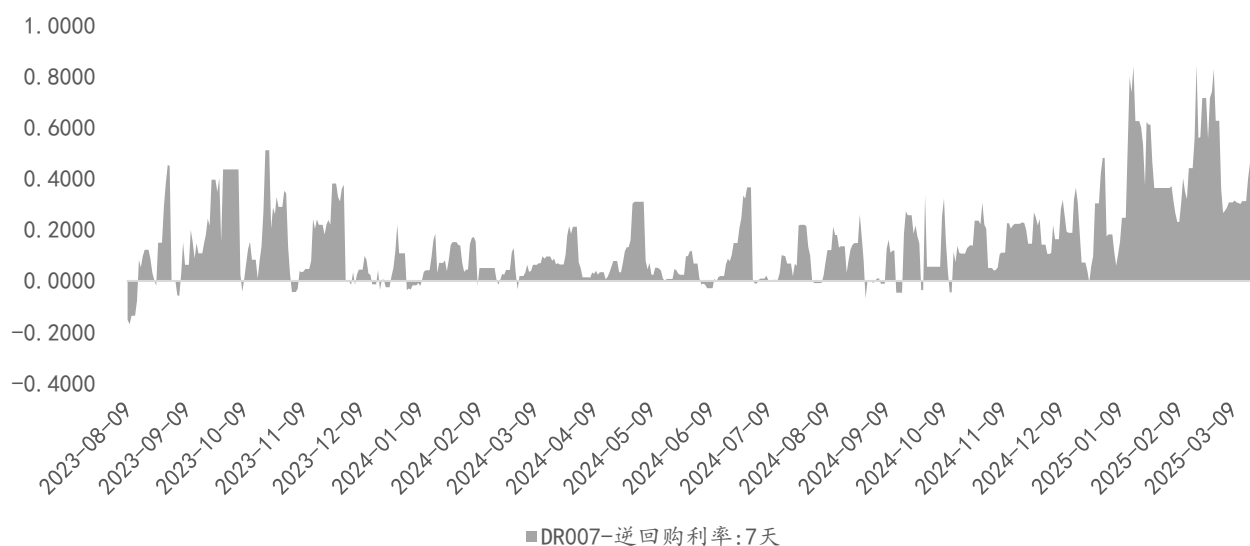
资料来源：Wind 信达期货研究所

三、国债：等风来，短期占优

国债周一大跌，此后情绪有所回暖，但整体依然收跌。前期在政策前置发力下，经济数据边际改善，资金面略微偏紧，后期资金面在税期扰动消退后有所回落，叠加股市情绪回落，助推债市企稳。

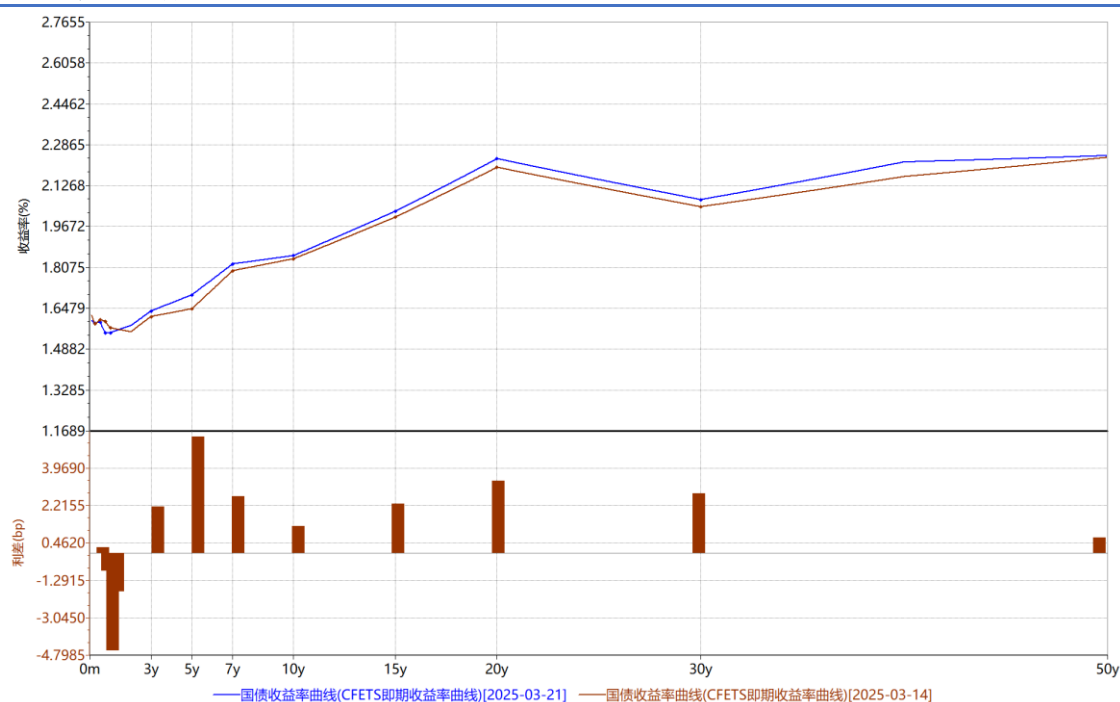
后市来看，长端大幅上行的概率不大，短端似乎已基本调整到位，确定性更高。原因：1) 短期经济回升仍依赖政策，内需依然疲弱，债牛仍在；2) 大行资金融出意愿在增强，月末 MLF 续作和财政支出即将来临，或阶段性利好资金面；3) 下周政府债供给压力较大；4) 债市整体依然缺乏明显利好。

图 7：资金面紧张程度上升后下降



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 8：短端企稳，长端继续调整



资料来源：Wind 信达期货研究所

四、美元指数或偏强运行

(一)美联储超预期放缓 QT

本次美联储议息会议其实新增内容不多，略超预期的点在于开始缩减 QT 规模。

具体来看，议息声明中删去了“风险平衡”，强调经济不确定性增加（主要来自贸易关税问题）。国债缩减规模从每月 250 亿美元降至 50 亿美元，MBS 缩减上限则保持不变。之前 1

月会议纪要显示，美联储官员们认为，“考虑暂停或放缓资产负债表的缩减，直到债务上限问题得到解决可能是合适的”。此次会议没有暂停，而是放缓，对于市场来说属于一定程度的超预期利好，毕竟暂停意味着债务上限问题过去以后会再次重启。加之鲍威尔并未暗示在国会解决债务上限问题后会重新加快量化紧缩步伐，意味着放缓动作可能是持续性的。

SEP 中，通胀值上升，总的 PCE 和核心 PCE 均较 12 月预期值上修，总的 PCE 上修 0.2 个百分点至 2.7%，核心 PCE 上修 0.3 各百分点至 2.8%，截至 1 月，总的 PCE 三个月均值为 2.52%，核心 PCE 的三月均值为 2.78%，也就是说美联储认为全年总的 PCE 略微上行，而核心 PCE 将保持震荡，去通胀态势暂停。2025 年 GDP 增速下修 0.4 个百分点至 1.7%，下修幅度较大，但 1.7%也是一个相对比较好的运行水平。对于美联储政策利率而言，尽管中值并未出现变化，但从范围来看，其实整体还是偏上移，即降息幅度倾向于缩小。长期政策利率中值这次也没有上升，但从范围来看，其实也有小幅度提升。

表 2：美联储 2025 年 3 月 SEP

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5-1.9	1.6-1.9	1.6-2.0	1.7-2.0	1.0-2.4	0.6-2.5	0.6-2.5	1.5-2.5
December projection	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.6-2.5	1.4-2.5	1.5-2.5	1.7-2.5
Unemployment rate	4.4	4.3	4.3	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.4	3.9-4.3	4.1-4.6	4.1-4.7	3.9-4.7	3.5-4.5
December projection	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	3.9-4.6	3.8-4.5	3.5-4.5
PCE inflation	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-2.9	2.1-2.3	2.0-2.1	2.0	2.5-3.4	2.0-3.1	1.9-2.8	2.0
December projection	2.5	2.1	2.0	2.0	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0	2.1-2.9	2.0-2.6	2.0-2.4	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.2	2.0		2.7-3.0	2.1-2.4	2.0-2.1		2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9	
December projection	2.5	2.2	2.0		2.5-2.7	2.0-2.3	2.0		2.1-3.2	2.0-2.7	2.0-2.6	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.9	3.4	3.1	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6	3.6-4.4	2.9-4.1	2.6-3.9	2.5-3.9
December projection	3.9	3.4	3.1	3.0	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	3.1-4.4	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.9

资料来源：FED 信达期货研究所

发布会上的信息不多，市场对于关税引发的通胀仍然很关心，但鲍威尔观点并没有改变，依然认为短期通胀指标已有体现，但大部分长期指标依然与 2%的目标相符合。

基于鲍威尔打太极，以及略超预期的放缓 QT 操作，会后，市场对于美联储年内降息幅度预期有所抬升，从 2.2 次升至 2.6 次。

图 9：美联储议息会议后，市场对于降息幅度有所抬升



(二)欧洲：焦点重回关税影响

前一段时间,市场聚焦德国财政改革,欧洲市场情绪得到明显提振,欧元兑美元一度升至1.09,但在预期过后,拉加德讲话将市场拉回到现实,即关税对经济的影响。欧洲央行的分析表明,美国对来自欧洲的进口商品征收25%的关税将使欧元区第一年的增长率降低约0.3个百分点。如果欧洲采取提高对美国进口商品关税的形式进行报复,那么这一比例可能提高到大约0.5个百分点。对经济增长的影响主要集中在关税提高后的第一年;然后随着时间的推移而减弱,但会对产出水平产生持续的负面影响。在这种情况下,通货膨胀前景将变得更加不确定。在短期内,欧盟的报复性措施以及欧元汇率的走弱可能会使通货膨胀率提高约0.5个百分点。由于经济活动减弱会抑制通胀压力,因此中期影响将会缓解。

贝森特表态4月2日每个国家将收到一个“关税编号”,该编号代表了他们将面临的关税水平。15%的国家将占据大部分被征收关税的份额。时间临近,市场可能再次聚焦关税问题,在此影响下,美指有望偏强运行。

免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 6 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为上海国际能源交易中心、广州期货交易所会员，为中国证券业协会观察员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】

■ 分支机构分布

CINDA FUTURES



公司分支机构分布

13家分公司 5家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司
福建分公司、苏州分公司、四川分公司
宁波分公司、东北分公司、广东分公司
上海分公司、湖北分公司、山东分公司
上海浦东分公司

北京营业部、哈尔滨营业部

石家庄营业部、乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App

