

宏观

经济基本面政策依赖度仍高

2025 年 03 月 24 日

宏观周报（3 月第 3 周）

分析师：陈江月

执业证书：S1030520060001

电话：0755-83199599-9055

邮箱：chenjy@csco.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格**核心观点：**

- 1) **权益：上周市场缩量下跌。**①政策方面，提振消费相关新闻发布会上表示，多部门正积极谋划促消费相应政策，后续各类消费相关财政补贴和信贷贴息政策、社保资金用于促消费的政策、以旧换新落地、央行结构性支持消费工具等都有待进一步出台。②基本面方面，2025 年 1-2 月经济数据整体成色较好，但除了科技亮点外，政策带动贡献度较高，房地产、消费等仍需要政策持续发力。从房价数据来看，2 月二线城市新房价格环比由上月上涨 0.1%转为持平，房价上涨动能边际减弱。③海外方面，美联储议息会议召开，宣布减缓缩表规模，暗示美联储对金融体系稳定性的关注上升，风险偏好有所修复。会议下调经济预期、上调通胀预期，滞胀叙事对降息政策是两难局面，但鲍威尔发言整体偏鸽，降息预期边际仍然小幅抬升。
- 2) **固收：上周债市收益率宽幅震荡。**①当周催化方面，宽松预期和降准概率边际上有所弱化，周五央行转净回笼，市场担忧央行态度再度转鹰。且经济数据成色较好一定程度弱化基本面保护，提振消费政策抬升风险偏好。但股市情绪较弱，长债环境偏中性。②2 月同业存款大幅回流，银行负债压力有望边际缓和，资金面压力改善，季末资金整体判断或风险可控，目前曲线仍然平坦，可能继续走陡，短端品种相对确定性更高，关注中短段修复机会。
- 3) **海外：美股上涨、美债利率下行、美元指数上行、人民币贬值、黄金上行。**美联储议息会议维持利率水平符合市场预期，会议主要的增量信息，一是美联储宣布自 4 月 1 日起将国债减持上限从 250 亿美元/月降至 50 亿美元/月，MBS 减持上限维持 350 亿美元/月，放缓了资产负债表收缩速度，暗示美联储对金融体系稳定性的关注上升，带动美股、美元指数边际反弹，美债利率边际回落。二是美联储大幅下调 2025 年 GDP 增速预期（从 2.1%至 1.7%）、上调核心 PCE 通胀预期（从 2.5%至 2.8%），强化“滞胀”叙事。虽然滞胀叙事对降息政策是两难局面，但鲍威尔发言整体偏鸽，降息预期边际仍然小幅抬升。
- 4) **上周事件：1-2 月经济数据成色较好。**
- 5) **风险提示：基本面恢复不及预期、贸易摩擦超预期升级。**

正文目录

一、 市场宏观变量回顾	3
二、 上周宏观事件分析	4
2.1 1-2 月经济数据整体成色较好，但分化仍存政策依赖度仍高	4
三、 当周关注	7

图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾..... 3

Figure 2 工业增加值季调环比多年对比..... 5

Figure 3 固定资产投资增速变动 (%) 5

Figure 4 房地产相关增速变动 (%) 5

Figure 5 社零季调环比多年对比..... 6

Figure 6 社零总量及分项增速变动 (%) 6

一、市场宏观变量回顾

Figure 1 市场宏观变量周度回顾

大类市场	市场复盘	宏观变量点评
权益	上周市场缩量下跌，周均成交额 15497 亿元，环比缩量 1061 亿元。上证指数 -1.60%，深证成指 -2.65%，创业板指 -3.34%，万得全 A -2.10%；沪深 300 -2.29%，小市值指数 -1.34%；恒生指数 -1.13%，恒生科技指数 -4.10%。 板块上，石油石化、建筑材料、家用电器表现靠前，计算机、传媒、电子表现靠后。风格上，价值好于成长、大盘好于小盘。	1) 政策方面，提振消费相关新闻发布会上表示，多部门正积极谋划促消费相应政策，后续各类消费相关财政补贴和信贷贴息政策、社保资金用于促消费的政策、以旧换新落地、央行结构性支持消费工具等都有待进一步出台。2) 基本面方面，2025 年 1-2 月经济数据整体成色较好，但除了科技亮点外，政策带动贡献度较高，房地产、消费等仍需要政策持续发力。从房价数据来看，2 月二线城市新房价格环比由上月上涨 0.1% 转为持平，房价上涨动能边际减弱。3) 海外方面，美联储议息会议召开，宣布减缓缩表规模，暗示美联储对金融体系稳定性的关注上升，风险偏好有所修复。会议下调经济预期、上调通胀预期，滞胀叙事对降息政策是两难局面，但鲍威尔发言整体偏鸽，降息预期边际仍然小幅抬升。
固收	上周债市收益率宽幅震荡。全周 T2506 下跌 0.25%，TL2506 下跌 0.54%，TF2506 下跌 0.16%。现券来看，10 年国债活跃券下行 1BP，30 年国债活跃券下行 0.25BP，10 年国开活跃券走平，5 年国开上行 1BP，3 年国开上行 1.5BP，1 年国开下行 2BP。 上周全口径净投放 3785 亿元。本周央行公开市场将有 14117 亿元逆回购到期，周三还将有 35 亿元央票互换到期。	1) 当周催化方面，宽松预期和降准概率边际上有所弱化，周五央行转净回笼，市场担忧央行态度再度转鹰。且经济数据成色较好一定程度弱化基本面保护，提振消费政策抬升风险偏好。但股市情绪较弱，长债环境偏中性。2) 2 月同业存款大幅回流，银行负债压力有望边际缓和，资金面压力改善，季末资金整体判断或风险可控，目前曲线仍然平坦，可能继续走陡，短端品种相对确定性更高，关注中短段修复机会。
海外及其他	上周道指涨 1.2%，标普 500 指数涨 0.51%，纳指涨 0.17%。美债方面，2 年期美债收益率下行 7bp 至 3.95%，10 年美债收益率下行 5bp 至 4.25%。 汇率方面，美元指数周涨 0.4% 报 104.154，离岸人民币兑美元跌 197 个基点报 7.2579。大宗方面，美油期货涨 1.65%，COMEX 黄金期货涨 0.9%，LME 期铜涨 0.73%。	美联储议息会议维持利率水平符合市场预期，会议主要的增量信息，一是美联储宣布自 4 月 1 日起将国债减持上限从 250 亿美元/月降至 50 亿美元/月，MBS 减持上限维持 350 亿美元/月，放缓了资产负债表收缩速度，暗示美联储对金融体系稳定性的关注上升，带动美股、美元指数边际反弹，美债利率边际回落。二是美联储大幅下调 2025 年 GDP 增速预期（从 2.1% 至 1.7%）、上调核心 PCE 通胀预期（从 2.5% 至 2.8%），强化“滞胀”叙事。虽然滞胀叙事对降息政策是两难局面，但鲍威尔发言整体偏鸽，降息预期边际仍然小幅抬升。

资料来源：wind、世纪证券研究所

请务必阅读文末重要声明及免责条款

市场有风险 入市需谨慎

二、上周宏观事件分析

2.1 1-2 月经济数据整体成色较好，但分化仍存政策依赖度仍高

事件：

1-2 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.9%。

1-2 月份，社会消费品零售总额 83731 亿元，同比增长 4.0%。

1-2 月份，全国固定资产投资（不含农户）52619 亿元，同比增长 4.1%。

1-2 月份，全国房地产开发投资 10720 亿元，同比下降 9.8%。

点评：

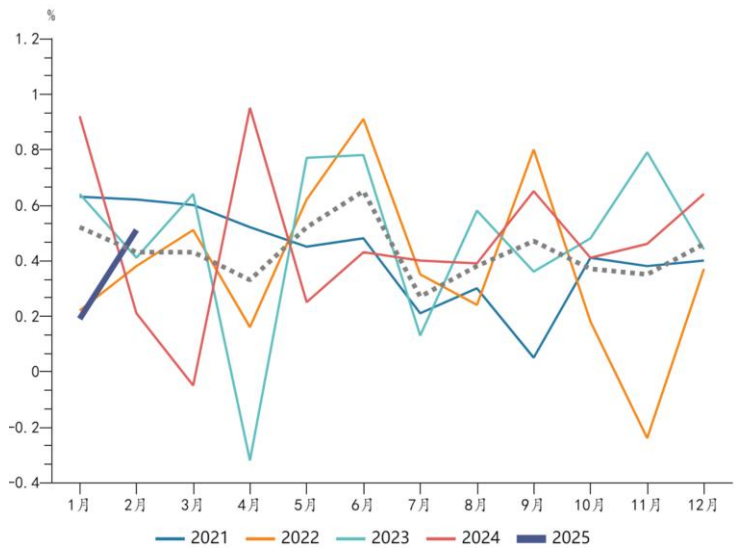
2025 年 1-2 月经济数据整体成色较好。生产方面科技贡献度较高带动整体，投资弹性较为显著，中央基建弹性较为明显，房地产投资在竣工、施工带动下降幅收窄，制造业投资受益于科技和设备更新拉动。社零增速较前值加快，但季调环比中枢相对不高，结构仍然有所分化。

其中工增方面同比 5.9%，在今年前两个月缺少 2 个有效工作日的前提下，相较于 2024 年 12 月的 6.2%略有下滑，但 2 月工增季调环比为 0.51%，加速较为显著，边际上显现弹性。从结构上来看，科技板块相关增速显著高于整体，对工增整体拉动较为显著，装备制造业增加值、高技术制造业增加值、信息传输、软件和信息技术服务业生产指数同比分别增长 10.6%、9.1%、9.3%。

投资方面，固定资产投资 1-2 月同比 4.1%，较前值显著加速 2 个百分点，季调环比中枢明显抬升。其中基建方面弹性较大，从去年 7.42%加速至 9.95%，但仍然是中央基建贡献较为显著，地方传统基建仍然在化债压力下弹性释放有限，随着后续新增专项债下放速度加快，或将有进一步释放。制造业投资维持高增，其中科技相关板块投资以及设备更新政策相关投资结构性支撑较为明显。房地产降幅明显收窄，主要是竣工、施工带动，但 2 月一线城市二手房价环比转跌，商品房销售面积有所回落，房地产进一步企稳仍然需要政策持续发力。

消费方面，社零同比 4.0%，较前值小幅加速 0.3 个百分点，但季调环比中枢相对不高，主要支撑板块也主要是春节消费相关、消费升级相关、以旧换新政策相关板块，结构仍然有所分化，有效需求不足、服务价格偏弱等依然影响整体消费弹性，在二季度关税冲击集中释放的预期下，消费相关政策发力带动重要性增加。

Figure 2 工业增加值季调环比多年对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 固定资产投资增速变动 (%)

指标名称	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-02
固定资产投资:当月同比	4.10	2.11	2.29	3.40	3.40	2.01	1.90	3.55	3.29	3.40	4.20
固定资产投资:季调:环比	0.49	0.40	0.50	0.23	0.57	0.40	0.17	0.47	0.19	0.38	0.43
基础设施建设:当月同比	9.95	7.42	9.74	10.03	17.50	6.19	10.73	10.18	3.78	5.92	8.96
基础设施建设(不含电力):当月同比	5.60	6.26	3.35	5.79	2.22	1.24	2.04	4.61	4.89	5.06	6.30
制造业投资:当月同比	9.00	8.35	9.30	10.03	9.74	7.95	8.32	9.26	9.37	9.32	9.40

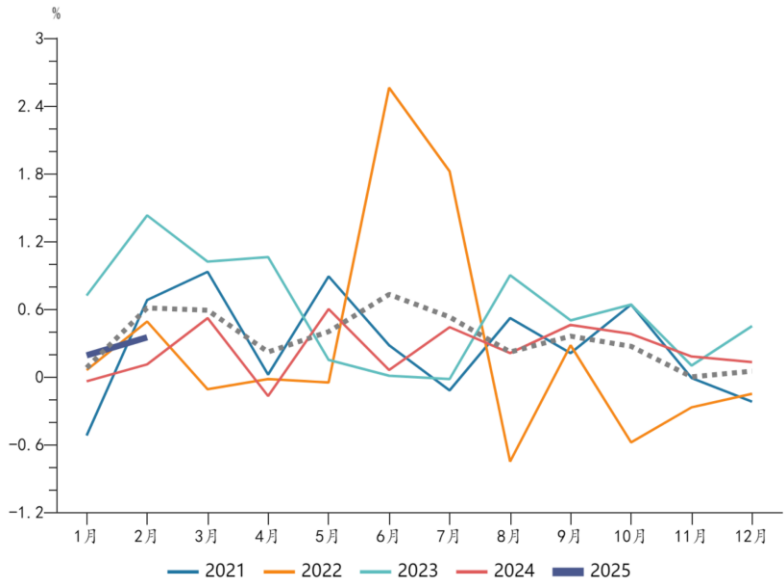
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 房地产相关增速变动 (%)

指标名称	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-02
房地产开发投资:当月同比	-9.80	-13.63	-11.58	-12.32	-9.36	-10.20	-10.84	-10.10	-11.15	-10.62	-9.00
房屋新开工面积:当月同比	-29.60	-23.00	-26.83	-26.69	-19.87	-16.74	-19.68	-21.74	-22.73	-13.73	-29.70
房屋竣工面积:当月同比	-15.60	-30.53	-38.78	-20.12	-31.43	-36.59	-21.80	-29.58	-18.39	-19.03	-20.20
房屋施工面积:累计同比	-9.10	-12.70	-12.70	-12.40	-12.20	-12.00	-12.10	-12.00	-11.60	-10.80	-11.00
商品房销售面积:当月同比	-5.10	-0.37	3.21	-1.62	-10.97	-12.59	-15.22	-14.38	-20.73	-23.32	-20.50
商品房销售额:当月同比	-2.60	2.46	1.05	-1.08	-16.25	-17.20	-18.30	-14.15	-26.32	-30.62	-29.30

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 社零季调环比多年对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 6 社零总量及分项增速变动 (%)

消费	指标名称	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-02
总量	社零总额:当月同比	4.00	3.70	3.00	4.80	3.20	2.10	2.70	2.00	3.70	2.30	5.50
	社零总额:季调:环比	0.35	0.13	0.18	0.38	0.46	0.21	0.44	0.06	0.60	-0.17	0.11
必选	粮油、食品类	11.50	9.90	10.10	10.10	11.10	10.10	9.90	10.80	9.30	8.50	9.00
	饮料类	-2.60	-8.50	-4.30	-0.90	-0.70	2.70	6.10	1.70	6.50	6.40	6.90
	烟酒类	5.50	10.40	-3.10	-0.10	-0.70	3.10	-0.10	5.20	7.70	8.40	13.70
	日用品类	5.70	6.30	1.30	8.50	3.00	1.30	2.10	0.30	7.70	4.40	-0.70
	中西药品类	2.50	-0.90	-2.70	1.40	5.40	4.30	5.80	4.50	4.30	7.80	2.00
可选	化妆品类	4.40	0.80	-26.40	40.10	-4.50	-6.10	-6.10	-14.60	18.70	-2.70	4.00
	服装鞋帽针纺织品类	3.30	-0.30	-4.50	8.00	-0.40	-1.60	-5.20	-1.90	4.40	-2.00	1.90
	金银珠宝类	5.40	-1.00	-5.90	-2.70	-7.80	-12.00	-10.40	-3.70	-11.00	-0.10	5.00
	体育、娱乐用品类	25.00	16.70	3.50	26.70	6.20	3.20	10.70	-1.50	20.20	12.70	11.30
	文化办公用品类	21.80	9.10	-5.90	18.00	10.00	-1.90	-2.40	-8.50	4.30	-4.40	-8.80
地产相关	通讯器材类	26.20	14.00	-7.70	14.40	12.30	14.80	12.70	2.90	16.60	13.30	16.20
	家具类	11.70	8.80	10.50	7.40	0.40	-3.70	-1.10	1.10	4.80	1.20	4.60
	家用电器和音像器材类	10.90	39.30	22.20	39.20	20.50	3.40	-2.40	-7.60	12.90	4.50	5.70
	建筑及装潢材料类	0.10	0.80	2.90	-5.80	-6.60	-6.70	-2.10	-4.40	-4.50	-4.50	2.10
汽车	汽车类	-4.40	0.50	6.60	3.70	0.40	-7.30	-4.90	-6.20	-4.40	-5.60	8.70
石油	石油及制品类	0.90	-2.80	-7.10	-6.60	-4.40	-0.40	1.60	4.60	5.10	1.60	5.00
餐饮	餐饮	4.30	2.70	4.00	3.20	3.10	3.30	3.00	5.40	5.00	4.40	12.50

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

三、当周关注

日期	事件
3 月 27 日（周四）	09:30 中国 2 月工业企业利润:累计同比(%): 前值-3.30
3 月 28 日（周五）	20:30 美国 2 月 PCE 物价指数:同比(%): 前值 2.51

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。