

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

国内社融疲软，美国 PCE 恐维持韧性

报告日期：

2025 年 3 月 16 日

报告内容摘要：

◆**国内经济：**社融总量依靠政府债券支撑，内需仍然疲弱，M1 同比增速再次转弱，仅为 0.1%。企业部门和居民部门融资同比增速均保持在历史低位。根据历史规律，只有企业部门和居民部门融资增速均保持上升后，制造业 PMI 才会呈现稳定回升趋势。照目前的形势看，离经济回升还比较远。

◆**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，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 3 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，二三线城市挂盘价指数继续下行。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：**本周债市延续调整格局，但与上周不同的是短端调整幅度不大，整体曲线呈现熊陡态势。目前央行态度有所软化，资金面基本稳定在 1.8% 左右，对于部分长久期资产而言，叠加长端持续调整后，负 carry 现象有所缓解。但受股市情绪较好影响，长端利率仍有较大幅度调整。加之理财负反馈仍需观察，长端利率可能继续上升。假如短端能稳定下来，或者逐渐回升，那么长端也有可能企稳回升，现阶段我们还是先看短端的机会。当前银行资金面有所改善，短端企稳甚至回升的概率正在上升。长端仍需等风来，周五的社融数据也显示经济基本面依然疲弱，离真正的企稳回升仍较远，因此牛还在，但要等。

◆**美国：**2018 年贸易战中，美元大幅升值，较大程度抵消了关税加征带来的通胀压力。如今美元指数整体仍在下行趋势中，特朗普又不断地以关税为筹码，若关税不断地往上叠加，未来通胀风险确实在上升。当前短期通胀预期已经上升，长期通胀预期还有分歧。假如长期通胀预期也大幅上升，势必影响到鲍威尔降息节奏。但假如仅短期通胀预期上升，可能美联储还需边走边看。

◆**风险提示：**美国经济超预期走强 国内经济超预期走弱

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

目录

一、 社融如期不佳.....	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	4
三、 国债：等风来，短期占优.....	5
四、 美国 CPI 走弱，但通胀预期不减	6

表目录

表 1: 2 月社融信贷及分项	3
表 2: 美国 2 月 CPI 及分项	7
表 3: 美国 2 月 PPI 中涉及 PCE 部分同比涨幅较大.....	7

图目录

图 1: 社融季节性 (亿元)	3
图 2: 人民币贷款季节性 (亿元)	3
图 3: M1 同比转弱 (%)	4
图 4: 企业部门和居民部门融资增速仍在底部徘徊 (%)	4
图 5: 一线城市成交面积季节性回落 (7DMA)	4
图 6: 二线城市成交面积略高于 2024 年 (7DMA)	4
图 7: 三线城市成交面积略高于 2024 年 (7DMA)	5
图 8: 一线城市挂牌价持稳	5
图 9: 二线城市挂盘价降, 挂盘量降	5
图 10: 三线城市挂盘价降, 挂盘量降	5
图 11: 资金面紧张程度有所缓和	6
图 12: 长端利率上行更多	6
图 13: 密歇根大学长短期通胀预期均大幅上行 (%)	8
图 14: 纽约联储调查显示仅短期通胀预期较为明显 (%)	8

一、社融如期不佳

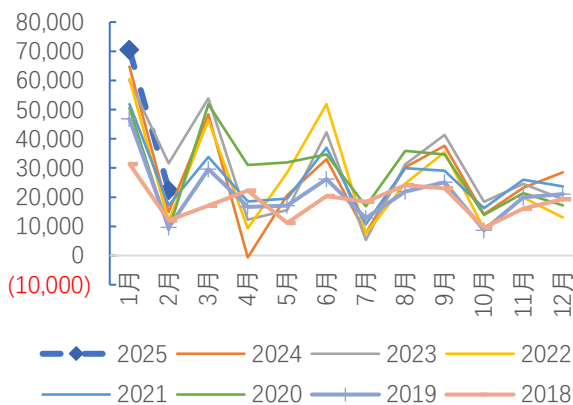
之前我们说过一月社融超预期可能是政策推动的结果，2月不一定如意。从结果来看，这一判断没有问题，我们看到2月社融尽管总数上高于前5年均值，但其支撑主要来自于政府债券，假如政府债券发行额与1月持平，那么社融总数低于5年历史水平约4000亿元。债券市场利率上升后，企业债券融资减少。信贷方面，整体不佳，特别是中长期贷款。居民贷款为负，企业贷款偏低，票据融资较高，内生性需求疲弱。

表 1：2月社融信贷及分项

指标 (亿元)	2025-02	占比 (%)	2025-01	占比 (%)	环比变化	去年同期	占比 (%)	同比变化	前5年均值	占比 (%)	绝对值变化
新增社融	22,333.00		70,567.00		(48234.00)	14,959.00		7374.00	16,943.80		5389.20
人民币贷款	6,506.00	29.13	52,194.00	73.96	(45688.00)	9,773.00	65.33	(3267.00)	11,531.20	68.06	(5025.20)
外币贷款	-280.00	(1.25)	-392.00	(0.56)	112.00	-9.00	(0.06)	(271.00)	299.40	1.77	(579.40)
委托贷款	8.00	0.04	449.00	0.64	(441.00)	-172.00	(1.15)	180.00	-155.80	(0.92)	163.80
信托贷款	-330.00	(1.48)	623.00	0.88	(953.00)	571.00	3.82	(901.00)	-318.00	(1.88)	(12.00)
未贴现银行承兑汇票	-2,985.00	(13.37)	4,653.00	6.59	(7638.00)	-3,686.00	(24.64)	701.00	-2,261.00	(13.34)	(724.00)
企业债券融资	1,702.00	7.62	4,454.00	6.31	(2752.00)	1,423.00	9.51	279.00	2,789.00	16.46	(1087.00)
非金融企业境内股票融资	76.00	0.34	473.00	0.67	(397.00)	114.00	0.76	(38.00)	482.40	2.85	(406.40)
政府债券	16,967.00	75.97	6,933.00	9.82	10034.00	6,011.00	40.18	10956.00	3,942.40	23.27	13024.60
新增人民币贷款	10,100.00		51,300.00		(41200.00)	14,500.00		(4400.00)	13511.4		(3411.40)
短期贷款及票据融资	2,252.00	22.30	11,754.00	22.91	(9502.00)	-2,335.00	(16.10)	4587.00	1,712.20	12.67	539.80
中长期贷款	4,250.00	42.08	39,535.00	77.07	(35285.00)	11,862.00	81.81	(7612.00)	9,611.80	71.14	(5361.80)
居民贷款	-3,891.00	(38.52)	4,438.00	8.65	(8329.00)	-5,907.00	(40.74)	2016.00	-1,981.40	(14.66)	(1909.60)
短期	-2,741.00	(27.14)	-497.00	(0.97)	(2244.00)	-4,868.00	(33.57)	2127.00	-2,751.20	(20.36)	10.20
中长期	-1,150.00	(11.39)	4,935.00	9.62	(6085.00)	-1,038.00	(7.16)	(112.00)	770.00	5.70	(1920.00)
非金融性公司及其他部门	10,400.00	102.97	47,800.00	93.18	(37400.00)	15,700.00	108.28	(5300.00)	13,500.00	99.92	(3100.00)
短期	3,300.00	32.67	17,400.00	33.92	(14100.00)	5,300.00	36.55	(2000.00)	4,848.40	35.88	(1548.40)
中长期	5,400.00	53.47	34,600.00	67.45	(29200.00)	12,900.00	88.97	(7500.00)	8,841.80	65.44	(3441.80)
票据融资	1,693.00	16.76	-5,149.00	(10.04)	6842.00	-2,767.00	(19.08)	4460.00	-385.00	(2.85)	2078.00
非银行业金融机构	2,844.00	28.16	-2,008.00	(3.91)	4852.00	4,045.00	27.90	(1201.00)	1,594.80	11.80	1249.20

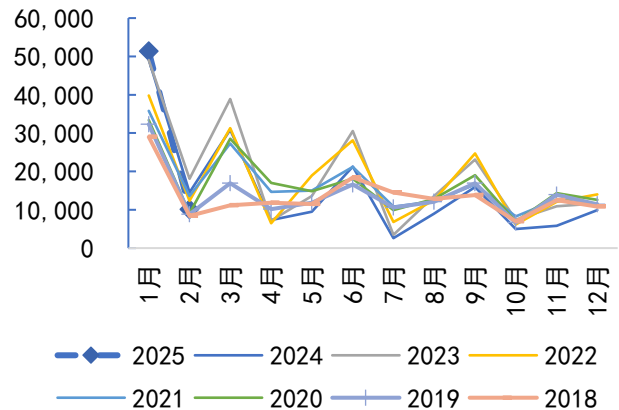
资料来源：政府工作报告 信达期货研究所

图 1：社融季节性 (亿元)



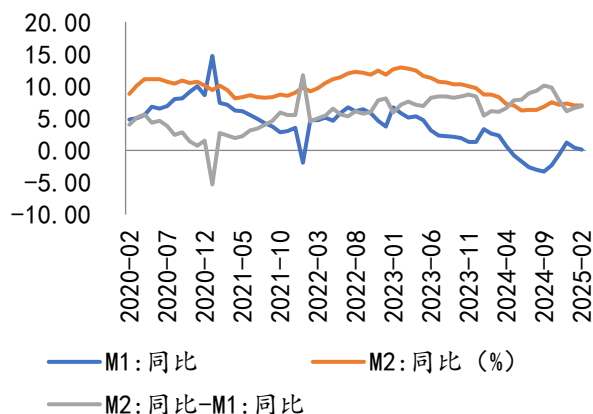
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 2：人民币贷款季节性 (亿元)

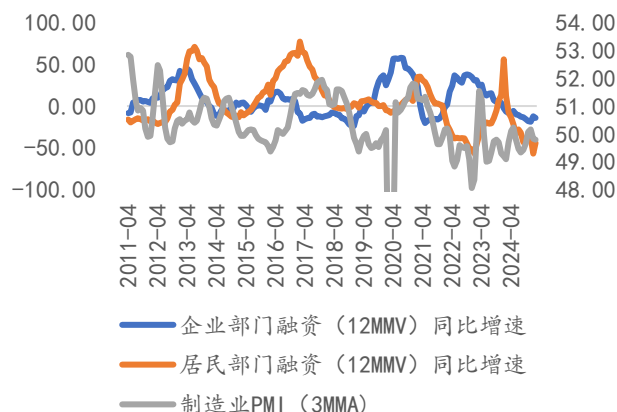


资料来源：Wind 信达期货研究所

M1 同比增速再次转弱，仅为 0.1%。企业部门和居民部门融资同比增速均保持在历史低位。根据历史规律，只有企业部门和居民部门融资增速均保持上升后，制造业 PMI 才会呈现稳定回升趋势。照目前的形势看，离经济回升还比较远。

图 3: M1 同比转弱 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 4: 企业部门和居民部门融资增速仍在底部徘徊 (%)


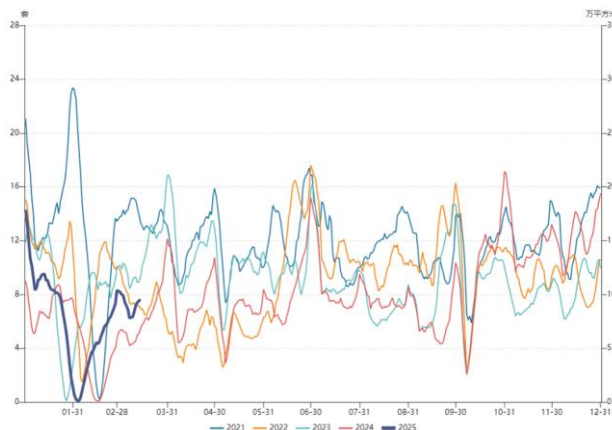
资料来源: Wind 信达期货研究所

二、房地产政策效果跟踪——观察一线城市良好状态能否持续

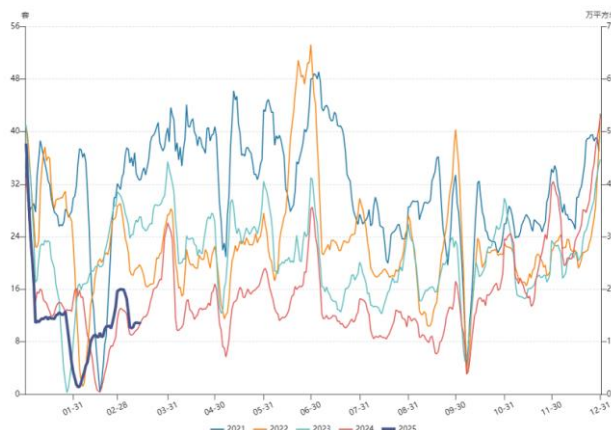
高频数据方面,我们继续重点观察房地产。本周,一线和二、三线城市新房销售量继续分化,二三线城市继续沿着 2024 年路线运行,一线城市销量则仍远高于 2024 年同期水平。

二手房方面,截至 3 月 3 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没有能够稳住,继续下行。

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 5: 一线城市成交面积季节性回落 (7DMA)


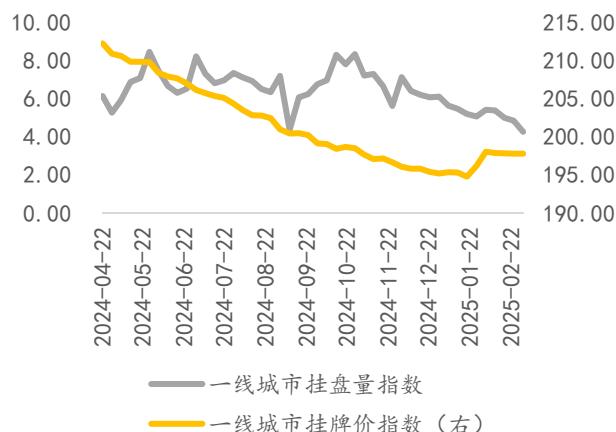
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 6: 二线城市成交面积略高于 2024 年 (7DMA)


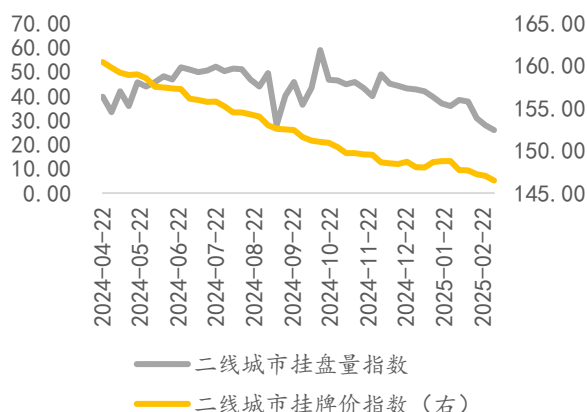
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 7：三线城市成交面积略高于 2024 年（7DMA）

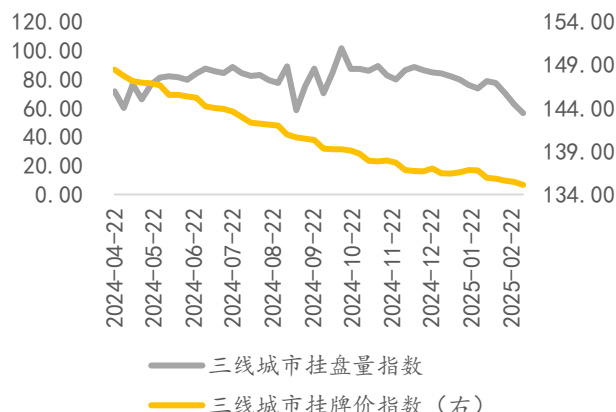

资料来源：Wind 信达期货研究所

图 8：一线城市挂牌价持稳


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 9：二线城市挂牌价降，挂盘量降


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 10：三线城市挂牌价降，挂盘量降


资料来源：Wind 信达期货研究所

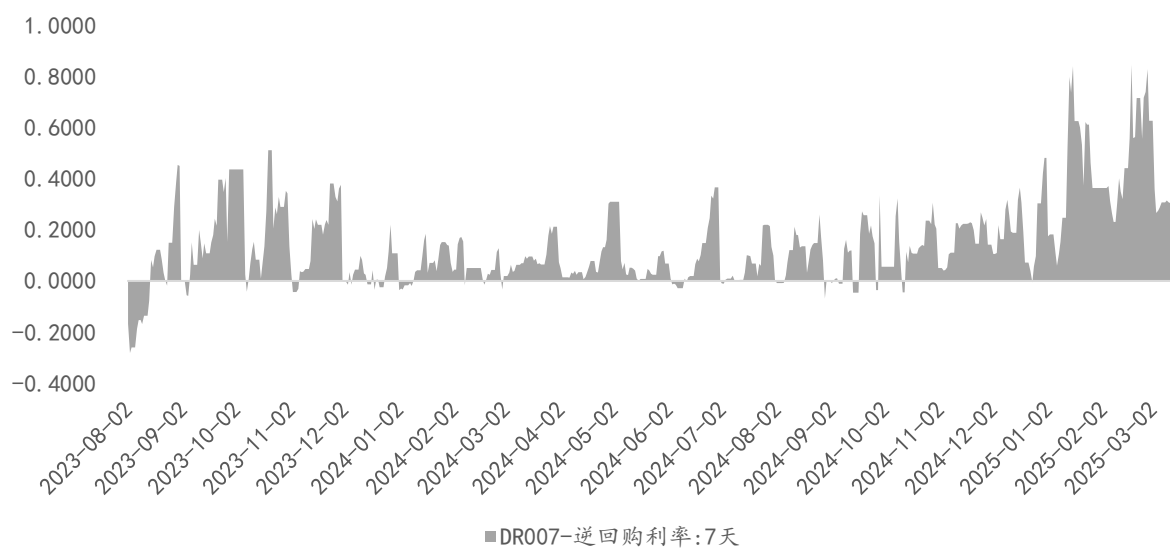
三、国债：等风来，短期占优

本周债市延续调整格局，但与上周不同的是短端调整幅度不大，整体曲线呈现熊陡态势。目前央行态度有所软化，资金面基本稳定在 1.8% 左右，对于部分长久期资产而言，叠加长端持续调整后，负 carry 现象有所缓解。但受股市情绪较好影响，长端利率仍有较大幅度调整。加之理财负反馈仍需观察，长端利率可能继续上升。

假如短端能稳定下来，或者逐渐回升，那么长端也有可能企稳回升，现阶段我们还是先看短端的机会。当前银行资金面有所改善，短端企稳甚至回升的概率正在上升。

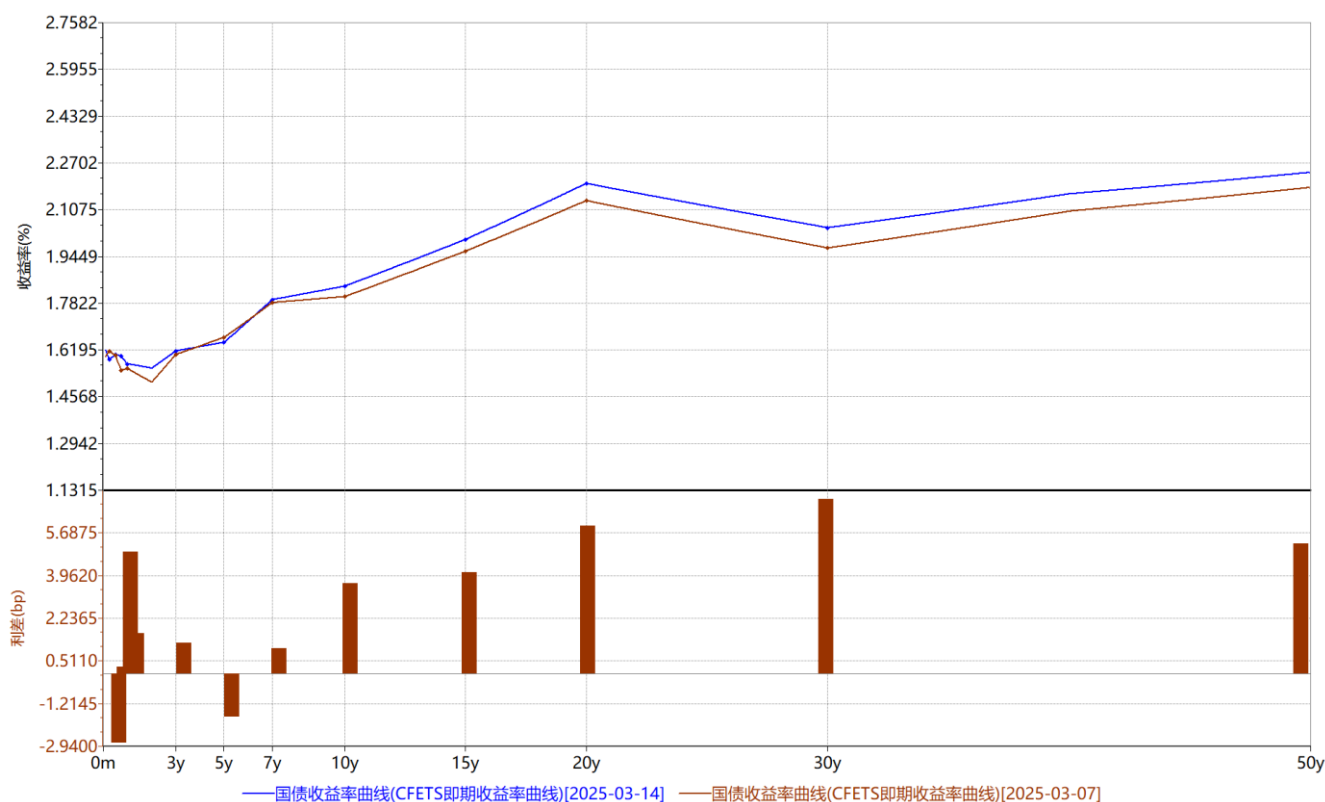
长端仍需等风来，周五的社融数据也显示经济基本面依然疲弱，离真正的企稳回升仍较远，因此牛还在，但要等。

图 11: 资金面紧张程度有所缓和



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 12: 长端利率上行更多



资料来源: Wind 信达期货研究所

四、美国 CPI 走弱，但通胀预期不减

2 月美国 CPI 超预期走弱，总体和核心 CPI 均低于预期。细分来看，导致 2 月 CPI 走弱的主要是能源和核心服务。核心服务中，房租项的去通胀进程仍在持续，运输服务也提供了不

少助力。

表 2：美国 2 月 CPI 及分项

单位：%	相对权重	环比增速				2025年2月
	2025年1月	2025年2月	2025年1月	上月环比变化	本月环比变化	
CPI	100.000	0.2	0.5	0.1	-0.3	2.8
食品	13.681	0.2	0.4	0.1	-0.2	2.6
家庭食品	8.057	0.0	0.5	0.2	-0.5	1.8
肉禽鱼蛋	1.637	1.6	1.9	1.5	-0.3	7.3
水果蔬菜	1.336	-0.5	-0.5	-0.6	0.0	-0.3
非家庭食品	5.625	0.4	0.2	-0.1	0.2	3.7
能源	6.292	0.2	1.1	-1.8	-0.9	-0.3
能源商品	3.163	-0.9	1.9	-2.0	-2.8	-3.2
能源服务	3.129	1.4	0.3	-0.5	1.1	3.2
核心CPI（除食品和能源外）	80.027	0.2	0.4	0.2	-0.2	3.1
商品（除食品和能源外）	19.372	0.2	0.3	0.3	-0.1	0.0
服装	2.485	0.6	-1.4	-1.5	2.0	0.5
新车	4.376	-0.1	0.0	-0.4	-0.1	-0.3
二手车	2.388	0.9	2.2	1.4	-1.3	0.8
医疗保健商品	1.535	0.1	1.2	1.2	-1.1	2.3
酒精饮料	0.832	0.5	0.3	0.6	0.2	1.7
烟草	0.481	0.6	0.4	0.4	0.2	6.6
服务（除食品和能源外）	60.654	0.3	0.5	0.2	-0.2	4.1
住房	35.417	0.2	0.4	0.1	-0.2	4.3
主要住所租金	7.473	0.3	0.3	0.0	0.0	4.1
业主房等价租金	26.198	0.3	0.3	0.0	0.0	4.4
医疗服务	6.724	0.4	0.1	0.0	0.3	2.6
运输服务	6.355	-0.8	1.8	1.3	-2.6	6.1

资料来源：Wind 信达期货研究所

商品项并没有明显反应，说明尽管部分关税已经加征，但 CPI 上还未有反应。从 PPI 数据来看，未来 PCE 未必可以如 CPI 那般顺利下行，很可能保持韧性。

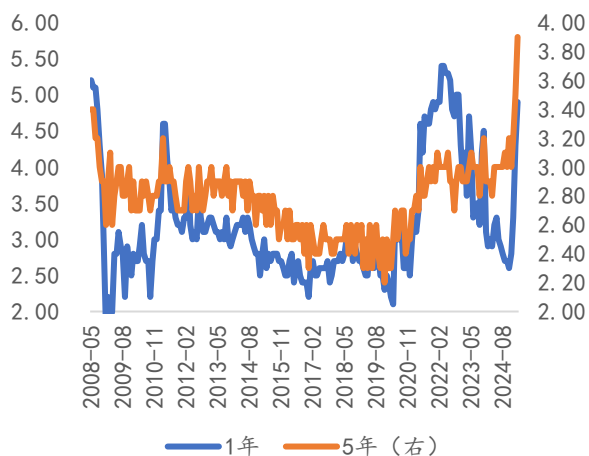
表 3：美国 2 月 PPI 中涉及 PCE 部分同比涨幅较大

	Feb.	Jan.	Dec.	Nov.	Oct.	Feb.
	2025	2025	2024	2024	2024	2025
	MoM%					YoY%
PPI total final demand	0.0%	0.6%	0.5%	0.1%	0.3%	3.2%
PPI Components for Personal Consumption Expenditure						
Airline passenger services	0.0%	0.1%	5.0%	-0.5%	1.9%	2.4%
Portfolio management	0.5%	0.5%	1.8%	-0.7%	2.8%	13.4%
Physician care	0.1%	-0.4%	0.2%	0.1%	0.5%	1.8%
Home health, hospice care	0.3%	-0.2%	0.2%	-0.2%	0.6%	4.2%
Hospital outpatient care	0.3%	-0.7%	0.6%	0.3%	0.4%	2.5%
Hospital inpatient care	1.0%	-0.5%	0.0%	0.2%	-0.1%	2.6%
Nursing home care	0.1%	0.4%	0.9%	0.1%	0.6%	2.7%

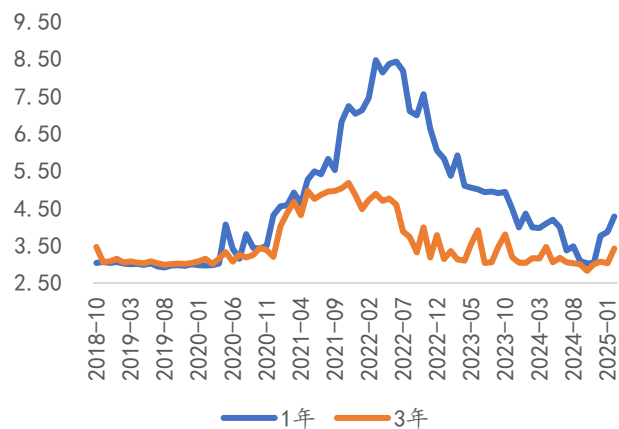
资料来源：Bloomberg 信达期货研究所

2018 年贸易战中，美元大幅升值，较大程度抵消了关税加征带来的通胀压力。如今美元指数整体仍在下行趋势中，特朗普又不断地以关税为筹码，若关税不断地往上叠加，未来通胀风险确实在上升。

当前短期通胀预期已经上升，长期通胀预期还有分歧。假如长期通胀预期也大幅上升，势必影响到鲍威尔降息节奏。但假如仅短期通胀预期上升，可能美联储还需边走边看。

图 13: 密歇根大学长短期通胀预期均大幅上行 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 14: 纽约联储调查显示仅短期通胀预期较为明显 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

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

