

季节性因素致通胀走弱，强力稳增长政策稳定预期

2025 年 3 月 3 日-2025 年 3 月 9 日周报

◆ 两会明确今年强力稳增长政策组合

2025 年 3 月 5 日，李强总理代表政府向全国人大做了政府工作报告，在涉及宏观政策方面，进一步明确了今年“宽财政+宽货币”的宏观政策组合。

2025 年 GDP 增长目标设为 5% 左右，与 2024 年目标相同，符合市场预期。这一经济增速目标高低适中，兼顾短期经济向稳和长期经济转型，在务实的同时也兼具一定挑战性，体现了“稳中求进”的政策基调。

今年赤字率（赤字规模/名义 GDP）拟按 4% 左右安排，创两会目标的历史新高，符合去年 12 月中央经济工作会议上提出的“实施更加积极的财政政策”的指引方向，也充分体现了刺激政策的“超常规”。今年赤字规模 5.66 万亿元，比上年年初预算增加 1.6 万亿元，与去年的增加 1800 亿元相比增幅明显加大。赤字规模和赤字率隐含政府预估今年名义 GDP 规模为 141.5 万亿元，对应名义 GDP 增速为 4.9%，考虑实际目标增速 5% 左右，相应的综合通胀水平约为 -0.1%。今年一般公共预算支出规模 29.7 万亿元，比上年增加 1.2 万亿元，较去年实际支出同比增速为 4.4%，高于去年实际支出增速的 3.7%，表明今年一般公共预算口径下的财政支出和赤字力度较去年加大。

今年拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元、比去年增加 3000 亿元。拟发行特别国债 5000 亿元，支持国有大型商业银行补充资本。拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元、比上年增加 5000 亿元。今年特别国债和地方专项债合计达 6.2 万亿元，明显高于去年合计值的 4.9 万亿元。考虑到去年 11 月 8 月财政部提出的“6+4+2”化债方案发力，预计化债压力大为减轻的地方政府将在“轻装上阵”的利好下增加有效财政支出强度，今年广义财政口径下的支出效率也将提升，财政政策对内需的支撑值得期待。

货币政策方面，政府工作报告提出的“实施适度宽松的货币政策”、“社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配”等关键表述与去年底的中央经济工作会议基本一致。

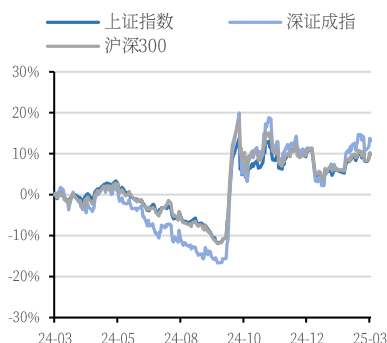
本次政府工作报告提出的实施“适度宽松”的货币政策，是对去年中央经济工作会议对货币政策最新定调的再次明确。去年年末以来，市场对货币政策转向宽松反应明显，十年期国债收益率自去年 11 月底的 2.02% 一路震荡下行至当前的 1.71%。在市场提前计价央行货币政策更加宽松的同时，自去年 10 月至今，央行操作保持了克制，MLF 利率（2%）、逆回购利率（7 天 1.5%，14 天 1.65%）均保持不变，存款准备金率也未有降低。此次政府工作报告再次明确了“适度宽松”的货币政策，提出“适时降准降息”，意味着年内存款准备金率和政策利率仍有进一步调降的空间。

在降准降息的节奏方面，一方面，美联储进一步降息前后（目前 CME 数据显示，

主要数据

上证指数	3372.5458
沪深 300	3944.0143
深证成指	10843.7328

主要指数走势图



作者

符畅	分析师
SAC 执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyyjs@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	

相关研究报告

财政货币双宽松，市场有望延续震荡上行 — 2025-03-07
金融市场分析周报 — 2025-03-05
2025 年 2 月官方 PMI 数据总体表现中性 — 2025-03-03

市场主流预期美联储6月会议将再次降息) 将是我国货币政策空间进一步打开的重要时间节点; 另一方面, 基于“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚, 与各种不确定性抢时间, 看准了就一次性给足, 提高政策实效”的表述, 不排除在“以我为主”的政策基调下, 货币政策提前发力的可能, 3月和4月或是重要观察窗口。

◆ 2025年2月CPI同比受春节错位因素影响转负

2025年2月CPI环比为-0.2%, 核心CPI环比为-0.2%。春节错位因素对2月CPI影响较大, 与历史可比年份对比显示, 今年2月CPI环比走势相对正常: 近10年中, 与今年春节日期相近(春节日期为今年日期前后3日)的年份主要是2017年和2022年, 进一步排除疫情期间政策波动的影响, 2017年为与今年最可比的年份。考虑到2017年2月核心CPI环比为-0.1%, 与今年2月的-0.2%相差不大, 同时2017年2月CPI食品项也出现和今年2月一样的环比下滑(今年2月CPI食品项环比-0.5%, 2017年2月为-0.6%), 使得2017年2月CPI环比为-0.17%, 同样接近今年-0.2%的CPI环比值。

2025年2月CPI同比-0.7%, 自2024年1月以来同比再次转负, 核心CPI同比-0.1%, 自2021年1月以来首次同比为负。分CPI构成项来看, 食品烟酒、交通通信、教育文化和娱乐三项CPI分项同比的明显下行是当月CPI下行的主因。2月核心CPI受春节错位因素影响较大。统计局表示, 去年2月份受春节因素影响, 食品和服务价格上涨较多, 抬高了今年2月份的对比基数, 据统计局测算, 扣除春节错月影响后, 今年2月份CPI同比上涨+0.1%, 同比涨幅虽然较上月的+0.5%有所回落, 但仍然处在温和上行中。

总体来看, 2月CPI同比受春节错位因素影响, 参考价值下降, 扣除春节因素影响, 2月CPI同比仍然维持温和上行, 或仅意味着2月消费恢复势能仍需进一步上行, 并不意味着消费出现明显走弱。

预计2025年全年CPI同比仍然具有较强的向上势能, 主要依据为: 1, 在强力稳增长政策加持下, 2025年内需有望加速修复。2, 政府工作报告再次明确“适度宽松”的货币政策, 有利于CPI上行。3, 政府工作报告中, “大力提振消费、提高投资效益, 全方位扩大国内需求”已在今年政府十大任务中位列第一位, 一系列增量促销费政策配合今年明显提高的宽财政程度, 居民消费修复速度有望加快, 刺激CPI进一步上行。预计今年CPI同比的节奏是“高-低-高的走势”, 4月之后CPI同比将持续上行, 年末CPI同比有望升至+1.2%左右, CPI年涨幅+0.6%。

2025年2月PPI环比-0.1%, 较1月+0.1PCTS, PPIRM环比-0.2%, 与1月相同。2025年2月PPI同比-2.2%, 基本符合市场预期, 较1月+0.1PCTS, PPIRM同比-2.3%, 与1月相同。

分行业看, 2月PPI同比继续为负主要受到煤炭、黑色、原油、非金属矿物等产业链拖累, 其中: 煤炭开采洗选业同比-12.5%, 主因煤炭生产整体稳定, 电厂、港口存煤充足; 黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业同比分别为-13.2%、-10.6%和-3.5%, 主因受假日及低温天气等因素影响, 建筑项目停工较多, 建材等需求偏弱; 石油和天然气开采业和石油、煤炭及其他燃料加工业同比分别为-3.3%和-5.5%, 主因国际油价波动传导带动国内石油相关行业价格下行。

2025年, 国际定价商品如原油等上涨趋势并不强, 我国PPI同比因输入性通胀而

上行的概率不大，同时，中美贸易关系走势的不确定性也在一定程度上抑制出口产业链价格上行，但一方面去年 PPI 基数较低，另一方面今年的宏观政策组合是国内财政和货币政策双宽松，对内需的较大程度刺激有望支撑我国工业产品价格回升。总体来看，预计年内 PPI 同比降幅持续缩窄，四季度有望回正，全年 PPI 同比-1.2%。

◆ 2025 年前 2 月出口受到贸易政策的冲击并不明显

2025 年前 2 月出口金额（以美元计）同比+2.3%，较去年全年增速下降 3.6 个百分点，进口金额（以美元计）同比-8.4%，较去年全年增速下降 9.5 个百分点。虽然前 2 月出口增速同比较去年全年下行，但从环比角度，今年前 2 月出口金额较去年四季度出口金额减少 43.6%，与过去十年 1-2 月出口值较前一年四季度出口值减少比例均值的 45.6% 较为接近，显示从季节性角度来看，今年前 2 月出口金额并未出现明显超季节性下滑。

从出口目的地角度，前 2 月对美国 and 东盟出口同比分别为+2.30%和+5.7%，分别与出口总体增速相同和高于出口总体增速，而对东盟出口金额同比为+0.6%，以地区论对总体出口增速拖累最大，结合 2 月特朗普政府关税政策中，对中国的影响理论上仅有 2 月 4 日生效的 10% 关税，总体而言中美贸易争端的影响在前 2 月出口中体现的相对不明显。

从出口产品角度，1-2 月大多数产品出口增速均较去年全年增速下行，但去除纺织、服装、鞋靴、箱包、家具和玩具等相对低技术含量的产品后，中国出口的核心产品中，机电产品同比增速-3.7%，下滑幅度并不大，同时高新技术产品同比增速录得+0.2%，仍然录得正值，显示出一定韧性。

分量价看，已公布的出口量价数据中，1-2 月实现量价双增的仅有液晶显示板，而家用电器、集成电路、汽车和汽车底盘等相对高技术的产品则为量增价减，一定程度显示出面对外贸的不确定性，相关厂家“以量换价”的趋势。

总体来看，虽然前 2 月出口同比增速较去年全年增速下行，但从历年前 2 月出口金额与前一年四季度出口金额的环比变化、前 2 月对美国的出口增速与总体增速的关系看，美国对华加关税对我国出口的影响尚未充分体现。展望后续，除 2 月 4 日已经生效的美国对华加征 10% 关税外，我国还需要面临 3 月 4 日生效的对华再加 10% 关税和 3 月 12 日生效的美国对所有国家输美钢铝加征 25% 的关税的贸易政策变动，对美出口面临持续承压的局面，我国外贸面临的考验仍然较大，这也是政府工作报告中指出“外部环境更趋复杂严峻，可能对我国贸易、科技等领域造成更大冲击”的原因之一。

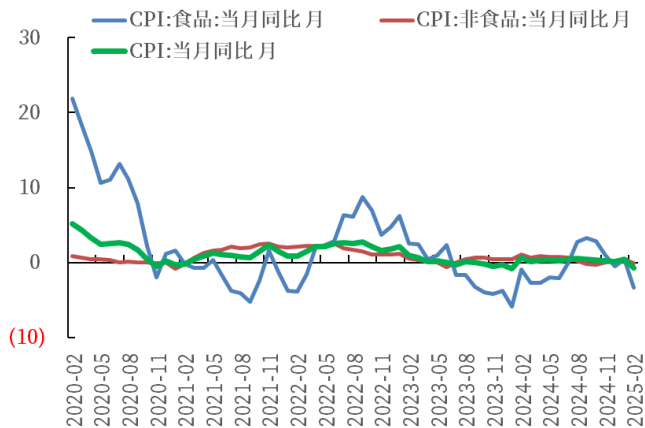
◆ REITs 市场行情和流动性跟踪

市场表现方面，连续上涨行情在前一周中止后，近一周 REITs 市场迎来有限反弹。截止 3 月 9 日，中证 REITs 指数+1.14%，中证 REITs 全收益+1.19%，表现差于上证指数的 1.56%，但优于南华商品指数的-1.55%以及债券市场-0.42%。

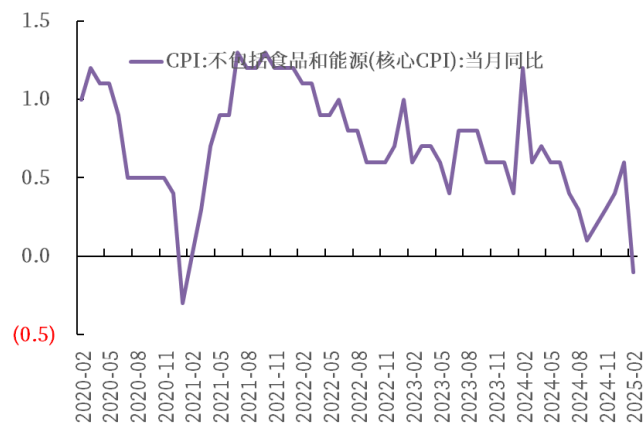
以各类底层资产划分板块，近一周 8 个板块平均涨跌幅中有 3 个为负，5 个为正。其中能源基础设施板块周度平均涨幅 2.67% 居首；消费基础设施板块平均跌幅 1.69%，跌幅最大。单只产品来看，参与统计的 58 只产品中，有 42 支上涨，16 支下跌，其中涨幅最大的是工银蒙能清洁能源 REIT (+6.67%)，跌幅最大的是嘉实物美消费 REIT (-5.40%)。

流动性方面，近一周市场流动性有所下降，周内市场日均成交额达 7.87 亿元，较上周下跌 7.50%；日均换手率录得 1.28%，较上周均值 1.50% 边际下行。以板块内各产品成交额、成交量和换手率的环比变化幅度均值作为各板块的流动性指标，本周八大板块中的七个流动性下降，保租房板块流动性上行。

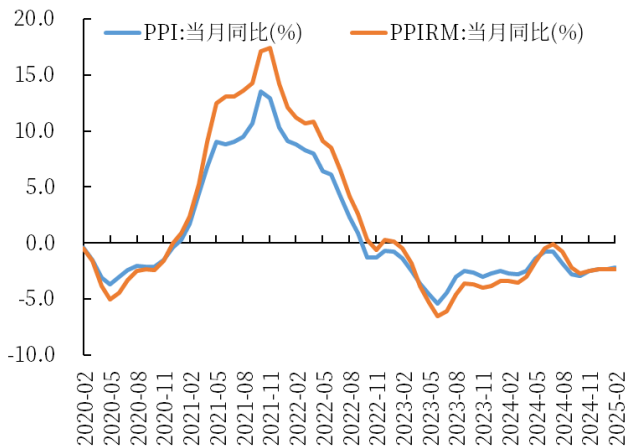
风险提示：调控政策超预期变化，行业波动加剧；资金入市进度不及预期

图1 CPI 同比及 CPI 食品项和非食品项走势 (%)


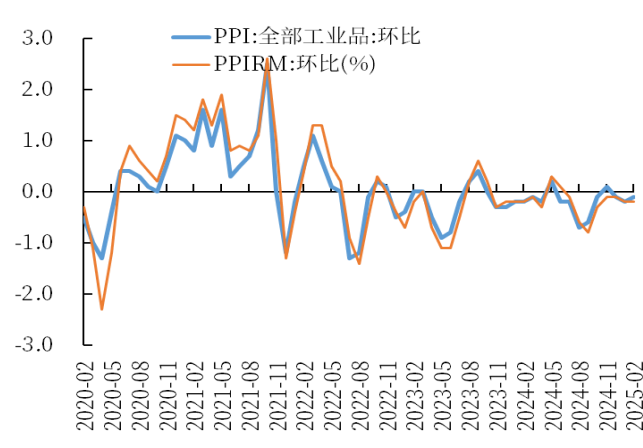
资料来源：wind，中航证券研究所

图2 核心 CPI 同比走势 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所

图3 PPI 和 PPIRM 同比走势 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所

图4 PPI 和 PPIRM 环比走势 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所

图5 CPI 分项目同比和环比情况 (%)

	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02
CPI: 当月同比	-0.70	0.50	0.10	0.20	0.30	0.40	0.60	0.50	0.20	0.30	0.30	0.10	0.70
CPI: 食品烟酒: 当月同比	-1.90	0.60	0.00	0.90	2.00	2.30	2.10	0.20	-1.10	-1.00	-1.40	-1.40	-0.10
CPI: 衣着: 当月同比	1.20	1.10	1.20	1.10	1.10	1.30	1.40	1.50	1.50	1.60	1.60	1.60	1.60
CPI: 居住: 当月同比	0.10	0.10	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.10	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
CPI: 生活用品及服务: 当月同比	-0.70	-1.10	-0.70	-0.30	0.10	0.10	0.20	0.70	0.90	0.80	1.40	1.00	0.50
CPI: 交通和通信: 当月同比	-2.50	-0.60	-2.20	-3.60	-4.80	-4.10	-2.70	-0.60	-0.30	-0.20	0.10	-1.30	-0.40
CPI: 教育文化和娱乐: 当月同比	-1.50	1.70	0.90	1.00	0.80	0.60	1.30	1.70	1.70	1.70	1.80	1.80	3.90
CPI: 医疗保健: 当月同比	0.20	0.70	0.90	1.10	1.10	1.20	1.30	1.40	1.50	1.50	1.60	1.50	1.50
CPI: 其他用品和服务: 当月同比	6.50	5.40	4.90	5.20	4.70	3.50	3.40	4.00	4.00	3.60	3.80	2.70	3.00
CPI: 环比	-0.20	0.70	0.00	-0.60	-0.30	0.00	0.40	0.50	-0.20	-0.10	0.10	-1.00	1.00
CPI: 食品烟酒: 环比	-0.20	0.50	0.20	-0.10	0.00	-0.10	-0.20	0.80	-0.10	-0.20	0.20	-0.60	0.50
CPI: 衣着: 环比	-0.10	-0.40	0.20	0.60	0.00	0.80	-0.20	-0.40	-0.20	0.40	-0.10	0.50	-0.20
CPI: 居住: 环比	0.10	0.00	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.10	0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.00
CPI: 生活用品及服务: 环比	0.20	0.40	0.40	-0.90	-0.20	-0.20	-0.70	0.40	-1.20	-1.10	-0.10	-0.30	0.00
CPI: 交通和通信: 环比	-0.20	0.00	0.00	0.10	-0.20	-0.10	-0.30	-0.60	-0.90	-0.60	-0.60	-0.70	0.10
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.90	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CPI: 医疗保健: 环比	-0.10	0.20	0.10	0.00	0.00	-0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.30	0.10	0.10
CPI: 其他用品和服务: 环比	1.10	0.80	-0.60	0.10	-0.10	0.00	0.90	-0.60	0.20	1.00	0.80	-0.30	1.10

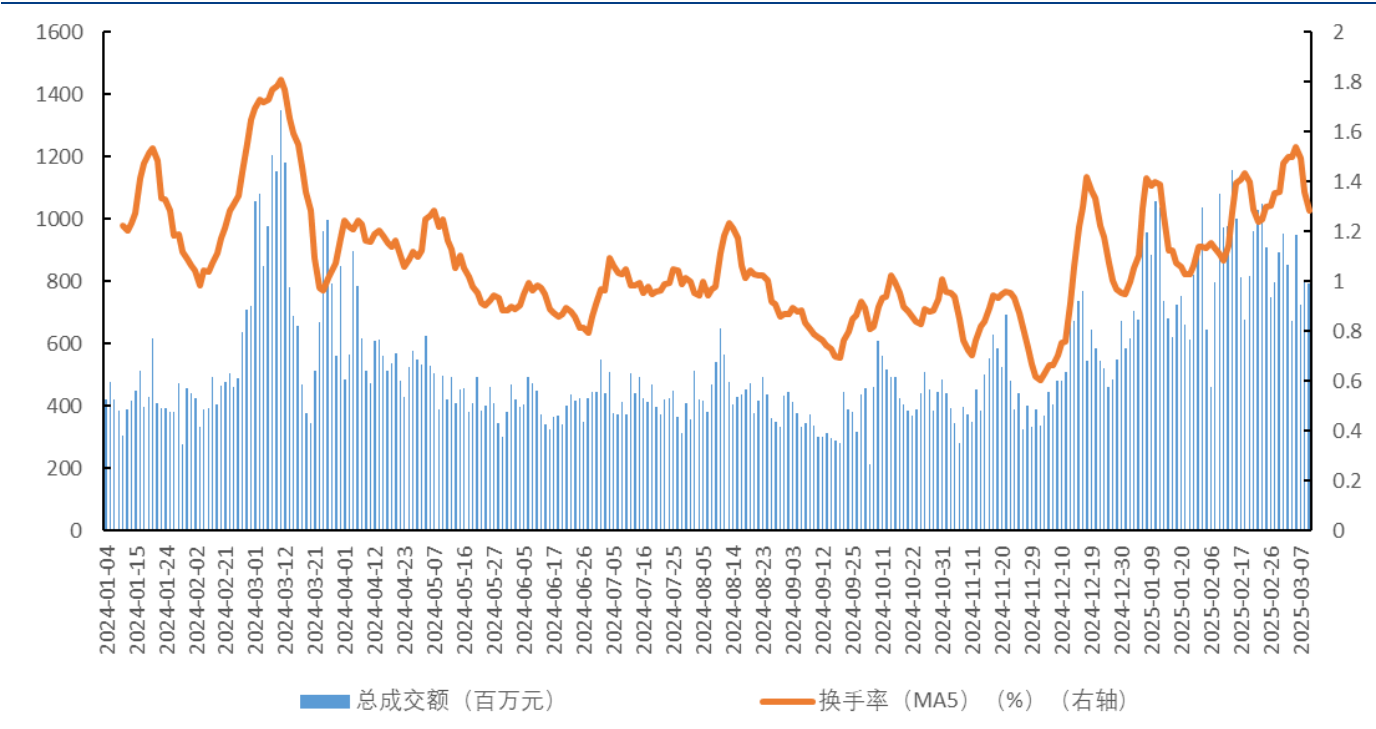
资料来源：wind，中航证券研究所

图 6 大类资产行情统计

资产种类	指数	近一周涨跌幅	60 日涨跌幅	250 日涨跌幅
REITs	中证 REITs(收盘)	1.14%	11.06%	7.80%
	中证 REITs 全收益	1.19%	12.41%	16.25%
股票	上证指数	1.56%	0.23%	12.24%
	深证成指	2.19%	2.26%	19.56%
	科创 50	2.67%	10.83%	44.89%
	创业板指	1.61%	-0.37%	25.43%
	中证全债	-0.42%	0.79%	6.25%
债券	中证国债	-0.44%	1.04%	7.01%
	中证公司债	0.04%	1.12%	4.91%
	中证转债	1.39%	6.59%	12.54%
	南华商品指数	-1.55%	-0.62%	-0.19%
商品	COMEX 黄金	2.43%	8.63%	33.50%
	ICE 布油	-3.24%	-4.18%	-19.38%

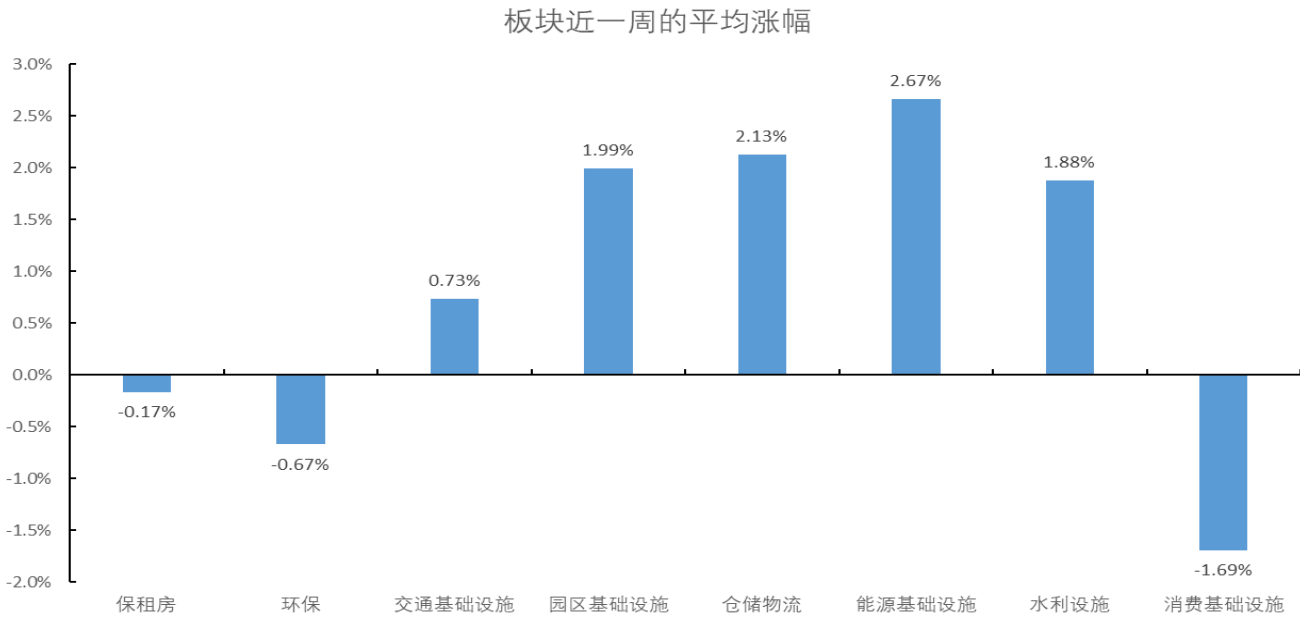
资料来源：wind，中航证券研究所

图 7 REITs 市场整体流动性趋势



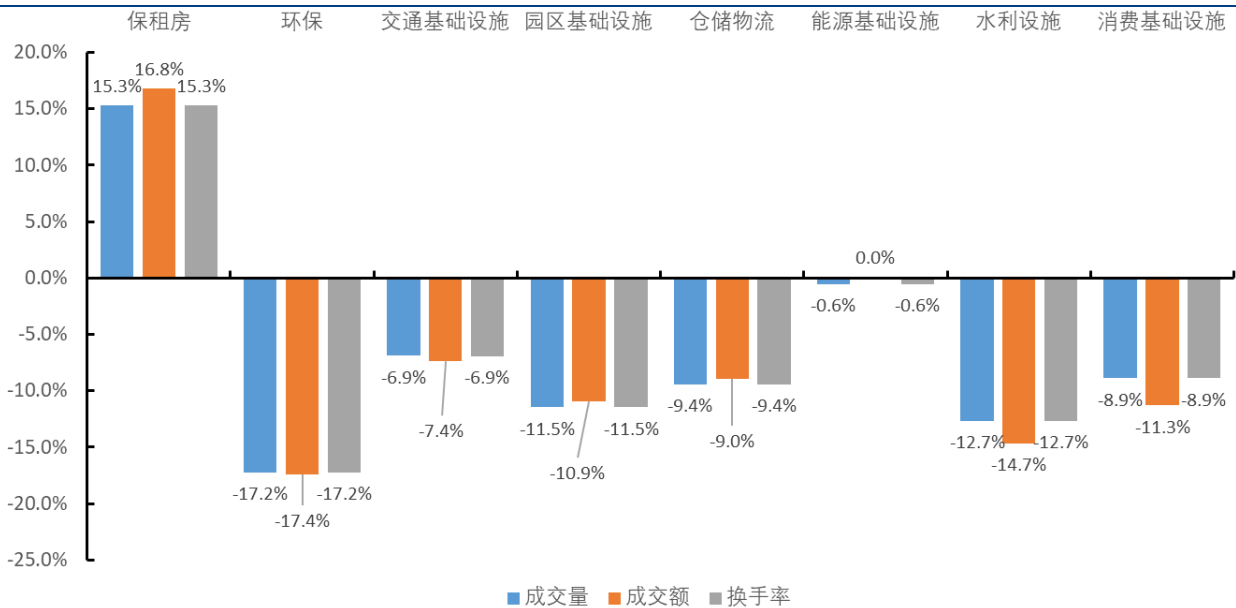
资料来源：wind，中航证券研究

图 8 各板块近一周的平均涨跌幅



资料来源：wind，中航证券研究所

图 9 各板块近一周周均流动性指标环比变化幅度(%)



资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

李裕淇, 18674857775, liyuuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传真：010-59562637