

经济修复步伐略有加快 宏观焦点转向政策

方正中期研究院 宏观金融与航运团队 李彦森 F3050205(从业) Z0013871(投资咨询)

2025年2月28日



CONTENT 目录

第一部分

经济基本面与宏观供需

第二部分

价格水平变动情况

第三部分

货币与财政政策

第四部分

汇率与商品市场波动

年初以来国内经济基本延续去年四季度的修复趋势，且春节假期后修复速度略有加快。其中消费增长略超预期，投资暂时变动不大，出口则维持一定韧性。当前公布的1、2月经济数据不多，我们本期更多从高频数据角度观察经济。

产出方面，春节前后受到假期影响，主要工业品生产以及建筑业生产放缓，但服务业产出增长明显。对于制造业，发电量、汽车轮胎开工等基本稳定。我们认为短期来看库存周期暂时处于加库存阶段，政策影响依然巨大，且外需带动也没有减弱。但今年仍面临库存周期回落的潜在影响，这也将是经济持续面临的内生风险。

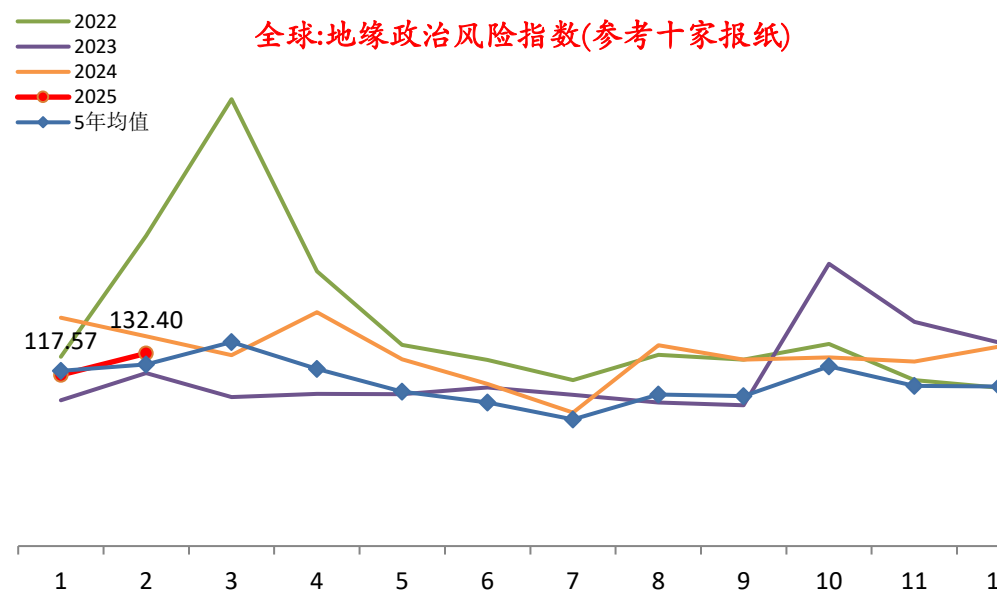
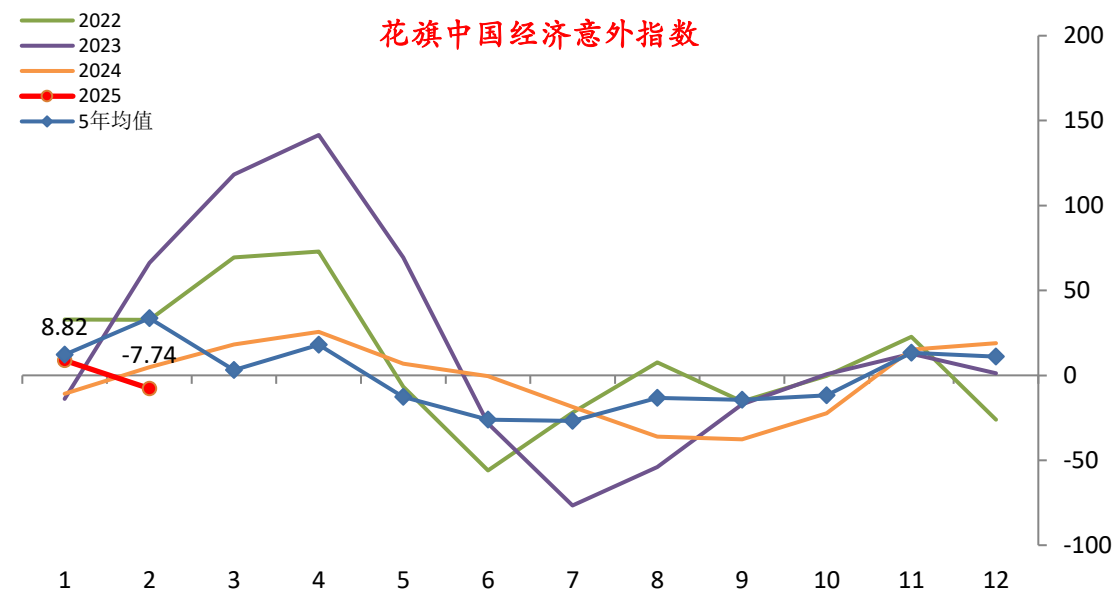
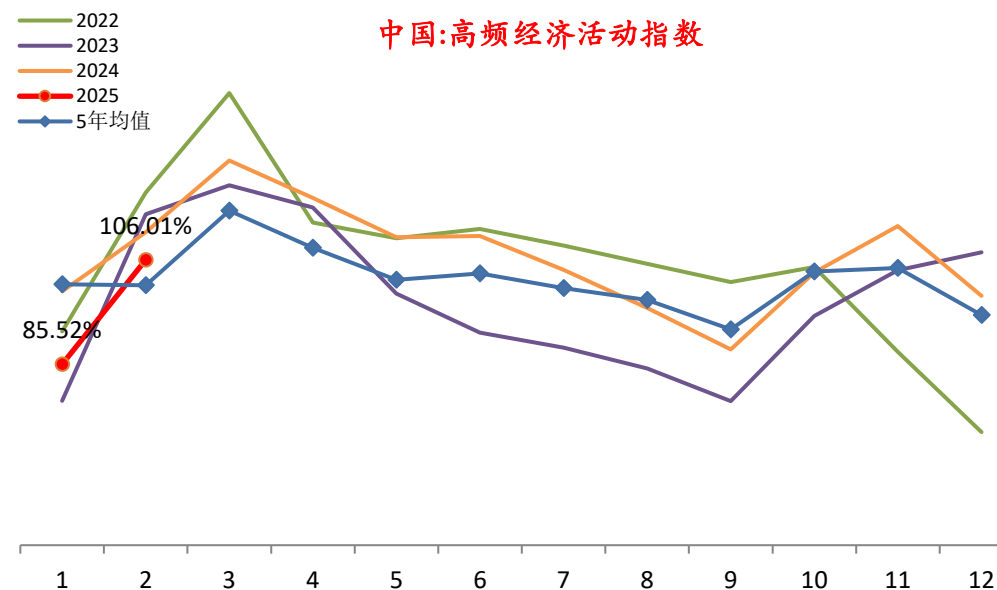
需求方面，外需有望维持韧性，从高频和领先数据看，半导体等高端制造业出口仍存在继续增长空间。终端需求方面，春节前后娱乐消费大放异彩，城市内部、城际之间交通保持较强活力，节前汽车、节后家电消费超过季节性增长，显示整体消费增速有望加快。但这一变动尤其是耐用消费品变动更多依赖于补贴政策，未来需关注收入恢复的节奏。地产方面，延续去年四季度开始的修复趋势，下游房屋销售受到春节影响走弱，但并未明显弱于季节性。且前期行业资金已经改善，并向上传导至土地购置，反映在土地溢价率回升，未来是否对上游开工、施工产生带动较为关键，3月和4月仍是重要的观察窗口期。

综合来看，经济延续修复趋势，且部分方面改善速度加快，尤其是春节后。今年来看，消费在刺激政策带动下的修复、基建投资维持稳定，决定经济仍将保持一定增长。而地产是否启动阶段性修复、外需是否维持韧性，则决定经济是否有向上超预期的空间。金融市场焦点已经转向3月初的两会，预计政策大方向仍是宽松，但需要注意经济好转后政策不急于加码而弱于市场预期风险。

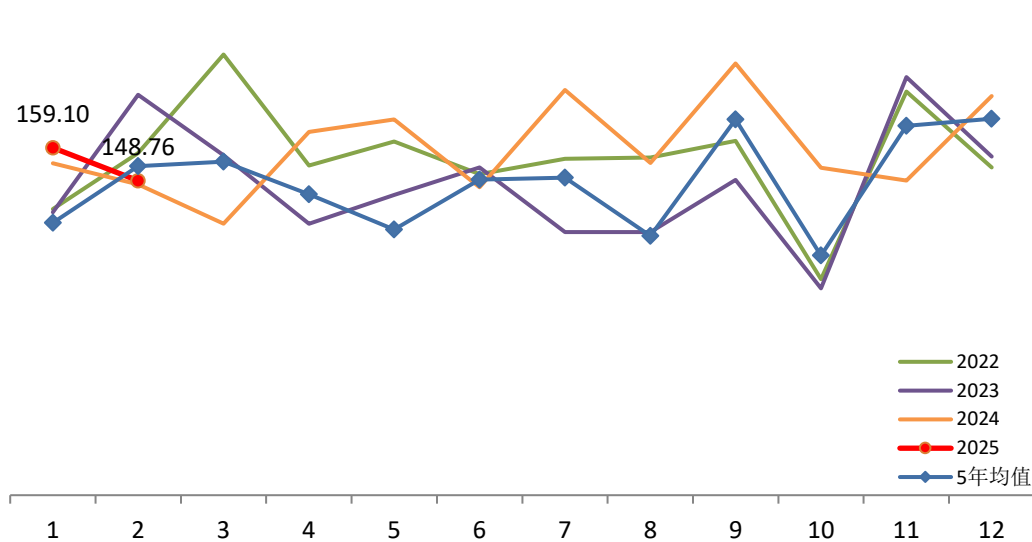
- 1月中国官方制造业PMI回落至荣枯线下，非制造业PMI也有走弱，二者共同拖累综合PMI下行。
- 制造业PMI分项显示，需求与供给同步走弱，但二者绝对差距下降，内需边际强于外需情况强化。短期PMI以及分项指标受到季节性因素扰动增加，但预计未来趋势仍偏向好。改善幅度继续关注节后政策落地以及新政策出台情况。
- 库存周期方面，产品净需求和原材料净需求短期均下降；产成品库存和原材料库存也双双下行；供给边际回落程度交需求更大；原材料价格和出厂价格则全面小幅反弹。结合其他指标来看，库存周期短期暂时处于加库存状态。
- 价格增速反弹但幅度有限，对名义产出支持的持续性不强。预计1月PPI和PPIRM环比将有所回升，新跌价风险暂时不大。
- 建筑业和服务业订单同样受到春节影响，尤其是建筑业短期大幅波动符合逻辑。往后看，“保交楼”因素对地产带来支持，增量财政政策落地并形成实物工作量对基建支持，均有利于建筑业持续改善。对于服务业，春节影响相对较小，但除交通、餐饮等其他服务业仍可能受到影响，预计2月上述情形将会缓和。
- 总体上看，1月官方PMI受到春节因素影响明显，除此之外需求尤其内需修复趋势仍不变，外需也暂时维持韧性，经济仍具有去年四季度以来的改善活力。从绝对水平看，供大于需未彻底扭转、价格仍限制名义产出、消费结构变动大于总量等问题仍值得关注。四季度强势政策目前仅剩的短板是地产未明显改善，需要继续关注。长期看外需则仍有风险。

制造业	PMI	生产	新订单	新出口订单	产成品库存	原材料价格	原材料库存	就业	供应商配送	在手订单	进口	采购量	出厂价格	经营预期
2025年1月	49.1	49.8	49.2	46.4	46.5	49.5	47.7	48.1	50.3	45.6	48.1	49.2	47.4	55.3
最近10年分位数水平	8%	10%	15%	13%	26%	24%	33%	33%	62%	58%	45%	21%	25%	47%
5年均值	50.1	51.4	50.6	48.1	47.9	56.0	48.5	48.0	48.9	45.6	47.9	50.7	50.6	56.6
5年历史波动率	0.8	1.3	1.4	1.6	1.4	6.6	1.1	0.6	1.4	1.3	1.4	1.1	4.0	1.7
上月数值	50.1	52.1	51.0	48.3	47.9	48.2	48.3	48.1	50.9	45.9	49.3	51.5	46.7	53.3
本月与上月差值	-1.0	-2.3	-1.8	-1.9	-1.4	1.3	-0.6	0.0	-0.6	-0.3	-1.2	-2.3	0.7	2.0
5年环比平均	0.5	0.6	1.2	0.2	1.0	1.8	0.5	0.3	1.0	0.6	0.2	1.0	0.6	0.2
5年环比历史波动率	1.5	2.8	3.3	1.5	1.3	3.9	1.1	1.6	3.7	0.7	1.1	3.7	0.7	1.1

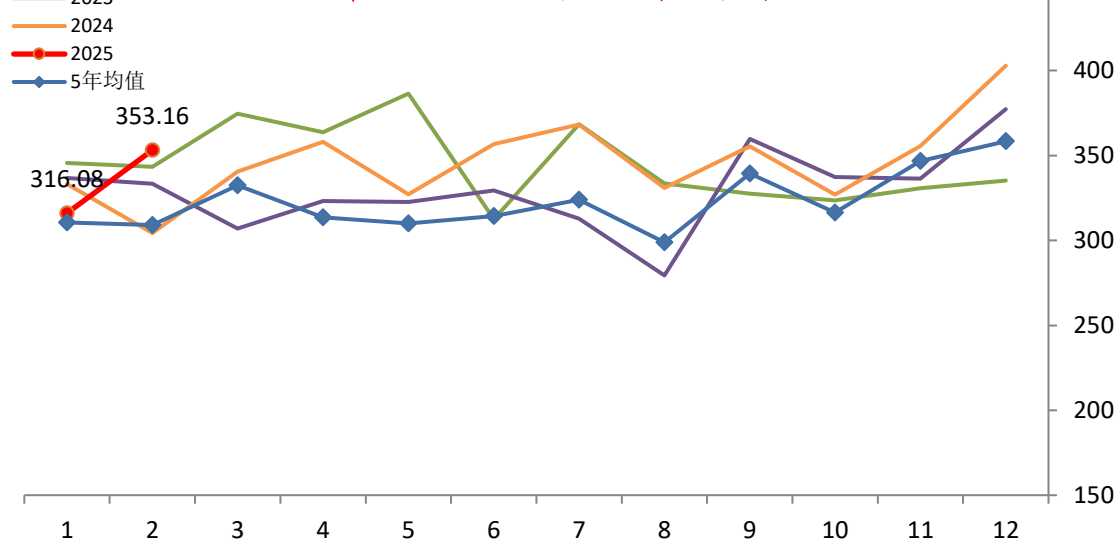
• 数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理



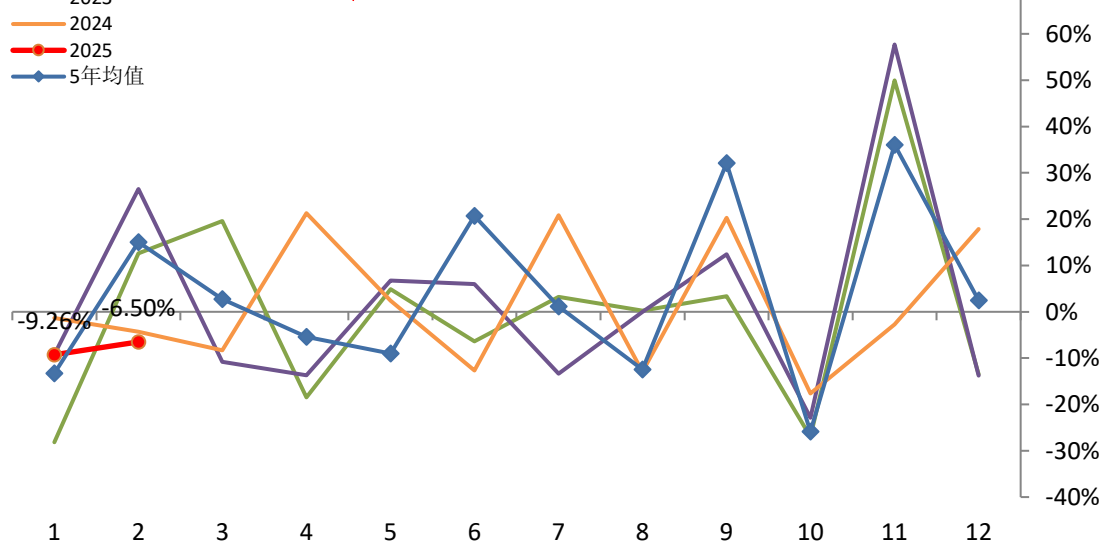
韩国:出口金额:前10日 (亿美元)



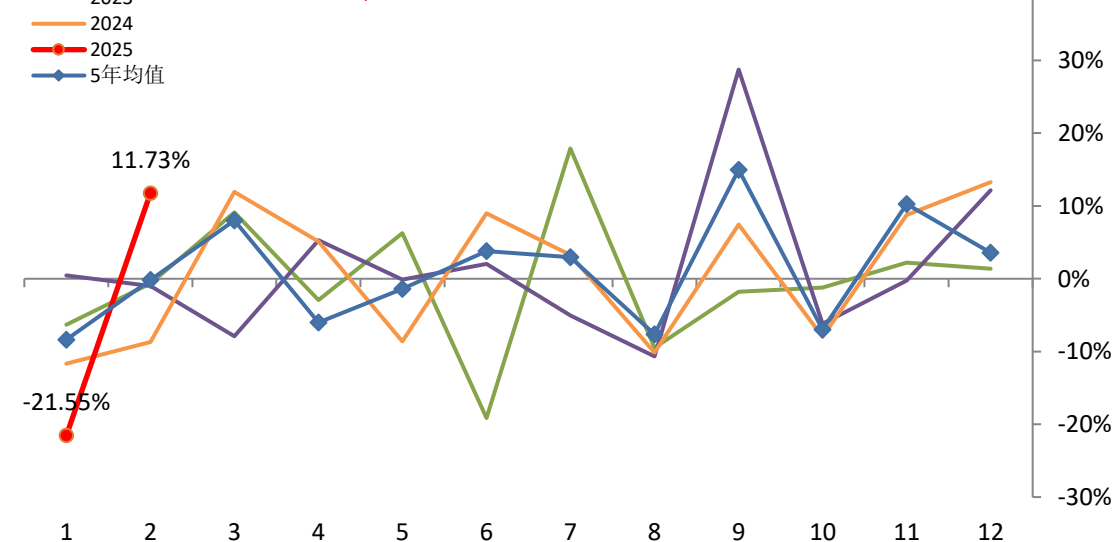
韩国:出口金额:前20日 (亿美元)



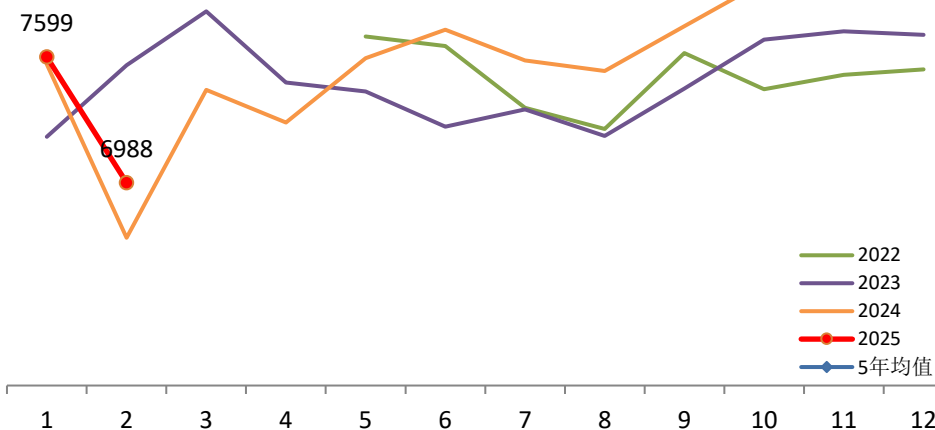
韩国:出口金额:前10日M/M



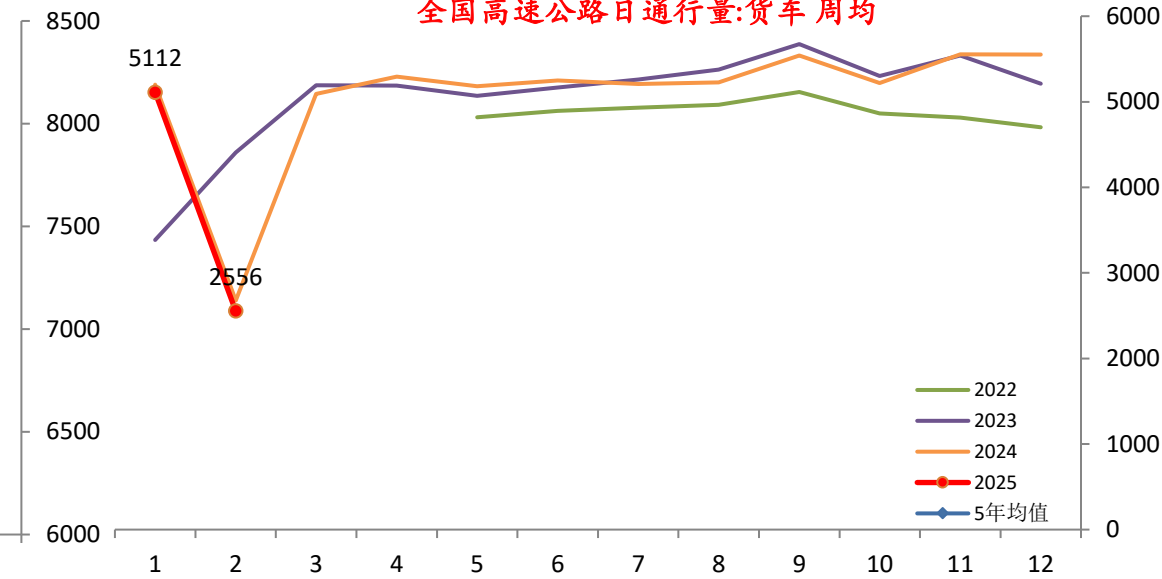
韩国:出口金额:前20日M/M



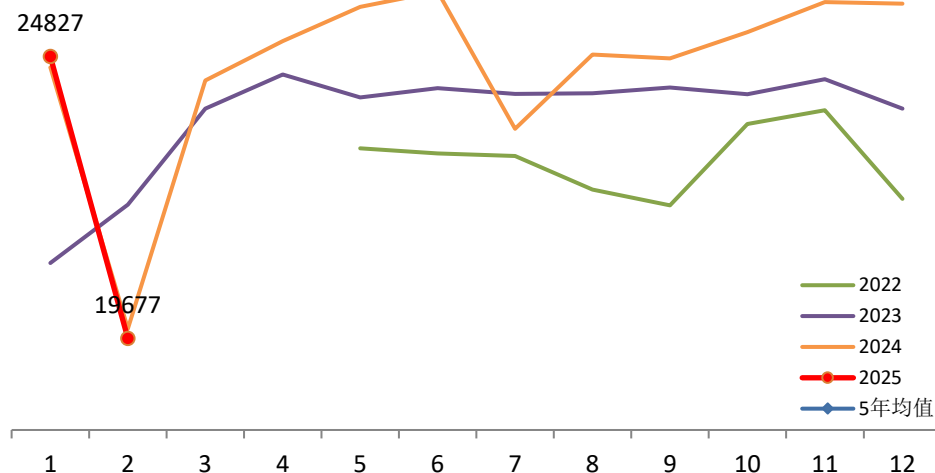
全国日货运量:铁路 周均



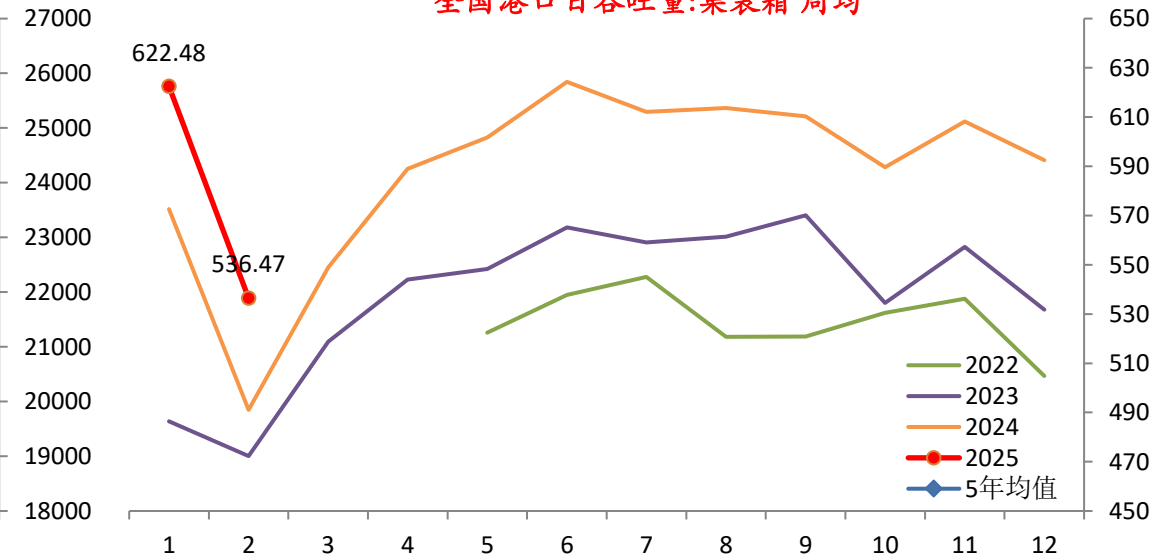
全国高速公路日通行量:货车 周均



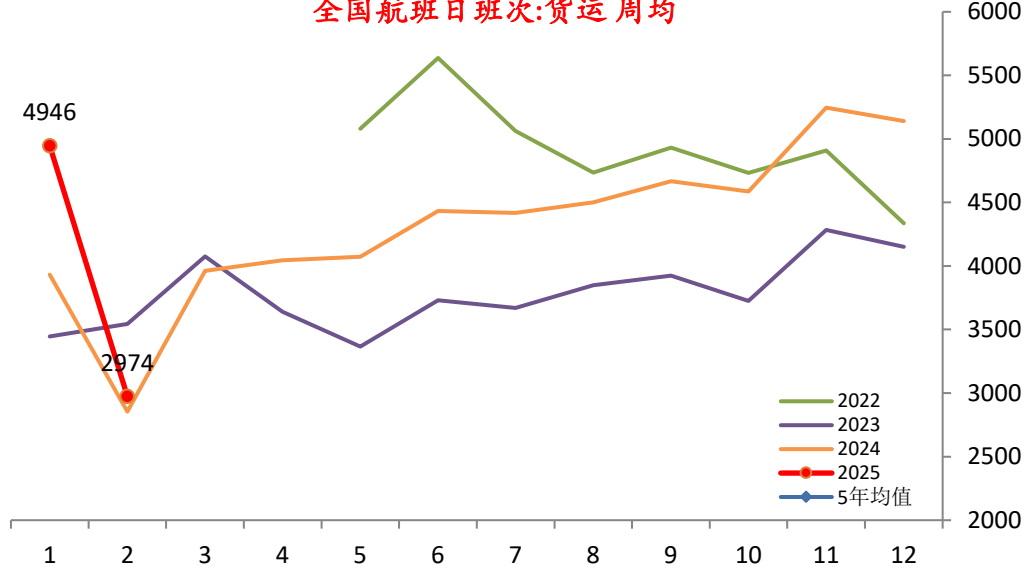
全国港口日吞吐量:货物 周均



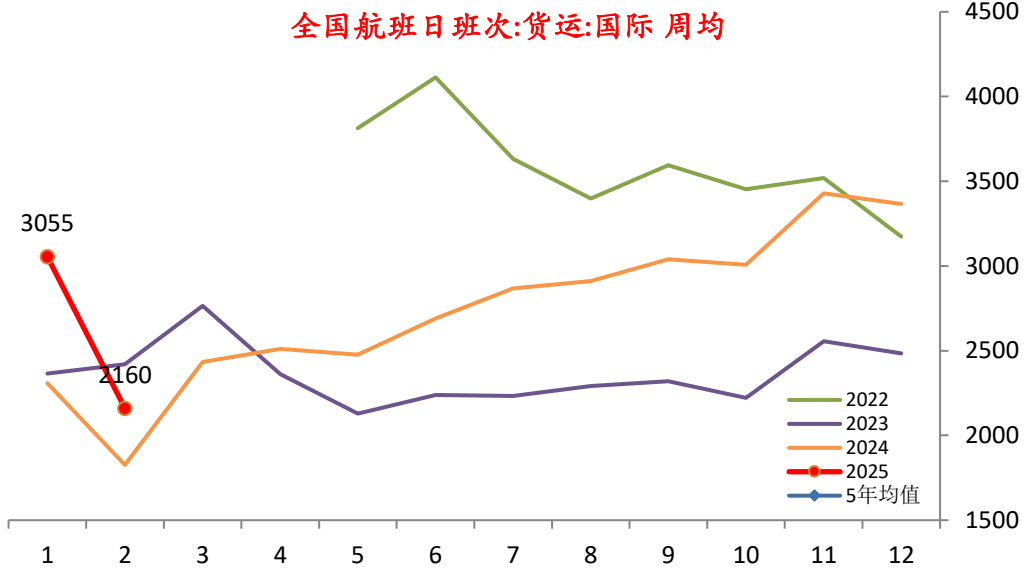
全国港口日吞吐量:集装箱 周均



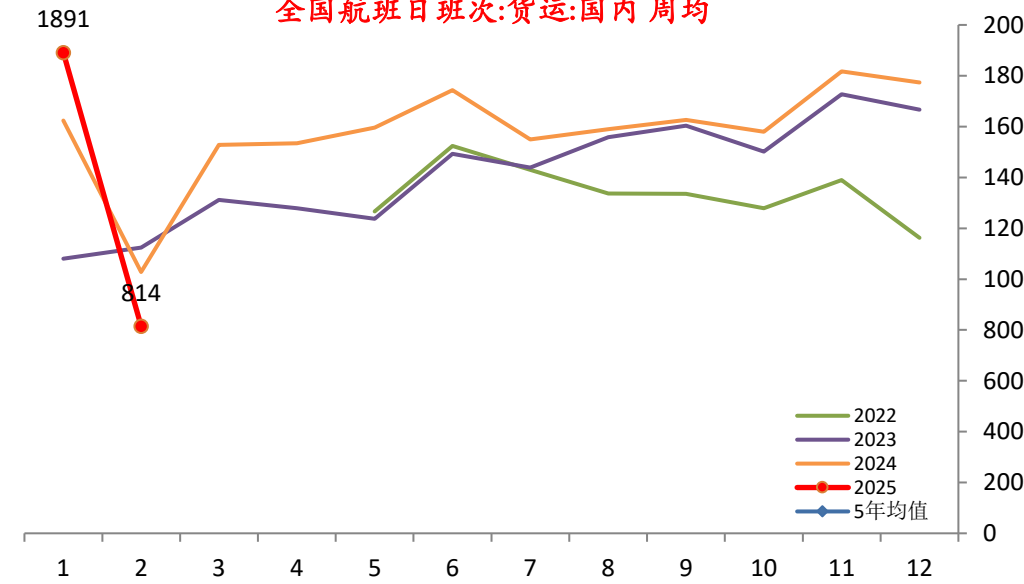
全国航班日班次:货运 周均

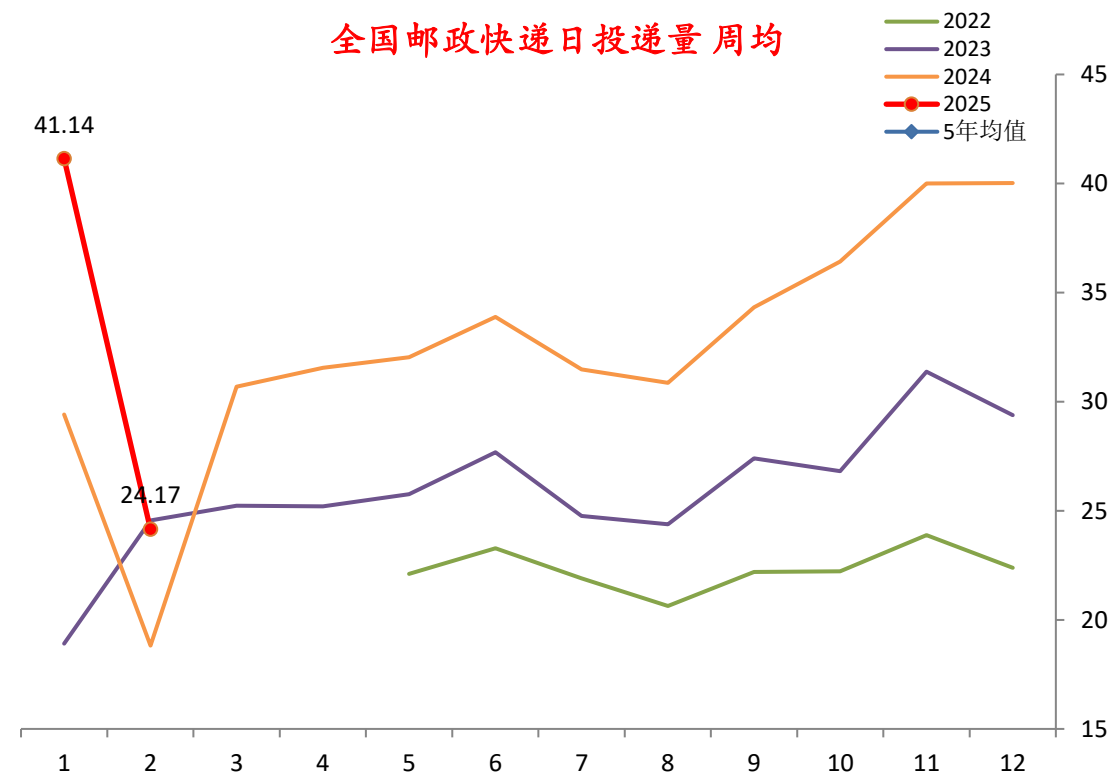
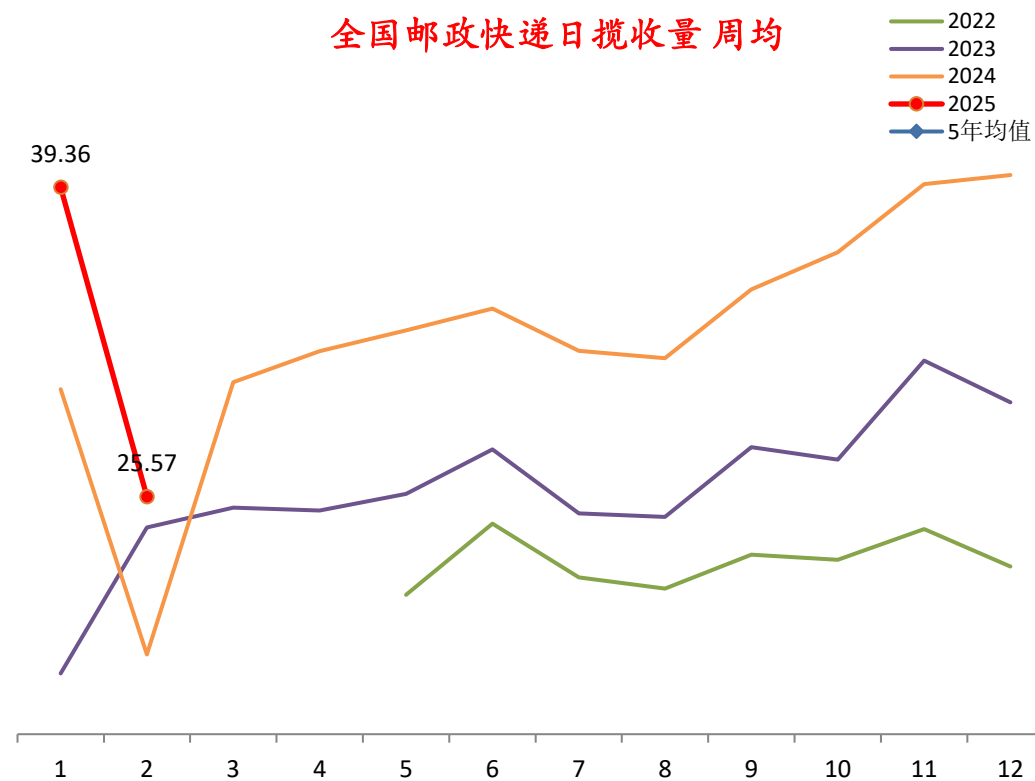


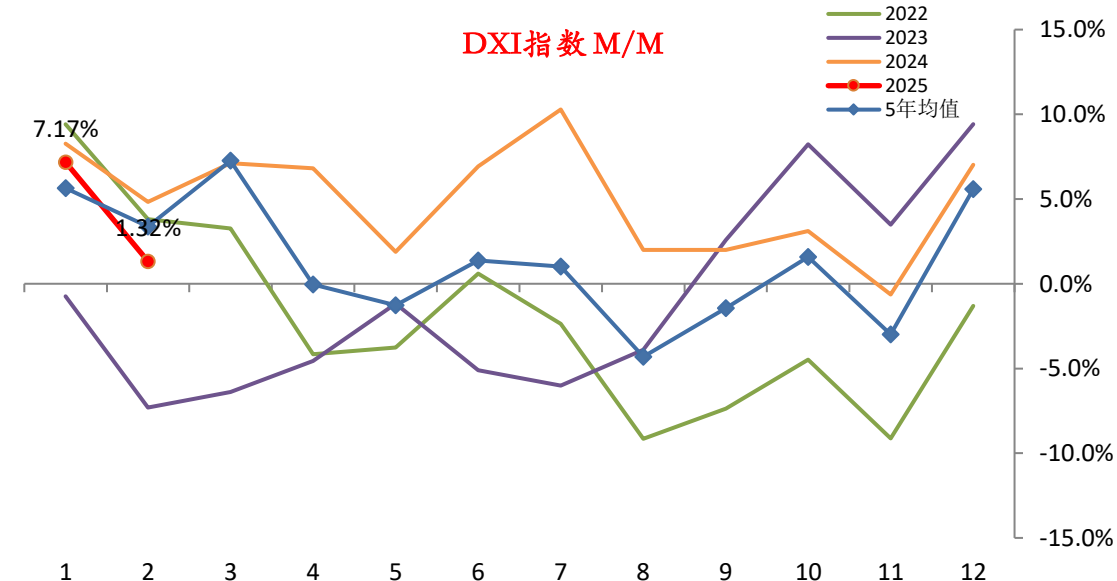
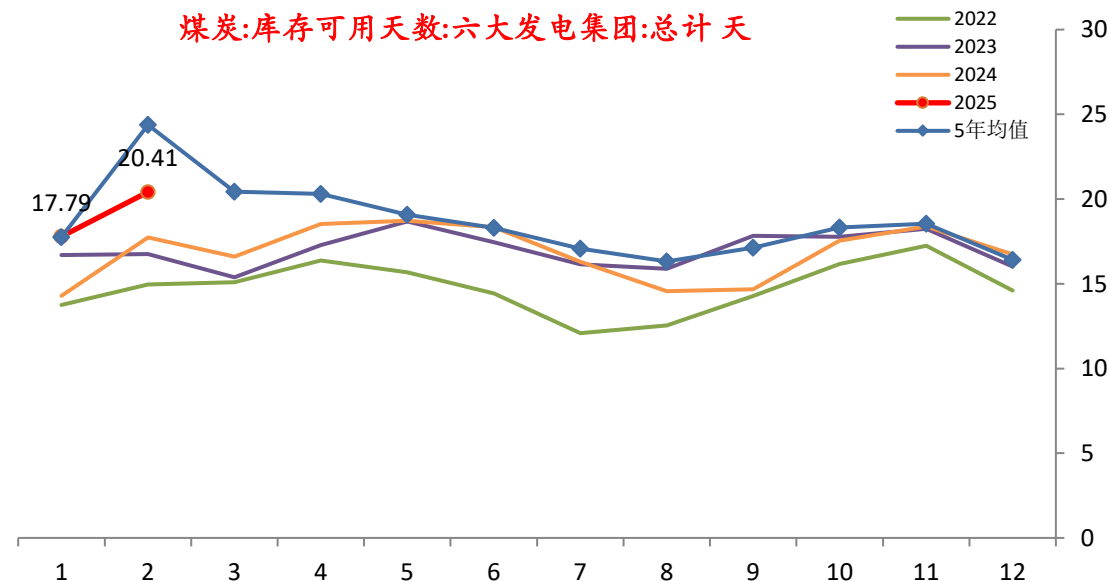
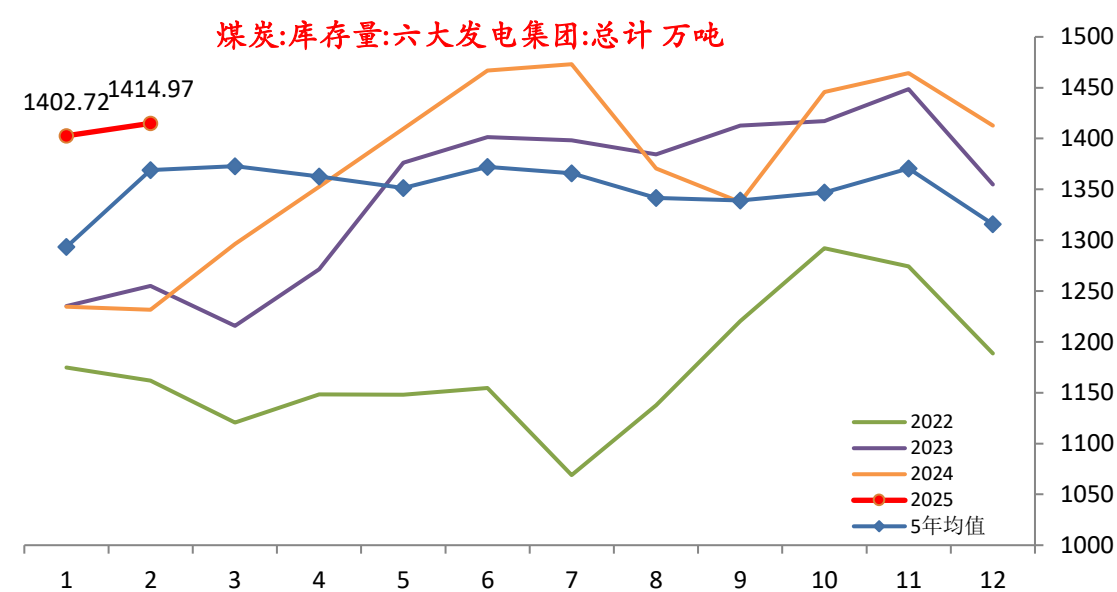
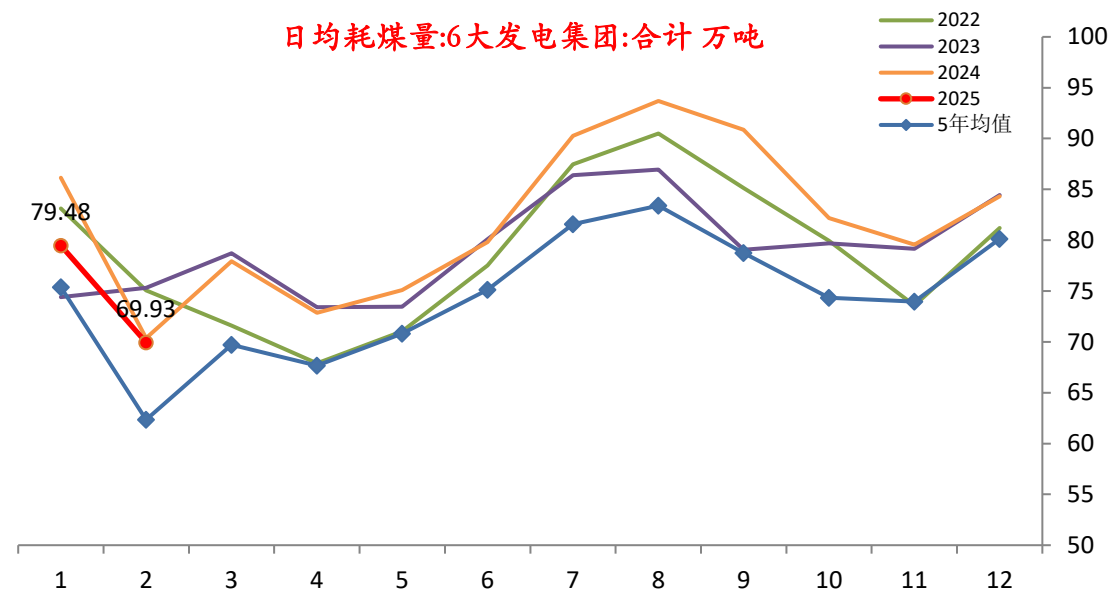
全国航班日班次:货运:国际 周均



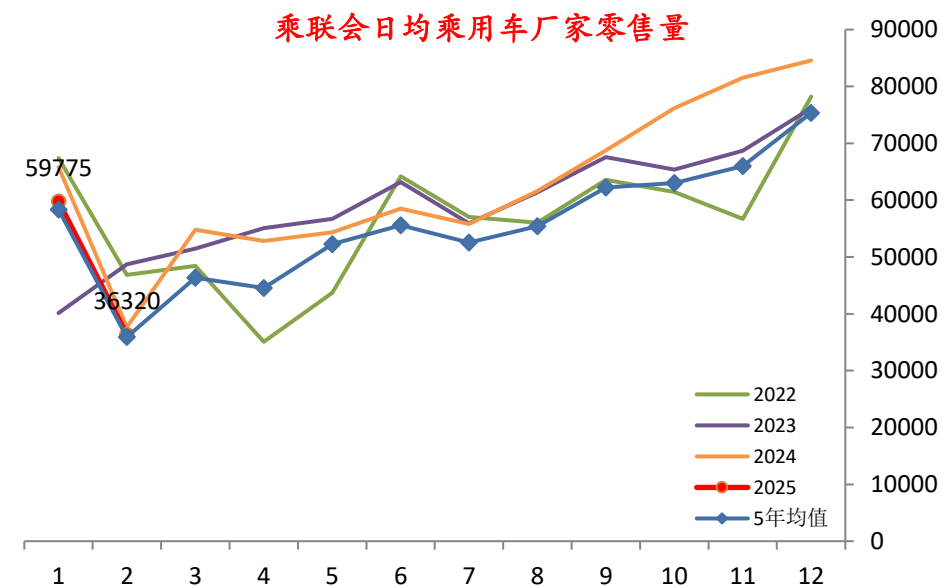
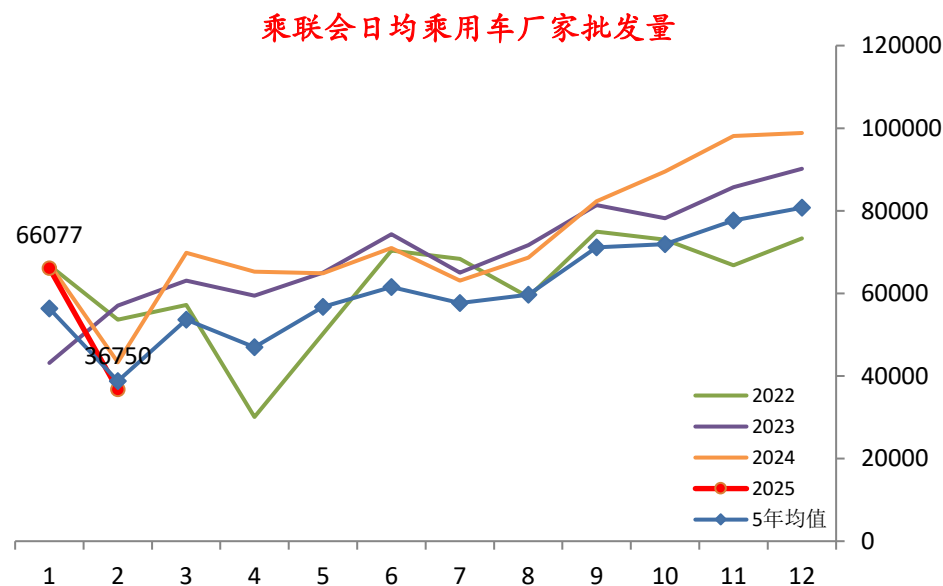
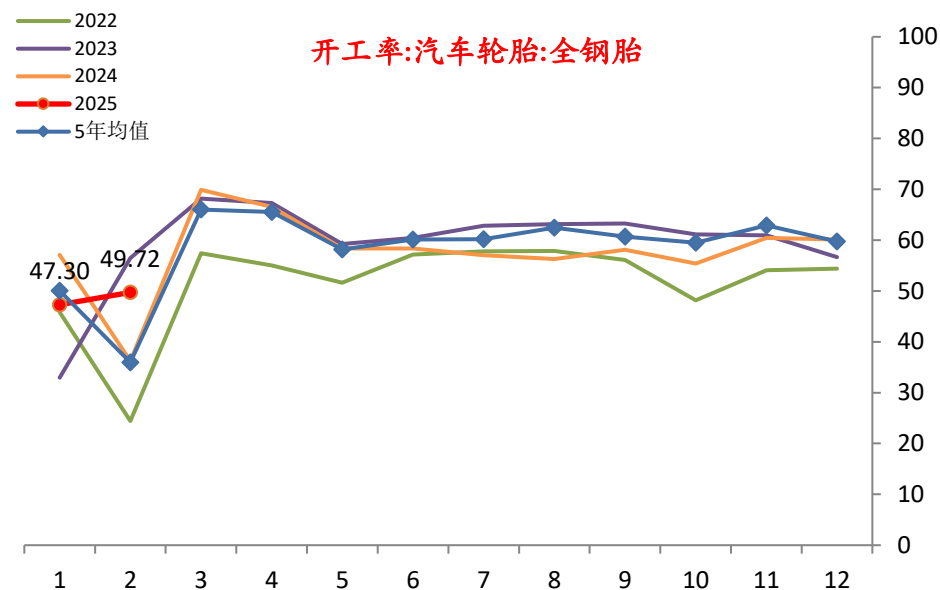
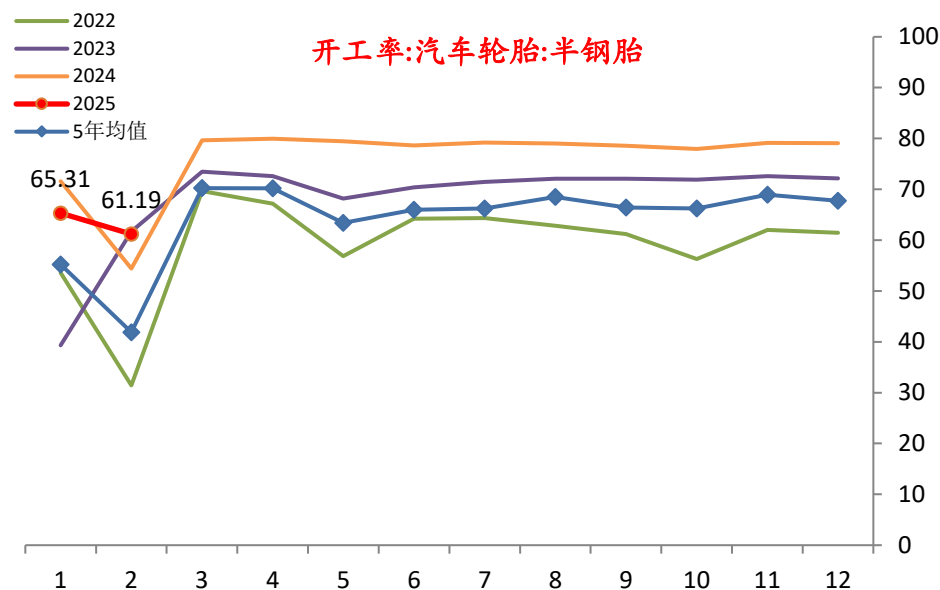
全国航班日班次:货运:国内 周均

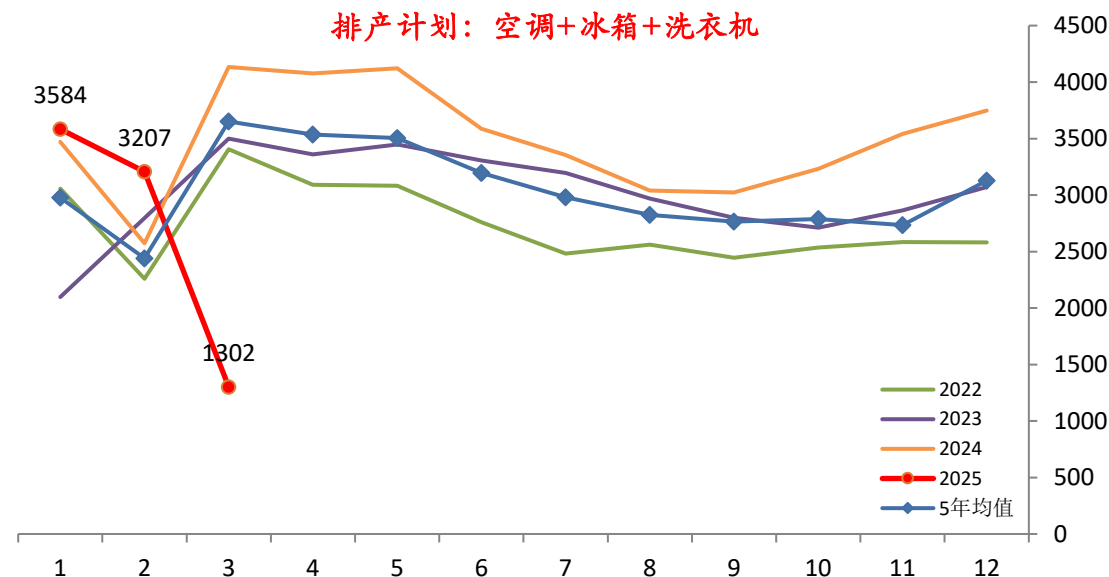
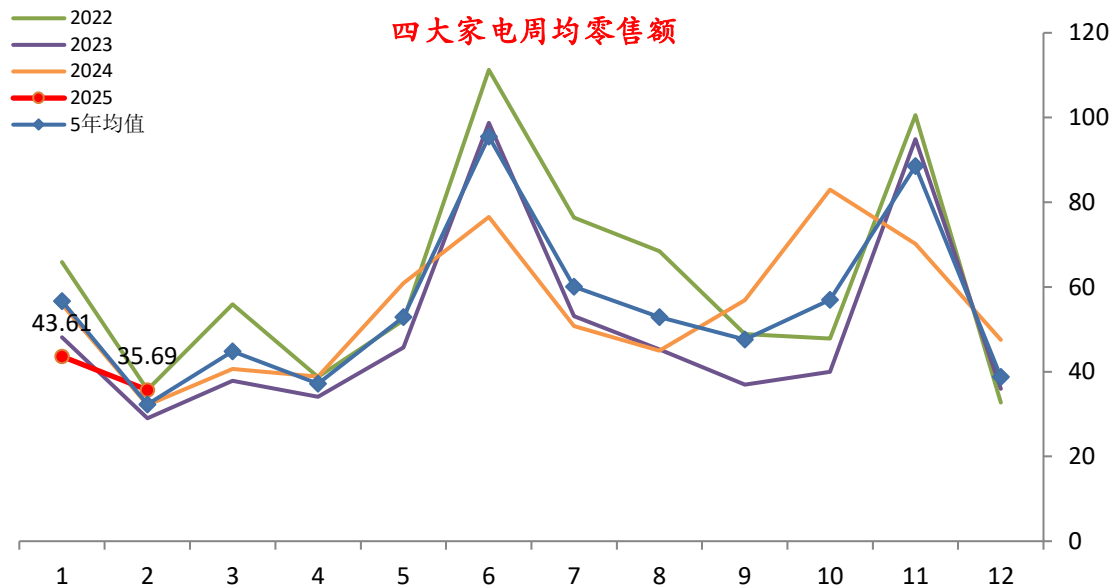
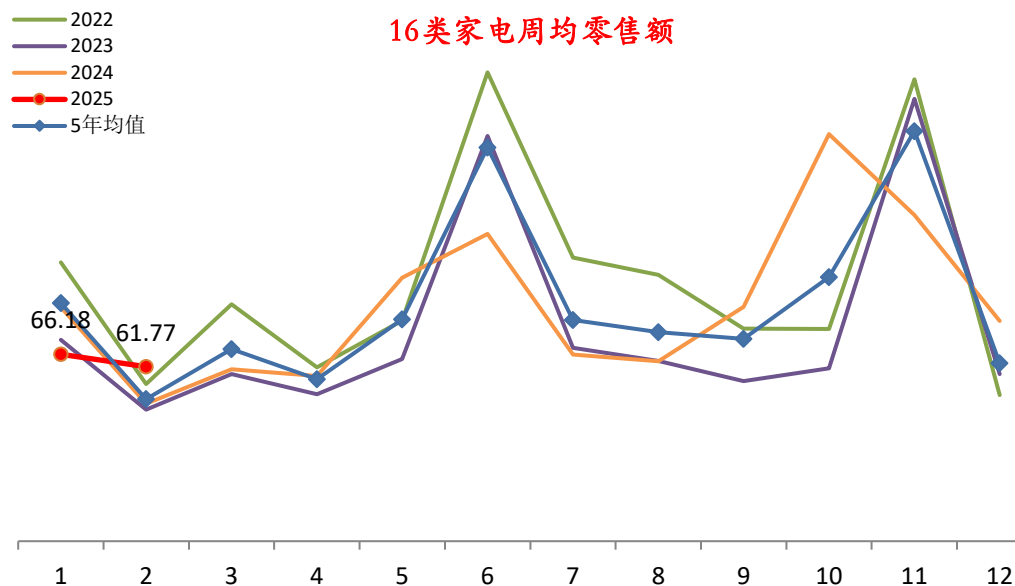




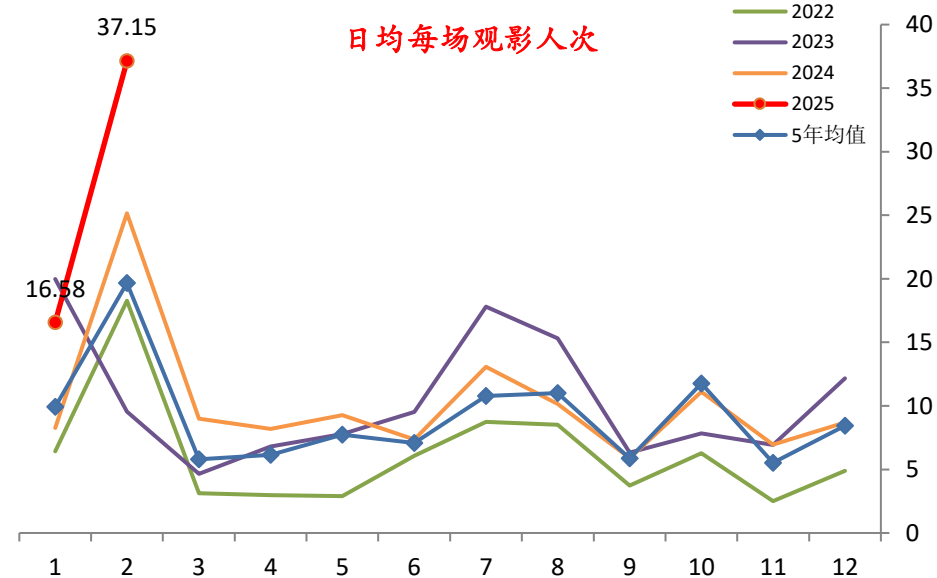
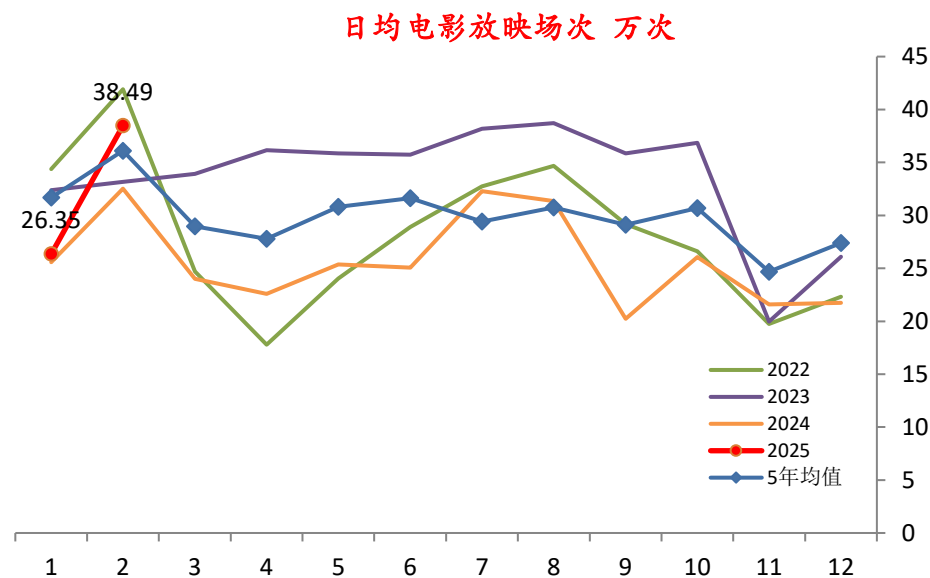
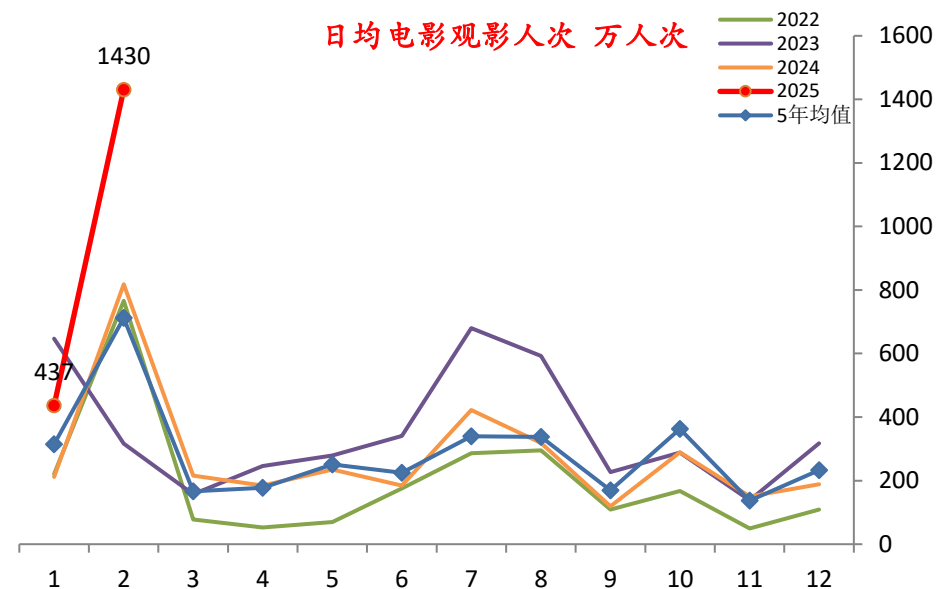
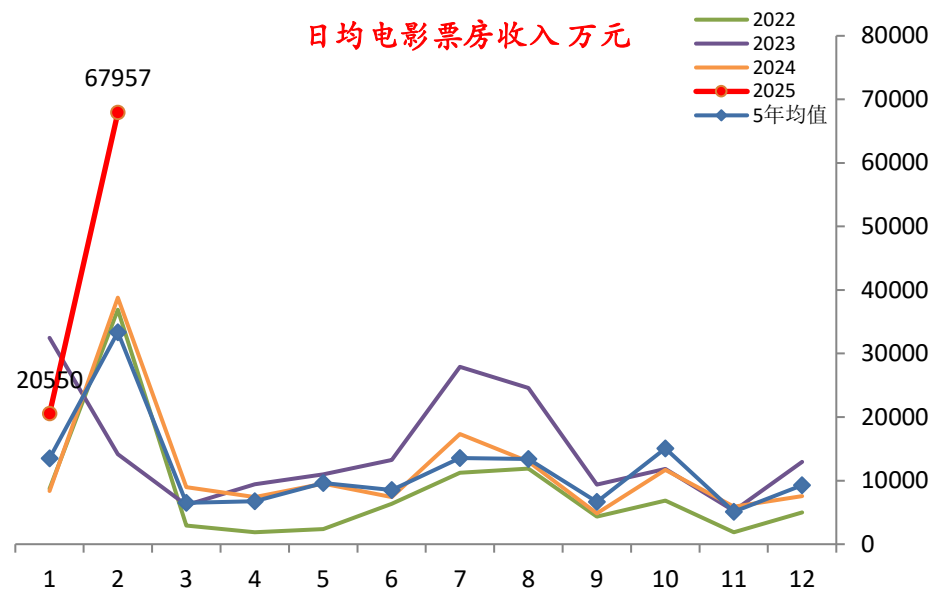


• DXI代表DRAM即内存产值变化景气情况。

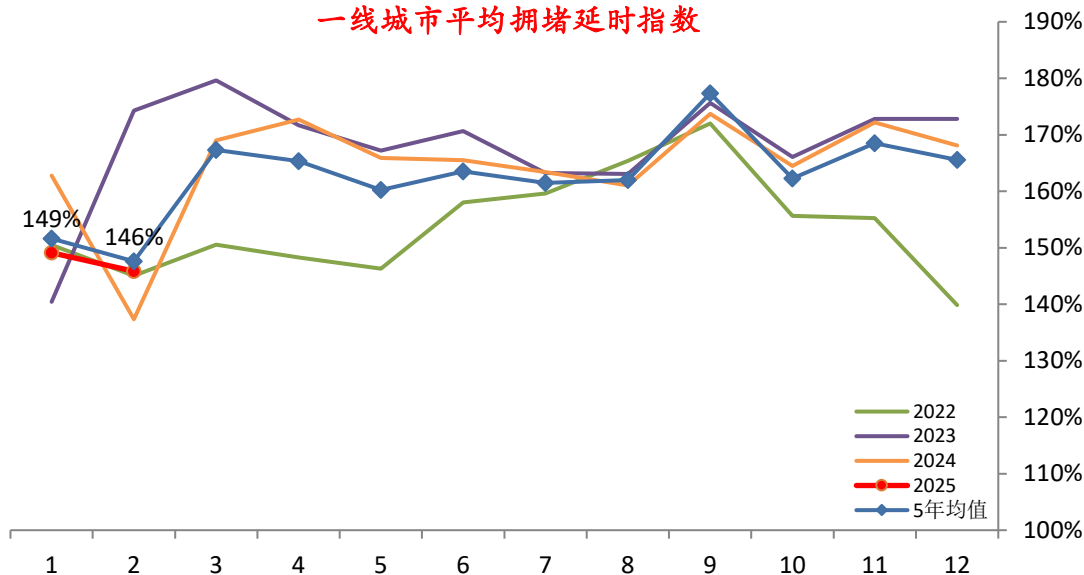




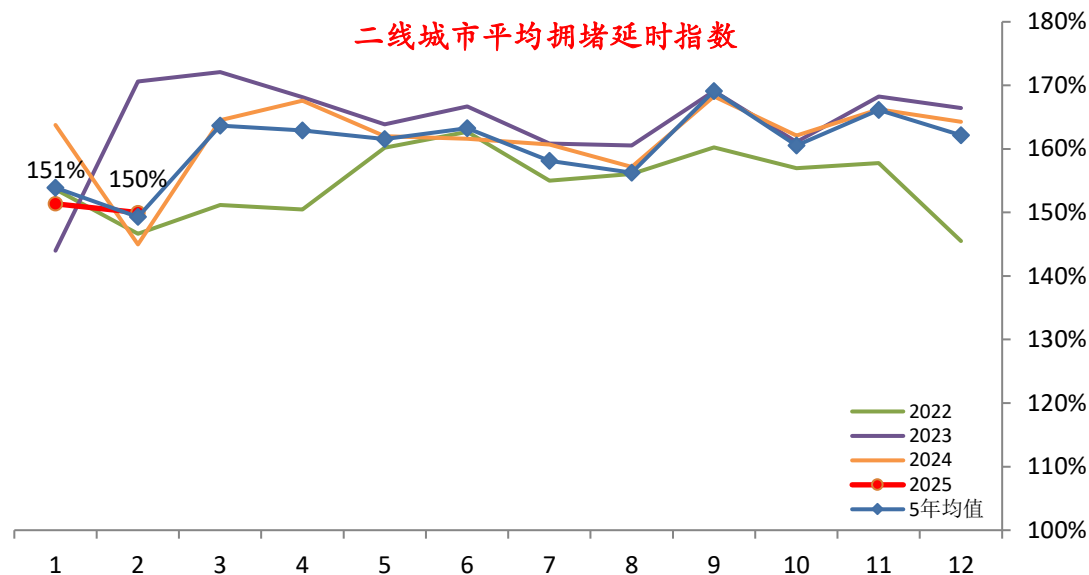
- 17类家电包括：油烟机、灶具（燃气灶具、集成灶）、电烤箱、电饭锅、微波炉、食品料理机、彩电、热水器（电热水器、燃气热水器）、冰箱冷柜、家用空调、干衣机、洗碗机、吸尘器、净水器、洗衣机。
- 四大家电包括：电视+冰箱+洗衣机+空调。



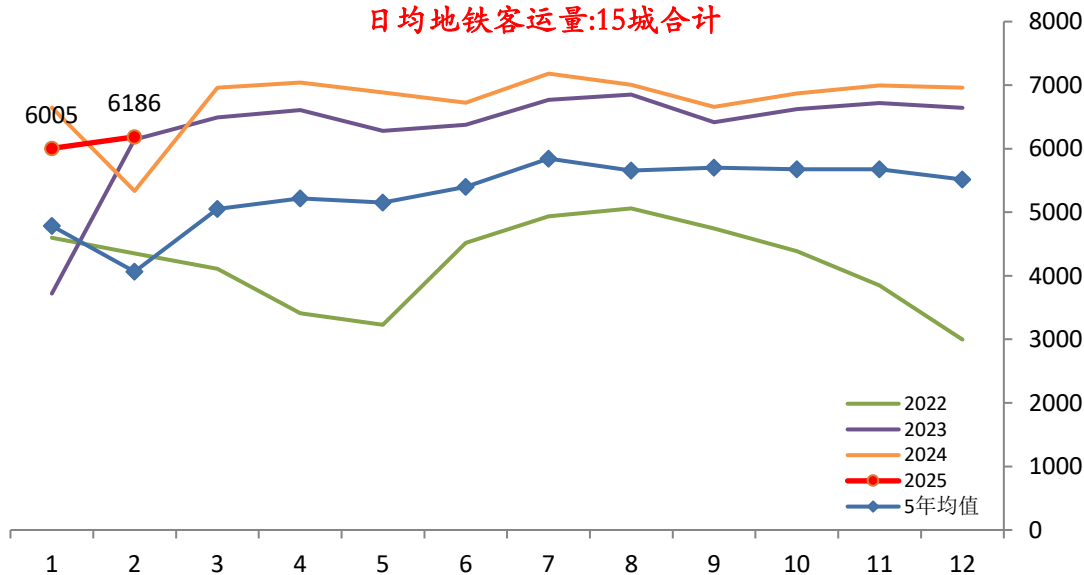
一线城市平均拥堵延时指数



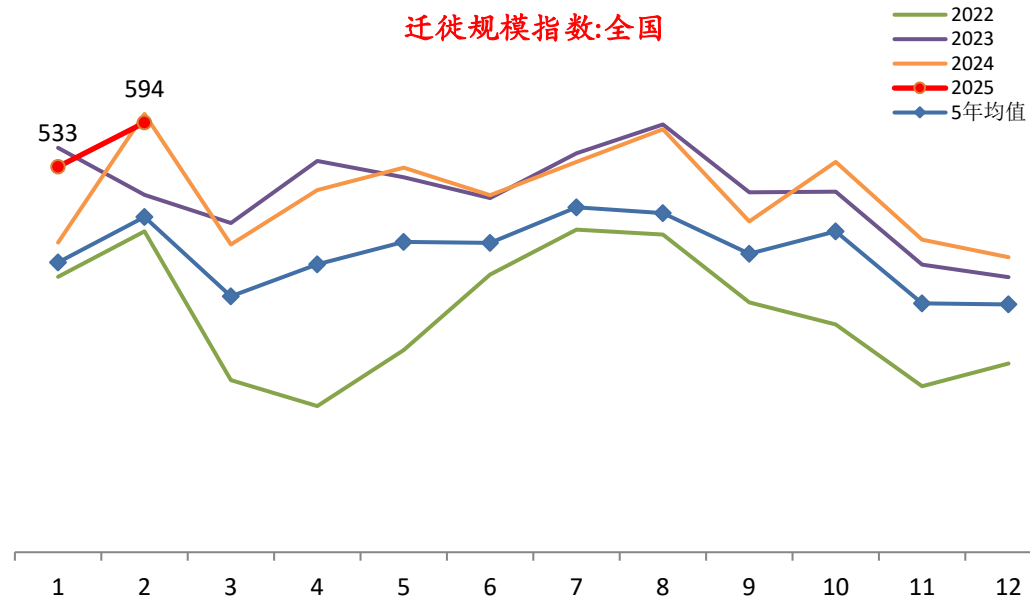
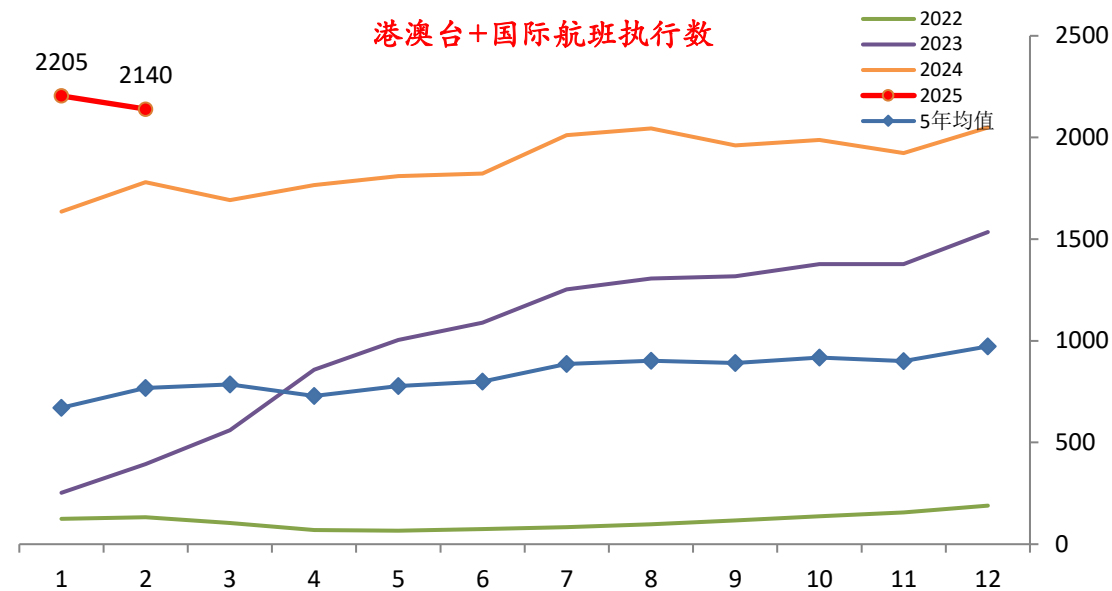
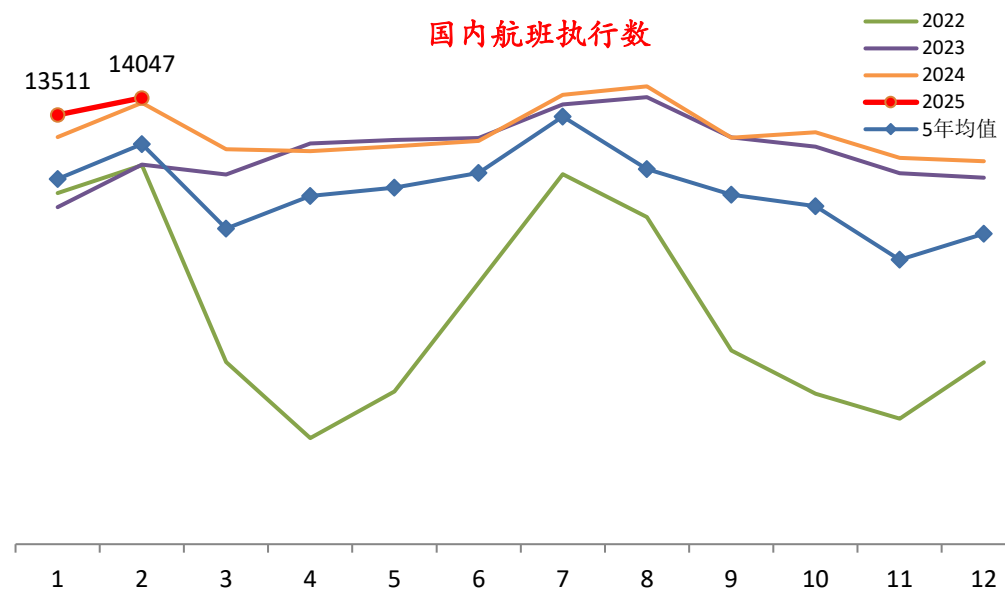
二线城市平均拥堵延时指数



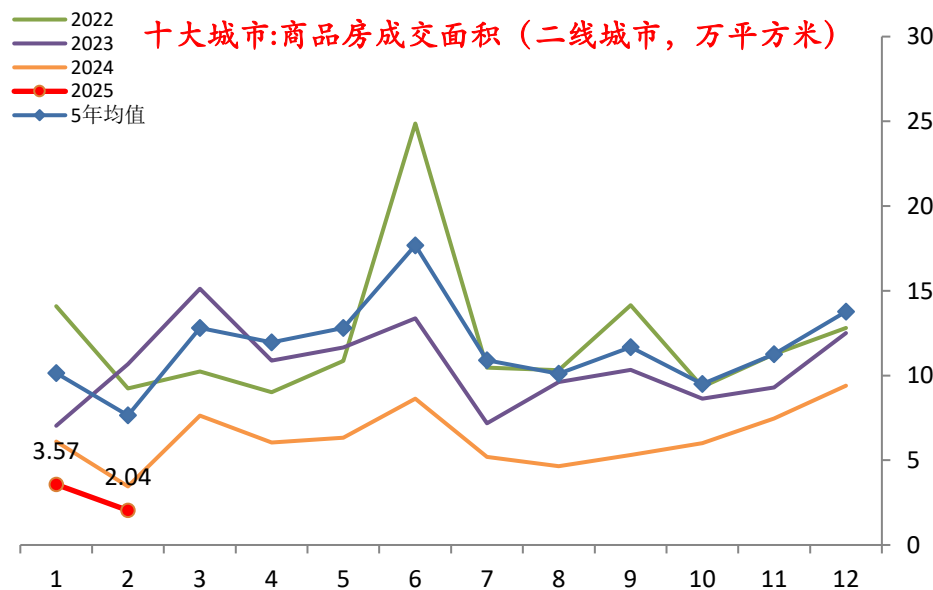
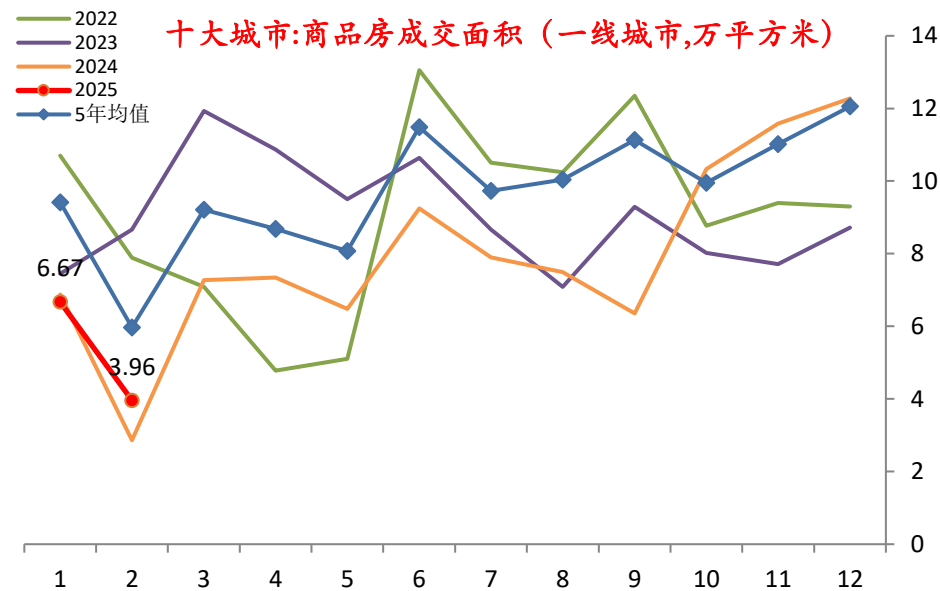
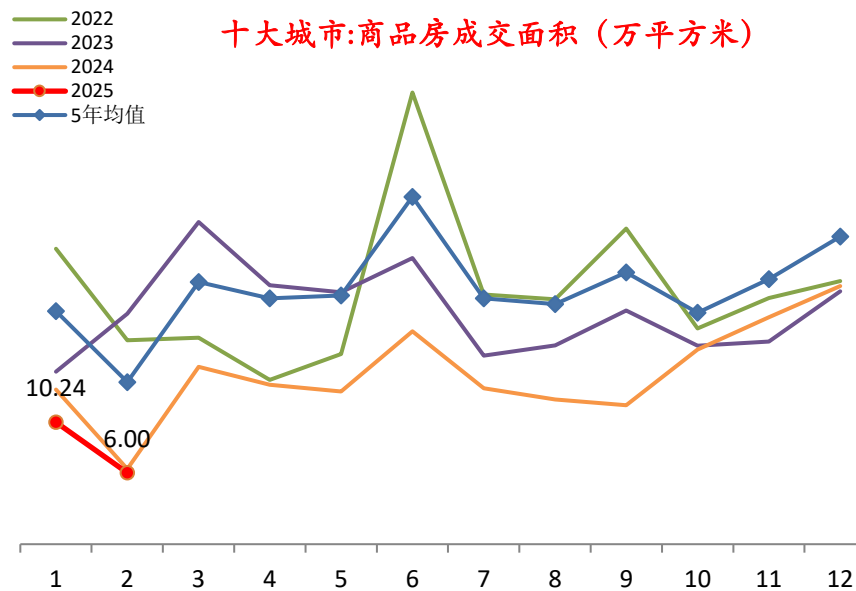
日均地铁客运量:15城合计

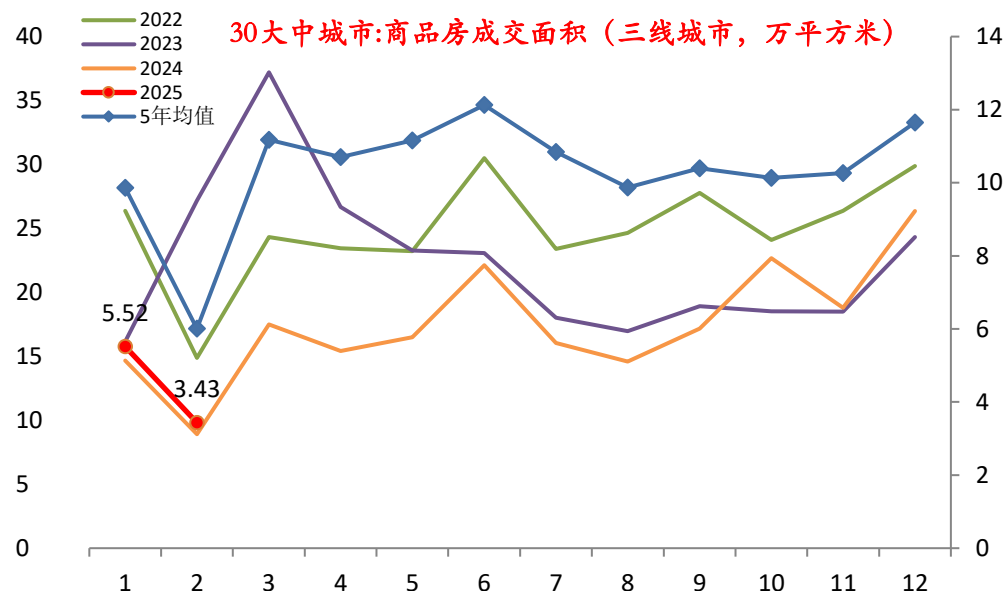
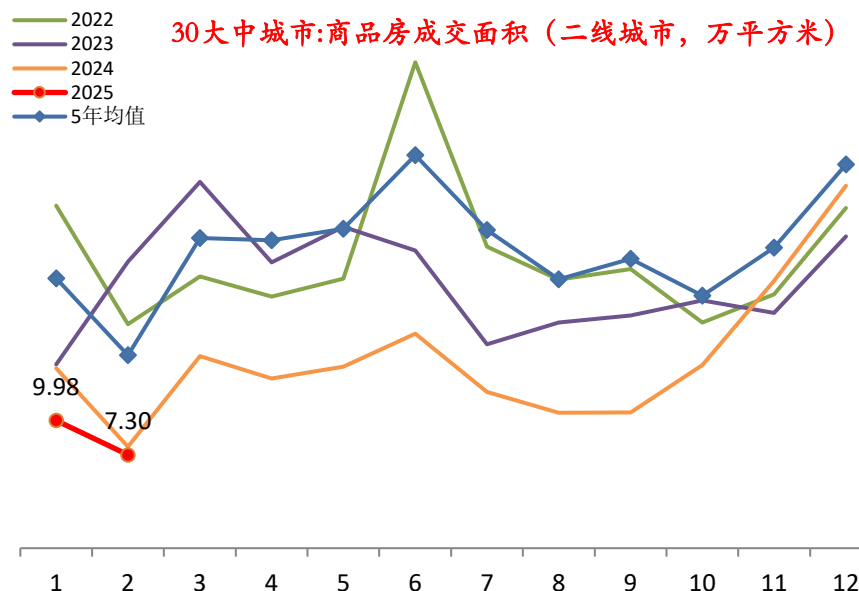
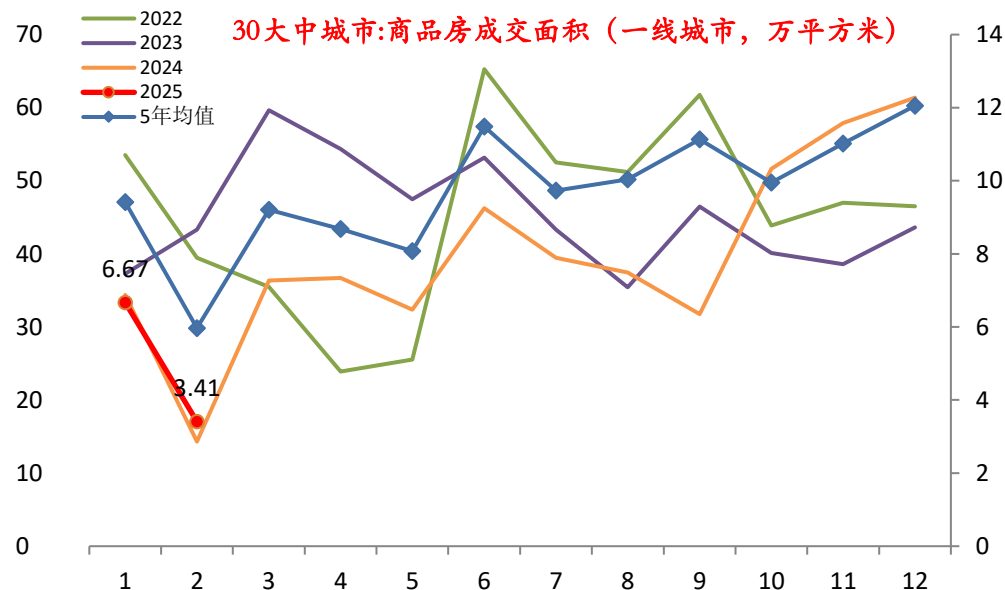
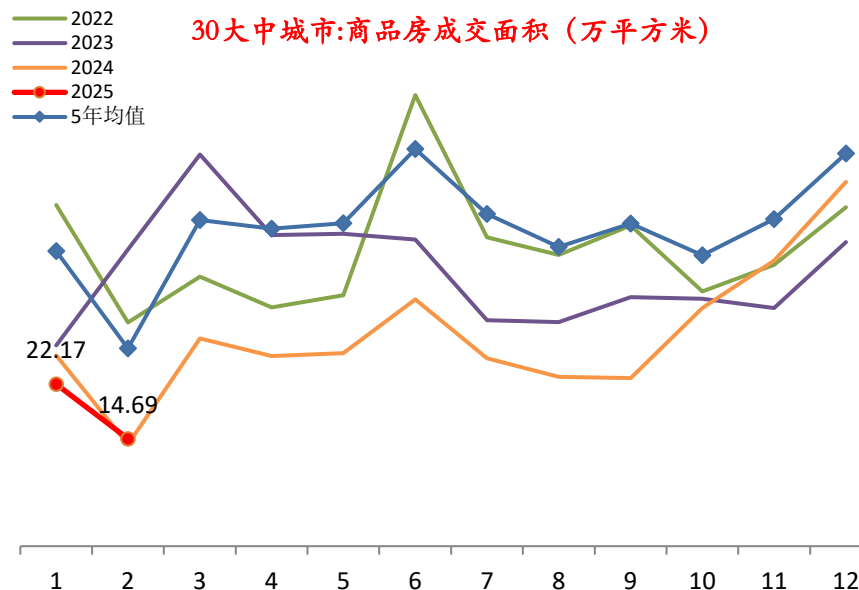


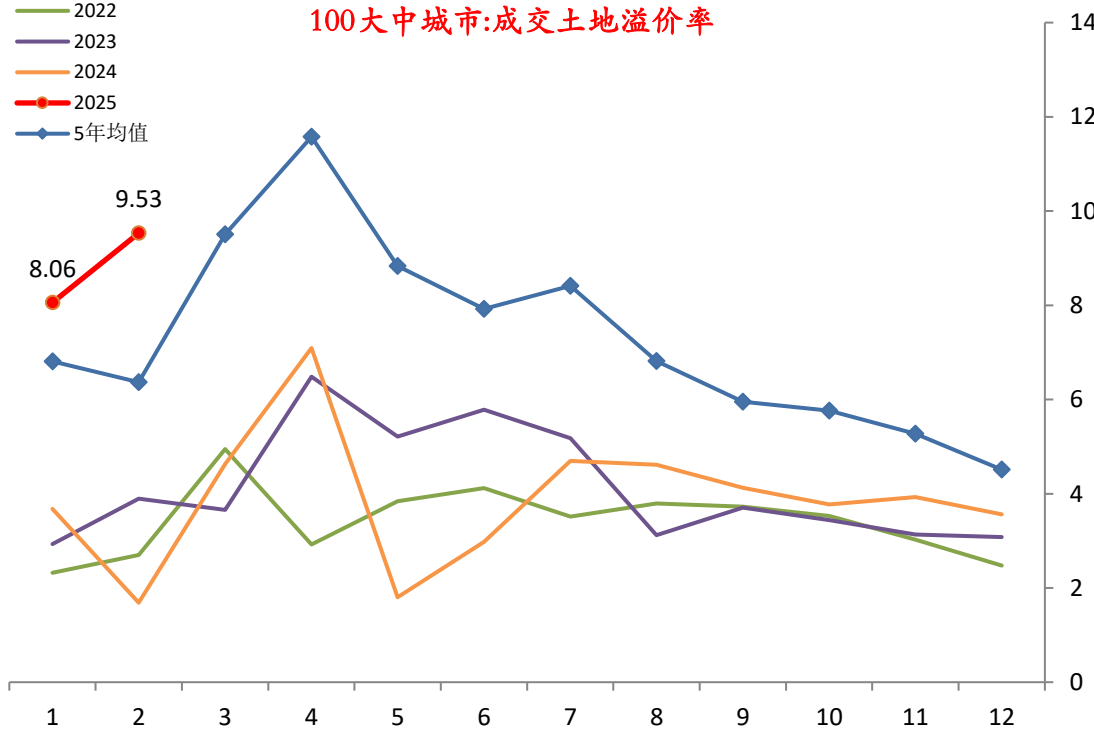
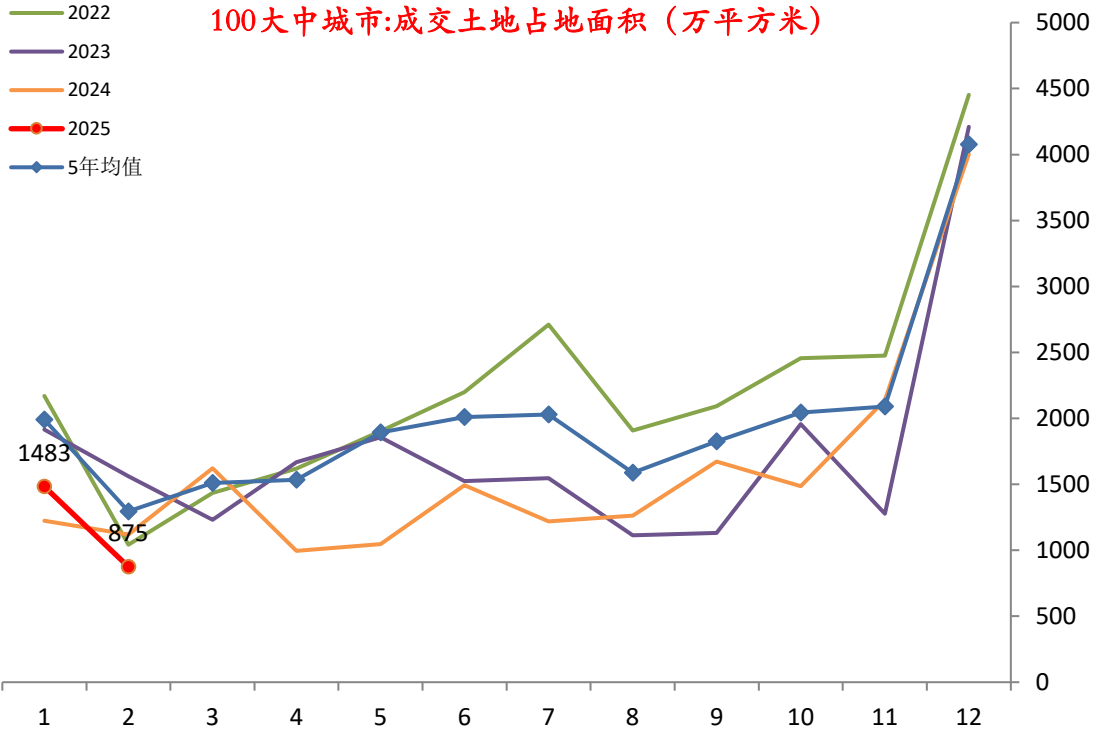
- 拥堵延时指数作为城市拥堵程度的评价指标，即城市居民平均一次出行实际旅行时间与自由流状态下旅行时间的比值；延时指数越高表示出行延时占出行时间的比例越大，也就越拥堵。
- 一线城市：北京、上海、广州、深圳。（4城）
- 二线城市：杭州、南京、青岛、苏州、南昌、厦门、福州、长沙、哈尔滨、长春、天津、武汉、成都。（13城）
- 15城地铁客运量统计范围：北京、上海、广州、深圳、成都、南京、武汉、西安、苏州、郑州、长沙、厦门、重庆、天津、沈阳。



• 15城市日均地铁客运量合计指标, 包括: 北京、上海、广州、深圳、成都、南京、武汉、西安、苏州、郑州、长沙、厦门、重庆、天津、沈阳。









CONTENT 目录

第一部分

经济基本面与宏观供需

第二部分

价格水平变动情况

第三部分

货币与财政政策

第四部分

汇率与商品市场波动

综合来看，1月CPI表现超预期，PPI则略弱于预期，春季对消费价格影响明显放大。CPI-PPI差值升至2.8%，二者均值跌幅收窄至-0.9%。预计一季度GDP平减指数较去年四季度收窄。

CPI食品方面，春节期间北方普遍低温影响供给，果蔬涨幅扩大。肉类价格尤其是猪肉价格持稳仍与供给充足有关。非食品中，国际油价带动国内燃料涨价，服务价格多明显上行，与春节期间服务消费需求增加有关。

1月PPI走弱仍受商品价格影响，行业变动则反映品种分化。同时临近春节，供需修复节奏放缓，不利于产出价格反弹。而汽车行业PPI价格修复值得关注。

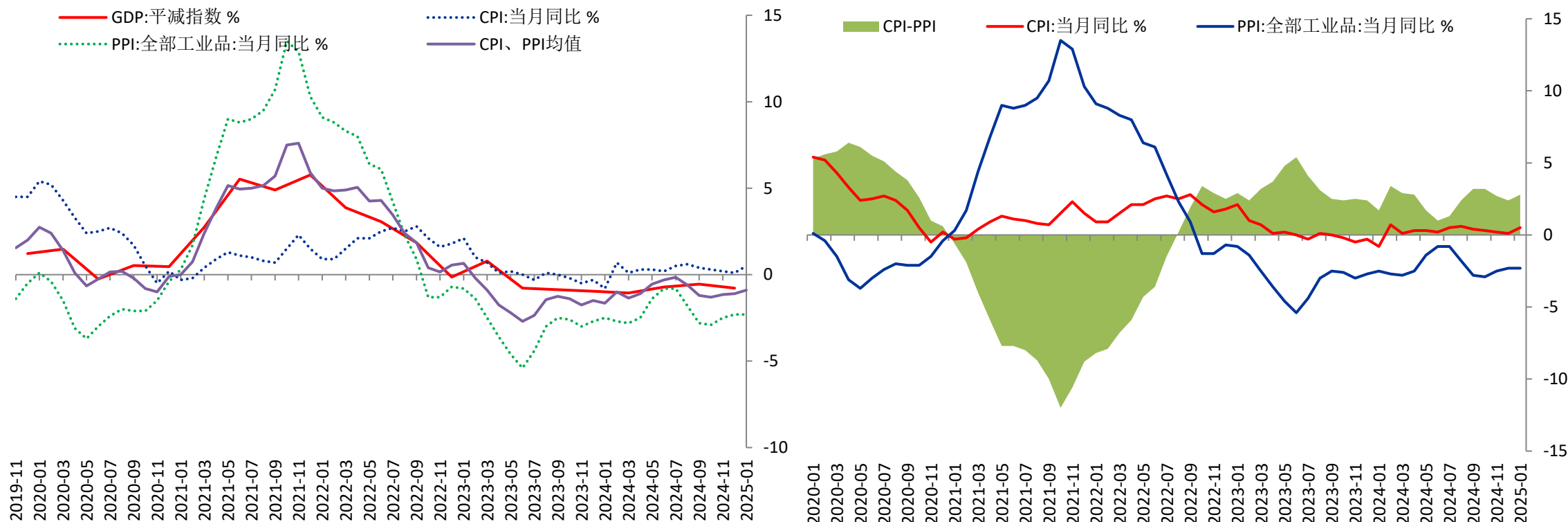
2月上旬情况显示，春节影响仍存，食品价格变动不一，预计中下旬以及全月食品价格涨幅放慢，服务价格或也将由涨转跌，国际油价带动国内价格回落。消费补贴延续，核心商品CPI存季节性上升可能，但幅度待观察。结合历史上春节靠前情况看，预计2月CPI环比将明显走弱，同比受高基数影响大幅回落。长期来看，经济修复、消费复苏节奏将决定消费通胀尤其是核心CPI回升步伐。

PPI方面，2月PPI或继续高度分化，节后开工节奏将影响价格。预计PPI环比和同比将能够短期改善，输入性通缩缓解但暂时难言根本扭转。今年低基数影响价格同比的程度将减弱，新涨价/跌价因素影响将上升。长期来看，全球经济、政策尤其国内需求修复节奏，以及商品供给波动均为大宗商品价格和PPI的主要影响。

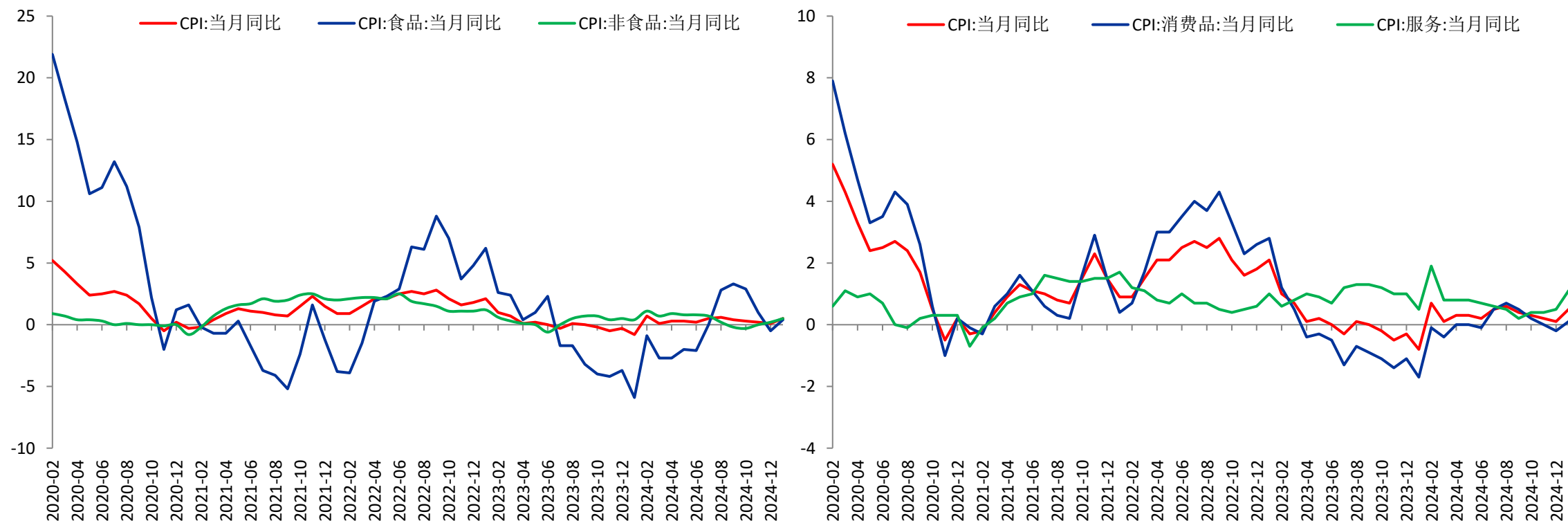
我们看到，近期价格异动更多与春节因素有关，排除该因素后仍需关注政策落地节奏以及效果能否增强。供需修复的斜率大幅加速难度仍较高。基本面焦点仍在地产改善的程度和外贸韧性维持多久，价格矛盾的焦点更多在于国内。

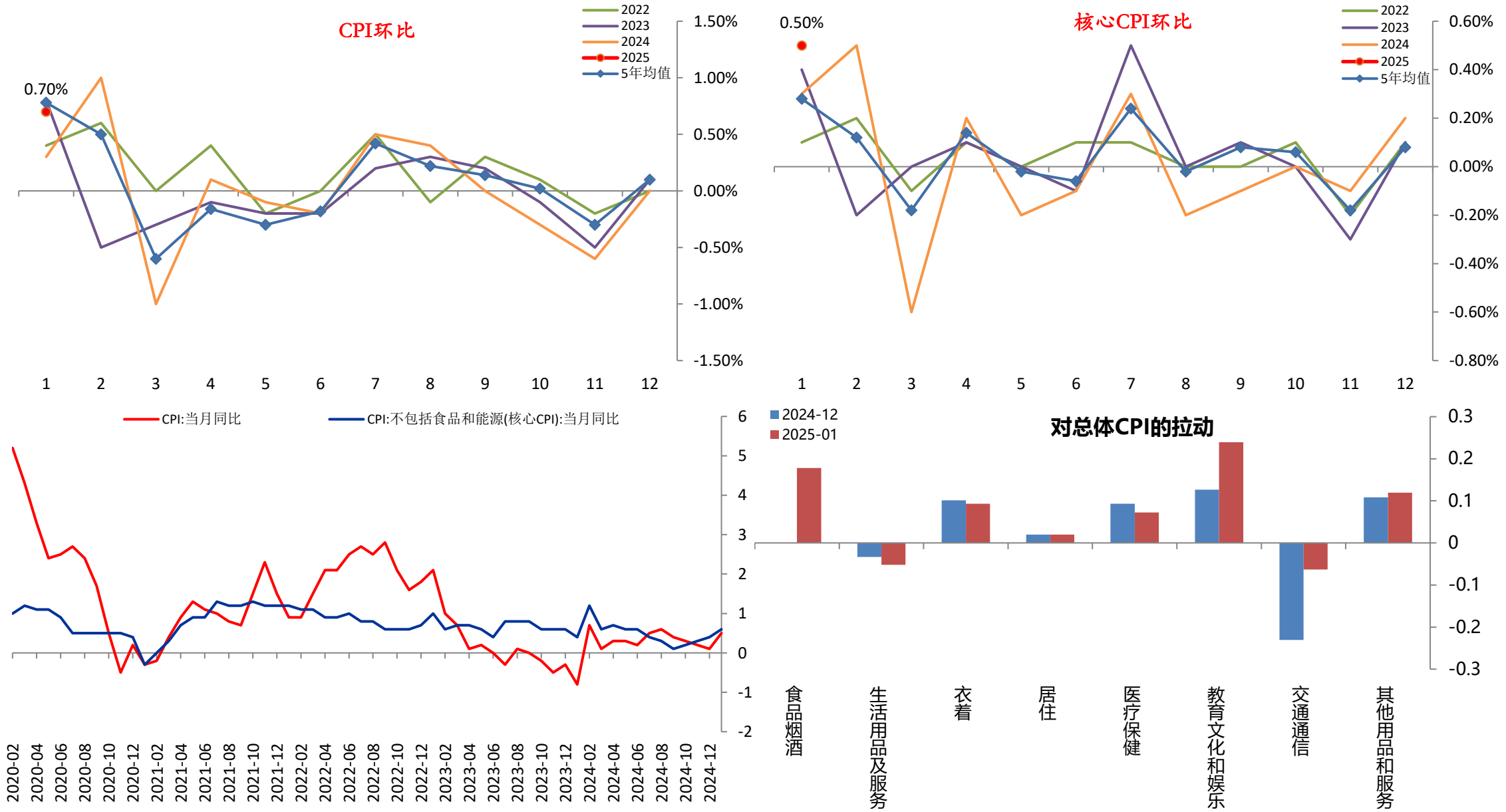
国家统计局公布的数据显示：

- 1月中国CPI同比增长0.5%，较前值和预期值0.1%增速明显加快；PPI同比增速为-2.3%，表现与前值一致，稍弱于预期的-2.1%。
- 此外，核心CPI同比增速连续上升4个月，进一步反弹至0.6%。



- 总体CPI环比延续涨势，涨幅扩大至0.7%，边际上看基本符合季节性，同比增速同时受低基数推升，表现超预期。
- 主要分项同比上看，食品通胀从-0.5%升至0.4%明显加速，非食品同比也有所加快。消费品由跌转涨，服务涨幅增加显著，也是支持核心CPI同比继续加速的重要原因。
- 环比来看，食品表现偏强，非食品更是明显走升。消费品表现更接近食品，服务则成为推升非食品价格的背后因素。
- 情况显示，CPI和主要大类分项增速呈现全面上涨态势，尤其是春节错位因素下的食品价格涨势显著。同时核心CPI环比连续超越季节性、同比增速持续改善，隐含的居民消费受到提振仍值得关注。

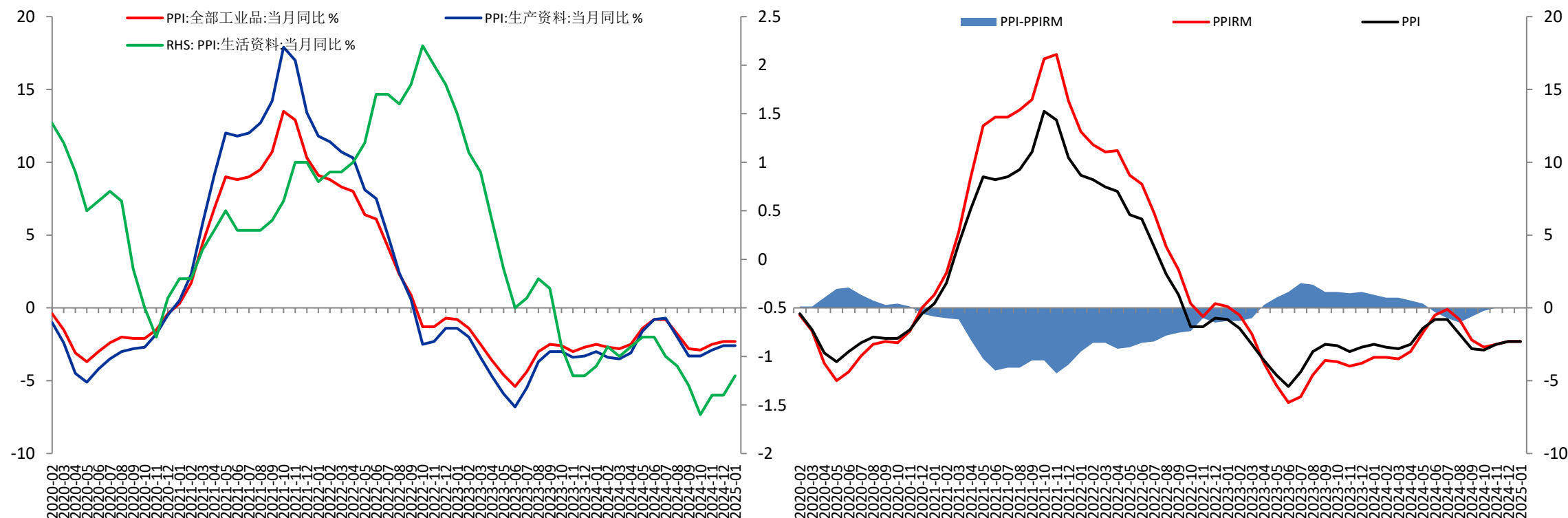




- 总体上看，1月CPI环比涨幅扩大，同比主要受到低基数推升。CPI和主要大类分项全面加速上涨，尤其是春节错位因素下的食品价格涨势显著。而核心CPI环比连续超越季节性、同比增速持续改善，隐含的居民消费受到提振仍值得关注。
- 具体来看食品方面，春节期间北方普遍低温影响供给。果蔬涨幅扩大，肉类价格基本持稳，尤其是猪肉价格持稳仍与供给充足有关。
- 非食品方面，国际油价上涨、此前上涨滞后性带动国内燃料价格。核心商品跌价扩大主要是基数影响，服务价格多明显上行，房租边际变动仍超季节性。春节期间出行和文娱消费需求大幅增加是推升1月CPI的关键因素。
- 情况显示，2月上旬鲜菜价格回落，但鲜果、猪肉价格均加速上涨，或仍与春节有关。预计中下旬以及全月价格涨幅将会放慢。而随着春节后需求集中释放完毕以及劳动力供给回归，服务价格或也将由涨转跌。且国际油价回落将带动国内燃料价格回落。消费补贴延续，核心商品CPI存季节性上升可能，但幅度待观察。结合历史上春节靠前情况看，预计2月CPI环比将明显走弱，同比受高基数影响大幅回落。长期来看，经济修复、消费复苏节奏将决定消费通胀尤其是核心CPI回升步伐。

CPI分项	单位：%	当月同比	上月同比	同比变动	环比	环比3MMA
总体CPI		0.5	0.1	0.4	0.7	0.03
食品		0.4	-0.5	0.9	1.3	-0.67
非食品		0.5	0.2	0.3	0.6	0.20
核心CPI		0.6	0.4	0.2	0.5	0.20
消费品		0.1	-0.2	0.3	0.6	-0.07
服务		1.1	0.5	0.6	0.9	0.23
食品烟酒		0.6	0.0	0.6	0.9	-0.37
:粮食		-1.4	-1.3	-0.1	-0.1	-0.13
:食用油		-2.5	-3.2	0.7	-0.3	-0.10
:鲜菜		2.4	0.5	1.9	5.9	-3.23
:鲜果		0.6	-3.0	3.6	3.3	-0.23
:畜肉类		2.5	1.7	0.8	0.4	-0.93
:猪肉		13.8	12.5	1.3	1.0	-1.50
:牛肉		-13.1	-13.8	0.7	-0.1	-0.53
:羊肉		-5.6	-6.1	0.5	0.2	-0.13
:水产品		1.2	1.0	0.2	2.7	0.50
:蛋类		0.7	-0.1	0.8	-0.6	-0.40
:奶类		-1.7	-1.6	-0.1	-0.7	-0.20
:烟草		0.5	0.7	-0.2	0.0	0.03
:酒类		-2.5	-2.0	-0.5	-0.8	-0.40
衣着		1.1	1.2	-0.1	-0.4	0.13
:服装		1.3	1.4	-0.1	-0.4	0.13
:鞋类		0.2	0.2	0.0	-0.3	0.07
居住		0.1	0.1	0.0	0.0	0.03
:租房房租		-0.2	-0.3	0.1	0.0	-0.03
:水电燃料		0.4	0.3	0.1	0.1	0.10
生活用品及服务		-1.1	-0.7	-0.4	0.7	0.13
:家用器具		-3.5	-3.3	-0.2	0.4	-0.03
:家庭服务		4.7	1.7	3.0	5.7	2.10
交通和通信		-0.6	-2.2	1.6	1.7	0.63
:交通工具		-4.1	-4.2	0.1	0.0	0.03
:交通工具用燃料		-0.6	-4.0	3.4	2.5	0.73
:交通工具使用和维修		1.2	0.5	0.7	0.7	0.27
:通信工具		0.6	0.7	-0.1	-0.4	1.23
:通信服务		0.0	-0.1	0.1	0.0	0.00
:快递服务		0.9	-0.5	1.4	1.5	0.50
教育文化和娱乐		1.7	0.9	0.8	1.5	0.27
:教育服务		1.2	1.2	0.0	0.0	0.00
:旅游		7.0	-0.1	7.1	11.6	2.03
医疗保健		0.7	0.9	-0.2	0.0	-0.03
:中药		0.7	0.5	0.2	0.2	0.10
:西药		-1.1	-1.0	-0.1	-0.1	-0.07
:医疗服务		1.2	1.5	-0.3	-0.1	-0.07
其他用品和服务		5.4	4.9	0.5	1.6	0.50

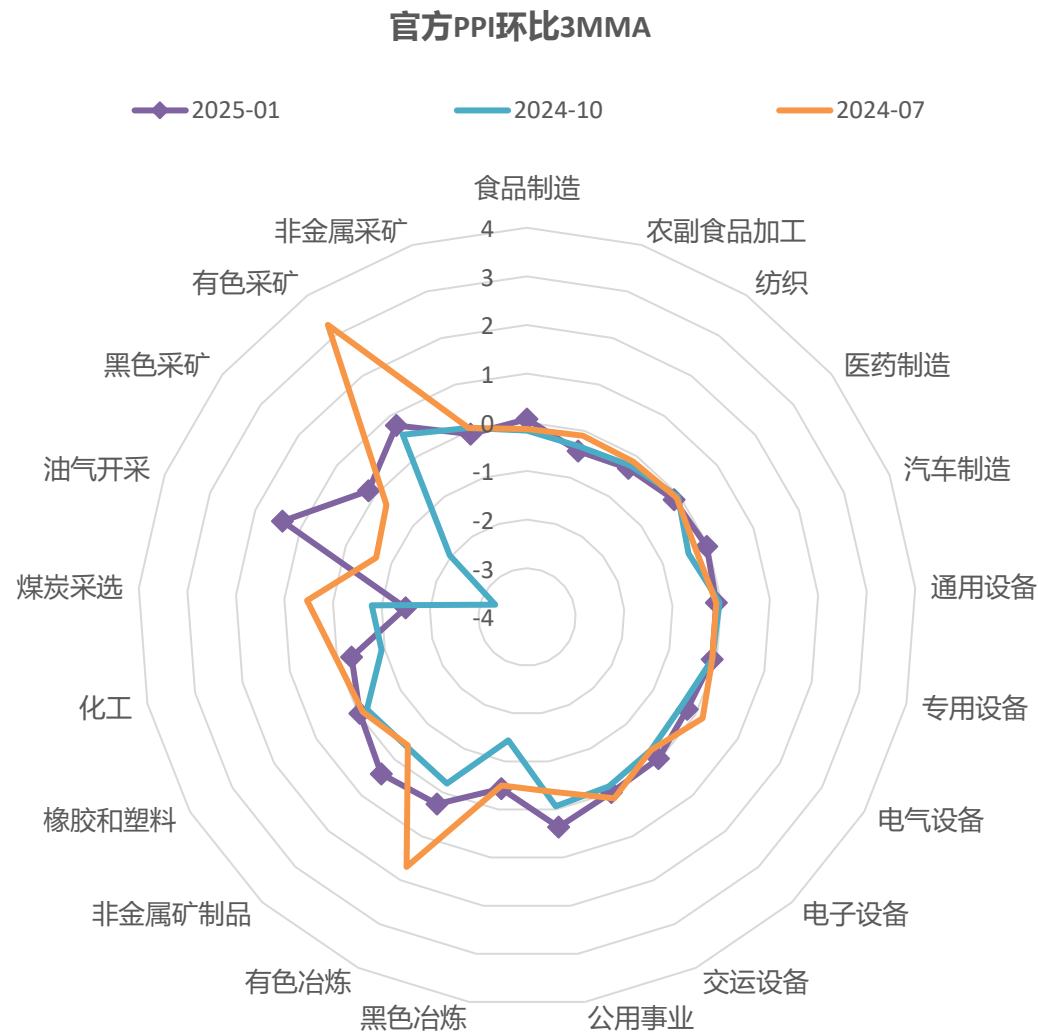
- PPI环比小幅下跌 0.2%，表现稍弱于季节性，但与去年同期保持一致，因此同比增速跌幅仍维持在2.3%。价格对企业名义产出、营收和利润的负面影响依然存在。
- PPIRM跌幅仍维持在-2.3%。PPI与PPIRM差值也连续3个月保持0%不变，下游相对上游利润变动节奏仍基本一致。



- 1月行业PPI延续分化格局，此前持续走若的行业同比跌幅多数加大。上游和中游原材料行业均呈现类似特征，中游加工组装和下游行业变动相对较小，多数行业仍为负增长，通缩改善尚不明显。
- 产业链角度看，能化相关跌幅继续收窄，仍与国际油价反弹带动有关。黑色上游和中游价格跌幅均进一步扩大，有色涨幅也出现收窄，均受到相关商品持续走弱影响。主要制造行业仍为小幅下跌，其中电子制造业跌幅继续收窄态势，汽车制造短期改善。
- 1月PPI走弱仍主要与大宗商品价格波动有关，且品种分化更多作用在行业层面。从节奏上看，1月下旬开始能化、黑色商品价格冲高回落，有色相对强势，将继续影响行业PPI表现，增加行业PPI分化程度。同时由于临近春节，供需修复节奏放缓，也不利于产出价格反弹。但汽车行业PPI价格修复值得关注。

官方PPI同比	下游行业					中游行业											上游行业				
						加工组装					原材料										
日期	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电力、热力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业
2025-01	-1.80	-4.30	-1.70	-1.10	-3.10	-1.20			-1.80	0.20	-1.50	-10.70	9.30	-0.20	-1.40	-4.00	-10.10	-1.30	-13.70	18.90	-3.00
2024-12	-1.60	-4.30	-1.70	-0.50	-3.80	-1.00	-1.20	-2.10	-1.90	0.10	-0.70	-9.50	10.00	-0.30	-1.60	-4.80	-8.00	-6.20	-11.40	19.10	-3.00
2024-11	-1.80	-4.70	-1.90	-0.90	-3.10	-1.10	-1.20	-2.40	-2.50	0.20	-0.90	-8.20	9.70	-0.50	-1.80	-5.00	-6.30	-12.50	-9.10	18.50	-3.40
2024-10	-1.80	-5.00	-1.80	-1.10	-3.10	-1.00	-1.20	-2.70	-2.90	0.20	-1.80	-7.50	8.30	0.10	-1.90	-5.60	-5.60	-14.60	-7.70	16.30	-4.70
2024-09	-1.60	-4.90	-1.50	-1.20	-2.30	-1.00	-1.00	-3.10	-2.80	0.50	-2.20	-11.10	5.90	1.20	-1.70	-4.10	-2.60	-10.10	-6.50	15.90	-5.10
2024-08	-1.50	-4.00	-1.10	-0.90	-2.20	-1.00	-0.80	-3.00	-2.40	0.60	-2.20	-8.00	7.60	0.90	-1.80	-1.20	-0.10	-3.30	0.70	17.10	-5.10
2024-07	-1.10	-2.70	-0.80	-1.20	-2.10	-1.10	-0.80	-2.80	-2.60	0.50	-1.90	-3.70	10.60	0.10	-1.90	0.30	0.30	6.70	3.80	18.10	-5.60
2024-06	-1.10	-2.20	-0.70	-1.00	-2.30	-1.00	-0.70	-2.90	-2.10	0.00	-2.00	-2.10	11.50	-1.60	-2.10	-0.60	-1.60	8.00	5.90	17.00	-6.90
2024-05	-1.10	-3.40	-0.60	-0.70	-2.00	-0.80	-0.60	-3.00	-1.90	0.00	-1.80	-3.70	8.90	-2.00	-2.40	-3.40	-9.00	9.40	4.60	13.50	-8.80
2024-04	-1.20	-3.60	-0.70	-0.70	-2.00	-0.80	-0.70	-4.20	-2.00	-0.10	-2.10	-8.50	3.60	-2.30	-2.50	-5.40	-14.20	9.40	0.60	7.60	-9.00
2024-03	-1.20	-4.40	-0.70	-0.60	-1.50	-0.50	-0.80	-4.30	-2.50	-0.40	-1.70	-7.20	0.60	-2.00	-2.80	-6.30	-15.00	6.30	6.70	3.40	-8.10
2024-02	-0.90	-3.80	-0.80	-0.50	-1.50	-0.50	-0.90	-4.50	-2.10	-0.50	-2.60	-4.90	-0.20	-2.30	-3.00	-6.60	-14.70	4.20	12.10	4.50	-7.70
2024-01	-0.70	-3.80	-1.30	-0.30	-1.50	-0.50	-0.60	-4.20	-3.00	-0.40	-0.50	-2.90	0.60	-2.10	-3.10	-6.10	-16.00	3.40	16.10	6.90	-8.00

- 1月PPI环比下跌且弱于季节性，同比跌幅维持不变。价格对企业名义产出、营收和利润的负面影响依然存在。PPI与PPIRM差值也连续3个月持平，下游相对上游利润变动节奏仍基本一致。
- 1月PPI走弱仍主要与大宗商品价格波动有关，且品种分化更多作用在行业层面。从节奏上看，1月下旬开始能化、黑色商品价格冲高回落，有色相对强势，影响行业PPI表现，增加行业PPI分化程度。同时由于临近春节，供需修复节奏放缓，也不利于产出价格反弹。但汽车行业PPI价格修复值得关注。
- 2月以来的逻辑相似但现象相反，金属价格上行、能化价格走弱，后期商品价格波动或仍将令PPI高度分化，产出总体输入性通缩缓解但暂时没有根本改善。此外节后开工节奏也将影响价格。预计PPI环比和同比将能够迎来改善。此外，今年低基数影响价格同比的程度将减弱，新涨价/跌价因素影响将上升。长期来看，全球经济、政策尤其国内需求修复节奏，以及商品供给波动均为大宗商品价格和PPI的主要影响。





CONTENT 目录

第一部分 经济基本面与宏观供需

第二部分 价格水平变动情况

第三部分 货币与财政政策

第四部分 汇率与商品市场波动

央行1月公开市场净投放明显增加，现金增量带动储备货币大幅上升，但有效准备金增量有限。

商业银行扩表放慢，主要是金融系统拖累。对实体经济仍在扩表，尤其是对政府扩表明显。金融系统承接政府债务增量超过政府融资增量，或表明其从非银和实体购入大量政府债。

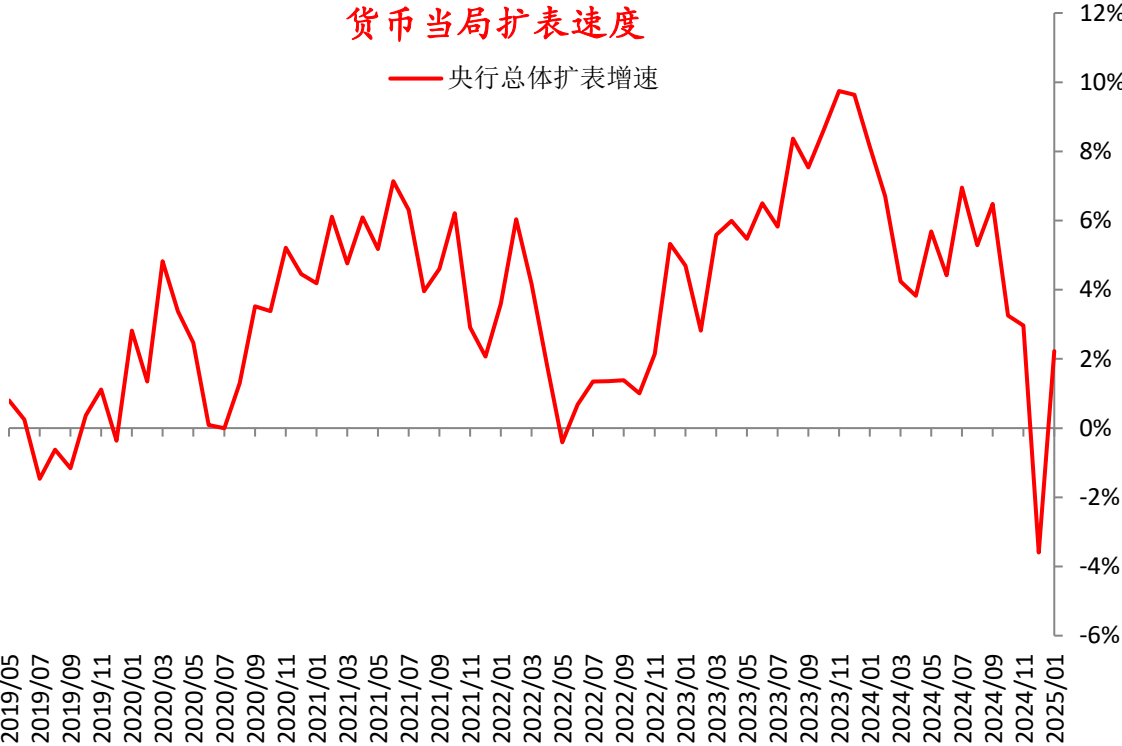
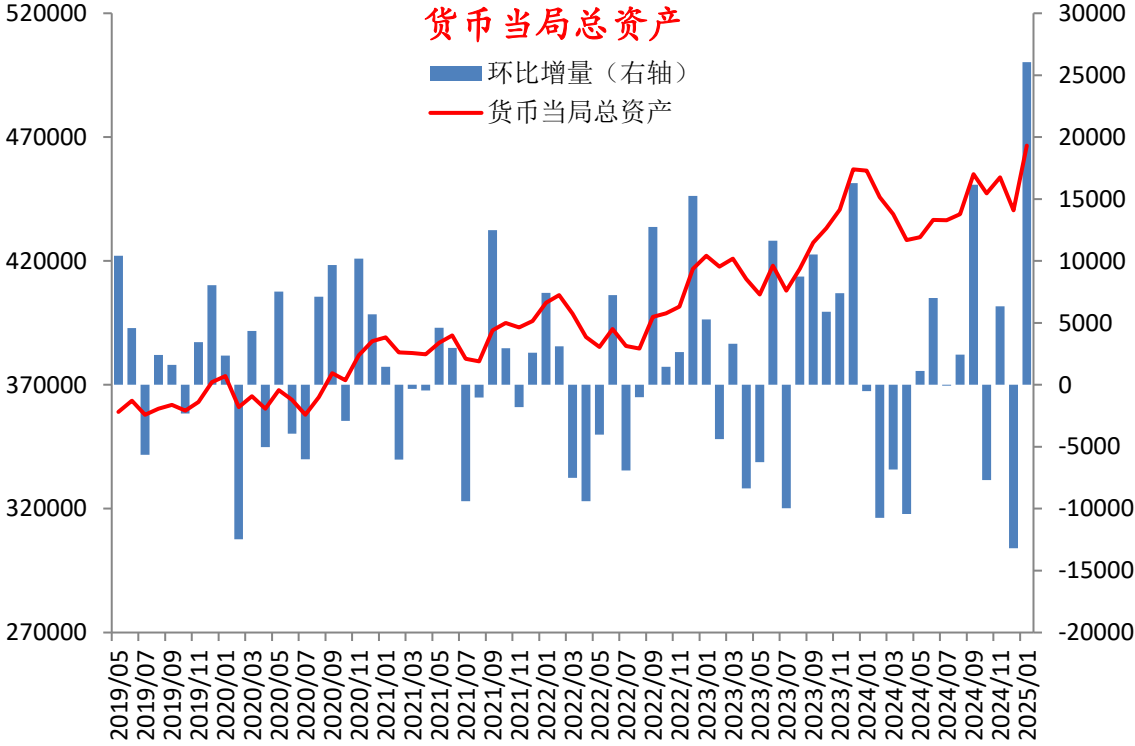
实体经济层面看，贷款增量超季节性，并带动社融明显增长。财政政策增量在节前有所减慢，但政府融资仍是社融的重要推力。春节后政府融资净增量逐步加速，有助于2月社融增长。此外，表外融资中委托、信托贷款较高则与地产销售和行业融资环境变动有关。

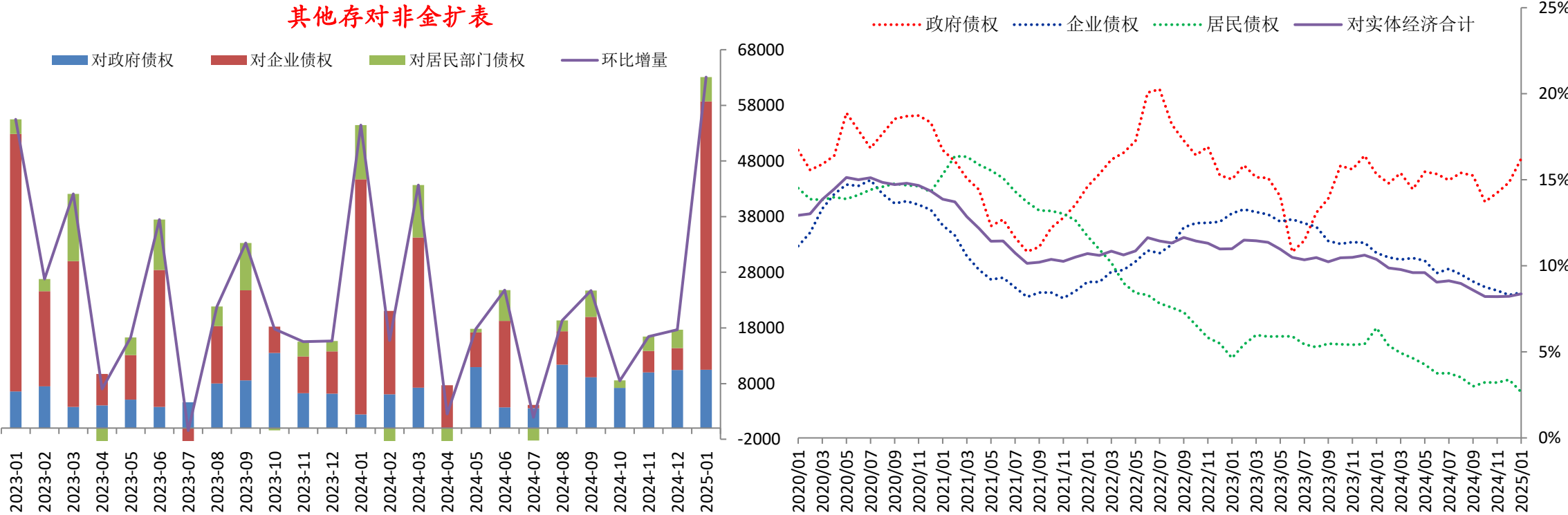
存款方面，信贷收支表口径下总体存款符合季节性，居民偏高、企业偏低，居民活期高、企业活期低是两大特征。

实体经济资金从企业流向居民速度季节性加快，企业总体流动性略偏紧。M2维持稳定反应流动性总供给变动不大。

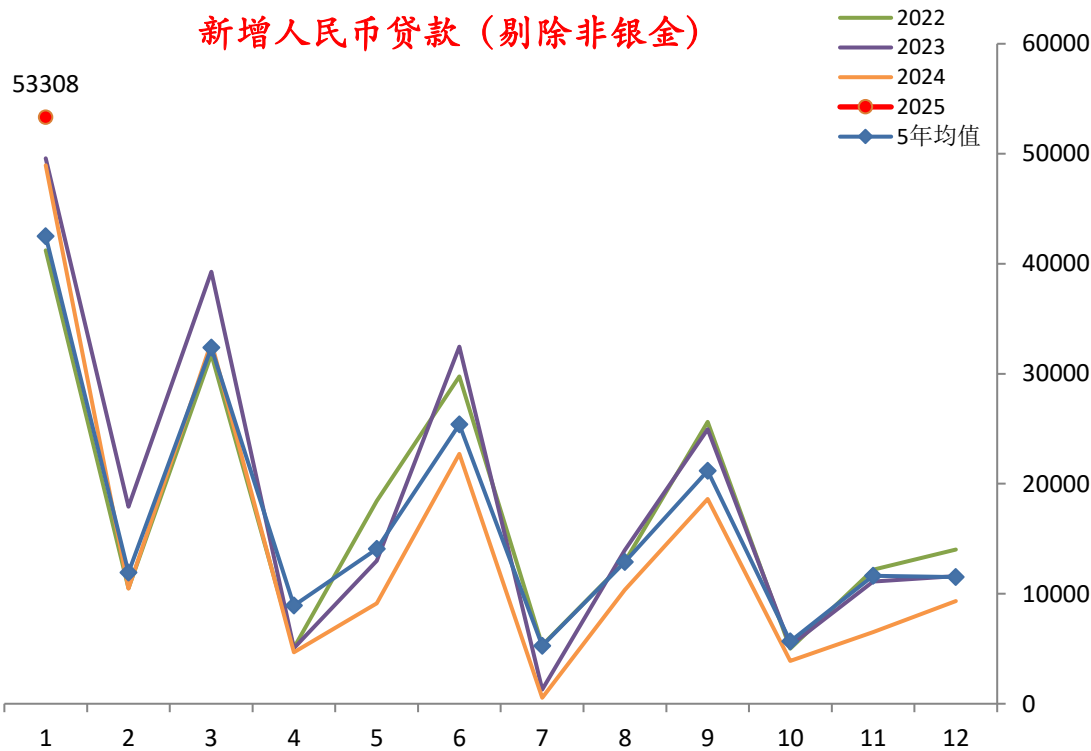
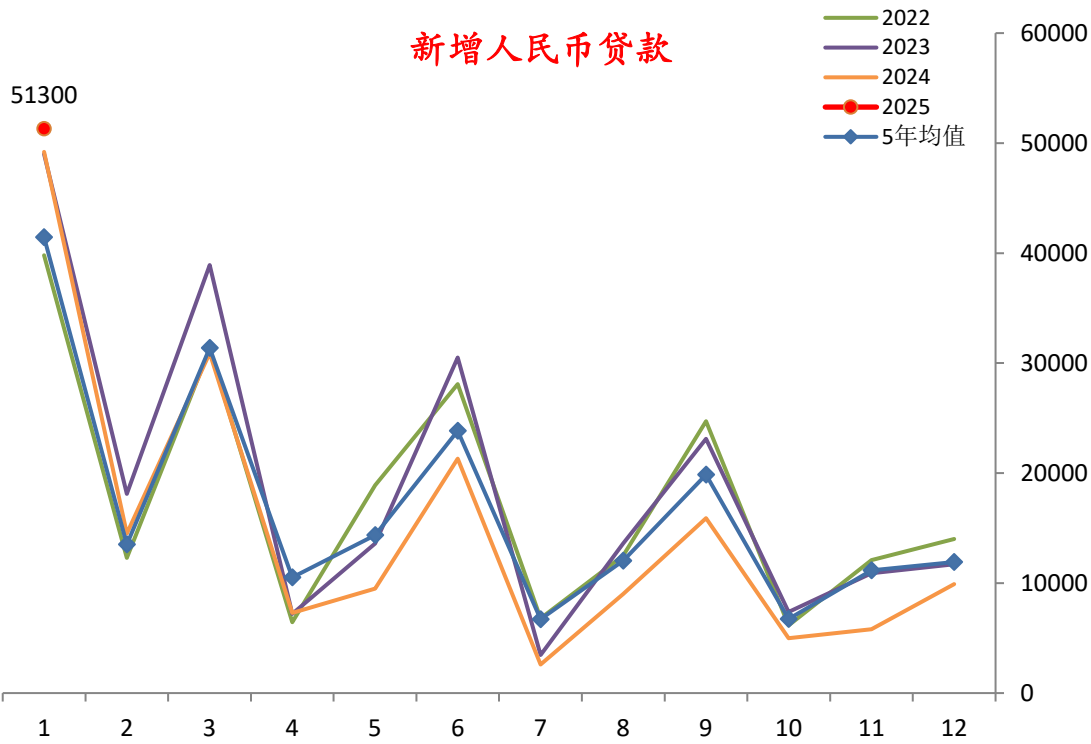
总体上看，春节带来的季节性因素导致现金和准现金大幅变动。广义社融增速稳中有升，二季度开始受低基数影响或加速回升。货币信贷增速差持续放大，M2增速回落、社融增速加快均有影响，等待上行趋势重新确认。从流动性角度看，无风险收益率与货币信贷增速差缺口弥补后，后者暂时没有对利率的向下带动。经济预期暂时不强，但价格改善预期和政策预期仍在，资产荒逻辑延续性风险2月已经开始反映在无风险收益率反弹中。

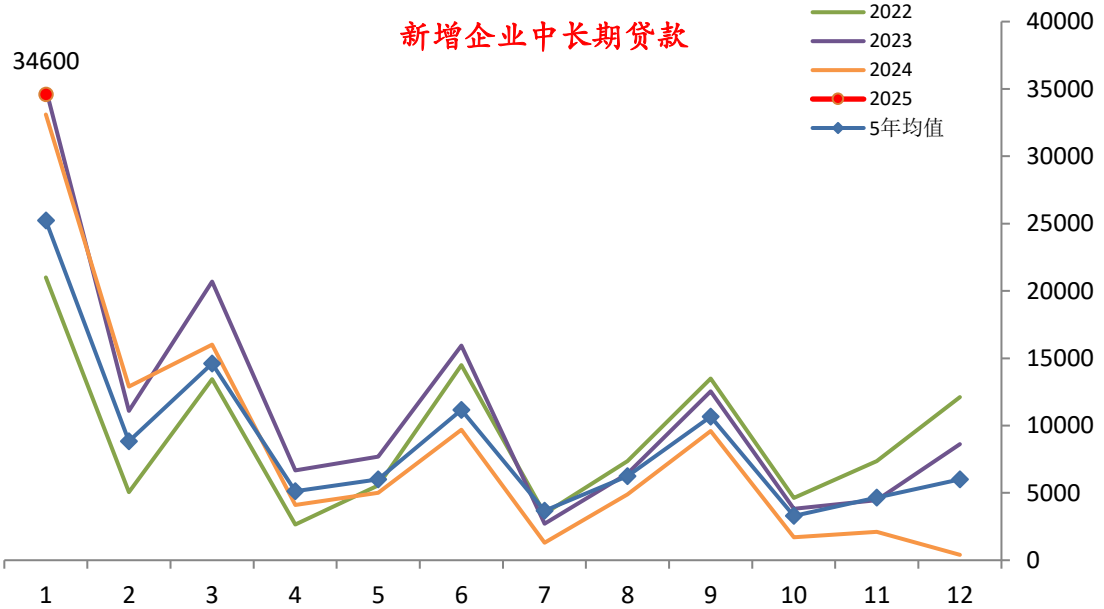
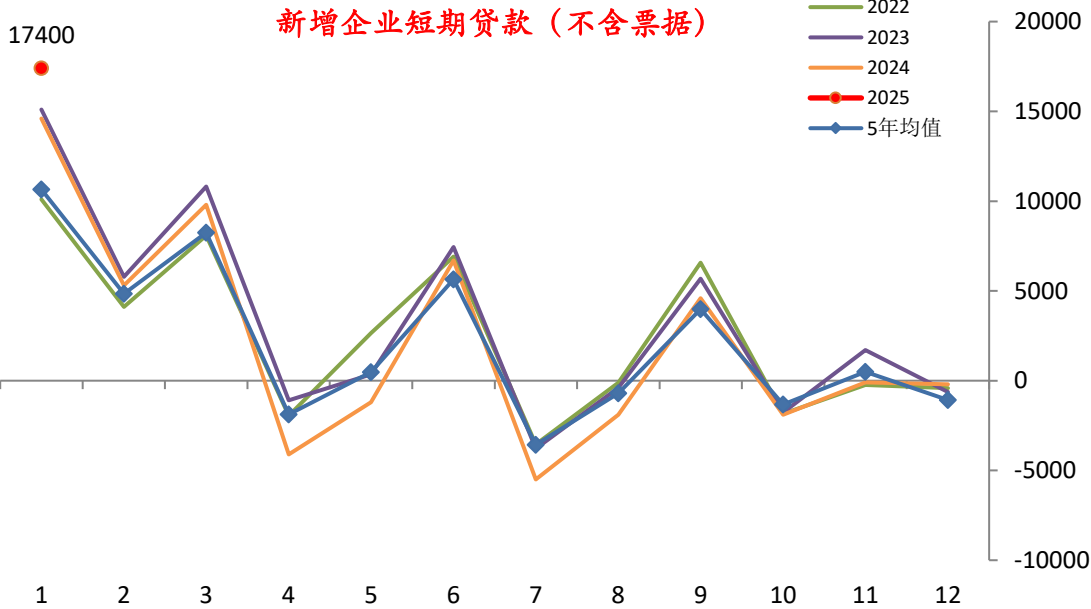
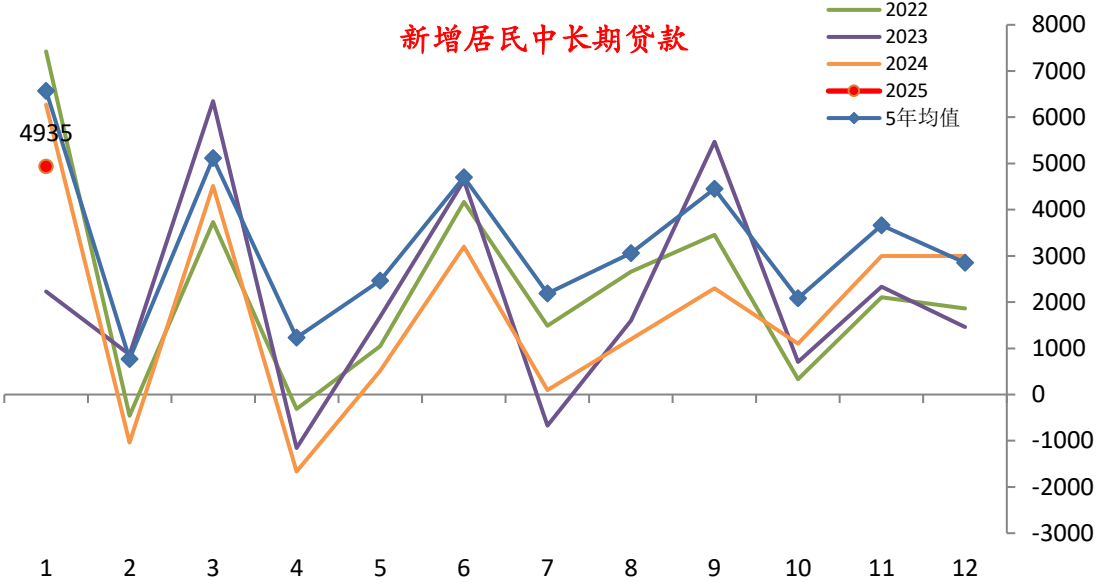
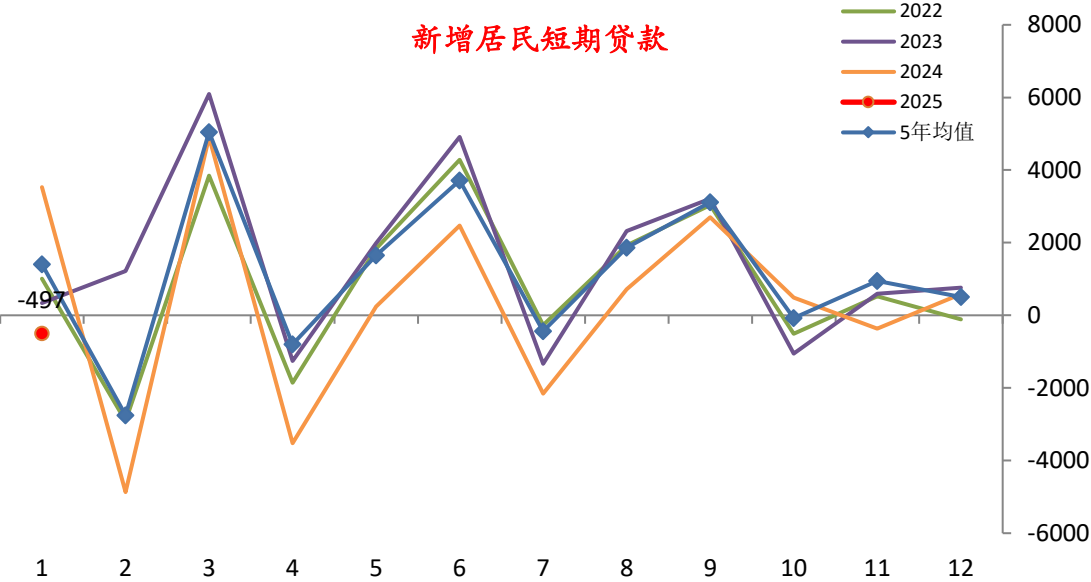
近期情况看，3月初两会将是下一个政策出台时间点，财政赤字率、特别国债发行量、地方专项债增量是市场关注的焦点。结合2月资金面偏紧、风险偏好回升等情况看，无风险收益率短期反弹后上行压力仍未完全释放。

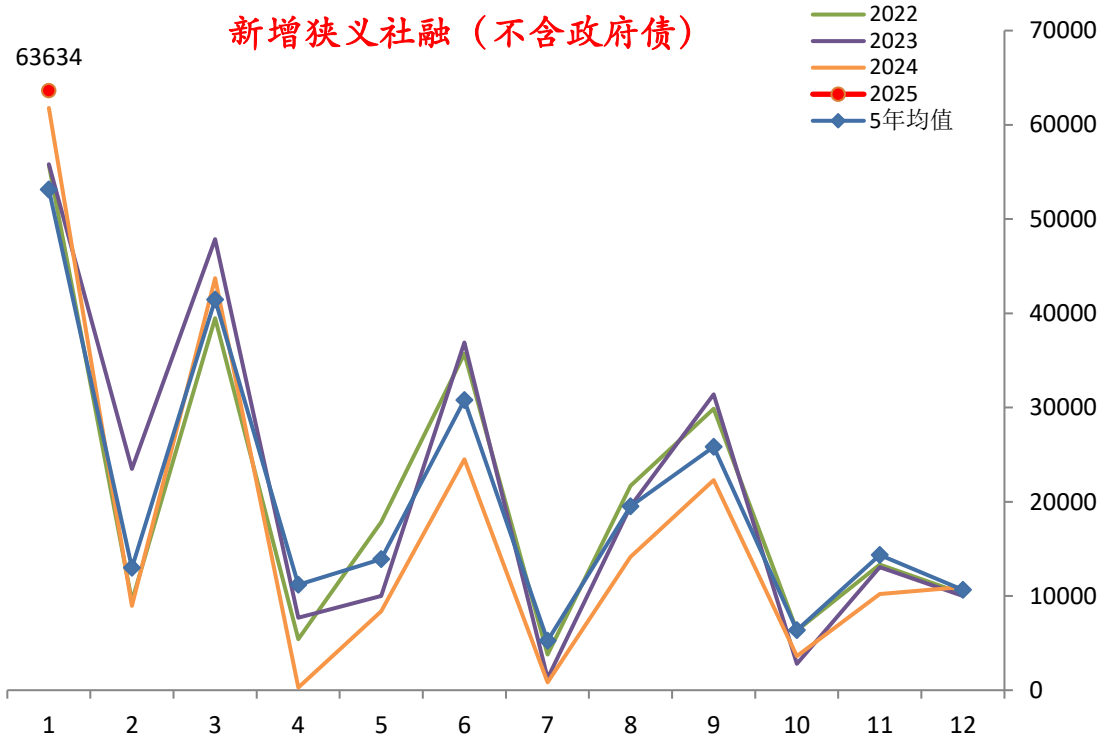
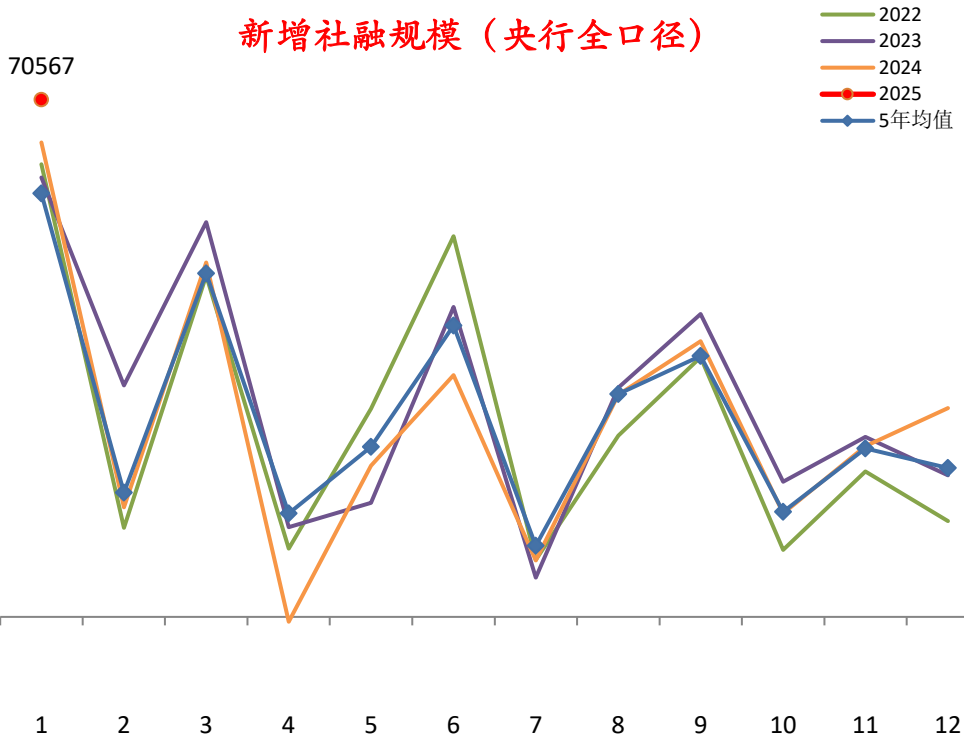




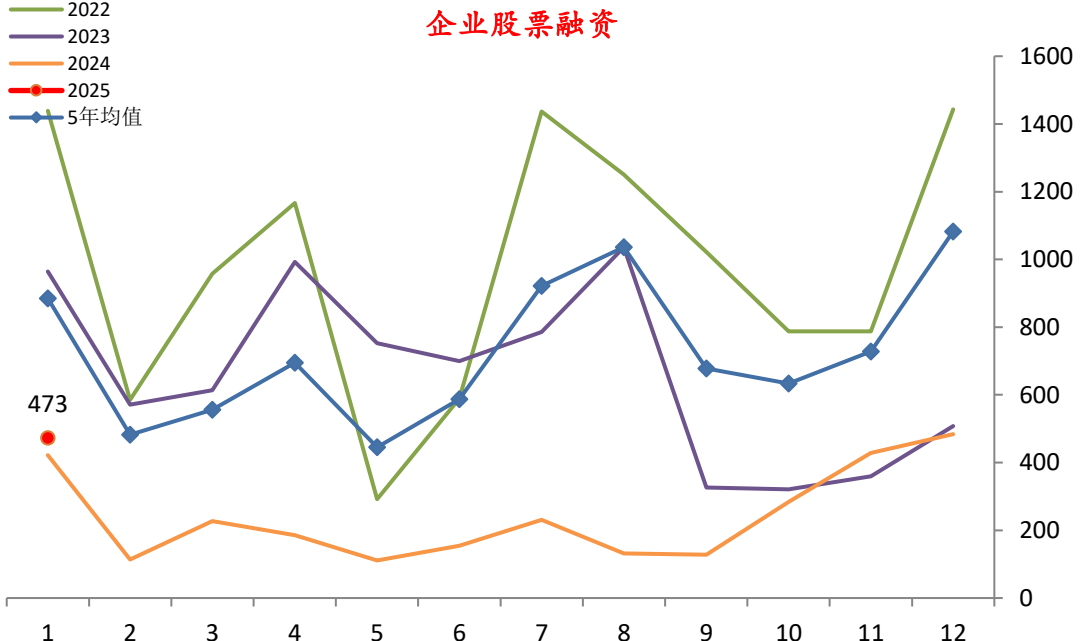
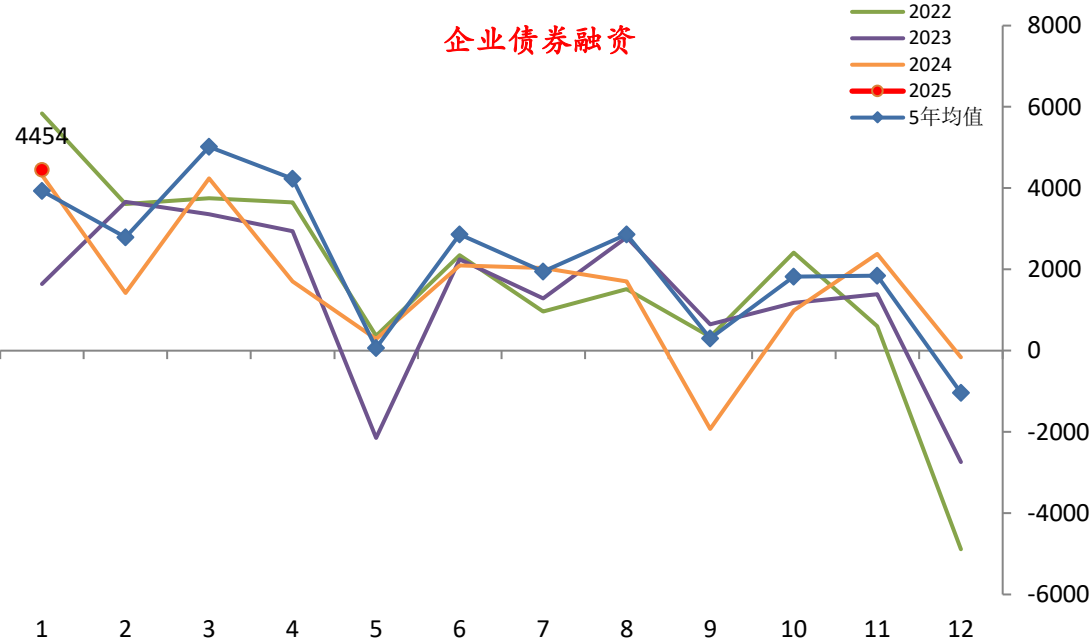
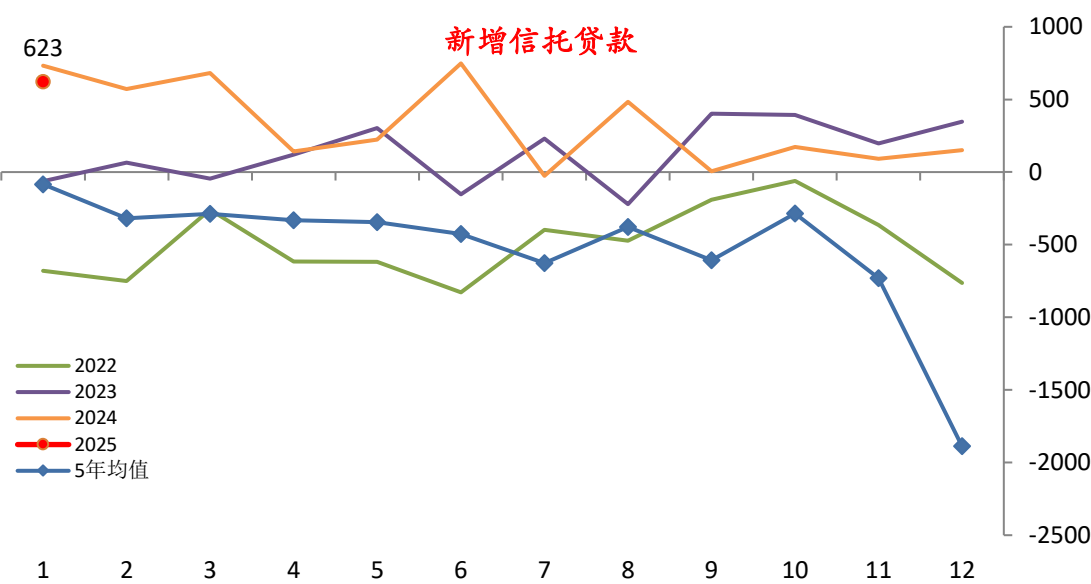
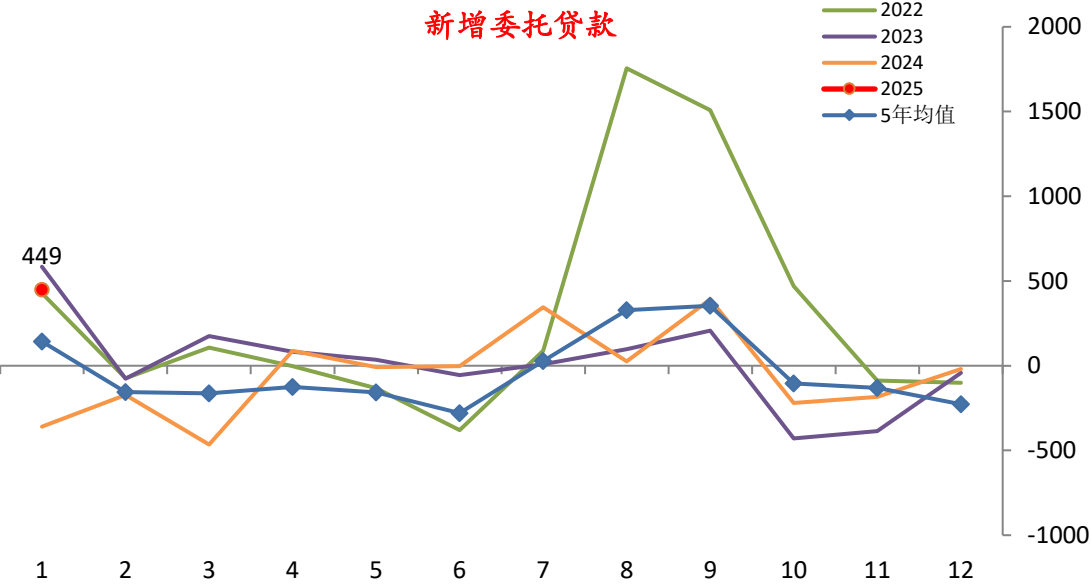
*均为同比，政府债权（红色）位于右轴，其他位于左轴

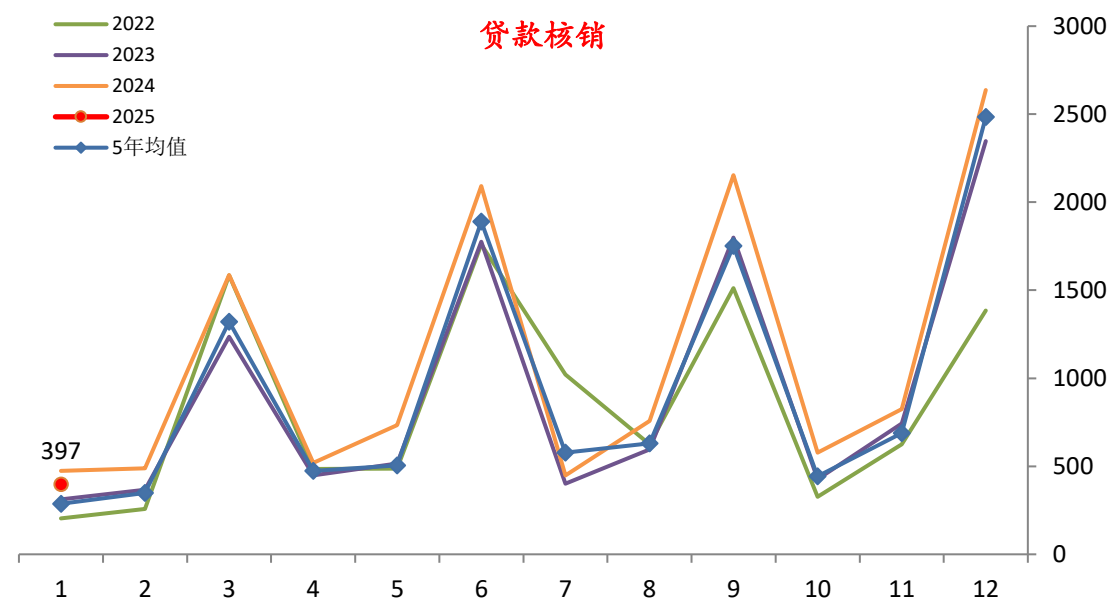
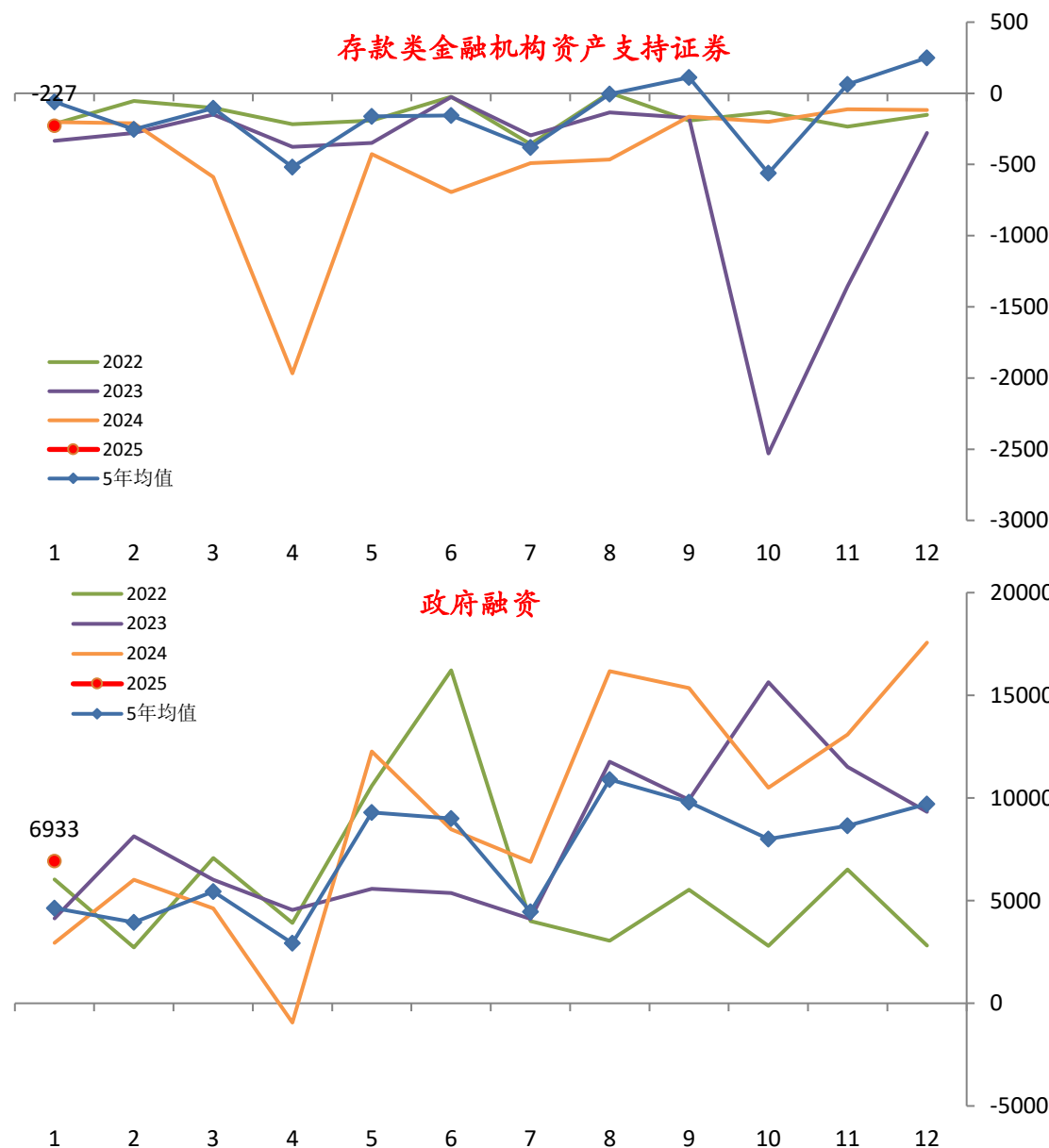




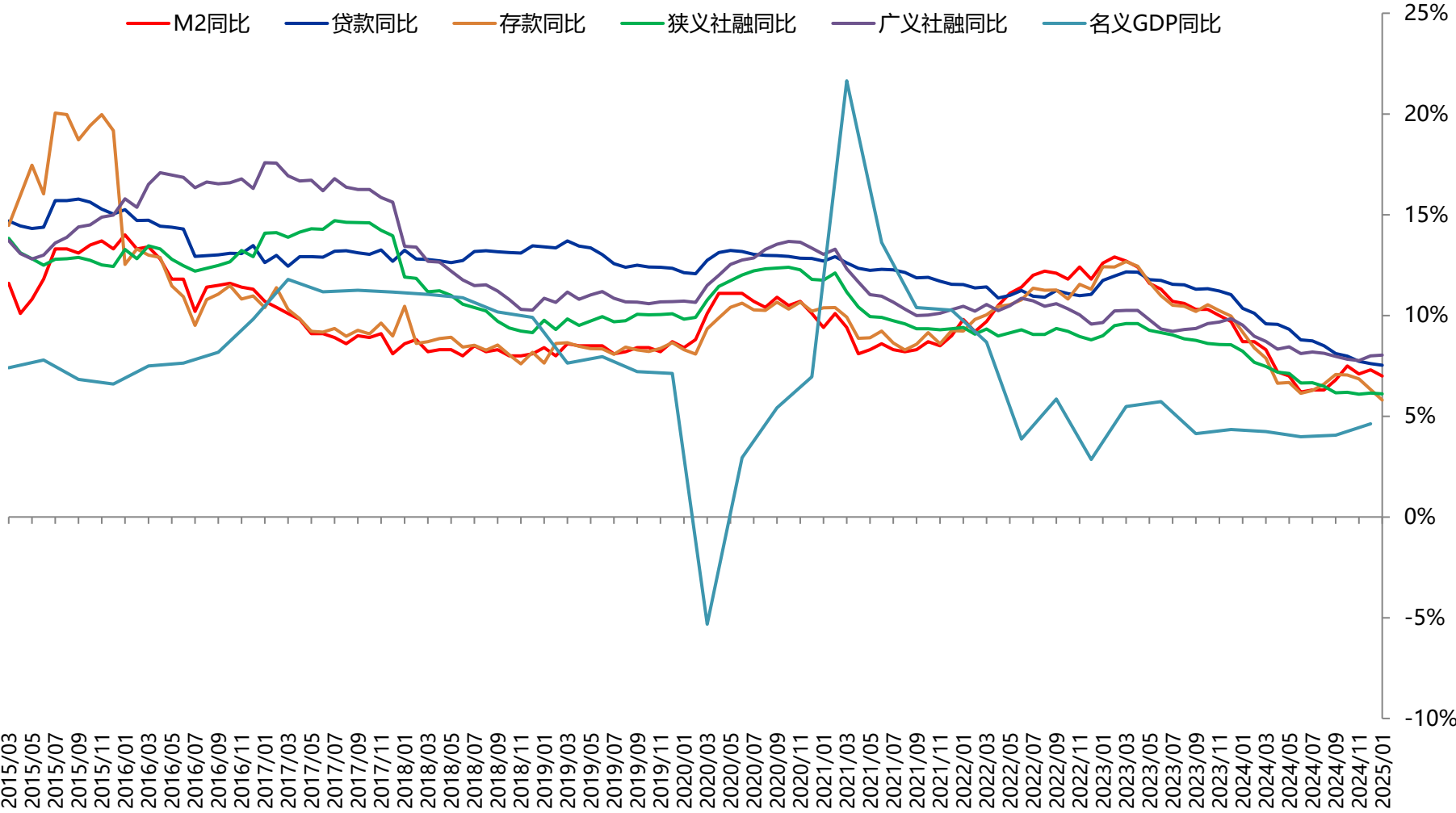


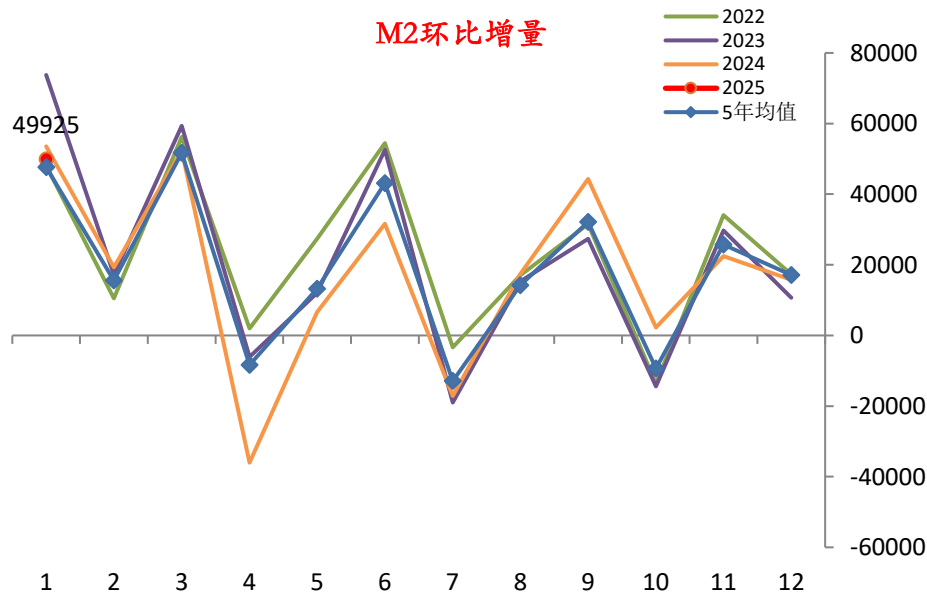
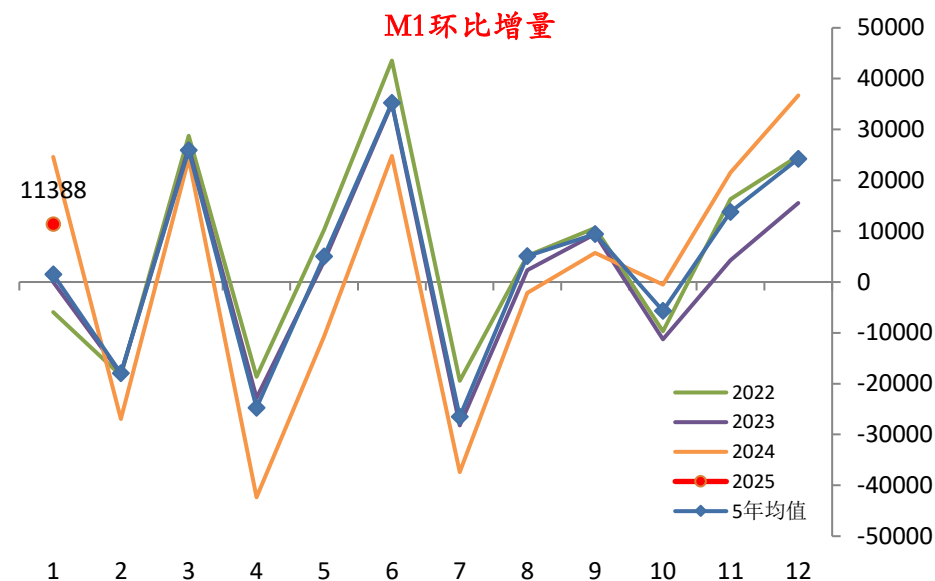
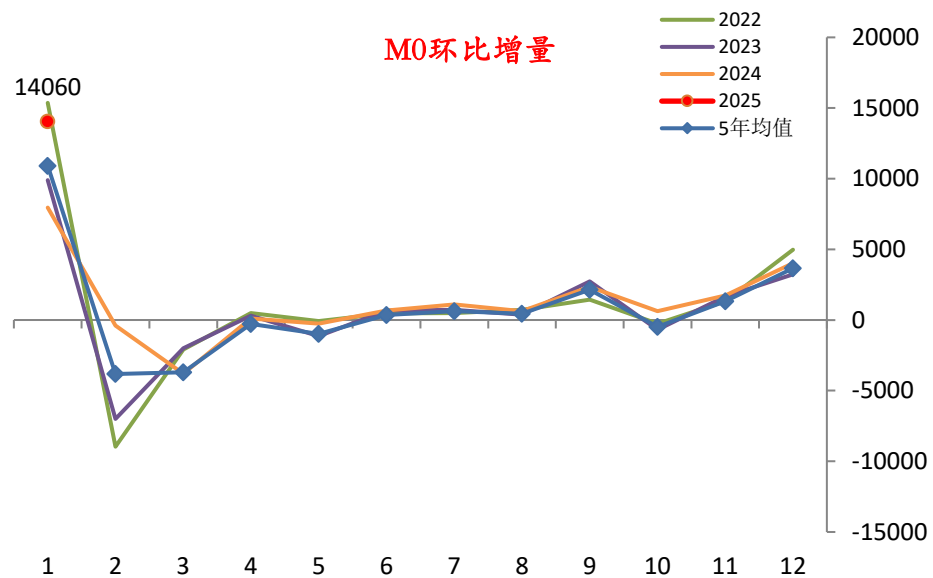
• 新口径下的社融可直接视作广义社融，狭义社融=广义社融-政府债





- 2019年12月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标。指标数值为托管机构的托管面值。该数据与Wind中统计的国债+地方专项债+政府支持机构债略有差异。





- 2022年12月起，“流通中货币(M0)”含流通中数字人民币。
- 2025年1月起，M1将包含个人活期存款、非银行支付机构客户备付金，成为实际上的“宽口径M1”。
- 上述M1计算依据：2024年1月后为官方数据，2023年12月前为原M1+居民活期+非金融机构存款。
- 如未特别说明，本报告涉及的M1存量、M1增量、M1环比、M1同比等历史数据，均按照上述口径进行计算。

美联储政策转向给出
国内宽松空间

9月24日三部委一揽子政策

- 货币政策：全面降息降准
- 地产政策：全面调降存量房贷利率，全面调降购房首付比例
- 资本市场：设立互换便利5000亿元和再贷款3000亿元，引导资金入市

9月26日中央政治局会议

- 历史少有的9月政治局会议讨论经济问题，态度根本转变（“战略定力”）
- 确认三部委一揽子政策，提升至中央高度

10月8日发改委政策

- 强调政府投资和预算下达
- 对实体经济提供融资支持
- 引导长期资金入市，公募基金改革

10月12日财政部政策

- 变相承诺将增发国债，一次性增加债务限额以加速地方债置换
- 暗示还有进一步增加赤字、举债空间

10月17日住建部等政策

- 取消或下放购房限制权，降低房屋置换税费
- 新增100万旧改货币化安置
- 增加“白名单”项目信贷规模到4万亿

11月8日结束的人大常委会

- 6万亿地方专项债限额增量
- 8000亿*5年新增专项债专项额度

12月9日中央政治局会议

- 货币政策正式转向
- 财政政策加大宽松
- 稳定楼市股市（稳预期）

12月中央经济工作会议

- 延续中央政治局会议基调，丰富政策细节
- 财政货币双宽松方向不变
- 进入第二个政策观察期（真空期）

2025年

- 3月4日、5日开始“两会”
- 中央政治局会议（4月、7月）

美国总统选举前后的
特朗普交易时期

1~3月特朗普上台后的
第一个政策落地期



CONTENT 目录

第一部分 经济基本面与宏观供需

第二部分 价格水平变动情况

第三部分 货币与财政政策

第四部分 汇率与商品市场波动

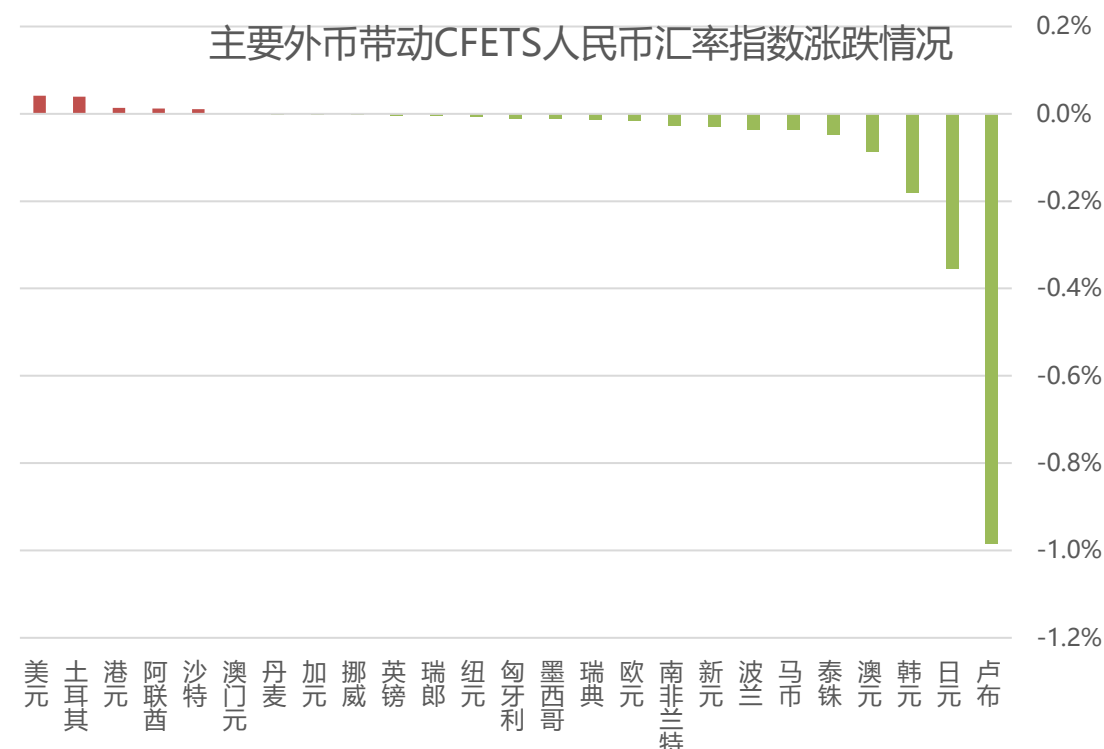
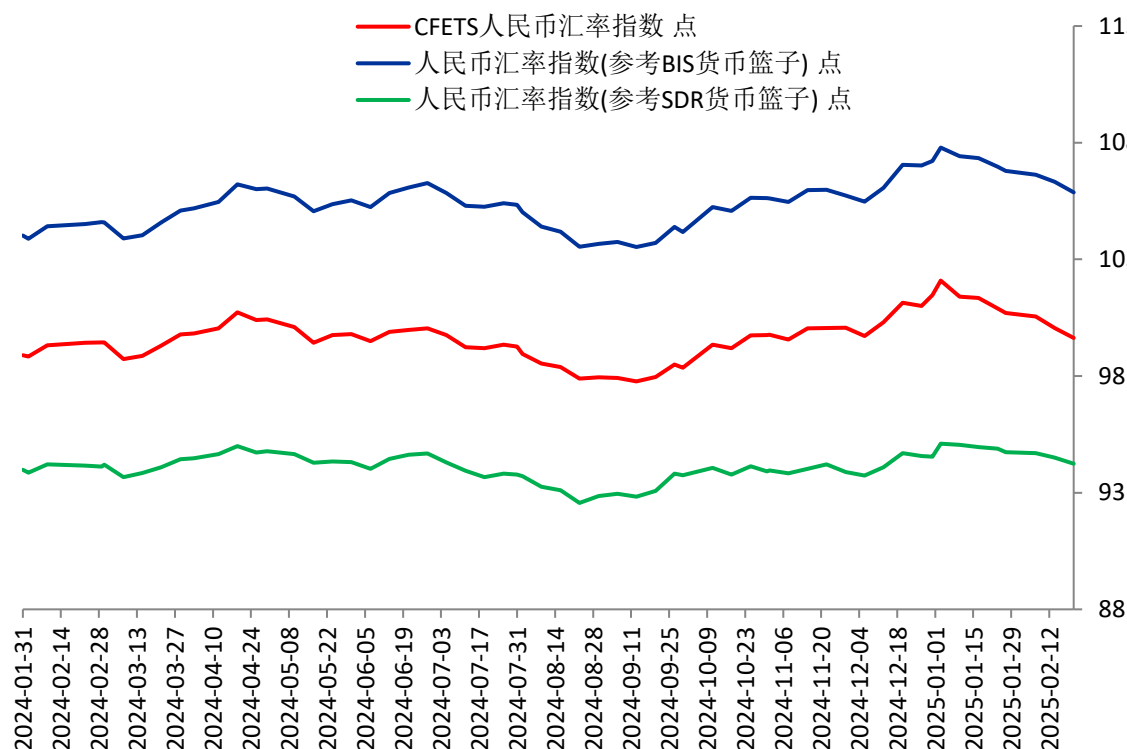
今年以来，人民币汇率基本呈现反弹走势。从美元兑人民币汇率来看，1月初短期内承接去年四季度以来的贬值趋势继续下行，但1月中旬开始明显反弹，至春节假期期间再度走弱，节后则重回震荡升值走势中。汇率贬值压力有所下降，7.37附近仍为关键支撑位。

从政策角度看，央行在去年底为应对贬值压力采取较强的稳汇率手段，随着今年贬值压力暂时下降，稳汇率压力减小但相关政策没有调整。当前汇率政策仍然以稳为主，并且可能也对国内货币政策产生间接扰动。从影响因素上看，中美利差继续为影响汇率波动的最直接因素。国内利率出现阶段性反弹，同时美债收益率出现回落，中美利差开始反弹，带动人民币升值。此外，这一阶段地缘政治风险变动对汇率影响增加。尤其是1月20日受到特朗普上台对华政策强硬程度不及预期，汇率大幅走强。

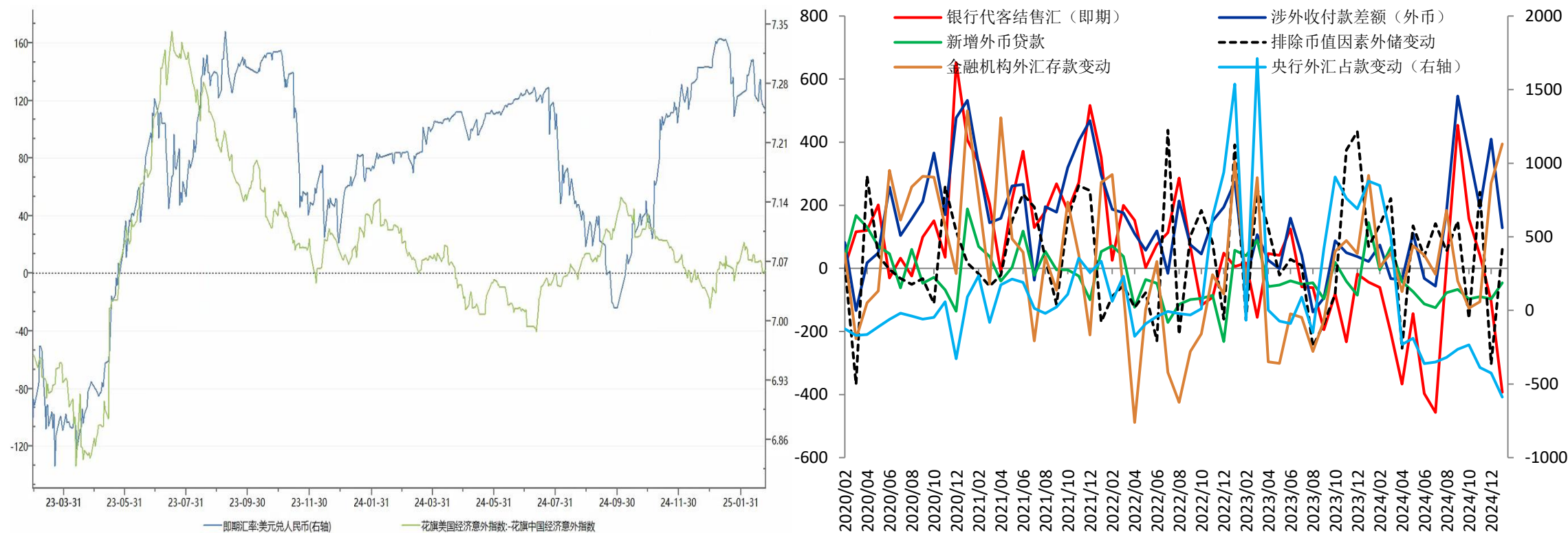
随着主要的人民币汇率利空因素释放完毕，央行稳汇率政策仍在显效，汇率短期维持稳定甚至升值的可能性仍在。年内来看，中美利差波动仍具有不确定性，地缘政治风险可能跟随特朗普政府重新聚焦对华政策而放大，尤其是中美贸易冲突影响仍未排除，人民币汇率仍存在贬值压力。

预计7.37仍是关键的底部，如果未来人民币汇率跌穿该位置，央行继续加码政策的概率不低。而上方高点预计在6.97附近，即使汇率出现持续升值，超过该位置的可能性也不大。

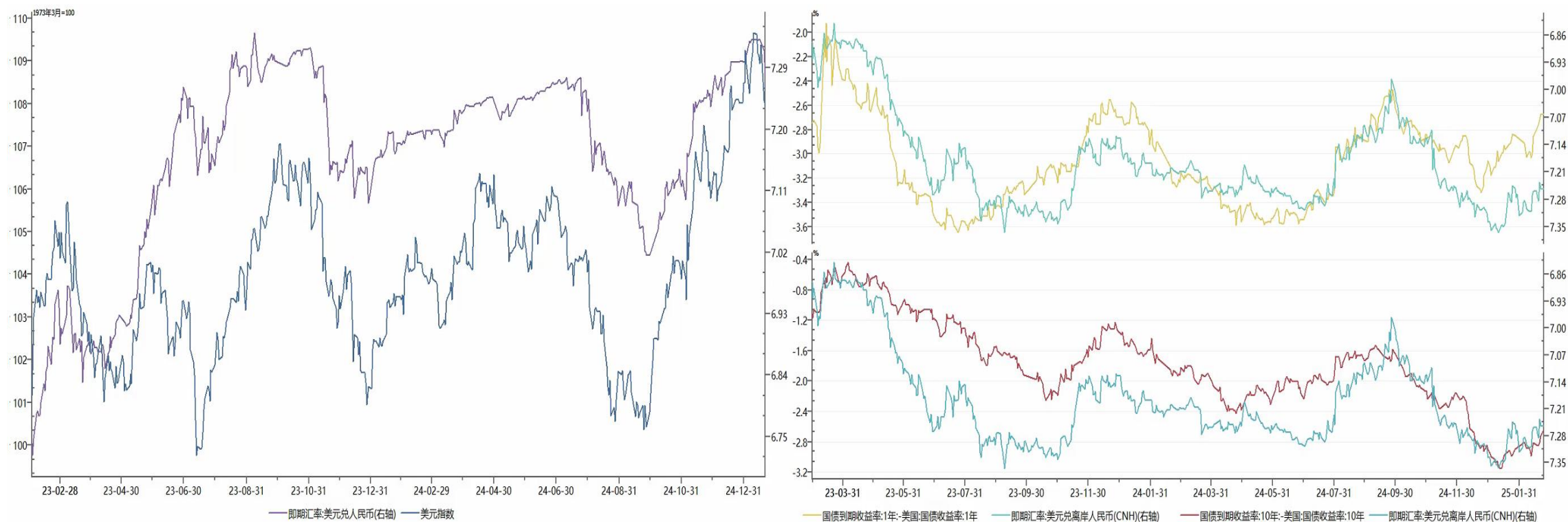
- 今年以来，人民币汇率基本呈现反弹走势。从美元兑人民币汇率来看，1月初短期内承接去年四季度以来的贬值趋势继续下行，但1月中旬开始明显反弹，至春节假期期间再度走弱，节后则重回震荡升值走势中。汇率贬值压力有所下降，7.37附近仍为关键支撑位。
- CFETS、BIS、SDR等篮子下主要人民币汇率指数均有一定走弱，从CFETS篮子来看，人民币相对大部分货币贬值，尤其相对卢布、日元、韩元、澳元、泰铢贬值最多，但相对美元、土耳其里拉、港元、阿联酋迪拉姆、沙特里亚尔升值。
- 从政策角度看，央行在去年底为应对贬值压力采取较强的稳汇率手段，随着今年贬值压力暂时下降，稳汇率压力减小但相关政策没有调整。当前汇率政策仍然以稳为主，并且可能也对国内货币政策产生间接扰动。



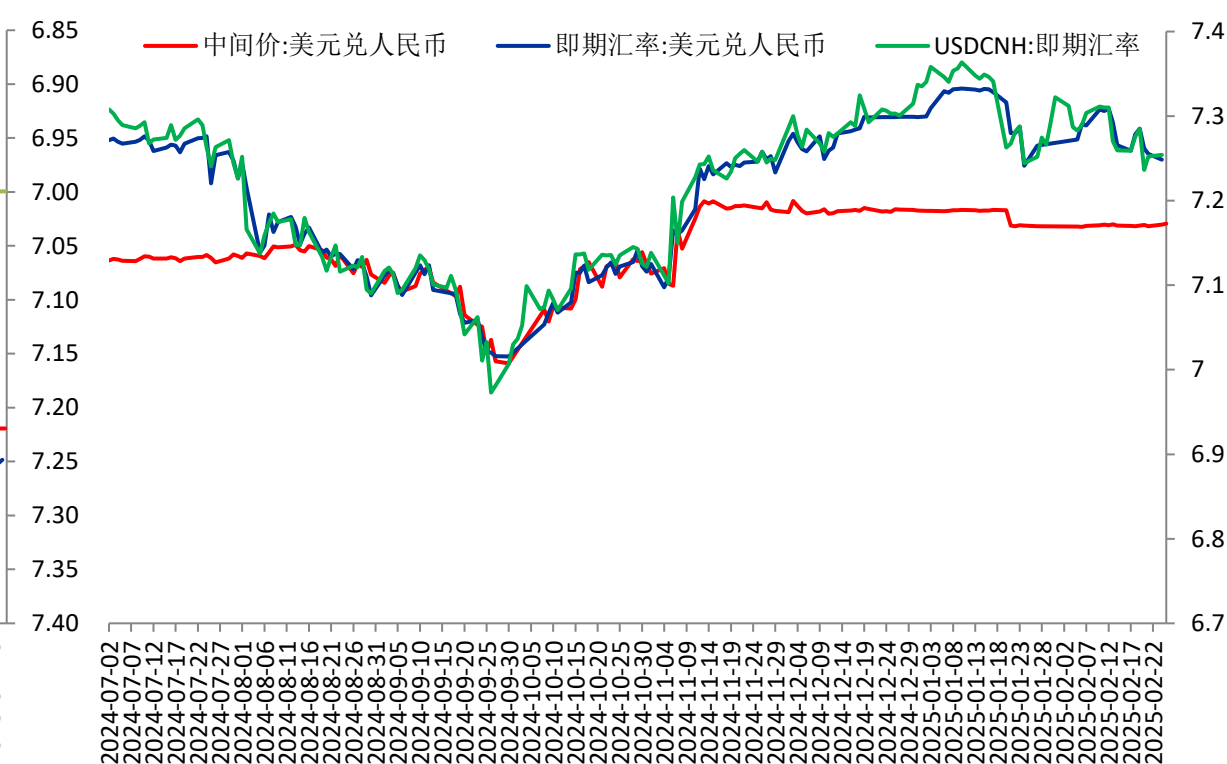
- 从基本面角度看，今年以来中美偏离预期程度接近，主要经济指标和主要经济指标预期波动较为接近，该因素对汇率影响幅度暂时有限。
- 从外汇流动性来看，1月主要指标表现差异较大。银行代客结售汇、外汇占款净流出幅度扩大，涉外收付款流入减小，外币贷款流出减少，外汇存款增量扩大。情况表明，春节前出口增加但结汇力量并未明显增强。



- 从影响因素上看，中美利差继续为影响汇率波动的最直接因素。国内利率出现阶段性反弹，同时美债收益率出现回落，中美利差开始反弹，带动人民币升值。
- 之前美联储放慢降息步伐，且国内风险偏好下降，是导致中美利差下行的主要原因。而今年以来，第一点利空已经阶段性出尽，第二点随着政策预期上升、短端资金紧张、风险偏好回升也出现明显松动。
- 此外，这一阶段地缘政治风险变动对汇率影响增加。尤其是1月20日受到特朗普上台对华政策强硬程度不及预期，汇率大幅走强。

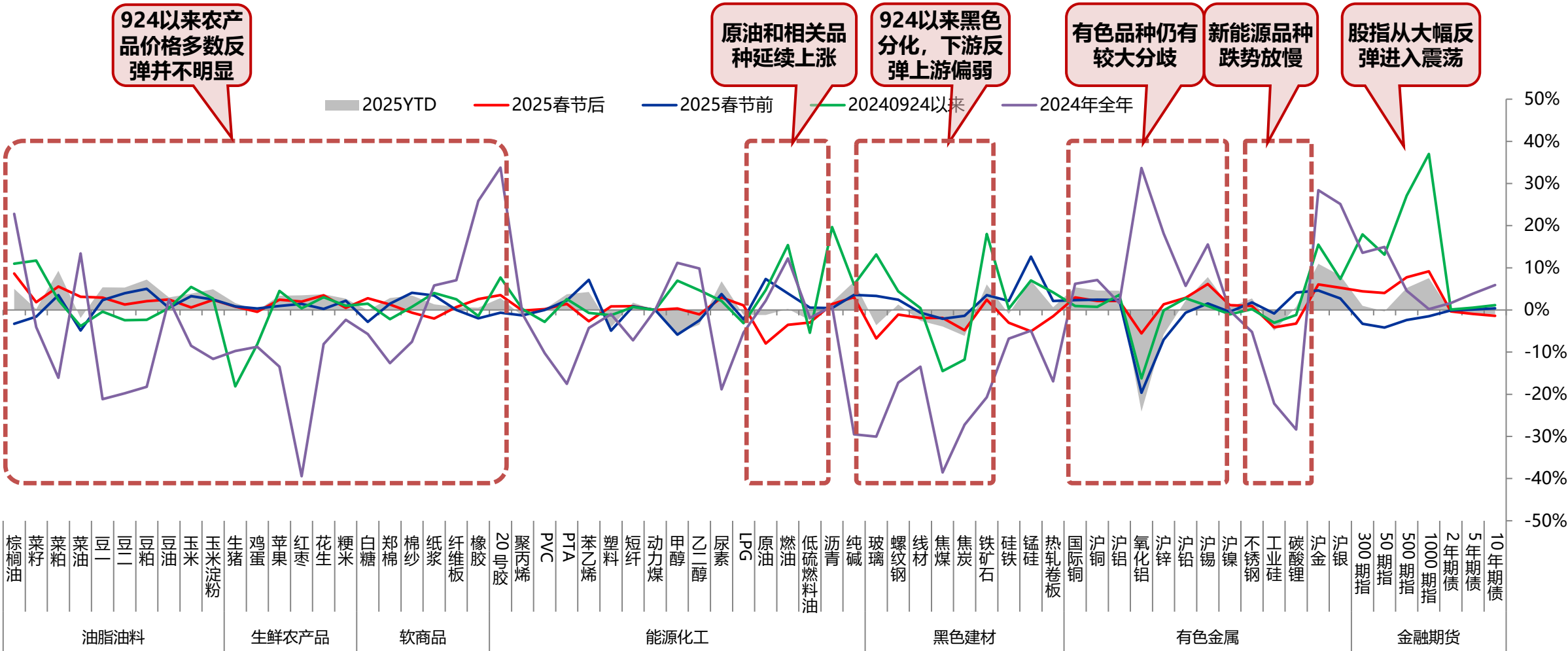


- 随着主要的人民币汇率利空因素释放完毕，央行稳汇率政策仍在显效，汇率短期维持稳定甚至升值的可能性仍在。年内来看，中美利差波动仍具有不确定性，地缘政治风险可能跟随特朗普政府重新聚焦对华政策而放大，尤其是中美贸易冲突影响仍未排除，人民币汇率仍存在贬值压力。
- 预计7.37仍是关键的底部，如果未来人民币汇率跌穿该位置，央行继续加码政策的概率不低。而上方高点预计在6.97附近，即使汇率出现持续升值，超过该位置的可能性也不大。



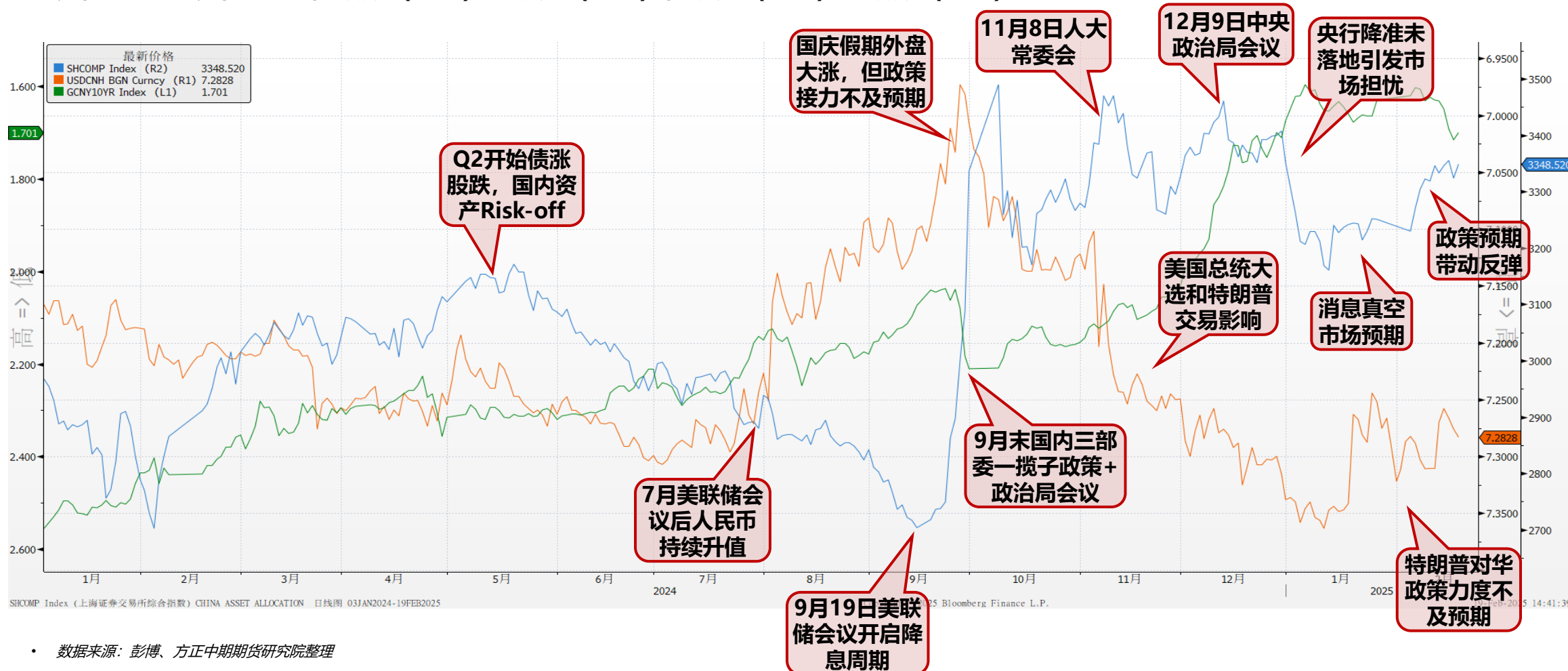
商品市场基本跟随经济基本面运行，去年9月24日以来的总体反弹进入震荡阶段。品种之间仍然延续较大的分化，尤其是农产品价格多数反弹并不明显，与其价格本身受到经济周期影响相对较小有关。原油和相关品种延续上涨，更多受到海外定价因素影响，但该涨势更多集中在春节以前，节后国际油价冲高回落带动内盘价格下跌。黑色继续分化态势，下游反弹、上游偏弱态势不变，且前期明显的卷板强于螺纹进一步修复。有色品种仍有较大分歧，铜、铝等品种维持强势，与外贸短期韧性有关。新能源金属跌势减慢但暂无明显反弹。股指则从大幅反弹进入震荡阶段，国债高位回落，市场风险偏好有所回升。

从大类资产角度看，政策预期带动的风险偏好波动是资产价格的主要影响因素，预期炒作更有利于股市，弱现实则更多作用在商品，造成风险资产中股市强于商品的情况。随着3月两会临近，政策预期将到达顶峰，随后需警惕风险资产冲高回落。后期如果经济修复方向延续，尤其是地产如果能出现一轮修复，则商品跟随经济现实阶段性反弹的概率将上升。



• 数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

- 国内：央行、金监总局、证监会一揽子宽松政策（9月24日）——中央政治局会议（9月26日）——其他部委政策跟进（10月）——人大常委会（11月8日）——中央政治局会议（12月9日）——国内政策真空期——“两会”3月初
- 海外：美联储进入降息周期（9月18日）——美国大选（11月4日）——美联储会议（12月19日）——美国新总统就职（1月20日）——美联储会议（1月30日）
- 风险偏好↓→风险偏好↑，预期（股市）>现实（商品），现实（商品）>预期（股市）。





谢 谢！

方正中期期货有限公司

北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层

- 本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。