

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

非农似弱却不弱

报告日期:

2025年2月10日

报告内容摘要:

◆**国内经济:** 年后的第一周, 市场首先反应假期期间的信息。Deepseek 崛起后, 各方对于中国人工智能领域的发展信心大增, 基于这方面的讨论激增。同时, 由于两会临近, 尽管当前讨论并不太多, 但市场对此的关注度相对提升。由于前期市场已对政策预期有较多的期待, 预期超预期的可能性不太高, 只要加码政策符合预期, 其实就是大利好。

◆**房地产高频跟踪:** 本周新房销售延续季节性, 二手房市场挂盘价指数反弹, 后期均需观察。新房观察小阳春销售情况, 二手房观察止跌企稳状态能否到来。

◆**国债:** 年后资金利率开始回落, 但绝对值上依然处于偏高位置, 我们认为资金面情况短期看央行态度, 但整体上持续偏紧的资金面不太可能一直维持, 资金面的放松有望带来短期债券利率的下行, 导致曲线呈现牛陡状态。目前 10 年期国债利率再次来到 1.6% 关口, 需警惕央行态度。整体上, 我们预期一季度很有可能迎来降准或降息, 债牛仍在持续。

◆**美国:** 1 月非农新增就业人数低于预期, 但考虑到前两个月上修幅度更大, 以及洛杉矶大火和严寒天气影响, 1 月数据并不弱。整体来看, 1 月数据扰动较多, 并不能说明什么, 但从 3 个月移动平均值来看, 就业市场似乎有所改善。从目前情形看, 我们认为这种情况不一定可持续。毕竟职位空缺数已越来越少, 主动离职率和裁员率均低, 市场属于流动性不太好的状态。假如这种状态打破, 就业市场可能迎来走弱时刻。

◆**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、	两会政策预期开始酝酿.....	3
二、	房地产政策效果跟踪——春节效应主导.....	4
三、	资金利率高位回落，国债利率曲线整体下移.....	5
四、	美国非农：短期数据不弱.....	6

表目录

表 1:	地方两会预期 (%)	3
表 2:	美国 1 月非农及分项	6

图目录

图 1:	一线城市成交面积延续季节性回升 (7DMA)	4
图 2:	二线城市成交面积延续季节性回升 (7DMA)	4
图 3:	三线城市成交面积延续季节性回升 (7DMA)	4
图 4:	一线城市挂牌价升，挂盘量降	4
图 5:	二线城市挂盘价升，挂盘量降.....	5
图 6:	三线城市挂盘价升，挂盘量降	5
图 7:	资金利率有所回落 (%)	5
图 8:	资金面紧张程度有所回落，利率整体下移.....	6
图 9:	平均薪资环比增速上升较多 (%)	7
图 10:	平均每周工时低于平台期 (小时)	7
图 11:	新增非农就业人数 3 个月均值走高 (千人)	8
图 12:	职位空缺率走低 (%)	8
图 13:	劳动力市场流动性低 (%)	8

一、两会政策预期开始酝酿

年后的第一周，市场首先反映假期期间的信息。Deepseek 崛起后，各方对于中国人工智能领域的发展信心大增，基于这方面的讨论激增。同时，由于两会临近，尽管当前讨论并不太多，但市场对此的关注度相对提升。由于前期市场已对政策预期有较多的期待，预期超预期的可能性不太高，只要加码政策符合预期，其实就是大利好。

从地方两会工作报告来看，各地对于 2025 年的增速预期相对更加务实，整体较 2024 年有所回落，但全部高于或等于 5% 左右，说明中央将 GDP 增速目标定在 5% 左右的概率更大了。

表 1：地方两会预期（%）

省/直辖市/自治区	2025 年 GDP 目标	2024 年 GDP 目标	2025 年 CPI 目标	2024 年 CPI 目标
北京	5%左右	5%左右	2%左右	3%左右
上海	5%左右	5%左右	2%左右	3%左右
广东	5%左右	5%左右	2%左右	3%左右
江苏	5%以上	5%以上	2%左右	3%左右
浙江	5.5%左右	5.5%左右	2%左右	3%左右
山东	5%以上	5%以上	保持合理水平	3%左右
湖南	5.5%左右	6%左右	与全国一致	3%左右
云南	5%左右	5%左右		3%左右
黑龙江	5%左右	5.5%左右	2%左右	3%以内
西藏	8%左右	8%左右	3%以内	3%以内
天津	5.0%左右	4.5%左右	2%左右	3%左右
重庆	6%左右	6%左右	2%左右	3%左右
河南	5.5%左右	6%左右	2%左右	3%左右
四川	5%左右	6%左右	2%左右	3%左右
湖北	6%左右	6%左右	2%左右	3%左右
陕西	5%左右	5.5%左右	2%左右	3%左右
辽宁	5.5%左右	5.5%左右	2%左右	3%左右
吉林	5.5%左右	6%左右	2%左右	3%左右
安徽	6%左右	6%左右	2%左右	3%左右
福建	5.0%至 5.5%	5.5%左右	2%左右	3%左右
江西	5%左右	5%左右	2%左右	3%左右
广西	5%左右	5%以上	2%左右	3%左右
贵州	5.5%左右	5.5%左右	2%左右	3%左右
青海	5%左右	5%左右	2%左右	3%左右
宁夏	5.5%左右	6%左右	2%左右	3%左右
内蒙古	6%左右	6%以上	2%左右	3%左右
海南	6%以上	8%左右	2%左右	3%左右

新疆	6%左右	6.5%左右	2%左右	3%左右
河北	5%以上	5.5%左右	2%左右	3%左右

资料来源：根据新闻整理 信达期货研究所

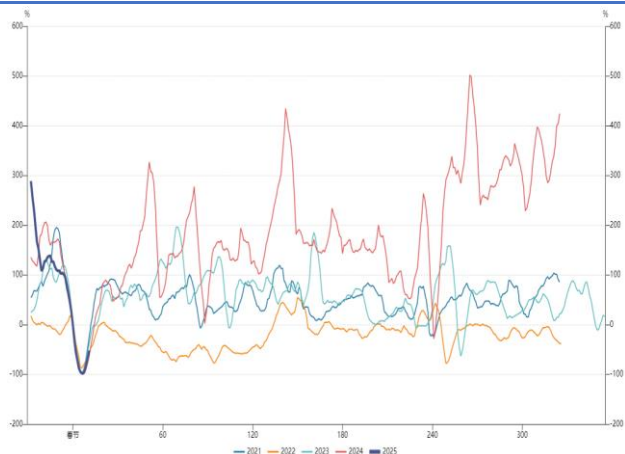
二、房地产政策效果跟踪——春节效应主导

高频数据方面，我们继续重点观察房地产。本周，一、二、三线城市新房销售量延续季节性回升，继续观察，近期先看走势是否会沿着 2022 年路线走，假如是，那么地产市场带来的拖累可能比想象中的大。

二手房方面，截至 1 月 27 日，一、二、三线城市挂盘价指数均较前期有所反弹，后续需观察这种反弹的可持续性。按照历史惯例来看，很有可能只是插曲。二手房市场依然需要等待价格的止跌企稳状态到来。

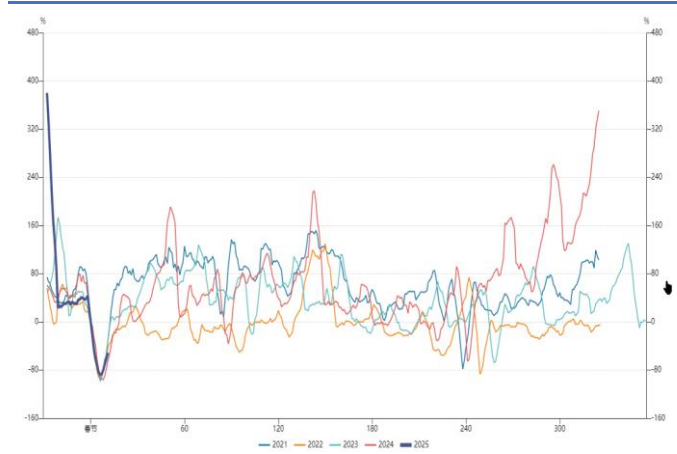
总体来看，新房销售延续季节性，二手房市场挂盘价指数反弹，后期均需观察。新房观察小阳春销售情况，二手房观察止跌企稳状态能否到来。

图 1：一线城市成交面积延续季节性回升（7DMA）



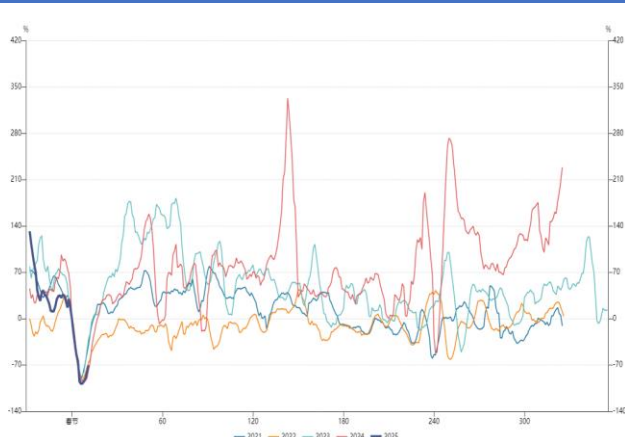
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 2：二线城市成交面积延续季节性回升（7DMA）



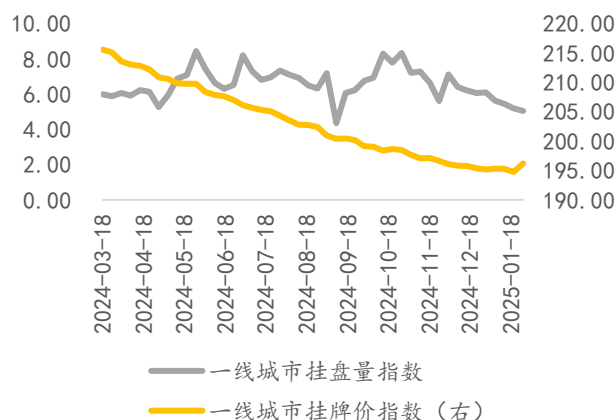
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 3：三线城市成交面积延续季节性回升（7DMA）

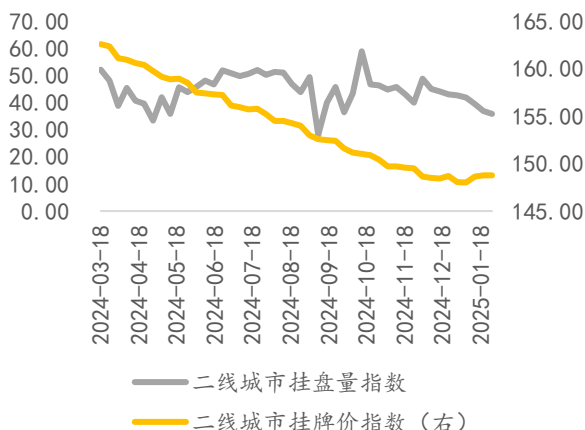


资料来源：Wind 信达期货研究所

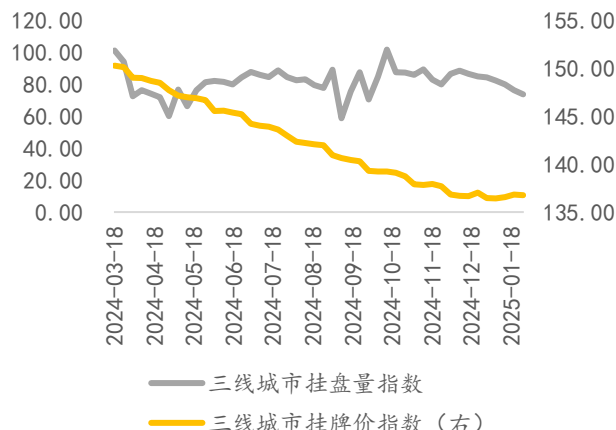
图 4：一线城市挂牌价升，挂盘量降



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 5：二线城市挂盘价升，挂盘量降


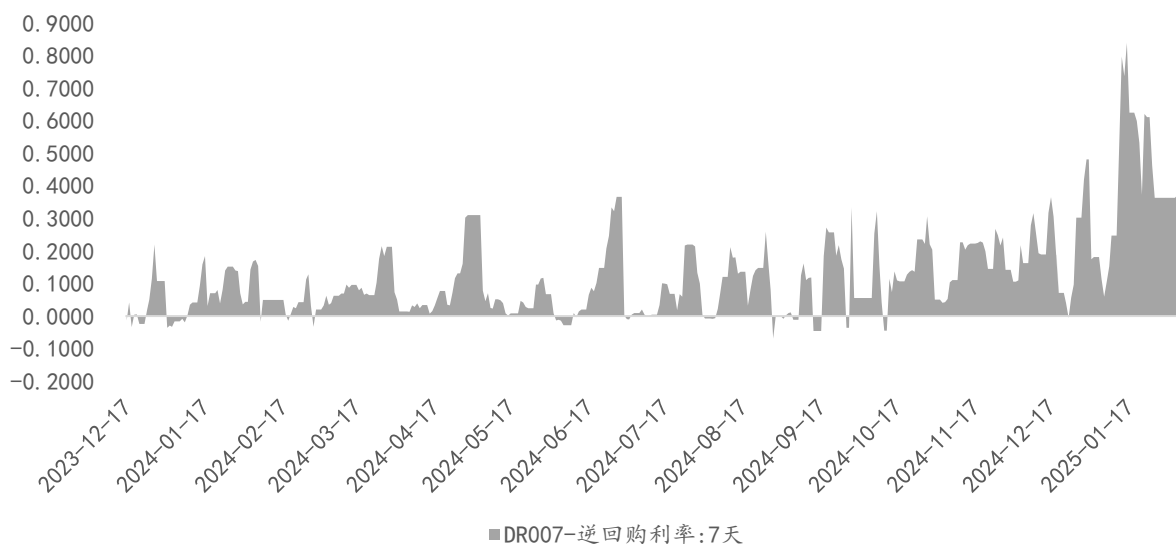
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 6：三线城市挂盘价升，挂盘量降


资料来源：Wind 信达期货研究所

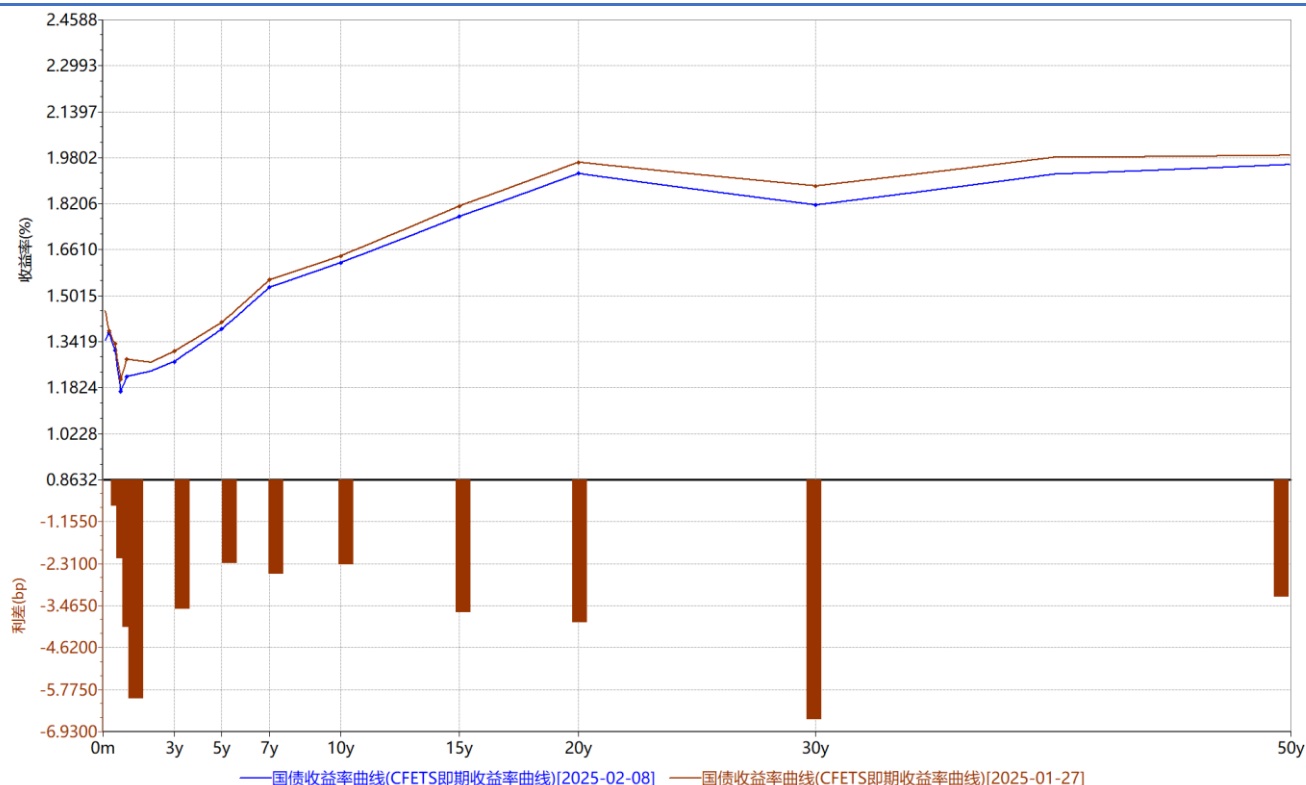
三、资金利率高位回落，国债利率曲线整体下移

年后资金利率开始回落，但绝对值上依然处于偏高位置，我们认为资金面情况短期看央行态度，但整体上持续偏紧的资金面不太可能一直维持，资金面的放松有望带来短期债券利率的下行，导致曲线呈现牛陡状态。目前 10 年期国债利率再次来到 1.6% 关口，需警惕央行态度。整体上，我们预期一季度很有可能迎来降准或降息，债牛仍在持续。

图 7：资金利率有所回落（%）


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 8: 资金面紧张程度有所回落, 利率整体下移



资料来源: Wind 信达期货研究所

四、美国非农: 短期数据不弱

本周最受市场关注的当属非农数据。结果来看, 美国 1 月非农就业人数增加 14.3 万人, 为三个月最低水平, 预期为 17 万人, 去年 12 月和 11 月合计上修 10 万人。由于合计上修人数更多, 且受到洛杉矶大火以及严寒天气影响, 整体而言, 其实数据并不弱。

从行业来看, 政府部门提供的新增就业人数基本变化不大。私人部门中商品生产部门无助力, 服务业新增人数较 12 月有较明显变化。其中专业和商业服务以及休闲和酒店业数据较 12 月下降较多。尽管非农报告中显示洛杉矶大火以及美国其他地区的严冬天气对当月的就业情况“没有明显影响”。但我们认为应该还是受到了扰动。这一点也可以从每周工时以及平均薪资增速看出来。

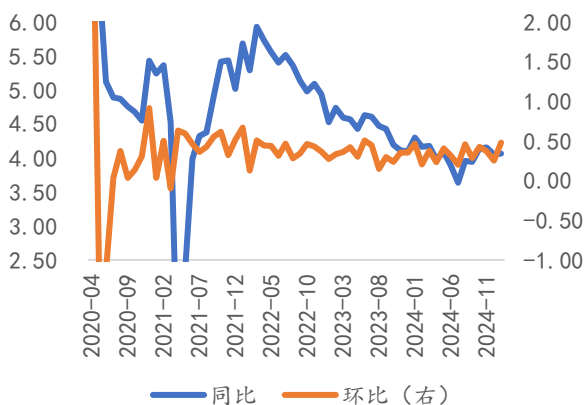
表 2: 美国 1 月非农及分项

行业 (千人)	2025-01	贡献占比 (%)	2024-12	环比变化
新增非农	143	100.00	307	-164
政府	32	22.38	34	-2
联邦政府	9	6.29	6	3
州政府	2	1.40	11	-9
地方政府	21	14.69	17	4
私人	111	77.62	273	-162
商品生产	0	0.00	-2	2
采矿业	-7	-4.90	-3	-4
建筑业	4	2.80	13	-9
制造业	3	2.10	-12	15
耐用品	-3	-2.10	-18	15
汽车及零部件	-9.7	-6.78	-5.4	-4.3
非耐用品	6	4.20	6	0
服务生产	111	77.62	275	-164
批发业	2	1.40	12.9	-10.9
零售业	34.3	23.99	36.3	-2
运输仓储业	1.1	0.77	21.5	-20.4
公用事业	0.1	0.07	-0.8	0.9
信息业	2	1.40	16	-14
金融活动	7	4.90	19	-12
专业和商业服务	-11	-7.69	31	-42
教育和保健服务	61	42.66	82	-21
医疗保健和社会援助	66	46.15	80.7	-14.7
休闲和酒店业	-3	-2.10	49	-52
其他服务业	17	11.89	9	8

资料来源: Wind 信达期货研究所

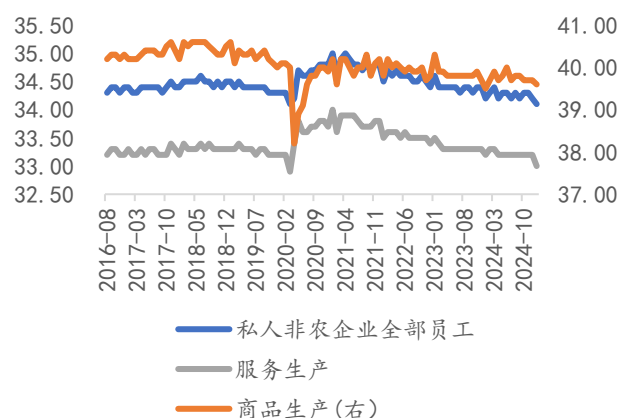
1月平均时薪环比增长0.5%，同比增长4.1%，均高于预期和前值。平均每周工时仅为34.1小时，低于前期运行区间。这些都很有可能是异常变化。假如我们的判断正确，那么2月份的数据就应该会回归正常。毕竟除平均薪资外的其他工资福利数据均显示员工工资呈现下行趋势。

图 9: 平均薪资环比增速上升较多 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 10: 平均每周工时低于平台期 (小时)



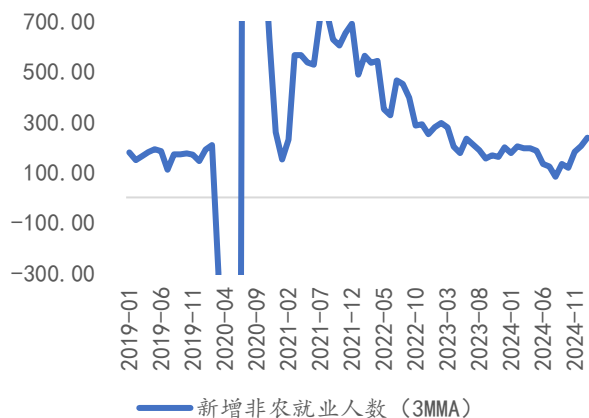
资料来源: Wind 信达期货研究所

1月失业率为4%，预期为持平于4.1%。由于人口调整，失业率与12月数据不完全可比。尽管如此，美国劳工统计局表示，若排除人口调整的影响，失业率仍相比12月有所下降。说明整体劳动力市场依然稳健。

此外，截止2024年3月的12个月数据大幅下修58.9万人，为2009年以来最大下调幅度。但由于8月时初步数据为81.8万，因此其实已经是上修了。加之经济学家预计实际下修幅度可能在60-70万人，这一降幅实际也好于预期。

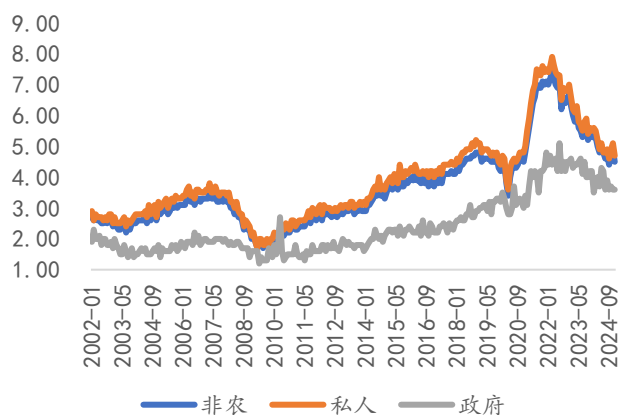
整体来看，1月数据扰动较多，并不能说明什么，但从3个月移动平均值来看，就业市场似乎有所改善。还是观察吧，从目前情形看，这种情况不一定可持续。毕竟职位空缺数已越来越少，主动离职率和裁员率均低，市场属于流动性不太好的状态。假如这种状态打破，就业市场可能迎来走弱时刻。

图 11: 新增非农就业人数 3 个月均值走高 (千人)



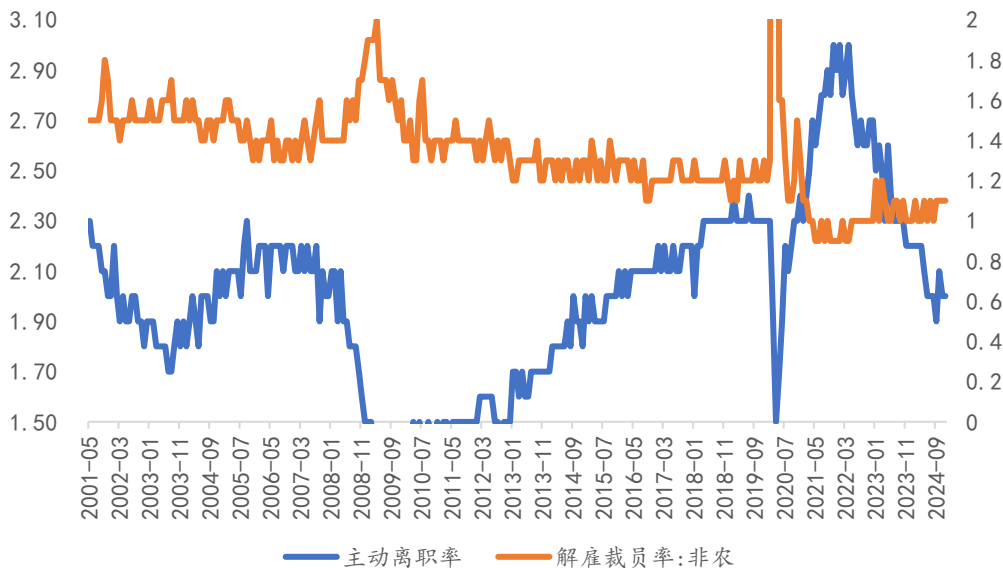
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 12: 职位空缺率走低 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 13: 劳动力市场流动性低 (%)



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

