

【申银万国期货】聚焦 Q4 货政报告，继续保持稳健灵活 ——中国宏观经济周报 20250216

2025 年 02 月 16 日

申银万国期货研究所

分析师：唐广华

从业资格号：F3010997

交易咨询号：Z0011162

电话：021-5058 6292

邮箱：tanggh@sywgqh.com.cn

联系人：薛鹤翔

从业资格号：F03115081

电话：021-5058 6341

邮箱：xuehx@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：中国(上海)自由贸易试验区
东方路 800 号 7 楼、8 楼、
10 楼、11 楼、3401 室

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货
宏观金融研究

申银万国期货研究

宏观与商品

摘要：

➤ 《2024年第四季度中国货币政策执行报告》。央行2月13日发布《2024年第四季度中国货币政策执行报告》强调，实施适度宽松的货币政策，将继续强化逆周期调节，根据经济金融形势择机调整政策力度和节奏。报告指出，当前外部环境变化带来的不利影响加深，国内需求不足、风险隐患仍然较多等困难挑战也还存在，但我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。

➤ 《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》。证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》。聚焦支持新质生产力发展，加强对科技型企业全链条全生命周期的金融服务，加快推进数字化、智能化赋能资本市场，加强行业机构金融“五篇大文章”服务能力，提升资本市场做好金融“五篇大文章”的合力。

➤ 1月楼市成交迎来“开门红”。进入2025年，全国多地楼市延续去年四季度以来止跌回稳的向好态势，1月楼市成交迎来“开门红”。中指研究院公布报告显示，2025年1月，TOP100房企销售总额为2350.3亿元，同比下降16.5%，降幅延续收窄态势。随着货币财政政策持续发力、地方政府大力支持和社会需求持续回稳，预计节后新房和二手房网签成交量将出现一定回升。同时，房企也在积极推进解决债务问题。

➤ 加强对新质生产力等领域统计监测。2月11日至12日召开的全国统计工作会议对2025年统计重点任务进行部署，统筹谋划进一步全面深化统计改革。国家统计局将强化统计监测分析和发布解读，加强对新质生产力、碳排放、消费投资、社会民生等领域统计监测，做优常规统计数据发布，强化经济热点、群众关切问题解读，塑造积极的社会预期。

➤ DeepSeek引爆AI热潮。DeepSeek引发的人工智能（AI）热潮，正在让全球投资者开始重新评估中国科技市场和AI领域的投资机会。摩根士丹利表示，中美竞争的焦点已从贸易关税拓展到高端制造，现在进一步集中到AI，使该领域的投资逻辑发生变化。

➤ 美联储短期内不急于降息。北京时间2月12日，美联储主席鲍威尔在美国参议院银行委员会的发言中表示，如果通胀没有继续朝着目标下降且经济保持强劲，美联储可能会在更长时间内维持利率不变。如果劳动力市场出现意外疲软，或通胀比预期更快地向2%的目标下降，美联储则可能会降息。

风险提示：国内市场有效需求不足；政策落地效果不及预期；外部环境变化。

一、国内热点概览

表 1 国内宏观环境概览

	概述	趋势
经济增长	稳中求进	高质量发展持续推进
消费	回升向好	消费需求持续恢复
工业	工业生产稳定增长	国内有效需求有待提升
基建	智能制造、数字基建成为关键领域	央国企发力设备更新
进出口	出口动能增强，外贸平稳增长	外贸向好势头巩固
库存	供需关系改善	需求陆续释放
货币	实施适度宽松的货币政策	加强超常规逆周期调节
财政	实施更加积极的财政政策	打好政策“组合拳”
通胀	推进消费品以旧换新行动计划	提振消费
地产	持续用力推动房地产市场止跌回稳	构建房地产发展新模式

资料来源：申万期货研究所

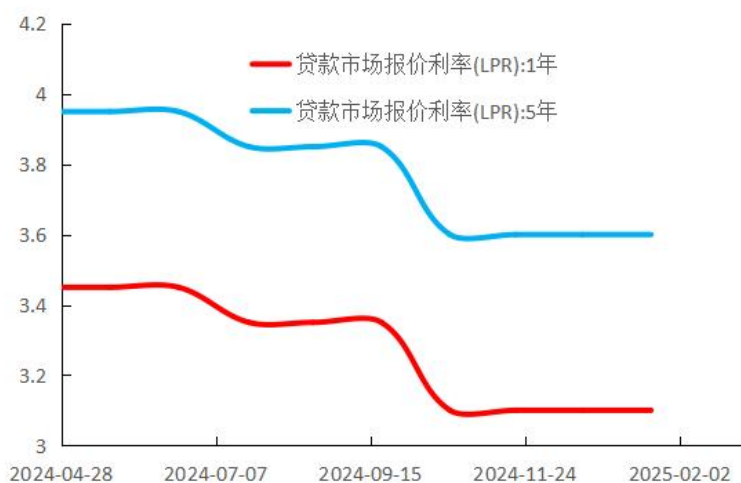
国内热点数据及事件：

《2024年第四季度中国货币政策执行报告》。央行2月13日发布《2024年第四季度中国货币政策执行报告》指出，下阶段要实施好适度宽松的货币政策。综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。强化逆周期调节，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏。《报告》指出，下阶段要实施好适度宽松的货币政策。保持融资和货币总量合理增长。强化逆周期调节，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏。密切关注海外主要央行货币政策变化，持续加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，灵活有效开展公开市场操作，综合运用利率、存款准备金率等多种货币政策工具，保持流动性充裕。在防范资金沉淀空转的同时，引导金融机构深入挖掘有效信贷需求，保持货币信贷合理增长，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。

《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》。为深入贯彻落实党的二十届三中全会、中央金融工作会议、中央经济工作会议和新“国九条”关于做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”的部署要求，积极发挥资本市场功能，提升服务实体经济质效，中国证监会制定了《关于资本市场做好金融“五

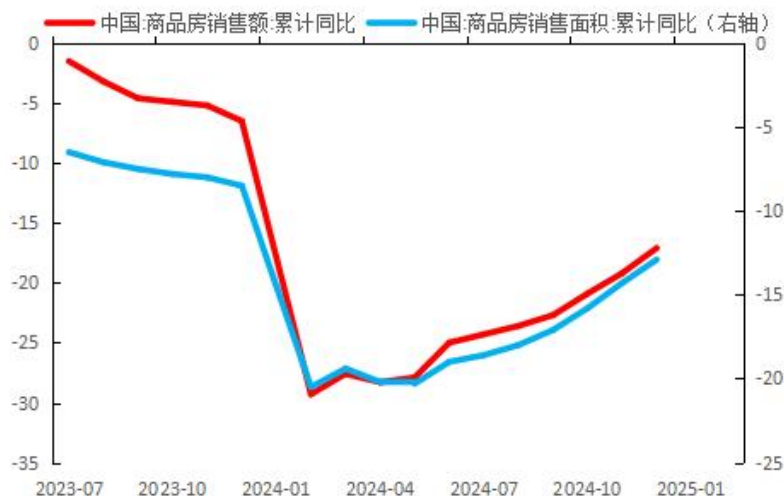
篇大文章”的实施意见》。《实施意见》聚焦支持新质生产力发展，突出深化资本市场投融资综合改革，增强制度包容性、适应性，推动要素资源向科技创新、先进制造、绿色低碳、普惠民生等重大战略、重点领域、薄弱环节集聚。围绕加强对科技型企业全链条全生命周期的金融服务，丰富资本市场推动绿色低碳转型的产品制度体系，提升资本市场服务普惠金融效能，推动资本市场更好满足多元化养老金融需求，加快推进数字化、智能化赋能资本市场，加强行业机构金融“五篇大文章”服务能力，提升资本市场做好金融“五篇大文章”的合力等方面提出18条政策举措。

图 1：贷款市场报价利率（%）



资料来源：同花顺，申万期货研究所

1月楼市成交迎来“开门红”。进入2025年，全国多地楼市延续去年四季度以来止跌回稳的向好态势，1月楼市成交迎来“开门红”。2025年春节假期结束后，郑州、北京、青岛等多个楼市热点地区迎来新一轮土地出让，引发市场关注。其中，郑州一宗地块溢价率高达87.5%。近期多地出台楼市利好政策，部分热点地区楼市呈现“开门红”。中指研究院公布报告显示，2025年1月，TOP100房企销售总额为2350.3亿元，同比下降16.5%，降幅延续收窄态势。随着货币财政政策持续发力、地方政府大力支持和社会需求持续回稳，预计节后新房和二手房网签成交量将出现一定回升。同时，房企也在积极推进解决债务问题。

图 2：中国商品房销售情况（%）


资料来源：Wind，申万期货研究所

加强对新质生产力等领域统计监测。2月11日至12日召开的全国统计工作会议对2025年统计重点任务进行部署，统筹谋划进一步全面深化统计改革。国家统计局将强化统计监测分析和发布解读，加强对新质生产力、碳排放、消费投资、社会民生等领域统计监测，做优常规统计数据发布，强化经济热点、群众关切问题解读，塑造积极的社会预期。会议提出，持续优化完善统计制度方法，健全统计分类标准，加快推广经营主体活动发生地统计，建立健全数字经济、网上零售、粮食和大食物、乡村振兴、城市高质量发展、文化、人口就业等领域统计制度。

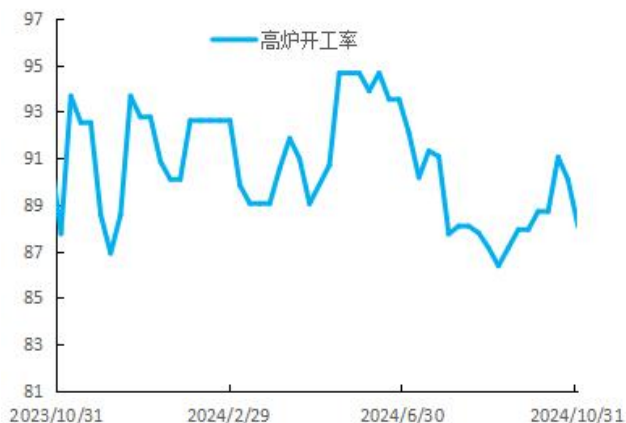
DeepSeek引爆AI热潮。DeepSeek引发的人工智能（AI）热潮，正在让全球投资者开始重新评估中国科技市场和AI领域的投资机会。摩根士丹利表示，中美竞争的焦点已从贸易关税拓展到高端制造，现在进一步集中到AI，使该领域的投资逻辑发生变化。多位海外资管公司投资经理表示，海外长线资金需要较长的考量周期，目前尚未采取行动，仍处于观望状态，但兴趣提升是显而易见的。而来自中国内地的南向资金已经提前采取行动。

美联储短期内不急于降息。北京时间2月12日，美联储主席鲍威尔在美国参议院银行委员会的发言中表示，如果通胀没有继续朝着目标下降且经济保持强劲，美联储可能会在更长时间内维持利率不变。如果劳动力市场出现意外疲软，或通胀比预期更快地向2%的目标下降，美联储则可能会降息。

美国通胀意外上升。美国1月未季调CPI同比升3%，预期升2.9%，前值升2.9%；季调后CPI环比升0.5%，预期升0.3%，前值升0.4%；未季调核心CPI同比升3.3%，预期升3.1%，前值升3.2%；季调后核心CPI环比升0.4%，预期升0.3%，前值升0.2%。通胀数据公布后，交易员预计美联储将减少政策宽松力度，将下次美联储降息时间从9月调整至12月。

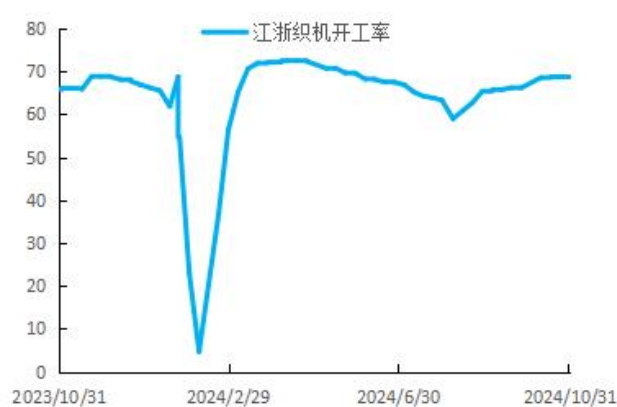
二、国内高频数据观察

图 3：高炉开工率（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 4：下游织机开工率（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 5：汽车销售（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 6：汽车开工率（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

生产方面，12 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.2%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，12 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.64%。2024 年，规模以上工业增加值比上年增长 5.8%。分三大门类看，12 月份，采矿业增加值同比增长 2.4%，制造业增长 7.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 1.1%。分经济类型看，12 月份，国有控股企业增加值同比增长 3.1%；股份制企业增长 6.5%，外商及港澳台投资企业增长 5.6%；私营企业增长 5.7%。分行业看，12 月份，41 个大类行业中有 34 个行业增加值保持同比增长。其中，煤炭开采和洗选业增长 2.7%，石油和天然气开采业增长 2.2%，农副食品加工业增长 6.1%，酒、饮料和精制茶制造业增长 3.6%，纺织业增长 4.6%，化学原料和化学制品制造业增长 9.4%，非金属矿物制品业下降 0.1%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 8.7%，有色金属冶炼和压延加工业增长 9.7%，通用设备制造业增长 7.7%，专用设备制造业增

长 4.6%，汽车制造业增长 17.7%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 10.6%，电气机械和器材制造业增长 9.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 8.7%，电力、热力生产和供应业增长 1.2%。分产品看，12 月份，规模以上工业 619 种产品中有 396 种产品产量同比增长。其中，钢材 11910 万吨，同比增长 7.1%；水泥 15512 万吨，下降 2.0%；十种有色金属 690 万吨，增长 3.2%；乙烯 312 万吨，增长 3.8%；汽车 349.9 万辆，增长 15.2%，其中新能源汽车 164.7 万辆，增长 43.2%；发电量 8462 亿千瓦时，增长 0.6%；原油加工量 5935 万吨，增长 0.6%。12 月份，规模以上工业企业产品销售率为 98.7%，同比上升 0.1 个百分点；规模以上工业企业实现出口交货值 14394 亿元，同比名义增长 8.8%。

图 7：楼市成交有所恢复（%）



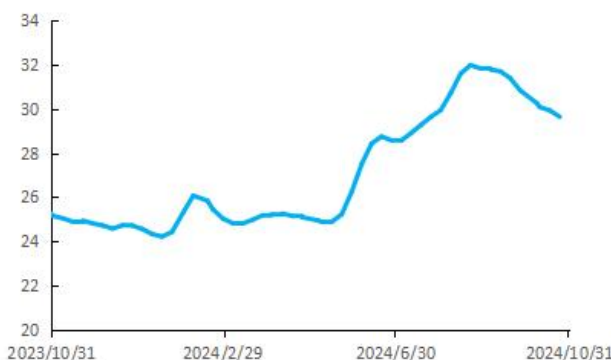
资料来源：Wind，申万期货研究所

图 8：二手房呈现量价分离（%）



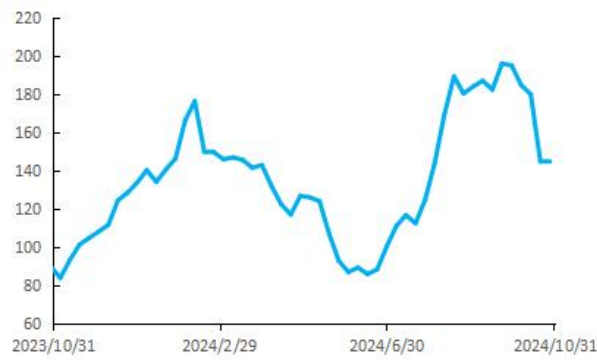
资料来源：Wind，申万期货研究所

图 9：猪肉价格（元）



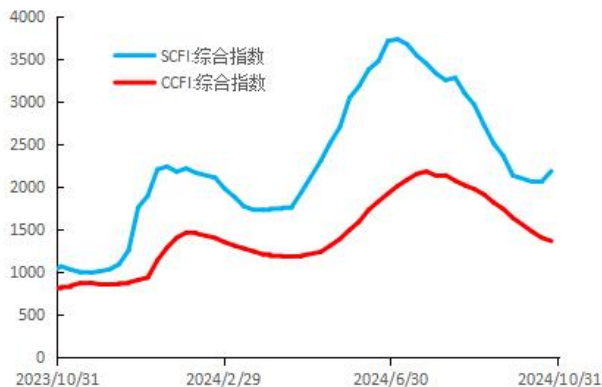
资料来源：Wind，申万期货研究所

图 10：蔬菜价格（点）



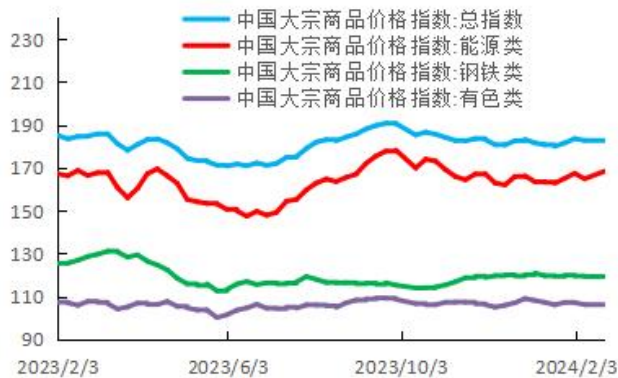
资料来源：Wind，申万期货研究所

图 11：航运指数（点）



资料来源：Wind，申万期货研究所

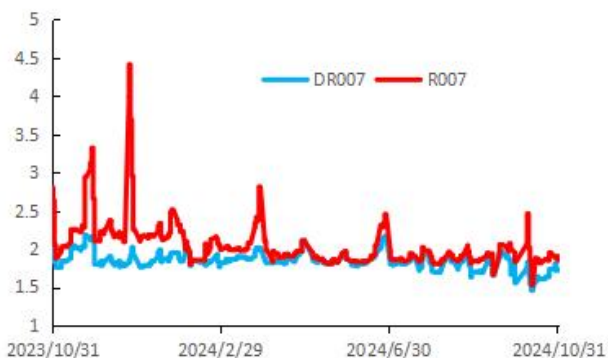
图 12：中国大宗商品价格指数（点）



资料来源：Wind，申万期货研究所

消费方面，12月份，社会消费品零售总额45172亿元，同比增长3.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额39509亿元，增长4.2%。2024年，社会消费品零售总额487895亿元，比上年增长3.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额437581亿元，增长3.8%。按经营单位所在地分，12月份，城镇消费品零售额38445亿元，同比增长3.7%；乡村消费品零售额6727亿元，增长3.8%。2024年，城镇消费品零售额421166亿元，比上年增长3.4%；乡村消费品零售额66729亿元，增长4.3%。按消费类型分，12月份，商品零售额39623亿元，同比增长3.9%；餐饮收入5549亿元，增长2.7%。2024年，商品零售额432177亿元，比上年增长3.2%；餐饮收入55718亿元，增长5.3%。按零售业态分，2024年，限额以上零售业单位中便利店、专业店、超市零售额比上年分别增长4.7%、4.2%、2.7%；百货店、品牌专卖店零售额分别下降2.4%、0.4%。2024年，全国网上零售额155225亿元，比上年增长7.2%。其中，实物商品网上零售额130816亿元，增长6.5%，占社会消费品零售总额的比重为26.8%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长16.0%、1.5%、6.3%。

图 13：银行 7 天期逆回购（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 14：央行公开市场操作（亿元）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 15：人民币（点）

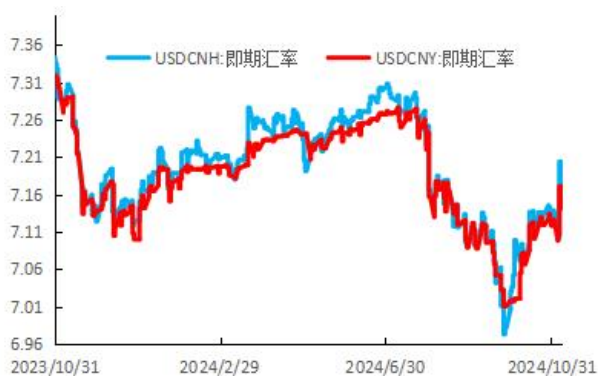
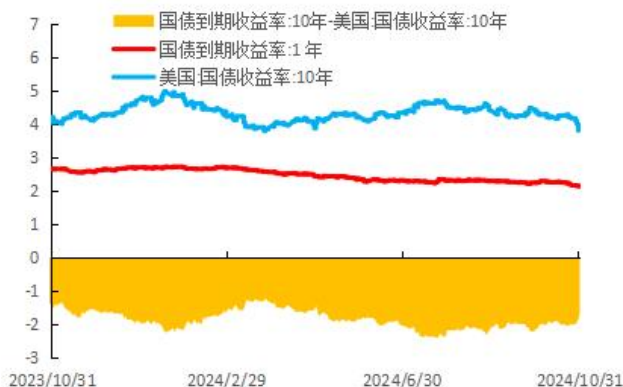


图 16：中美利差（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

资料来源：Wind，申万期货研究所

流动性方面，央行发布公告称，为保持银行体系流动性充裕，2月14日以固定利率、数量招标方式开展了985亿元7天期逆回购操作，操作利率1.50%。2月13日以固定利率、数量招标方式开展了1258亿元7天期逆回购操作，操作利率1.50%。2月12日，中国人民银行在香港金管局发布公告称，2月14日将在香港招标发行400亿元3个月期和200亿元1年期人民币央票。2月11日，央行发布通知称，为提高中央国库现金使用效益，加强财政政策与货币政策的协调配合，财政部、中国人民银行于2025年2月14日通过中国人民银行中央国库现金管理商业银行定期存款业务系统进行2025年中央国库现金管理商业银行定期存款（二期）招投标。

三、下周政策展望

货币端：央行发布《2024年第四季度中国货币政策执行报告》，下阶段要坚定不移走中国特色金融发展之路，进一步深化金融改革和高水平对外开放，持续推动金融高质量发展和金融强国建设，加快完善中央银行制度，进一步健全货币政策框架。实施好适度宽松的货币政策，综合运用多种货币政策工具，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，发挥市场在汇率形成中的决定性作用，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定；探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，守住不发生系统性金融风险的底线。注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系，提高宏观

调控的前瞻性、针对性、有效性，增强宏观政策协调配合，支持扩大内需、稳定预期、激发活力，促进经济稳定增长。互换便利和股票回购增持再贷款两项工具取得初步成效，下阶段将不断完善工具设计，更好助力资本市场高质量发展。

财政端：政治局会议提出“要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度，确保基层‘三保’按时足额支出”。国务院开会强调“两重”建设支持新老基建项目。随着2024年地方重大项目逐步公布，传统基建项目仍是重要的发力方向。其次，由于我国建设现代产业体系的政策措施不断推进，新基建也是重要投向。进一步深化财税体制改革，健全预算制度。财政部表示，加大财政政策实施力度。一是加力支持“两新”工作。实施好汽车以旧换新补贴、新能源城市公交车及动力电池更新补贴等政策。二是更好发挥政府投资带动放大效应。发行并用好超长期特别国债，支持“两重”建设；加快地方政府专项债券发行使用，形成更多实物工作量；积极引导社会资本参与，着力提高投资综合效益。三是持续优化和落实好税费优惠政策。更好发挥关税等宏观调控职能，进一步优化调整进口税收政策。四是切实加强与其他政策协同。综合运用政策性金融、贴息奖补、融资担保等政策工具，支持和撬动更多资金精准支持经济社会发展重点领域和薄弱环节。五是密切跟踪预算执行和政策落实情况。继续依法依规组织财政收入、提高收入质量，合理加快资金拨付和支出进度，严控非刚性非重点支出。及时评估和完善政策举措，健全重大政策和项目跟踪监督机制，推动政策和资金尽早落地显效。2024年中央经济工作会议明确指出要实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债。为了应对当前经济发展形势的变化，财政政策变得更加积极，此前出现这种情况还是2020年疫情时期。

内需端：政治局会议提出，“要积极扩大国内需求，落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。要创造更多消费场景，更好满足人民群众多样化、高品质消费需要。要深入推进以人为本的新型城镇化，持续释放消费和投资潜力。要实施好政府和社会资本合作新机制，充分激发民间投资活力。”本次将设备更新上升至政治局会议层面，预计后续各地以及各部委会增强内部政策的协同性。财政部等4部门印发通知实施设备更新贷款财政贴息政策。政策内容显示，支持范围包括，经营主体按照《国务院关于印发〈推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案〉的通知》要求实施设备更新行动，纳入相关部门确定的备选项目清单，且银行向其发放的贷款获得中国人民银行设备更新相关再贷款支持的，中央财政对经营主体的银行贷款给予贴息。2024年中共中央政治局会议和中央经济工作会议都明确提出全方位大力提振消费，提高投资效益，全方位扩大国内需求。实施提振消费专项行动，推动

中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。扩大“两新”政策实施力度，支持“两重”项目建设，为内需增长提供有力支撑。

外需端：根据对通胀前景、潜在通胀动态和货币政策传导力度的最新评估，现在适度放宽货币政策限制是合适的。**特朗普赢得2024年美国总统大选。**根据美国福克斯新闻网消息，美国大选结果出炉，共和党候选人特朗普当选美国总统，并且共和党在参议院、众议院均占据多数席位，实现所谓“横扫格局”。**美联储再降息25基点。**北京时间12月19日凌晨3点，美联储宣布，决定将基准利率下调25个基点，联邦基金利率的目标区间从4.5%至4.75%下调至4.25%至4.50%。继2024年9月美联储四年来首次启动宽松周期后，连续第三次降息，累计降息100个基点。**美国总统特朗普发表就职演讲。**央视新闻报道，美国东部时间1月20日中午，特朗普在华盛顿国会大厦圆形大厅宣誓就任美国第47任总统。**特朗普对中国商品加征10%关税政策落地。**短期内，该举措可能导致中国出口商品成本上升，竞争力下降，进而影响出口企业的盈利能力和生存空间。长期来看，该举措可能促使中国加速推进国产替代战略，提高国内产业的自主创新能力和市场竞争力。**美联储1月会议按下暂停键，**此前特朗普在达沃斯论坛上“要求美联储立即降息”，预计未来将重新出现围绕“维护美联储政策独立性”的反复拉扯。美联储短期内不急于降息。北京时间2月12日，美联储主席鲍威尔在美国参议院银行委员会的发言中表示，如果通胀没有继续朝着目标下降且经济保持强劲，美联储可能会在更长时间内维持利率不变。

表2 下周重要事件及数据

2月17日	2月18日	2月19日	2月20日	2月21日
欧元区12月季调后贸易帐(亿欧元)	欧元区2月ZEW经济景气指数	美国1月新屋开工总数年化(万户)	美国至2月15日当周初请失业金人数(万人)	美国2月标普全球制造业PMI终值

资料来源：Wind，申万期货研究所

四、风险提示：

1. 国内市场有效需求不足；
2. 政策落地效果不及预期；
3. 外部环境变化。

声明

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

（核准文号 证监许可[2011]1284 号）

研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明

作者具有期货交易咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的不当利益。

免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。