

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

非农数据不妨多观察几个月

报告日期：

2025年1月12日

报告内容摘要：

◆**国内经济**：尽管CPI同比增速连续4个月回落，但核心CPI已连续3个月回升。如果我们更加看重波动性更小、粘性更强的核心CPI的话，其实数据是在好转。本周伴随着股市的回落，市场信心正在瓦解，甚至转弱。此时政策的预期管理再次出台，我们看到财政部发布会对于赤字率、财政支出规模等都有非常积极的表态。但具体内容得等到两会时公布。目前可以说是一个政策空窗期。接下来还是得等特朗普上台，外部局势更加明朗后，我们这边才有更加明确的应对策略。

◆**房地产高频跟踪**：本周，一、二、三线城市新房销售季节性回落，一、三线城市目前均高于2024年，但二线城市却创季节性新低。近期市场信心有所转弱，需警惕房地产市场是否就此放缓。总体来看，尽管二线城市数据有所走弱，但并不能就此认定地产市场将差于2024年。我们仍然预期2025年地产的拖累程度会相对减轻。

◆**国债**：近期监管措施较多，债券市场更是迎来较大幅度调整。由于之前央行是短期国债的重要买方，因此，短债市场跌幅更大，收益率曲线也呈现熊陡状态。在央行暂停购债后，年内降准幅度预期可能要提高，近期降准的预期也会升温。对于债市而言，近期可能仍处于调整阶段，但此时也是比较好的趋势交易进场的时机。我们依然看好未来债市走势。

◆**美国**：非农数据大超预期，但仔细观察可以发现其中偶然性因素较多，不宜线性外推。当前市场对于美国经济定价可能过于乐观。我们认为美国联邦政策利率依然处于下行通道中。

◆**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、 核心通胀回升，政策再次喊话	3
二、 房地产政策效果跟踪——二线城市新房销售创新低	3
三、 监管发力，利率回调	5
四、 非农：不妨多观察几个月	6

表目录

表 1: 12 月 CPI 及分项	3
表 2: 12 月非农新增就业人数及分项	6

图目录

图 1: 一线城市成交面积季节性回落（7DMA）	4
图 2: 二线城市成交面积创季节性新低（7DMA）	4
图 3: 三线城市成交面积继续回落（7DMA）	4
图 4: 一线城市挂牌价降，挂盘量微升	4
图 5: 二线城市挂盘价和挂盘量指数均下降	5
图 6: 三线城市挂盘价和挂盘量指数均下降	5
图 7: 本周短端利率回调幅更大	5
图 8: 政府部门新增就业人数保持稳定	7
图 9: 制造业部门新增就业人数回到原来轨道	7
图 10: 零售业新增就业人数猛然上升	7
图 11: 平均周薪增速基本在震荡区间内（%）	7
图 12: ECI 指数继续下行（%）	7
图 13: 亚特兰大联储薪资增长指数继续下行（%）	7
图 14: 美联储降息预期再次减弱	8

一、核心通胀回升，政策再次喊话

12月CPI同比增速仅为0.1%，较11月下降0.1个百分点，连续4个月回落。其中最大的拖累来自于食品端，肉类、水产品、鲜菜鲜果均较11月数据有明显下滑。不考虑食品和能源的核心CPI连续3个月回升，12月已至0.4%。其中交通工具跌幅放缓明显。如果我们更加看重波动性更小、粘性更强的核心CPI的话，其实数据是在好转。

表1：12月CPI及分项

单位：%	环比增速				同比增速			
	2024年12月	2024年11月	2024年10月	环比变化	2024年12月	2024年11月	2024年10月	同比变化
CPI	0.0	-0.6	-0.3	0.6	0.1	0.2	0.3	-0.1
食品	-0.6	-2.7	-1.2	2.1	-0.5	1.0	2.9	-1.5
非食品	0.1	-0.1	0.0	0.2	0.2	0.0	-0.3	0.2
消费品	-0.1	-0.7	-0.4	0.6	-0.2	0.0	0.2	-0.2
服务项目	0.1	-0.3	0.0	0.4	0.5	0.4	0.4	0.1
核心CPI（不含食品和能源）	0.2	-0.1	0.0	0.3	0.4	0.3	0.2	0.1
食品烟酒	-0.3	-1.7	-0.8	1.4	0.0	0.9	2.0	-0.9
食用油	0.0	0.0	-0.1	0.0	-3.2	-3.6	-3.8	0.4
畜肉类	-1.3	-1.9	-2.0	0.6	1.7	2.4	2.8	-0.7
牛肉	-0.8	-0.7	-0.5	-0.1	-13.8	-13.5	-13.4	-0.3
羊肉	-0.4	-0.2	-0.3	-0.2	-6.1	-5.3	-5.9	-0.8
猪肉	-2.1	-3.4	-3.7	1.3	12.5	13.7	14.2	-1.2
奶类	-0.1	0.2	0.1	-0.3	-1.6	-1.4	-1.7	-0.2
粮食	0.0	-0.3	0.0	0.3	-1.3	-1.1	-0.7	-0.2
蛋	0.2	-0.8	-2.0	1.0	-0.1	-0.5	-2.5	0.4
水产品	0.1	-1.3	-2.0	1.4	1.0	1.8	1.4	-0.8
鲜菜	-2.4	-13.2	-3.0	10.8	0.5	10.0	21.6	-9.5
鲜果	-1.0	-3.0	-1.0	2.0	-3.0	-0.3	4.7	-2.7
卷烟	0.1	0.0	0.0	0.1	0.7	0.6	0.7	0.1
酒	-0.1	-0.3	0.6	0.2	-2.0	-1.9	-1.4	-0.1
生活用品及服务	0.3	-0.6	0.1	0.9	-0.7	-0.3	0.1	-0.4
家用器具	0.4	-0.9	-0.2	1.3	-3.3	-3.1	-3.3	-0.2
家庭服务	0.5	0.1	0.0	0.4	1.7	1.5	1.5	0.2
衣着	0.2	0.6	0.0	-0.4	1.2	1.1	1.1	0.1
服装	0.2	0.6	0.1	-0.4	1.4	1.3	1.4	0.1
鞋	0.1	0.4	-0.2	-0.3	0.2	0.2	0.0	0.0
交通和通信	0.3	-0.1	-0.7	0.4	-2.2	-3.6	-4.8	1.4
交通工具	0.0	0.1	-0.2	-0.1	-4.2	-4.8	-5.3	0.6
交通工具用燃料	-0.3	0.0	-1.5	-0.3	-4.0	-8.1	-10.5	4.1
交通工具使用和维修	0.1	0.0	0.0	0.1	0.5	0.5	0.5	0.0
邮递服务	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	-0.5	-0.5	0.0
通信工具	3.0	1.1	0.4	1.9	0.7	0.7	-2.1	0.0
通信服务	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1
教育文化和娱乐	0.0	-0.7	0.2	0.7	0.9	1.0	0.8	-0.1
教育服务	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2	1.2	1.2	0.0
旅游	0.1	-5.6	1.3	5.7	-0.1	-0.2	-0.4	0.1
居住	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	-0.1	-0.1	0.2
房租	0.0	-0.1	-0.1	0.1	-0.3	-0.3	-0.3	0.0
水、电、燃料	0.1	0.1	0.1	0.0	0.3	0.3	0.3	0.0
医疗保健	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.9	1.1	1.1	-0.2
中药	0.1	0.0	0.0	0.1	0.5	0.4	0.7	0.1
西药	0.0	-0.1	0.0	0.1	-1.0	-1.0	-0.9	0.0
医疗服务	-0.1	0.0	0.0	-0.1	1.5	1.7	1.3	-0.2
其他用品和服务	0.0	-0.1	1.1	0.1	4.9	5.2	2.9	-0.3

资料来源：Wind 信达期货研究所

本周伴随着股市的回落，市场信心正在瓦解，甚至转弱。此时政策的预期管理再次出台，我们看到1月10日财政部发布会上，副部长廖岷对于赤字率、财政支出规模等都有非常积极的表态。但具体内容得等到两会时公布，所以现在也只能停留在喊话阶段。目前可以说是一个政策空窗期。接下来还是得等特朗普上台，外部局势更加明朗后，我们这边才有更加明确的应对策略。

二、房地产政策效果跟踪——二线城市新房销售创新低

高频数据方面，我们继续重点观察房地产。本周，一、二、三线城市新房销售季节性回落，一、三线城市目前均高于2024年，但二线城市却创季节性新低。近期市场信心有所转弱，需警惕房地产市场是否就此放缓。

二手房方面，截至 12 月 30 日，一、二、三线城市挂盘价指数均下降，挂盘量指数仅一线略有上升，二、三线城市继续下滑。到目前为止，二手房市场价格仍未止跌。

总体来看，尽管二线城市数据有所走弱，但并不能就此认定地产市场将差于 2024 年。我们仍然预期 2025 年地产的拖累程度会相对减轻。

图 1：一线城市成交面积季节性回落（7DMA）



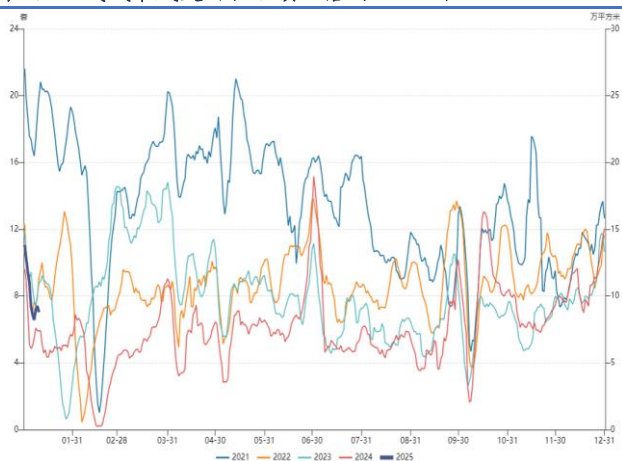
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 2：二线城市成交面积创季节性新低（7DMA）



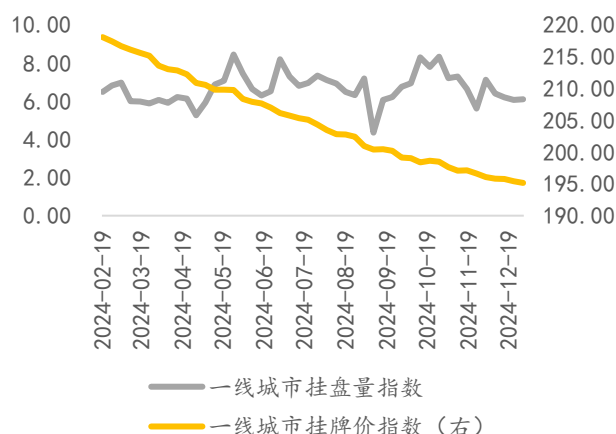
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 3：三线城市成交面积继续回落（7DMA）

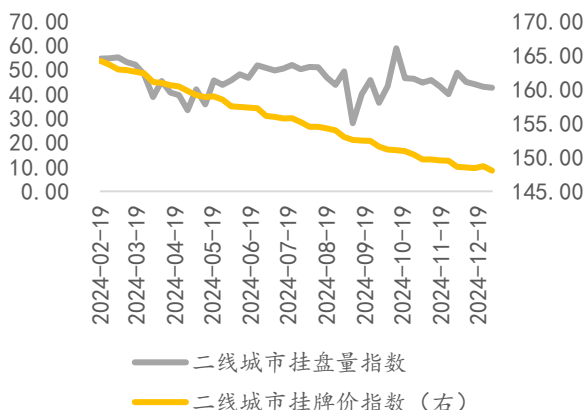


资料来源：Wind 信达期货研究所

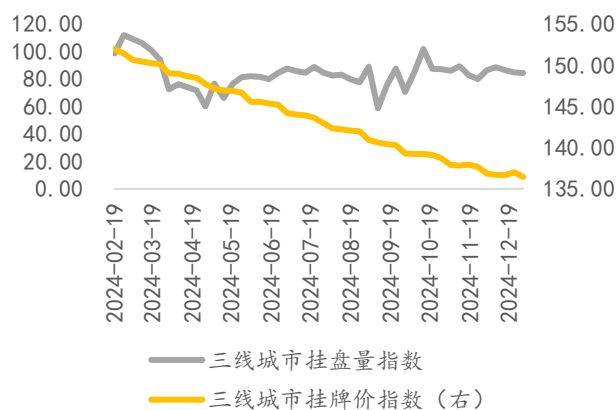
图 4：一线城市挂牌价降，挂盘量微升



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 5：二线城市挂盘价和挂盘量指数均下降


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 6：三线城市挂盘价和挂盘量指数均下降


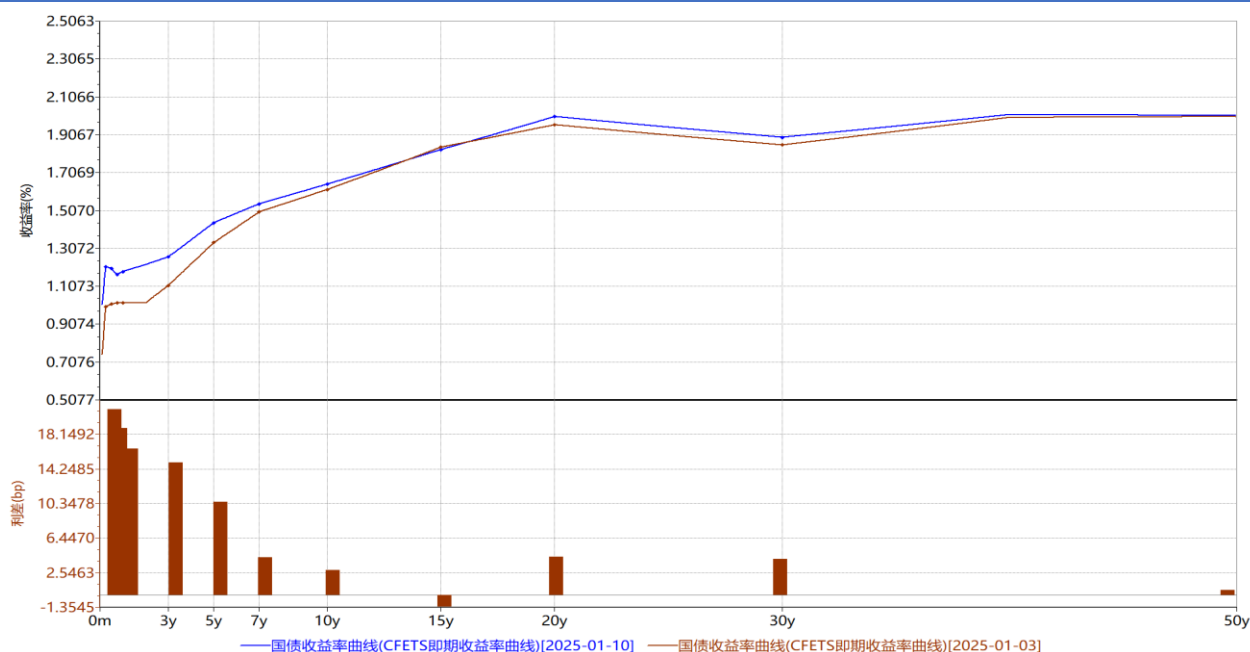
资料来源：Wind 信达期货研究所

三、监管发力，利率回调

自利率快速大幅下行后，央行近期本身就有较多措施，譬如约谈相关金融机构，坊间也传闻所有国开和国债不允许做，只能做口行、农发、地方债和存单，也有的说每天只能单向交易，要不买，要不卖，而且一天的交易量不允许超过 5000 万元。在一系列不利消息下，债市本身就出现了调整。加之 1 月 10 日央行宣布鉴于近期政府债券市场持续供不应求，决定 2025 年 1 月起暂停开展公开市场国债买入操作，后续将视国债市场供求状况择机恢复。债券市场更是迎来较大幅度调整。由于之前央行是短期国债的重要买方，因此，短债市场跌幅更大，收益率曲线也呈现熊陡状态。

央行持续购买国债本身也是释放流动性的一种方式，可以一定程度上替换降准和 MLF。在央行暂停购债后，年内降准幅度预期可能要提高，近期降准的预期也会升温。

对于债市而言，近期可能仍处于调整阶段，但也是比较好的趋势交易进场的时机。我们依然看好未来债市走势。

图 7：本周短端利率回调幅更大


资料来源：Wind 信达期货研究所

四、非农：不妨多观察几个月

美国去年 12 月非农就业人数为 25.6 万人，远超事前一致预期为 16 万人，失业率意外降低至 4.1%，低于一致预期的 4.2%。与此同时，11 月数据从 22.7 万下修至 21.2 万，10 月数据从 3.6 万上修至 4.3 万，总计下修 0.8 万。

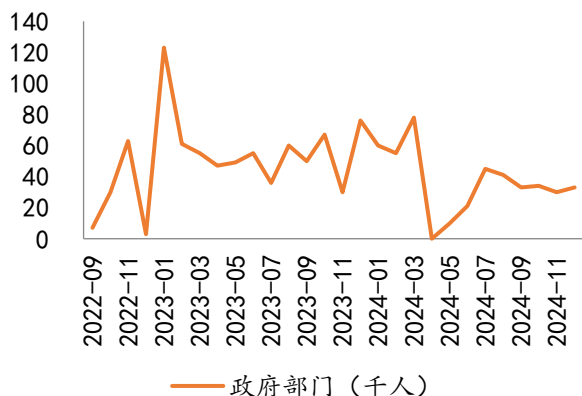
分项来看，政府部门依然稳健。商品生产部门新增就业人数较 11 月下降 4.2 万人，其中 3.8 万人来自于制造业的减少，从历史数据来看，制造业在前期扰动后，再次回到原有趋势。服务业在 12 月又提供了强劲的动能，新增就业人数较 11 月增加 8.3 万人，但仔细观察可以发现其中 7.26 万人来自于零售业。我们猜测零售业的上升可能是黑五或者圣诞节效应导致，未来大概率不可持续。这也就意味着 20 万以上的新增非农就业人数可能不可持续。

薪资方面，尽管周薪增速保持在震荡区间内，但 ECI 指数以及亚特兰大薪资增长指数均处于下行趋势，我们预计工资增长仍有压力。未来这一点可能传导到居民收入端，进而对消费产生不利影响。

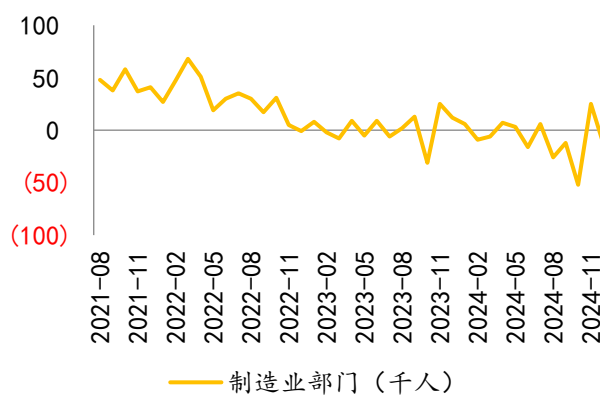
表 2：12 月非农新增就业人数及分项

行业（千人）	2024-12	贡献占比（%）	2024-11	环比变化
新增非农	256	100.00	212	44
政府	33	12.89	30	3
联邦政府	6	2.34	0	6
州政府	10	3.91	13	-3
地方政府	17	6.64	17	0
私人	223	87.11	182	41
商品生产	-8	-3.13	34	-42
采矿业	-3	-1.17	1	-4
建筑业	8	3.13	8	0
制造业	-13	-5.08	25	-38
耐用品	-16	-6.25	29	-45
汽车及零部件	-4.1	-1.60	1.5	-5.6
非耐用品	3	1.17	-4	7
服务生产	231	90.23	148	83
批发业	-3.5	-1.37	3.4	-6.9
零售业	43.4	16.95	-29.2	72.6
运输仓储业	9.6	3.75	2.5	7.1
公用事业	-0.3	-0.12	0	-0.3
信息业	10	3.91	4	6
金融活动	13	5.08	11	2
专业和商业服务	28	10.94	9	19
教育和保健服务	80	31.25	87	-7
医疗保健和社会援助	69.5	27.15	79.8	-10.3
休闲和酒店业	43	16.80	52	-9
其他服务业	8	3.13	8	0

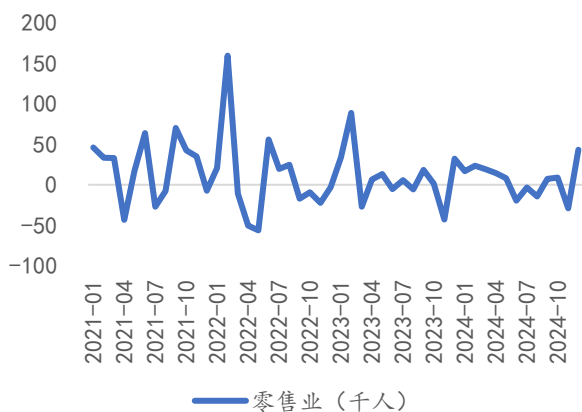
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 8：政府部门新增就业人数保持稳定


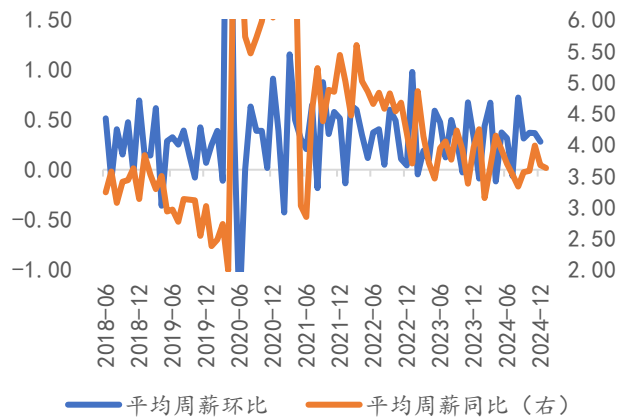
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 9：制造业部门新增就业人数回到原来轨道


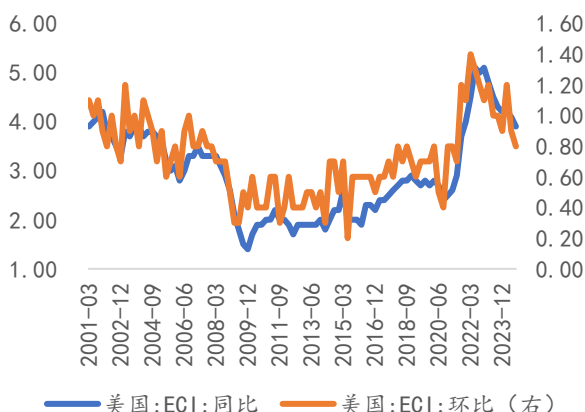
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 10：零售业新增就业人数猛然上升


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 11：平均周薪增速基本在震荡区间内 (%)


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 12：ECI 指数继续下行 (%)


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 13：亚特兰大联储薪资增长指数继续下行 (%)


资料来源：Wind 信达期货研究所

数据公布后，市场再次弱化对 2025 年美联储降息预期，甚至于认为 2025 年首次降息发生在 9 月份。我们认为市场表现对于美国经济的定价似乎过于乐观。此次非农尽管大超预期，但也不应过度定价，仍需多看几个月。

图 14: 美联储降息预期再次减弱



资料来源: Bloomberg 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

12家分公司 6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

北京营业部、上海营业部、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