

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

等待美国政策基调

报告日期：

2025年1月19日

报告内容摘要：

◆**国内经济**：尽管四季度整体数据不错，但我们看到回升的力量主要跟政策有关。2025年，我们预期这种趋势仍将持续。细分项来看，消费的底基本已经看到，增速有望较2024年回升；投资端地产的拖累程度可能将有所弱化，其余继续依赖政策的力量。出口基数高，外需整体走弱，加之关税扰动，可能阶段性转负。未来政策的目标主要是如何对冲出口走弱带来的影响，以达到5%左右（我们预期）的两会目标。

◆**房地产高频跟踪**：本周一线城市新房销售量继续下滑，二、三线城市新房销售均保持相对稳定。经春节校准后可以发现，目前，一、三线城市新房销售量均高于2024年水平，但二线城市仍然处于季节性新低。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**：本周整体资金利率大幅上升。大行融出资金大幅下滑，导致中小行乃至非银的资金面异常紧张，带动交易所资金也大幅上行。大行缺负债或与去年11月底市场利率自律机制推出的两条自律协议有关。非银存款利率调降，导致银行负债端流失。加之税期扰动，“小钱荒”出现。资金面的问题也传导至期限偏长的债，导致债市整体依然承压。未来资金面的问题能否改善其实还是看央行的态度。通常春节前为满足需求，央行会释放较多流动性，资金面或逐步缓和。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。

◆**美国**：通胀仍处于下行通道，大幅反弹的风险目前还不具备，但“最后一公里”问题仍存。近期市场交易特朗普政策、美国经济韧性以及通胀风险。然而从我们观察的情况来看，美国经济整体仍处于下行通道。市场对于2025年美联储降息次数预期或有所低估，美元以及美债利率可能都有一定程度高估。本次CPI数据算是让市场冷静了一下，但能否就此扭转还不一定。特别是下周一特朗普即将正式就职，不确定性依然较大。

◆**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、 政策发力下的经济回升期.....	3
二、 房地产政策效果跟踪——二线城市新房销售继续低位运行.....	5
三、 资金利率高企，国债利率震荡.....	6
四、 美国通胀：仍处于下行通道.....	8

表目录

表 1: 政策相关类消费项目表现更加优异 (%)	3
表 2: 美国 12 月 CPI 及分项	8

图目录

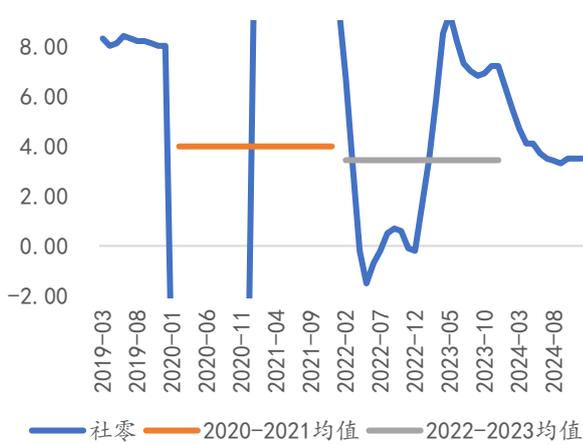
图 1: 2024 年社零增速基本持平于 2022-2023 年 (%)	3
图 2: 居民消费倾向偏向稳定 (%)	3
图 3: 民间固定资产投资全年为负 (%)	4
图 4: 投资分项均有下降 (%)	4
图 5: 外商投资大幅下降 (%)	4
图 6: 设备工器具购置支撑投资增速 (%)	4
图 7: 新房销售当月同比增速为正 (%)	5
图 8: 房地产开发投资仍在筑底.....	5
图 9: 一线城市成交面积回落 (7DMA)	5
图 10: 二线城市成交面积继续创季节性新低 (7DMA)	5
图 11: 三线城市成交面积保持震荡 (7DMA)	6
图 12: 一线城市挂牌价升，挂盘量降.....	6
图 13: 二线城市挂盘价和挂盘量指数均下降.....	6
图 14: 三线城市挂盘价和挂盘量指数均下降.....	6
图 15: 资金利率高企 (%)	7
图 16: 资金面紧张，利率震荡	7

一、政策发力下的经济回升期

2024 年全年 GDP 增速录得 5.0%，与政府预期目标一致，这些都在预期内。我们更加在意当前的数据能否支持我们对于 2025 年的推论。目前来看，我们的观点并未出现大的变化。

消费趋稳。12 月社零累计同比增速为 3.5%，与 11 月持平。2022-2023 年社零平均增速为 3.43%，因此 2024 年的消费增速是高于之前水平的。这一定程度上与政策有关，譬如我们看到跟政策相关的商品均有相对比较亮眼的表现。若要剔除掉政策影响，不妨看 9 月的数据。9 月社零累计同比增速为 3.3%，相比于 2022-2023 年下降 0.1 个百分点，从趋势看尽管还在下滑，但也已经处于筑底过程中。因此，一旦政策出台，社零增速就相较之前数据提升。此外，如果看消费倾向（支出/可支配收入），也可以发现整体趋向稳定，2024 年城镇居民消费倾向较 2023 年略提升 0.1 个百分点，农村居民则下降 0.4 个百分点。2025 年只要政策继续发力，那么 3.5% 以上的社零增速就不是问题。

图 1: 2024 年社零增速基本持平于 2022-2023 年 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 2: 居民消费倾向偏向稳定 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

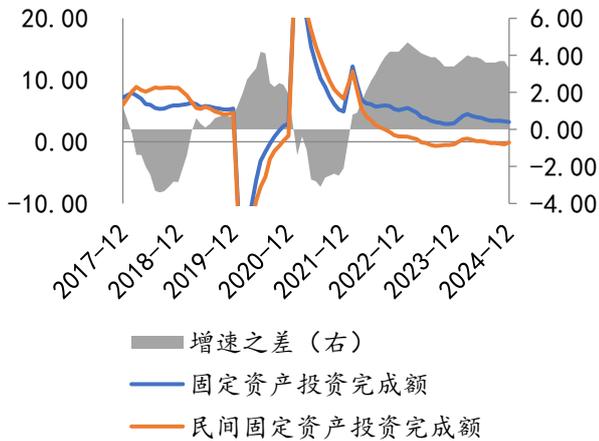
表 1: 政策相关类消费项目表现更加优异 (%)

	粮油、食品类	饮料类	烟酒类	服装鞋帽、针、纺织品类	化妆品类	金银珠宝类
2024-12	9.90	-8.50	10.40	-0.30	0.80	-1.00
2024-11	10.10	-4.30	-3.10	-4.50	-26.40	-5.90
2024-10	10.10	-0.90	-0.10	8.00	40.10	-2.70
2024-09	11.10	-0.70	-0.70	-0.40	-4.50	-7.80
	日用品类	体育、娱乐用品类	书报杂志类	家用电器和音像器材类	中西药品类	文化办公用品类
2024-12	6.30	16.70		39.30	-0.90	9.10
2024-11	1.30	3.50	-10.10	22.20	-2.70	-5.90
2024-10	8.50	26.70	-4.80	39.20	1.40	18.00
2024-09	3.00	6.20	5.10	20.50	5.40	10.00
	家具类	通讯器材类	石油及制品类	建筑及装潢材料类	汽车类	其他类
2024-12	8.80	14.00	-2.80	0.80	0.50	
2024-11	10.50	-7.70	-7.10	2.90	6.60	2.70
2024-10	7.40	14.40	-6.60	-5.80	3.70	9.70
2024-09	0.40	12.30	-4.40	-6.60	0.40	6.90

资料来源: Wind 信达期货研究所

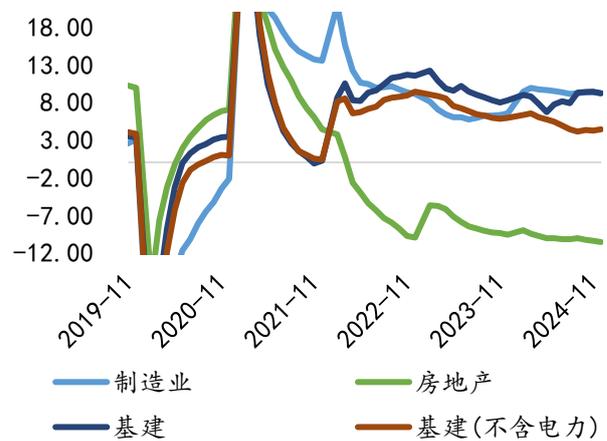
投资略有下滑。12月固定资产累计同比增速为3.2%，较11月下降0.1个百分点。细分来看，制造业、房地产、广义基建均有下降。值得注意的是，民间固定资产投资累计同比增速尽管较11月上升0.2个百分点，但依然全年为负，外商企业投资增速也是历史性下滑，表明内生投资力量依然十分薄弱。设备工器具购置增速较2023年大幅上升也体现了投资端的政策支撑属性。

图 3: 民间固定资产投资全年为负 (%)



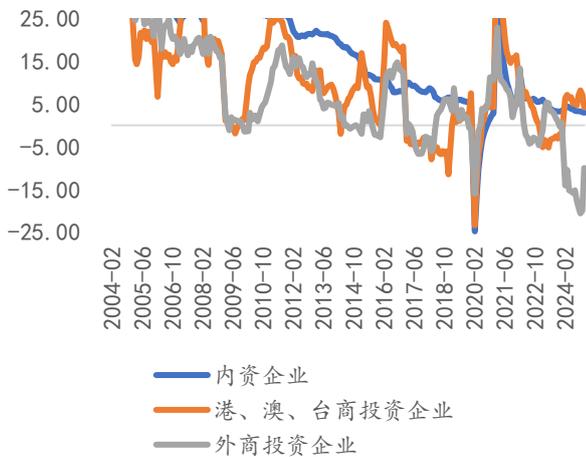
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 4: 投资分项均有下降 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 5: 外商投资大幅下降 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 6: 设备工器具购置支撑投资增速 (%)

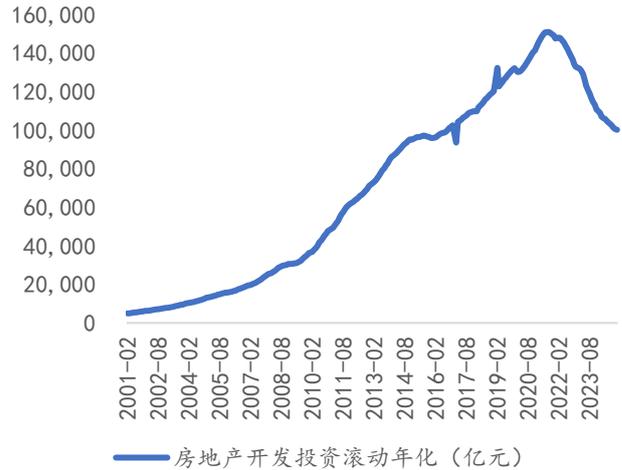


资料来源: Wind 信达期货研究所

地产投资回暖仍有待传导。高频数据显示12月新房销售不俗，确实12月商品房销售当月同比增速尽管较11月回落，但依然位于0以上。只是房地产投资增速仍然低位徘徊，从趋势来看，下行斜率有所放缓，但仍未到底部。

图 7：新房销售当月同比增速为正 (%)


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 8：房地产开发投资仍在筑底


资料来源：Wind 信达期货研究所

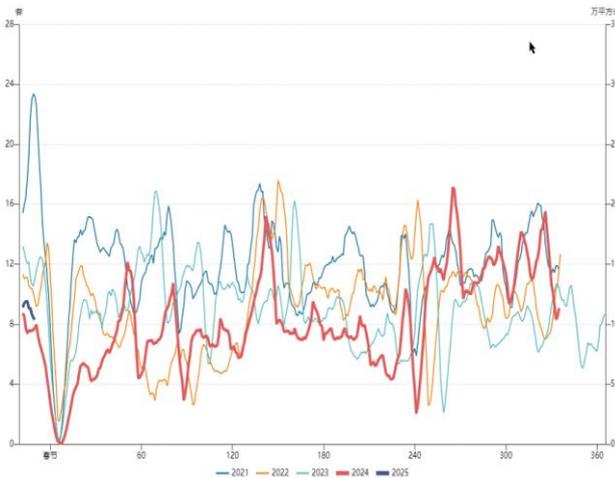
尽管四季度整体数据不错，但我们看到回升的力量主要跟政策有关。2025 年，我们预期这种趋势仍将持续。细分项来看，消费的底基本已经看到，增速有望较 2024 年回升；投资端地产的拖累程度可能将有所弱化，其余继续依赖政策的力量。出口基数高，外需整体走弱，加之关税扰动，可能阶段性转负。未来政策的目标主要是如何对冲出口走弱带来的影响，以达到 5% 左右（我们预期）的两会目标。

二、房地产政策效果跟踪——二线城市新房销售继续低位运行

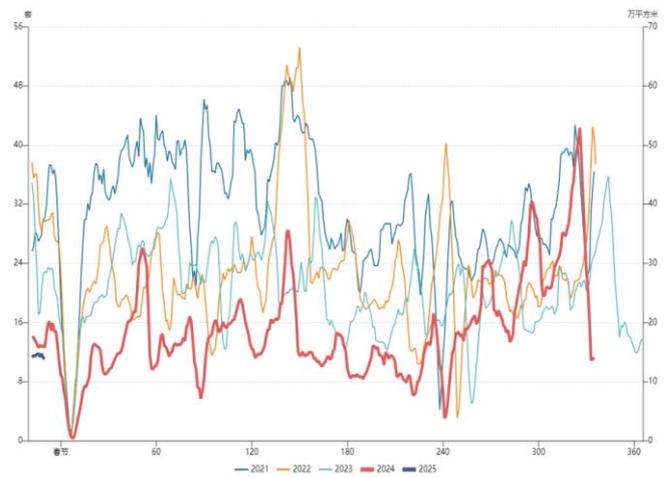
高频数据方面，我们继续重点观察房地产。本周一线城市新房销售量继续下滑，二、三线城市新房销售均保持相对稳定。经春节校准后可以发现目前，一、三线城市新房销售量均高于 2024 年水平，但二线城市仍然处于季节性新低。

二手房方面，截至 1 月 6 日，二、三线城市挂盘价指数下滑速度有所放缓，一线城市挂盘价指数略微上升。二手房市场价格能否止跌仍需观察。

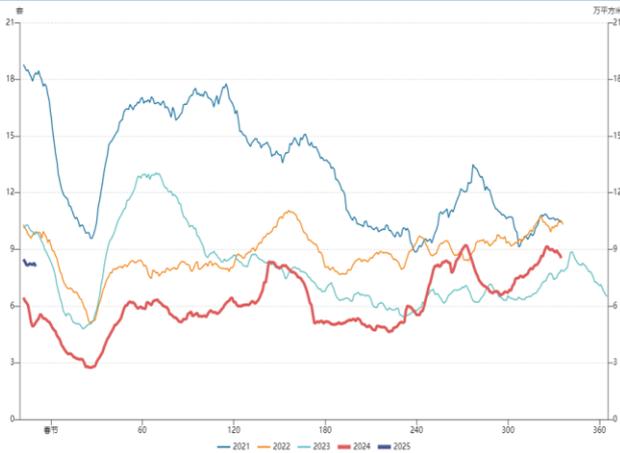
总体来看，尽管二线城市数据有所走弱，但不能就此认定地产市场将差于 2024 年。我们仍然预期 2025 年地产的拖累程度会相对减轻。

图 9：一线城市成交面积回落 (7DMA)


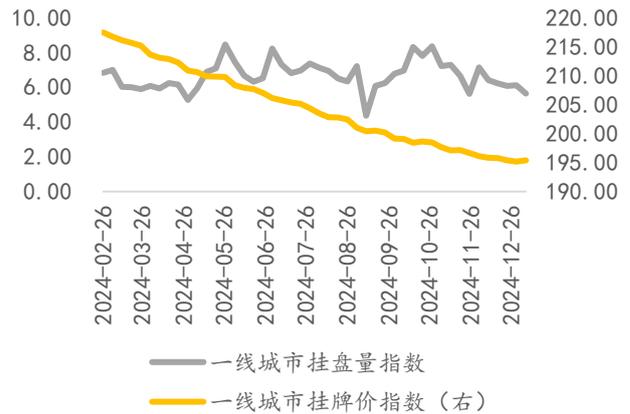
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 10：二线城市成交面积继续创季节性新低 (7DMA)


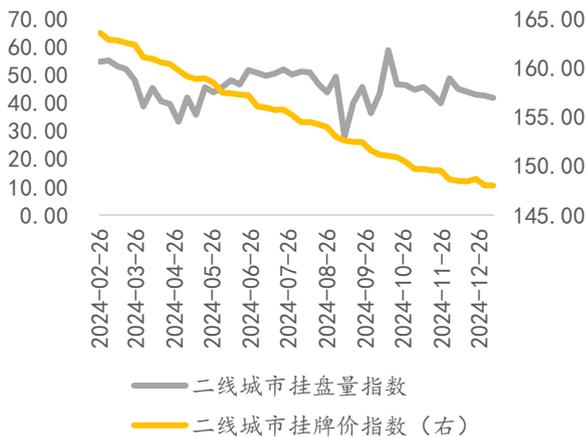
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 11: 三线城市成交面积保持震荡 (7DMA)


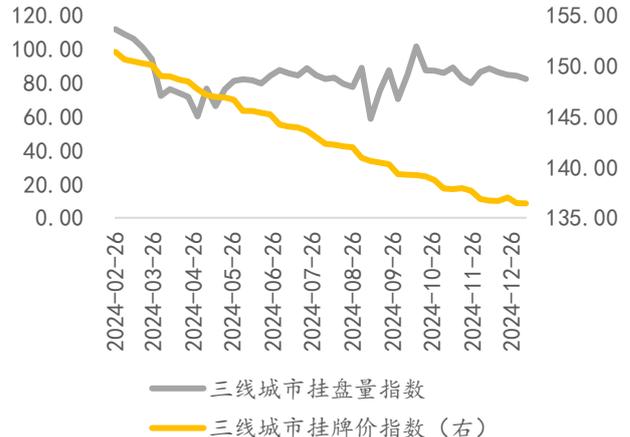
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 12: 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 13: 二线城市挂牌价和挂盘量指数均下降


资料来源: Wind 信达期货研究所

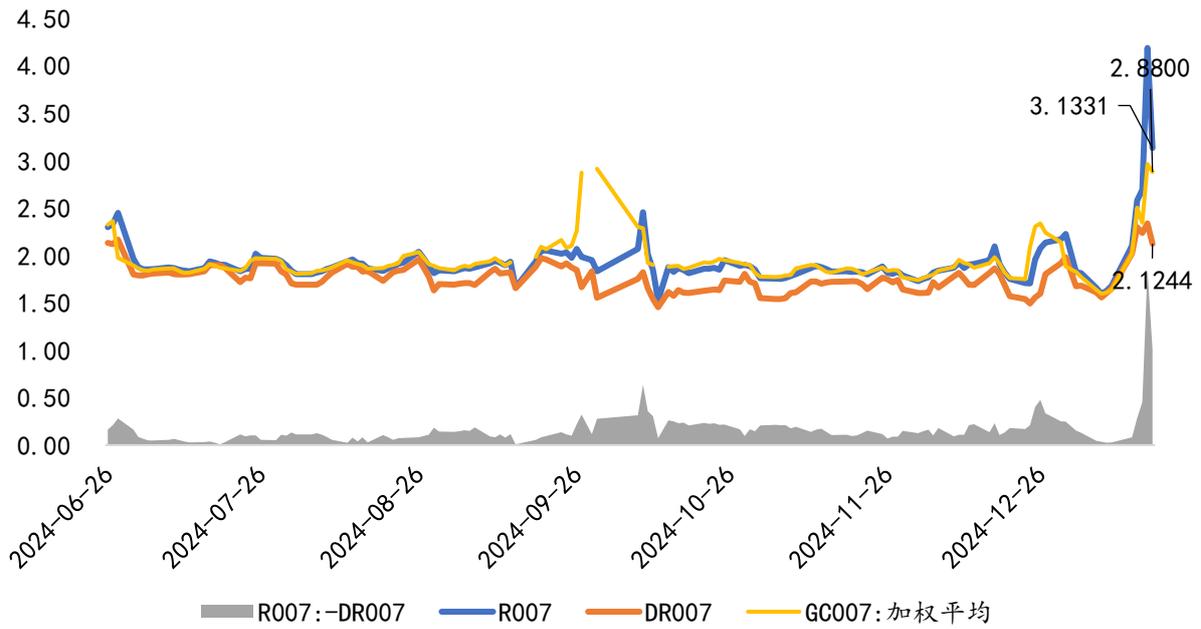
图 14: 三线城市挂牌价和挂盘量指数均下降


资料来源: Wind 信达期货研究所

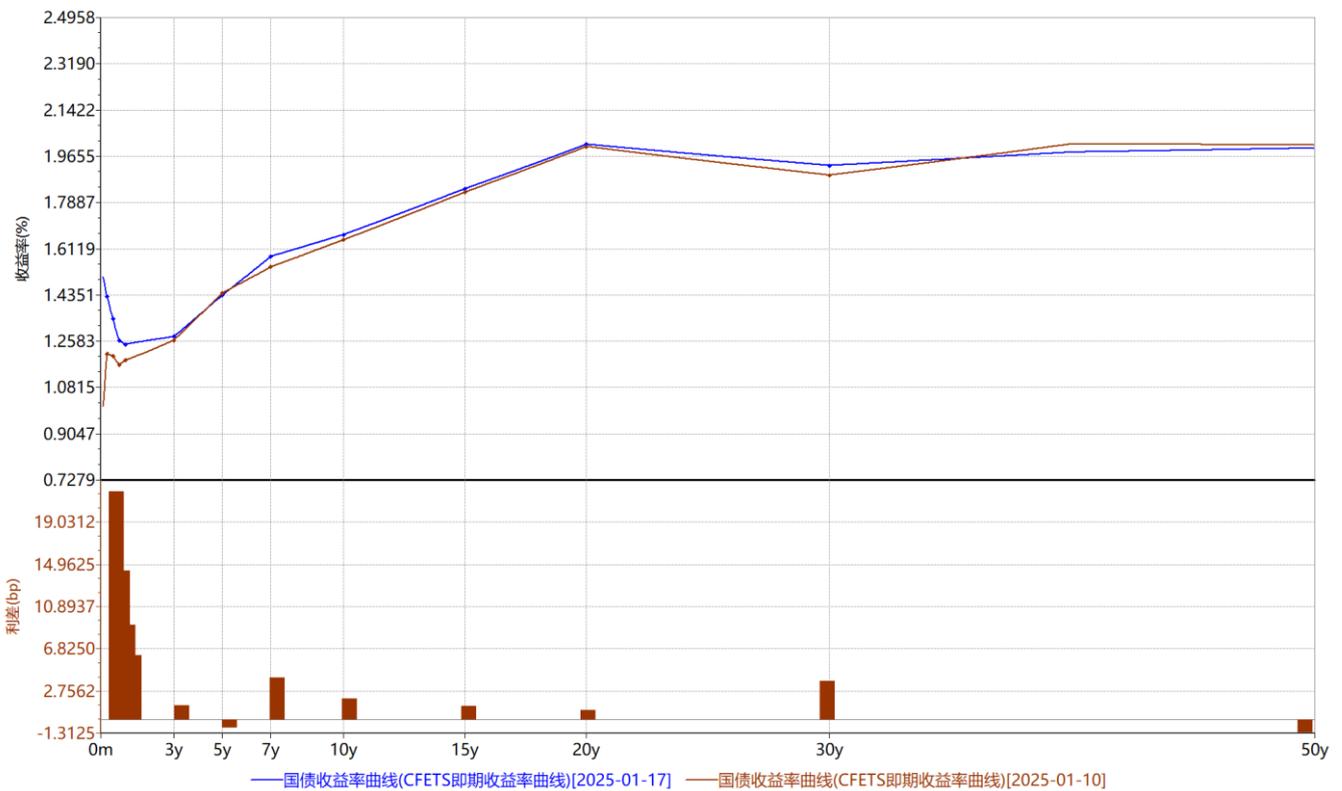
三、资金利率高企, 国债利率震荡

本周整体资金利率大幅上升。大行融出资金大幅下滑, 导致中小行乃至非银的资金面异常紧张, 带动交易所资金也大幅上行。大行缺资金或与去年 11 月底市场利率自律机制推出的两条自律协议有关。非银存款利率调降, 导致银行负债端流失。加之税期扰动, “小钱荒”出现。资金面的问题也传导至期限偏长的债, 导致债市整体依然承压。

未来资金面的问题能否改善其实还是看央行的态度。通常春节前为满足需求, 央行会释放较多流动性, 资金面或逐步缓和。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 15: 资金利率高企 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 16: 资金面紧张, 利率震荡


资料来源: Wind 信达期货研究所

四、美国通胀：仍处于下行通道

美国 12 月 CPI 同比录得 2.9%，环比录得 0.4%，均持平于预期值；核心 CPI 同比录得 3.2%，低于预期值 3.3%，环比录得 0.2%，也低于预期值 0.3%。总体通胀同比增速已连续 3 个月走高。其中能源价格走高贡献最大，对整体 CPI 的拖累较上月减弱 0.18 个百分点，核心商品和食品项也对 CPI 的走高起到辅助作用。

核心 CPI 同比增速 5 个月来首次回落。核心服务贡献较大，其中住房租金同比增速依然呈现下行趋势。但从先行指标来看，未来房租同比增速的下行难度有所加大。

整体来看，通胀仍处于下行通道，大幅反弹的风险目前还不具备，但“最后一公里”问题仍存。

近期市场交易特朗普政策、美国经济韧性以及通胀风险。然而从我们观察的情况来看，美国经济整体仍处于下行通道。市场对于 2025 年美联储降息次数预期有所低估，美元以及美债利率可能都有一定程度高估。本次 CPI 数据算是让市场冷静了一下，但能否就此扭转还不一定。特别是下周一特朗普即将正式就职，不确定性依然较大。

表 2：美国 12 月 CPI 及分项

单位：%	相对权重	环比增速				同比增速				
		2024年11月	2024年12月	2024年11月	上月环比变化	本月环比变化	2024年12月	2024年11月	上月同比变化	本月同比变化
CPI	100.000	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1	2.9	2.7	0.1	0.2
食品	13.483	0.3	0.4	0.2	-0.1	2.5	2.4	0.3	0.1	
家庭食品	8.071	0.3	0.5	0.4	-0.2	1.8	1.6	0.5	0.2	
肉禽鱼蛋	1.737	0.6	1.7	2.9	-1.1	4.2	3.8	1.9	0.4	
水果蔬菜	1.388	-0.1	0.2	-0.2	-0.3	0.9	1.1	0.1	-0.2	
非家庭食品	5.412	0.3	0.3	0.1	0.0	3.6	3.6	-0.2	0.0	
能源	6.442	2.6	0.2	0.2	2.4	-0.4	-3.1	1.7	2.7	
能源商品	3.339	4.3	0.5	1.5	3.8	-3.8	-8.5	3.9	4.7	
能源服务	3.103	0.8	-0.1	-1.1	0.9	3.3	2.8	-1.2	0.5	
核心CPI (除食品和能源外)	80.075	0.2	0.3	0.0	-0.1	3.2	3.3	0.0	-0.1	
商品 (除食品和能源外)	18.347	0.1	0.3	0.3	-0.2	-0.5	-0.7	0.5	0.2	
服装	2.515	0.1	0.2	1.7	-0.1	1.2	1.1	0.8	0.1	
新车	3.566	0.5	0.6	0.6	-0.1	-0.4	-0.7	0.6	0.3	
二手车	1.889	1.2	2.0	-0.7	-0.8	-3.4	-4.0	0.6	0.6	
医疗保健商品	1.455	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.5	0.4	-0.6	0.1	
酒精饮料	0.844	-0.3	0.1	-0.3	-0.4	1.4	1.8	0.2	-0.4	
烟草	0.562	0.0	1.0	0.4	-1.0	6.7	6.6	-0.2	0.1	
服务 (除食品和能源外)	61.728	0.3	0.3	0.0	0.0	4.5	4.6	-0.2	-0.1	
住房	36.707	0.3	0.3	-0.1	0.0	4.6	4.8	-0.1	-0.2	
主要住所租金	7.750	0.3	0.2	-0.1	0.1	4.3	4.4	-0.2	-0.1	
业主住房等价租金	27.185	0.3	0.2	-0.2	0.1	4.8	4.9	-0.3	-0.1	
医疗服务	6.542	0.1	0.3	-0.2	-0.2	2.6	2.8	-0.3	-0.2	
运输服务	6.586	0.5	0.0	-0.4	0.5	7.5	7.0	-1.2	0.5	
特殊统计类别										
除居所外	63.293	0.5	0.3	0.1	0.2	1.9	1.6	0.3	0.3	
除食品、居所外	49.810	0.5	0.3	0.1	0.2	1.8	1.4	0.3	0.4	
除食品、居所、能源、二手车和卡车外	41.480	0.2	0.2	0.1	0.0	2.4	2.4	0.1	0.0	
商品	35.169	0.6	0.4	0.4	0.2	0.3	-0.3	0.8	0.6	
服务	64.831	0.3	0.3	-0.1	0.0	4.4	4.5	-0.2	-0.1	
耐用品	9.854	-0.2	0.2	0.1	-0.4	-1.9	-2.0	0.5	0.1	
非耐用品	25.315	1.1	0.4	0.7	0.7	1.1	0.4	0.9	0.7	

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

