

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

国内看政策，国外看关税

报告日期：

2025年6月22日

报告内容摘要：

◆**国内：**5月工业增加值和投资累计同比增速均下行，唯有消费表现亮眼，5月社零同比增速上升至6.4%，但从其分项来看，可以看到动力主要来自于以旧换新政策。因此接下来，主要还是看以旧换新的政策节奏。按照既定工作安排，国家发展改革委、财政部将在7月、10月分别下达第三季度和第四季度支持以旧换新的中央资金，按这个节奏来看，可能可以期待下7、8月的消费数据。

◆**国外：**美国经济仍处于走弱叙事中。基于关税影响何时能够评估考虑，我们认为降息还得看9月份，在此之前，包括7月议息会议，可能只是一个经济状况和关税影响的跟踪评估。接下来外围重点关注美丽大法案的情况，看法案内容具体会怎么变，以及参议院的过关情况。还有7月9日的关税暂停截止日，可能存在延期情况。此外就是伊朗方面的地缘情况。

◆**房地产高频跟踪：**30大中城市新房销售面积全线回升，但回升力度不及去年同期水平，导致整体水平继续创季节性最低。

◆**国债：**本周资金面整体较为宽松，DR007略较上周回升，但整体依然处于相对低位，同业存单发行利率较上周下行。市场寻找相对高性价比非活跃券，这本身也是债市卷的一个表现。尽管如此，利率破前高的难度依然较大，可能还需新一轮事件的冲击，譬如中美博弈、货币政策新动作等等，短期震荡等待利率下破时点的到来。

◆**风险提示：**美国经济超预期走弱 国内经济超预期走弱

目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 一、 国内看政策，国外等关税..... | 3 |
| (一) 以旧换新政策的节奏 | 3 |
| (二) 降息还看 9 月 | 4 |
| 二、 房地产政策效果跟踪——新房销售环比回升，但季节性偏低 | 5 |
| 三、 国债：市场极致卷，利率待下行 | 6 |

表目录

| | |
|----------------------------|---|
| 表 1: 不同行业的消费增速表现 (%) | 4 |
| 表 2: SEP 变化对比 | 5 |

图目录

| | |
|---|---|
| 图 1: 工业增加值增速下行 (%) | 3 |
| 图 2: 投资增速下行 (%) | 3 |
| 图 3: 投资各分项也处于下行状态 | 3 |
| 图 4: 社零增速不断上扬 (%) | 3 |
| 图 5: 30 城销售面积低于 2024 年同期趋势 (7DMA) | 5 |
| 图 6: 一线城市销售面积位于 2024 年下方 (7DMA) | 5 |
| 图 7: 二线城市销售面积回升，但低于 2024 年同期 (7DMA) | 6 |
| 图 8: 三线城市销售面积回升，但低于 2024 年同期 (7DMA) | 6 |
| 图 9: 二手房挂牌价指数下行 | 6 |
| 图 10: 一线城市挂牌价拐头向下 | 6 |
| 图 11: 二线城市挂牌价指数继续下探 | 6 |
| 图 12: 三线城市挂牌价略有回升 | 6 |
| 图 13: 资金利率震荡 (%) | 7 |
| 图 14: 同业存单发行利率下行 (%) | 7 |
| 图 15: 利率震荡回落 | 7 |

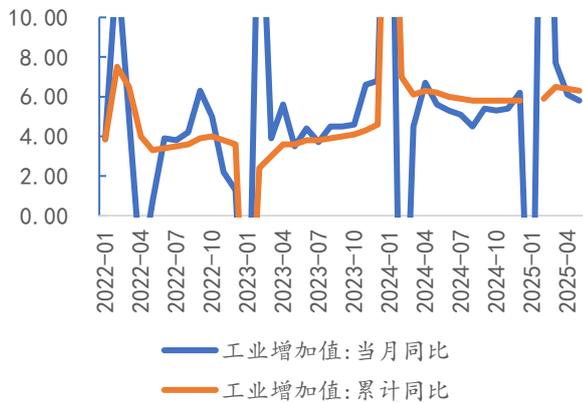
一、国内看政策，国外等关税

(一)以旧换新政策的节奏

5月工业增加值和投资累计同比增速均下行，唯有消费表现亮眼，5月社零同比增速上升至6.4%，但从其分项来看，可以看到动力主要来自于以旧换新政策。因此接下来，主要还是看以旧换新的政策节奏。

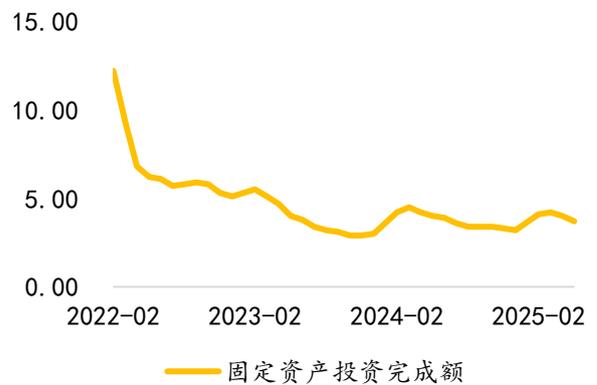
6月我们看到部分城市都因为资金量不足而暂停了以旧换新活动，从这个现象来看，6月消费数据不太可能延续5月的辉煌。按照既定工作安排，国家发展改革委、财政部将在7月、10月分别下达第三季度和第四季度支持以旧换新的中央资金，按这个节奏来看，可能可以期待下7、8月的消费数据。

图 1: 工业增加值增速下行 (%)



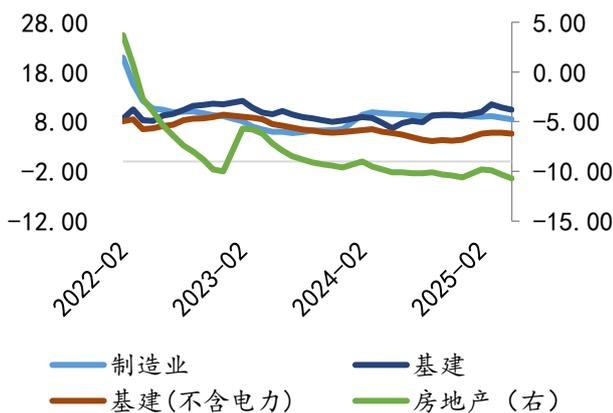
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 2: 投资增速下行 (%)



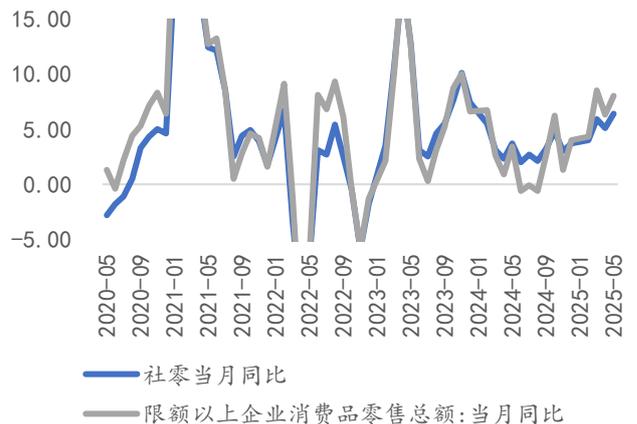
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 3: 投资各分项也处于下行状态



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 4: 社零增速不断上扬 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

表 1: 不同行业的消费增速表现 (%)

| | 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 |
|---------|--------|----------|--------|-------------|-------|---------|
| 2025-05 | 14.60 | 0.10 | 11.20 | 4.00 | 4.40 | 21.80 |
| 2025-04 | 14.00 | 2.90 | 4.00 | 2.20 | 7.20 | 25.30 |
| 2025-03 | 13.80 | 4.40 | 8.50 | 3.60 | 1.10 | 10.60 |
| 2025-02 | 11.50 | -2.60 | 5.50 | 3.30 | 4.40 | 5.40 |
| | 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 |
| 2025-05 | 8.00 | 28.30 | | 53.00 | 0.30 | 30.50 |
| 2025-04 | 7.60 | 23.30 | -8.50 | 38.80 | 2.60 | 33.50 |
| 2025-03 | 8.80 | 26.20 | 2.80 | 35.10 | 1.40 | 21.50 |
| 2025-02 | 5.70 | 25.00 | 0.00 | 10.90 | 2.50 | 21.80 |
| | 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 |
| 2025-05 | 25.60 | 33.00 | -7.00 | 5.80 | 1.10 | |
| 2025-04 | 26.90 | 19.90 | -5.70 | 9.70 | 0.70 | 5.80 |
| 2025-03 | 29.50 | 28.60 | -1.90 | -0.10 | 5.50 | 11.70 |
| 2025-02 | 11.70 | 26.20 | 0.90 | 0.10 | -4.40 | 0.00 |

资料来源: Wind 信达期货研究所

(二)降息还看 9 月

美联储公布 6 月利率决议, 将基准利率维持在 4.25%-4.50% 不变, 连续第四次会议按兵不动, 符合市场预期。从内容来看, 看点不多, 我们着重强调以下四点:

- 1) 通胀的影响依然倾向于一次性价格水平抬升, 但具体影响取决于关税影响的规模、其持续时间以及所需时间都具有高度不确定性。与之前表述一致。其中鲍威尔提到“我们的责任是确保长期预期得到良好锚定, 并防止一次性的价格上涨演变成一个持续性问题”, 说明美联储非常关注长期通胀预期。
- 2) 双重使命目标之间存在冲突时, 美联储会考虑经济距离目标的差距有多大, 以及预计弥合这些差距所需的不同时间跨度。与之前表述一致。
- 3) 对于经济的态度: 经济前景不确定性减弱, 但依然处于较高水平。尽管数据走弱, 但鲍威尔坚持认为当前处于一个比较好的状态, 适合观望等待关税影响进一步显现。其实正如美联储传声筒所说, 假如按照正常的经济数据依赖, 美联储本周准备降息, 但碍于关税对价格构成的风险, 美联储继续按兵不动。
- 4) SEP 显示, 美联储预期失业率抬升, 经济走弱, 通胀走高, 妥妥的偏滞胀场景。但由于经济走弱程度不大, 尚在接受程度之内, 加之未来的通胀担忧, 2025 年末利率预期并未发生变化, 2026 年降息次数相对减少。

基于关税影响何时能够评估考虑, 我们认为降息还得看 9 月份, 在此之前, 包括 7 月议息会议, 可能只是一个经济状况和关税影响的跟踪评估。

表 2: SEP 变化对比

| Variable | Percent | | | | Central Tendency ² | | | | Range ³ | | | |
|---|---------------------|------|------|------------|-------------------------------|---------|---------|------------|--------------------|---------|---------|------------|
| | Median ¹ | | | | 2025 | 2026 | 2027 | Longer run | 2025 | 2026 | 2027 | Longer run |
| | 2025 | 2026 | 2027 | Longer run | 2025 | 2026 | 2027 | Longer run | 2025 | 2026 | 2027 | Longer run |
| Change in real GDP | 1.4 | 1.6 | 1.8 | 1.8 | 1.2-1.5 | 1.5-1.8 | 1.7-2.0 | 1.7-2.0 | 1.1-2.1 | 0.6-2.5 | 0.6-2.5 | 1.5-2.5 |
| March projection | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.5-1.9 | 1.6-1.9 | 1.6-2.0 | 1.7-2.0 | 1.0-2.4 | 0.6-2.5 | 0.6-2.5 | 1.5-2.5 |
| Unemployment rate | 4.5 | 4.5 | 4.4 | 4.2 | 4.4-4.5 | 4.3-4.6 | 4.2-4.6 | 4.0-4.3 | 4.3-4.6 | 4.3-4.7 | 4.0-4.7 | 3.5-4.5 |
| March projection | 4.4 | 4.3 | 4.3 | 4.2 | 4.3-4.4 | 4.2-4.5 | 4.1-4.4 | 3.9-4.3 | 4.1-4.6 | 4.1-4.7 | 3.9-4.7 | 3.5-4.5 |
| PCE inflation | 3.0 | 2.4 | 2.1 | 2.0 | 2.8-3.2 | 2.3-2.6 | 2.0-2.2 | 2.0 | 2.5-3.3 | 2.1-3.1 | 2.0-2.8 | 2.0 |
| March projection | 2.7 | 2.2 | 2.0 | 2.0 | 2.6-2.9 | 2.1-2.3 | 2.0-2.1 | 2.0 | 2.5-3.4 | 2.0-3.1 | 1.9-2.8 | 2.0 |
| Core PCE inflation ⁴ | 3.1 | 2.4 | 2.1 | | 2.9-3.4 | 2.3-2.7 | 2.0-2.2 | | 2.5-3.5 | 2.1-3.2 | 2.0-2.9 | |
| March projection | 2.8 | 2.2 | 2.0 | | 2.7-3.0 | 2.1-2.4 | 2.0-2.1 | | 2.5-3.5 | 2.1-3.2 | 2.0-2.9 | |
| Memo: Projected appropriate policy path | | | | | | | | | | | | |
| Federal funds rate | 3.9 | 3.6 | 3.4 | 3.0 | 3.9-4.4 | 3.1-3.9 | 2.9-3.6 | 2.6-3.6 | 3.6-4.4 | 2.6-4.1 | 2.6-3.9 | 2.5-3.9 |
| March projection | 3.9 | 3.4 | 3.1 | 3.0 | 3.9-4.4 | 3.1-3.9 | 2.9-3.6 | 2.6-3.6 | 3.6-4.4 | 2.9-4.1 | 2.6-3.9 | 2.5-3.9 |

资料来源: FED 信达期货研究所

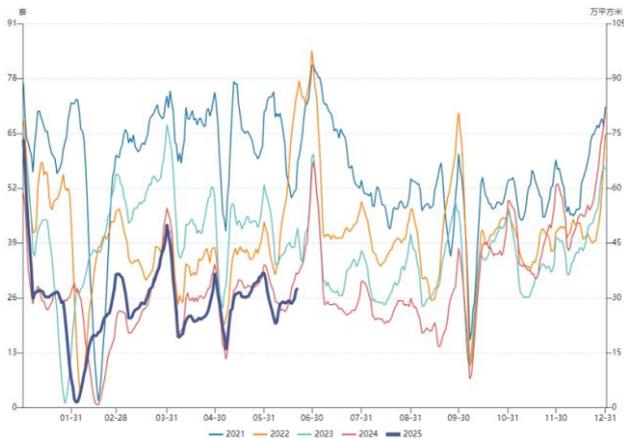
接下来外围重点关注美丽大法案的情况,看法案内容具体会怎么变,以及参议院的过关情况。还有 7 月 9 日的关税暂停截止日,可能存在延期情况。此外就是伊朗方面的地缘情况。

二、房地产政策效果跟踪——新房销售环比回升,但季节性偏低

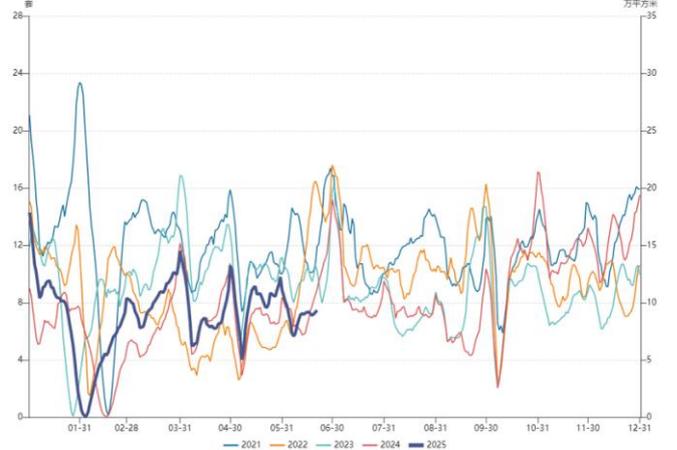
高频数据方面,我们继续重点观察房地产。30 大中城市新房销售面积全线回升,但回升力度不及去年同期水平,导致整体水平继续创季节性最低。

二手房方面,截至 6 月 9 日,三线城市挂盘价指数继续略有上行,一、二线城市挂盘价指数继续回落。

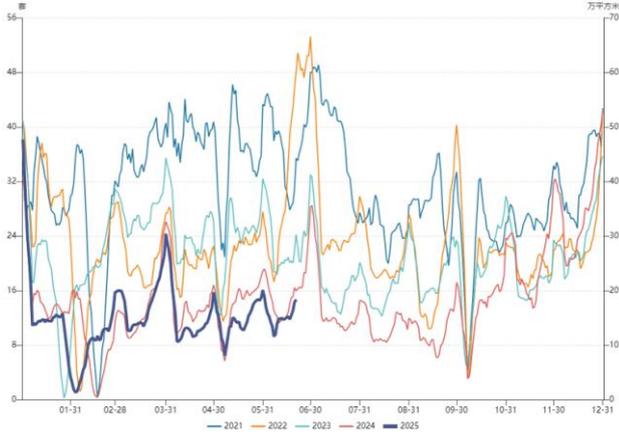
总体来看,新房销售面积环比回升,有所回暖,但同比来看,仍处季节性最低水平。

图 5: 30 城销售面积低于 2024 年同期趋势 (7DMA)


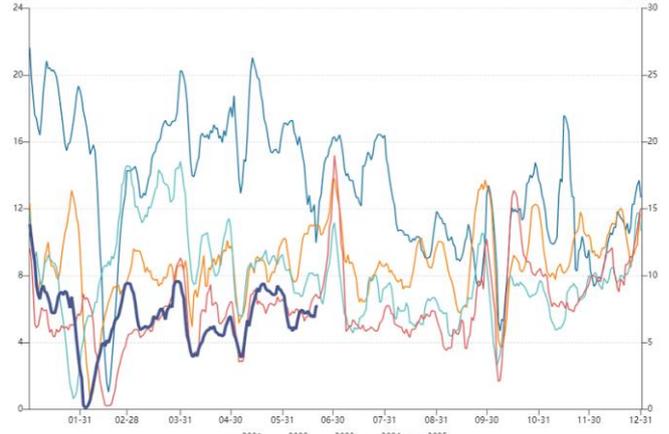
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 6: 一线城市销售面积位于 2024 年下方 (7DMA)


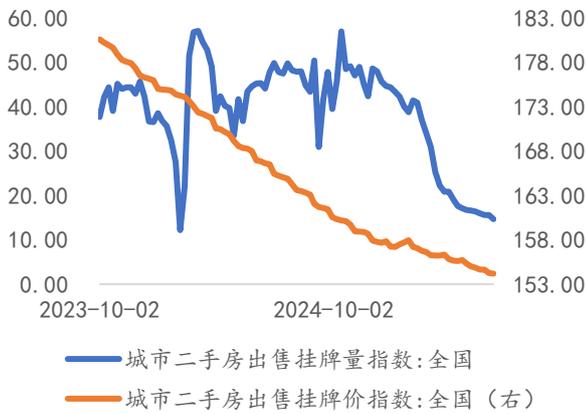
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 7：二线城市销售面积回升，但低于 2024 年同期（7DMA）


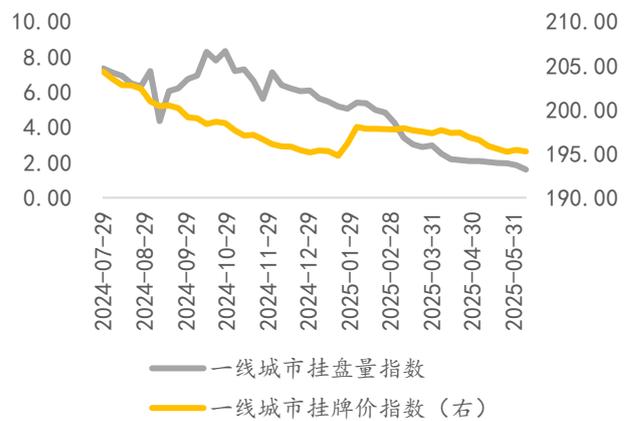
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 8：三线城市销售面积回升，但低于 2024 年同期（7DMA）


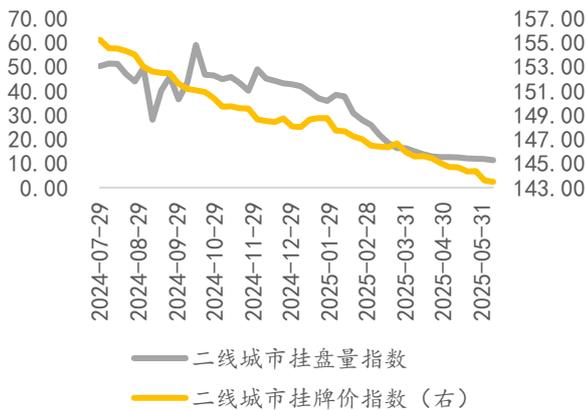
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 9：二手房挂牌价指数下行


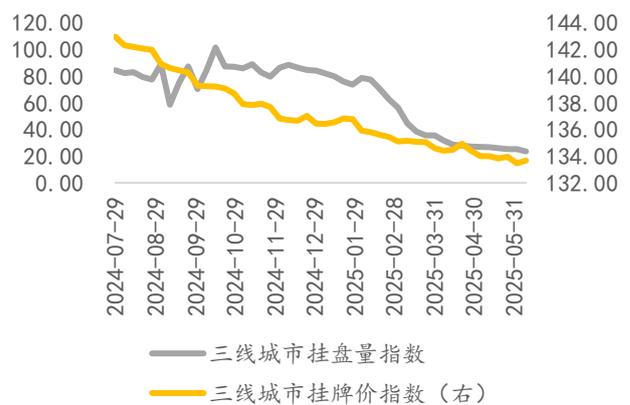
资料来源：Wind 信达期货研究所

图 10：一线城市挂牌价拐头向下


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 11：二线城市挂牌价指数继续下探


资料来源：Wind 信达期货研究所

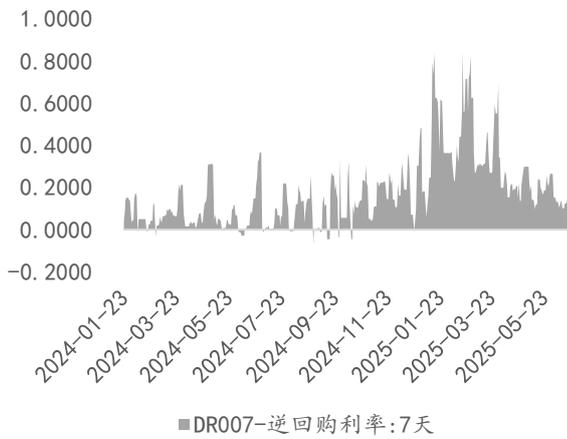
图 12：三线城市挂牌价略有回升


资料来源：Wind 信达期货研究所

三、国债：市场极致卷，利率待下行

本周资金面整体较为宽松，DR007 略较上周回升，但整体依然处于相对低位，同业存单发行请务必阅读正文之后的免责条款6

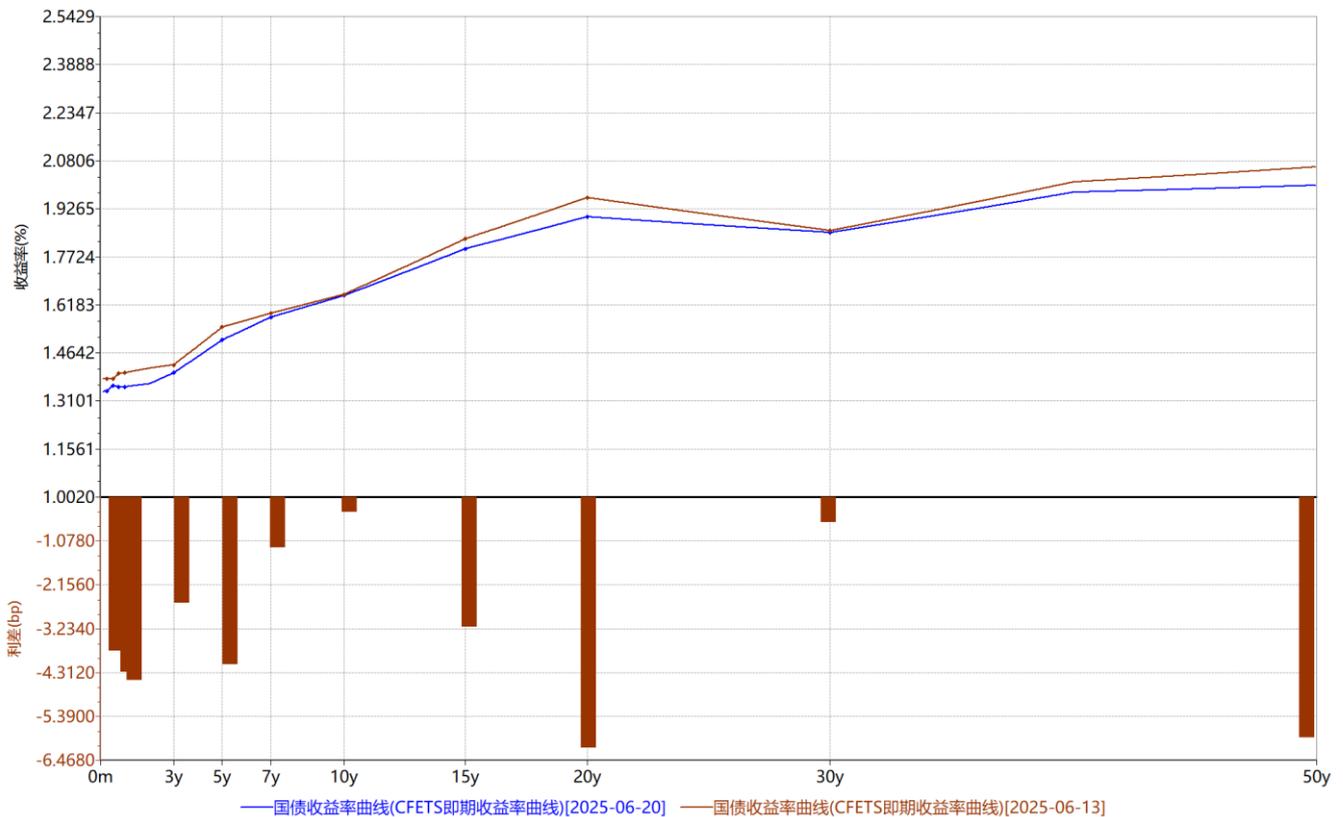
利率较上周下行。市场寻找相对高性价比非活跃券，这本身也是债市卷的一个表现。尽管如此，利率破前高的难度依然较大，可能还需新一轮事件的冲击，譬如中美博弈、货币政策新动作等等，短期震荡等待利率下破时点的到来。

图 13: 资金利率震荡 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 14: 同业存单发行利率下行 (%)


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 15: 利率震荡回落


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。

