

海外滞胀风险上升，国内经济温和复苏

核心观点

海外主要发达经济体 2025 年一季度表现出滞胀特征，全球贸易的不确定性因素增加，关税战导致通胀预期上升，而经济增长预期反而受到抑制。美国通胀方面本身就具备较强韧性，在特朗普关税战政策下通胀预期有抬升势头，使得美联储放缓降息节奏，3 月美联储议息会议保持利率不变。欧洲传统优势产业的高端制造业受到能源成本上升、地缘冲突风险、产业资本外流、科技竞争力弱等消极影响，正面临着经济增速放缓、通胀居高不下的窘境，未来或陷入“滞胀”。另外欧洲“再军事化”将提升政府财政支出能力，进一步推升通胀压力，制约央行货币政策决策。受到大米等食品价格上涨以及“春斗”带来的薪资上升的共同影响，日本通胀回升较快，因此日本央行在 1 月重启货币正常化进程，加息 25BP 至 0.5%。不过日本经济增长的持续性动能不足，在全球产业特别是新科技产业的整体竞争力有所不足，日本央行在 3 月保持利率不变。

自去年 9 月底一系列稳增长政策密集推出以来，国内宏观经济保持复苏势头，四季度实际 GDP 增长 5.4%，较三季度大幅上行 0.8 个百分点，全年完成经济增长目标。不过，2025 年 1-2 月的经济数据边际放缓，说明经济内生性增长动能仍有所不足，目前国内经济的主要问题仍然在于有效需求不足，特别是居民部门的需求恢复偏缓慢。这就需要政策端协同发力，实施适度宽松的货币政策以及更加积极的财政政策。短期内货币政策将根据国内外金融形势择机选择宽松力度和节奏，短期内降息预期有所放缓。财政政策在两会期间落地，总量上逆周期调节力度有所加大，包括提高财政赤字率至 4%，增加政府债券发行规模至 1.3 万亿超长期特别国债和 4.4 万亿地方政府专项债，结构上更偏向消费和科技。央行 2025 年一季度例会，向市场传达出短期降息预期减弱、稳汇率诉求不减、结构性支持科创与股市等信息。两会之后，提振消费的相关政策快速落实，未来有望促进消费加快复苏和打通内循环堵点。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

姓名：龙奥明

宝城期货投资咨询部

从业资格证号：F3035632

投资咨询证号：Z0014648

电话：0571-87006873

邮箱：longaoming@bcqhgs.com

报告日期：2025 年 3 月 26 日

作者声明：本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

正文目录

1 国际宏观	4
1.1 美国经济：关税战抬高通胀预期.....	4
1.2 欧洲经济：滞胀风险上升.....	7
1.3 日本经济：通胀回升，启动货币正常化.....	8
2 国内宏观	10
2.1 景气指数：制造业 PMI 重回扩张，服务业 PMI 表现偏弱	10
2.2 物价指数：春节因素对 CPI 造成季节性扰动	12
2.3 信贷数据：实体部门信贷复苏，但结构性分化明显	14
2.4 两会政策指引明确，政策端正快速落实	16
3 总结	19

图表目录

图 1 美国 ISM 制造业 PMI 重回扩张.....	5
图 2 美国 ISM 服务业 PMI 意外走弱.....	5
图 3 美国通胀数据表现韧性.....	6
图 4 美债短期收益率有所回升.....	7
图 5 欧洲制造业 PMI 长期低迷.....	7
图 6 欧洲通胀再度抬头风险上升.....	8
图 7 日本通胀指标回升.....	9
图 8 日本国债收益率曲线.....	10
图 9 制造业 PMI 重回扩张，服务业 PMI 表现偏弱.....	11
图 10 制造业 PMI 分项指标显示供需双增.....	12
图 11 制造业 PMI 大中小型企业表现分化.....	12
图 12 春节因素下 CPI 错月效应明显.....	14
图 13 PPI 延续偏弱运行.....	14
图 14 新增人民币贷款开门红.....	15
图 15 企业部门新增中长期贷款.....	15
图 16 企业部门新增短期贷款.....	15
图 17 企业部门新增票据融资.....	15
图 18 居民部门新增中长期贷款.....	15
图 19 居民部门新增短期贷款.....	15
图 20 历年两会政府工作报告内容.....	16
图 21 LPR 连续多月持平.....	18

1 国际宏观

海外主要发达经济体 2025 年一季度表现出滞胀特征，全球贸易的不确定性因素增加，关税战导致通胀预期上升，而经济增长预期反而受到抑制。美国通胀方面本身就具备较强韧性，在特朗普关税战政策下通胀预期有抬升势头，使得美联储放缓降息节奏，3 月美联储议息会议保持利率不变。欧洲传统优势产业的高端制造业受到能源成本上升、地缘冲突风险、产业资本外流、科技竞争力弱等消极影响，正面临着经济增速放缓、通胀居高不下的窘境，未来或陷入“滞胀”。另外欧洲“再军事化”将提升政府财政支出能力，进一步推升通胀压力，制约央行货币政策决策。受到大米等食品价格上涨以及“春斗”带来的薪资上升的共同影响，日本通胀回升较快，因此日本央行在 1 月重启货币正常化进程，加息 25BP 至 0.5%。不过日本经济增长的持续性动能不足，在全球产业特别是新科技产业的整体竞争力有所不足，日本央行在 3 月保持利率不变。

1.1 美国经济：关税战抬高通胀预期

一季度，美国经济出现一定的分化特征：2 月美国 ISM 制造业 PMI 为 50.3，连续两个月保持扩张；而服务业 PMI 虽然保持扩张，相对预期而言仍有所走弱。由于美国的经济结构中服务业占绝对大头，服务业 PMI 的意外走弱显示美国未来经济需求端存在一定隐忧。特朗普关税战政策的不确定性以及反复性对美国经济的扰动将逐渐体现。

特朗普经济政策的核心可以概括为“海外加税，国内减税”，通过对海外进口商品加征巨额关税来补充因为国内减税造成的财政收入减少，同时利用关税壁垒来提振美国制造业。暂且不论关税对所得税的替代是否合理，美国低端制造业的衰败是全球生产要素比较之后的结果，因为美国的制造业生产成本要远高于海外新兴经济体，因此即使关税保护限制海外商品的流入，美国传统制造业生产出的产品仍然不具备国际竞争优势，反而会因为关税成本转嫁给美国消费者而再度推升美国通胀，通胀压力最终会影响美国居民的消费预期。

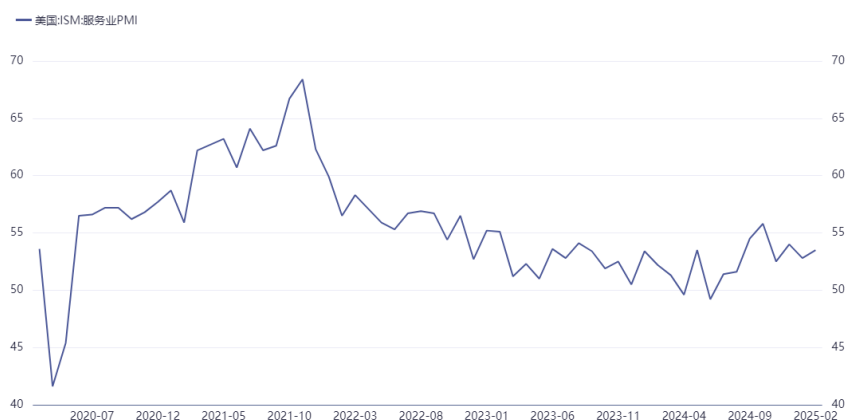
自特朗普上台以来，短短 2 个月左右的时间，特朗普肆意挥舞关税大棒，在全球经贸领域掀起“不确定性”的浪潮。受到关税战影响的经济体自然采取反制措施，而特朗普貌似没有收手的意愿。这导致全球贸易环境的未来预期变得极不稳定，目前美国的资本市场已经对这种不确定性开始定价，关税战不会有赢家，只会增加全球贸易成本，抑制全球经济需求，拖累全球经济增长。另外，外贸相关企业在当前不确定性升温的环境中，会倾向关于保持观望，放缓产能投放以及订单采购，这就会导致未来一段时间全球贸易增长动能走弱，后续将在全球各国的出口数据中体现出来。

图 1 美国 ISM 制造业 PMI 重回扩张



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

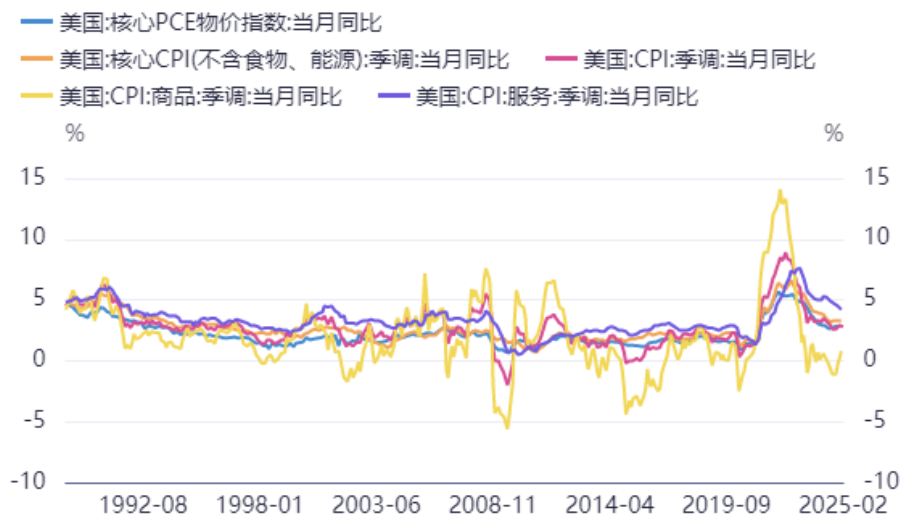
图 2 美国 ISM 服务业 PMI 意外走弱



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

通胀方面，1 月美国 CPI 环比上涨 0.5%，为 2023 年 8 月以来最大涨幅。核心 CPI（不包括食品和能源）环比上涨 0.4%，同样高于预期。其中最显著的是商品 CPI 的持续上升，这是出于对特朗普关税政策可能引发对等回应的担忧。一旦爆发全面贸易战，关税成本易转嫁给美国消费者，这将造成美国输入性通胀。2 月 CPI 环比涨幅从 1 月的 0.5% 回落至 0.3%，同比涨幅为 2.9%，略低于前值 3%。核心 CPI 环比和同比分别下降 0.1 个百分点，至 0.3% 和 3.2%。尽管如此，近期制造业和服务业价格指数的上升以及关税政策的不确定性，仍为通胀前景蒙上了一层阴影。而过去两周美股对特朗普关税政策的反应表明，市场正在对美国经济衰退或滞胀进行定价。

图 3 美国通胀数据表现韧性

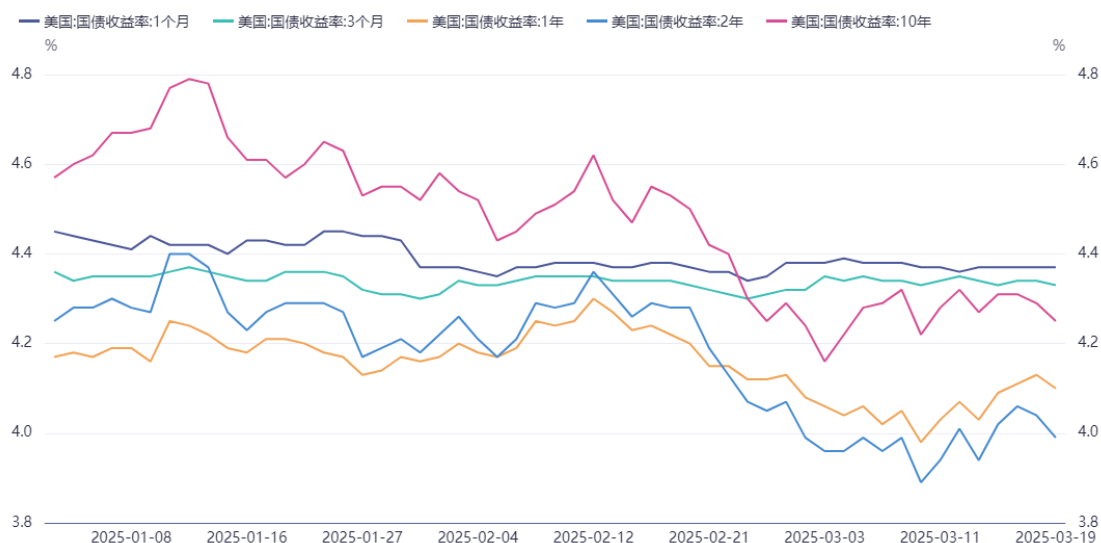


数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

3月20日凌晨，美联储在货币政策会议的会后宣布，联邦基金利率的目标区间继续保持在4.25%至4.5%不变。这是美联储连续第二次货币政策会议决定暂停降息。联储自2022年3月至去年7月累计加息525个基点，去年9月起连续三次会议降息，合计降幅100个基点。同时，美联储公布，将从下月起放慢缩减资产负债表（缩表）的步伐。这是联储自去年6月以来首次调整缩表。自2022年6月至去年底，美联储已累计缩表近2万亿美元。

美联储主席以及官员的最新表态也表明，美国降通胀的进程受阻，美联储对美国经济增长和通胀的展望体现了联储对经济陷入滞胀的警惕。若通胀再度回升的预期较为充足，美联储很可能在可预见的未来维持利率不变。近期随着特朗普关税政策的放缓以及美国经济增长前景不确定性增加，美债收益率趋于回落。不过特朗普关税政策仍存在不确定性，4月2日为特朗普宣布的实行“对等关税”的时间节点，若无法通过谈判协商的方式控制关税战的升级风险，美国通胀上升风险仍存。

图 4 美债短期收益率有所回升



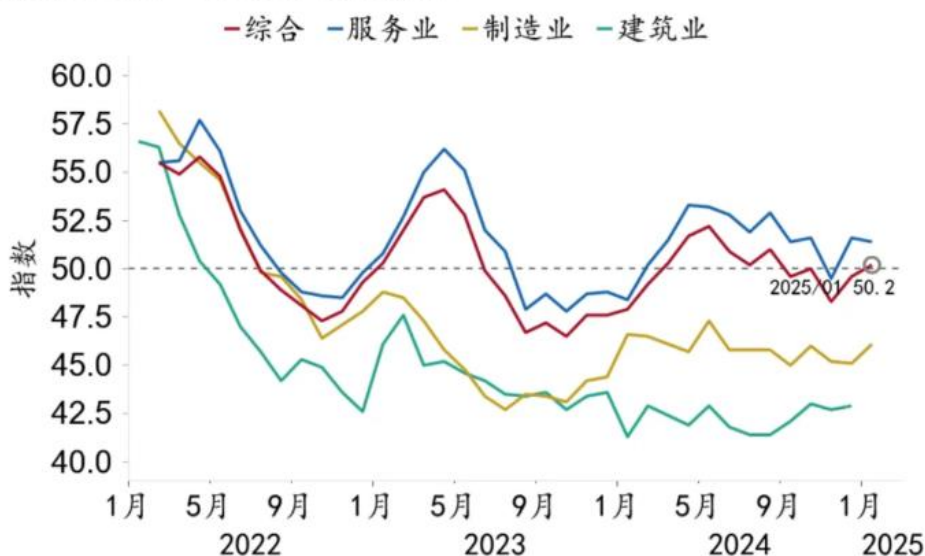
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

1.2 欧洲经济：滞胀风险上升

2022 年俄乌冲突爆发以来，欧洲地区受到的冲击最为明显：第一，地缘政治环境恶化，援乌及国防开支剧增，民粹保守势力抬头，跨国资本开始流出欧洲地区；第二，缺失了俄罗斯的廉价能源，产业资本竞争优势下降，转而纷纷布局海外，减少了欧洲本土的高薪职位需求。因此我们看到欧洲地区陷入增长乏力而通胀再度抬头的窘境。

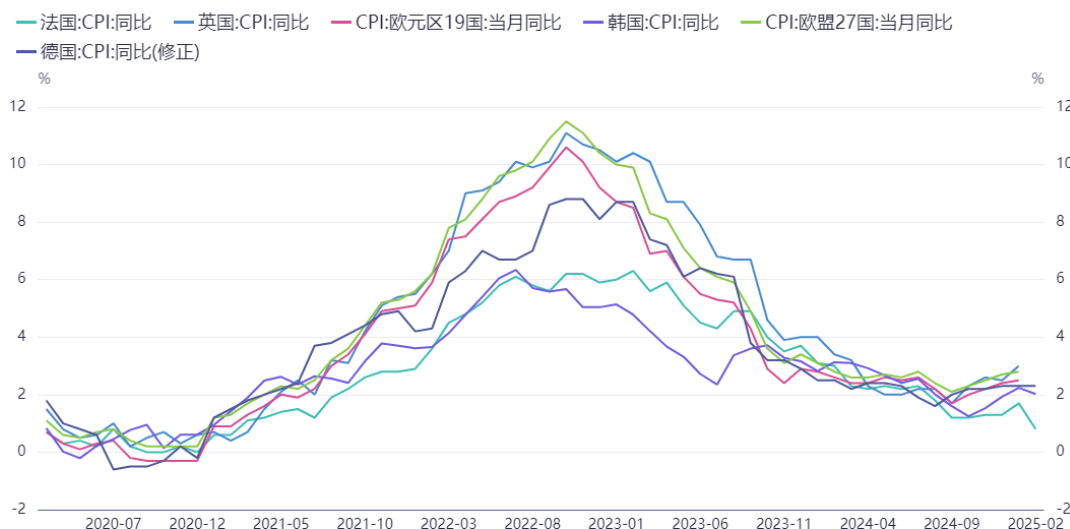
图 5 欧洲制造业 PMI 长期低迷

欧元区S&P Global PMI指数



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 6 欧洲通胀再度抬头风险上升



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

3月6日，欧洲央行如期降息25个基点至2.75%，是2024年6月开启宽松周期以来的第六次降息。欧洲央行在声明中指出，降息降低了企业和家庭的新增借贷成本，贷款增长正在回升。与此同时，融资条件宽松的阻力来自于过去加息对信贷存量的影响，总体而言，贷款仍然低迷。欧洲央行重申“反通胀进程进展顺利”，但删除了此前表示将在“今年内”实现通胀目标的措辞。取而代之的是，表示潜在价格数据显示将在“持续的基础上”实现这一目标。欧洲央行认为欧洲各国通胀仍然很高，主要是因为某些行业的工资和价格仍在调整以适应过去的通胀飙升，这部分延时相当长。这暗示随着通胀降温和经济消化地缘政治的剧烈变化，降息周期可能接近尾声。

另一方面，随着美国抛弃欧洲独自和俄罗斯谈判解决俄乌危机，欧洲地区“再军事化”的呼声再起，欧洲开始考虑战略安全自主的可能性。德国联邦议院3月18日通过一项巨额财政方案草案，将提供5000亿欧元特别基金，主要用于基础设施建设，并批准修订《基本法》中的“债务刹车”条款，放宽对国防开支的债务限制。这项计划标志着德国经济政策重大转向，有望刺激长期不足的公共投资，助力德国经济摆脱衰退困境。但并非所有欧盟20个成员国都像德国那样拥有相同的财政空间，这意味着额外的支出可能会给已经捉襟见肘的预算带来压力，并引发债市的负面反应，这可能将导致国债利率快速上行，同时也将进一步推升通胀压力，从而制约央行货币政策决策。

1.3 日本经济：通胀回升，启动货币正常化

1月24日，日本央行以8-1的投票结果通过利率决议，决定加息25个基点至0.50%，符合预期，为日本十八年来最大幅度加息。公告表示，日本的实

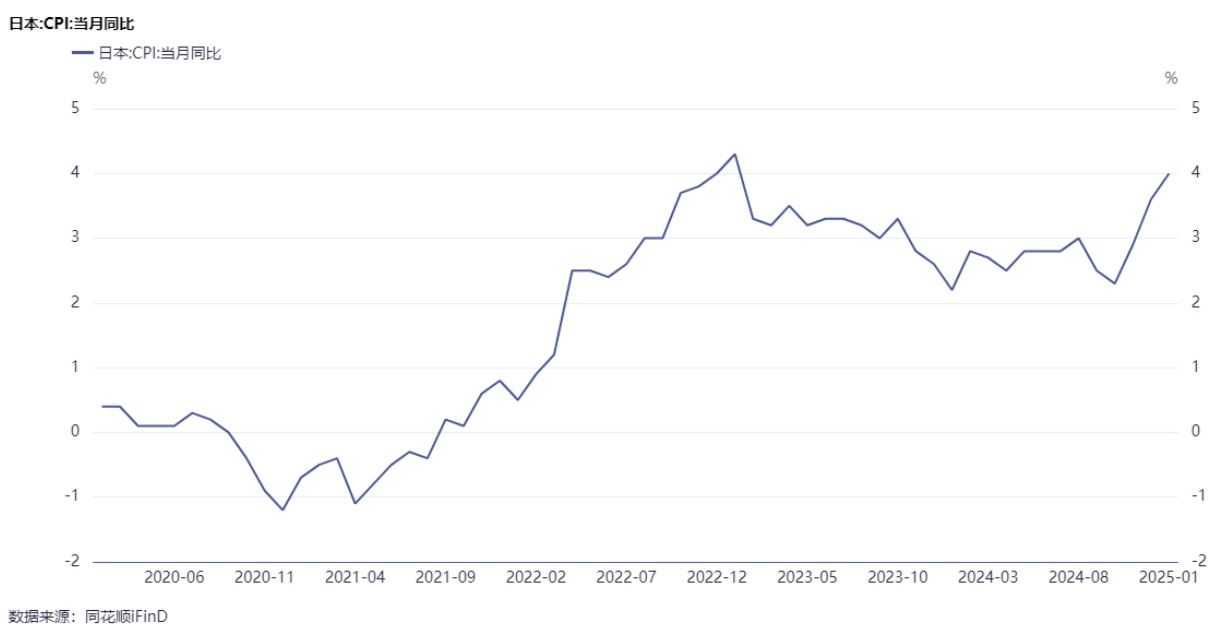
际利率处于非常低的水平，随着工资持续增长，通胀率已逐步向 2% 的目标迈进。未来政策将取决于经济、物价和市场状况，若未来的实际情况符合预期，将继续加息，调整货币宽松力度。

3 月 19 日，日本央行全票通过利率决议，决定维持利率在 0.5% 不变，符合预期。公告表示，日本经济已适度复苏，尽管部分领域仍显疲软；服务价格持续适度上涨，通胀预期有所上升。前景风险层面，报告称，日本经济和物价面临的不确定性仍然很高，风险包括海外经济活动进展。有必要密切关注金融和外汇市场的发展及其对日本经济活动和价格的影响，汇率变化与过去相比更有可能影响价格。

鉴于企业与居民部门之间的正向循环已经建立，日本经济或延续稳步扩张态势。居民收入增长正在支撑消费扩张，叠加海外需求强劲，企业利润快速增长，进而通过就业市场对居民部门形成提振。随着企业利润的修复与“劳工荒”的加剧，薪资与物价之间的正向循环已经相对稳固，未来两年通胀预测值升至 2% 上方。

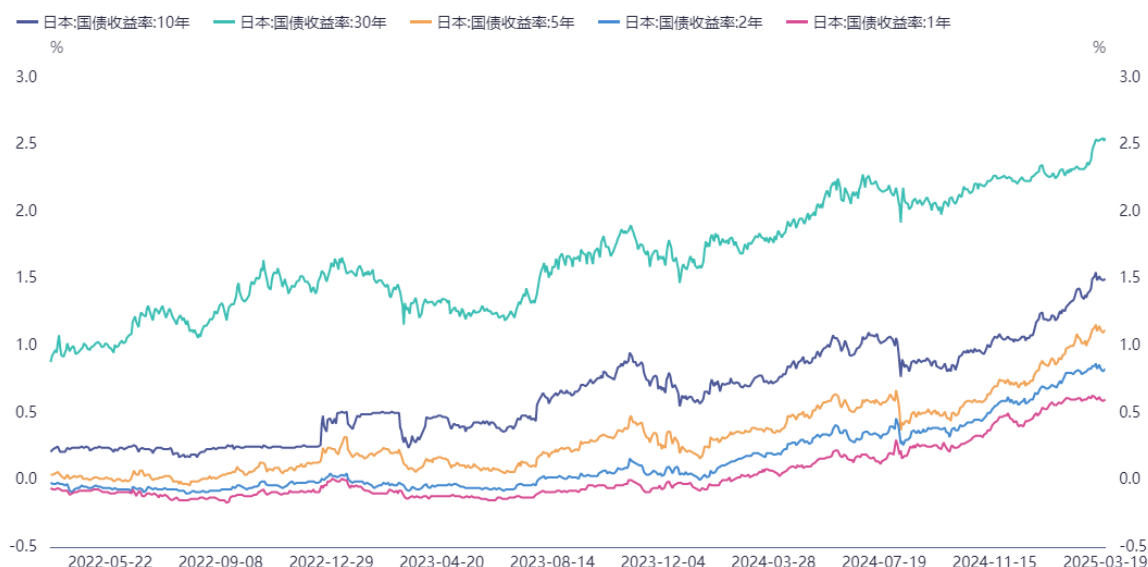
随着就业形势以及通胀数据的持续好转，日本央行失去继续实行“负利率”的必要性，未来日本央行货币政策将回归正常化。不过由于目前日本产业在全球产业链特别是在新科技产业的竞争力有所不足，其经济持续增长的动能有所不足，未来或制约日本央行货币政策决策。

图 7 日本通胀指标回升



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 8 日本国债收益率曲线



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

2 国内宏观

自去年 9 月底一系列稳增长政策密集推出以来，国内宏观经济保持复苏势头，四季度实际 GDP 增长 5.4%，较三季度大幅上行 0.8 个百分点，全年完成经济增长目标。不过，2025 年 1-2 月的经济数据边际放缓，说明经济内生性增长动能仍有所不足，目前国内经济的主要问题仍然在于有效需求不足，特别是居民部门的需求恢复偏缓慢。这就需要政策端协同发力，实施适度宽松的货币政策以及更加积极的财政政策。短期内货币政策将根据国内外金融形势择机选择宽松力度和节奏，短期内降息预期有所放缓。财政政策在两会期间落地，总量上逆周期调节力度有所加大，包括提高财政赤字率至 4%，增加政府债券发行规模至 1.3 万亿超长期特别国债和 4.4 万亿地方政府专项债，结构上更偏向消费和科技。央行 2025 年一季度例会，向市场传达出短期降息预期减弱、稳汇率诉求不减、结构性支持科创与股市等信息。两会之后，提振消费的相关政策快速落实，未来有望促进消费加快复苏和打通内循环堵点。

2.1 景气指数：制造业 PMI 重回扩张，服务业 PMI 表现偏弱

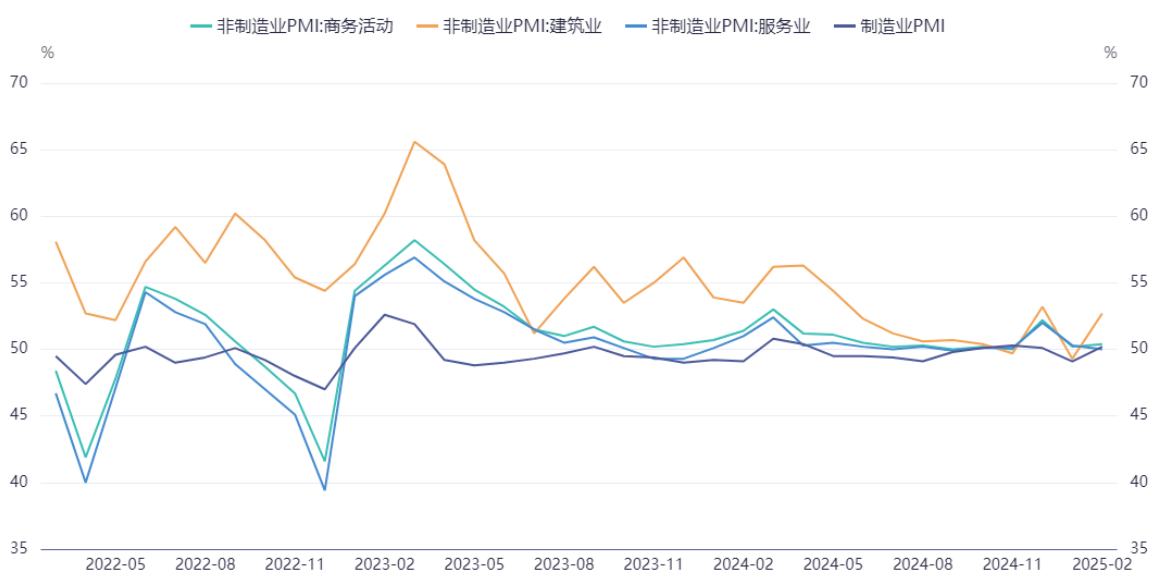
1 月 27 日，国家统计局公布数据显示，中国 1 月官方制造业 PMI 为 49.1，前值为 50.1，为 3 个月来首次降至收缩区间。并且供需双双走弱，新出口订单也出现明显下滑。这种情况一方面与去年底特朗普上台概率上升的情况下的“抢出口”效应有关，另一方面春节在 1 月份，务工人员返乡也会对企业生产造成一定扰动。

2 月份制造业 PMI 重回扩张区间。主要是季节性因素和政策组合效果叠加影响下的结构性回升，供需两端联动增长。受市场需求回升拉动，企业生产采购活动明显增长，生产指数和采购量指数分别为 52.5%和 52.1%，较上月上升 2.7 个和 2.9 个百分点。节后用工需求回升，员工返岗复工较快完成，从业人员指数为 48.6%，较上月上升 0.5 个百分点。

但制造业企业间仍有所分化，大型企业景气水平明显回升，但中小型企业节后生产经营活动恢复相对滞后。2 月份，大型企业 PMI 为 52.5%，比上月上升 2.6 个百分点。中、小型企业 PMI 分别为 49.2%和 46.3%，比上月下降 0.3 和 0.2 个百分点。这主要是因为大型制造业企业大多数位于产业链上游，行业集中度高，信用资质较好，抗风险能力较强；而中小型制造业企业大多数位于产业链中下游，行业集中度低，多数订单为外贸出口型，抗风险能力较差，在外贸环境不确定性上升的背景，主动或被动选择减产观望的企业数量有所上升。

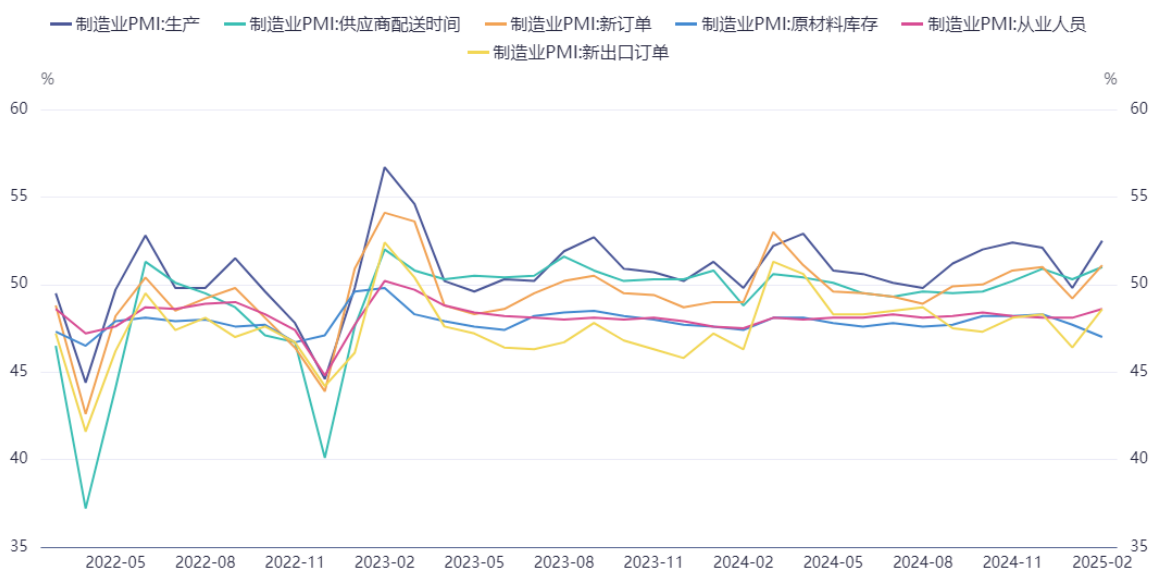
非制造业方面，受节前集中采购、节后假日效应消退等因素影响，与居民消费相关的零售、住宿、餐饮等行业商务活动指数回落较为明显，2 月服务业 PMI 表现偏弱。随着春节过后部分地区天气转暖、投资项目陆续动工、企业逐步开工复产，2 月建筑业 PMI 比上月上升 3.4 个百分点，表现出快速扩张的势头。

图 9 制造业 PMI 重回扩张，服务业 PMI 表现偏弱



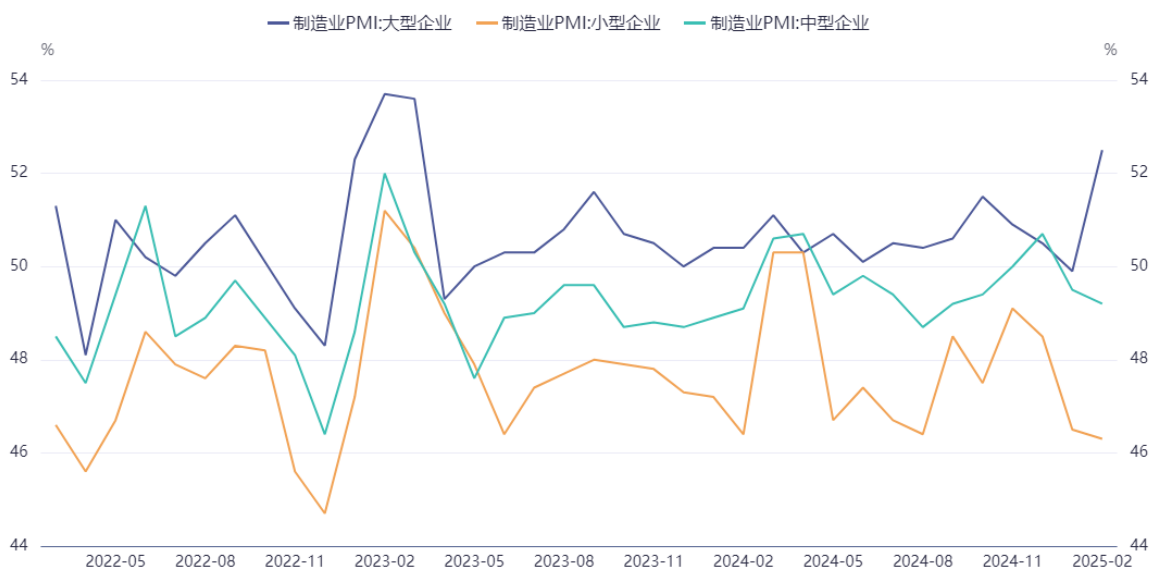
数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

图 10 制造业 PMI 分项指标显示供需双增



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 11 制造业 PMI 大中小型企业表现分化



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

2.2 物价指数：春节因素对 CPI 造成季节性扰动

由于今年春节在 1 月份，因此春节消费旺季对 CPI 带来积极影响，服务和食品价格上涨是影响 CPI 环比由平转涨的主要因素。春节期间的出行和文娱消费需求大幅增加，飞机票、交通工具租赁费、旅游、电影及演出票价格上涨，

而受务工人员返乡及服务需求增加影响，家政服务等价格也有所上行。部分食品价格的走势也反映了春节假日因素的影响。从环比看，1月份食品价格上涨1.3%，影响CPI上涨约0.24个百分点，占CPI总涨幅三成多。其中，春节因素叠加气温下降影响，鲜菜、鲜果和水产品价格呈现不同程度上涨。同比看，猪肉和鲜菜价格分别上涨13.8%和2.4%，合计影响CPI上涨约0.22个百分点。

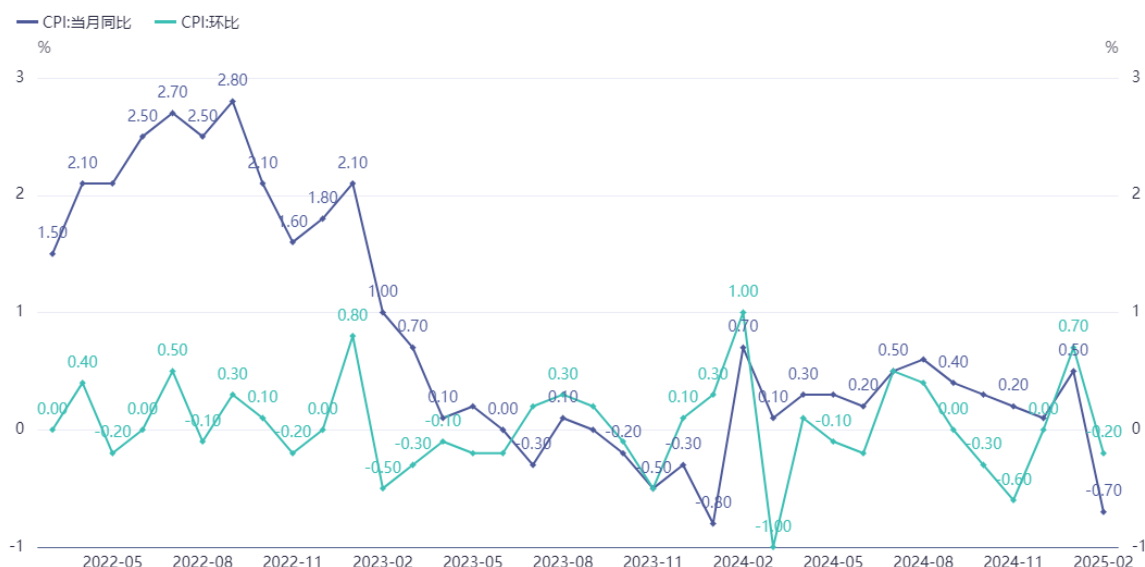
受春节假日等因素影响，工业生产处于淡季，PPI价格走弱。春节期间煤炭供应保障有力，电厂存煤较为充足，煤炭开采和洗选业价格下降2.2%。受假日及低温天气等因素影响，房地产、基建项目部分停工，建材等需求有所回落，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降0.9%，非金属矿物制品业价格下降0.6%。受国际有色金属价格波动传导影响，国内有色金属冶炼和压延加工业价格下降0.4%。国际原油价格上行，带动国内石油相关行业价格上涨，其中石油和天然气开采业价格上涨4.5%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨1.0%。

进入2月份之后，春节错月效应的影响开始体现，CPI季节性回落较为明显。CPI方面，春节错月等因素影响下，上年同期对比基数较高，今年春节假日消费旺季效应消退后，食品价格季节性回落，CPI同比由涨转降，出行数据边际回落带动相关服务业价格回落。2月，食品价格同比下降3.3%，影响CPI同比下降约0.6个百分点，占CPI总降幅八成多，是带动CPI由涨转降的主要因素。同期，飞机票和旅游价格同比分别下降22.6%和9.6%，合计影响CPI同比下降约0.27个百分点。

PPI方面，工业生产淡季、部分国际大宗商品价格波动等多因素影响PPI下降，但降幅略有收窄。受假日及天气等因素影响，建筑项目停工较多，建材等需求偏弱，2月，黑色金属冶炼和压延加工业价格同比下降10.6%，非金属矿物制品业价格同比下降3.5%。春节期间煤炭供应充足，煤炭生产整体稳定，电厂、港口存煤充足，2月，煤炭加工价格同比下降24.7%。节后复工复产加快，用电需求迅速恢复，电力热力生产和供应业价格同比下降0.8%，降幅比1月收窄0.7个百分点。

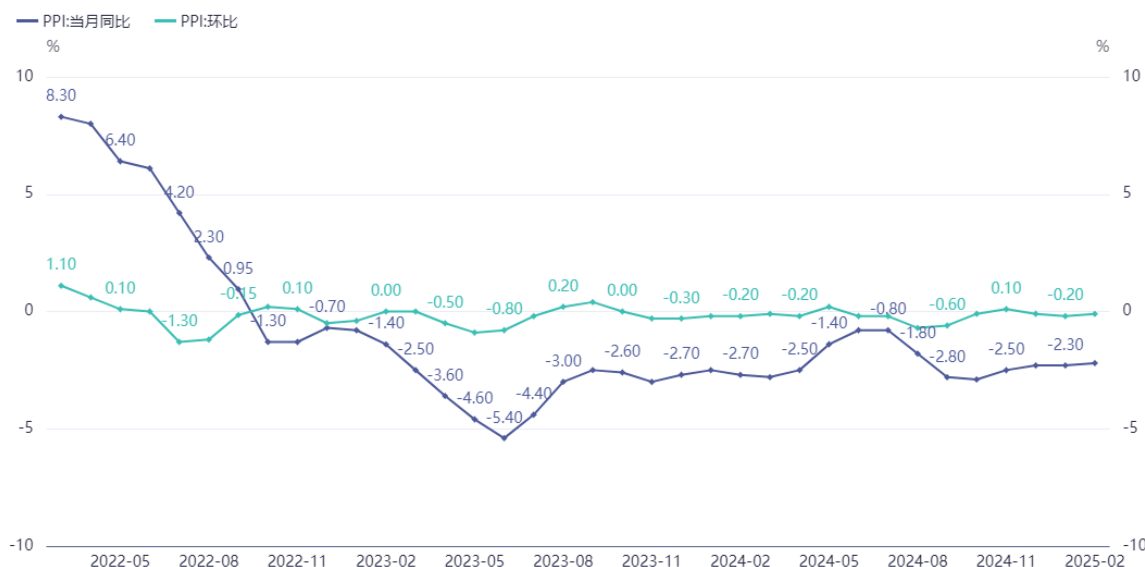
展望未来，随着托底经济需求端的政策加速落地，价格水平有望保持温和复苏，2月错月效应的影响消退之后3月CPI同比有望走正，PPI预计维持偏弱运行。

图 12 春节因素下 CPI 错月效应明显



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 13 PPI 延续偏弱运行



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

2.3 信贷数据：实体部门信贷复苏，但结构性分化明显

2月末，人民币贷款余额 261.78 万亿元，同比增长 7.3%。前两个月人民币贷款增加 6.14 万亿元。分部门看：住户贷款增加 547 亿元，其中，短期贷款减少 3238 亿元，中长期贷款增加 3785 亿元；企（事）业单位贷款增加 5.82 万亿元，其中，短期贷款增加 2.07 万亿元，中长期贷款增加 4 万亿元，票据融资减少 3456 亿元；非银行业金融机构贷款增加 836 亿元。

企业端，贷款投放偏积极可能源于“两重”、“两新”等政策确认延续下，相关的信贷需求加快释放。居民端，住房贷款有所好转，与近期二手房销售数据表现企稳相吻合，但消费方面的增长仍偏缓慢。

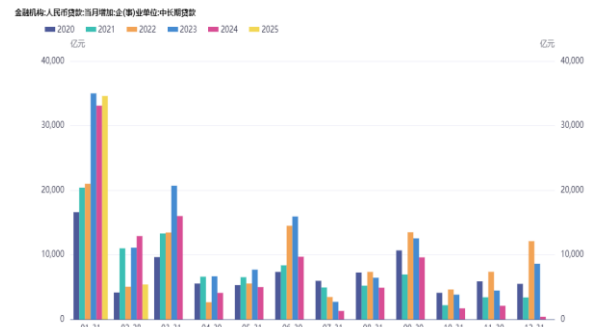
展望未来，1-2月信贷数据表现开门红，不过实体融资需求增长仍偏缓慢。近期央行关注海外不确定性风险，保持汇率稳定的考量有所提升，短期内降息预期下降。不过央行货币政策基调仍是适度宽松，之后如果汇率端压力下降，央行货币放松节奏可能明显加快，届时资金利率中枢或明显下移，将带动信贷数据增长。

图 14 新增人民币贷款开门红



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 15 企业部门新增中长期贷款



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 16 企业部门新增短期贷款



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 17 企业部门新增票据融资



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 18 居民部门新增中长期贷款



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 19 居民部门新增短期贷款



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

2.4 两会政策指引明确，政策端正快速落实

3月5日，两会政府工作报告出炉。从历年的两会政策报告内容对比，我们可以发现2025年政策面在货币政策上有明显不同寻常的表述，提到要适度宽松，在财政政策方面则是继续加码。这表明政策面稳定经济增长的决心较强，市场信心及预期有望转向积极乐观。未来货币政策将维持支持性的流动性环境，而财政政策将持续发力，在托底需求的基础上，重点提振消费以及支持科技创新。

图20 历年两会政府工作报告内容

两会政府工作报告对比图				
指标		2025年	2024年	2023年
经济目标	GDP增速	5%	5%	5%
	CPI同比	2%	3%	3%
	城镇新增就业人数	1200万以上	1200万以上	1200万以上
	城镇调查失业率	5.5%左右	5.5%左右	5.5%左右
	粮食产量	1.4万亿斤左右	1.3万亿斤以上	1.3万亿斤以上
	单位GDP能耗下降	3%左右	2.5%左右	2%左右
货币政策	定性描述	适度宽松	稳健(灵活适度、精准有效)	稳健(精准有力)
	广义货币供应量	同经济增长、价格总水平预期目标相匹配	与实际经济增速和价格预期目标基本匹配	与名义经济增速基本匹配
	社会融资规模增速	同经济增长、价格总水平预期目标相匹配	与实际经济增速和价格预期目标基本匹配	与名义经济增速基本匹配
财政政策	定性描述	更加积极	积极	积极
	赤字率	4%	3%	3%
	地方政府专项债	4.4万亿元	3.9万亿元	3.8万亿元
	超长期特别国债	1.3万亿元	1万亿元	/
房地产	中央预算内投资	7350亿元	7000亿元	6800亿元
	定性描述	持续用力推动房地产市场止跌回稳。因城施策调减限制性措施，加大实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。优化城市空间结构和土地利用方式，合理控制新增房地产用地供应。盘活存量用地和商办用房，推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权。拓宽保障性住房再贷款使用范围。发挥房地产融资协调机制作用，继续做好保交楼工作，有效防范房企债务违约风险。有序搭建相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。适应人民群众高品质居住需要，完善标准规范，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的好房子。	优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展。适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，建立实施房地产长效机制，扩大保障性住房供给，推进长租房市场建设，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产市场健康发展。
现代化产业体系建设	定性描述	因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系。推动科技创新和产业创新发展，大力推进新型工业化，做大做强先进制造业，积极发展现代服务业，促进新动能积厚成势、传统动能焕新升级。	大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。充分发挥创新主导作用，以科技创新推动产业创新，加快推进新型工业化，提高全要素生产率，不断塑造发展新动能新优势，促进社会生产力实现新的跃升。	加快建设现代化产业体系。强化科技创新对产业发展的支撑。持续开展产业链补链行动，围绕制造业重点产业链，集中优质资源合力推进关键核心技术攻关，充分激发创新活力。
	重点提及产业	商业航天、低空经济、生物制造、量子科技、具身智能、6G、数字经济、人工智能+、创新药	新能源汽车、新兴氢能、新材料、创新药、生物制造、商业航天、低空经济、量子技术、生命科学、大数据、人工智能等	先进制造业、数字经济、高端设备、生物医药、光电子信息、新能源汽车、光伏、风电等

数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

货币政策：总基调为适度宽松，不过短期内宽松预期消退

目前国内经济处于新旧动能转换的阶段，需要适度宽松的货币和信用环境来扶持新动能需求增长以及减缓旧动能需求下滑。2月13日，央行发布四季度货币政策执行报告，指出未来将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机选择货币宽松的节奏和力度。由于近期海外美联储降息预期放缓，为了防止汇率端出现一致性预期并自我实现，预防汇率超调风险，央行在货币宽松节奏上保持谨慎。另外由于实体部门信贷需求恢复偏慢，为了防止资金空转，提高资金利用率，也不宜大幅降息，而是应该推动实体部门信贷成本实质性下行。2月以来央行公开市场净回笼流动性为主，短期内货币宽松预期消退。

3月21日，央行发布2025年一季度货币政策委员会例会通稿，通稿显示例会已经于3月18日召开。本次例会主要向市场传达以下信息：

第一，对外部主要经济体的降息预期减弱。本季度例会对外部主要经济体货币政策的判断，从去年四季度例会的“进入降息周期”变为“货币政策调整不确定性上升”。可见特朗普关税战引发的全球贸易形势的不确定性风险上升，海外主要发达经济体陷入滞胀的风险上升。

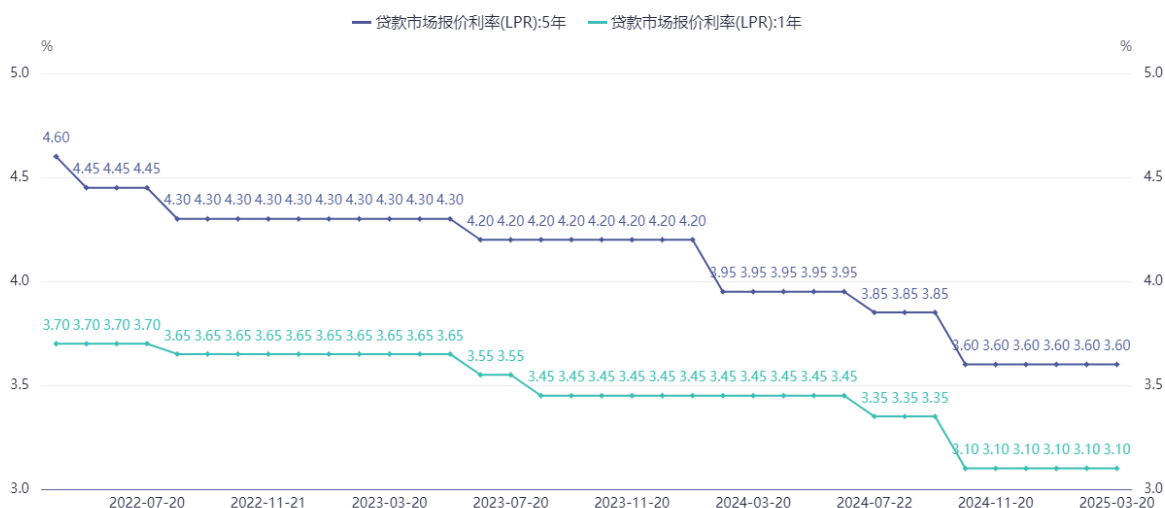
第二，央行货币政策保持适度宽松的主要目的是降低实体融资成本，这不一定需要通过全面降息来达成，而是可以通过强化利率政策执行以及结构性政策来实现。这表明央行对此前货币政策传导的堵点或将强化监督，例如针对银行负债端成本偏高对降低信贷成本的约束，2024年自律机制分别于4月规范手工补息、12月将非银同存纳入自律机制，降低企业存款、非银同存利率。

第三，央行强调利用结构性工具支持科创以及稳定股市的重要性。央行将促消费、稳外贸和科技创新挂钩，提出要优化科技创新和技术改造再贷款政策，研究创设新的结构性货币政策工具，重点支持科技创新领域的投融资、促进消费和稳定外贸。在支持资本市场的结构性工具方面，新增“探索常态化的制度安排”这一表述，可能后续将进一步明晰结构性工具的规模、批次、动用条件和使用节奏等。

第四，央行对稳汇率的定调不变，坚决对汇率市场的顺周期行为进行纠偏，防止人民币汇率出现单边一致性预期的风险。这表明海外货币政策的节奏将扰动国内货币宽松节奏，短期内国内央行降息预期大大减弱。

代表信贷基准利率的LPR连续多个月保持不变，反映出央行在降息节奏上的定力。展望未来，在物价水平偏低、外部经贸环境变数加大、国内房地产市场仍存下行压力的背景下，2025年央行降息的必要性较为充足。不过央行将根据国内外金融形势择机选择货币宽松力度和节奏，后续降息需要持续跟踪国内经济指标恢复情况以及海外央行货币政策节奏。

图 21 LPR 连续多月持平



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

财政政策：总基调为更加积极，结构上偏向消费与科技

总量上，为了托底经济需求端，更加积极的财政政策需要加强逆周期调节力度，包括提高财政赤字率，增加政府债券发行规模，进一步扩大支出规模等。2025 年财政赤字率提高至 4.0%，政府债券方面拟新增发行 4.4 万亿地方政府专项债和 1.3 万亿超长期特别国债，财政力度继续加码。在当前海外不确定性明显上升的背景下可以较好地稳定经济需求端。

结构上，目前全球外部环境不确定性增大，我国需要尽快转型升级成以内循环为主体的经济结构。这就需要我们不断提振内需，提升居民的收入能力和消费能力，而科技和消费是必然之路。一方面发展科技产业能够提升全要素生产率，获得更多的利润份额，从而提升居民收入水平；另一方面，新产业、新经济能够产生新产品、新需求，从而进一步扩大内需。因此结构上财政政策的发力方向是消费以及科技。

近期政策面不断出台消费与科技方面的落实政策，就体现了这种政策思路。具体来看，消费者以及相关企业均能够从这些政策中获益，利用财政发力来推动消费循环，可以促进企业利润与居民收入的正向循环。

3 月 16 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。

其主要内容包括 8 个方面：一、城乡居民增收促进行动；二、消费能力保障支持行动；三、服务消费提质惠民行动；四、大宗消费更新升级行动；五、消费品质提升行动；六、消费环境改善提升行动；七、限制措施清理优化行动；八、完善支持政策。

具体来看，首先，要提振消费就要提高居民收入预期，让居民“有能力消费”，一方面要提升薪资收入预期，另一方面也要拓宽财产性收入渠道。其次，要提振消费就要保障居民的生育、教育、医疗、养老等主要成本支出项，让居民“敢消费”，解决居民消费的后顾之忧。再次，要提振消费就要大力拓展消费场景，包括养老托幼服务、餐饮家政服务、文体旅游服务、冰雪经济、入境消费等，推动服务消费提升质量，让居民“有的消费”。新的消费场景还能够产生新的就业岗位，有利于促进“就业-消费-利润-薪资”的正向循环。另外，要继续推行“以旧换新”政策，并扩大适用范围；同时，要改善消费环境，完善消费金融支持措施，让居民“安心消费”。

3 总结

海外主要发达经济体 2025 年一季度表现出滞胀特征，全球贸易的不确定性因素增加，关税战导致通胀预期上升，而经济增长预期反而受到抑制。美国通胀方面本身就具备较强韧性，在特朗普关税战政策下通胀预期有抬升势头，使得美联储放缓降息节奏，3 月美联储议息会议保持利率不变。欧洲传统优势产业的高端制造业受到能源成本上升、地缘冲突风险、产业资本外流、科技竞争力弱等消极影响，正面临着经济增速放缓、通胀居高不下的窘境，未来或陷入“滞胀”。另外欧洲“再军事化”将提升政府财政支出能力，进一步推升通胀压力，制约央行货币政策决策。受到大米等食品价格上涨以及“春斗”带来的薪资上升的共同影响，日本通胀回升较快，因此日本央行在 1 月重启货币正常化进程，加息 25BP 至 0.5%。不过日本经济增长的持续性能不足，在全球产业特别是新科技产业的整体竞争力有所不足，日本央行在 3 月保持利率不变。

自去年 9 月底一系列稳增长政策密集推出以来，国内宏观经济保持复苏势头，四季度实际 GDP 增长 5.4%，较三季度大幅上行 0.8 个百分点，全年完成经济增长目标。不过，2025 年 1-2 月的经济数据边际放缓，说明经济内生性增长动能仍有所不足，目前国内经济的主要问题仍然在于有效需求不足，特别是居民部门的需求恢复偏缓慢。这就需要政策端协同发力，实施适度宽松的货币政策以及更加积极的财政政策。短期内货币政策将根据国内外金融形势择机选择宽松力度和节奏，短期内降息预期有所放缓。财政政策在两会期间落地，总量上逆周期调节力度有所加大，包括提高财政赤字率至 4%，增加政府债券发行规模至 1.3 万亿超长期特别国债和 4.4 万亿地方政府专项债，结构上更偏向消费和科技。央行 2025 年一季度例会，向市场传达出短期降息预期减弱、稳汇率诉求不减、结构性支持科创与股市等信息。两会之后，提振消费的相关政策快速落实，未来有望促进消费加快复苏和打通内循环堵点。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

获取每日期货观点推送

服务国家
知行合一

走向世界
专业敬业



诚信至上
严谨管理

合规经营
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在掌握

免责条款

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告的全部或部分内容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。宝城期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但宝城期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

宝城期货版权所有并保留一切权利。