

# 南华宏观季度报告

## 以政策之盾，破挑战之围

潘响（投资咨询证号：Z0021448）

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号

2025年3月28日

### 摘要

展望二季度，我们对宏观的看法如下：

**经济开局良好，结构性矛盾仍存：**1-2月的经济数据揭示了当前经济的良好开局态势。从绝对量的维度来看，一季度的经济表现或许并不逊色。然而，我们亦不能对当前经济数据所折射出的结构性矛盾视而不见。当下居民、企业仍处于负向循环当中，虽边际有所改善，但改善的基础相对较为薄弱，仍需要政策的持续呵护与支持。

**政策力度有保障：**目前，经济的中长期目标已经向短期目标有所让步，未来经济将针对经济的关键薄弱点，特别是消费，进行精准发力。在政策力度上，今年并不需要有所怀疑。

**关注政策落地情况：**财政政策方面，需要关注财政支出强度是否能继续靠前发力，以及后续相关项目能否尽快形成实物工作量，以支撑上半年经济增速。同时也需要关注未得到政策支持的领域以及财政收入端的表现；在货币政策方面，关注央行的政策重心的转向，货币政策将更倾向于相机抉择，根据国内经济形势、海外环境的变化灵活调整，短期内央行降息的可能性不大，但降准仍可期待。

风险提示：国内宏观政策不及预期，地缘政治冲突超预期，地产超预期调整

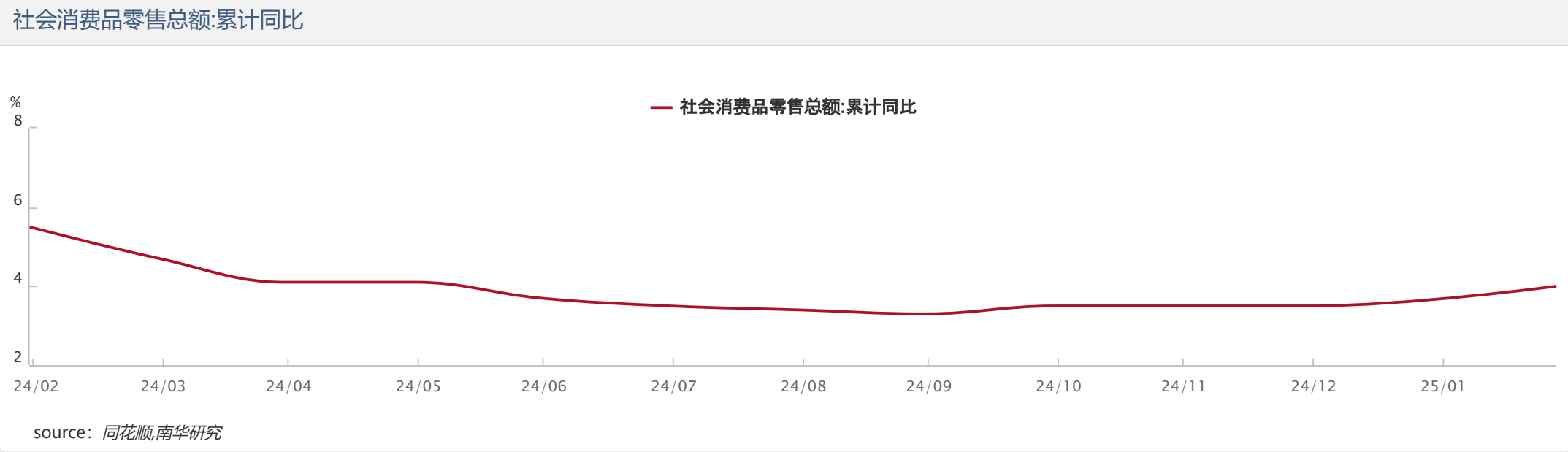
## 一、政策积极作为，支撑经济增长

1-2月的经济数据表明，当前经济呈现出良好的开局态势。以旧换新政策的实施，有效激发了消费市场的活力，为消费增长注入了强劲动力；新质生产力相关行业蓬勃发展，展现出蓬勃生机与活力，有力地推动了生产领域的稳步前行；基建投资持续发力，充分发挥了其逆周期调节作用，为投资增速提供了坚实支撑，为经济增长筑牢根基。

尽管当下经济从绝对量上来看，开局良好。但从各个分项中不难看出，短期结构中，消费靠以旧换新政策发力，投资靠基建投资支撑。居民自发消费仍相对偏弱，民间投资力量并未主动发力。这或许揭示了，当下经济并未从经济的负向循环中走出，仍然需要依靠政府支持。

### 1.1 以旧换新助力消费增速稳步提升

今年1-2月，社会消费品零售总额达到83731亿元，同比增长4.0%，较上年全年加快0.5个百分点，尽管较去年同期下降1.5个百分点，但从总量上看，消费增速的表现并不逊色。这一积极趋势在春节微观数据中也得到了有力印证。春节期间，消费整体展现出较强韧性，反映出消费市场的活力与潜力。这也预示着1-2月的经济数据整体表现或并不差，显示出经济开局的稳健态势。

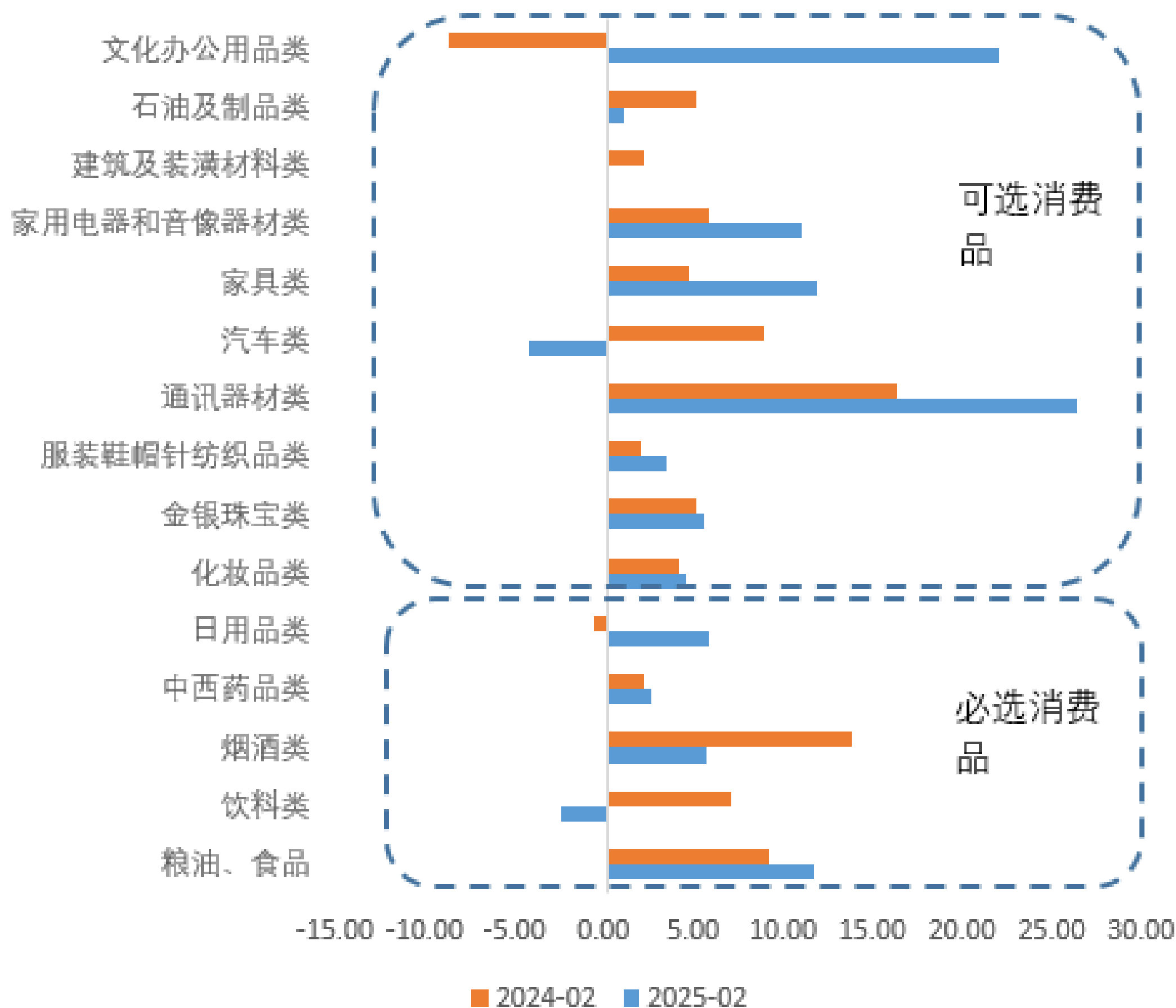


从消费结构的角度来看，今年1-2月的消费市场呈现出明显的分化态势。必选消费品的表现与去年同期相比毫不逊色，显示出消费市场的基本盘依然稳固。而在可选消费品领域，除汽车消费同比出现负增长外，其他品类均实现了较去年同期更为强劲的增长。汽车消费作为社会消费品零售总额的重要组成部分，2024年各分项零售额占比数据显示，汽车在所有品类中占比最高，是影响社零总额的关键因素。然而，本月社零数据中，汽车消费成为主要的拖累项。除汽车外，其他消费品零售额达到76838亿元，同比增长4.8%。汽车消费的相对疲软，可能主要受到前期汽车降价促销的影响，导致消费需求提前释放，进而使得后期汽车消费动力不足，拖累了本期整体消费表现。

与此同时，1-2月可选消费品的其他品类表现十分亮眼。通讯器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类以及家具类等品类均实现了显著增长，这背后或许是以旧换新政策的有力推动。

总体而言，尽管汽车消费在短期内存在一定走弱态势，但以旧换新政策在其他消费领域的推动作用依然显著。展望未来，随着政策的持续发力，消费市场有望继续保持韧性，成为支撑经济增长的重要力量。

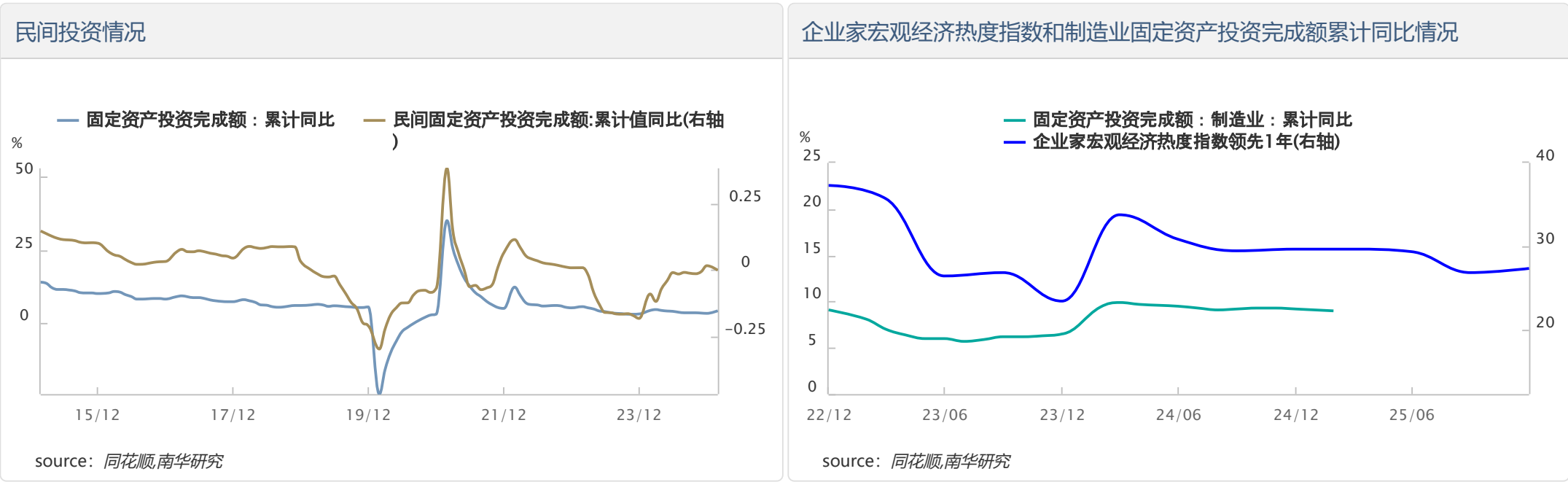
社会消费品零售总额累计同比各分项情况 (%)

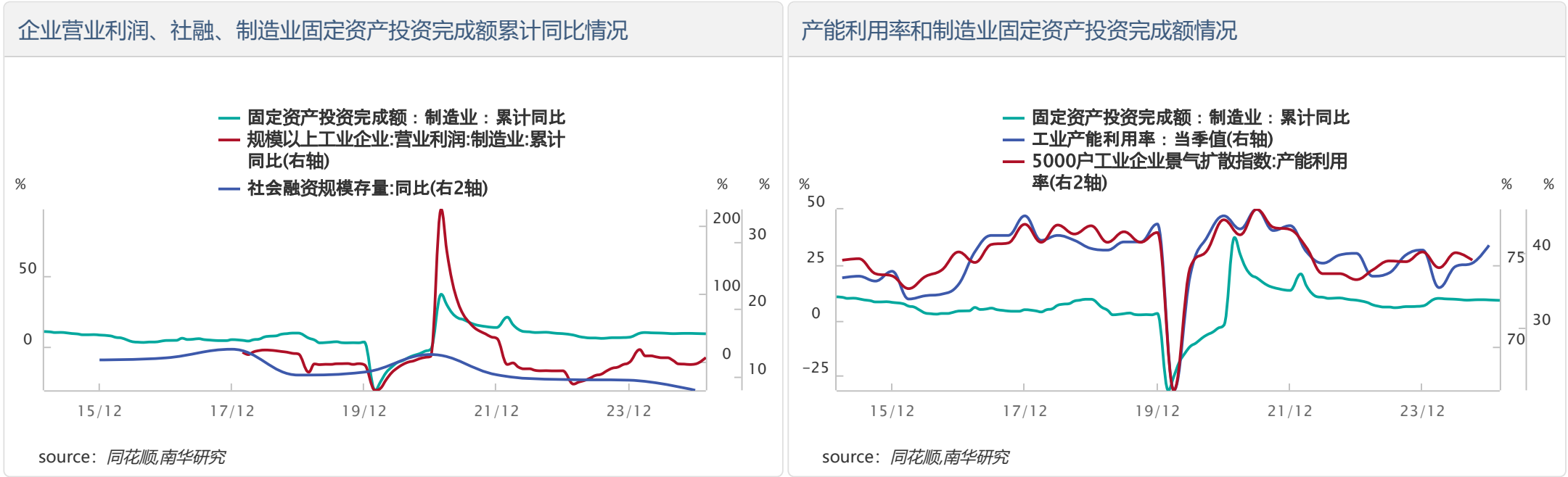


## 1.2 基建投资助力投资增速稳步上扬

2025年1-2月，全国固定资产投资（不含农户）达52619亿元，同比增长4.1%，增速较2024年全年加快0.9个百分点。其中，民间固定资产投资为26717亿元，总量与去年同期基本持平。从环比数据来看，2月份固定资产投资（不含农户）增长0.49%。整体而言，固定资产投资总量维持稳步增长态势，展现出经济发展的稳健性。

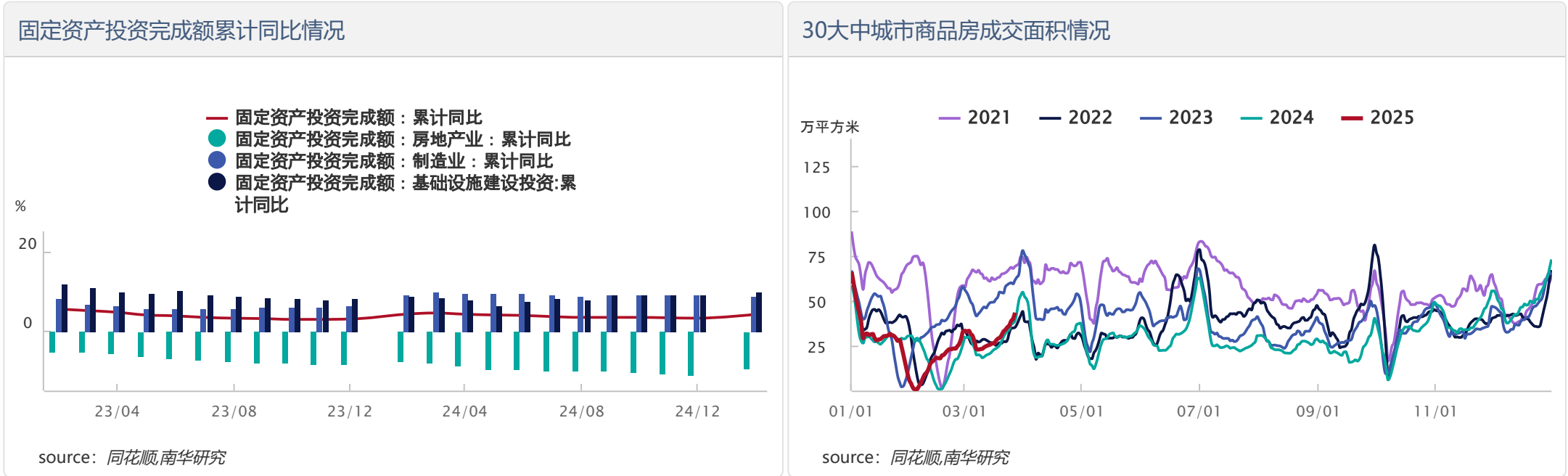
考虑到制造业投资市场化程度很高，制造业投资中民间投资占比接近90%。民间固定资产投资同比较去年基本持平的增速或表明，当下市场投资意愿仍相对较低。只有公司对未来盈利预期较好，并且当前产能已充分利用，企业才有意愿去主动投资。当前企业利润仍位于相对低位，企业经营仍处于有量无价的趋势中。企业的产能利用情况也相对较弱，企业未来主动投资的意愿或相对较低。此外，从企业未来投资意愿前瞻性数据来看，主要观察企业家宏观经济热度指数，其约领先于制造业投资1年。从数据来看，企业投资意愿未来并未有很大的提升空间，甚至仍有一定的下行压力在。





从投资结构来看，基建投资无疑是固定资产投资的主要支撑力量。1-2月基建投资累计同比增长9.94%，较去年同期提升0.99个百分点。这一增长趋势其实在前期财政支出进度中已初现端倪。1-2月财政支出进度明显加快，特别是在2月，地方债、国债、政金债发行量显著增加。在“应早尽早”的财政政策基调下，基建投资有望继续为固定资产投资提供重要支撑，推动经济的稳定增长。

与此同时，房地产投资仍是当前经济面临的主要拖累因素之一，旧经济模式仍处于调整阶段。尽管30大中城市商品房成交面积较2024年有所增长，但仍不及去年年底的成交水平。房价同比虽未恢复到去年水平，但降幅已有所收窄。总体而言，房地产市场仍在调整之中，销售市场的好转趋势较前期有所放缓。我们仍需密切关注后续地产销售数据的变化，房地产市场的稳定对于消费和投资的复苏都至关重要。



### 1.3 出口边际走弱

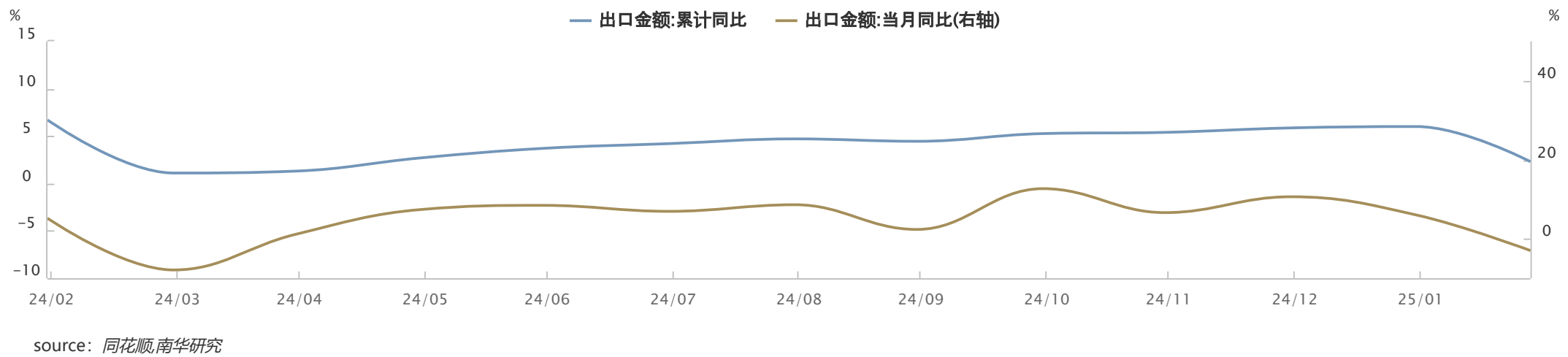
以美元计价，今年前两个月，我国出口总额为5399.4亿美元，同比增长2.3%，较前期10.7%的增速有所放缓，而彭博一致预期为5.9%；进口总额为3694.3亿美元，同比下降8.4%，与前期1%的增速相比出现下滑，彭博一致预期为1%。

1-2月出口增速放缓，一方面受春节错位效应影响，今年春节较早，落在1月，部分企业选择在12月提前出货。通常情况下，如果春节在2月，1-2月的出口增速表现会相对较强。另一方面，也受高基数效应影响，2024年1-2月出口金额同比增速较高，累计同比达到6.7%，处于2024年全年的相对高位。这一高基数效应也是今年前两月出口增速边际下滑的重要原因。

从具体贸易伙伴来看，美国、欧盟、东盟和日本等主要经济体对我国出口保持正增长态势，增速分别为2.3%、0.6%、5.7%和0.7%。其中，东盟表现尤为突出，成为我国出口增长的重要支撑力量。越南、印尼等东盟国家整体经济景气度依然较强，展现出良好的经济活力。与此同时，美国和欧盟经济景气度的回升也为我国出口韧性提供了有力支撑。数据显示，美国和欧盟的制造业PMI已连续多月呈现上升趋势，这表明其经济复苏态势正在增强。



我国出口增速情况



主要国家及地区出口金额情况

时间	主要国家及地区出口金额累计同比(%)								
	美国	欧盟	东盟	日本	韩国	中国香港	中国台湾	澳大利亚	俄罗斯
2025-02	2.30	0.60	5.70	0.70	-2.60	7.70	8.40	-4.80	-10.90
2024-12	4.90	3.00	12.00	-3.50	-1.80	6.20	9.80	-4.20	4.10
2024-11	3.90	2.40	11.20	-3.40	-2.40	7.80	9.40	-3.40	4.00
2024-10	3.30	1.90	10.80	-4.40	-2.40	9.10	9.80	-3.80	4.70
2024-09	2.80	0.90	10.20	-5.70	-3.20	9.80	10.60	-4.60	2.40
2024-08	2.80	0.70	10.60	-5.50	-2.40	10.40	12.40	-4.40	0.40
2024-07	2.40	-1.10	10.80	-6.30	-3.10	10.70	13.30	-4.50	-1.10
2024-06	1.50	-2.60	10.70	-6.30	-3.70	10.60	11.60	-4.90	-0.80
2024-05	0.20	-3.90	9.70	-7.70	-5.30	10.80	8.50	-6.20	-1.80
2024-04	-1.00	-4.80	6.30	-9.20	-7.40	11.00	4.30	-7.70	-1.90
2024-03	-1.30	-5.70	4.10	-8.70	-9.30	10.70	5.20	-8.90	2.60

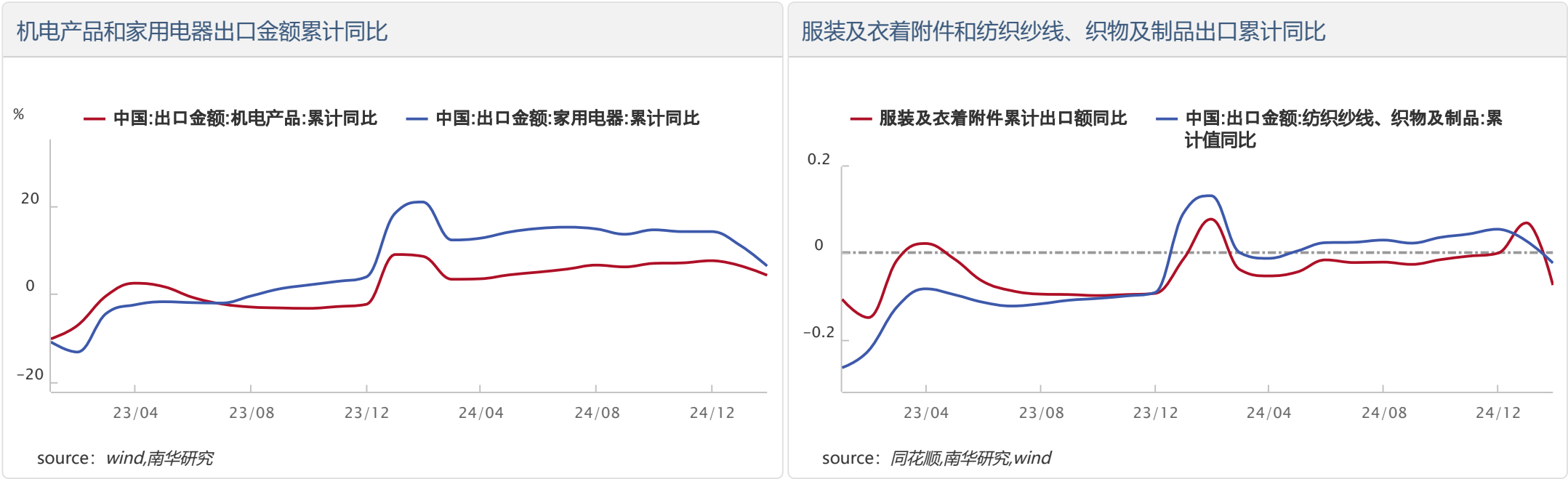
source: 同花顺,南华研究

从出口商品品类来看，集成电路、电脑（自动数据处理设备及其零部件）、家用电器等产品的出口金额表现较为突出，显著优于其他品类。其中，机电产品对整体出口增速的支撑作用尤为显著。相比之下，纺织



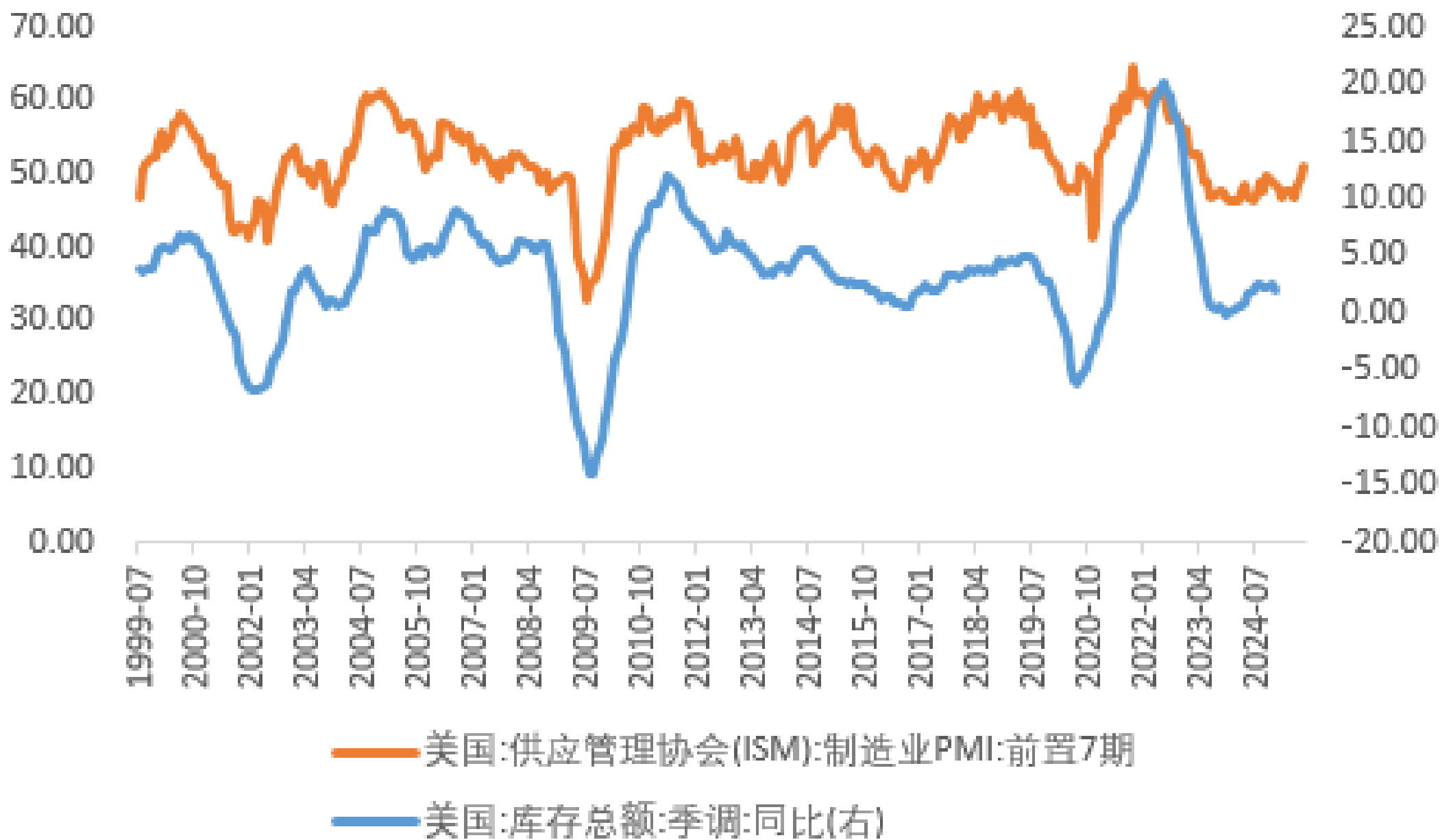
鞋服相关产品以及原材料类产品的出口金额则表现相对较弱，对出口增速形成了一定的拖累。

根据2024年各类商品出口美国金额占该品类总体出口额的比重中，玩具、游戏、运动用品占比达三分之一，家具占比25%，纺织服装占比40%，机电及音像设备占比15%。在1-2月支撑出口的相关机电产品或主要受抢出口的效应影响，整体表现较为突出，后期随着抢出口效应的消退，出口美国占比较高的相关商品或因为关税会受到更多的影响。



总体而言，我们认为上半年的出口形势仍有支撑，对年内出口并不悲观。当前，美国和国内经济整体保持相对稳定，为出口提供了坚实的基本面支撑。从美国制造业库存同比指标来看，美国目前仍处于补库周期，这将为我国出口创造有利条件。此外，特朗普政府的关税政策节奏存在不确定性，未来“抢出口”仍有一定空间。

美国制造业PMI与库存周期 (%)



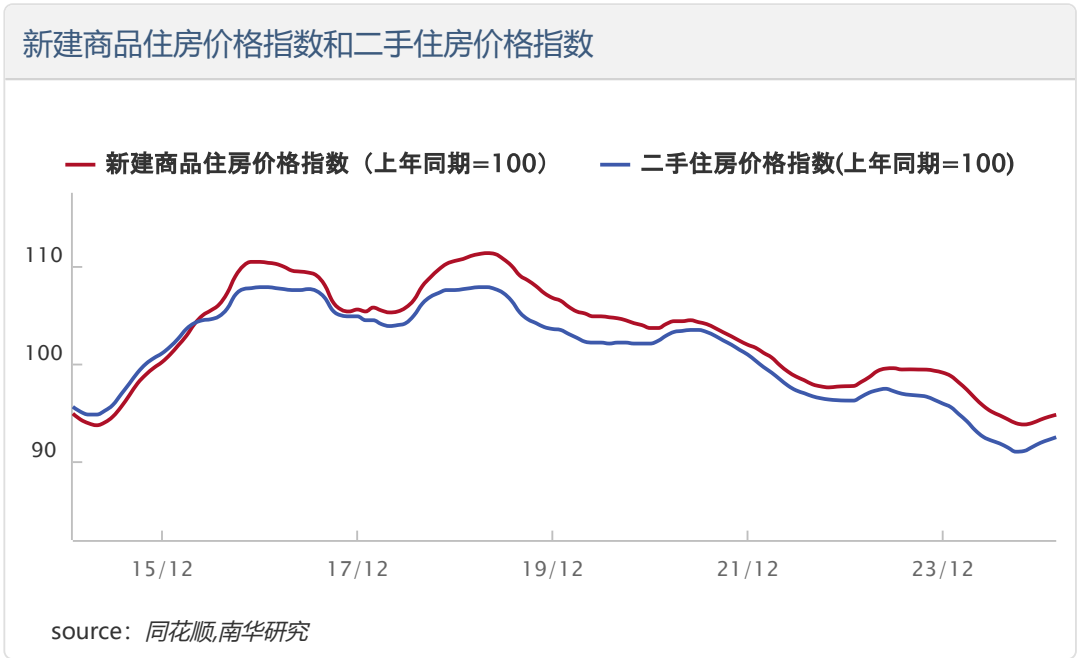
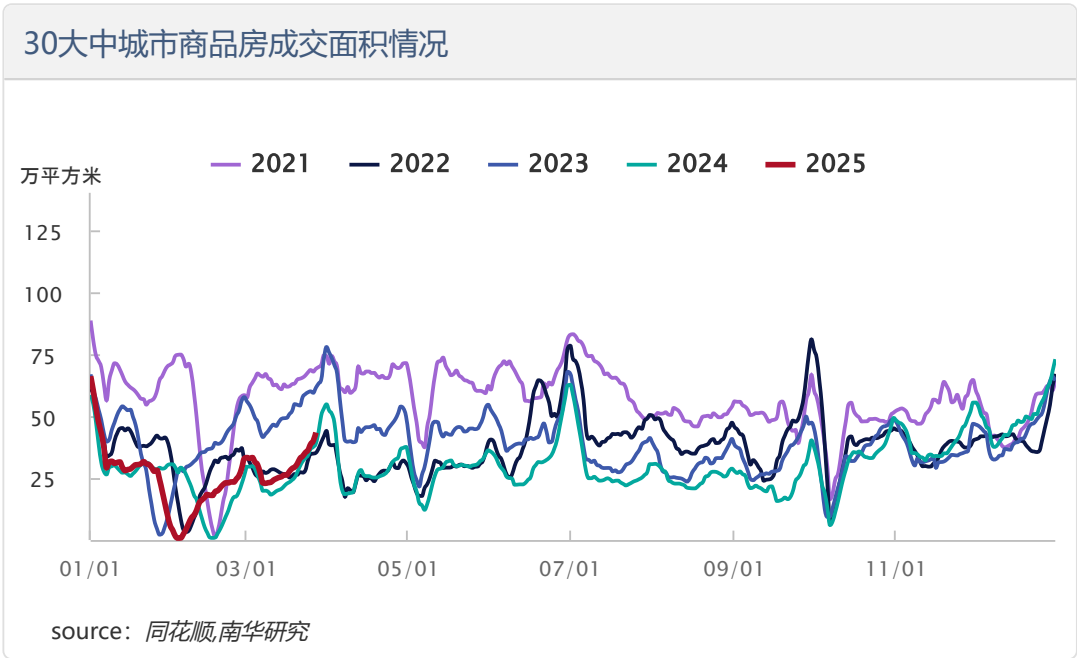
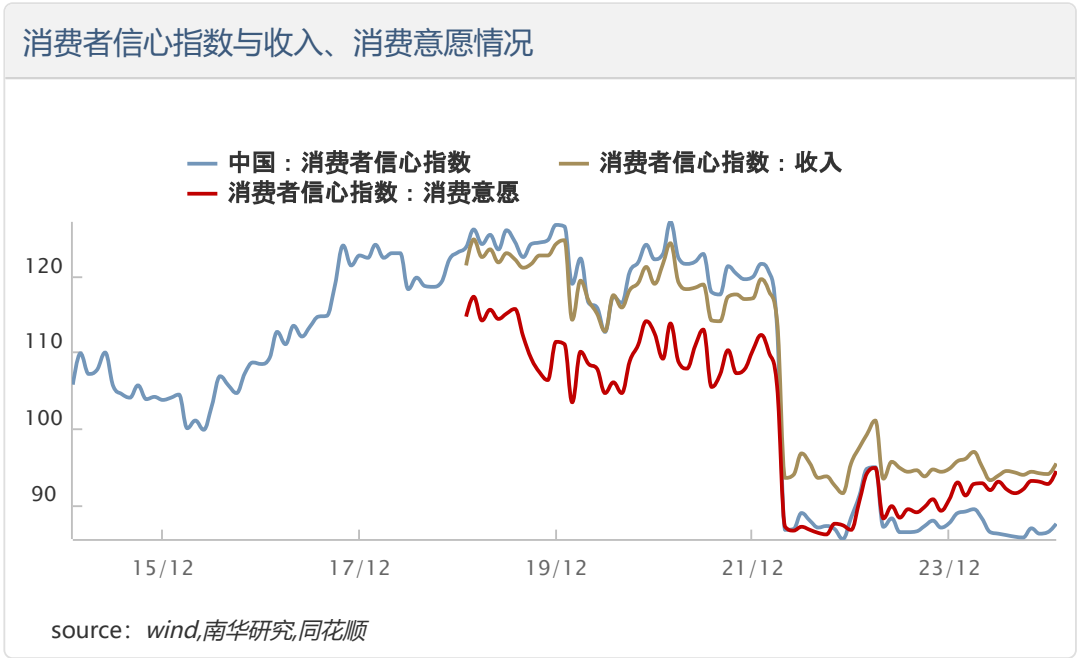
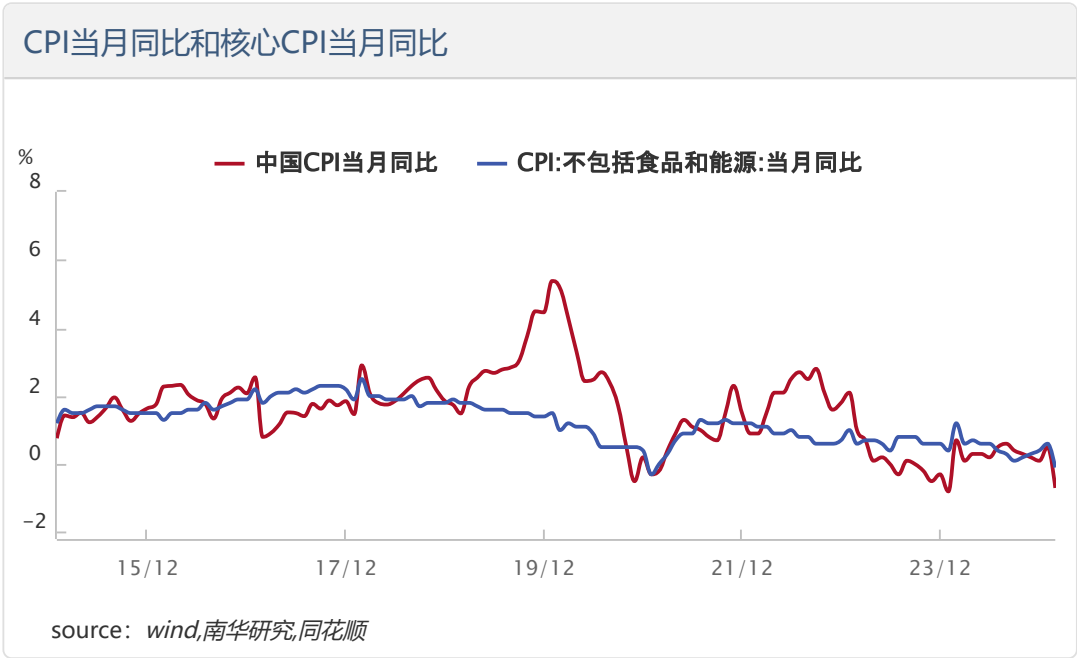
source: 同花顺,南华研究

## 1.4 负向循环仍在持续

1-2月的经济数据表明，当前经济呈现出良好的开局态势。以旧换新政策的实施，有效激发了消费市场的活力，为消费增长注入了强劲动力；基建投资持续发力，充分发挥了其逆周期调节作用。

尽管当下经济总量数据表现良好。但从各个分项中不难看出，短期结构中，消费靠以旧换新政策发力，投资靠基建投资支撑。居民自发消费仍相对偏弱，民间投资力量并未主动发力。此外，在去年的年报中，我们曾指出，当前国内经济仍处于一种负向循环之中。而要解开这一负向循环的关键观测指标，便是物

价指数。从目前的物价指数来看，其表现相对偏弱。我们曾指出，要实现物价指数的回升，在居民端主要需关注消费意愿与消费能力；在供给端，则需重点观察企业产能利用率。目前，产能利用率的相关数据要等到一季度结束后才会公布。但从一些现有数据中，我们能够看到居民消费意愿与消费能力存在一定改善迹象。同时，当前股票市场呈现震荡上涨趋势，房价跌幅也有所放缓，这表明居民需求端有改善倾向。然而，这种改善的基础相对较为薄弱，仍需要政策的持续呵护与支持，当下经济并未从经济的负向循环中走出，仍然依靠政府刺激。



## 二、科技、消费政策双轮驱动

### 2.1 经济中长期目标向短期目标让步

今年两会上，不论是货币政策还是财政政策上，都延续了中央经济工作会议的积极基调。财政政策的赤字率回应了市场对赤字率在3.5%-4%的预期，货币政策延续了“适时降准降息，保持流动性充裕”的表述。

但在2025年十大工作任务中，“全方位扩大国内需求”放在了首位，“因地制宜发展新质生产力”被放在了第二位。而在去年的政府工作报告中，科技曾排在首位，扩内需则位列第三。排序的变化或许只是基于稳中求进的工作基调以及长、短期经济矛盾的综合考量，并不代表对科技的重视程度有所减弱。当前，内需不足是影响经济稳健发展的重要因素之一，而推动新质生产力发展则是推动经济转型升级的关键。在面临短期经济发展困难增多的现实背景下，将扩大内需放在首位是基于短期稳住经济的现实考量；而将发展新质生产力放在第二位，则是为经济焕发活力所做的长远布局。这也在反映出了经济的中长期目标向短期目标的让步，未来经济将针对经济的关键薄弱点进行精准发力。

除此之外，23日上午，李强在北京出席中国发展高层论坛2025年年会开幕式并发表主旨演讲，表示“实施更加积极有为的宏观政策，进一步加大逆周期调节力度，**必要时推出新的增量政策**，为经济持续向好、平稳运行提供有力支撑”。这一发言在一定程度上表明了，未来若经济出现一定的下行压力，政策或会提前发力。在政策力度上，今年并不需要有所怀疑。

### 2.2 消费、科技是未来政策端主要发力点

具体到未来政策的主要着力点，我们认为，消费、科技相关行业是未来主要政策发力点。在消费端，自两会将“大力提振消费”列为首要政策目标后，2025年3月16日，国务院办公厅印发了《提振消费专项行动方案》，本篇方案从供需两端发力，优化消费场景，加强政策支撑三个方面着手。

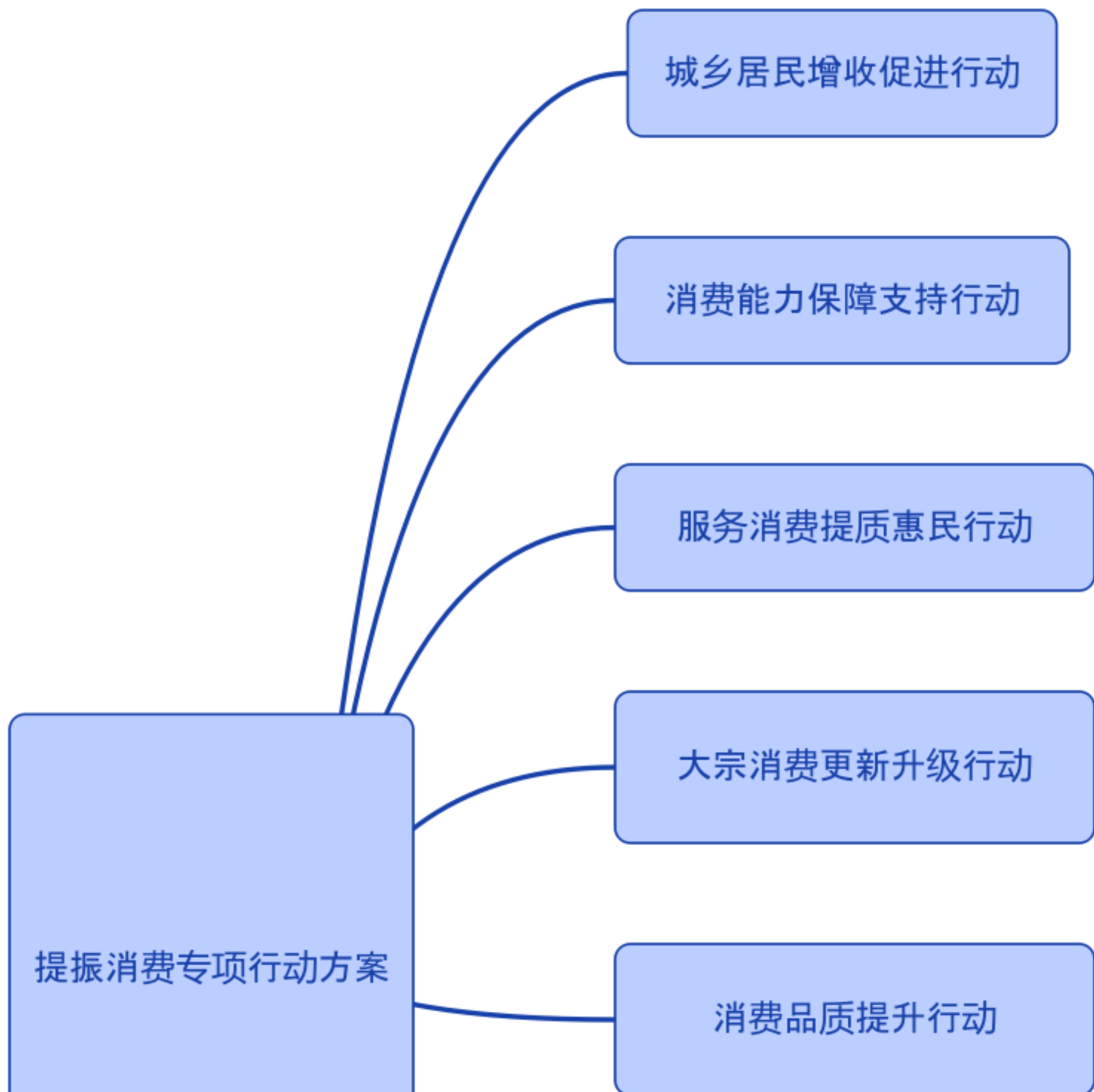
具体来看，本次方案重点着力于需求端，在需求端重点强调提升劳动收入、优化财富结构、优化社会福利，据此来修复居民受损的资产负债表，提升居民信心，从根源上提升消费能力。具体措施涵盖促进工资性收入合理增长、拓宽财产性收入渠道、多措并举促进农民增收以及扎实解决拖欠账款问题等。在消费能力保障支持行动中具体包括加大生育养育保障力度、强化教育支撑、提高医疗养老保障能力、保障重点群体基本生活。在需求端的具体措施中并不拘泥于对消费本身的刺激，而是从提振消费转向居民财富的提升，形成了“促进就业-提高收入-降低成本-刺激消费”的闭环。

在供给端，将服务消费放在商品消费之前，或在一定程度上表明，未来服务消费潜力相对较大，未来服务消费领域或大有可为。具体的服务场景包含了“一老一小”服务、生活服务、文体旅游、冰雪消费、入境消费等。而大宗消费主要包括了消费品以旧换新、住房消费、汽车消费。

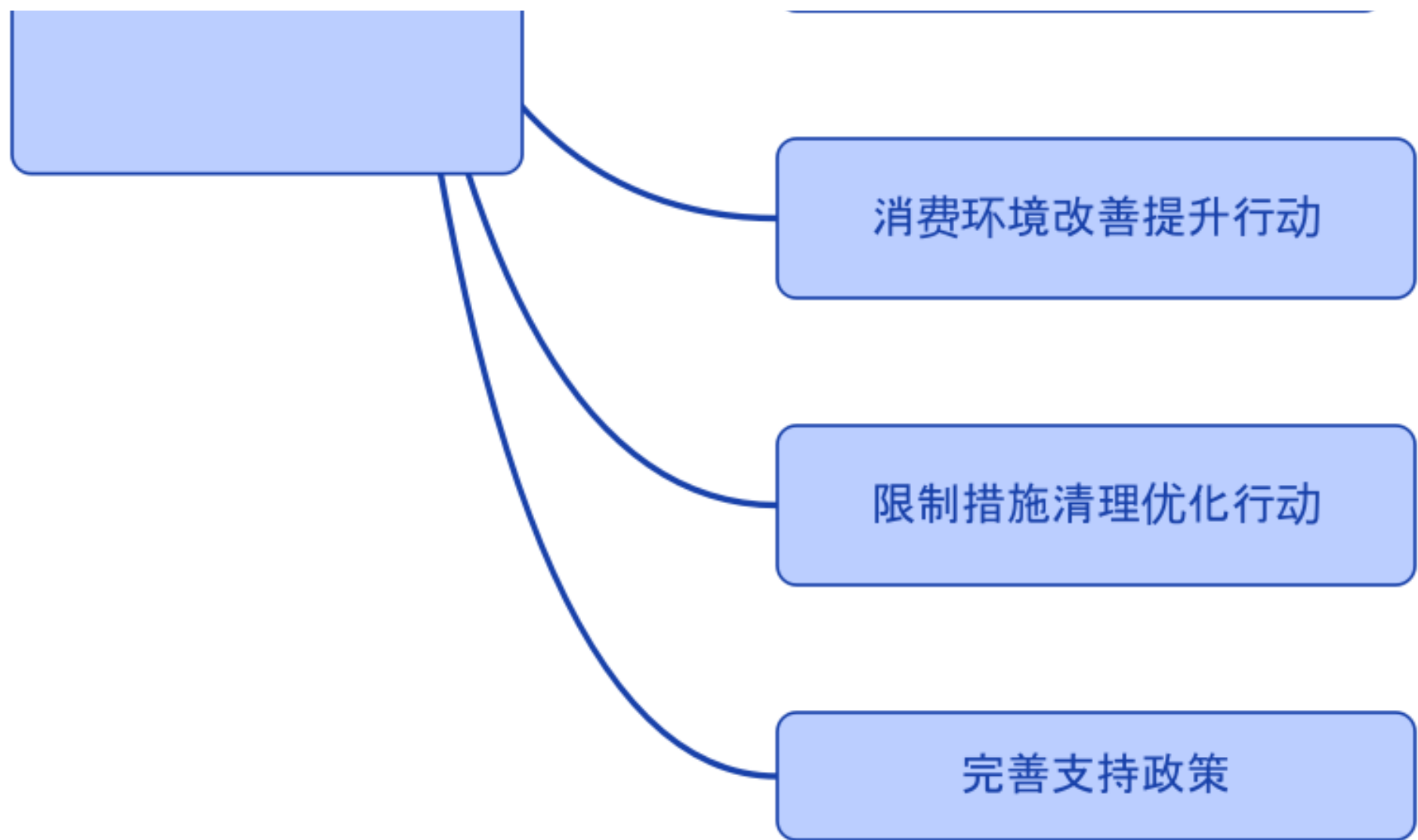
在供需双端发力以外，在消费场景上，该方案也提出了具体的方案举措，为提升消费创造良好的环境。在政策支撑方面，也提及要形成政策合理，健全和用好宏观政策取向一致性评估工作机制。

《提振消费专项行动方案》具体内容









source: 政府官网,南华研究

科技方面，仍是围绕着“因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系”的顶层设计发展。具体施政方向主要包括了培育壮大新兴产业和未来产业、推动传统产业改造提升、激发数字经济创新活力。从政策层面来看，郑部长表示，国家正在推动设立“航母级”的国家创业投资引导基金，聚焦前沿领域，通过市场化方式投资种子期、初创期企业，适当兼顾早中期中小微企业。同时在货币政策层面，潘行长宣布优化科技创新和技术改造再贷款政策的具体内容，扩大再贷款规模，降低再贷款利率，扩大再贷款支持范围等相关具体举

措。此外， 人民银行还将会同证监会、科技部等部门， 创新推出债券市场的“科技板”， 以进一步加大对科技创新的金融支持力度。

总体来看， 促消费方案充分体现了决策层对促消费的高度重视。这也表明了， 当前政策已明确转向促消费、惠民生， 整体方向精准聚焦于当下的经济矛盾。而科技相关政策着眼于培育经济增长动力， 为经济中长期做打算， 科技仍然是为了政策的重点支持领域。 其中， 促消费部分政策， 例如研究建立育儿补贴制度， 已经开始逐步落实， 未来我们需要进一步关注其他政策的落实情况， 特别是在城乡居民增收行动的具体效果。而科技相关政策， 我们则需要去关注科技引领相关行业对经济生产的带动作用。经济新旧增长动力的切换并非一朝一夕就能完成， 需要我们久久为功， 科技仍旧是长期政策的重点支持领域。

### 三、观察未来政策落地情况

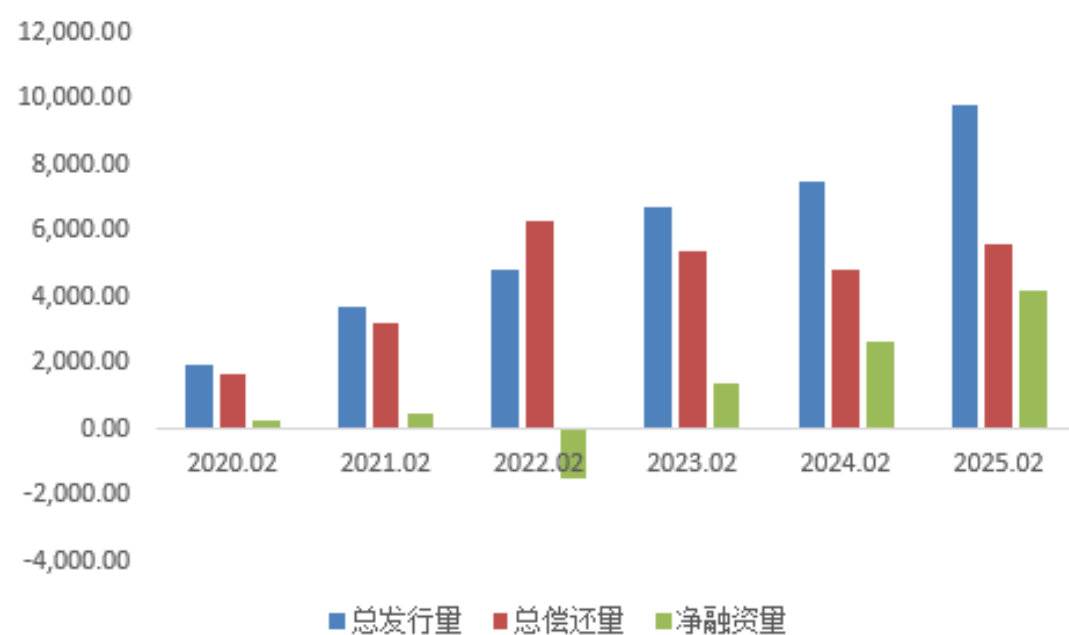
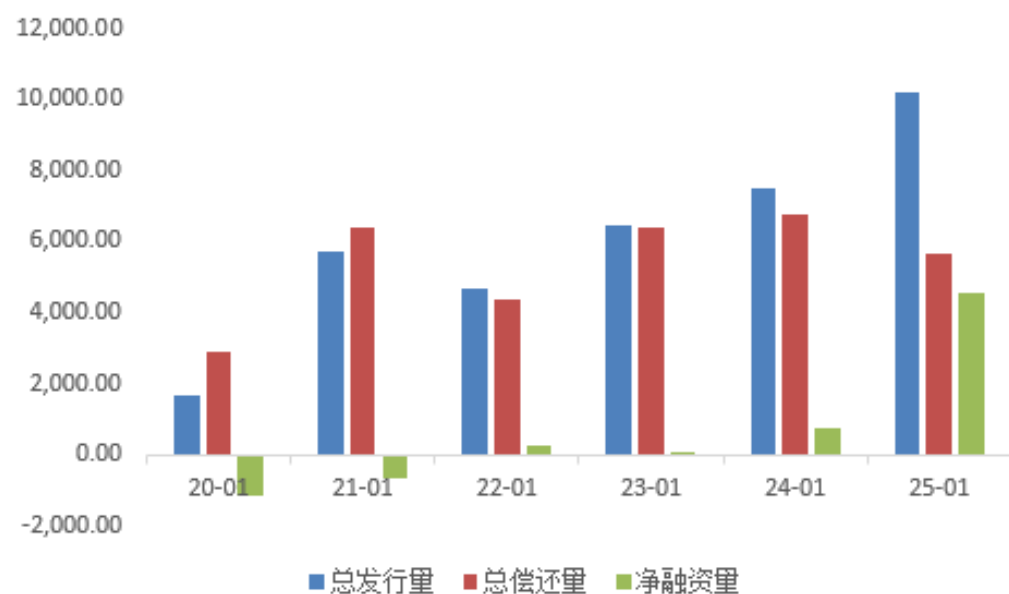
#### 3.1 财政政策靠前发力

从1-2月财政支出情况， 我们或能看到， 当前不管是地方债、国债还是政金债， 整体发行情况都相对靠前， 年初财政发力速度与历年相比， 相对较快。随着积极的财政政策政策逐步落实， 对二季度经济或有着较强的支撑作用。

从1-2月具体债券发行情况来看， 1月、2月国债累计净融资分别为4531、4184.7亿元， 相较于往年1、2月国债的净融资情况来看， 国债发行情况明显强于往年， 各项工作仍然保持应早尽早的趋势。其次， 地方债在1月经融资量相较往年相对偏弱， 但2月地方债净融资额明显增加， 地方债的发行进度正在加快。最后， 从政金债来看， 1-2月政金债与往年相比， 虽然没有大幅放量， 但整体规模也并不弱。

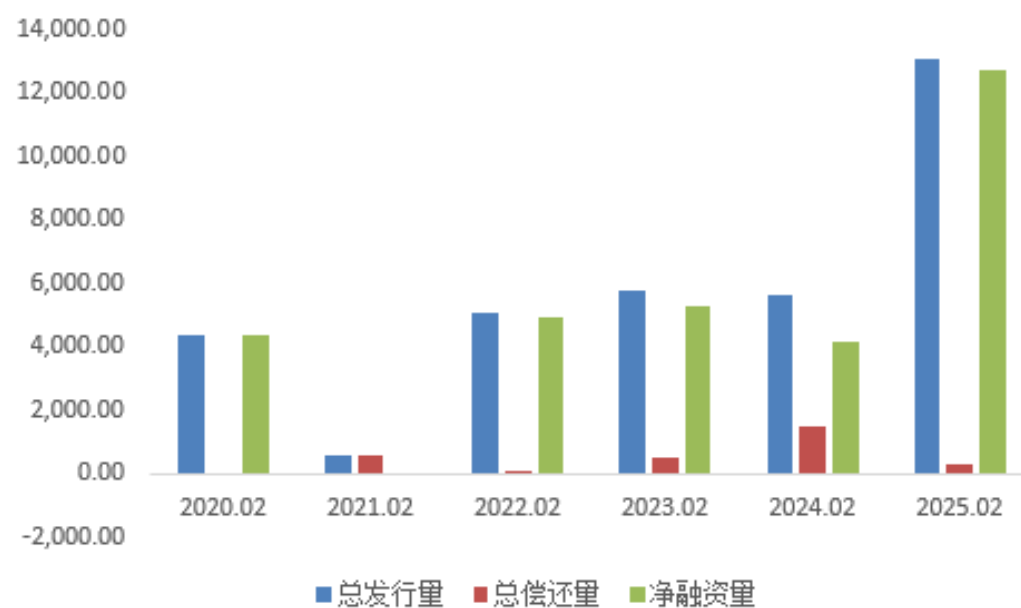
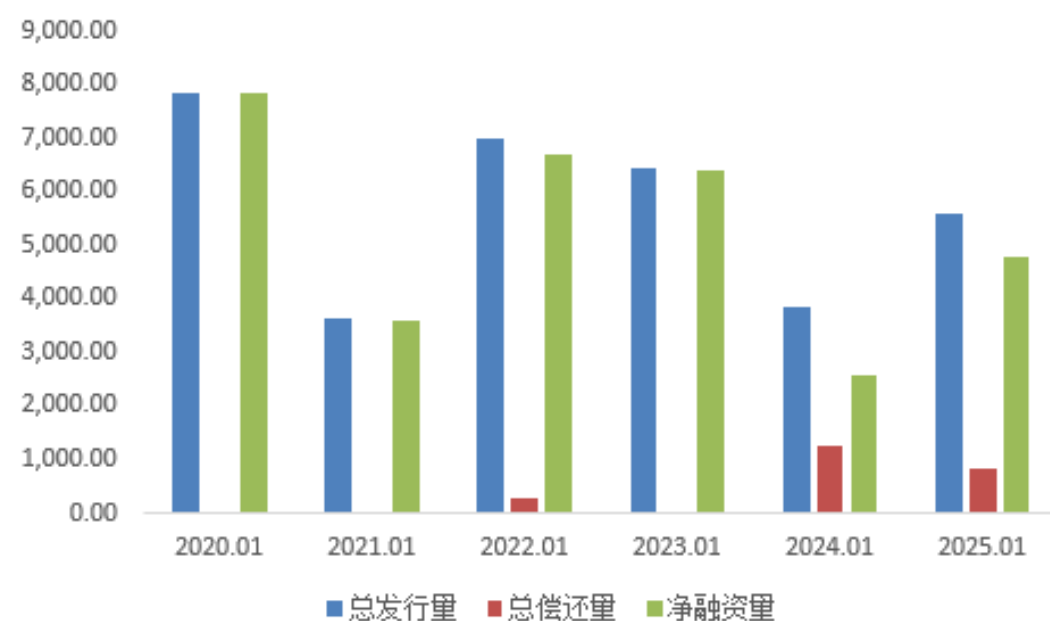
后续财政方面的关键则是要关注财政支出强度是否能继续靠前发力， 以及后续相关项目能否尽快形成实物工作量， 以支撑上半年经济增速。

1月和2月国债发行情况（亿元）



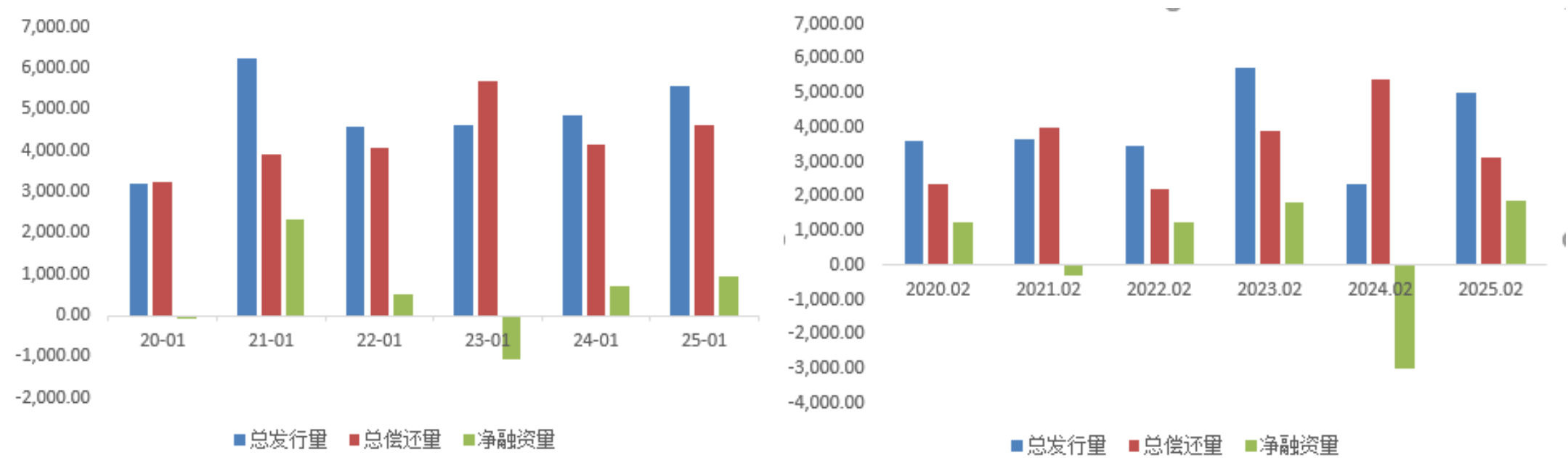
source: wind,南华研究

#### 1月和2月地方债发行情况 (亿元)



source: wind,南华研究

#### 1月和2月政金债发行情况



source: wind,南华研究

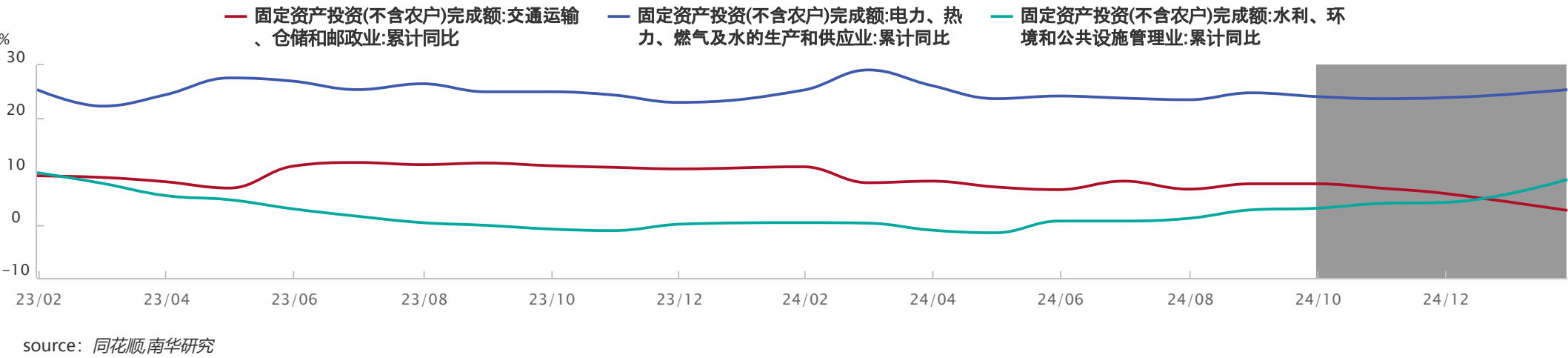
### 3.2 未来财政方面需要关注的重点

财政政策的提前发力，对经济而言无疑是有力的支撑。在关注财政政策重点扶持领域的同时，我们也不能忽视那些尚未得到政策支持的领域，这些领域可能会出现超预期的走弱态势，从而对经济增长产生拖累。从基建领域的固定资产投资来看，自2024年10月起，交通运输、仓储和邮政业的增速便开始出现下滑。到了2025年2月，其累计同比增速已经降至2.7%。未来，交通运输、仓储和邮政业的下滑趋势是否会进一步影响基建整体增速，仍需我们持续关注并深入观察。

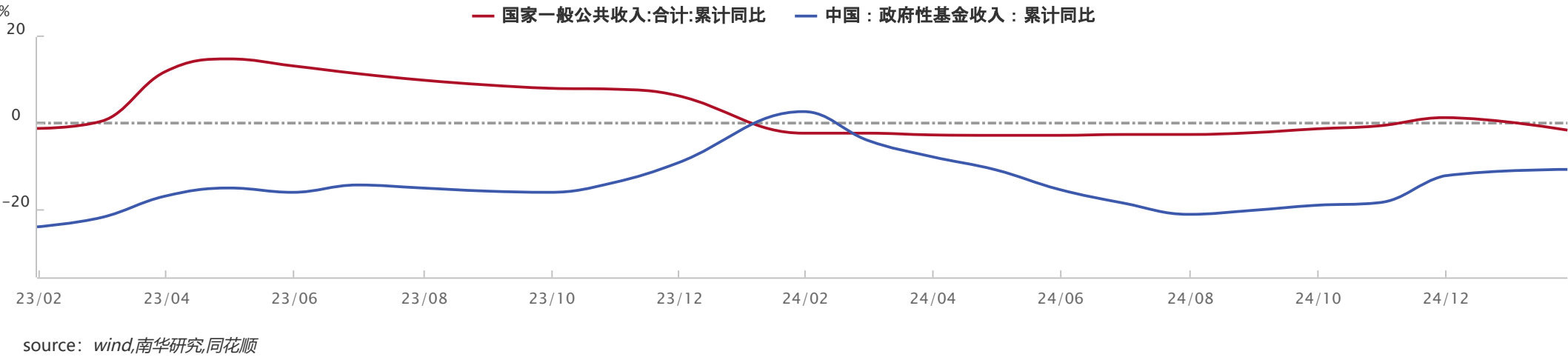
其次，我们还需密切关注财政收入端的表现，避免重蹈去年的覆辙——因财政收入端的不足而拖累财政支出端的进度。从目前的情况来看，一般公共预算收入的累计同比增速较去年底有所下降，而政府性基金收入的降幅则有所收窄。

根据今年的全国财政预算报告，对财政预算收入的预期并不高。具体而言，2025年全国一般公共预算收入预计为219,850亿元，同比增长仅0.1%；全国政府性基金预算收入预计为62,499.09亿元，同比增长0.7%。然而，当前财政预算收入的实际增速明显低于预期增速。若后期收入持续低迷，财政支出增速可能会再次面临与去年类似的困境，进而影响整体经济的稳定发展。

基建领域分项固定资产投资增速



一般公共预算收入和政府性基金收入累计同比情况



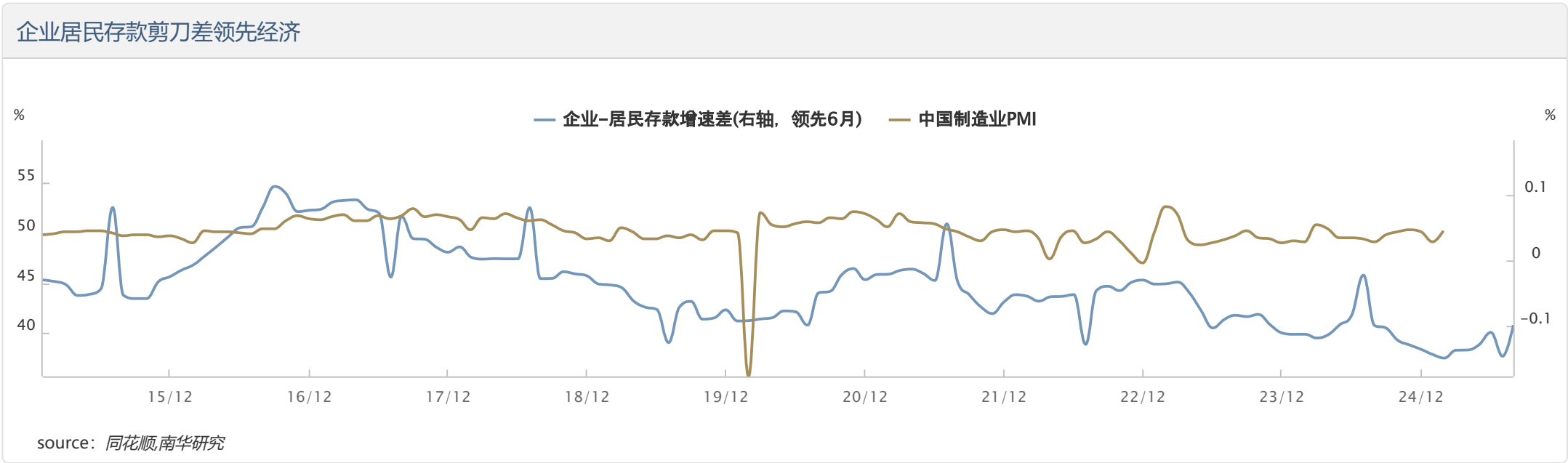
### 3.3 未来的货币政策更倾向于相机抉择

自今年年初以来，债券市场出现了一定的回调，其主要原因是居民存款搬家。相关数据也印证了这一点：近期企业与居民存款增速有所上升，部分居民存款开始流向企业，市场原本被冻结的流动性得以释放。因此，在居民存款转移期间，央行对货币政策的态度已转向防范风险，这在四季度货币政策报告的相关措辞中已有所体现。

尽管当前货币政策的重心在于防范风险，但3月24日央行发布公告称，为保持银行体系流动性充裕，更好满足不同参与机构的差异化资金需求，将于3月25日开展4500亿元1年期MLF操作。这表明市场流动性有所改善，资金面边际转松。

从长期来看，今年整体的货币政策仍将保持宽松基调。在存款转移期间，央行的政策重心仍聚焦于防范资金空转，但在一季度货币政策执行报告中，对货币政策的措辞依然是“适度宽松”。在物价指数低迷、居民与企业仍处于负向循环的背景下，央行维持宽松货币政策仍是必要的。

未来，货币政策将更倾向于相机抉择，根据经济形势的变化灵活调整，以实现精准调控。如果国内经济数据出现明显走弱，尤其是物价指数持续低迷，央行可能会考虑降息操作。此外，若外部压力有所减弱，海外经济政治环境以及货币政策周期更加明晰，这也将成为央行出台总量政策的关键因素。总体来看，短期内央行降息的可能性不大，但降准仍可期待。



## 四、大类资产走势配置展望

**股市走势展望：**在当前经济基本面尚未出现明显下行压力的背景下，叠加政策层面的积极支持，股指整体方向仍向上。从行业表现来看，科技和消费行业有望跑赢大盘。因此，建议将红利相关股票作为基础配置，逢低吸纳科技行业股票，并适当配置消费电子等消费类行业。

**债市走势展望：**目前来看，债券利率上行的风险相对较小。一方面，当前债券收益率已具备一定的吸引力；另一方面，市场流动性也呈现边际宽松态势。不过，债券收益率下行之路也不会一帆风顺。在央行货币政策重心尚未改变之前，国内债券收益率预计仍将维持震荡走势，建议投资者采取区间操作策略。但长期来看，债券市场利率仍然维持下行趋势。

**商品走势展望：**商品市场在宏观政策托底和微观供需矛盾的双重影响下，二季度可能仍将维持震荡走势。不过，不同品种之间将出现一定分化。其中，有色金属因供给约束和关税影响，表现可能相对偏强；黑色金属则受需求和政策扰动，价格相对承压。原油市场在需求端整体偏弱的背景下，未来走势将主要受供给端影响，预计仍将延续震荡行情。



## 免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦  
邮编：310008  
全国统一客服热线：400 8888 910  
网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)  
股票简称：南华期货  
股票代码：603093



Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富