

研究所

分析师: 袁野
SAC 登记编号: S1340523010002
Email: yuanye@cnpsec.com
研究助理: 苑西恒
SAC 登记编号: S1340124020005
Email: yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《供需寻求再平衡，关注出口和消费预期差》 - 2025.03.18

宏观研究

3 月经济高频数据环比回暖，经济延续修复态势

● 核心观点

(1) 3 月经济高频数据环比回暖，经济延续修复态势

在生产端，3 月生产景气度犹在，生产延续回暖。全国高炉开工率、六大发电集团日均耗煤环比回升，汽车半钢胎开工率环比亦回暖，PTA 开工率和 PTA 产业链江浙织机负荷率有所分化，前者环比回落，后者较为明显回升。

在需求端，**第一**，工业需求环比有所改善，基建投资需求回升。石油沥青装置开工率环比回升，库存环比走弱，同时水泥价格回升，指向 3 月基建投资需求回暖，这从近期挖掘机销售也有所体现，指向基建投资需求回暖。从基建项目建设资金来看，3 月新增专项债发行有所放缓，但考虑建设资金与实物工作量形成的领先滞后关系，2 月新增专项债发行节奏较去年有所提速，叠加前期化债资金落地，相关基建项目施工单位资金流或有所改善，进而提升基建投资积极性。**第二**，居民出行需求旺盛，商品消费保持韧性，汽车、家电、手机等商品消费景气度较高。**第三**，韩国出口增速环比回升，但上海出口集装箱运价指数回落，或指向我国出口存在不确定性。**第四**，30 大中城市房地产销售延续高景气度，供给尚未显著改善。

(2) 海外经济滞胀风险上升，全球货币政策不确定性增大

在政策环境方面，短期海外货币政策或保持不变。英国央行 3 月维持利率不变，5 月降息存在数据依赖；欧洲央行 3 月降息落地，连续 6 次降息，4 月货币政策不确定增大，降息预期走弱；美联储 3 月维持利率不变，上半年降息预期相对较低；日本央行 3 月或维持利率不变，5 月或 7 月加息预期犹在。我国政策延续宽松基调，央行再提择机降准降息。

在非政策环境方面，全球经济分化。(1) 美国经济不确定性进一步增大，美国经济三重复合风险交织演进，关税、移民等政策外溢效应，叠加禽流感影响，美国通胀存在反复风险，美联储货币政策转向窗口持续收窄，且政策外溢冲击居民部门，居民悲观预期走高，美国经济从公共支出转向个人支出，短期波动风险上升，滞胀风险增大，高企的债务可持续承压，警惕潜在重点领域的债务风险，如 CMBS 违约率升至 6.2%，为 2022 年以来新高，区域银行商业地产风险敞口超 2800 亿元；(2) 欧洲经济修复态势尚不显著，消费者信心进一步走弱，关注欧盟增加国防开支、德国推出新债计划落地情况；(3) 日本经济延续温和复苏态势，日本物价高于预期，日本“春斗”第二轮结果出炉，日本企业已同意今年加薪 5.4%，略低于上周公布的第一轮谈判结果 5.46%，但有望创下 34 年来的最高涨幅，工资-通胀螺旋压力并未缓解，这或提振日本加息预期，但日本央行对全球经济不确定性担忧依然存在。(4) 我国经济长期向好基本面不变，1-2 月经济数据

延续稳中向好的趋势。

● **风险提示：**

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧。

 目录

1 资产表现.....	5
2 3月经济高频数据环比回升，经济复苏动能持续释放.....	5
2.1 30大中城市房地产销售延续高景气度，供给尚未显著改善.....	5
2.2 工业需求环比改善，基建投资需求回升，钢铁生产好于需求.....	7
2.3 居民出行需求回暖，商品消费保持韧性.....	9
2.4 韩国出口与上海出口集装箱运价指数出现分化，外贸不确定性显现.....	11
2.5 上游生产延续回暖，3月生产景气度犹在.....	12
2.6 3月经济高频数据环比回暖，经济延续修复态势.....	13
3 国内外宏观热点.....	13
3.1 海外宏观热点.....	13
3.2 国内宏观热点.....	43
4 本周宏观环境分析：海外经济滞胀风险上升，全球货币政策不确定性增大.....	51
风险提示.....	53



图表目录

图表 1: 大类资产价格变动一览.....	5
图表 2: 30 大中城市商品房日度成交面积.....	6
图表 3: 30 大中城市商品房周度成交面积.....	6
图表 4: 100 大中城市成交土地占地面积 (万平方米)	7
图表 5: 100 大中城市成交土地溢价率 (%)	7
图表 6: 螺纹钢现货价格	7
图表 7: 螺纹钢主要钢厂开工率	7
图表 8: 石油沥青装置开工率	8
图表 9: 沥青库存水平	8
图表 10: 1-3 月新增专项债发行情况 (亿元)	9
图表 11: 1-3 月国债和地方政府债净融资额情况	9
图表 12: 北京地铁客运量	9
图表 13: 上海地铁客运量	9
图表 14: 国内航班执行率	10
图表 15: 乘用车销量 (%)	10
图表 16: SCFI 综合指数和 CCFI 综合指数	11
图表 17: SCFI 综合指数和 CCFI 综合指数环比增速	11
图表 18: 韩国出口	11
图表 19: 运费指数	11
图表 20: 高炉开工率	12
图表 21: 汽车半钢胎开工率	12
图表 22: PTA 开工率	12
图表 23: PTA 产业链负荷率: 江浙织机	12
图表 24: 美国经济与美联储票委一周跟踪	27
图表 25: 本周宏观环境变化	52

1 资产表现

3月第3周(3.15-3.21)，货币市场收益率小幅回落，DR007和6个月同业存单(股份制银行)到期收益率均小幅下降；国债市场方面，短端利率上行，长端利率小幅下行，期限利差收窄；全球主要经济体股票市场有所分化，我国上证综指、深证成指、创业板指小幅回调，美国纳斯达克指数、标普500和日经225微涨；商品市场亦有所分化，黄金、铜、原油、大豆、玉米价格上涨，白银、铝价格下跌；外汇市场方面，美元指数走强，人民币汇率小幅贬值。

图表1：大类资产价格变动一览

		单位	涨跌幅			
			202501	202502	年初至今	本周(3.15-3.21)
货币市场 (bp)	DR007	%	-11.83	26.33	-21.24	-4.33
	同业存单(股份制银行)到期 收益率:6M	%	21.33	27.79	34.96	-3.26
债券市场 (bp)	国债到期收益率:2年	%	9.03	17.46	41.43	3.48
	国债到期收益率:10年	%	-4.11	9.59	16.35	-0.49
	美国:国债收益率:2年	%	-3	-23	-31	-8
	美国:国债收益率:10年	%	0	-34	-33	-6
股票市场	上证综指	点	-3.02%	2.16%	0.39%	-1.60%
	深证成指	点	-2.48%	4.48%	2.62%	-2.65%
	创业板指	点	-3.63%	5.16%	0.50%	-3.34%
	科创50	点	-3.42%	12.95%	5.46%	-4.16%
	恒生指数	点	0.82%	13.43%	18.09%	-1.13%
	纳斯达克综指	点	1.64%	-3.97%	-7.91%	0.17%
	标普500	点	2.70%	-1.42%	-3.64%	0.51%
	日经225	点	-0.81%	-6.11%	-5.56%	1.68%
	越南指数	点	-0.14%	3.19%	4.59%	-0.10%
	印尼雅加达综指	点	0.41%	-11.80%	-11.61%	-3.95%
	韩国KOSPI指数	点	4.91%	0.61%	10.15%	2.99%
	巴黎CAC40指数	点	7.72%	2.03%	8.97%	0.18%
	伦敦富时100指数	点	6.13%	1.57%	5.80%	0.17%
大宗商品	COMEX黄金	美元/盎司	6.92%	1.37%	15.15%	1.19%
	COMEX白银	美元/盎司	10.07%	-1.55%	14.47%	-2.40%
	LME铜	美元/吨	2.80%	4.63%	12.90%	0.72%
	LME铝	美元/吨	3.24%	1.52%	5.38%	-2.25%
	LME锌	美元/吨	-8.84%	2.10%	-2.27%	-2.01%
	布伦特原油	美元/桶	2.84%	-4.66%	-3.32%	2.24%
	WTI原油	美元/桶	1.13%	-3.82%	-4.80%	1.64%
	CBOT大豆	美分/蒲式耳	4.63%	-3.16%	1.18%	1.08%
	CBOT玉米	美分/蒲式耳	5.23%	-6.16%	0.93%	4.46%
外汇市场	美元指数		0.03%	-0.88%	-3.99%	0.40%
	美元兑人民币(即期汇率)		-0.46%	0.26%	-0.68%	0.28%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 3月经济高频数据环比回升，经济复苏动能持续释放

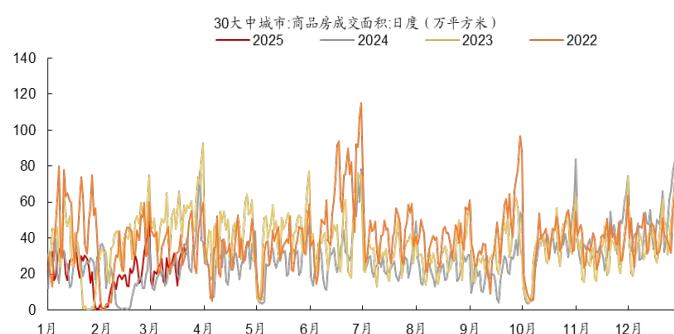
2.1 30大中城市房地产销售延续高景气度，供给尚未显著改善

(1) 截至 3 月 21 日，30 大中城市商品房销售景气度延续回升，日均成交面积环比和同比增速保持较快增速，一线城市好于二、三线城市。

从环比增速来看，3 月商品房销售延续回暖态势。截至 3 月 21 日，30 大中城市商品房日均成交面积 24.09 万平方米，较 2 月同期日均成交面积增长 62.70%，环比较为明显回暖，或存在春节效应的扰动。其中，一线城市商品房日均成交面积 7.51 万平方米，较 2 月同期日均成交面积增长 99.95%；二线城市商品房日均成交面积 11.36 万平方米，较 2 月同期日均成交面积增长 49.29%；三线城市商品房日均成交面积 5.22 万平方米，较 2 月同期日均成交面积增长 51.66%。

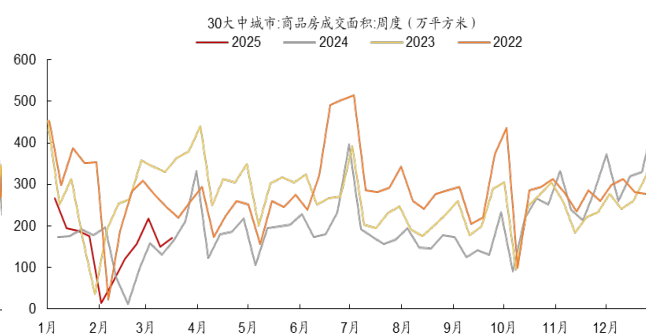
从同比增速来看，3 月商品房销售同比增速亦保持回升。截至 3 月 21 日，30 大中城市商品房日均成交面积较 2024 年同期增长 24%。其中，一线城市商品房日均成交面积较 2024 年同期增长 37.99%；二线城市商品房日均成交面积较 2024 年同期增长-2.71%；三线城市商品房成交面积较 2024 年同期增长 4%。

图表2：30 大中城市商品房日度成交面积



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表3：30 大中城市商品房周度成交面积



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

(2) 从 100 大中城市成交土地占地面积来看，房企拿地意愿有所走弱，成交土地面积环比和同比转负，但土地成交总价环比回升，或仍是优质区位土地供应增加，土地成交单价带动成交总价环比回升。

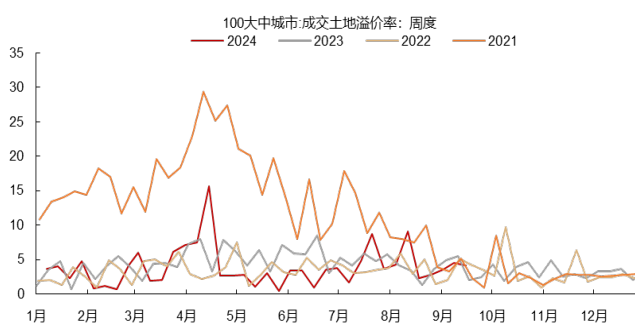
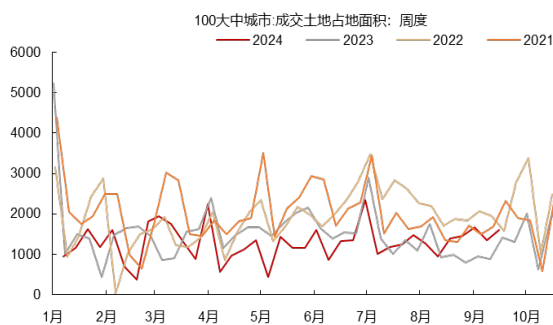
在成交土地面积方面，100 大中城市拿地意愿有所放缓，其中一线城市好于二、三线城市。从环比增速来看，截至 3 月 16 日，100 大中城市周均成交土地面积 812.73 万平方米，较 2 月同期下降 10.87%，其中，一线城市销售保持正增长，环比增速为 27.30%，二线城市和三线城市销售环比走弱，环比增速分别为-8.93%和-13.14%；从同比增速来看，截至 3 月 16 日，100 大中城市周均成交土

地面积下降亦较为明显，同比增速为-51.12%，其中，一线城市、二线城市和三线城市同比增速分别为-39.05%、-45.53%和-54.04%。

在成交总价来看，100大中城市成交总价环比有所回升，但同比尚未止跌企稳。从环比增速来看，截至3月16日，100大中城市周均成交土地总价为246.75亿元，较2月同期增长18.44%，主要是二线城市拉动，二线城市周均成交土地总价环比增长101.23%，一线城市和三线城市环比放缓，环比增速分别为-15.85%和-28.87%。从同比增速来看，100大中城市周均成交土地总价仍呈现下跌趋势，同比增速为-74.34%，其中，一线城市、二线城市和三线城市同比增速分别为-56.05%、-73.12%和-83.03%。

图表4：100大中城市成交土地占地面积（万平方米）

图表5：100大中城市成交土地溢价率（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

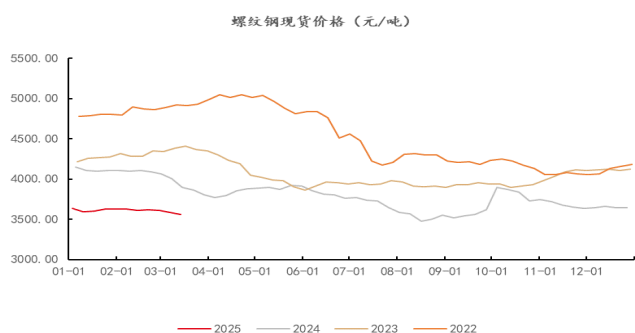
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2.2 工业需求环比改善，基建投资需求回升，钢铁生产好于需求

（1）螺纹钢量升价落，钢铁需求相对生产或仍有待改善。

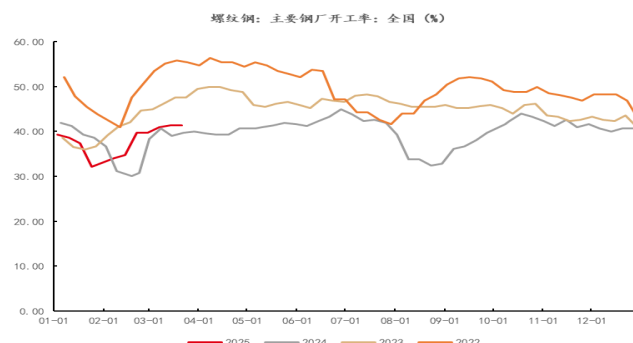
截至3月21日，3月主要钢厂螺纹钢周均开工率为41.22%，较2月同期周均开工率提升了5.03个百分点，较2024年2月同期周均开工率高1.43个百分点，显示3月螺纹钢生产环比增加。但螺纹钢价格并未上升，环比走弱。截至3月14日，3月螺纹钢现货价格平均价格为3574元/吨，较2月同期下降1.16%。因此，3月螺纹钢市场呈现量升价落的特点，或体现生产强，需求仍相对较弱，不排除美国贸易政策影响，特别是进口钢铁加征关税或产生影响。

图表6：螺纹钢现货价格



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表7：螺纹钢主要钢厂开工率



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

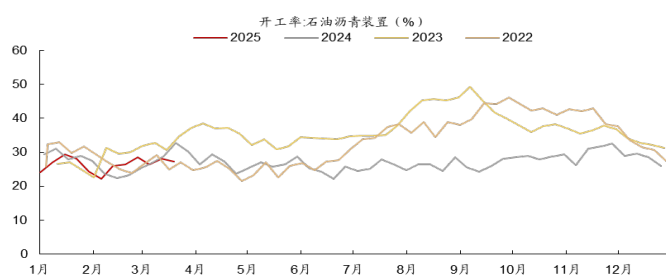
(2) 石油沥青库存环比回落，水泥价格环比回升，基建投资需求回暖。

石油沥青装置开工率环比升，库存环比走低，说明需求环比有所回暖。截至3月19日，3月石油沥青装置平均开工率为27.30%，较2月平均开工率24.80%回升2.5个百分点，低于2024年同期水平，较去年同期低2.13个百分点。截至3月21日，3月周度平均沥青库存为59734吨，环比增长-22.62%。

水泥价格环比小幅回升。截至3月21日，3月平均水泥价格指数为124.49，较2月同期平均价格指数增长3.6%。

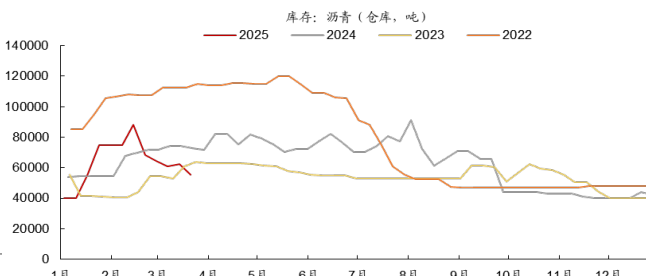
综上，石油沥青装置开工率环比回升，库存环比走弱，同时水泥价格回升，指向3月基建投资需求回暖，这从近期挖掘机销售也有所体现，2月挖掘机销量19270台，同比涨52.8%，其中内销11640台，同比近乎翻番。

图表8：石油沥青装置开工率



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表9：沥青库存水平



资料来源：同花顺, 中邮证券研究所

(3) 从基建项目建设资金来看，2月新增专项债发行节奏较去年有所提速，叠加前期化债资金落地，相关基建项目施工单位资金流或有所改善，进而提升基建投资积极性，但3月新增专项债发行有所放缓，后续资金支持有待增强。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/715100304210012122>