

宏观经济宏观季报

一季度内需继续回暖，二季度“以内补外”是关键

核心观点

2025年4月16-17日国家统计局发布一季度GDP相关数据：

- 1、一季度，国内现价GDP约为31.9万亿元，不变价GDP同比增长5.4%，持平去年四季度的高点；
- 2、一季度，第一、第二、第三产业现价GDP分别约为1.2、11.2、19.5万亿元，不变价同比分别增长3.5%、5.9%、5.3%；
- 3、一季度最终消费、资本形成总额、货物和服务净出口对GDP当季同比的拉动分别为2.8、0.5、2.1个百分点，对GDP同比的贡献率分别为51.9%、9.3%、38.9%。

一季度外需对中国经济的贡献处于高位，二季度或明显走弱。

2020-2024年，中国最终消费、资本形成总额、净出口对GDP同比的拉动平均值分别为2.7、1.5、0.8个百分点，合计约为5.0%。这意味着，只要国内三大需求增速回归过去五年的历史平均水平，则2025年国内就能实现5.0%的经济增速目标。

2025年一季度最终消费的拉动上升至2020-2024年均值上方，资本形成总额低于历史均值，净出口对GDP同比的拉动仍然明显高于历史均值。二季度美国加征关税很可能对中国出口带来较大的负面冲击，从而明显拖累二季度国内经济增长。“以内（需）补外（需）”是二季度中国经济增长的主要立足点。

服务需求修复将增强二季度“以内补外”效果。

中国政府全面扩大内需举措形成的合力集中体现在国内服务需求复苏上。一方面，服务需求本身是内需的重要组成部分；另一方面，服务需求可以很好地带动就业，从而发挥出较大的乘数效应。

2025年1月以来，国内服务业零售额当月同比持续上升，虽然上升幅度还不是很大，但其持续向上的趋势表明中国服务需求企稳回升的动能较强，中国内循环的力量由此逐渐增强，这无疑有利于扩大二季度“以内补外”的效果。

二季度国内实际GDP同比或回落至5.0%下方。

在内需增速上升较为平缓而外需回落幅度较大的大背景下，2025年二季度或呈现全年GDP同比增速的阶段性的低点，该季度主要经济指标的环比收缩可能达到年度峰值。预计二季度国内实际GDP同比回落至5.0%下方，CPI同比维持在零附近。

风险提示：政策刺激力度减弱，海外经济政策不确定性。

经济研究·宏观季报

证券分析师：李智能
0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

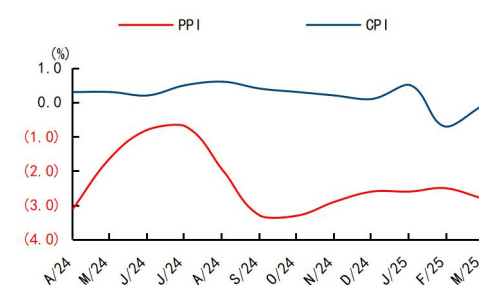
证券分析师：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	4.20
社零总额当月同比	5.90
出口当月同比	12.40
M2	7.00

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观月报-3月内外需均上冲，服务业修复将增强“以内补外”效果》——2025-04-17
- 《宏观经济宏观月报-内需延续回暖，1-2月经济增速高于全年目标值》——2025-03-17
- 《宏观经济宏观月报-12月民间投资回暖，总需求改善或具备持续性》——2025-01-17
- 《宏观经济宏观月报-11月国内供给保持韧性但需求偏弱》——2024-12-16
- 《宏观经济宏观月报-总需求拐点已至，持续性有待验证》——2024-11-15

内容目录

一季度内需继续回暖，二季度“以内补外”是关键	4
2025 年一季度国内经济实现开门红，工业仍是主要推动力	4
一季度外需对中国经济的贡献处于高位，二季度或明显走弱	5
服务需求修复将增强二季度“以内补外”效果	6
一季度 CPI 同比继续回落至负值区间，但核心 CPI 同比保持稳定	7
一季度 PPI 同比降幅有所收窄，原材料工业是主要拉动	8
二季度国内实际 GDP 同比或回落至 5.0% 下方	9
风险提示	9

图表目录

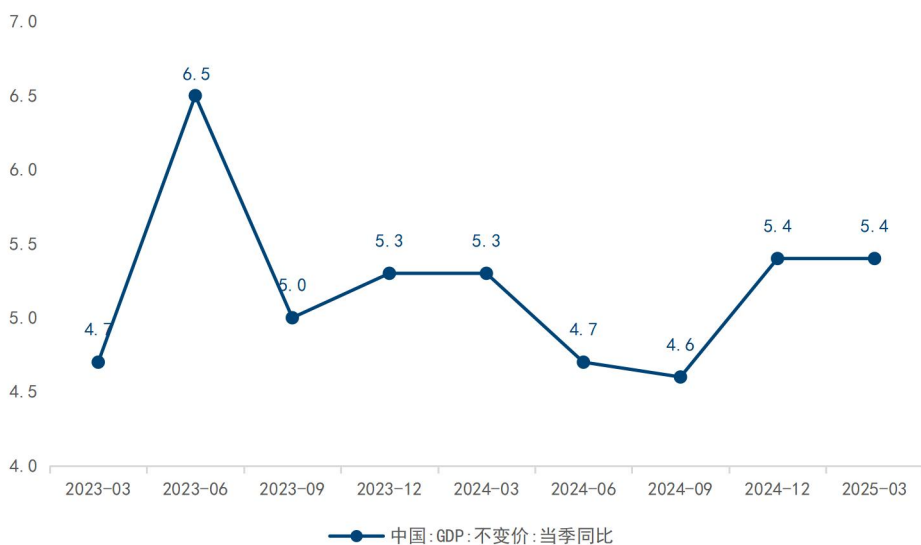
图1：中国整体 GDP 不变价同比一览	4
图2：中国三大产业实际 GDP 当季同比一览	5
图3：中国第二产业中不同分项实际 GDP 当季同比一览	5
图4：中国内需（消费+投资）对 GDP 当季同比的拉动一览	5
图5：中国最终消费对 GDP 当季同比的拉动一览	5
图6：中国资本形成总额对 GDP 当季同比的拉动一览	6
图7：中国货物和服务净出口对 GDP 当季同比的拉动一览	6
图8：中国实际 GDP 月度同比增速测算一览	6
图9：中国服务零售额当月同比走势一览	7
图10：中国 CPI、核心 CPI 月度同比当季平均值一览	8
图11：中国消费品 CPI、服务品 CPI 月度同比当季平均值一览	8
图12：中国 PPI 当月同比走势一览	8
图13：中国 PPI 生产资料和生活资料价格同比一览	9
图14：中国 PPI 生产资料各分项同比一览	9
图15：中国 2025 年 GDP 季度预测一览	9
图16：中国 2025 年 CPI 增速预测一览	9

一季度内需继续回暖，二季度“以内补外”是关键

2025 年一季度国内经济实现开门红，工业仍是主要推动力

2025 年一季度中国实际 GDP 同比增长 5.4%，持平 2024 年四季度的高点，高于全年 GDP 增速目标值 5.0%，顺利实现开门红。

图1：中国整体 GDP 不变价同比一览

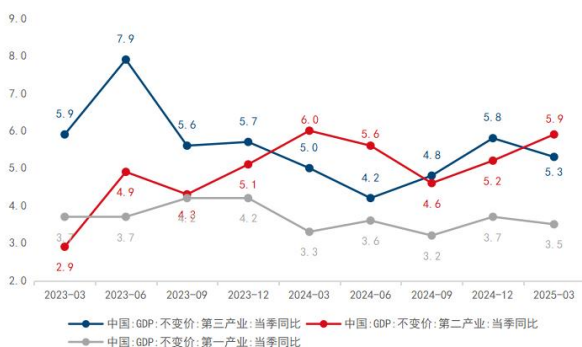


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

从三大产业的 GDP 增速来看,2025 年一季度中国第二产业 GDP 增速继续明显上行,第三产业 GDP 增速有所回落。

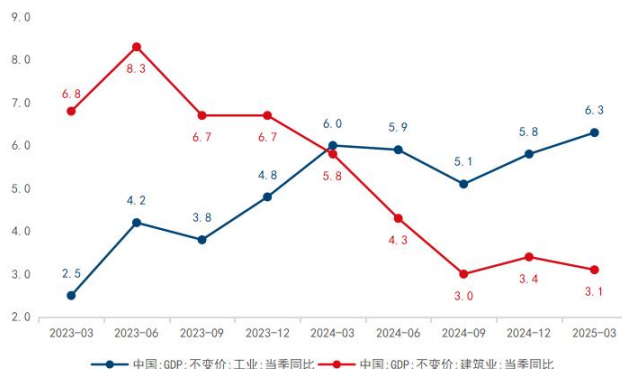
第二产业中，一季度中国工业 GDP 增速继续上升至 6.3%，创 2023 年以来历史新高，建筑业 GDP 增速小幅回落但仍高于去年三季度的低点，这表明一季度国内与技术和创新相关的经济部门发展势头较为强劲，基建和房地产相关的传统产业也延续企稳态势。

图2：中国三大产业实际 GDP 当季同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

图3：中国第二产业中不同分项实际 GDP 当季同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

一季度外需对中国经济的贡献处于高位，二季度或明显走弱

2020-2024 年，中国最终消费、资本形成总额、净出口对 GDP 同比的拉动平均值分别为 2.7、1.5、0.8 个百分点，合计约为 5.0%。这意味着，只要国内三大需求增速回归过去五年的历史平均水平，则 2025 年国内就能实现 5.0% 的经济增速目标。

2025 年一季度资本形成总额构成经济增速的主要拖累，货物和服务净出口也小幅回落但仍处于历史高位，最终消费贡献明显提升提振经济增长。一季度最终消费对 GDP 当季同比的拉动约为 2.8%，较去年四季度明显提升 1.2 个百分点；一季度资本形成总额对 GDP 当季同比的拉动约为 0.5%，回落 0.8 个百分点；一季度货物和服务净出口对 GDP 当季同比的拉动约为 2.1%，回落 0.4 个百分点。

整体来看，一季度中国内需（消费+投资）对 GDP 当季同比的拉动去年四季度提升 0.4 个百分点至 3.3%，仍然处于历史偏低水平，其中最终消费的拉动上升至 2020-2024 年均值上方，资本形成总额低于历史均值。

一季度净出口对 GDP 同比的拉动仍然明显高于历史均值，二季度美国加征关税很可能对中国出口带来较大的负面冲击，从而明显拖累二季度净出口对 GDP 同比的拉动。“以内（需）补外（需）”是二季度中国经济增长的主要立足点。

图4：中国内需（消费+投资）对 GDP 当季同比的拉动一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图5：中国最终消费对 GDP 当季同比的拉动一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图6: 中国资本形成总额对 GDP 当季同比的拉动一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图7: 中国货物和服务净出口对 GDP 当季同比的拉动一览

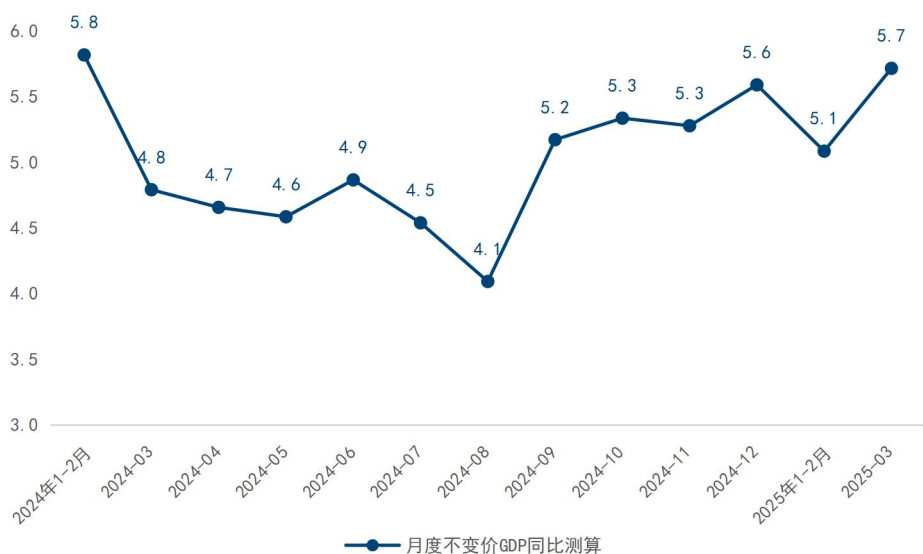


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

服务需求修复将增强二季度“以内补外”效果

基于生产法测算的月度 GDP 同比增速在 3 月份约为 5.9%，较 1-2 月抬升 1.0 个百分点，明显高于全年经济增速目标值。其中工业、服务业、建筑业生产均构成向上拉动。需求方面，3 月国内消费、投资、出口当月同比均较 1-2 月累计同比上升，其中消费和出口上升幅度较为显著。

图8: 中国实际 GDP 月度同比增速测算一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和测算

2025 年，中国有望通过三方面举措打破“工业通缩-服务业收缩-需求下降”的负向循环，推动内需回暖，从而对冲二季度美国加征关税带来的外需回落：

(1) **实施积极财政扩张政策**：2025 年新增政府债务规模达 11.86 万亿元，较上年净增 2.9 万亿元，大大缓解财政收支紧张局面。政府激励工业部门的生产和投资不再挤压服务业收入，部分财政资金还能用于刺激服务业发展。该措施旨在通过服务业复苏带动就业市场改善，进而提升居民收入预期。

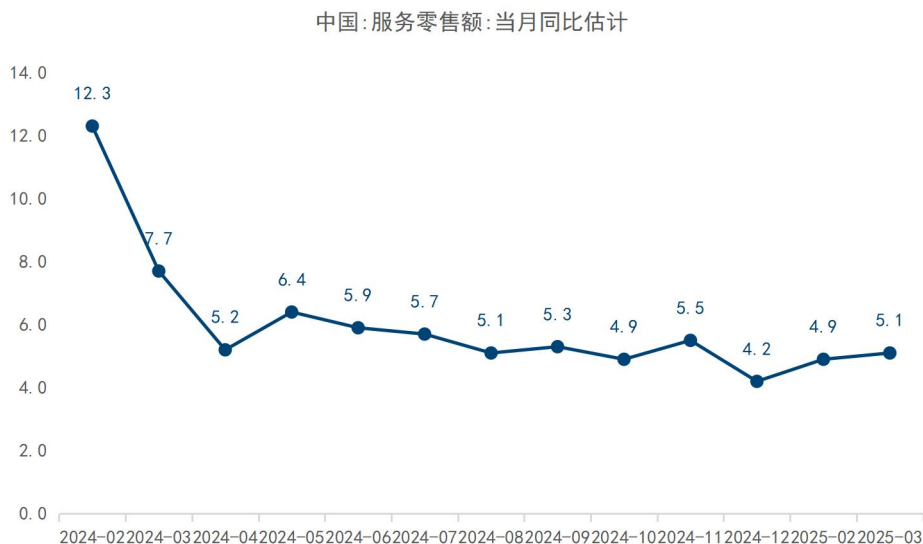
(2) **优化工业产能，建立分行业产能退出机制**：政府将分行业推动工业部门低效

落后产能退出，此外通过规范地方招商政策与调整出口退税，减少对工业部门的过度激励。政策实施预计可使工业产能利用率回升，缓解 PPI 持续下行压力。同时释放的财政资源将转投服务业，形成产业间的资源配置优化效应。

(3) 财政资金直接支持居民减负增收，完善工资正常增长机制：财政安排 3000 亿元特别国债支持消费品以旧换新，同步推出育儿补贴、助学贷款优惠等多项精准补贴措施，配合养老金调增、医保补助提升等社会保障政策，形成覆盖多阶层的减负增收网络。尤为关键的是建立公务员及事业单位职工（合计 6252 万人）工资正常增长机制，通过该群体收入信心的修复产生消费示范效应以及乘数效应。

以上三方面举措形成的合力集中体现在国内服务需求复苏上。一方面，服务需求本身是内需的重要组成部分；另一方面，服务需求可以很好地带动就业，从而发挥出较大的乘数效应。2025 年 1 月以来，国内服务业零售额当月同比持续上升，虽然上升幅度还不是很大，但其持续向上的趋势表明中国服务需求企稳回升的动能较强，中国内循环的力量由此逐渐增强，这无疑有利于扩大二季度“以内补外”的效果。

图9：中国服务零售额当月同比走势一览



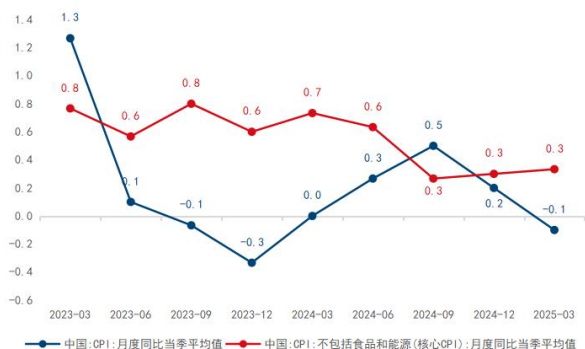
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

一季度 CPI 同比继续回落至负值区间，但核心 CPI 同比保持稳定

一季度国内 CPI 同比较去年四季度继续回落至负值区间，其中消费品 CPI 是主要的拖累，服务品 CPI 变化不大。

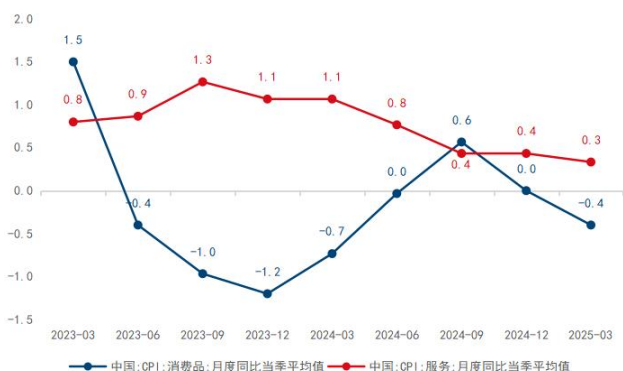
一季度国内核心 CPI 同比保持稳定，验证中国内需的企稳。

图10: 中国 CPI、核心 CPI 月度同比当季平均值一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图11: 中国消费品 CPI、服务品 CPI 月度同比当季平均值一览

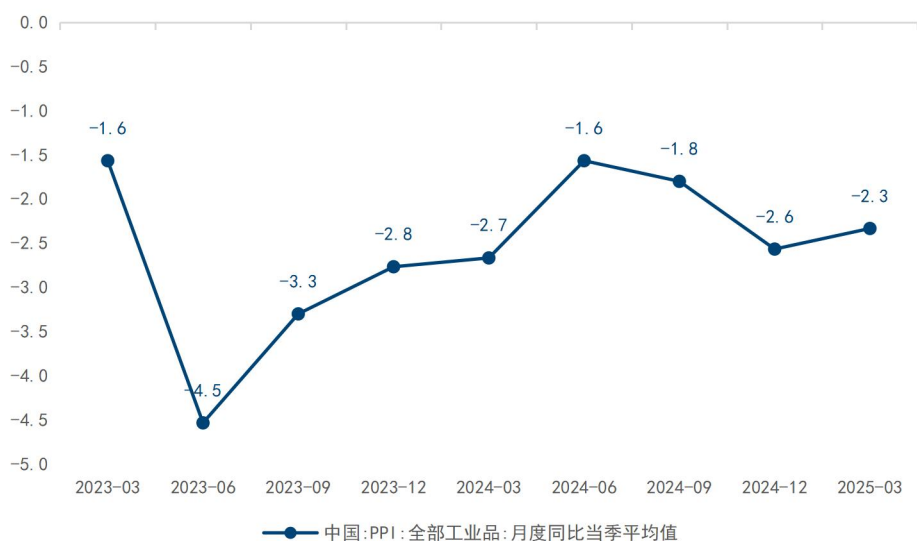


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

一季度 PPI 同比降幅有所收窄，原材料工业是主要拉动

一季度 PPI 同比降幅有所收窄，其中原材料工业是主要拉动，偏下游的加工工业价格同比降幅亦小幅收窄，采掘工业的同比降幅出现明显走阔。

图12: 中国 PPI 当月同比走势一览



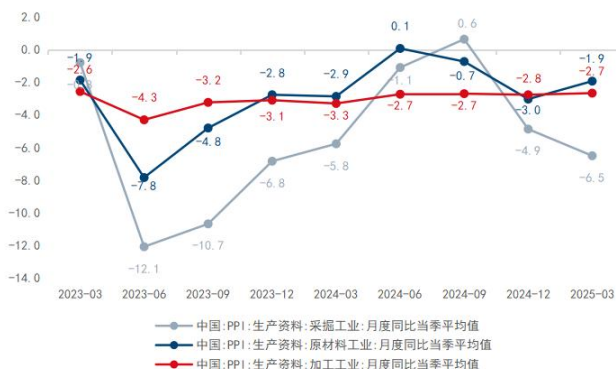
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图13: 中国 PPI 生产资料和生活资料价格同比一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图14: 中国 PPI 生产资料各分项同比一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

二季度国内实际 GDP 同比或回落至 5.0% 下方

考虑到服务业发展动能从偏弱状态中恢复、居民收入信心回升无法一蹴而就，预计 2025 年上半年中国内需增速的上升较为平缓，下半年内需增速的上升或更为陡峭。出口方面，报复性关税政策带来的“抢出口”效应或使得 2025 年中国出口增速波动明显加大，进而影响全年经济走势。2025 年二季度随着中国“抢出口”效应完全消退，中国出口增速可能会出现较明显的下降，从而拖累中国经济增长。

在内需增速上升较为平缓而外需回落幅度较大的大背景下，2025 年二季度或呈现全年 GDP 同比增速的阶段性低点，该季度主要经济指标的环比收缩可能达到年度峰值。

据此匡算，预计二季度国内实际 GDP 同比回落至 5.0% 下方，CPI 同比维持在零附近。

图15: 中国 2025 年 GDP 季度预测一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

图16: 中国 2025 年 CPI 增速预测一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

风险提示

政策刺激力度减弱，海外经济政策的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032