

# 一季度经济的动力及亮点

## ——2025 年 3 月经济数据点评

宏观点评

2025 年一季度，工业增加值同比增速 6.5%，实际 GDP 同比增速 5.4%，均超出市场预期。一季度经济动力，一是“抢出口”，二是财政前置发力。然而，一季度经济的两大动力均面临较大不确定性。美国对等关税落地，对中国出口、经济增速影响较大，4 月出口高频数据已有回落迹象。2025 年新增政府债务总规模比上年增加 2.9 万亿元，目前政府债券融资已经同比多融资 2.5 万亿元，同比扩张的空间有限。因此，“两会”制定的政策需要前置发力，同时新增政策也需尽快落地，保持政策连续性发力，巩固良好的经济形势。

**动力一：“抢出口”。**2025 年 3 月份，出口金额同比增长 12.4%，大幅好于市场 3.5% 的预期，较 1-2 月 2.3% 的增速大幅提升。一季度出口同比增速 5.8%，与 2024 年全年增速基本持平。同时，出口交货值同比增速 6.7%，高于 2024 年全年的 5.1%，表现较为突出。一季度净出口对 GDP 的同比拉动率达到 2.1 个百分点，高于 2024 年全年的 1.5 个百分点。

**动力二：财政前置发力。**一季度，新增社融 15 万亿元，同比多增 2.4 万亿元，其中，政府融资同比多增 2.5 万亿元。从 Wind 口径来看，一季度，国债净融资 1.47 万亿元，同比多增 9855 亿元；地方债净融资 2.63 万亿元，同比多增 1.67 万亿元。社融余额同比增速从 2024 年末的 8% 上升至一季度末的 8.4%。

**亮点一：工业生产加速扩张，GDP 增速超预期。**一季度实际 GDP 同比增速 5.4%，超出预期值 5.2%。规模以上工业生产同比增速为 6.5%，高于 2024 年全年的 5.8%，其中 3 月增速高达 7.7%；GDP 核算口径工业生产同比增速为 6.3%，高于 2024 年全年的 5.7%。工业生产拉动力依然是“抢出口”以及财政前置发力，基建投资、设备工器具购置投资以及以旧换新相关消费增速都较高。

**亮点二：以旧换新相关消费增长较快。**2025 年 3 月份，社会消费品零售总额同比增长 5.9%，增速较 1-2 月的 4% 继续提升，超出市场 4.4% 的预期。一季度，表现较好的消费品类均集中在“以旧换新”政策补贴的品类范围，如家电、通讯器材、家装。

**亮点三：基建投资、制造业投资维持较高增速。**一季度，全口径基建投资同比增速 11.2%，高于 2024 年全年的 9.2%；基建投资（不含电力等）同比增速 5.8%，高于 2024 年全年的 4.4%。基建仍然是中央财政在发力。制造业投资累计同比增速 9.1%，设备工器具购置投资累计同比增速 19%，高于 2024 年全年的 15.7%。

**亮点四：楼市销售、价格持续修复。**3 月份，商品房销售面积同比累计下滑 3%，降幅较 1-2 月收窄 2.1 个百分点，较 2024 年全年收窄 9.9 个百分点。70 大中城市二手房价格指数整体环比回落 0.2%，降幅较上月收窄 0.1 个百分点。一线城市二手房价格由跌转涨，上行 0.2%。

● **风险提示：财政前置发力的可持续性待观察；房地产投资仍较弱；外需或将回落。**

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280520050003

钟 山（研究助理）

zhongshan01@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280123070001

### 相关报告

《经济数据“开门红”的动力来自哪》  
2025-03-18

《“9·24”以来经济复苏情况如何》2025-02-16

《四季度经济数据有哪些亮点》2025-01-19

《积极有为，乘风破浪》2024-12-30



## 目 录

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 1、 动力一：“抢出口” .....              | 3 |
| 2、 动力二：财政前置发力 .....             | 4 |
| 3、 亮点一：工业生产加速扩张，GDP 增速超预期 ..... | 5 |
| 4、 亮点二：以旧换新相关消费增长较快 .....       | 7 |
| 5、 亮点三：基建投资、制造业投资维持较高增速 .....   | 8 |
| 6、 亮点四：楼市销售、价格持续修复 .....        | 9 |

## 图表目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图 1： 3 月，出口增速大幅提升 .....                | 3  |
| 图 2： 2025 年年初以来，主要经济体消费者信心偏弱 .....     | 3  |
| 图 3： 一季度净出口对 GDP 拉动率达到 2.1 个百分点 .....  | 4  |
| 图 4： 4 月港口集装箱吞吐量回落 .....               | 4  |
| 图 5： 一季度国债净融资较往年同期显著提升 .....           | 4  |
| 图 6： 一季度地方债净融资较往年同期显著提升 .....          | 4  |
| 图 7： 中长期贷款余额同比增速继续回落 .....             | 5  |
| 图 8： 企业中长期贷款（TTM）继续下降 .....            | 5  |
| 图 9： GDP 增速超预期 .....                   | 6  |
| 图 10： 名义 GDP 增速低于实际增速 .....            | 6  |
| 图 11： 服务业生产增速平稳 .....                  | 6  |
| 图 12： 消费性服务业生产增速仍较低 .....              | 6  |
| 图 13： 一季度多数行业生产增速较 2024 年回升 .....      | 7  |
| 图 14： 社会消费品零售总额当月同比增速提升 .....          | 7  |
| 图 15： 居民收入增速及预期有企稳回升迹象 .....           | 7  |
| 图 16： 以旧换新相关消费增长较快 .....               | 8  |
| 图 17： 全口径和窄口径基建投资增速差距持续扩大 .....        | 9  |
| 图 18： 电力等公用事业投资增速较高 .....              | 9  |
| 图 19： 制造业投资增速和利润增速持续背离 .....           | 9  |
| 图 20： 设备工器具购置投资增速较高 .....              | 9  |
| 图 21： 房地产销售累计同比持续回升 .....              | 10 |
| 图 22： 3 月，一线城市商品房价格仍在回暖 .....          | 10 |
| 图 23： 3 月，二手房价格降幅收窄 .....              | 10 |
| 图 24： 4 月，30 大中城市商品房销售面积季节性回落（套） ..... | 11 |
| 图 25： 4 月，上海二手住宅成交维持景气（套） .....        | 11 |
| 图 26： 4 月，北京二手住宅成交维持景气（套） .....        | 11 |
| 图 27： 4 月，深圳二手住宅成交维持景气（套） .....        | 11 |

2025年一季度，工业增加值同比增速6.5%，实际GDP同比增速5.4%，均超出市场预期。同时，消费、制造业投资、基建投资增速不同程度改善。**一季度经济动力，一方面来自“抢出口”，出口交货值同比增速6.7%，高于2024年全年的5.1%；另一方面，是财政前置发力，一季度政府融资同比多增2.5万亿元，在此支持下，基建、制造业投资维持较高增速，以旧换新相关消费增长较快。**

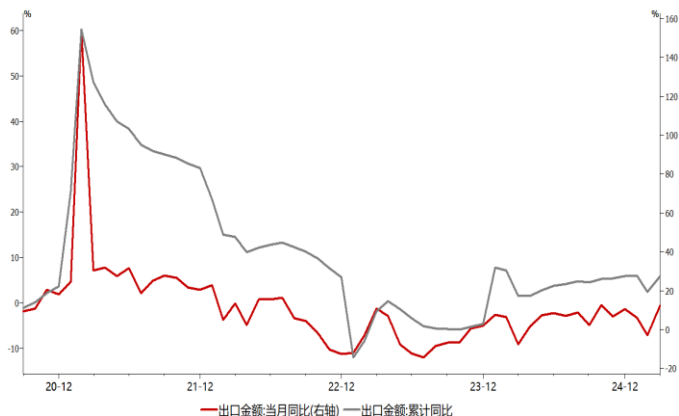
然而，**一季度经济的两大动力均面临较大不确定性。**美国对等关税落地，对中国出口、经济增速影响较大，4月出口高频数据已有回落迹象。2025年新增政府债务总规模比上年增加2.9万亿元，目前政府债券融资已经同比多融资了2.5万亿元，同比扩张的空间已经不大。因此，“两会”制定的政策需要前置发力，同时新增政策也需尽快落地，保持政策连续性发力，巩固良好的经济形势。

## 1、动力一：“抢出口”

2025年3月份，出口金额同比增长12.4%，大幅好于市场3.5%的预期，较1-2月2.3%的增速大幅提升，增加10个百分点。一季度出口增速5.8%，与2024年全年增速基本持平。同时，出口交货值同比增速6.7%，高于2024年全年的5.1%，表现较为突出。一季度净出口对GDP的同比拉动率达到2.1个百分点，甚至高于2024年全年的1.5个百分点。

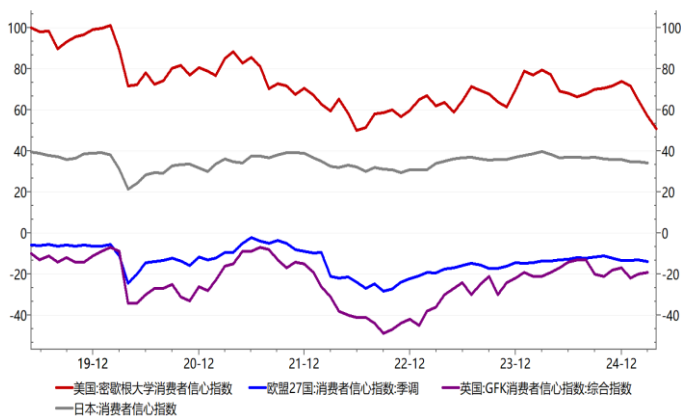
2005年年初以来，全球主要经济体消费者信心偏弱，特别是美国密歇根消费者信心指数出现大幅回落。在全球消费市场整体偏弱的背景下，我国出口依旧维持高速增长，主要受美国关税政策预期，贸易商提前囤货的影响。不过，进入4月随着对等关税的出台以及高度的政策不确定性，我国出口将面临严峻的挑战。

图1：3月，出口增速大幅提升

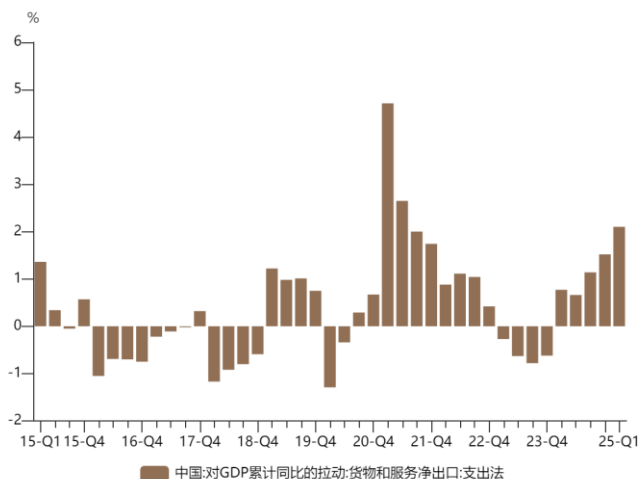


资料来源：Wind，诚通证券研究所

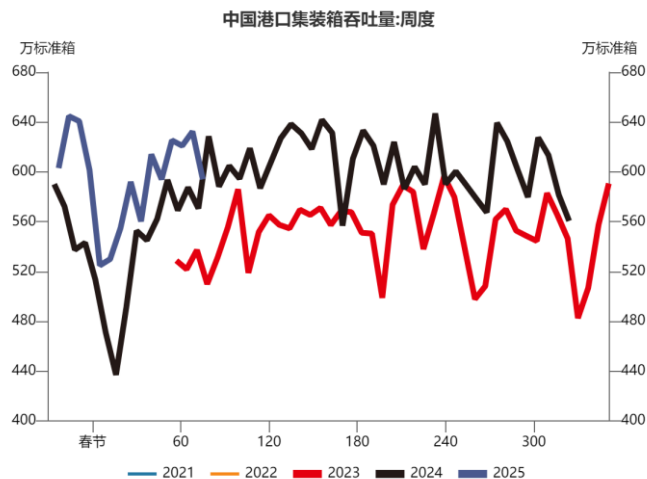
图2：2025年年初以来，主要经济体消费者信心偏弱



资料来源：Wind，诚通证券研究所

**图3： 一季度净出口对 GDP 拉动率达到 2.1 个百分点**

资料来源：Wind，诚通证券研究所

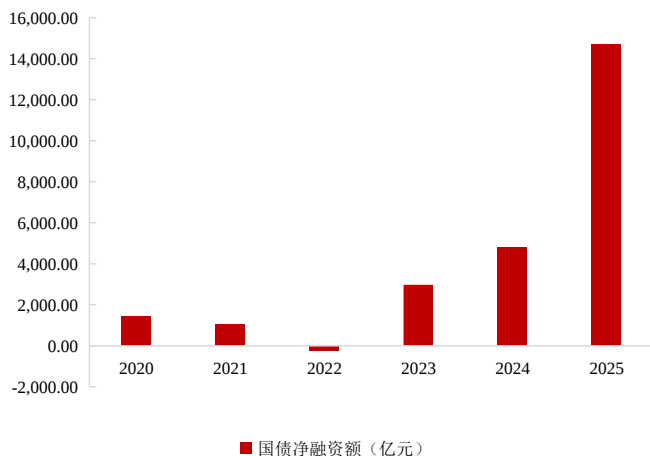
**图4： 4月港口集装箱吞吐量回落**

资料来源：Wind，诚通证券研究所

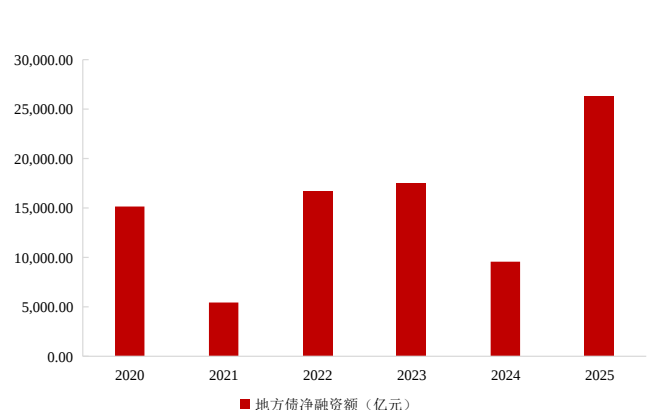
## 2、动力二：财政前置发力

一季度，新增社融 15 万亿元，同比多增 2.4 万亿元，其中，政府融资同比多增 2.5 万亿元。从 Wind 口径来看，一季度，国债净融资 1.47 万亿元，同比多增 9855 亿元；地方债净融资 2.63 万亿元，同比多增 1.67 万亿元。社融余额同比增速从 2024 年末的 8% 上升至 8.4%。与此同时，信用脉冲（12 个月新增社融同比增速）连续 4 个月上升。此外，在项目上，2024 年四季度提前下达了 2025 年 1000 亿元中央预算内投资计划和 1000 亿元“两重”建设项目清单，共同起到了前置发力的效果。

不过，也要看到新增财政需要续力。一方面，2025 年合计新增政府债务总规模 11.86 万亿元、比上年增加 2.9 万亿元，目前政府债券融资已经同比多融资了 2.5 万亿元，同比扩张的空间已经不大。另一方面，民间融资仍较弱，中长期贷款余额同比增速持续回落。当然，这也有债务置换的因素。

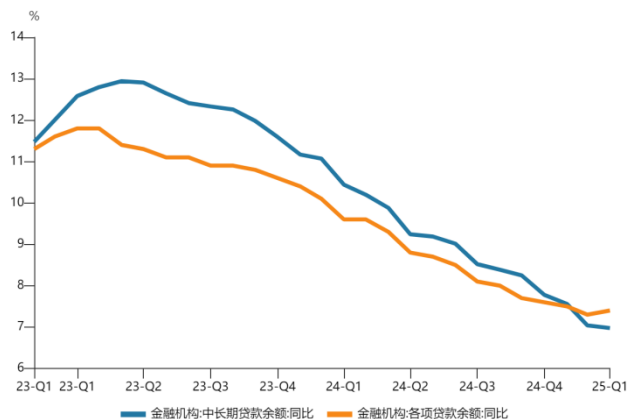
**图5： 一季度国债净融资较往年同期显著提升**

资料来源：Wind，诚通证券研究所

**图6： 一季度地方债净融资较往年同期显著提升**

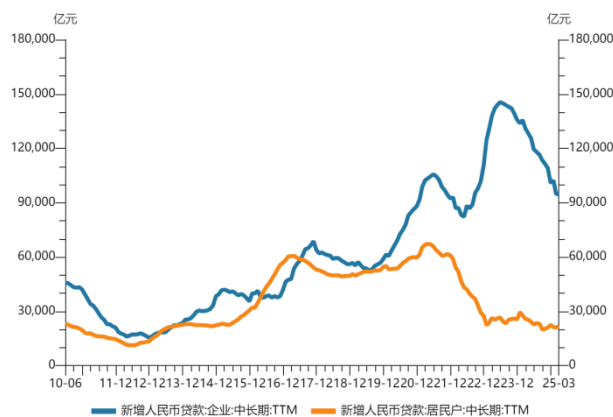
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图7：中长期贷款余额同比增速继续回落



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图8：企业中长期贷款（TTM）继续下降



资料来源：Wind，诚通证券研究所

### 3、亮点一：工业生产加速扩张，GDP 增速超预期

在“抢出口”和财政前置发力拉动下，一季度实际 GDP 同比增速 5.4%，超出预期值 5.2%。不过，名义 GDP 同比增速只有 4.6%，GDP 平减指数同比增速-0.8%，物价压力仍很大。

5.4%的实际经济增速超过了大家普遍认为的 5%左右潜在经济增速，但是物价回升并不明显，这可能有以下几方面原因。一是，大宗商品价格下降，拉低 PPI 增速，进而拖累了 GDP 平减指数增长。二是，政策支持下，近两年制造业投资增速维持在 10%左右，增加了资本存量、产能，制造业产能利用率从 2024 年四季度的 76.4%下降至 2025 年一季度的 74.1%。三是，净出口拉升 GDP 同比增长 2.1 个百分点，且整体出口商品价格仍在下降，而内需只拉升 GDP 同比增长了 3.3%。

一季度，规模以上工业生产同比增速为 6.5%，高于 2024 年全年的 5.8%，其中 3 月增速高达 7.7%；GDP 核算口径工业生产同比增速为 6.3%，高于 2024 年全年的 5.7%。工业生产拉动力依然是“抢出口”以及财政前置发力，基建投资、设备工器具购置投资以及以旧换新相关消费增速都较高。

从行业来看，一季度，运输设备制造业、电气机械及器材制造业、通用设备制造业、农副食品加工业、煤炭开采和洗选业、金属制品业、汽车制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、纺织业、专用设备制造业、非金属矿物制品业、饮料制造业、化学原料及化学制品制造业、食品制造业、橡胶和塑料制品业生产同比增速较 2024 年全年分别回升 9.1、7.3、5.8、5.0、4.7、3.8、2.7、2.4、1.4、1.3、0.5、0.4、0.3、0.1、0.1 个百分点。石油和天然气开采业，电子设备制造业，有色金属冶炼及压延加工业，医药制造业，电力、热力的生产和供应业生产增速不同程度下滑。

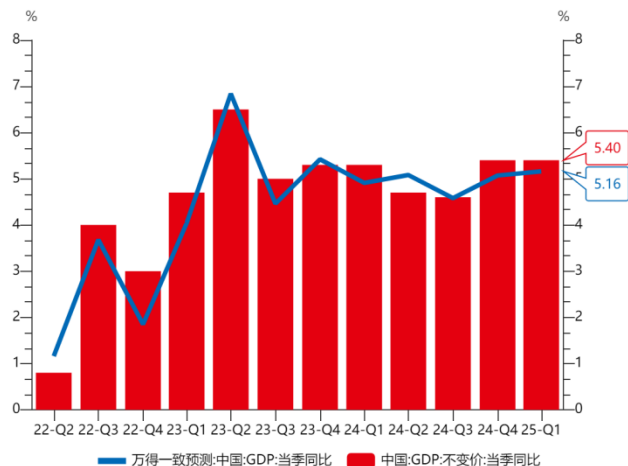
生产性服务业生产增速较高。一季度，服务业生产指数同比增速 5.8%，比上年全年加快 0.6 个百分点，其中，3 月增速达到 6.3%；第三产业生产同比增速 5.3%，高于上年全年的 5%。

受政策支持以及工业生产的溢出效应影响，生产性服务业生产增速较高。信息传输、软件和信息技术服务业生产同比增长 10.3%，租赁和商务服务业生产同

比增长 10.2%。但是，消费性服务业生产增速仍较低。住宿和餐饮业生产同比增速 5.1%，低于 2024 年全年的 6.4%，服务零售额同比增速 5%，低于 2024 年全年的 6.2%。此外，高基数下，金融业生产同比增速从上年全年的 5.6% 回落至 3.8%。

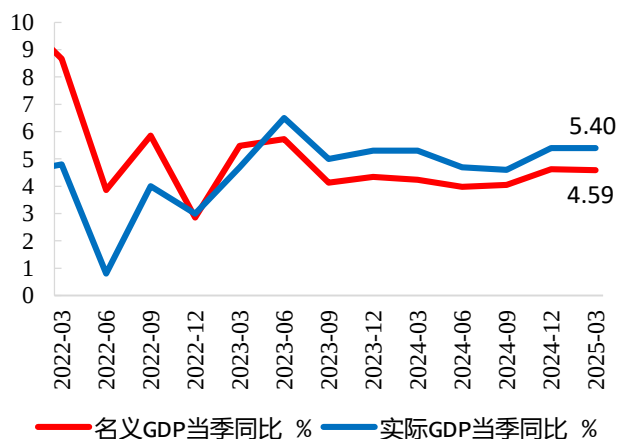
虽然，一季度，工业生产同比增速为 6.3%，第三产业生产同比增速 5.3%，增速均较高，但由于建筑业生产同比增速仅为 3.1%，低于 2024 年全年的 3.8%，最终 GDP 同比增速 5.4%，略高于服务业生产增速，但远低于工业生产增速。

图9：GDP 增速超预期



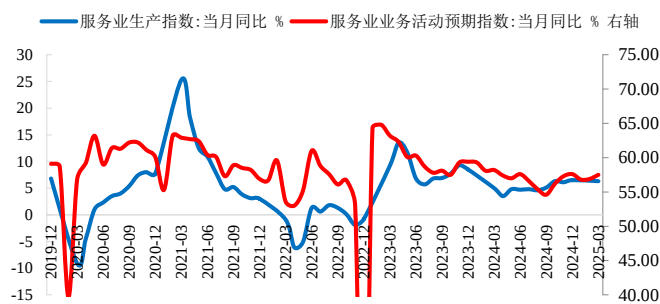
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图10：名义 GDP 增速低于实际增速



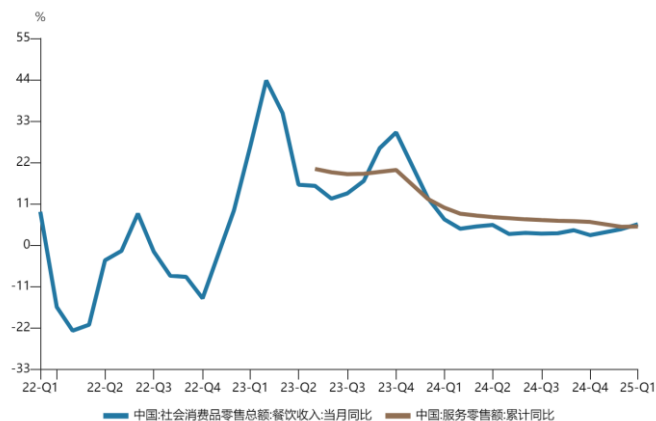
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图11：服务业生产增速平稳



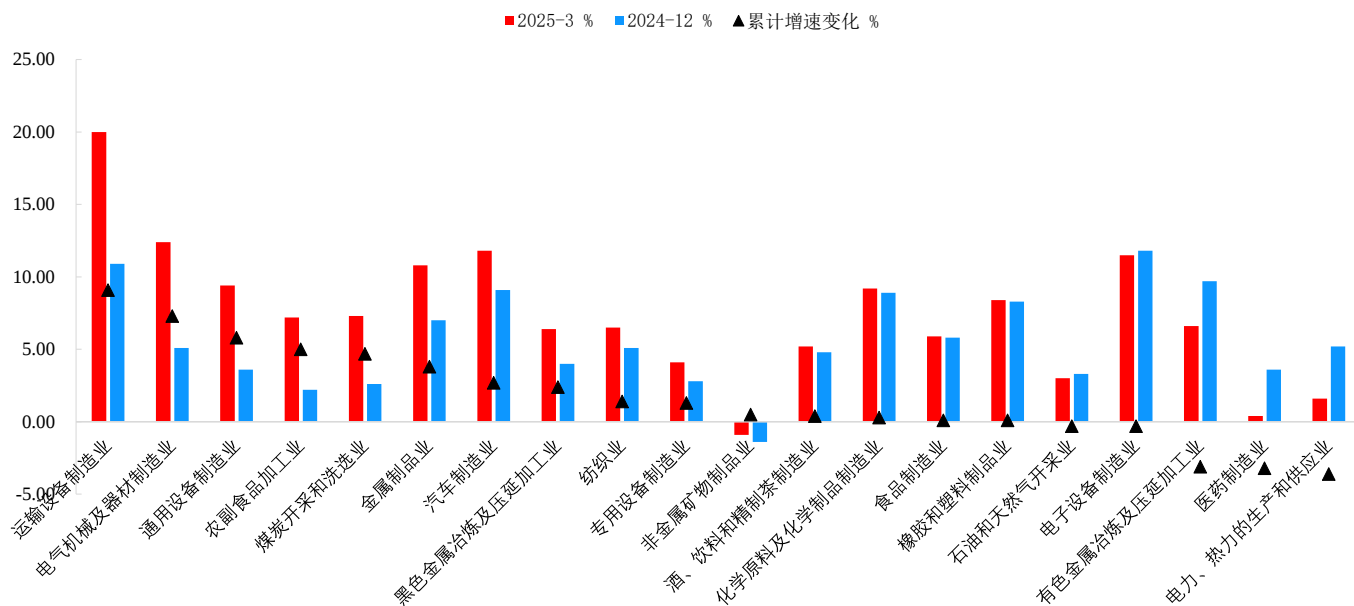
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图12：消费性服务业生产增速仍较低



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图13：一季度多数行业生产增速较 2024 年回升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

#### 4、亮点二：以旧换新相关消费增长较快

2025 年 3 月份，社会消费品零售总额同比增长 5.9%，增速较 1-2 月的 4% 继续提升，超出市场 4.4% 的预期。从环比看，1、2、3 月份社会消费品零售总额季调环比增长分别为 0.57%、0.62% 和 0.58%，增速维持平稳。

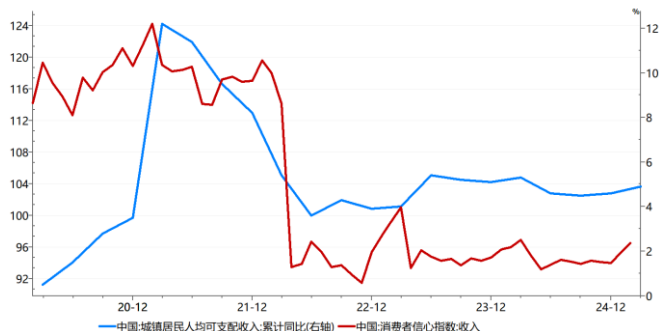
这是自 2024 年下半年以来，消费环比已经连续 11 个月正增长，消费修复进一步巩固，这表明消费动能修复仍在持续。同时，一季度城镇居民人均可支配收入增长 4.9%，较上年提速。调查数据也显示居民收入预期持续回暖。2025 年 2 月份，消费者收入预期指数升至 96.5%，连续两月回升。

图14：社会消费品零售总额当月同比增速提升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图15：居民收入增速及预期有企稳回升迹象

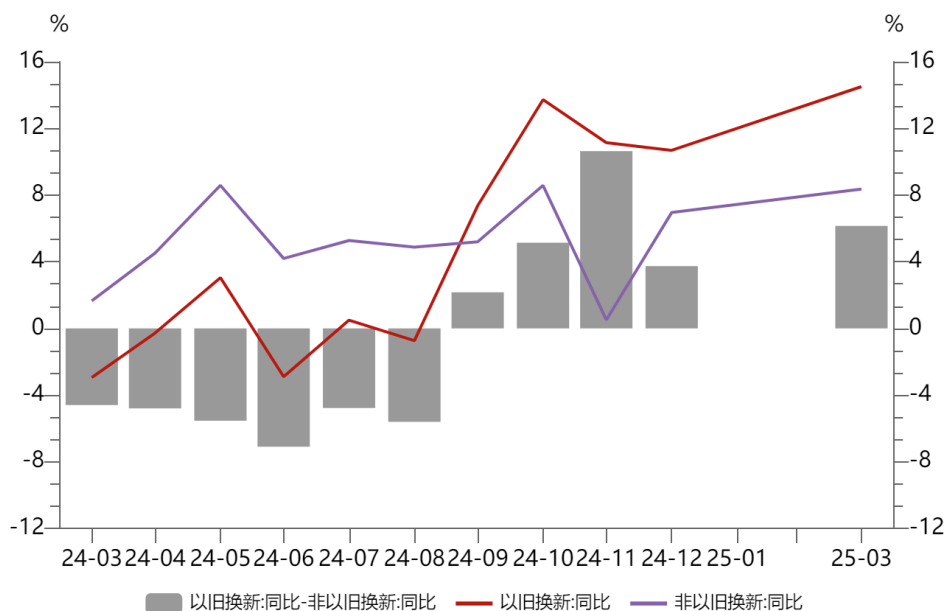


资料来源：Wind，诚通证券研究所

分项来看，必选消费表现维持坚挺。2025 年一季度，粮油、食品类同比增长 12.2%，增速较 1-2 月提升 0.7 个百分点；日用品类同比增长 6.8%，增速较 1-2 月提升 1.1 个百分点。

**“以旧换新”政策效果仍在持续。**一季度，表现较好的消费品类均集中在“以旧换新”政策补贴的品类范围，如家电、通讯器材、家装等，目前看效果仍在延续。2025年一季度，通讯器材类消费同比上涨26.9%，增速较1-2月提升0.7个百分点；家用电器和影像器材类消费同比增长19.3%，增速较1-2月提升8.4个百分点；家具类消费品同比增长18.1%，增速较1-2月提升6.4个百分点。

**图16：以旧换新相关消费增长较快**



资料来源：Wind，诚通证券研究所

## 5、亮点三：基建投资、制造业投资维持较高增速

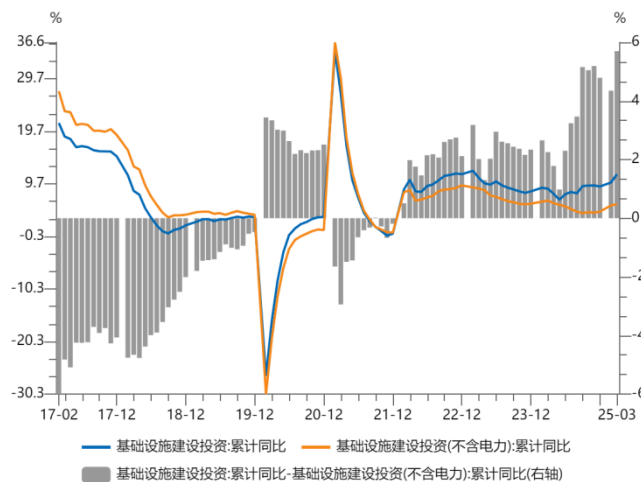
一季度，固定资产投资累计同比增速4.2%，较2024年全年上升1个百分点。受房地产投资拖累，整体投资增速仍较低。而在“两重”“两新”支持下，基建投资、制造业投资均维持较高增速。

**一季度，全口径基建投资同比增速11.2%，高于2024年全年的9.2%；**基建投资（不含电力等）同比增速5.8%，高于2024年全年的4.4%。基建仍然是中央财政在发力，地方债置换缓解了地方财政压力，但用于基建投资的资金压力仍在。其中，电力等公用事业投资同比增长26%，水利投资同比增长9.8%，而传统基建投资——交通运输投资同比增长3.8%。

**制造业投资累计同比增速9.1%，**较2024年全年下降0.1个百分点，仍处于较高增速。在工业企业利润负增长情况下，制造业投资受到“两重”“两新”的支撑。

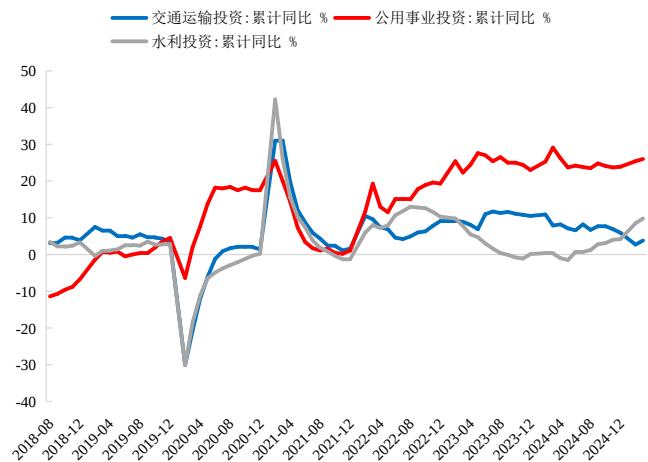
**从投资性质来看，财政前置发力效果明显，设备工器具购置投资累计同比增速19%，**高于2024年全年的15.7%，而建筑安装工程投资累计同比增速1.5%，低于2024年全年的3.5%。用于衡量政策效应的设备工器具购置投资与建筑安装工程投资累计同比增速之差从2024年全年的12.2%上升至17.5%。

图17： 全口径和窄口径基建投资增速差距持续扩大



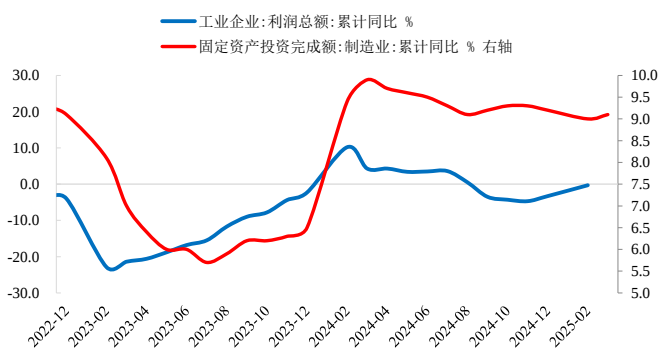
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图18： 电力等公用事业投资增速较高



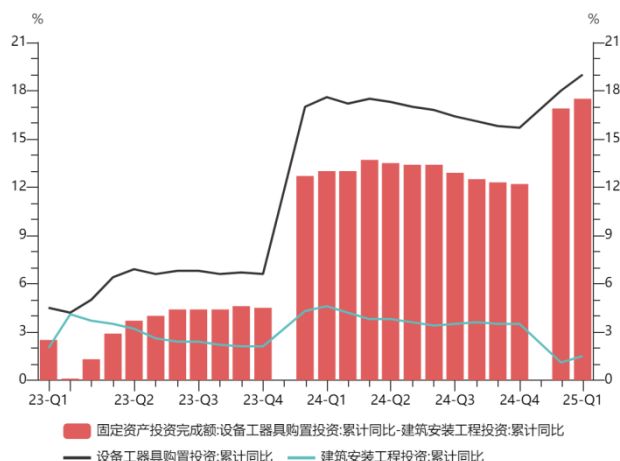
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图19： 制造业投资增速和利润增速持续背离



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图20： 设备工器具购置投资增速较高



资料来源：Wind，诚通证券研究所

## 6、亮点四：楼市销售、价格持续修复

2025年3月份，房地产市场修复仍在延续，不过新房销售依旧偏弱，部分城市二手房销售表现较好。

**商品房销售面积累计降幅持续收窄。**2025年3月份，商品房销售面积同比累计下滑3%，降幅较1-2月收窄2.1个百分点，较2024年全年收窄9.9个百分点，房地产市场修复仍在持续。

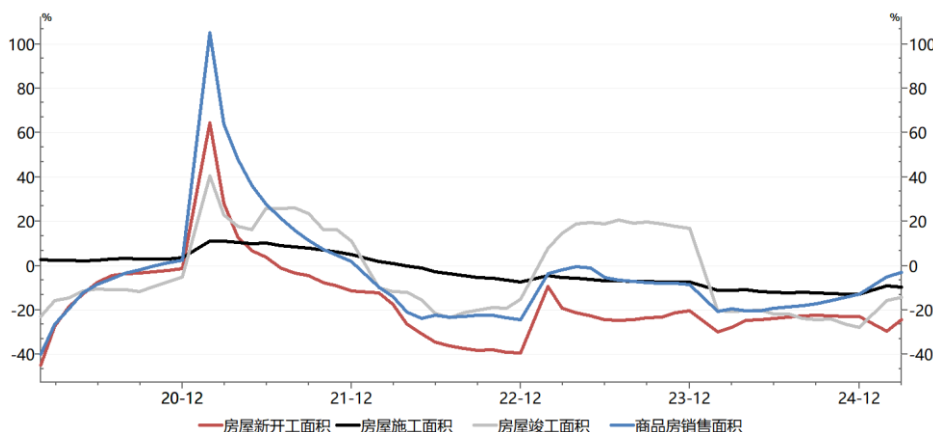
**房地产投资待增强。**房地产投资累计同比增速-9.9%，较2024年全年上升0.7个百分点，增速仍较低。房企信心仍不足，房地产开工面积同比下降24.4%，降幅仍较大。2025年3月份，房屋竣工面积累计同比回落14.3%，降幅较1-2月收窄1.3个百分点，保交楼工作仍在持续发力。

**住宅价格降幅收窄。**2025年3月份，70大中城市二手房价格指数整体环比回落0.2%，降幅较上月收窄0.1个百分点。一线城市二手房价格由跌转涨，上行0.2%。

二线和三线城市二手房价格指数延续下滑，分别下滑 0.2% 和 0.3%，不过降幅较上月有所收窄。

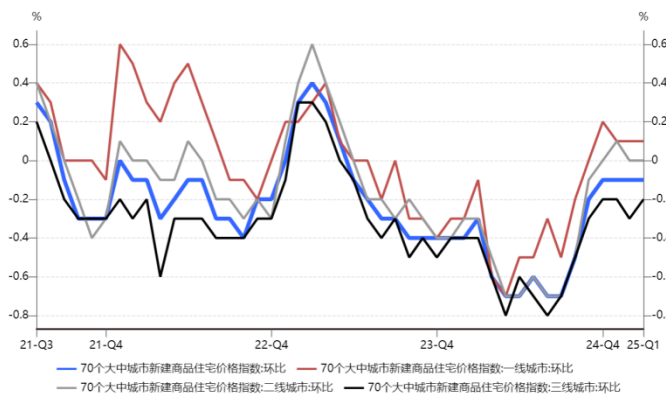
从新房价格看，一线城市价格仍在回暖。2025 年 3 月份，70 个大中城市中，一线城市新房价格环比上涨 0.1%，涨幅较上月持平，连续 4 个月环比上涨。二线城市新房价格环比上月持平。不过，三线城市新房价格环比回落 0.2%，跌幅较上月收窄 0.1 个百分点。

图21： 房地产销售累计同比持续回升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图22： 3月，一线城市商品房价格仍在回暖



资料来源：Wind，诚通证券研究所

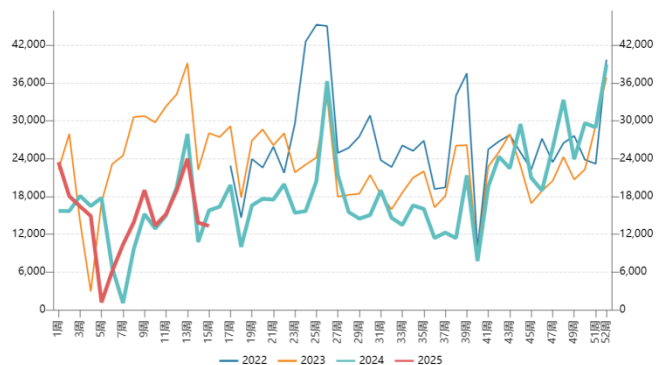
图23： 3月，二手房价格降幅收窄



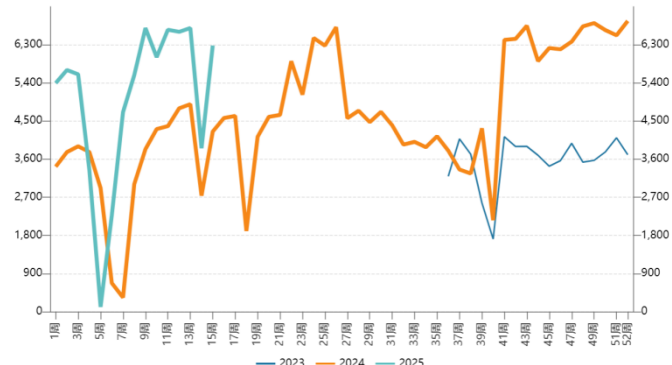
资料来源：Wind，诚通证券研究所

从高频数据看，4月新房销售商品房销售季节性回落。就商品房而言，4月前两周，30大中城市商品房销售有所回落，同比接近2024年同期水平。不过随着3月旺季过去，4月出现季节性回落是正常现象。

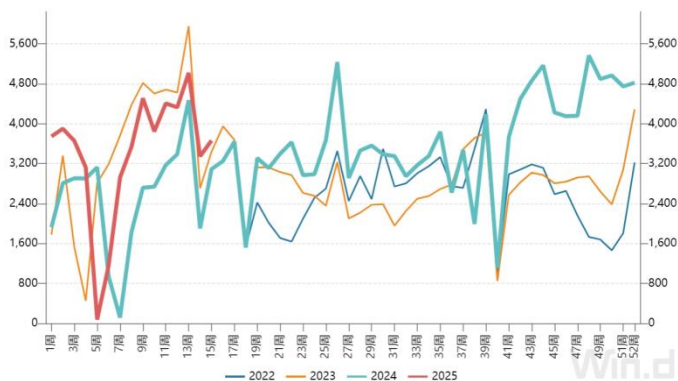
部分城市二手房成交依旧强势。进入4月，二手房销售同样也出现季节性回落，不过整体表现较新房市场要好一些。北京、上海、深圳二手房市场成交维持高位，特别是上海、深圳等城市表现会更好一些。整体而言，4月份房地产销售较3月份有所降温。

**图24： 4月，30大中城市商品房销售面积季节性回落（套）**


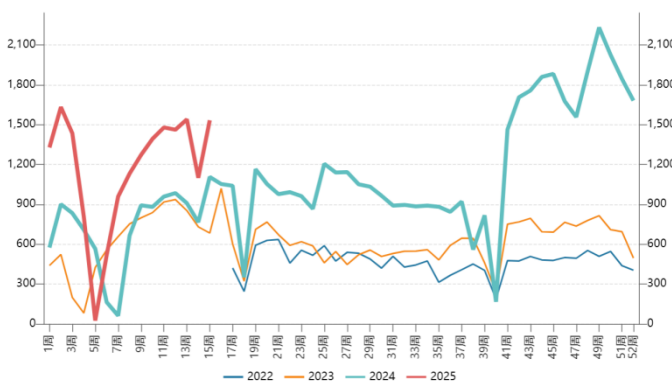
资料来源：Wind，诚通证券研究所

**图25： 4月，上海二手住宅成交维持景气（套）**


资料来源：Wind，诚通证券研究所

**图26： 4月，北京二手住宅成交维持景气（套）**


资料来源：Wind，诚通证券研究所

**图27： 4月，深圳二手住宅成交维持景气（套）**


资料来源：Wind，诚通证券研究所

## 特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资评级说明

### 诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。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。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券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。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

## 联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所  
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层  
公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>

邮编：100020