

一季度经济数据点评：供需端均实现“开门红”



魏争 分析师

Email: weizheng@lczq.com

证书: S1320524100001



沈夏宜 分析师

Email: shenxiayi@lczq.com

证书: S1320523020004

摘要:

GDP：一季度实现“开门红”。一季度，实际 GDP 增速为 5.4%，名义 GDP 增速为 4.6%，与去年持平。平减指数为-0.8%，基本与去年四季度齐平。**需求端看**，GDP 一季度开门红主要有两点原因，**一方面**，在“抢出口”集中释放背景下，外需延续去年较强态势；**另一方面**，春节假期及“两重两新”政策延续下，内需维持韧性。分产业看，第二、第三产业增速分化。

生产：总量高增，结构调整。**一方面**，出口高增带动工业增加值同比提升：“抢出口”效应在一季度愈发显著，带动工业生产强劲。结构上看，制造业、采矿业增加值同比增速较高。**另一方面**，产能利用率较低指向工业生产结构调整：规上工业企业产能利用率处于较低分位水平，主要有两方面的原因，**一是**地产投资较弱，建筑产业链相关的黑色冶炼、非金制品等传统领域的需求减少。**二是**受国家产业政策引导，计算机通信、设备制造、航空航天等技术密集型产业工业增加值增速较快，这类行业同时为制造业重点投资行业，并且投资增速高于生产增速，新增产能不断投放，拉低整体产能利用水平。**产品产量上看**，同样出现传统行业与新兴行业分化的特征，传统工业品如生铁、粗钢、水泥、平板玻璃产量增速处于低位。计算机、机器人、新能源车、光伏电池等高技术产品产量保持高增。

投资：固定资产投资维持韧性。基建方面，电热燃水投资支撑广义基建。一季度，广义基建累计增较去年上升 2.3pct，其中，电热燃水为最大支撑项目，指向中央主导项目是广义基建韧性来源；狭义基建累计增速仍处低位，指向地方政府投资仍存在提升空间。**制造业方面**，“两新”政策叠加新质生产力发展导向为制造业投资提供韧性。一季度，制造业投资累计增速 9.0%。分行业看，**一是**“两新”覆盖领域投资高增；**二是**“新质生产力”涉及高技术领域投资增速上升；**三是**部分出口驱动型行业高增。**地产方面**，地产投资端、资金端、销售端延续改善。一季度，房地产投资单月降幅较去年收窄。施工面积降幅缩小，竣工面积增速改善明显。资金端看，房地产资金累计到位增速与去年相比降幅大幅收窄。需求端看，商品房销售面积、销售额累计增速降幅大幅收窄。自‘926’政策组合拳落地以来，地产领域‘资金、交付、价格’三端改善态势持续，行业企稳信号进一步强化：其一，在‘保交楼’政策精准发力下，房企资金压力显著缓解，竣工面积增速实现大幅提升；其二，随着‘存量化解’政策持续显效，房地产市场价格呈现企稳回升态势。

相关报告

3 月外贸数据点评：一季度出口仍强

2025.04.16

短评：特朗普关税政策升级或受限于美债危机等现实约束

2025.04.15

3 月 PMI 数据点评：制造业景气度连续改善

2025.04.02

消费：餐饮消费、商品消费双高增。一季度，社零同比增速 4.6%，较去年全年上升 1.1 个百分点。结构上看，与 1-2 月相比，商品消费发力显著，餐饮消费延续走强趋势。限上商品消费走强主要有以下三点原因，一是“以旧换新”政策影响下，家电和音响器材、家具、通讯器材类商品持续高增；二是受黄金价格上升影响，金银珠宝类消费显著提升；三是春节前后企业集采、学校开学季备货等消费需求释放，文化办公用品和体育、娱乐用品类消费增速上升明显。

展望：政策端发力是经济改善的持续性保障。往后看，内需稳盘与外需承压的博弈逻辑不变。虽然一季度经济数据“开门红”指向经济数据超预期回暖，但经济改善的持续性将是需要关注的重点。美国对华加征 145% 的关税措施已于 4 月正式实施，预计将对出口形成直接冲击，叠加全球贸易环境的不确定性，外需波动风险显著上升。在这种背景下，内需的持续性改善是稳定总需求的重点，政策端发力的必要性进一步提升，因此，即将到来的四月政治局会议将成为关键窗口，需要重点关注。

风险提示：国内政策落地不及预期，海外政策变动超预期。

目 录

1. GDP：一季度实现“开门红”	5
2. 生产：总量高增，结构调整	5
3. 投资：广义基建、制造业投资稳增，地产销售改善	7
4. 消费：“以旧换新”作用延续	9
5. 展望：政策端发力是经济改善的持续性保障	10
风险提示	10

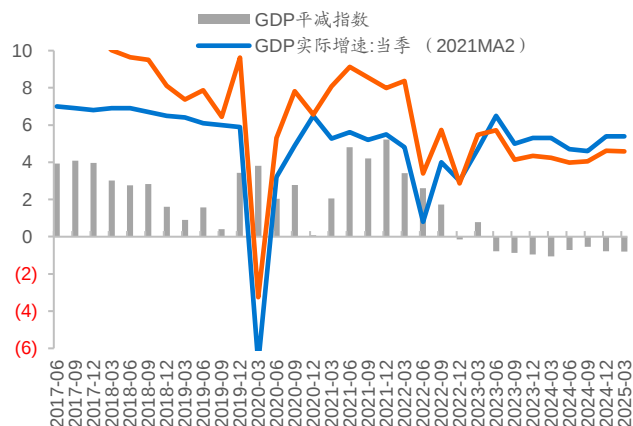
图表目录

图 1	GDP 实际增速略有回落，平减指数降幅收窄（%）	5
图 2	当季 GDP 环比增速（%）	5
图 3	第二产业增速上升明显（%）	5
图 4	三大产业对 GDP 拉动（%）	5
图 5	一季度出口交货值高增（%）	6
图 6	制造业、采矿业增加值一季度同比高增（%）	6
图 7	规上工业增加值 3 月环比强于季节性（%）	6
图 8	技术密集型产业增加值同比增速高升（%）	7
图 9	固定资产投资维持韧性（%）	8
图 10	基建投资企稳（%）	8
图 11	广义基建分项增速（%）	8
图 12	狭义基建分项增速（%）	8
图 13	高技术行业、出口驱动型行业投资增速较高（%）	8
图 14	房地产新开工、施工、竣工面积累计增速（%）	9
图 15	商品房销售面积增速降幅延续收窄趋势（%）	9
图 16	商品房销售额增速降幅延续收窄趋势（%）	9
图 17	资金到位增速均改善（%）	9
图 18	3 月社零增速高增（%）	10
图 19	餐饮消费、商品消费双高增（%）	10
图 20	消费品类别累计增速（%）	10

1. GDP：一季度实现“开门红”

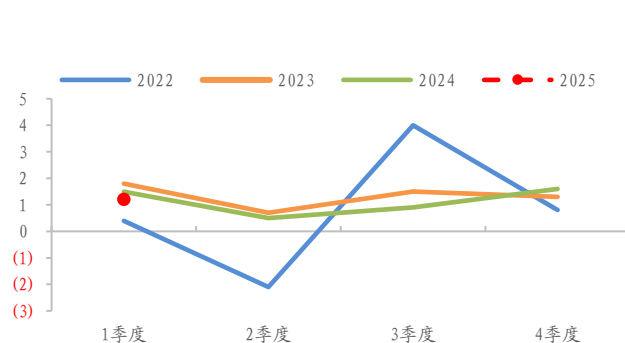
一季度，实际 GDP 增速为 5.4%、名义 GDP 增速为 4.6%，与去年持平。平减指数为-0.8%，基本与去年四季度齐平。需求端看，GDP 一季度开门红主要有两点原因，一方面，在“抢出口”集中释放背景下，外需延续去年较强态势；另一方面，在春节假期及“两重两新”政策延续下，内需维持韧性。分产业看，第二产业增速上升，第三产业略回落：一季度，第二产业增速为 5.9%，较去年四季度提升 0.7pct，第三产业增速为 5.3%，较去年四季度下降 0.5%。

图1 GDP 实际增速略有回落，平减指数降幅收窄（%）



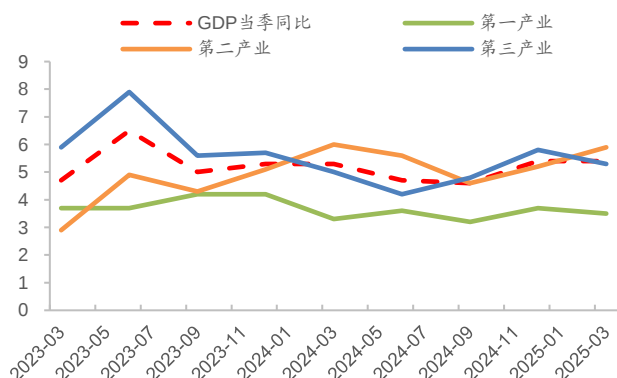
资料来源：Wind，联储证券研究院

图2 当季 GDP 环比增速（%）



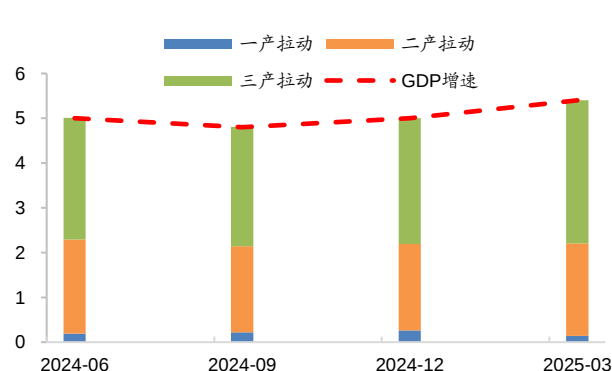
资料来源：Wind，联储证券研究院

图3 第二产业增速上升明显（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图4 三大产业对 GDP 拉动（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

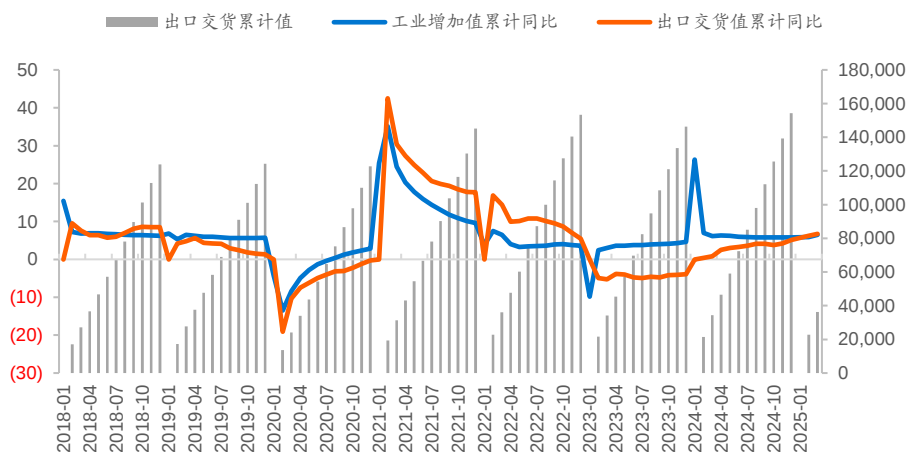
2. 生产：总量高增，结构调整

出口高增带动工业增加值同比提升。3月，工业增加值同比增速为7.7%，一季度实现增速6.5%。环比上看，3月环比增速为0.4%，强于季节性，指向供给端工业生产延续较强态势。工业生产强劲主要源于出口韧性，3月出口增速为12.4%，一季度出口增速为5.8%，“抢出口”效应在一季度愈发显著，出口交货值同比增速6.5%。从结构上看，制造业、采矿业增加值一季度同比增速较高，分别为7.1%、6.2%；电热燃水增速放缓，一季度同比增速为1.9%，较去年全年增速下降4.4pct。

产能利用率较低指向工业生产结构调整。一季度规上工业企业产能利用率为74.1%，处于较低分位水平，主要有两方面的原因，一方面，地产投资较弱，建筑产业链相关的

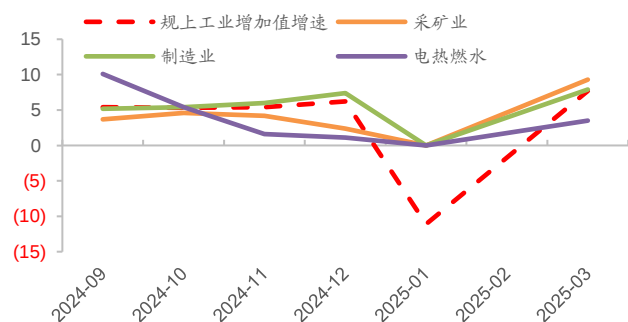
黑色冶炼、非金属制品等传统领域的需求减少。另一方面，受国家产业政策引导，计算机通信、设备制造、航空航天等技术密集型产业工业增加值增速较快，这类行业同时是制造业重点投资的行业，并且投资增速高于生产增速，新增产能不断投放，亦会拉低整体产能利用水平。一季度，上游传统原材料行业增加值增速放缓，非金、有色分别为-0.9%、6.6%。计算机通信、设备制造、航空航天业增加值增速分别为11.5%、9.4%、20.0%，均保持较高增速。产品产量上看，同样出现传统行业与新兴行业分化的特征，传统工业品如生铁、粗钢、水泥、平板玻璃产量增速处于低位，分别是0.8%、0.6%、-1.4%、-6.4%。计算机、机器人、新能源车、光伏电池等高新技术产品产量保持高增，分别为7.5%、26.0%、45.4%、18.5%。

图5 一季度出口交货值高增（%）



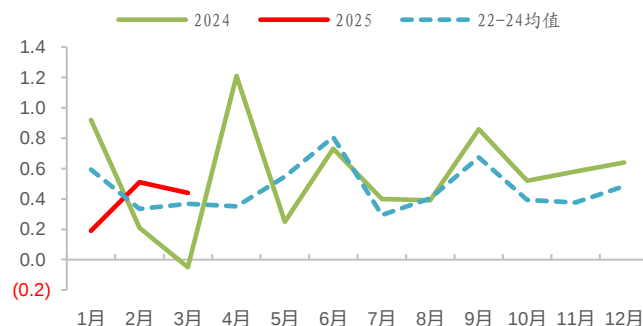
资料来源：Wind，联储证券研究院

图6 制造业、采矿业增加值一季度同比高增（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图7 规上工业增加值3月环比强于季节性（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图8 技术密集型产业增加值同比增速高升(%)

项目		2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08
上游	化学原料和化学制品制造业	9.2	9.5	8.9	8.9	8.8	9.0	9.7
	橡胶和塑料制品业	8.4	8.9	8.3	8.2	8.3	8.4	8.6
	非金属矿物制品业	-0.9	-2.1	-1.4	-1.5	-1.4	-1.3	-1.0
	黑色金属冶炼和压延加工业	6.4	5.7	4.0	3.6	3.2	3.1	3.2
	有色金属冶炼和压延加工业	6.6	6.6	9.7	9.7	10.0	10.2	10.3
中游	金属制品业	10.8	11.5	7.0	7.0	7.1	7.1	6.7
	通用设备制造业	9.4	9.5	3.6	3.1	2.9	3.0	2.8
	专用设备制造业	4.1	3.8	2.8	2.6	2.5	2.5	2.3
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	20.0	20.8	10.9	10.9	11.3	12.1	11.9
	电气机械和器材制造业	12.4	12.0	5.1	4.6	4.6	4.5	4.2
下游	计算机、通信和其他电子设备制造业	11.5	10.6	11.8	12.2	12.6	12.8	13.1
	农副食品加工业	7.2	8.3	2.2	1.7	1.4	1.4	1.4
	食品制造业	5.9	5.2	5.8	5.5	5.4	5.6	5.8
	酒、饮料和精制茶制造业	5.2	3.9	4.8	5.0	5.4	5.6	5.6
	纺织业	6.5	7.0	5.1	5.1	5.1	5.3	5.2
	医药制造业	0.4	-0.1	3.6	3.7	3.5	3.1	2.1
	汽车制造业	11.8	12.0	9.1	8.1	7.7	7.9	8.4

资料来源：Wind，联储证券研究院

3. 投资：广义基建、制造业投资稳增，地产销售改善

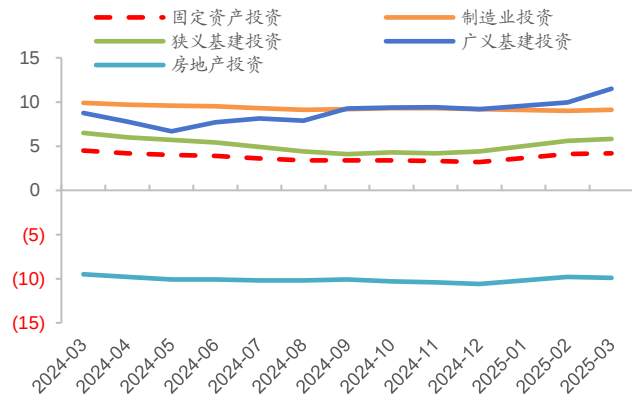
固定资产投资增速维持韧性。一季度，固定资产投资累计增速 4.2%，较 2024 年全年上升 1.0pct。

广义基建维持高增，电热燃水投资为最大支撑。一季度，广义基建累计增速 11.5%，较去年上升 2.3pct，其中，电热燃水增速 26.0%，为最大支撑项目，指向中央主导项目是广义基建韧性来源；狭义基建累计增速 5.8%，较去年全年上升 1.4pct，其中，交运邮储投资增速略有改善，但仍处低位，指向地方政府投资仍存在提升空间。

“两新”政策叠加新质生产力发展导向为制造业投资韧性来源。一季度，制造业投资累计增速 9.0%。结构上看，设备工器具购置增速较高，一季度增速达 19%。分行业看，一是“两新”覆盖领域投资高增。通用设备、汽车制造投资增速分别达 17.2%、24.5%；二是“新质生产力”涉及高技术领域投资增速上升。计算机、航空航天行业投资分别为 10.5%、37.9%；三是部分出口驱动型行业部分高增。如，纺织服装、皮革制造投资增速分别为 22.9%、23.7%，处于较高增长区间。

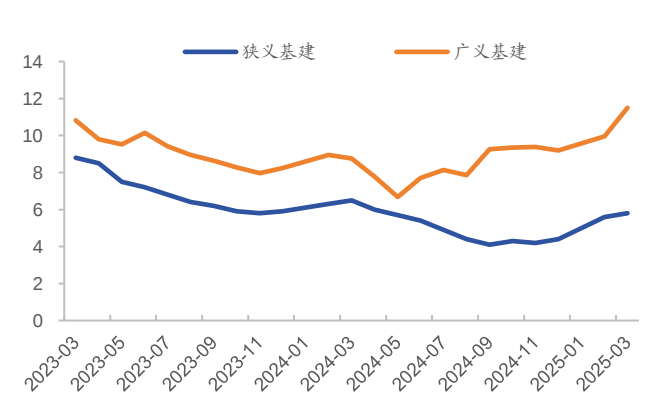
地产投资端、资金端、销售端延续改善。一季度，房地产投资单月增速-9.8%，降幅较去年收窄。施工面积降幅缩小，同比增速为-9.5pct，竣工面积增速改善最为明显，同比增速为-14.3%，较去年全年收窄 13.4pct。**资金端看**，一季度，房地产资金累计到位增速-3.7%，与去年全年相比降幅大幅收窄。**需求端看**，一季度，商品房销售面积、销售额累计增速降幅大幅收窄，分别为-3.0%、-2.1%，较去年全年降幅分别收窄 9.9pct、15.0pct。地产新开工面积增速回落，同比增速为-24.4%，降幅较去年略微扩大。自‘926’政策组合拳落地以来，地产领域‘资金、交付、价格’三端改善态势持续，行业企稳信号进一步强化：**其一**，在‘保交楼’政策精准发力下，房企资金压力显著缓释，竣工面积增速实现大幅提升；**其二**，随着‘存量化解’政策持续显效，房地产市场价格呈现企稳回升态势。

图9 固定资产投资维持韧性 (%)



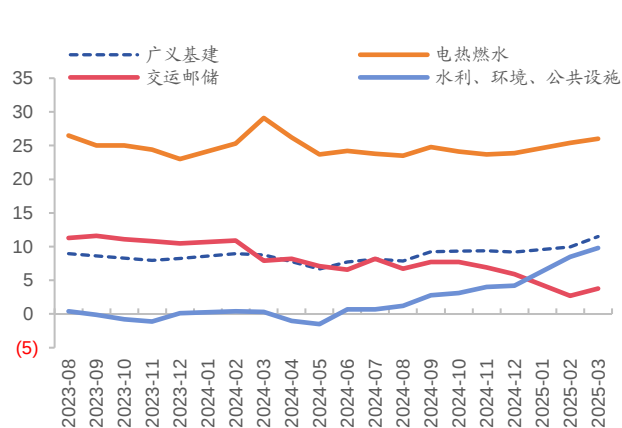
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图10 基建投资企稳 (%)



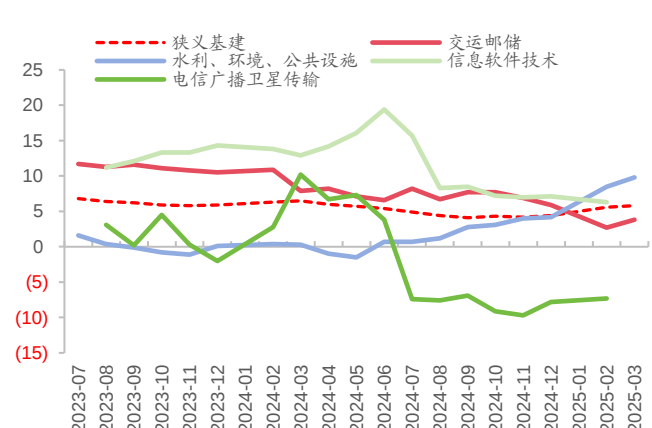
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图11 广义基建分项增速 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图12 狭义基建分项增速 (%)



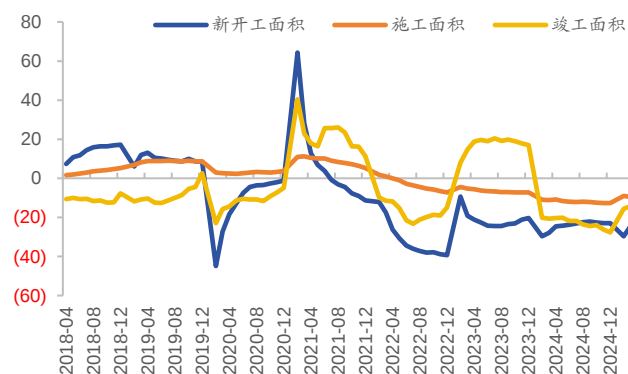
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图13 高技术行业、出口驱动型行业投资增速较高 (%)

项目	项目	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07
制造业	制造业	9.1	9	9.2	9.3	9.3	9.2	9.1	9.3
上游原材料	石油煤炭	0.0	48.3	14.8	10	8.1	10.6	9.7	9.8
	化学原料	2.1	6	8.6	9.6	11.2	10.1	10	9.9
	有色冶炼	17.9	16.1	24.2	25.3	25.9	24.8	26.2	23.7
中游装备制造	金属制品	12.2	10.8	16.6	16.3	15.8	16.4	17.3	18.1
	通用设备	17.2	21.6	15.5	14.9	14.2	14.9	13.8	13.8
	专用设备	8.1	9	11.6	11.7	11.9	12	12.8	13.3
	电气机械	-7.4	-8.6	-3.9	-3.4	-2.8	-1.6	-0.3	1.4
	电子设备	10.5	9.6	12	12.6	13.2	13.1	14.2	14.5
	仪器仪表	0.0	-13.2	-0.2	-1.6	-1.3	-1.5	0.6	2.8
	航空航天等运	37.9	37.3	34.9	30.6	33	31.8	30.7	30.1
下游消费制造	农副食品	18.6	17.4	18	18.2	18.8	19.4	19.6	21.2
	食品制造	18.0	21	22.9	24.5	23.5	23.5	26.1	26.8
	纺织业	13.5	13.6	15.6	16.2	15.2	14.6	13.5	13.1
	医药制造	4.4	3.5	6.9	6	6.2	7.4	7.3	8.5
	汽车制造	24.5	27	7.5	7.2	5.9	5.8	5.4	5

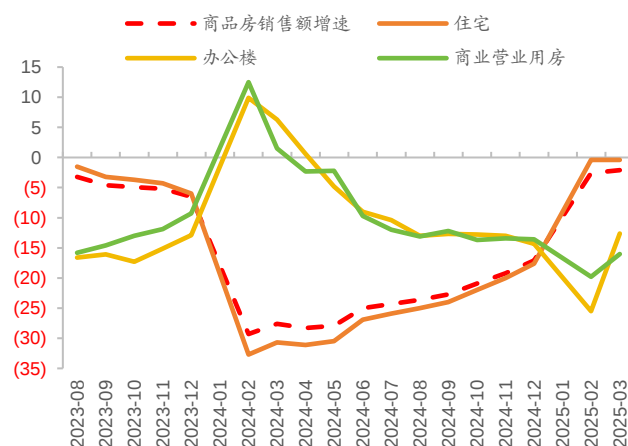
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图14 房地产新开工、施工、竣工面积累计增速 (%)



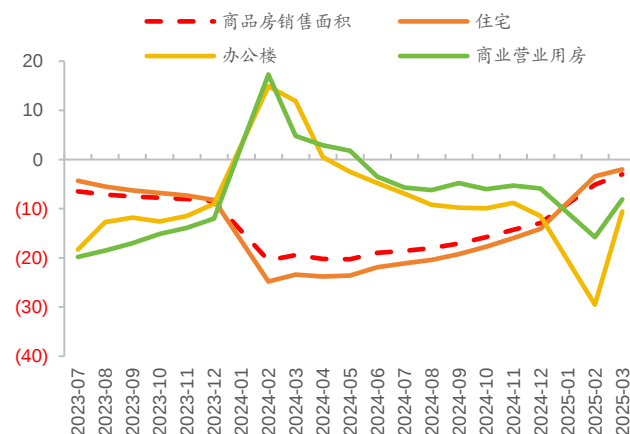
资料来源：Wind，联储证券研究院

图16 商品房销售额增速降幅延续收窄趋势 (%)



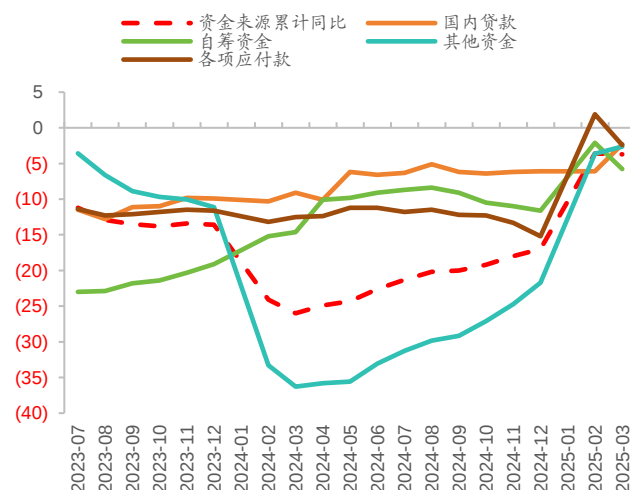
资料来源：Wind，联储证券研究院

图15 商品房销售面积增速降幅延续收窄趋势 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图17 资金到位增速均改善 (%)



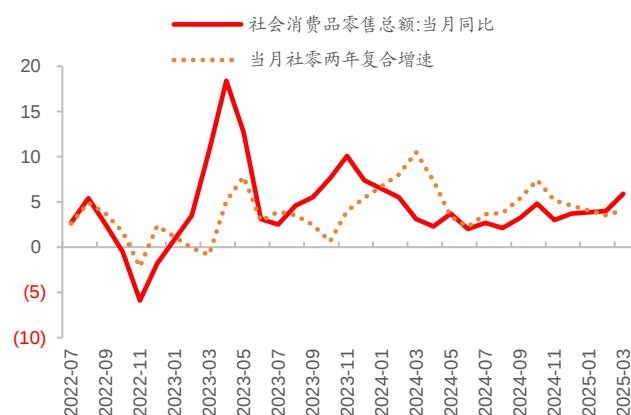
资料来源：Wind，联储证券研究院

4. 消费：“以旧换新”作用延续

餐饮消费、商品消费双高增。一季度，社零同比增速 4.6%，较去年全年上升 1.1 个百分点。结构上看，与 1-2 月相比，商品消费发力明显，同比增速达 5.9%，上升 2.0 个百分点。餐饮消费延续 1-2 月走强趋势，实现 5.6% 增速。

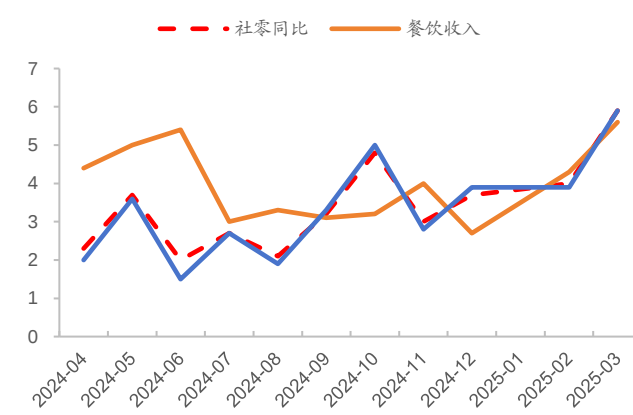
消费品类别看，“以旧换新”扩围涉及商品持续高增，金银珠宝消费走强。一季度，限上商品消费同比增速为 5.8%，较去年全年上升 2.1pct。限上商品消费走强主要有以下三点原因，一是“以旧换新”政策影响下，家电和音响器材、家具、通讯器材类商品持续高增，一季度增速分别达 19.3%、18.1%和 26.9%；二是受黄金价格上升影响，金银珠宝类消费显著放量，一季度增速为 6.9%，三是春节前后企业集采、学校开学季备货等消费需求释放，文化办公用品和体育、娱乐用品类消费增速分别达到 21.7%、25.4%。

图18 3月社零增速高增(%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图19 餐饮消费、商品消费双高增(%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图20 消费品类别累计增速(%)

	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07
限上商品同比	5.8	4.4	2.7	2.5	2.7	2.2	2.1	2.5
服装鞋帽针纺织品类	3.4	3.3	0.3	0.4	1.1	0.2	0.3	0.5
化妆品类	3.2	4.4	-1.1	-1.3	3.0	-1.0	-0.5	0.3
日用品类	6.8	5.7	3.0	2.7	2.9	2.2	2.2	2.3
家用电器和音像器材类	19.3	10.9	12.3	9.6	7.8	4.4	2.5	2.3
中西药品类	2.1	2.5	3.1	3.6	4.3	4.7	4.6	4.6
家具类	18.1	11.7	3.6	2.9	1.9	1.1	1.3	2.0
金银珠宝类	6.9	5.4	-3.1	-3.3	-3.0	-3.1	-2.5	-1.0
体育、娱乐用品类	25.4	25.0	11.1	10.5	11.5	9.7	10.1	11.1
文化办公用品类	21.7	21.8	-0.3	-1.3	-0.6	-2.9	-4.9	-5.3
通讯器材类	26.9	26.2	9.9	9.5	12.2	11.9	11.8	11.4
石油及制品类	-0.1	0.9	0.3	0.6	1.3	2.3	3.2	3.8
建筑及装潢材料类	0.0	0.1	-2.0	-2.3	-3.0	-2.6	-2.0	-1.3
汽车类	-0.8	-4.4	-0.5	-0.7	-1.5	-2.1	-2.4	-1.7

资料来源：Wind，联储证券研究院

5. 展望：政策端发力是经济改善的持续性保障

往后看，内需稳盘与外需承压的博弈逻辑不变。虽然一季度经济数据“开门红”指向经济数据超预期回暖，但经济改善的持续性将是需要关注的重点。美国对华加征 145% 的关税措施已于 4 月正式实施，预计将对出口形成直接冲击，叠加全球贸易环境的不确定性，外需波动风险显著上升。在这种背景下，内需的持续性改善是稳定总需求的重点，政策端发力的必要性进一步提升，因此，即将到来的四月政治局会议将成为关键窗口，需要重点关注。

风险提示

国内政策落地不及预期，海外政策变动超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000