

一季度政策显成效，对冲效应或将持续显现

——2025年1-3月经济数据点评

摘要

- **一季度经济增长开门红，期待后续政策效应释放。**按不变价计算，2025年一季度国内GDP同比增长5.4%，超过市场预期的5.2%，与2024年第四季度增速持平。分产业看，全年第一、二、三产业分别同比增长3.5%、5.9%和5.3%，仅第二产业GDP增速较去年四季度抬升0.7个百分点，第一、三产业增速均有所下滑。今年一季度经济超预期增长，实现开门红，一方面得益于今年政策端靠前加快发力，对国内投资和消费均有支撑作用，另一方面在美国开始额外征收关税之前，“抢出口”对经济也有一定支撑。2025年4月，美国对中国“对等关税”落地，预计将对后续我国经济产生一定负面影响，二季度GDP增速边际或有所下滑。4月15日，李强在北京调研时表示要以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，后续国内逆周期调节政策有望发力，对国内经济形成支撑，降准、降息二季度有落地的可能性，财政政策加快发力，关注4月中下旬中央政治局会议对后续经济政策的定调。
- **居民收入增速回升，就业保持平稳。**从收入来看，2025年1-3月，全国居民人均可支配收入同比名义增长5.5%，较2024年增速回升0.2个百分点，扣除价格因素实际增长5.6%，较2024年回升0.5个百分点，主要受股市上涨、楼市企稳对财产净收入的拉动。分城乡看，城镇居民人均可支配收入同比名义增长4.9%，实际增长5.0%；农村居民人均可支配收入同比名义增长6.17%，实际增长6.5%，同去年相比，城镇居民收入增速上升更多，农村居民实际收入增速也有所升高。从收入来源看，全国居民人均工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入分别名义增长5.9%、5.7%、2.7%、5.5%，其中财产净收入增速回升幅度较大，为0.53个百分点。从消费支出看，2025年1-3月，全国居民人均消费支出比上年名义增长5.2%，增速较去年回落0.1个百分点，实际增长5.3%，增速上升0.2个百分点，其中食品烟酒、衣着等消费同比增速下滑较多，而生活用品及服务、教育文娱消费增速回升较多。就业方面，2025年3月，全国城镇调查失业率平均值为5.1%，比2023年下降0.1个百分点，12月份，全国城镇调查失业率为5.2%，较2月小幅回升0.1个百分点，与去年同期持平。目前国内就业形势稳定，且居民收入逐步改善，扣除价格波动外实际消费增速也有所上升，后续要促进内循环、提振消费，政策依然需要在稳就业、促增收、强保障等方面下更大功夫。
- **工业增加值增速走高，“抢出口”效应仍有支撑。**2025年1-3月，全国规模以上工业增加值同比增长6.5%，较1-2月增速升高0.6个百分点，高于市场预期，3月单月工业增加值同比增长7.7%，同样超市场预期。其中，三大门类增加值增速均走高，1-3月采矿业增加值同比增速较1-2月走高1.9个百分点至6.2%，制造业增加值同比增速走高0.2个百分点至7.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增速走高0.8个百分点至1.9%。分行业看，1-3月，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、酒、饮料和精制茶制造业、非金属矿物制品业增加值同比增速边际走高较多，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、金属制品业、农副食品加工业等增加值同比增速回落较多。分产品看，太阳能电池、发电机组、金属切削机床产量增速提升最多。需求方

西南证券研究院

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-57631106
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

1. “国家队”相继出手，海外市场风波不断（2025-04-11）
2. 油价是主要拖累，核心CPI同比转涨——3月通胀数据点评（2025-04-11）
3. 欧洲财政转向之路漫漫——详解欧洲财政机制、现状、空间以及制约因素（2025-04-09）
4. 科技金融加快部署，美国关税大棒挥舞（2025-04-06）
5. “金三”如期回升，但季节性偏弱——3月PMI数据点评（2025-04-01）
6. MLF工具重磅调整，美国关税风云又起（2025-03-28）
7. 促消费政策频出，美联储继续观望（2025-03-21）
8. 开年经济稳中向好，新产业表现亮眼——1-2月经济数据点评（2025-03-18）
9. 社融增速走高，政府债仍是支撑——2月社融数据点评（2025-03-15）
10. 育儿补贴细则出炉，欧美贸易战打响（2025-03-14）



面，1-3月产品销售率仅为93%，较去年同期下降0.1个百分点，其中出口交货值增速继续走高，体现“抢出口”效应，1-3月出口交货值为13493亿元，同比增长7.7%，增速较1-2月走高1.5个百分点。4月美国对等关税落地或对未来制造业生产有一定影响，但在相关政策推动下，高技术制造业仍有望保持快速增长态势，1-3月高技术制造业增加值增长9.7%，继续加快0.8个百分点，另外随着国内内循环逐步打通，同时加强与欧盟、东盟等地区的贸易合作，我国工业生产仍有望保持平稳增长态势。

- **狭义基建投资增速回落，后续或得到财政接力。**2025年1-3月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长4.2%，比1-2月快0.1个百分点，也高于市场预期。分区域来看，东、西部地区投资增速分别走高0.7、0.9个百分点至2.2%和6.2%，中部和东北地区投资增速分别下滑0.5和1.9个百分点至5.5%、9.7%。**基建投资方面**，狭义基建投资同比增长5.8%，增速较1-2月升高0.2个百分点，广义基建投资同比增长11.5%，较1-2月升高约1.55个百分点。其中，公共设施管理业投资同比上升4.9%，道路运输业投资同比下降0.2%，铁路运输业投资同比升高0.5%，水利管理业投资继续高增长，增长36.8%，其中公共设施管理业和道路运输业投资增速回升较多。今年一季度财政靠前发力，特殊再融资债置换地方隐债，地方政府对拉动基建投资的意愿有所上升，但狭义基建投资增速上升幅度小于广义基建投资，基建投资仍主要依赖于央企国企中民生类企业加杠杆，电力、热力、燃气和水的生产和供应业投资同比增长26%，较1-2月抬升0.6个百分点。3月单月，狭义基建投资同比增长5.8%，广义基建投资同比增长12.6%。从高频数据来看，截至4月16日，4月石油沥青装置开工率平均为27.33%，略高于3月份的27.15%，较年初以来持续回升，但回升速率较慢，目前仍处于历史低位水平。后续国内财政政策有望加快落地，对基建投资或形成一定支撑作用。
- **地产投资增速小幅回落，销售降幅持续收敛。**2025年1-3月，全国房地产开发投资同比下降9.9%，降幅较1-2月小幅扩大0.1个百分点。供给端，房屋施工面积降幅扩大，增速下滑0.4个百分点至-9.5%，新开工和竣工面积降幅收敛，分别收窄5.2和1.3个百分点至-24.4%和-14.3%。销售端，商品房销售面积和销售额同比下降3%和2.1%，降幅分别收敛2.1和0.5个百分点，地产销售在今年以来继续改善，3月楼市迎来“小阳春”，需求端逐步企稳。3月，国房景气指数为93.96，较2月回升0.17点，实现连续11个月上升，但仍处于不景气区间。3月单月，房地产投资同比下降10%。从价格端来看，3月70个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格同比降幅均继续收窄，其中一线城市商品住宅销售价格环比上涨，二三线城市环比总体降幅收窄。高频数据显示，截至4月15日，4月30个大中城市商品房成交面积较去年同期下降11.3%，地产成交热度有所回落。4月15日，李强指出我国房地产市场仍有很大的发展空间，要进一步释放市场潜力，各地也陆续出台楼市新政，如青岛出台12条楼市新政，买新房二孩家庭补贴5万元、三孩家庭10万。后续楼市调控政策有望继续推出，且可能与生育激励政策相结合，房地产市场信心有望持续改善，加之去年同期基数走低，地产投资降幅或继续收窄。
- **制造业投资增速小幅回升，关税扰动下后续或边际走低。**2025年1-3月，制造业投资同比增长9.1%，增速较今年1-2月上升0.1个百分点，比全国固定资产投资同比增速高4.9个百分点，保持较快增长态势。3月单月，制造业投资同比增长9.2%。13个主要行业中，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、汽车制造业投资增速均在20%以上，而食品制造业、化学原料及化学制品制造业、通用设备制造业同比增速下降超过3个百分点。3月，高技术产业投资同比增长6.5%，但增速较1-2月下滑3.2个百分点。其中信息服务业、航空航天器及设备制造业、计算机及办公设备制造业、专业技术服务业投资分别增长34.4%、30.3%、28.5%、26.1%。3月11日，国家发改委指出将安排超长期特别国债2000亿元支持设备更新。在美国加征关税的扰动下，后续制造业投资可能将面临一定压力，后续制造业投资增速或边际走低，但由于国内

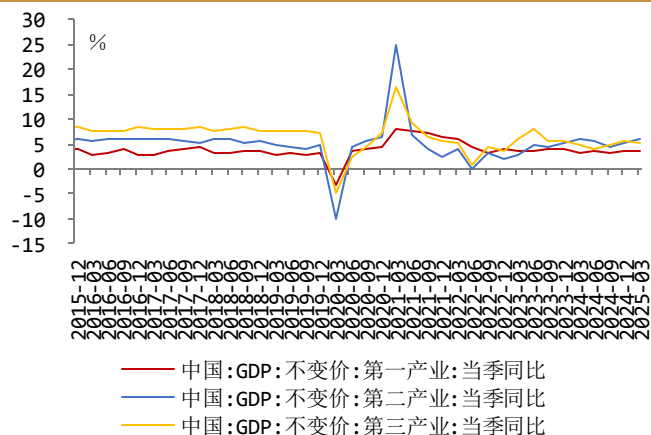
政策支持力度不减，若国内需求进一步打开，有望对冲一部分关税的负面影响。

- **社消超预期增长，促消费政策效应持续显现。**2025 年 1-3 月，社会消费品零售总额同比增长 4.6%，较今年 1-2 月增速提升 0.6 个百分点，比市场预期高，3 月单月社会消费品零售总额同比增 5.9%，增速也超预期。修订后 3 月社会消费品零售总额环比增长 0.58%。从具体类别来看，3 月份限额以上单位 16 个商品类别中 14 类零售额同比保持正增长，与今年 1-2 月份持平，仅石油及制品类、建筑及装潢材料类零售同比下降，石油及制品类零售同比下降或与成品油价格下降有关。具体来看，家用电器和音像器材、家具、汽车、饮料、金银珠宝零售增速边际上升较多，分别较 1-2 月上升 24.2、17.8、9.9、7 和 5.2 个百分点至 35.1%、29.5%、5.5%、4.4%和 10.6%，家用电器消费增速高或主要因为“以旧换新”政策持续发力和叠加新建商品房销售面积降幅收窄带来的装修需求释放；通讯器材类消费增速保持高位，或主要因为 1 月份新的数码产品补贴政策出台，带动手机、平板电脑等消费；汽车类消费边际走高或与节后复工复产加速以及政策补贴和优惠力度加大有关。此外，较今年 1-2 月零售增速下滑较多的包括化妆品、石油及制品、中西药品等。3 月 5 日，2025 年政府工作报告指出将安排 3000 亿元超长期特别国债支持消费品“以旧换新”；4 月 16 日，商务部等 9 部门联合印发《服务消费提质惠民行动 2025 年工作方案》。近期促消费政策不断出台，后续将进一步促进国内消费，加之去年基数不断走低，后续社消增速预计将稳步上升。
- **风险提示：**国内政策节奏不及预期，海外经济超预期波动，美国关税政策超预期波动。



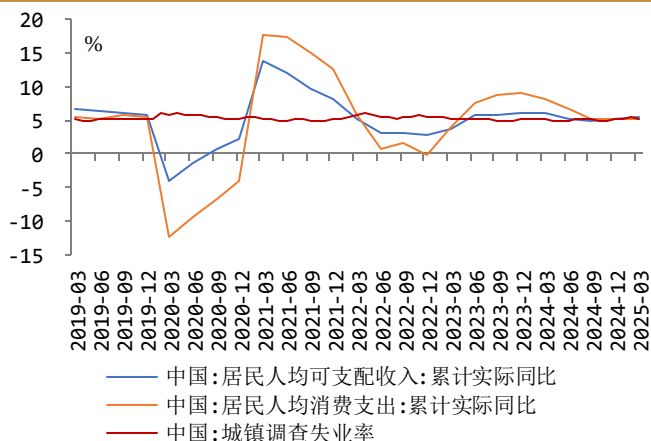
西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

图 1：2024 年第四季度 GDP 同比增速持平



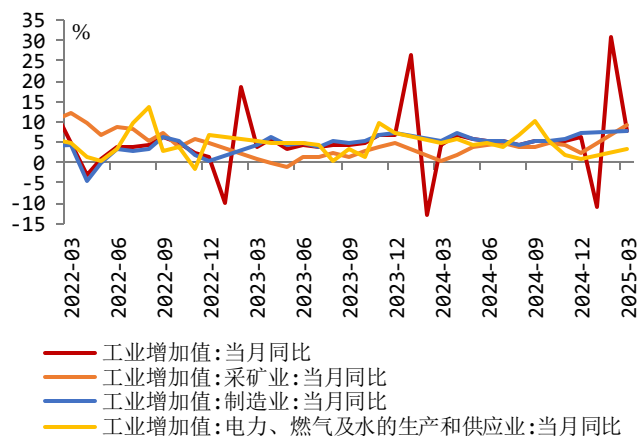
数据来源: wind、西南证券整理

图 2：居民人均可支配收入增速回升



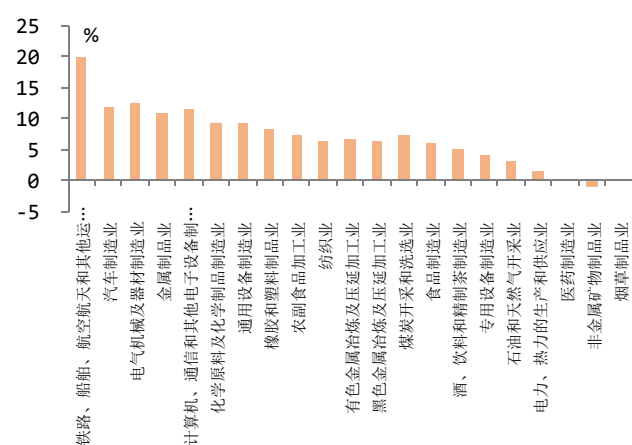
数据来源: wind、西南证券整理

图 3：三大门类增加值增速均回升



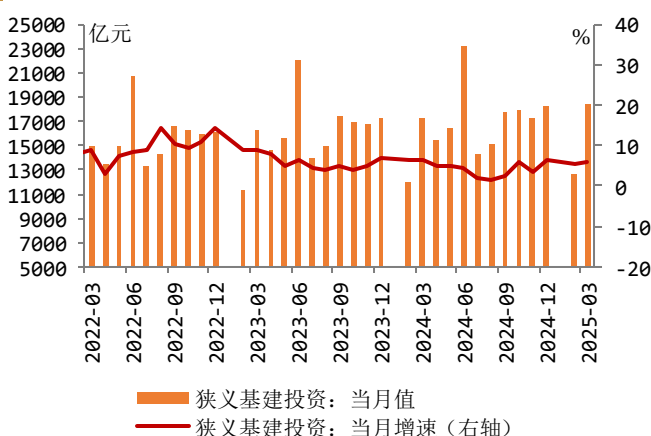
数据来源: wind、西南证券整理

图 4：1-3 月工业增加值分行业增速表现



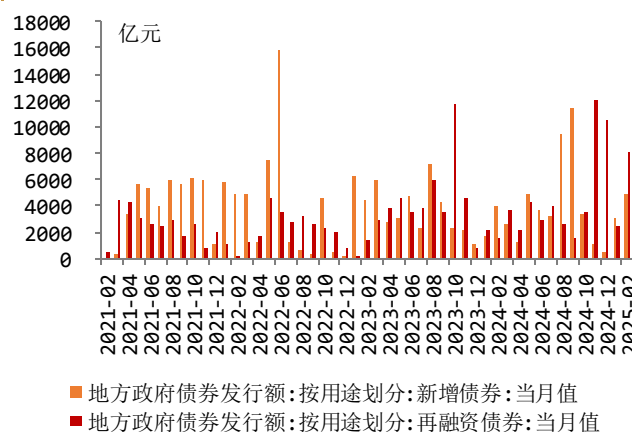
数据来源: wind、西南证券整理

图 5：狭义基建投资增速加快



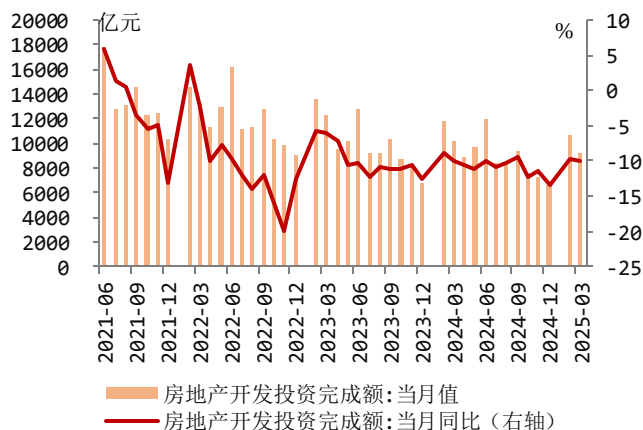
数据来源: wind、西南证券整理

图 6：1 月新增债券发行较多、2 月再融资债券发行较多



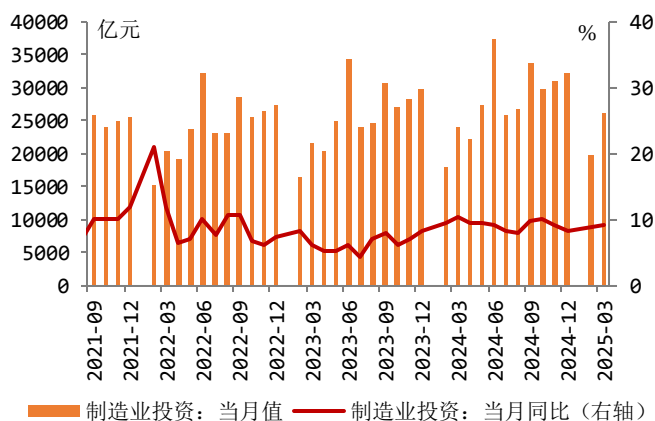
数据来源: wind、西南证券整理

图 7：房地产开发投资同比降幅小幅扩大



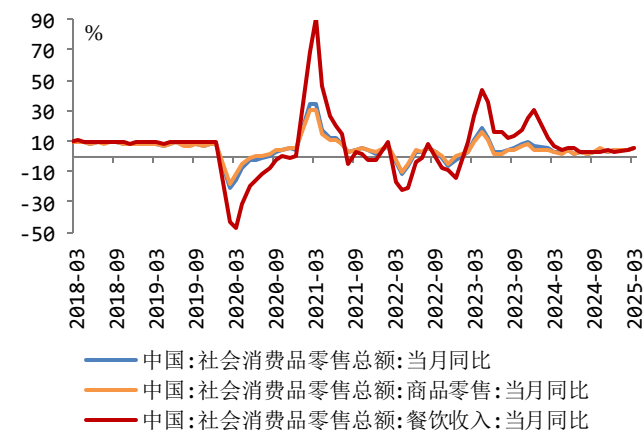
数据来源: wind、西南证券整理

图 9：制造业投资增速略微回升



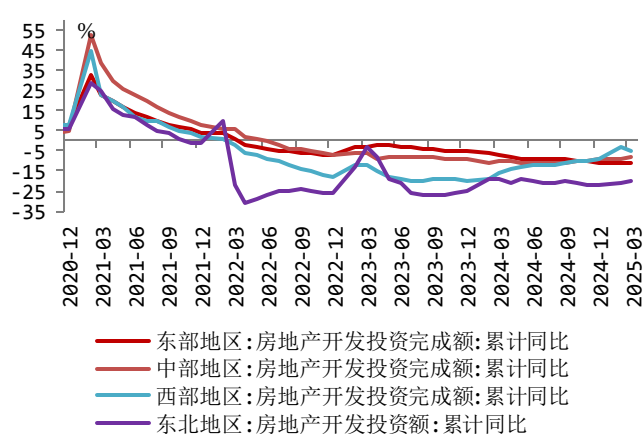
数据来源: wind、西南证券整理

图 11：社会消费品零售总额增速回升



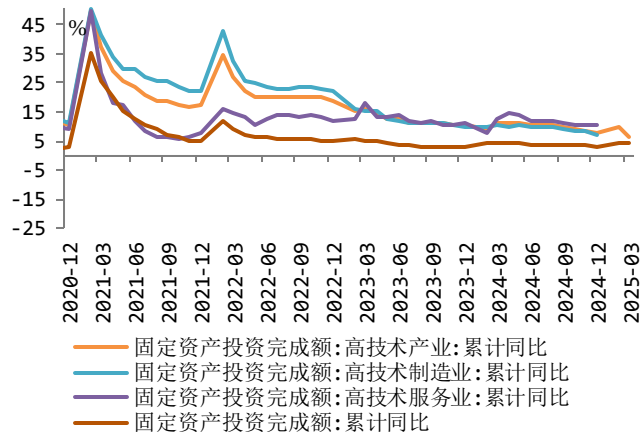
数据来源: wind、西南证券整理

图 8：不同地区房地产开发投资情况



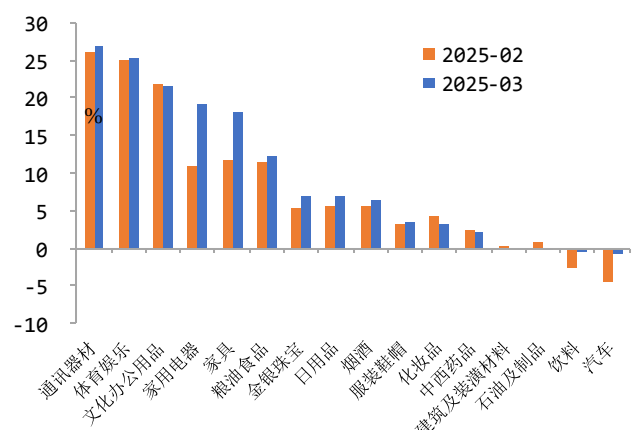
数据来源: wind、西南证券整理

图 10：高技术产业投资增速放缓



数据来源: wind、西南证券整理

图 12：主要品类消费累计同比增速对比



数据来源: wind、西南证券整理

分析师承诺

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyyf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn