

内需全面发力，经济取得开门红

投资观点：

报告日期 2025-04-16

- 在一揽子增量政策持续显效、外需保持较强韧性等因素的推动下，一季度国内宏观经济保持较强增长动能，GDP 同比增速达到 5.4%，超出市场普遍预期。究其原因，主要包括：一是，内需政策持续显效，扩大内需全面发力，其中，在消费品以旧换新政策加力扩围支持下，一季度商品消费增速持续加快；一季度财政稳增长靠前发力，基建投资提速；大规模设备更新继续推动制造业投资处于较高水平；与此同时，在楼市延续回稳、房企资金来源改善等带动下，一季度房地产投资降幅也有所收窄。二是，外需保持较强韧性，贸易战影响还不明显，抢出口效应持续显现，推动出口保持较快正增长。
- 展望未来，4 月份美国在全球范围内推出所谓的“对等关税”，其中，对中国加征 125% 的对等关税，加上此前因芬太尼而加征的 20% 的关税，特朗普上任后美国已累计对中国加征 145% 的关税，作为反制，中国对美国加征 125% 的关税。这意味着从 4 月中下旬开始，绝大部分双边贸易基本失去市场接受的可能性，这将对未来的出口带来较大的负面冲击。不过，我们认为国内为对冲外部不确定性因素而储备的政策工具将加快出台发力，核心将是全面扩大内需、大力提振国内消费，一是，通过降息降准加大金融对实体经济的支持力度，二是，适当扩大财政赤字规模，增加政府支出，可以直接拉动内需，刺激经济增长，三是进一步推动房地产市场止跌回稳，四是，加码促销费政策，加快释放服务消费潜力。
- 主要经济数据：
 - (1) 一季度 GDP：中国第一季度 GDP 同比 5.4%，前值 5.4%。从环比来看，一季度 GDP 环比 1.2%，前值 1.6%。
 - (2) 生产端：中国 3 月规模以上工业增加值同比 7.7%，预期 5.8%。中国 3 月规模以上工业增加值环比 0.44%，前值 0.51%。
 - (3) 需求端：1) 固定资产投资继续小幅回升。其中，制造业投资同比增长 9.1%，涨幅较前值扩大 0.1 个百分点；房地产开发投资同比下降 9.9%，降幅较前值扩大 0.1 个百分点；基础设施投资（不含电力）同比增长 5.8%，涨幅较前值扩大 0.2 个百分点。
- 2) 消费增长动能持续增强。中国 3 月社会消费品零售总额同比 5.9%，预期 4.20%。1-3 月份，社会消费品零售总额累计同比增长 4.6%，较前值扩大 0.6 个百分点。从环比来看，中国 3 月社会消费品零售总额环比 0.58%，前值 0.35%。

宏观

专题报告

分析师：郑建鑫

从业资格证号：F3014717

投资咨询证号：Z0013223

国贸商品指数



数据来源：国贸期货

往期相关报告

- 1、【ITF-宏观】国内通胀仍在低位徘徊——3 月通胀数据解读
20250410
- 2、【ITF-宏观】关税战全面升级，市场避险情绪高涨 20250406
- 3、【ITF-宏观】3 月 PMI 指数延续回升势头——3 月 PMI 数据解读
20250331
- 4、【ITF-宏观】出口面临较大的不确定性——2 月外贸数据解读
20250310

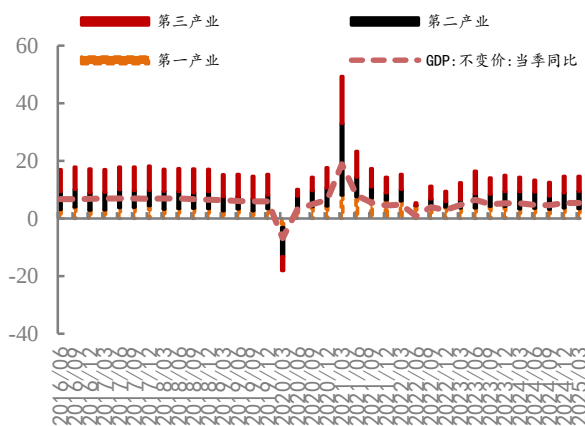
1 一季度GDP增速超预期

中国第一季度 GDP 同比增长 5.4%，前值 5.4%，超出 wind 一致预期的 5.1%。从环比来看，中国第一季度 GDP 环比 1.2%，前值 1.6%。

初步核算，一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。分产业看，第一产业增加值 11713 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 111903 亿元，增长 5.9%；第三产业增加值 195142 亿元，增长 5.3%。

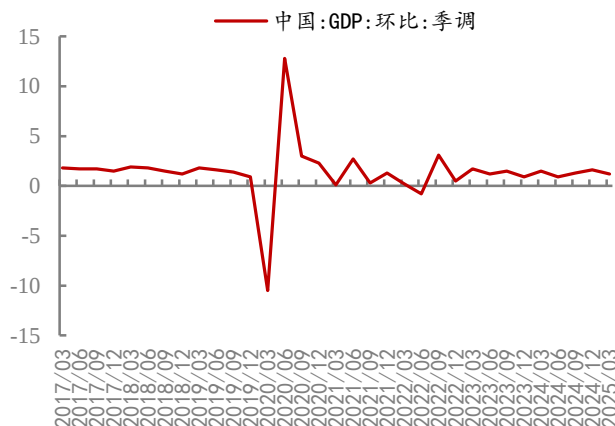
整体来看，在一揽子增量政策持续显效、外需保持较强韧性等因素的推动下，一季度国内宏观经济保持较强增长动能，GDP 同比增速达到 5.4%，超出市场普遍预期。究其原因，主要包括，一是，内需政策持续显效，扩大内需全面发力，其中，在消费品以旧换新政策加力扩围支持下，一季度商品消费增速持续加快；一季度财政稳增长靠前发力，基建投资提速；大规模设备更新继续推动制造业投资处于较高水平；与此同时，在楼市延续回稳、房企资金来源改善等带动下，一季度房地产投资降幅也有所收窄。二是，外需保持较强韧性，贸易战影响还不明显，抢出口效应持续显现，推动出口保持较快正增长。

图表 1、GDP 当季同比增速



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 2、GDP 当季环比增速



资料来源：Wind、国贸期货研究院

2 工业生产增速高于预期

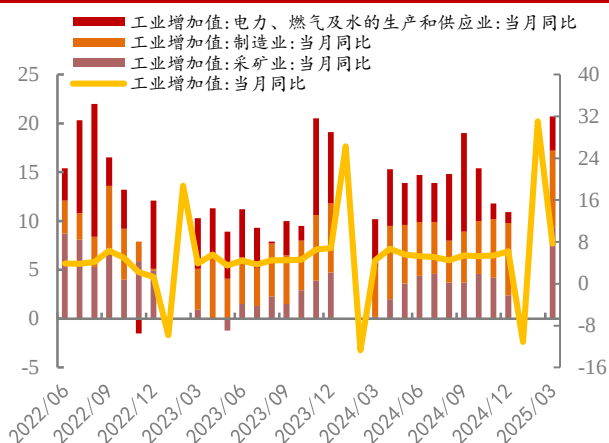
中国 3 月规模以上工业增加值同比 7.7%，预期 5.8%。中国 3 月规模以上工业增加值环比 0.44%，前值 0.51%。

从主要行情来看，3 月份，41 个大类行业中有 39 个行业增加值保持同比增长。其中，上游方面，黑色金属冶炼及压延加工业同比增长 7.7%，前值为 8.7%，有色金属冶炼及压延加工

业同比增长 6.5%，前值为 9.7%，非金属矿物制品业同比增长 0.9%，前值为下降 0.1%；下游方面，通用设备制造业同比增长 9.3%，前值为增长 7.7%；专用设备制造业同比增长 4.7%，前值为增长 4.6%，汽车制造业同比增长 11.5%，前值为同比增长 17.7%。

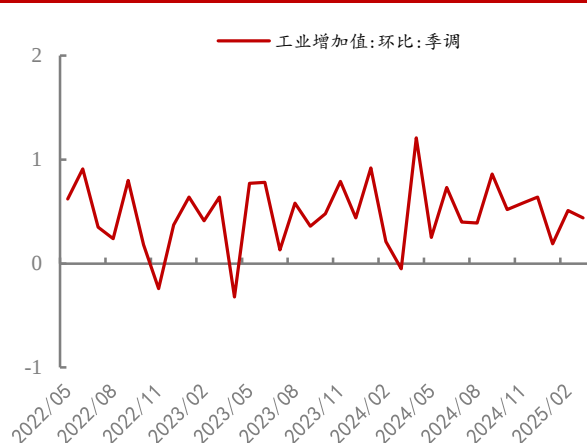
3月工业生产超预期提速，主因一是内需全面发力（消费、基建投资、制造业投资等出现回升），拉动国内工业品和消费品需求及生产；二是，抢出口效应持续显现，带动3月规上工业企业出口交货值同比增长 7.7%。展望未来，4月份贸易战持续升级，4月对美出口预计将出现断崖式下滑，外需可能会有明显放缓，这意味着工业生产面临的压力会显著加大。不过，国内大力提振内需政策发力，会在很大程度上发挥对冲作用。预计工业生产可能出现一定程度的放缓。

图表 3、工业生产增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 4、工业生产环比增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

3 固定资产投资增速继续小幅回升

中国 1-3 月城镇固定资产投资同比 4.2%，预期 4.10%，前值 4.10%。其中，民间固定资产投资同比增长 0.4%，增速加快 0.4 个百分点。从环比看，3 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.15%。

从三大门类来看，1-3 月制造业投资同比增长 9.1%，涨幅较前值扩大 0.1 个百分点；房地产开发投资同比下降 9.9%，降幅较前值扩大 0.1 个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 5.8%，涨幅较前值扩大 0.2 个百分点，其中，水利管理业投资增长 36.8%，水上运输业投资增长 25.9%，铁路运输业投资增长 0.5%。

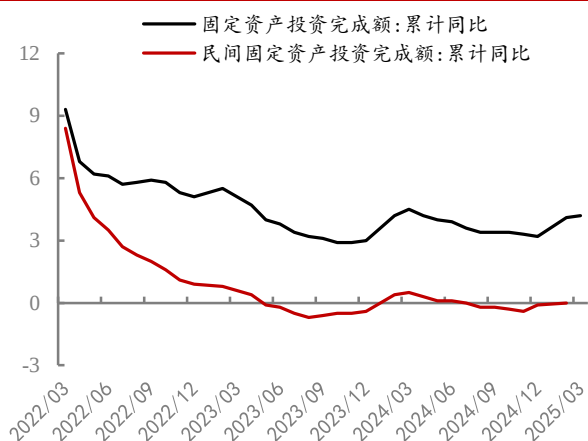
（1）基建投资增速持续加快。一季度不含电力的基建投资同比增长 5.8%，较前值加快

0.2 个百分点，较去年全年加快 1.4 个百分点。主因是年初稳增长政策提前发力，地方政府债券发行规模显著扩大。与此同时，去年四季度推出一揽子大规模化债方案，也减轻了地方政府债务负担，释放了其在基建投资等方面的稳增长动能。展望未来，随着贸易战的持续升级，外需下滑压力将明显加大，预计国内宏观政策对冲步伐将加快，4 月基建投资或继续提速。

(2) 制造业投资增速小幅加快。一季度制造业投资同比增长 9.1%，增速较前值加快 0.1 个百分点，较去年全年放缓 0.1 个百分点，继续保持高增长状态。主要是大规模设备更新政策持续推进，政策面持续加大对制造业转型升级、发展新质生产力的支持力度。展望未来，不利的因素在于贸易战升级可能对制造业产品出口带来了扰动，从而影响制造业投资的增长，不过，政策面将持续加大对制造业转型升级、解决“卡脖子”问题、发展新质生产力的支持力度，预计制造业投资将小幅回落。

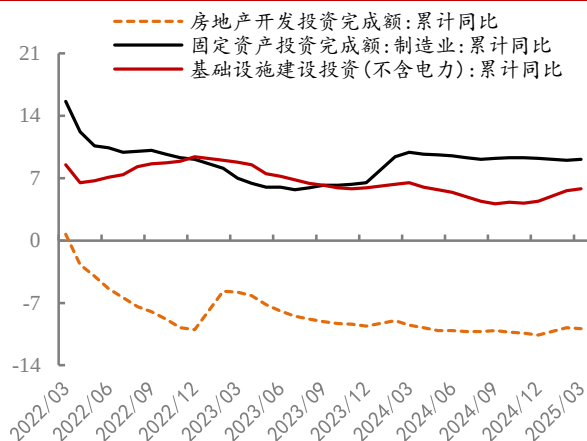
(3) 房地产投资降幅小幅扩大。一季度房地产投资同比下降 9.9%，降幅比前值扩大 0.1 个百分点，但比去年全年收窄 0.7 个百分点。主因是“9.24”以来楼市回暖，房地产“白名单”项目贷款额度大幅上升，房企资金来源有所改善，这直接带动一季度房地产竣工面积降幅明显收窄，其他施工数据也在好转。往后看，在“当前和今后一段时期，房地产仍然有很大发展空间”的基调下，预计“收储+城市更新+城改”等政策料将持续加码发力。伴随房企资金来源持续改善，政策房地产投资降幅有望持续收窄。

图表 5、固定资产投资累计增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 6、三大门类投资增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

4 商品房销售累计降幅继续收窄

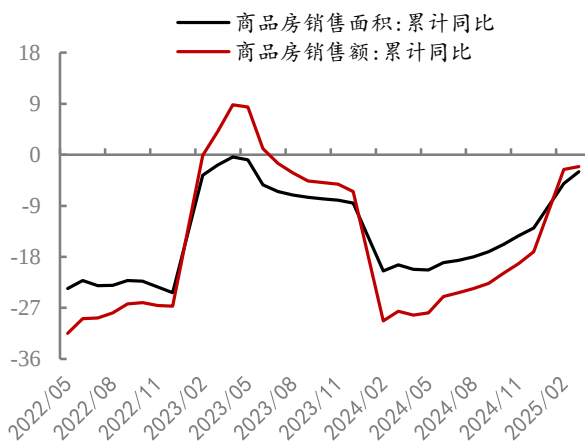
国家统计局的数据显示：1-3 月份，新建商品房销售面积累计同比下降 3.0%，降幅比 1-2

月份收窄 2.1 个百分点。新建商品房销售额累计同比下降 2.1%，降幅收窄 0.5 个百分点；3 月末，商品房待售面积 78664 万平方米，比 2 月末减少 1227 万平方米。

1-3 月份，房地产开发企业房屋施工面积累计同比下降 9.5%，降幅较 1-2 月扩大 0.4 个百分点。房屋新开工面积累计同比下降 24.4%，降幅较 1-2 月收窄 5.2 个百分点。房屋竣工面积累计同比下降 14.3%，降幅较 1-2 月收窄 1.3 个百分点。

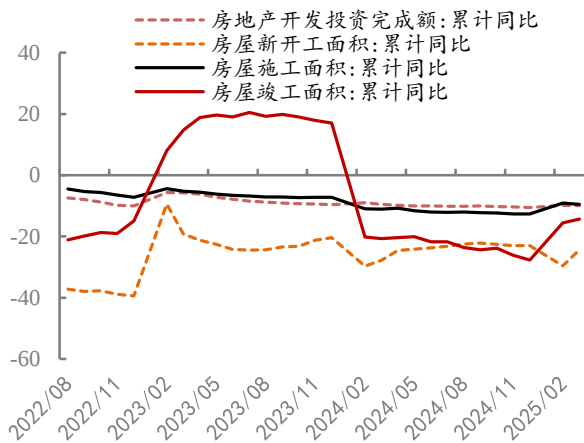
1-3 月份，房地产开发企业到位资金累计同比下降 3.7%，降幅较 1-2 月收窄 0.1 个百分点。其中，国内贷款 4441 亿元，下降 2.3%；利用外资 1 亿元，下降 83.2%；自筹资金 8168 亿元，下降 5.8%；定金及预收款 7335 亿元，下降 1.1%；个人按揭贷款 3373 亿元，下降 7.0%。

图表 7、商品房销售增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 8、房地产开发投资增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

“春节错位”效应消退，地产成交的“小阳春”有所显现，当月新房销售同比降幅显著收窄至-1.9%；此外，3 月一线城市二手房价环比再度转正。相应地，房地产新开工、竣工面积等“实物工作量”指标呈现边际改善。不过，从一季度的整体情况来看，房地产市场仍然出现降温的态势，其中商品房销售面积同比下降 3.0%，而 2024 年四季度为同比上升 0.3%。

展望未来，国务院总理李强在北京市调研时强调“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”。预计“收储+取消调减商品住房限制政策+下调居民房贷利率”等政策将继续加码发力，房地产市场有望继续回暖。。

5 消费增长动能持续增强

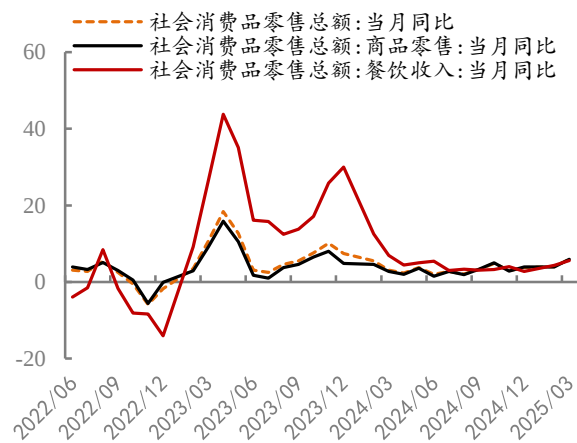
中国 3 月社会消费品零售总额同比 5.9%，预期 4.20%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 6.0%。1-3 月份，社会消费品零售总额累计同比增长 4.6%，较前值扩大 0.6 个百

分点，其中，除汽车以外的消费品零售额累计同比增长 5.1%。从环比来看，中国 3 月社会消费品零售总额环比 0.58%，前值 0.35%。

按消费类型分，按消费类型分，3 月份，商品零售额同比增长 5.9%；餐饮收入同比增长 5.6%。1-3 月份，商品零售额累计同比增长 4.6%，较前值扩大 0.7 个百分点；餐饮收入累计同比增长 4.7%，较前值扩大 0.4 个百分点。

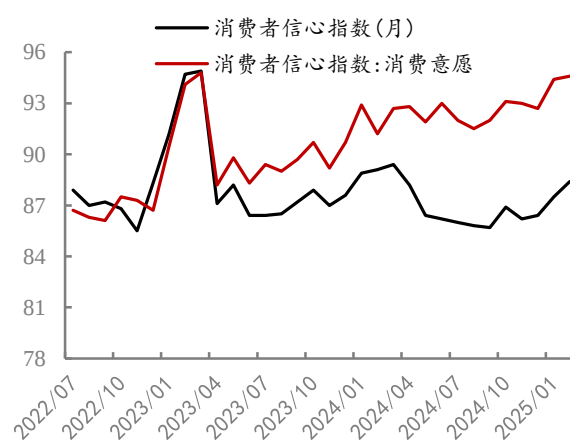
从限额以上主要商品类别看，1) 受消费品以旧换新补贴政策加力扩围提振，3 月以旧换新政策范围内的汽车、家电、家具、通讯器材零售额同比分别增长 5.5%、35.1%、29.5%和 28.6%，增速较 1-2 月累计增速分别加快 9.9、24.2、17.8 和 2.4 个百分点。以汽车为代表，乘联会表示，“随着各地区以旧换新政策的逐步发布，车市进入节后回暖周期。今年以旧换新政策发布早、实施早，对 3 月车市产生积极推动作用。”2) 其他商品类别中，3 月食品、日用品等必需品零售额增速稳中有升，金银珠宝零售额增速受价格上涨拉动明显加快，服装、体育娱乐用品零售额增速也出现小幅提速，但石油制品、化妆品、中西药品、建筑装潢材料零售额增速有不同程度放缓，其中石油制品零售额同比下降 1.9%（1-2 月累计增长 0.9%），主要与成品油价格调降有关。

图表 9、社会消费增速持续改善（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 10、消费者信心指数有所回升（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

综合来看，一季度社会消费增长动能持续转强，1-3 月社零累计同比增长 4.6%，增速较上年全年累计增速加快 1.1 个百分点。主因一是，以消费品以旧换新为代表的促消费政策持续加力，在提振消费需求、释放居民消费潜力方面发挥了积极作用；二是，居民消费能力和消费信心出现边际改善，体现在换新产品以外的商品零售额增速也多数较去年全年有所回升，包括粮油食品、日用品等必需品，以及服装、化妆品、金银珠宝、体育娱乐用品、文化办公

用品等可选消费品。

展望未来，年内消费有望保持中高增速，一方面，大力提振消费是今年的首要任务，4月份贸易战骤然升级使得扩大内需的紧迫性进一步提升，预计在即将出台的新一批增量措施中，促消费政策力度将明显加码，以应对二季度可能出现的“出口转内销”需求。另一方面，伴随着国内经济的回暖、楼市股市的止跌回稳，居民消费能力和消费信心出现边际改善，一季度居民人均可支配收入同比名义增长 5.5%，实际增长 5.6%，较上年全年增速分别加快 0.2 和 0.5 个百分点；同时，消费者信心指数出现企稳回升迹象，今年 2 月录得 88.4，比 1 月高 0.9，比去年 12 月高 2.0。

6 内需全面发力，经济取得开门红

在一揽子增量政策持续显效、外需保持较强韧性等因素的推动下，一季度国内宏观经济保持较强增长动能，GDP 同比增速达到 5.4%，超出市场普遍预期。究其原因，主要包括：一是，内需政策持续显效，扩大内需全面发力，其中，在消费品以旧换新政策加力扩围支持下，一季度商品消费增速持续加快；一季度财政稳增长靠前发力，基建投资提速；大规模设备更新继续推动制造业投资处于较高水平；与此同时，在楼市延续回稳、房企资金来源改善等带动下，一季度房地产投资降幅也有所收窄。二是，外需保持较强韧性，贸易战影响还不明显，抢出口效应持续显现，推动出口保持较快正增长。

展望未来，4 月份美国在全球范围内推出所谓的“对等关税”，其中，对中国加征 125% 的对等关税，加上此前因芬太尼而加征的 20% 的关税，特朗普上任后美国已累计对中国加征 145% 的关税，作为反制，中国对美国加征 125% 的关税。这意味着从 4 月中下旬开始，绝大部分双边贸易基本失去市场接受的可能性，这将对未来的出口带来较大的负面冲击。不过，我们认为国内为对冲外部不确定性因素而储备的政策工具将加快出台发力，核心将是全面扩大内需、大力提振国内消费，一是，通过降息降准加大金融对实体经济的支持力度，二是，适当扩大财政赤字规模，增加政府支出，可以直接拉动内需，刺激经济增长，三是进一步推动房地产市场止跌回稳，四是，加码促销费政策，加快释放服务消费潜力。

附:品种观点评价体系

观点评级	短期（1 个月以内）	中期（1-3 个月）	长期（3 个月以上）
强烈看多	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看多	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%
看空	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%
强烈看空	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。分析师对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和意见不会发生任何变化，本报告中的信息和意见仅供参考。

免责声明

国贸期货有限公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2012】31 号。

本报告由国贸期货有限公司撰写及发布。本报告中的信息均来源于公开资料或合规渠道，国贸期货力求准确、客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，国贸期货不承诺交易者一定获利，不与交易者分享交易收益，也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。交易者务必注意，其据此做出的任何交易决策与国贸期货无关。

本报告仅供特定客户作参考之用，国贸期货不会因接收人收到本报告而视其为国贸期货的当然客户。未经国贸期货书面授权，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权。如欲引用或转载本报告，务必联络国贸期货并获得书面许可，并需注明出处为国贸期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用或删改。如未经国贸期货授权，私自转载或者引用本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或引用者承担，国贸期货保留追究其法律责任的权利。

风险提示

期货市场具有潜在风险，交易者在进行期货交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险，建议交易者应当充分深入地了解期货市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对交易者的任何交易建议及入市依据，交易者应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

期市有风险，投资需谨慎