

宏观 | 点评报告

证券研究报告

2025/4/17

3月经济数据点评——

春节错位叠加政策效应，经济延续复苏走势

证券分析师： 徐超
分析师登记编号： S1190521050001

证券分析师： 万琦
分析师登记编号： S1190524070001

目录

- 1、一季度经济延续复苏态势
- 2、新质生产力支撑工业生产加快扩张
- 3、政策效应持续支持社零超预期回升
- 4、基建及制造业投资依旧为主要贡献
- 5、节后失业率季节性回落

- 中国第一季度GDP同比增长5.4%，预期5.2%，去年全年同比增5.0%，去年第四季度同比增5.4%。
- 中国3月规模以上工业增加值同比增长7.7%，预期5.9%，1-2月累计增速为5.9%。
- 中国3月社会消费品零售总额同比增长5.9%，预期4.4%，1-2月累计增速为4.0%。
- 中国一季度固定资产投资(不含农户)同比增长4.2%，预期增4.0%，1-2月累计增速为4.1%。
- 中国3月全国城镇调查失业率为5.2%，前值为5.4%。

图表1：经济数据主要分项

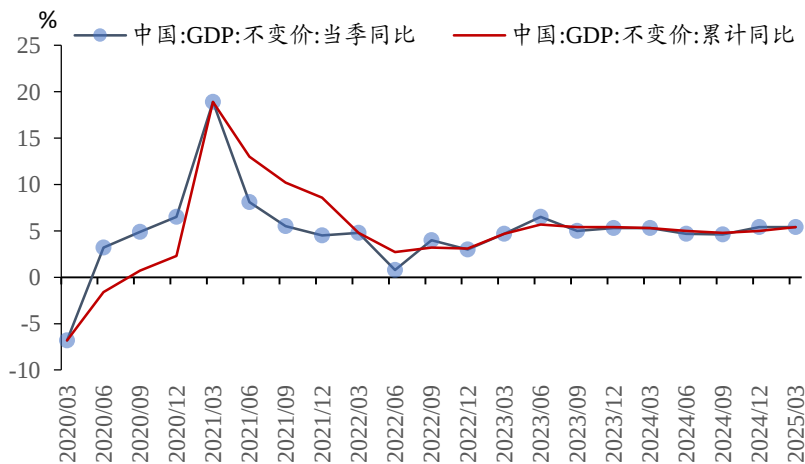
单位：%		较前值变化	2025/3	2024/12	2024/9	2024/6	2024/3	2023/12	2023/9	2023/6	2023/3	2022/12	2022/9	2022/6
GDP	不变价：当季同比	0.0	5.4	5.4	4.6	4.7	5.3	5.3	5.0	6.5	4.7	3.0	4.0	0.8
	不变价：累计同比	0.4	5.4	5.0	4.8	5.0	5.3	5.4	5.4	5.7	4.7	3.1	3.2	2.7
	季调：环比	-0.4	1.2	1.6	1.3	0.9	1.5	0.9	1.5	1.2	1.7	0.5	3.1	-0.8
单位：%			2025/3	2025/2	2024/12	2024/11	2024/10	2024/9	2024/8	2024/7	2024/6	2024/5	2024/4	2024/3
规模以上工业增加值			7.7	5.9	6.2	5.4	5.3	5.4	4.5	5.1	5.3	5.6	6.7	4.5
	采矿业		9.3	4.3	2.4	4.2	4.6	3.7	3.7	4.6	4.4	3.6	2.0	0.2
	制造业		7.9	6.9	7.4	6.0	5.4	5.2	4.3	5.3	5.5	6.0	7.5	5.1
	电热水		3.3	1.1	1.2	1.8	5.5	10.2	6.9	3.2	4.1	4.0	5.7	4.9
社会消费品零售总额			5.9	4.0	3.7	3.0	4.8	3.2	2.1	2.7	2.0	3.7	2.3	3.1
	商品消费		5.9	3.9	3.9	2.8	5.0	3.3	1.9	2.7	1.5	3.6	2.0	2.7
	餐饮业消费		5.6	4.3	2.7	4.0	3.2	3.1	3.3	3.0	5.4	5.0	4.4	6.9
固投（累计）			4.2	4.1	3.2	3.3	3.4	3.4	3.4	3.6	3.9	4.0	4.2	4.5
	房地产业		-9.9	-9.8	-10.6	-10.4	-10.3	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.1	-9.8	-9.5
	基建 (不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)		5.8	5.6	4.4	4.2	4.3	4.1	4.4	4.9	5.4	5.7	6.0	6.5
	制造业		9.1	9.0	9.2	9.3	9.3	9.2	9.1	9.3	9.5	9.6	9.7	9.9
失业率	总		5.2	5.4	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	5.2	5.0	5.0	5.0	5.2
	外来户籍人口		4.9	5.0	4.6	4.6	4.8	4.8	4.9	5.1	4.8	4.7	4.9	5.1

资料来源：iFinD，太平洋证券

1、一季度经济延续复苏态势

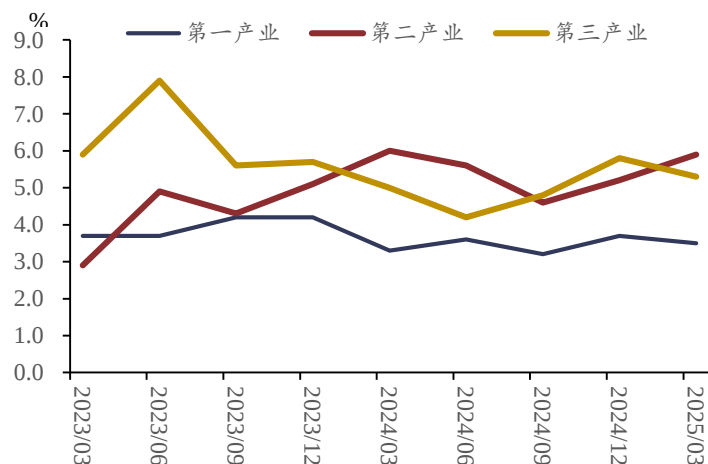
- 一季度GDP实现“开门红”。**初步核算，一季度国内生产总值318758亿元，按不变价格计算，同比增长5.4%（去年全年为5.0%，去年四季度为5.4%），比上年四季度环比增长1.2%。整体来看，随国内稳增长政策的发力显效，今年一季度国内经济延续了去年四季度以来的复苏态势，取得了良好开局。
- 第二产业同比加速上行。**分产业看，第一产业增加值11713亿元，同比增长3.5%；第二产业增加值111903亿元，增长5.9%；第三产业增加值195142亿元，增长5.3%。其中仅第二产业当季同比超出整体GDP，且相比去年四季度进一步上行，是GDP平稳增长的主要支撑，或与新质生产力加快培育及“两新”政策支持下，一季度工业生产增长较快有关。

图表2：中国GDP（不变价）同比



资料来源: Wind , 太平洋证券

图表3：中国GDP当季同比-分产业

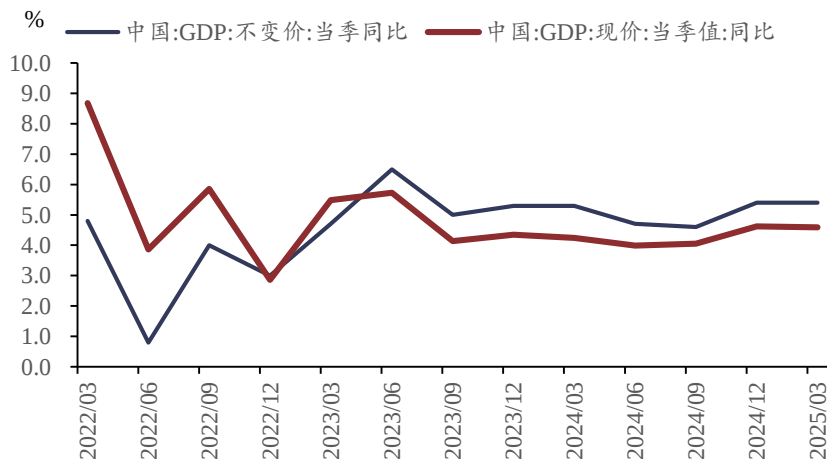


资料来源: Wind , 太平洋证券

1、一季度经济延续复苏态势

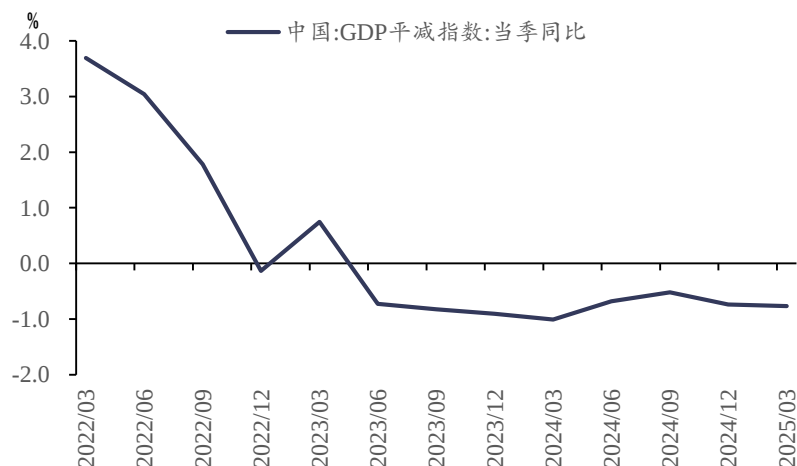
- 名义与实际GDP增速差略有走阔。**一季度名义GDP同比增长4.6%，略低于去年同期四季度且持续低于实际GDP同比，反映当前物价仍处低位区间，一季度GDP平减指数-0.8%，较前值小幅下探。根据国家统计局，当前物价低位运行“既有宏观形势复杂变化的结果，也有中国经济处于转型发展，新旧动能转换的影响”，“要多措并举促进价格的合理回升”，后续价格需关注平衡供需相关措施的落地情况，包括扩内需、优化供给、规范市场秩序等。
- 外部环境不确定性加大，经济持续回升基础待巩固。**今年年初经济实现“开门红”，其后续走势值得关注。关税是国内经济重要的外生变量，该变量的负面冲击在一季度数据中还未显现，但受其扰动，二季度外部环境将更为复杂、全球经济不确定性更强，这也凸显了提振内需以作对冲的必要。另外一季度国内需求尚处于修复进程中，回升基础仍待夯实。综合以上内外因素看，二季度有望迎来国内扩内需政策的加码，财政或有加力，货币方面存在协同降准降息可能，关注四月底政治局会议这一政策窗口期及后续消费、地产、投资及供给端方向的增量举措。

图表4：中国GDP不变价与现价同比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表5：中国GDP平减指数

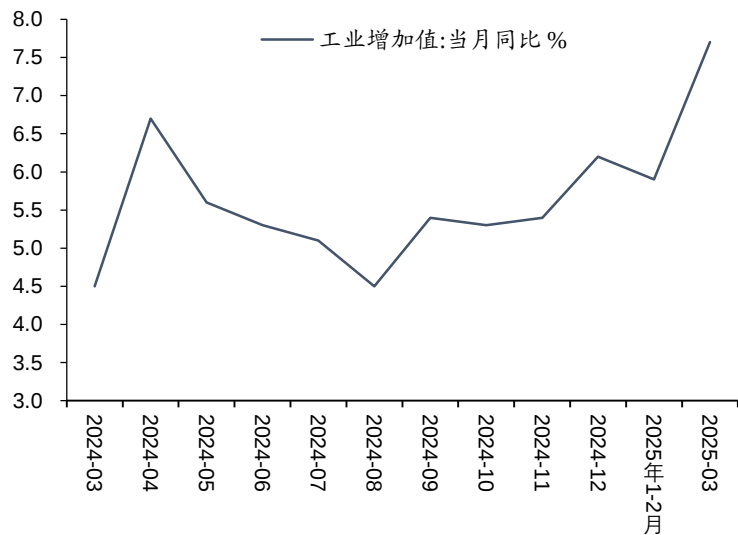


资料来源：Wind，太平洋证券

2、新质生产力支撑工业生产加快扩张

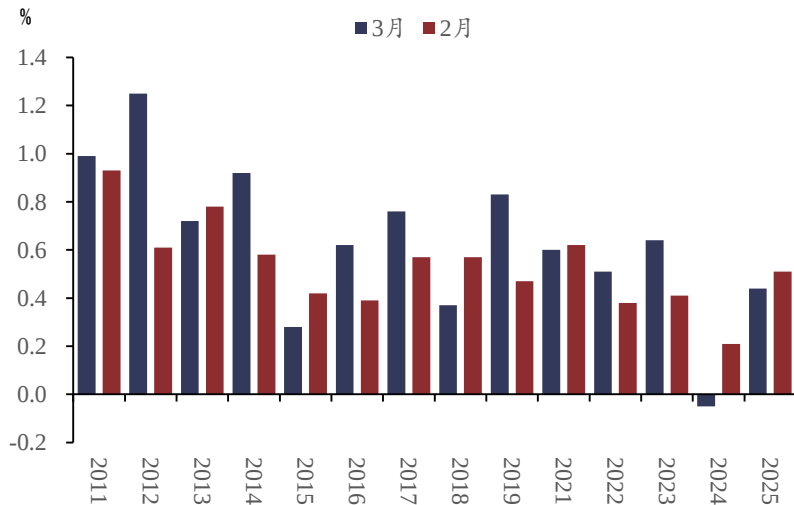
► **工业生产增长进一步提速。**3月规模以上工业增加值同比实际增长7.7%（1-2月为5.9%），超出市场预期，春节错位形成的低基数提供一定支撑。从环比看，3月份，规模以上工业增加值比上月增长0.44%，这一变动符合季节性特征，3月春节扰动消退，生产经营活动向正常节奏回归，工增往往边际上行，数据有统计以来，除了去年3月以外，其余年份3月规模以上工业增加值均实现了环比正增。分三大门类看，本月采矿业增加值同比增长9.3%，制造业增长7.9%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长3.5%，三者较1-2月同比增速均有不同程度的上行。其中高技术制造业贡献明显，3月该分项规模以上工业增加值同比增长10.7%，明显超出整体工业行业。这一结构特征或与当前新质生产力的加快发展有关。

图表6：规模以上工业增加值当月同比



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表7：2011年-2025年（除2020年）2月及3月规模以上工业增加值环比

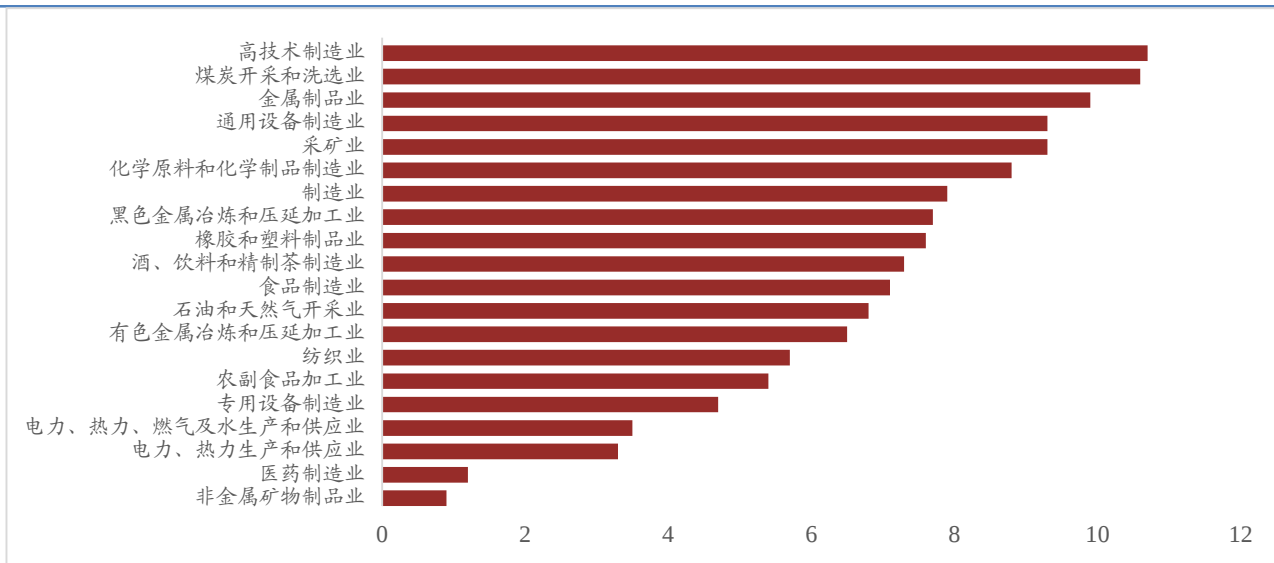


资料来源：iFinD，太平洋证券

2、新质生产力支撑工业生产加快扩张

➤具体行业来看，本月增加值保持同比增长的39个行业中，以下行业同比增速高于整体：化学原料和化学制品制造业增长8.8%，通用设备制造业增长9.3%，煤炭开采和洗选业增长10.6%，汽车制造业增长11.5%，电气机械和器材制造业增长13.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长13.1%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长19.0%。以上行业集中在“两新”政策、新质生产力以及出口相关。本月规模以上工业企业实现出口交货值13493亿元，同比名义增长7.7%，较1-2月6.2%的累计同比有所上行。“对等关税”落地前的“抢出口”效应对于本月国内工业生产或存在一定助力。

图表8：规模以上工业增加值3月同比-分行业

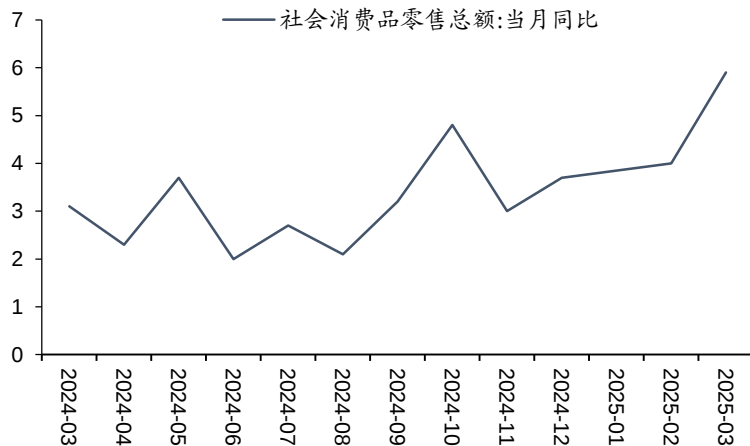


资料来源：iFinD，太平洋证券

3、政策效应持续支持社零超预期回升

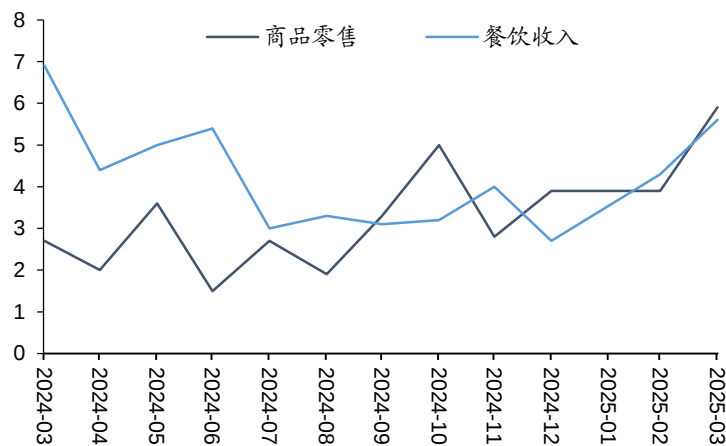
► **促消费政策支持下，社零超预期回升。**3月社会消费品零售总额40940亿元，同比增长5.9%，同样超出市场预期。环比而言增长0.58%。分消费类型看，3月商品零售额同比增长5.9%，餐饮收入同比增长5.6%，相比而言商品零售拉动更为强劲，增速超出整体社零且边际上行更为明显，主要仍受消费品以旧换新政策显效的驱动。

图表9：社零总额当月同比



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表10：社零总额同比-分项

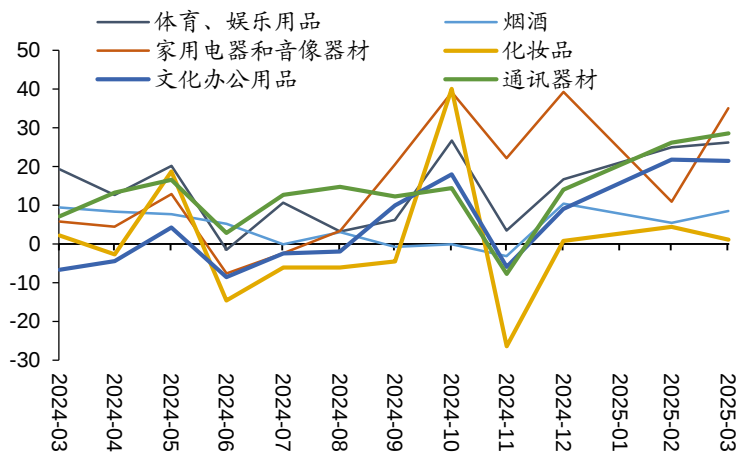


资料来源：iFinD，太平洋证券

3、政策效应持续支持社零超预期回升

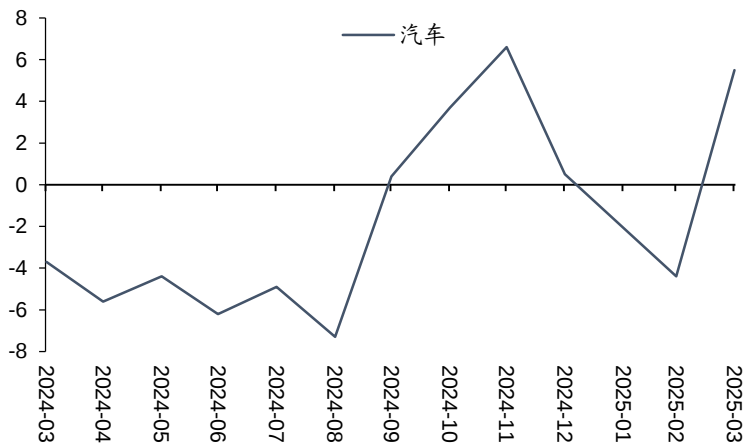
► **政策支持的重点品类反弹明显。**本月各消费品中，家用电器和音像器材、家具以及汽车零售额同比反弹幅度明显，分别较前值上行24.2、17.8、9.9个百分点，通讯器材及文化办公用品同比也在高位基础上进一步上行。以上均是“以旧换新”政策覆盖品类，政策的持续显效带动相关商品零售额同比增长提速。

图表11：零售额同比-部分重点行业



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表12：零售额同比-汽车

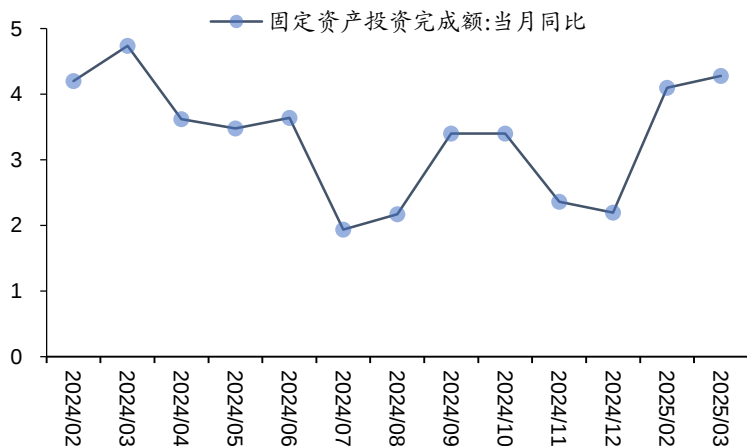


资料来源：iFinD，太平洋证券

4、基建及制造业投资依旧为主要贡献

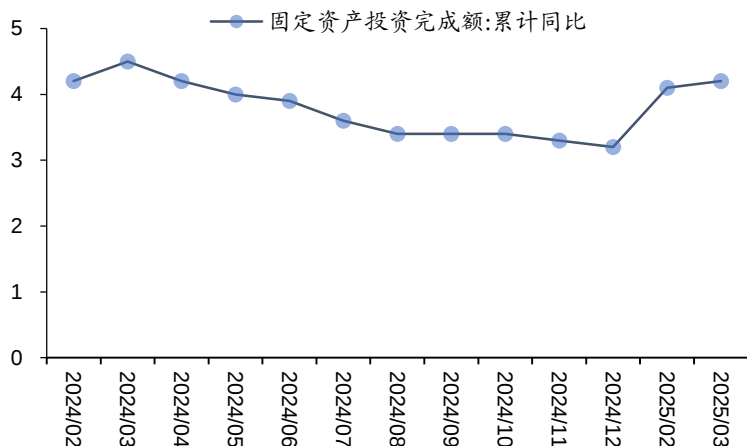
► **制造业及基建投资均有上行，固定资产投资同比加快增长。**1-3月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长4.2%，小幅超出市场预期。3月单月同比也较前值上行0.2个百分点至4.3%。环比而言，3月份固定资产投资（不含农户）增长0.15%，弱于季节性，可能受地产投资的拖累。结构上看，本月基建及制造业投资边际均有上行，共同支撑整体投资的增速提升，地产投资拖累依旧明显，同比增速在负增区间进一步下探。

图表13：固定资产投资完成额当月同比



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表14：固定资产投资完成额累计同比

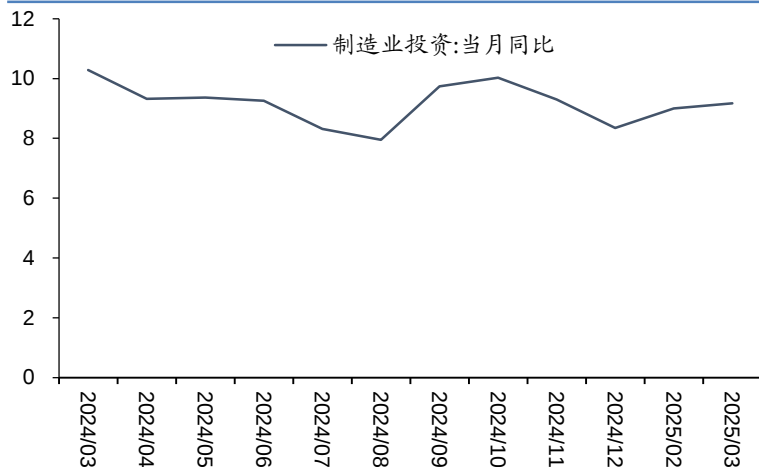


资料来源：iFinD，太平洋证券

4、基建及制造业投资依旧为主要贡献

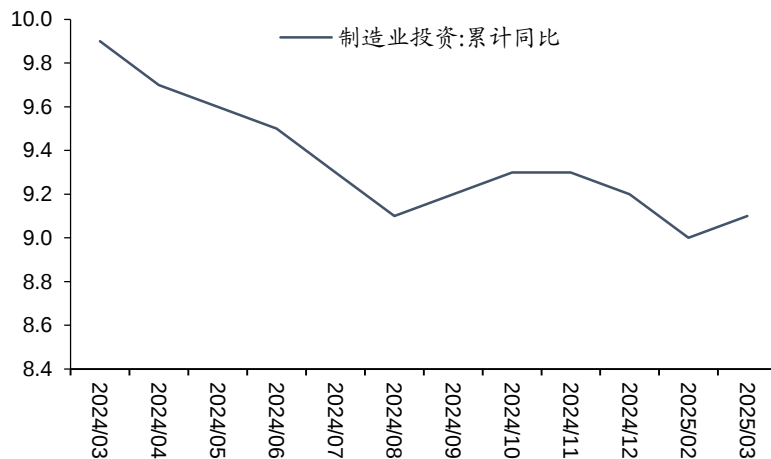
► **制造业投资方面，设备更新相关行业以及高技术产业为重要拉动。**本月制造业投资当月同比上行至9.2%，累计同比增速也有反弹。1-3月制造业投资增长9.1%，较1-2月小幅上行0.1个百分点，其中主要支撑来自两方面，一是设备更新相关。一季度设备工器具投资同比增长19%。二是高技术产业相关。一季度航空航天器及设备制造业、计算机及办公设备制造业投资分别同比增长30.3%、28.5%。

图表15：制造业投资当月同比



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表16：制造业投资累计同比

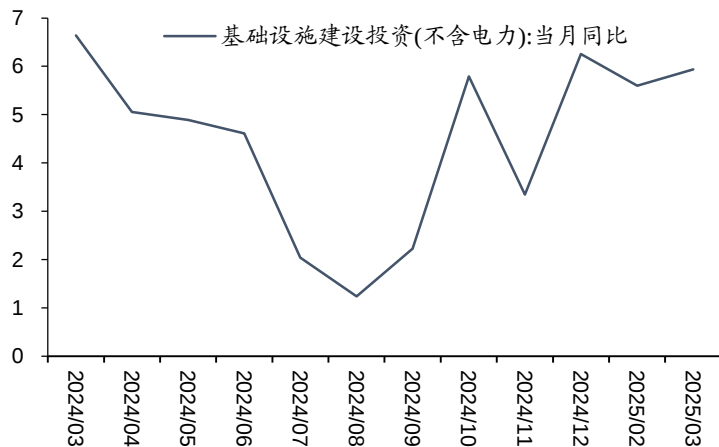


资料来源：iFinD，太平洋证券

4、基建及制造业投资依旧为主要贡献

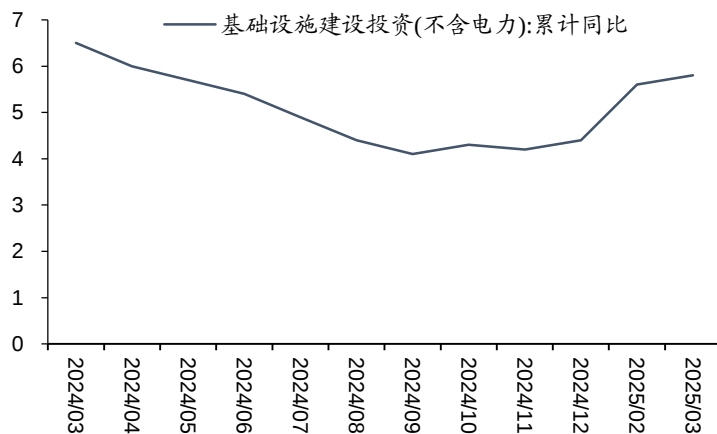
➤**狭义及广义基建投资增速均有反弹。**一季度基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长5.8%，当月同比小幅上行0.3个百分点至5.9%。此外本月广义基建投资增速同比也上行至12%以上，仍高于狭义基建，表明中央主导的公用事业投资依旧是重要支撑。本月与基建密切相关的土木工程建筑业商务活动指数升至54%以上，节后开工建设提速可能助力本月基建投资加快增长。后续上行还需看到资金及项目层面出现更为积极的变化。

图表17：基础设施建设投资当月同比



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表18：基础设施建设投资累计同比

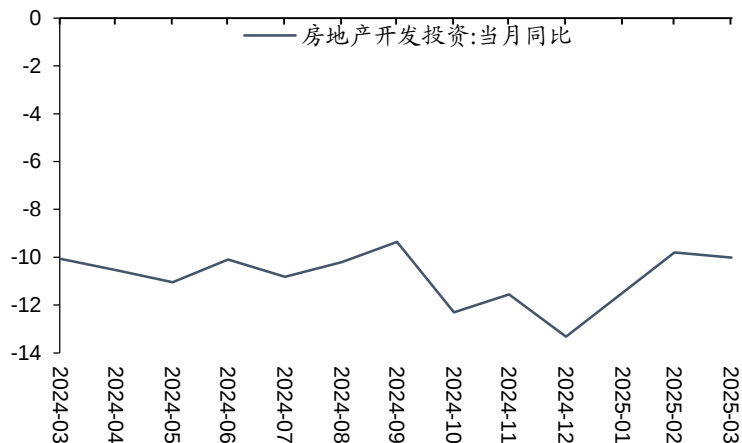


资料来源：iFinD，太平洋证券

4、基建及制造业投资依旧为主要贡献

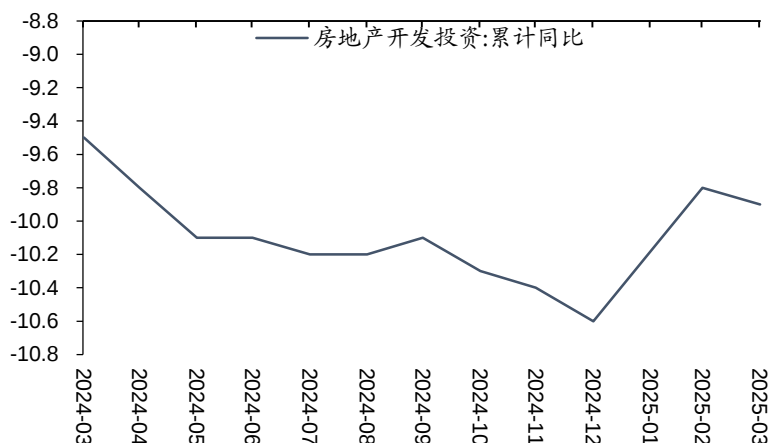
► **房地产销售边际持续改善，投资延续偏弱走势。**本月得益于房地产调控政策效应显现，地产销售端持续释放出积极信号。1-3月份，新建商品房销售面积同比下降3.0%，降幅比1-2月份收窄2.1个百分点；新建商品房销售额下降2.1%，降幅收窄0.5个百分点。70个大中城市中商品住宅销售价格环比上涨城市个数也有所增加。但从后端投资表现来看，地产投资仍运行在低位区间，其单月同比降幅较前值小幅扩大，仍是整体投资的拖累项，前后端“温差”仍存。

图表19：房地产开发投资当月同比



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表20：房地产开发投资累计同比

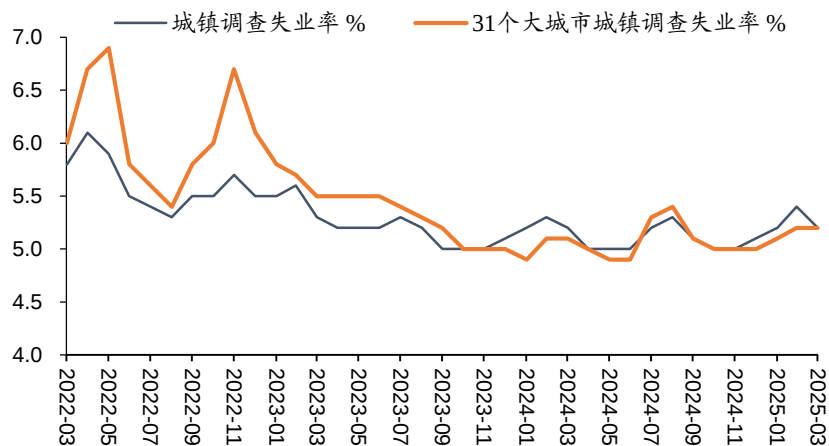


资料来源：iFinD，太平洋证券

5、节后失业率季节性回落

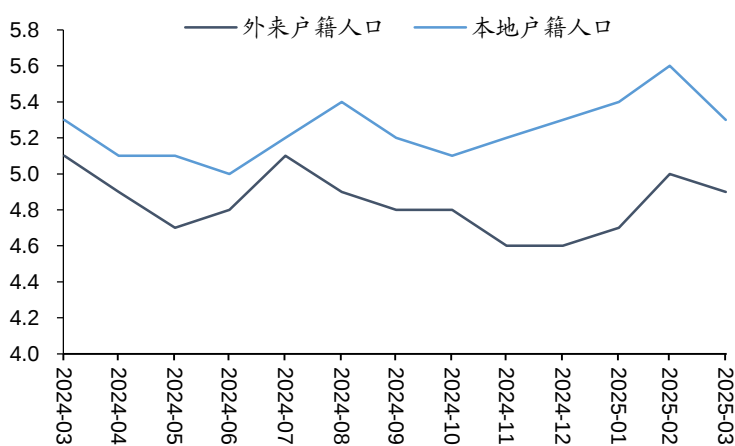
► **就业形势整体稳定，城镇调查失业率出现季节性下行。**3月份，全国城镇调查失业率为5.2%，比上月下降0.2个百分点。本地户籍劳动力调查失业率为5.3%；外来户籍劳动力调查失业率为4.9%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为5.0%。三者相比前值均出现不同程度的向下调整。31个大城市城镇调查失业率为5.2%，持平于前值。一季度整体来看，全国城镇调查失业率平均值为5.3%，去年一季度均值为5.2%。本月全国城镇调查失业率的边际变动符合季节性特征。在解释年初2个月失业率均值上行时，我们曾提及春节因素会影响劳动力市场的供求关系继而加大失业率的波动性，这同样是本月失业率下行的主导逻辑。3月春节假期的扰动消退，企业生产经营进一步向正常节奏回归，招聘需求有所释放，带动失业率季节性回落。从历史数据看，2019年以来的3月，全国城镇调查失业率相比前值均有下行，调整幅度在0.1至0.3个百分点之间。就业形势总体稳定，但重点群体以及出口导向型产业的就业压力仍值得关注。

图表21：调查失业率



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表22：本地及外地户籍就业人员调查失业率



资料来源：iFinD，太平洋证券

风险提示

- 增量政策不及预期；
- 国内需求修复不及预期；
- 外部环境变化超预期。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。