

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《抢出口叠加低基数效应推升出口超预期》 - 2025.04.16

宏观研究

超预期开局下的韧性突围，关注政策再平衡

● 核心观点

自去年四季度以来，稳增长政策持续发力，政策效果持续显现。今年一季度我国经济实现了良好开局，经济增长 5.4%，好于市场预期，环比增长 1.2%，呈现稳中向好的态势，供需两端回暖，需求改善好于供给，供需缺口收窄，有效需求不足的矛盾有所缓解，其中，消费成为拉动需求回暖的主要支撑，投资和出口亦保持相对平稳。不畏浮云遮望眼，仍需理性看待当前形势。站在当前时点来看，需要关注以下几个方面：

一是政策驱动型消费持续回升，叠加基数效应，短期消费对经济支撑效应较为突出。尽管居民消费倾向回落对需求端形成制约，但当前政策驱动型商品消费仍展现出超预期的恢复力，且居民收入短期具有刚性特点，短期消费对经济增长形成显著支撑。从结构上来看，电器和音像器材类、家具类同比增速保持高位，且边际改善较为明显；通讯器材类、体育、娱乐用品类、文化办公用品类同比增速保持高位，同比增速小幅边际改善；汽车类、饮料类和金银珠宝类同比增速保持小幅正增长，但边际改善较为明显。此外，低基数亦会放大增长弹性。整体来看，当前消费市场呈现“政策驱动强于内生修复”的阶段性特征，短期支撑犹在，但需关注边际支撑力的可持续性，核心仍是居民就业和收入，重点关注通胀回升向好的信号。

二是关注“两重”和人工智能基础设施投资等新方向。投资与消费双轮驱动，仍是经济实现良性循环的关键。考虑短期外需面临一定外部压力，或对制造业投资产生负向影响，同时虽然房地产销售有所回暖，但房地产供求关系发生变化，存量房地产仍处于消化期，房地产投资企稳回升或仍需时间，因此，稳投资仍离不开基建投资托底。我们再次提示，基建投资方向或集中于“两重”和人工智能基础设施投资等新方向。

三是在政策方面，我们再次提示，若美元延续走弱趋势，二季度至少降息 10bp 的概率接近 100%，至少降息 15bp 的概率为 45.8%（详见报告《宽松的货币政策择何时？》）；在财政政策方面，不排除财政动用储备政策，直接对冲出口产业链的负面影响，但增量政策或在下半年发力，二季度应是存量政策加速落地期。

● 风险提示：

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

目录

1 经济韧性彰显，供需向上再平衡	4
2 消费增速边际放缓，政策驱动强于内生修复	5
2.1 1-2 月消费增速边际放缓，限额以上商品消费是主要支撑	5
2.2 政策驱动型商品需求稳固，地产链传导效应增强	6
2.3 居民消费预算约束或保持不变，居民消费有趋于谨慎的迹象	7
3 基建投资托底固定资产投资，房地产投资尚未企稳	8
3.1 政策前置发力，托底基建投资回暖	8
3.2 稳增长仍离不开基建投资托底，地方政府投资意愿逐步改善	9
4 展望：消费需求稳固，关注政策再平衡	10
5 风险提示	11

图表目录

图表 1: 供需缺口收窄, 向上寻求再平衡	4
图表 2: 社会消费品零售总额同比增速 (%)	5
图表 3: 商品零售和餐饮收入同比增速 (%)	5
图表 4: 限额以上和限额以下消费同比增速 (%)	6
图表 5: 限额以上商品消费增速 (%)	7
图表 6: 限额以上商品消费增速边际变化 (%)	7
图表 7: 居民边际消费倾向 (%)	8
图表 8: 居民可支配收入增速与社零同比增速 (%)	8
图表 9: 水泥价格指数 (点)	9
图表 10: 石油沥青装置开工率 (%)	9
图表 11: 沥青库存	9
图表 12: 螺纹钢主要钢厂开工率 (%)	9

1 经济韧性彰显，供需向上再平衡

一季度我国经济实现良好开局，经济增长好于市场预期，供需两端回暖，需求改善好于供给，消费成为主要拉动力，投资和出口亦延续回升态势，供需缺口持续收窄，彰显经济高质量发展底色。

(1) 一季度，我国实际经济增速达到 5.4%，好于市场预期 5.16%，持平我们预期上限。

(2) 在需求端,根据投资、零售和出口三个需求指标加权同比增速为 5.52%，较前值上升 1.18pct，保持持续回暖态势，投资、社零和出口分别贡献 1.68%、2.78%和 1.06%，较前值分别回升 0.33pct、0.68pct 和 0.17pct。

(3) 在供给端，工业和服务业加权同比增速为 6.8%，较前值上升 1.1pct，其中，工业生产和服务业生产分别贡献 2.7%和 4.1%，较上月分别增长 0.6pct 和 0.5pct。

(4) 从供需两端来看，供需缺口收窄，呈现向上寻找再平衡。3 月供需缺口收窄至 1.26%，为 2024 年 4 月以来阶段性低点，较前值下降 0.09pct，呈现向上寻找再平衡，需求拉动生产的良性循环迹象显现，但是作为供需博弈的价格并未回升，3 月 PPI 同比增速为-2.5%，或指向供需缺口仍有待进一步弥补。

图表1：供需缺口收窄，向上寻求再平衡



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 消费增速边际放缓，政策驱动强于内生修复

2.1 1-2 月消费增速边际放缓，限额以上商品消费是主要支撑

(1) 3 月消费好于预期，但剔除低基数扰动，消费延续边际放缓。

3 月社零同比增速为 5.9%，好于前值和预期，较前值上升 1.9pct，较 wind 一致预期 4.36% 高 1.54pct。若剔除基数效应来看，从两年复合增速来看，3 月社零两年复合增速为 4.49%，较前值回落 0.26pct，显示消费呈现边际回落。

(2) 从商品和餐饮消费来看，商品消费小幅改善，餐饮消费成为消费边际放缓的主要拖累。

3 月商品消费同比增速 5.9%，较前值回升 2pct，存在低基数效应扰动。若剔除低基数效应，从两年复合增速来看，3 月商品消费两年复合增速为 4.29%，略高于前值 4.25%，显示商品消费延续边际回暖态势。

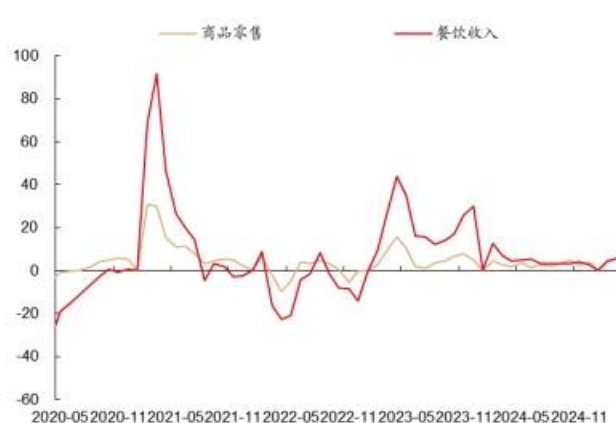
3 月餐饮消费同比增速 5.6%，较前值回落 1.3pct，存在高基数的扰动。若剔除高基数效应，从两年复合增速来看，3 月餐饮消费两年复合增速为 6.25%，较前值 8.32% 下降 2.07pct，是 3 月消费边际回落的主要原因。

图表2：社会消费品零售总额同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表3：商品零售和餐饮收入同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

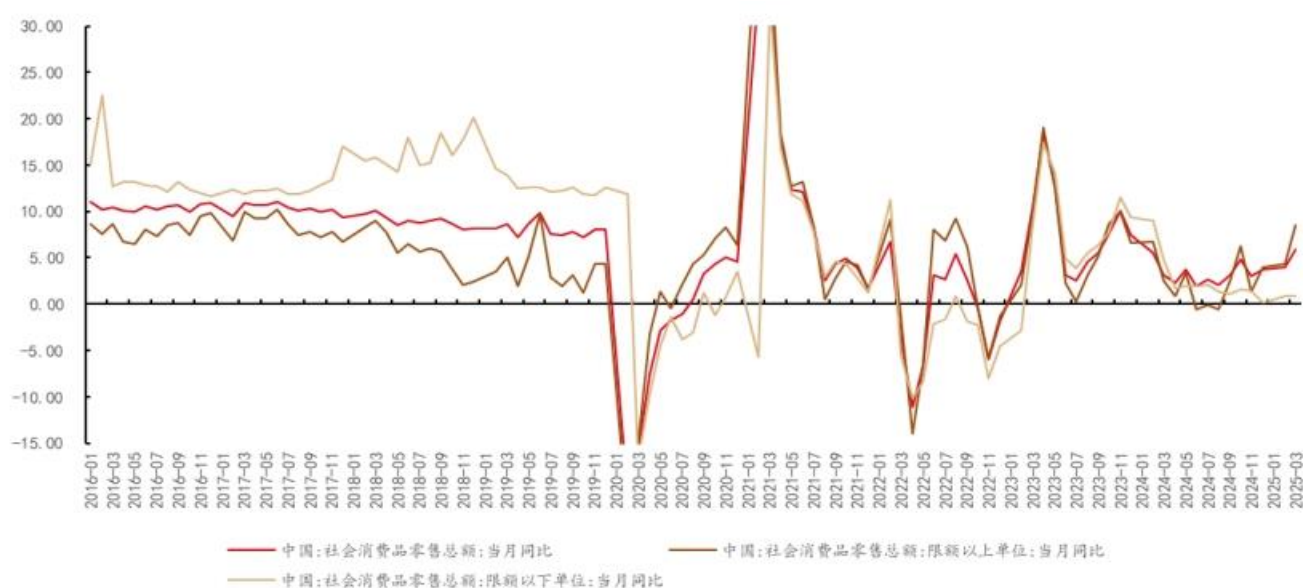
(3) 从限额以上和限额以下两个维度看，限额以上和限额以下消费分化进一步加剧，限额以上企业消费成为消费主要支撑，而限额以下消费品零售总额同比增速延续边际放缓。

限额以上单位消费是消费的主要支撑力。3 月限额以上单位的消费品零售总额同比增长 8.5%，较前值增长 4.2%，边际增长明显。若考虑低基数效应，从两

年复合增速来看，3月限额以上单位的消费品零售总额复合增速为5.51%，较前值回升0.02%。

限额以下单位消费延续边际回落。从社会消费品零售总额扣除限额以上单位社会消费品零售总额计算限额以下社会消费品零售总额，3月限额以下消费品零售总额同比增速为0.92%，较前值回升0.1pct。若剔除低基数效应影响，限额以下消费品零售总额两年复合增速为2.87%，较前值4.82%回落1.94pct，显示限额以下消费延续边际回落。

图表4：限额以上和限额以下消费同比增速（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.2 政策驱动型商品需求高增，地产链传导效应增强

从前文分析，商品消费延续边际回升，且限额以上消费是消费的主要拉动力，本部分重点分析限额以上商品消费，探讨支撑消费的主要因素。通过对限额以上商品消费来看，政策驱动型商品消费仍是主要支撑，其中，（1）电器和音像器材类、家具类同比增速保持高位，且边际改善较为明显；（2）通讯器材类、体育、娱乐用品类、文化办公用品类同比增速保持高位，同比增速小幅边际改善；（3）汽车类、饮料类和金银珠宝类同比增速保持小幅正增长，但边际改善较为明显。

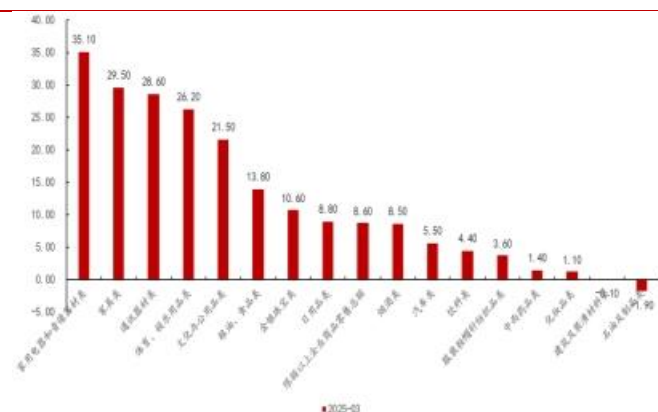
从限额以上商品消费同比增速来看，政策驱动型商品消费增速保持高速增长。

3月限额以上商品消费同比增速排名前五位是家用电器和音响器材类（35.1%）、家具类（29.5%）、通讯器材类（28.6%）、体育、娱乐用品类（26.2%）、文化办公

用品类 (21.5%)，同比增速均维持在 20% 以上的较高增速水平。其中，家用电器和音响器材类、家具类、通讯器材类属于政策驱动型商品，或指向促销费政策效果持续显现；体育和娱乐用品类、文化办公用品类消费保持高增，或与国货“潮品”品牌建设有关，亦与近期《促消费专项行动方案》相吻合。因此，整体来看，我们认为，促消费政策是当前消费的重要支持力量。此外，家具类消费同比增速边际改善，亦与近期房地产市场销售回暖有关，在 1-2 月经济数据中已有体现，而房地产市场回暖亦受益于稳地产政策。若后续房地产销售延续回暖，家具类消费应具有可持续性。

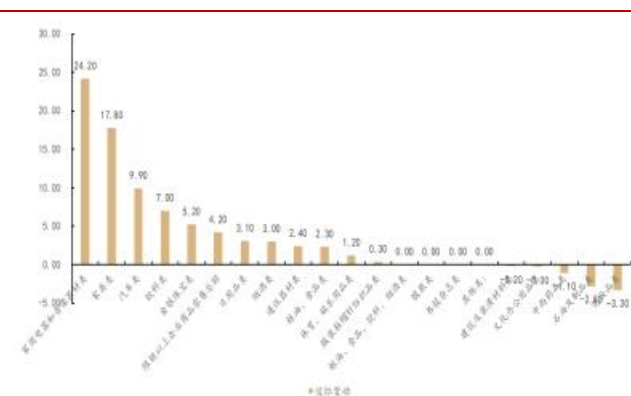
从限额以上商品消费同比增速边际变动来看,政策驱动型商品消费好于其他商品,但饮料类和金银珠宝类消费边际改善。3月限额以上商品消费同比增速边际变动排名前五位的是家用电器和音像器材类(24.2%)、家具类(17.8%)、汽车类(9.9%)、饮料类(7%)和金银珠宝类(5.2%),其中,前三类均是政策驱动型商品,显示促消费政策效果尚未边际递减。

图表5: 限额以上商品消费增速 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表6: 限额以上商品消费增速边际变化 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

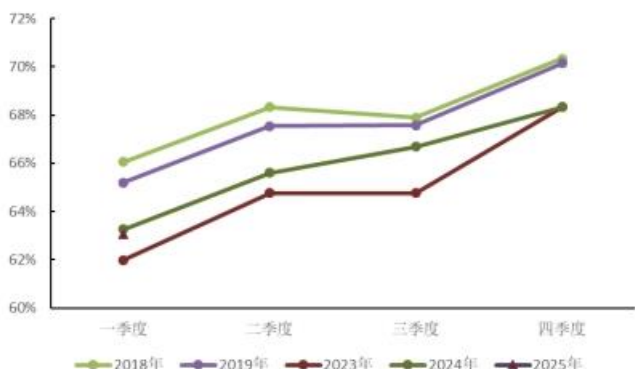
2.3 居民消费预算约束或保持不变, 居民消费有趋于谨慎的迹象

一季度消费相对去年12月均呈现边际走弱态势，这从居民边际消费倾向亦有所体现。消费取决于居民收入和居民边际消费倾向，其中，居民边际消费倾向采用居民消费支出/居民可支配收入指标衡量。经计算可知，一季度居民边际消费倾向为63.07%，较去年同期下降0.19pct，这或意味着居民消费预算约束并未发生变化，甚至消费倾向趋于谨慎。

促消费政策效果兑现与居民收入保持相对稳定增长有关。一季度,居民人均可支配收入同比增长 5.5%,社会消费品零售总额累计同比增长 4.6%,社零增

速低于居民人均可支配收入同比增速，虽然存在服务消费影响，但不能忽视居民边际消费倾向小幅回落的事实。因此，促消费政策的可持续性，仍与居民收入相关。

图表7：居民边际消费倾向（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表8：居民可支配收入增速与社零同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

3 基建投资托底固定资产投资，房地产投资尚未企稳

1-3 月固定资产投资累计同比增速 4.2%，好于 wind 一致预期 4.03%，较前值回升 0.1pct，不存在基数扰动，成为需求回暖的重要支撑。其中，狭义基建投资累计同比增速为 5.8%，较前值回升 0.2pct，广义基建投资累计同比增速为 11.5%，较前值回升 1.55pct，较为明显改善，成为固定资产投资回暖的主要支撑；制造业投资累计同比增速为 9.1%，较前值回升 0.1%，小幅改善；房地产投资累计同比增速为-9.9%，较前值回落 0.1pct，符合我们前期判断。

3.1 政策前置发力，托底基建投资回暖

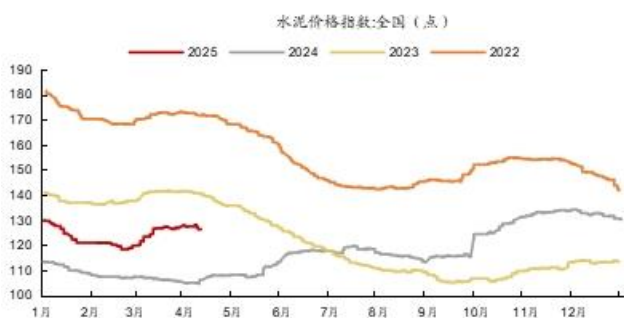
当前国际形势中不稳定、不确定、不安全因素日益突出，为实现我国高质量发展目标，自去年四季度以来，我国稳增长政策持续发力，促消费与扩投资双轮驱动，其中基建投资成为重要抓手。

从基建投资资金来源看，财政靠前发力，同时化债政策持续落地，为基建投资提供资金保障。1-3 月新增专项债累计发行 9602.41 亿元，较去年同期增加 3261.17 亿元，3 月国债和地方政府债净融资额为 1.48 万亿，较去年同期增加 1.05 万亿元，体现积极财政政策靠前发力。同时，3 月财政存款减少，意味着财政支出强度增加，财政资金向企业活期存款转化，3 月 M1 同比增速回升亦有所

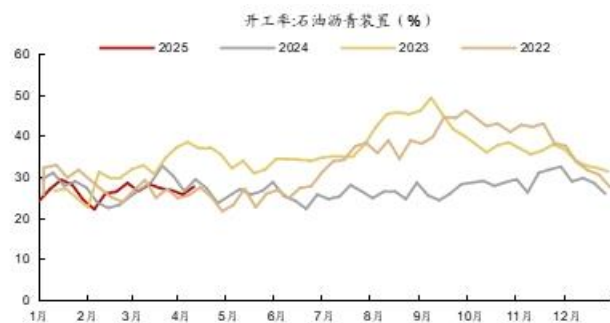
体现，这或推动基建投资相关实物工作量加速形成。此外，再融资专项债 4405.67 亿元，化债政策持续推进，改善相关企业现金流，加速项目建设的动工。

从基建投资相关工业需求来看，水泥价格环比小幅回升，石油沥青装置开工率环比回升，库存环比走低，挖掘机销量和开工小时数同比高增，均说明基建领域需求环比有所回暖。截至 3 月 31 日，3 月平均水泥价格指数为 125.16，较 2 月平均价格指数增长 4.43%；截至 3 月 26 日，3 月石油沥青装置平均开工率为 27.15%，较 2 月平均开工率 25.73% 回升 1.43 个百分点。截至 3 月 28 日，3 月周度平均沥青库存为 60341.50 吨，环比增长-18.51%；3 月，挖掘机主要制造企业共销售挖掘机 29590 台，同比增长 18.5%。其中国内销量 19517 台，同比增长 28.5%；3 月，据中国工程机械工业协会统计，反映工程建设热度的工程机械平均工作时长同比增长 6.53%。

图表9：水泥价格指数（点）



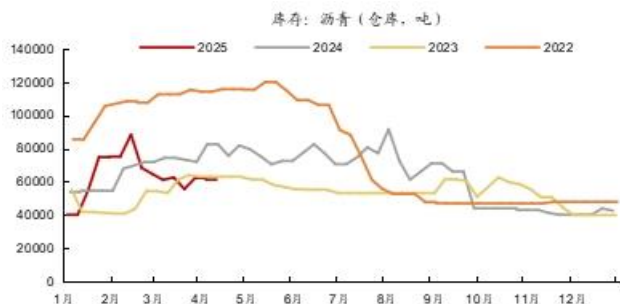
图表10：石油沥青装置开工率（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表11：沥青库存



图表12：螺纹钢主要钢厂开工率（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

3.2 稳增长仍离不开基建投资托底，地方政府投资意愿逐步改善

再次强调，促消费扩内需虽然是当前重点工作，但在当前经济尚未完全走出需求不足的情况下，完全依赖提升消费率拉动经济，政策或短期有效，中长期作用或相对有限。若切实改善有效需求不足，需要投资与消费的相互促进作用，而基建投资仍是切实有效的抓手。虽然地方政府债务化解工作基调不变，但强调发展与化债双轮驱动，且推行专项债“自审自发”试点工作，地方政府投资意愿或逐步改善。

2024 年 12 月 25 日，国务院办公厅发布关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见，允许经济大省等开展专项债券项目“自审自发”试点，试点地区滚动组织筛选形成本地区项目清单，报经省级政府审核批准后不再报国家发展改革委、财政部审核，可立即组织发行专项债券。专项债券发行优化，或提升经济大省发行专项债的动力。2025 年 1-3 月，广东、江苏、山东、浙江、四川、河南、湖北、福建、上海、湖南十个经济大省发行新增专项债为 6036.99 亿元，占年度新增专项债发行额度的 62.87%

地方政府投资意愿逐步修复，重大项目计划投资额企稳回升。2025 年已经有 15 个省市公布重大项目年度计划投资额，可比口径下，11 省份 2025 年计划投资额同比增长-0.5%，较 2024 年回升 5.9 个百分点。

4 展望：消费需求稳固，关注政策再平衡

自去年四季度以来，稳增长政策持续发力，政策效果持续显现。今年一季度我国经济实现了良好开局，经济增长 5.4%，好于市场预期，环比增长 1.2%，呈现稳中向好的态势，供需两端回暖，需求改善好于供给，供需缺口收窄，有效需求不足的矛盾有所缓解，其中，消费成为拉动需求回暖主要支撑，投资和出口亦保持相对稳定。不畏浮云遮望眼，仍需理性看待当前形势。站在当前时点来看，需要关注以下几个方面：

一是政策驱动型消费持续回暖，叠加基数效应，短期消费对经济支撑效应较为突出。尽管居民消费倾向回落对需求端形成制约，但当前政策驱动型商品消费仍展现超预期的修复力，且居民收入短期具有刚性特点，短期消费对经济增长形成显著支撑。从结构上来看，电器和音像器材类、家具类同比增速保持高位，且边际改善较为明显；通讯器材类、体育、娱乐用品类、文化办公用品类同比增速

保持高位，同比增速小幅边际改善；汽车类、饮料类和金银珠宝类同比增速保持小幅正增长，但边际改善较为明显。此外，低基数亦会放大增长弹性。整体来看，当前消费市场呈现“政策驱动强于内生修复”的阶段性特征，短期支撑犹在，但需关注边际支撑力的可持续性，核心仍是居民就业和收入，重点关注通胀回升向好的信号。

二是关注“两重”和人工智能基础设施投资等新方向。投资与消费双轮驱动，仍是经济实现良性循环的关键。考虑短期外需面临一定外部压力，或对制造业投资产生负向影响，同时虽然房地产销售有所回暖，但房地产供求关系发生变化，存量房地产仍处于消化期，房地产投资企稳回升或仍需时间，因此，稳投资仍离不开基建投资托底。我们再次提示，基建投资方向或集中于“两重”和人工智能基础设施投资等新方向。

三是在货币政策方面，我们再次提示，若美元延续走弱趋势，二季度至少降息 10bp 的概率接近 100%，至少降息 15bp 的概率为 45.8%（详见报告《宽松的货币政策择何时？》）；在财政政策方面，不排除财政动用储备政策，直接对冲出口产业链的负面影响，但增量政策节奏或在下半年发力，二季度或是存量政策加速落地期。

5 风险提示

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048