

2025 年 04 月 17 日

5.4%不是超常规政策的约束项

宏观研究团队

——兼评 Q1 经济数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

● GDP：Q1 实现开门红，抢转口与抢生产贡献较大

1、2025Q1 实际 GDP 同比增长 5.4%、高于万得一致预期的 5.2%。分产业看，抢转口提振工业生产，第二产业 GDP 明显改善，其中交运设备、计算机通信电子、电气机械等出口链贡献较大。供需结构来看，3 月产销率为历年最低水平。诸多线索指向，3 月企业在对等关税落地前加大生产囤货、抢出口抢转口，从而导致产销率走高，价格水平仍有待修复。

2、财产净收入提振居民可支配收入。房价止跌回稳叠加 DeepSeek 驱动的科技股重估行情，居民财产净收入增速明显回暖。居民投入产出端呈现了“工时放缓、时薪增速回升”的积极姿态；储蓄率相对平稳，接近 2024 年同期水平但仍高于疫前平均水平。

● 固投：地产投资微降，基建、制造业改善

1、地产：投资微降，销售降幅明显收窄。从高频指标来看，二手房和新房成交均有降温迹象，3 月二手房价降幅收窄但斜率放缓。伴随外部风险临近，房地产作为内需重要分项有必要从“止跌回稳”迈向“企稳回升”。

2、制造业：科创再贷款扩容提振设备更新。设备工器具购置累计同比上行 1.0 个百分点至 19.0%。分行业来看，汽车、通用设备、化学制品走弱，有色冶炼、金属制品、电气机械、农副食品边际改善。

3、基建：专项债前置发力，基建有望延续较高增速。3 月广义和狭义基建均改善，分项来看，水利管理延续较高增速，公共设施管理、道路运输分别较前值提高了 2.3、3.0 个百分点。资金端，截至 4 月 16 日专项债发行进度为 25.0%、明显超过 2024 年同期水平，Q2 发行进度的差异可能进一步走扩，有利于支撑基建增速稳步向上。

● 消费：低基数与以旧换新政策共振

低基数与以旧换新政策共振，社零增速延续改善。3 月社零当月同比大幅改善了 1.9 个百分点，但剔除基数效应后，两年复合增速指向社零不升反降。以旧换新政策继续显效，考虑进一步走低的基数，预计 Q2、Q3 社零读数仍有较强支撑。

● 应对关税扰动，超常规政策有望发力

1、Q1 GDP 数据超预期，多数经济分项边际改善，但当下更应关注对等关税加码对出口和经济的拖累。美国对华加征关税升至 145%，或已脱离了可线性外推的区间。我们以“美国对华进口依赖度”修正此前测算模型，54%、104%、145% 三种关税情形下，对我国 GDP 的扰动在 1-2 个百分点区间，意味着对冲政策规模可能较大。

2、我们认为超常规政策有望发力，更加注重投资于以及出口企业支持。除了已明确的降准降息，消费端：消费补贴可能扩容并新增服务消费券（餐饮、住宿、旅游、电影、文娱等），减少商品消费潜在的透支效应；出台中央层面生育补贴；增加收入性政策（养老、医保、劳动工资上调）；若关税影响超预期，对中低收入群体定向补贴或非“零概率”的政策选项。地产端，可能包括再次新增一批货币化安置规模、扩大地方收储力度、放开一线城市限购等。

● 风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《间接抢出口推动 3 月出口高增—宏观经济点评》-2025.4.15

《信贷改善背后的结构性特征—宏观经济点评》-2025.4.14

《以我为主，扩大内需—宏观周报》-2025.4.13

目 录

1、 GDP：Q1 实现开门红，抢转口与抢生产贡献较大.....	3
2、 固投端：地产投资微降，基建、制造业改善.....	5
3、 消费：低基数与以旧换新政策共振	6
4、 应对关税扰动，超常规政策有望发力	7
5、 风险提示	8

图表目录

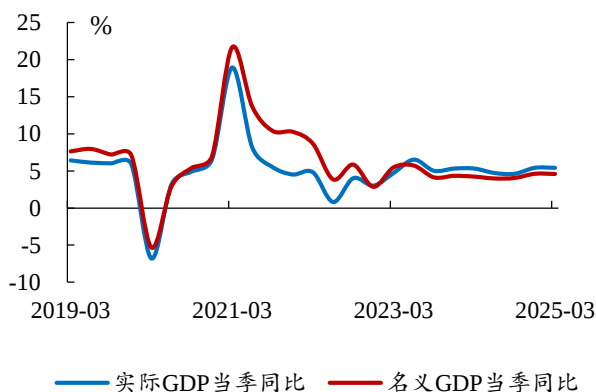
图 1： Q1 GDP 实际同比为 5.4%.....	3
图 2： 第二产业 GDP 增速改善较快	3
图 3： 抢转口提振工业生产	4
图 4： 供需结构仍不佳	4
图 5： 居民财产净收入延续回升	4
图 6： Q1 居民储蓄率 29.5%.....	4
图 7： Q1 居民工时下降、时薪增速改善.....	5
图 8： 商品房销售降幅明显收窄	5
图 9： 库销比领先二手房价，4 月温和修复	5
图 10： 设备更新增速继续走高	6
图 11： 汽车、食品、通用设备、化学制品投资增速改善.....	6
图 12： 专项债前置提振基建增速	6
图 13： 公共设施管理、道路运输边际改善.....	6
图 14： 3 月社零同比明显上行	7
图 15： 政策支持品类中，家电、家具、汽车边际改善.....	7
图 16： 根据美国对华依赖度，推演不同关税幅度对我国 GDP 影响.....	7

2025 年 Q1 GDP 实际同比 5.4%（预期 5.2%），3 月工业增加值同比 7.7%（预期 5.9%），社零同比 5.9%（预期 4.4%），服务零售额累计同比 5.0%，固定资产投资累计同比 4.2%（预期 4.0%）。其中，广义基建、制造业、房地产投资分别为 11.5%、9.1%、-9.9%，对应预期为 7.2%、8.9%、-10.2%。

1、GDP：Q1 实现开门红，抢转口与抢生产贡献较大

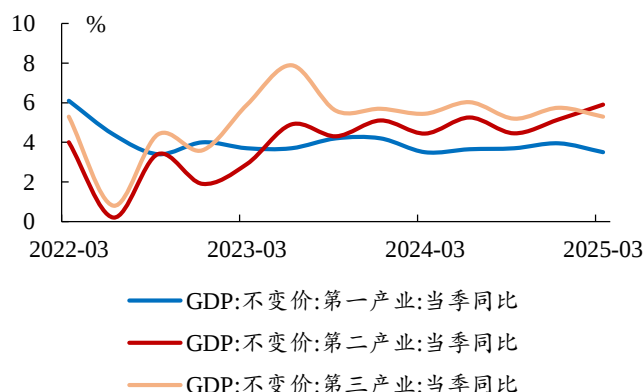
2025Q1 实际 GDP 同比增长 5.4%、高于万得一致预期的 5.2%。Q1 GDP 环比为 1.2%，自 2024Q4 一揽子增量政策落实、存量政策显效以来，连续 2 个季度维持较高修复斜率；分产业看，Q1 第一、二、三产业的 GDP 增速分别为 3.5%、5.9%、5.3%，较前值分别变动了-0.2、+0.7、-0.5 个百分点；价格水平仍有待修复，Q1 名义 GDP 与实际 GDP 的增速差为-0.8%、基本接近前值。

图1：Q1 GDP 实际同比为 5.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

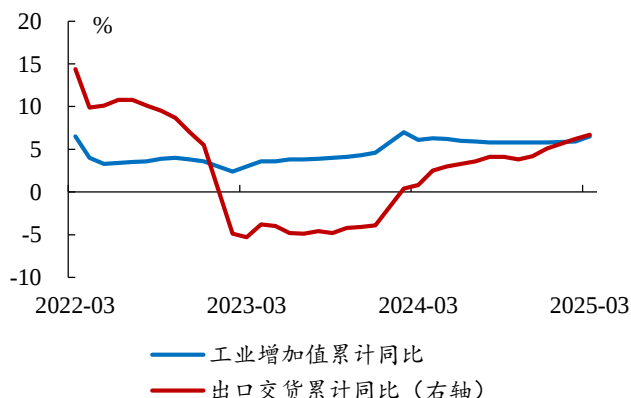
图2：第二产业 GDP 增速改善较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

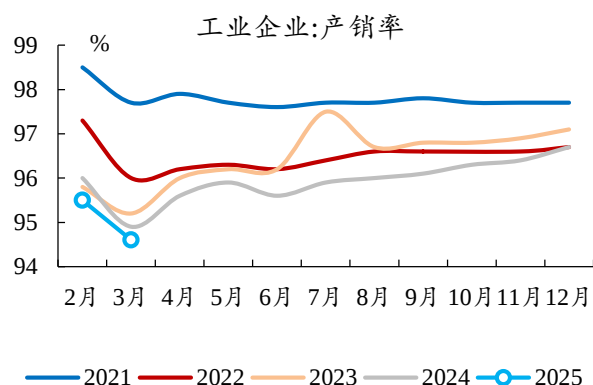
抢转口提振工业生产，产销率指向延续性或不强。3 月工业增加值同比大幅抬升至 7.7%，交运设备、计算机通信电子、电气机械等出口链贡献较大；服务业生产改善至 6.3%，信息软件技术、租赁商务服务等表现较好。供需结构来看，3 月产销率为 94.6%、为历年最低水平。诸多线索指向，3 月企业在对等关税落地前加大生产囤货、抢出口抢转口，从而导致产销率走弱，此种情形下经济高增的延续性可能不强。

图3：抢转口提振工业生产



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

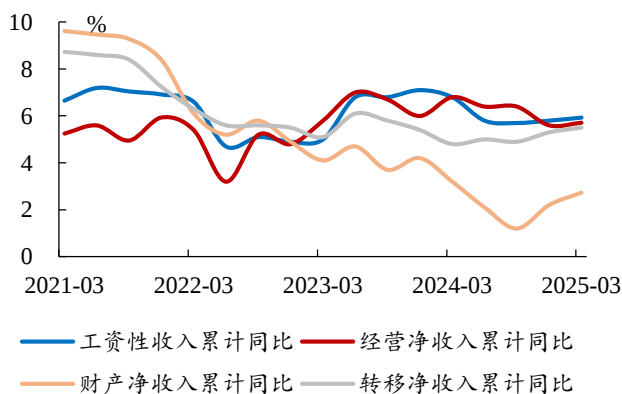
图4：供需结构仍不佳



数据来源：Wind、开源证券研究所

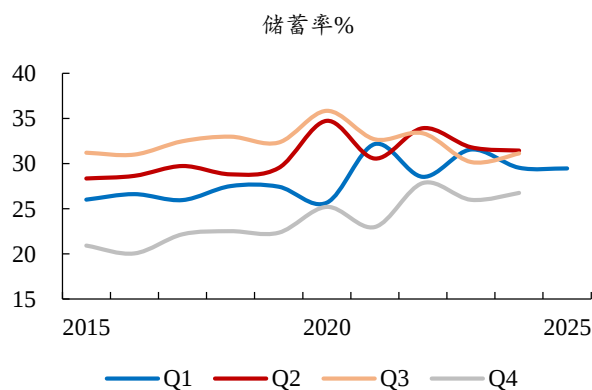
财产净收入提振居民可支配收入：2025Q1 人均可支配收入实际增速 5.6%、边际改善了 0.5 个百分点，其中居民财产净收入增速明显回暖，主因房价止跌回稳和 DeepSeek 驱动的科技股重估行情。居民投入产出端呈现了“工时放缓、时薪增速回升”的积极姿态，2025Q1 就业人员周均工作时间下降了 0.6 小时至 48.2 小时，时薪增速升至 6.2%。储蓄率相对平稳，2025Q1 居民部门储蓄率为 29.5%，接近 2024 年同期水平但仍高于疫前平均水平。

图5：居民财产净收入延续回升

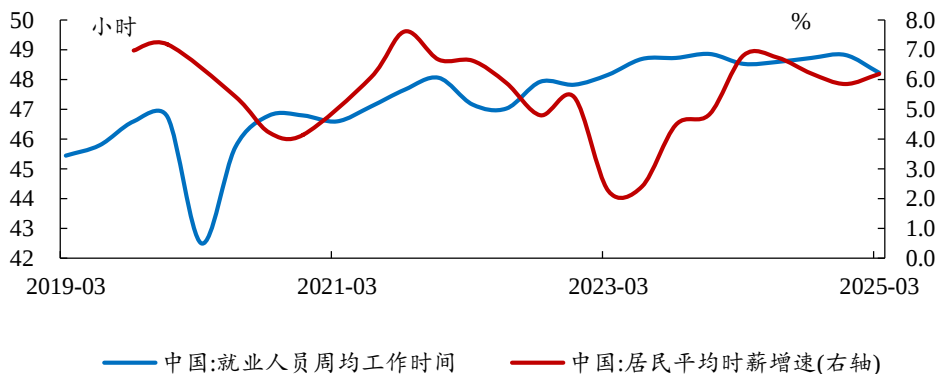


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：Q1 居民储蓄率 29.5%



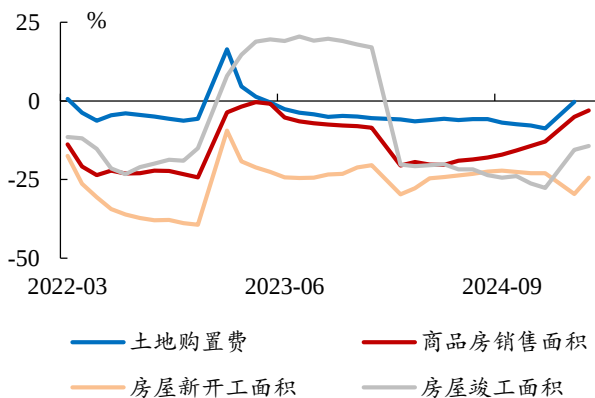
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：Q1 居民工时下降、时薪增速改善


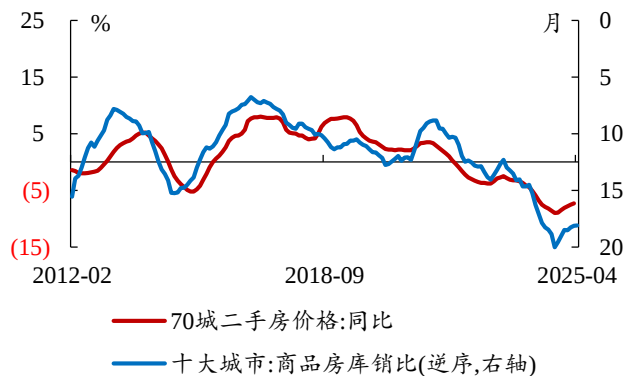
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：剔除 2020Q1、2021Q1 两个异常值

2、固投端：地产投资微降，基建、制造业改善

(1)地产：销售降幅收窄，领先指标库销比温和修复。1-3 月地产投资累计同比为 -9.9%，测算地产投资当月同比为 -10.0%、较前值小幅下滑，新开工、竣工、销售面积累计同比分别较前值改善了 5.2、1.3、2.1 个百分点。

图8：商品房销售降幅明显收窄


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：库销比领先二手房价，4 月温和修复


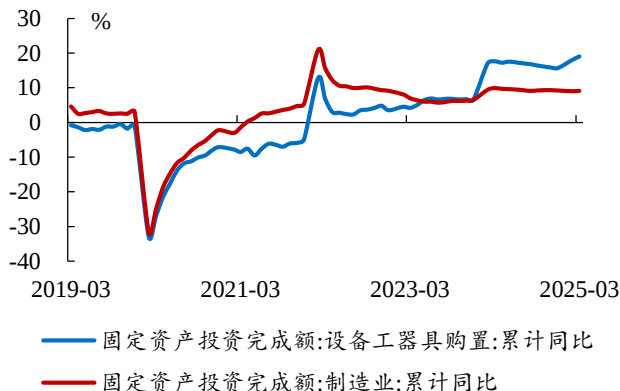
数据来源：Wind、开源证券研究所

从高频指标来看：2025 年 4 月二手房和新房成交均有降温迹象，3 月二手房价降幅收窄但斜率放缓，作为领先指标的库销比在完成一轮修复后趋于平稳。伴随外部风险临近，房地产作为内需重要分项有必要从“止跌回稳”迈向“企稳回升”，政策工具箱可能包括再次新增一批货币化安置规模、扩大地方收储力度、放开一线城市限购等。

(2)制造业：科创再贷款扩容提振设备更新。1-3 月制造业累计同比为 9.1%、较

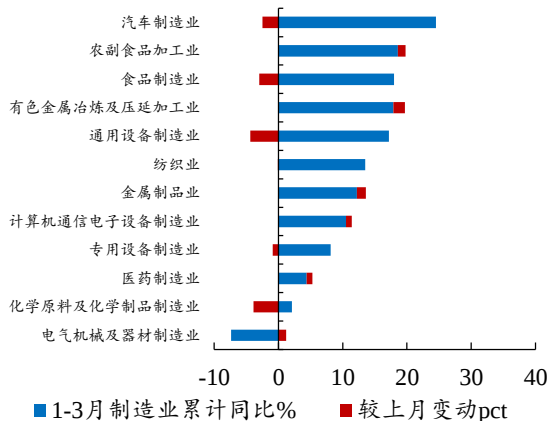
前值提高 0.1 个百分点，其中设备工器具购置累计同比上行 1.0 个百分点至 19.0%。分行业来看，汽车、通用设备、化学制品走弱，有色冶炼、金属制品、电气机械、农副食品边际改善。

图10：设备更新增速继续走高



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

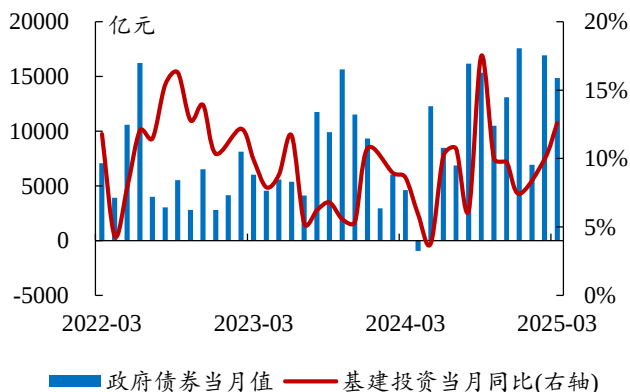
图11：汽车、食品、通用设备、化学制品投资增速改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

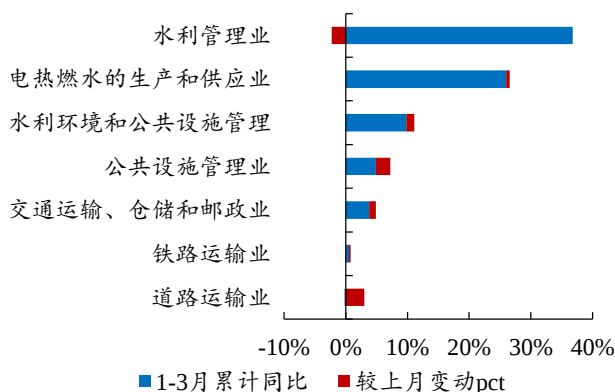
(3)基建：专项债前置发力，基建有望延续较高增速。3 月广义基建累计同比提高了 1.6 个百分点至 11.5%，狭义基建则提高了 0.2 个百分点至 5.8%。分项来看，水利管理延续较高增速，公共设施管理、道路运输分别较前值提高了 2.3、3.0 个百分点。资金端，截至 4 月 16 日专项债发行进度为 25.0%、明显超过 2024 年同期水平，Q2 发行进度的差异可能进一步走扩，有利于支撑基建增速稳步向上。

图12：专项债前置提振基建增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：公共设施管理、道路运输边际改善



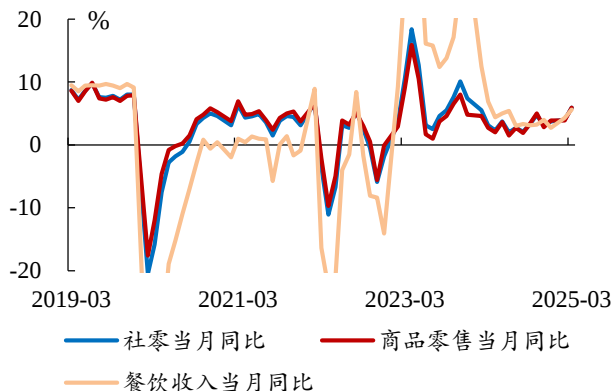
数据来源：国务院、Wind、开源证券研究所

3、消费：低基数与以旧换新政策共振

低基数与以旧换新政策共振，社零增速延续改善。3 月社零当月同比则大幅改善了 1.9 个百分点至 5.9%，但需要指出的是基数贡献不低，从两年复合增速来看，社

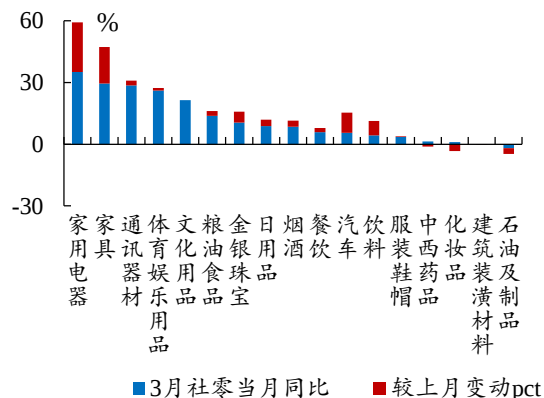
零当月同比从2月的4.7%小幅降至3月的4.5%。政策支持品类中，家电、家具、汽车、通讯器材分别较前值改善了24.2、17.8、9.9、2.4个百分点。考虑到进一步走低的基数，预计Q2、Q3社零读数仍有较强支撑。

图14：3月社零同比明显上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：政策支持品类中，家电、家具、汽车边际改善

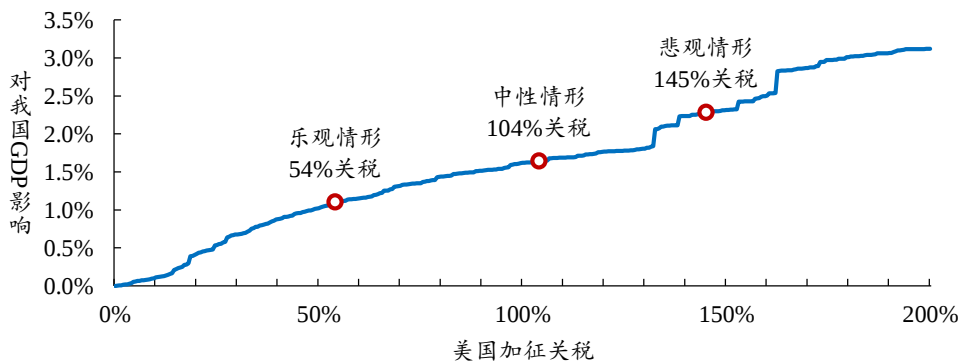


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、应对关税扰动，超常规政策有望发力

Q1 GDP 数据超预期，多数经济分项边际改善，但当下更应关注美国对华关税大幅加码对出口和经济的拖累。在《相对客观地看待关税影响》专题中，我们测算了10%-60%关税的影响，但当前美国对华关税升至145%或已脱离了可线性外推的区间。假设美国对华进口依赖度越高的商品其价格弹性越不敏感，且关税由出口商和进口商各承担50%，可进一步描绘关税与GDP影响的非线性关系。54%、104%、145%三种关税情形下，测算对我国GDP的扰动或在1-2个百分点区间，意味着对冲政策规模可能较大。

图16：根据美国对华依赖度，推演不同关税幅度对我国GDP影响



数据来源：TradeMap、Wind、开源证券研究所

我们认为超常规政策有望发力，更加注重投资于人和出口企业支持。除了已明确的降准降息，消费端：消费补贴可能扩容并新增服务消费券（餐饮、住宿、旅游、电影、体娱等），减少商品消费潜在的透支效应；出台中央层面生育补贴；增加收

入性政策（养老、医保、劳动工资上调）；若关税扰动超预期，对中低收入群体定向补贴或非“零概率”的政策选项。**地产端：**可能包括再次新增一批货币化安置规模、扩大地方收储力度、放开一线城市限购等。

5、风险提示

- (1)政策力度不及预期；
- (2)美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn