

2025年04月16日

“抢出口”带动生产，“以旧换新”支撑社零

——国内观察：2025年3月经济数据

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**4月16日，国家统计局公布2025年3月经济数据。3月社零总额同比5.9%，前值4.0%；固投同比4.2%，前值4.1%；规上工业增加值同比7.7%，前值5.9%。
- **核心观点：**一季度GDP增速超预期，3月延续“开门红”的表现，尤其工业生产表现亮眼，春节错位导致的低基数、抢出口、高技术均有带动。社零以及制造业投资继续受益于“两新”政策，稳中有升，尤其是社零中涉及以旧换新的品类贡献率接近5成。地产依然分化，销售明显强于投资，一是关注销售改善的持续性，二是关注收储以及城市更新的进展。基建在扩内需的背景下，关注托底的成色。一季度亮眼的经济数据发生在当前的最大变量“对等关税”落地之前，中美贸易顺差（仅考虑商品）自4月起清零至年底的极端情形下，对全年GDP的拖累可能在1.5个百分点以上，关注4月政治局会议增量政策出台的可能性。
- **一季度经济“开门红”。**2025年一季度GDP不变价当季同比5.4%，高于Wind一致预期的5.16%，持平于前值。一季度基数并不低，反映出经济“开门红”的含金量，也是前期政策集中落地后的效果显现。名义GDP增速4.6%，与前值持平，平减指数-0.77%。
- **第二产业支撑明显。**分三大产业来看，受益于工业生产的加快，第二产业明显提速，2025Q1升至5.9%，较前值上升0.7个百分点；第一产业和第三产业分别较前值回落0.2和0.5个百分点至3.5%和5.3%。
- **工业生产进一步提速。**3月规模以上工业增加值当月同比升至7.2%，为2022年2月以来最高（1-2月合并来看）。生产进一步加快有以下几条线索：1.“抢出口”可能仍有带动，对应出口交货值增速3月也升至7.7%。2.高技术制造业明显带动，3月升至10.7%，高出整体制造业2.8个百分点，高出整体规上工业生产3.0个百分点。3.春节错位因素下低基数效应明显，去年春节较晚，3月逐步开工，工业增加值形成了4.5%的较低基数。4.分行业看，中游设备生产依然维持相对高位；上游采矿业受低基数的影响更为明显，去年3月当月同比仅为0.2%，煤炭、油气、黑色金属开采均有所上升；下游来看，汽车依然维持两位数以上增长，医药仍偏弱，其余相对稳健。
- **“以旧换新”效果持续显现。**3月社零增速回升至5.9%，高于前值，也高于去年全年中枢3.3%。分项上，餐饮收入和商品零售同比分别上升1.3和2.0个百分点至5.6%和5.9%。“以旧换新”政策效果持续显现，通讯器材、办公用品、家电、家具增速分别为28.6%、21.5%、35.1%、29.5%，均处于较高水平，此前转负的汽车零售增速也重新转正至5.5%，以上五类产品对整体社零增速贡献率在46%。受益于金价上涨，可选消费中金银珠宝零售增速升至10.6%，由于去年整体基数较低，后续可能仍有上行空间。此外，3月服务零售额累计同比5.0%，较前值提升0.1个百分点。
- **固投增速继续上升，制造业、基建支撑，地产拖累。**3月固投累计同比上升0.1个百分点至4.2%，经测算的当月同比4.3%，也高于前值。边际上来看，房地产投资增速仍处低位，制造业投资以及基建投资增速均有所上升。
- **地产销售与投资继续分化。**3月商品房销售累计同比降幅进一步收窄至3.0%，此前30城新建商品房增速3月当月为7.3%，一线以及三线城市有支撑。但进入4月以来，截至15日，30城增速回落至11.29%，地产销售改善的持续性仍需关注。从投资端来看，3月累计同比仍

处于-9.9%的低位，且经测算的当月同比也并无明显改善，关注收储、城市更新建设等节奏。虽然扩内需消费是重要抓手，但如何缓解地产投资的拖累同样重要。

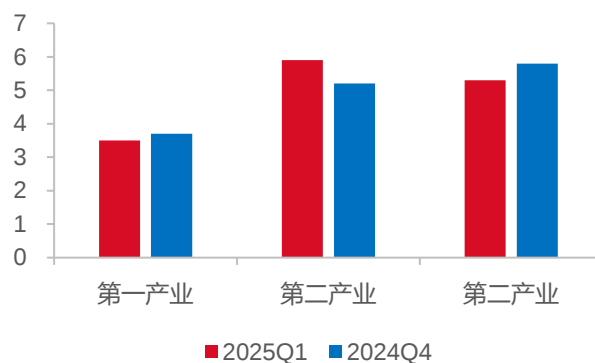
- **财政节奏加快，基建表现较好。**3月广义基建累计同比进一步升至11.5%，狭义基建也有小幅上升，但两者增速差明显扩大，反映电力投资表现较好。但另一方面，狭义基建增速水平也不低，累计同比以及经测算的当月同比均高于去年中枢，政府债加速发行后财政资金下沉或有明显贡献。
- **制造业依旧稳健。**3月制造业投资累计同比9.1%，较前值上升0.1个百分点，当月同比也同样稳健。行业上基本面并无明显变化，设备更新相关以及必选消费（尤其是与“吃”相关的行业）相关的行业投资增速较高。
- **风险提示：**政策落地不及预期；关税政策的不确定性；美债引发全球金融市场的风险。

图1 GDP 当季同比增速, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 一、二、三产业不变价同比, %



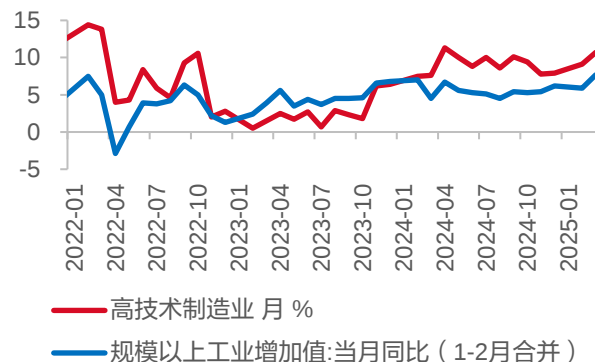
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 规模以上工业增加值当月同比, %



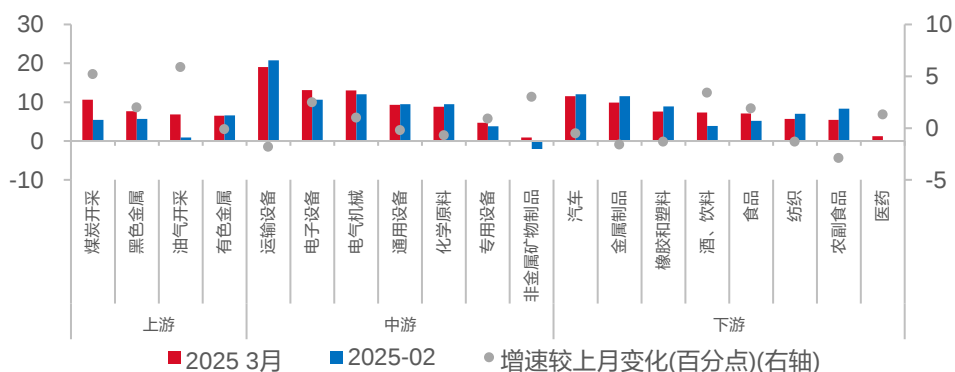
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 高技术制造业增加值当月同比, %



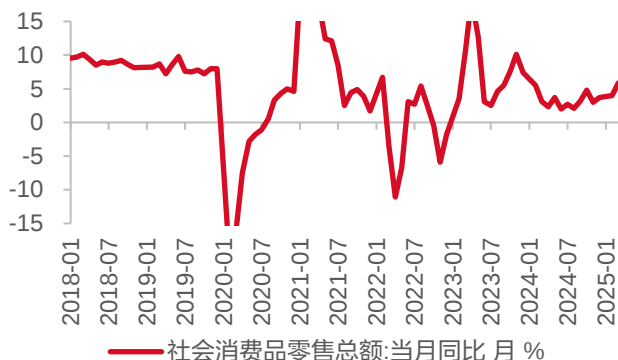
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 分行业工业增加值当月同比, %, %



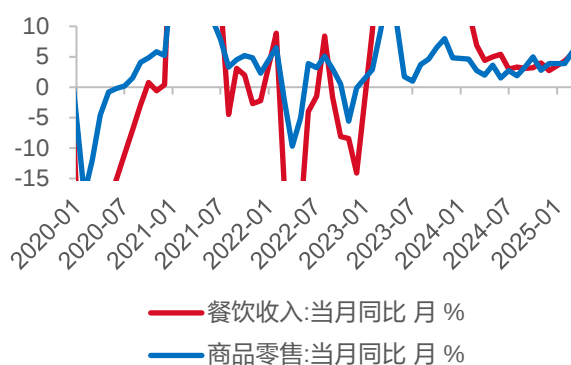
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 社会消费品零售总额当月同比, %



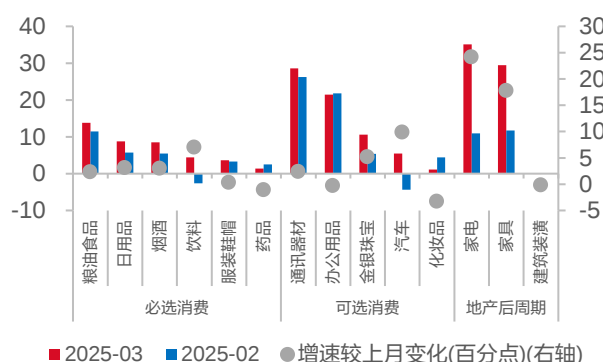
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图7 餐饮收入及商品零售当月同比, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图8 社零主要分项当月同比及较上月变化, %, %



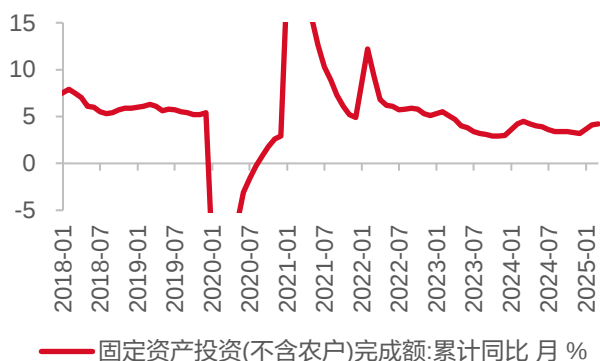
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图9 除汽车以外的消费品零售总额当月同比, %



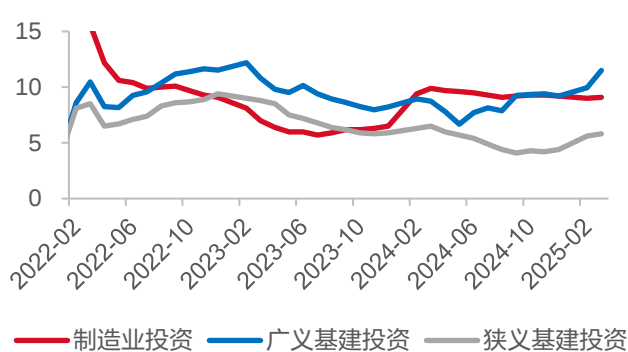
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图10 固定资产投资完成额累计同比, %



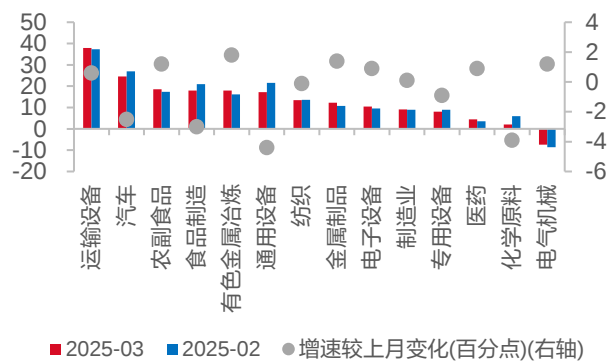
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图11 制造业、基建投资累计同比, %



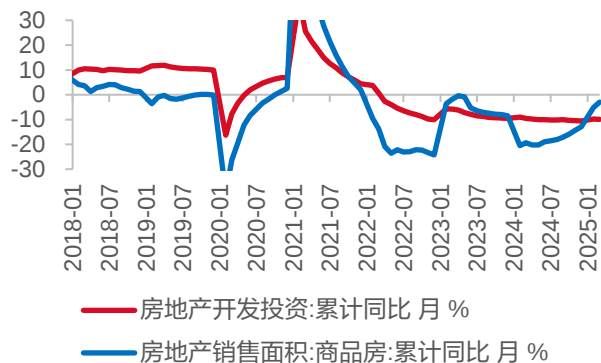
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图12 分行业制造业投资累计同比，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图13 房地产开发投资、商品房销售面积累计同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089