

5.4%后如何破逆风局？

2025 年 04 月 16 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：张云杰

执业证号：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**国家统计局 4 月 16 日公布数据，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%。

➤ **一季度的“开门红”虽然已经翻篇，但在关税冲突升级的逆风局下，为中美两国的博弈提供了相对有利的两大立足点。一是中国经济结构的转型降低了内在脆弱性，前期的金融风险及房地产风险基本出清。**截至 2024 年末，房地产投资占比由 2020 年高点的 19.5% 降至 11.8%，制造业占比则由 2020 年的 29.5% 升至 36.2%（其中高技术产业占全部制造业比重已升至 27.7%）；金融部门杠杆率（资产方）也由 2016 年末高点的 76.4% 降至 51.2%。

二是市场预期演绎表明本轮中美摩擦升级以来，我国基本面更具韧性。根据开年以来中美经济意外指数的走势来看，中国处于正区间的上行通道中，反观美国却处于负区间的下行通道中，这一局面远远好于 2018 年。

➤ **基于上述两大有利的立足点，稳市场无疑是阻力最小的方向，我们预计接下来的稳经济很可能遵循一个“两步走”的思路：**

第一步，拓外贸、财政发债前置。拓外贸上，从近期国家领导人出访越南、马来西亚、柬埔寨等足迹可见，“稳外贸”的战略方向在于非美贸易的拓展。在美国最新的关税豁免、暂缓 90 天关税的窗口期内，非美贸易市场存在较大迂回空间，这对于缓解出口压力有非常直接的作用。

财政发债前置上，包括今年一季度经济的“开门红”，也离不开去年下半年财政加力带来的滞后效应，政策的“接续”重要性凸显。回顾 2018 年，7 月中美贸易摩擦升级，8 月财政部便要求专项债在 10 月之前基本发行完毕，因此**今年二季度可能会迎来政府债发行的“高峰期”。**同时这也需要货币政策适时降准降息的协同配合，预计这些都将构成 4 月政治局会议的主线。

第二步，增量政策的再加码。顺着总理所提出的“加快释放服务消费潜力”这一政策逻辑，我们认为年中择机加码的增量政策可能包括：着力应对外部冲击下的就业风险，年中追加超长期特别国债以进一步支持“两新”，加力实施城中村改造、推进货币化安置等，7 月政治局会议可能是年中增量政策出台的重要窗口。

➤ **工业：“含科量”不浅。**3 月工业增加值同比增速为 7.7%，相较于 1-2 月的 5.9% 进一步提升，说明今年开年工业生产进度偏快。其中，3 月高技术产业工增同比的持续上行说明工业生产整体的加快更多是源于高科技产业拉动。

不过，工业端“供大于需”的结构性矛盾还在继续。2025 年一季度工业产能利用率从前值 76.2% 下降至 74.1%，**降幅略超季节性。**分不同行业来看，产能利用率有所上升的主要是小部分上游行业（如黑色冶炼、化纤、石油开采），而中下游的电气机械、电子设备、汽车制造等行业产能利用率跌势明显。

➤ **制造业：“开门红”的重要支柱。**3 月制造业投资同比增速录得 9.2%（1-2 月为 9.0%），继续高位上行，成为一季度经济数据中的“亮眼项”。**相较于 1-2**

相关研究

1. 2025 年 3 月外贸数据点评：3 月出口：从已知看未知-2025/04/14
2. 美国政策点评：关税豁免的“减震”信号有多强？-2025/04/13
3. “美国不是例外”系列：如期而至的流动性危机——写在美国股债汇三杀之时-2025/04/12
4. 2025 年 3 月通胀数据点评：消费和关税的“正、负反馈”-2025/04/12
5. 经济动态跟踪：增量政策的愿望清单-2025/04/10

月，对制造业投资增速拉动最大的行业为电子设备、电气机械、金属制品；相较于去年 3 月，对制造业投资增速拉动最大的行业为汽车制造、交通设备、纺织业。

➤ **基建：拐点的明确显现仍待时机。**3 月广义与狭义基建同比增速双双回升，前者同比增速为 12.6%（1-2 月为 10.0%），后者为 5.9%（1-2 月为 5.6%）。**广义基建投资同比增幅依旧大于狭义基建**，虽然广义基建三大板块增速均在上升，但公用事业领域的支撑还是“更胜一筹”。

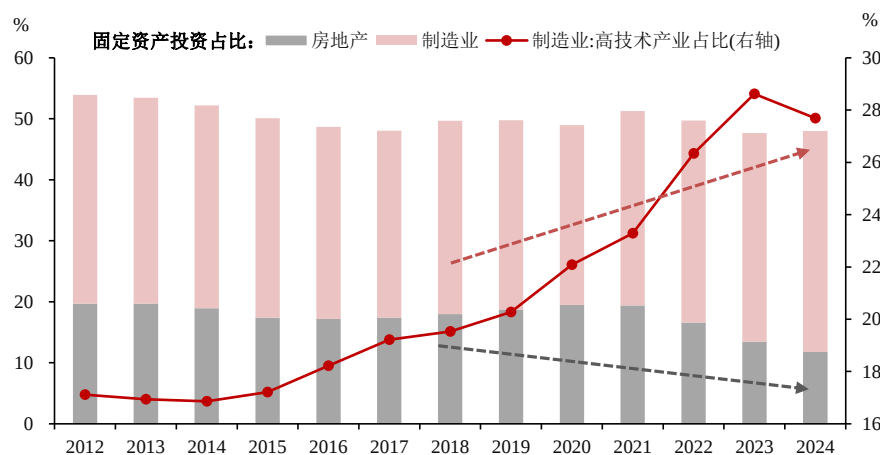
往后看，基建运行还是存在一些压力。从融资端来看，虽然剔除化债部分的新增专项债发行进度偏快，但是财政支出对基建的支持出现弱化。从项目招标来看，大型建筑企业的新签合同额、以及建筑业 PMI 的新订单指数都显示当前建筑业招标项目工程量并未出现明显改善。从项目开工来看，沥青开工率这一高频指标仍在历史同期低位徘徊。

➤ **消费：社零超预期是对政策成效和预期改善的“正反馈”。**3 月社零同比增长 5.9%、大幅高于市场预期的 4.4%。一方面，“以旧换新”加力扩围对家电、通讯器材、家具等消费的带动作用集中体现。另一方面，“稳市场”尤其是股市回暖带动预期改善，以餐饮收入为代表的服务消费同比增长 6.8%、较上月大幅抬升 3.6 个百分点，这都反映了政策的积极成效。

➤ **地产：“小阳春”和节后复工带动下，地产实物工作量加快。**伴随“春节错位”效应消退，地产成交的“小阳春”在 3 月数据中得以充分体现，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。

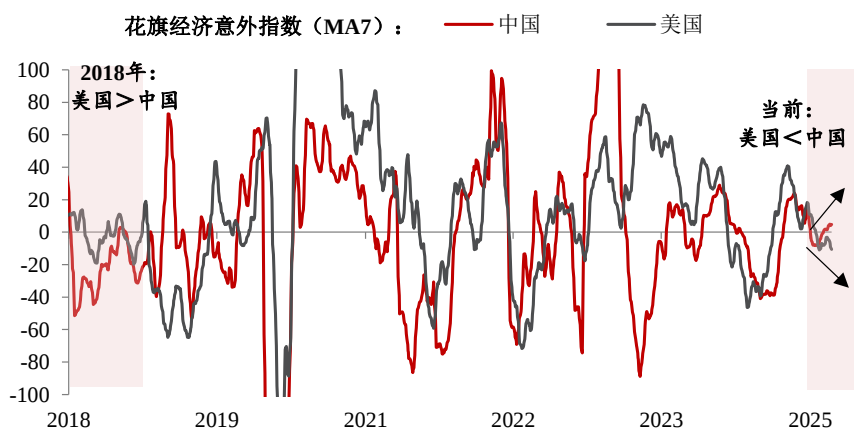
➤ **风险提示：**信息统计不完全；未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：2018 年以来，我国制造业投资比重持续上升



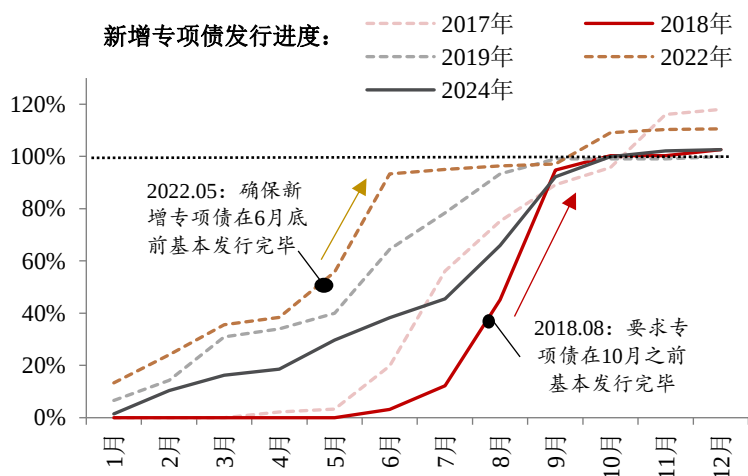
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：当前中国市场预期相较于美国偏乐观



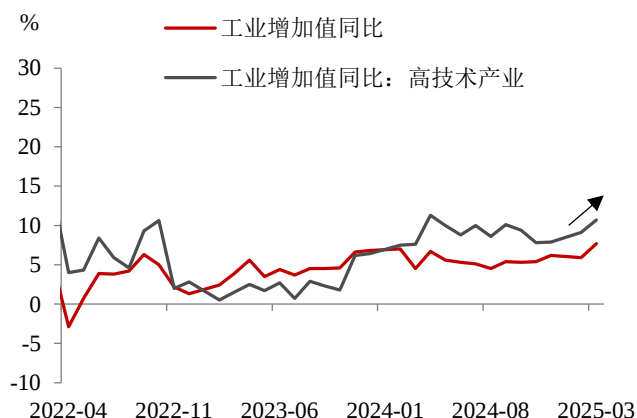
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：2018 年中美贸易冲突升级后，财政部要求加快专项债发行



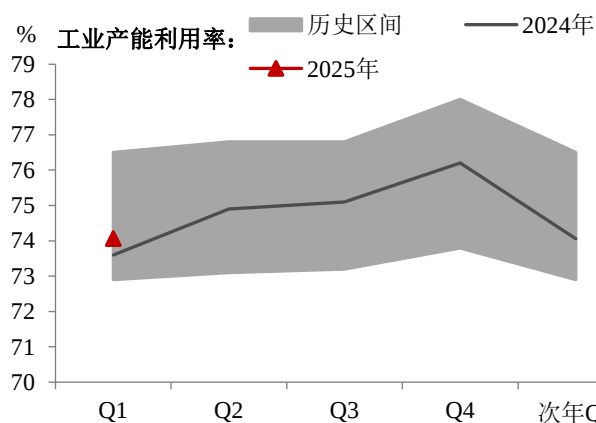
资料来源：Wind、财政部，民生证券研究院

图4：3 月高技术产业工增同比增速进一步上行



资料来源：Wind，民生证券研究院

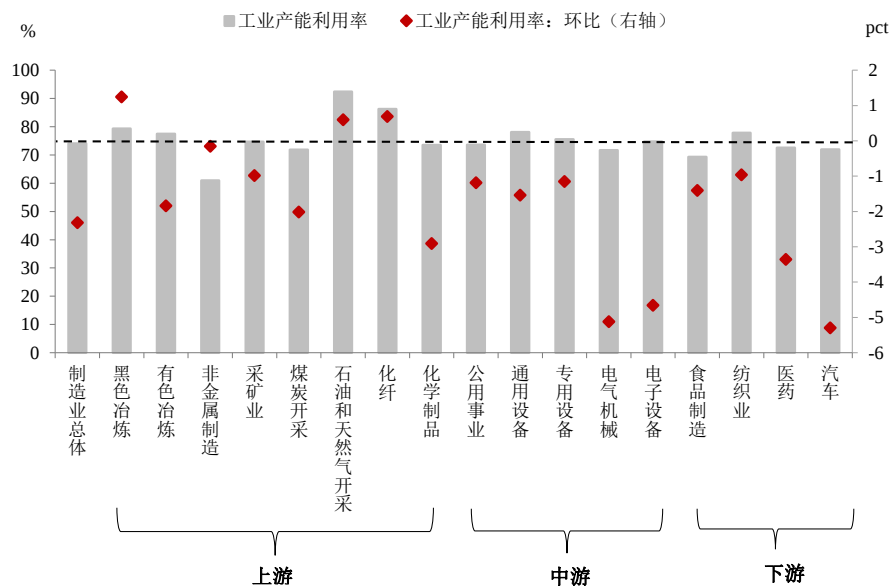
图5：2025 年一季度工业产能利用率下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

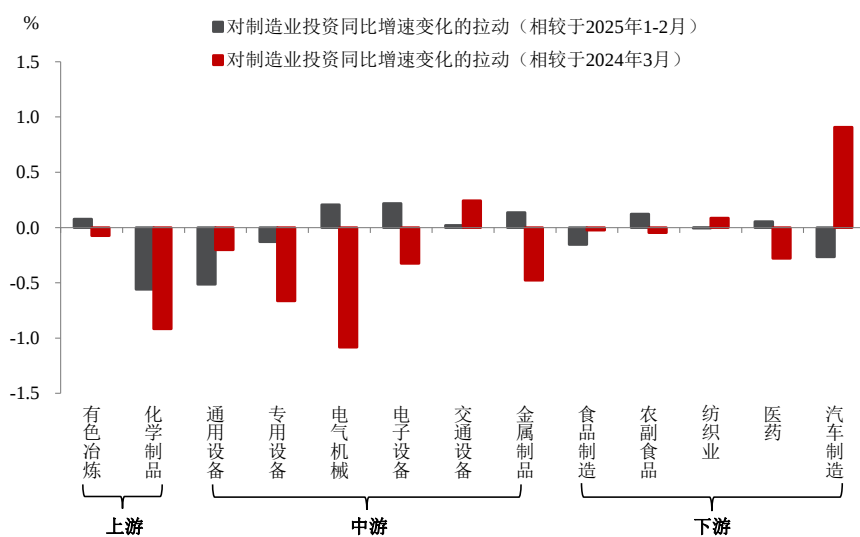
注：历史区间为 2013-2024 年（剔除 2020、2021 年）。

图6：2025年一季度不同行业产能利用率表现



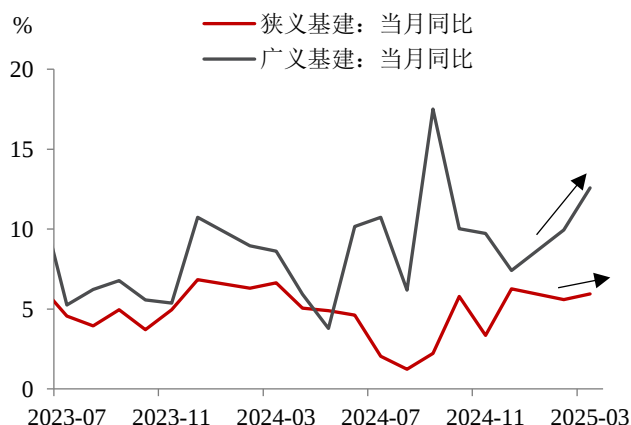
资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：3月不同行业投资增速边际变化



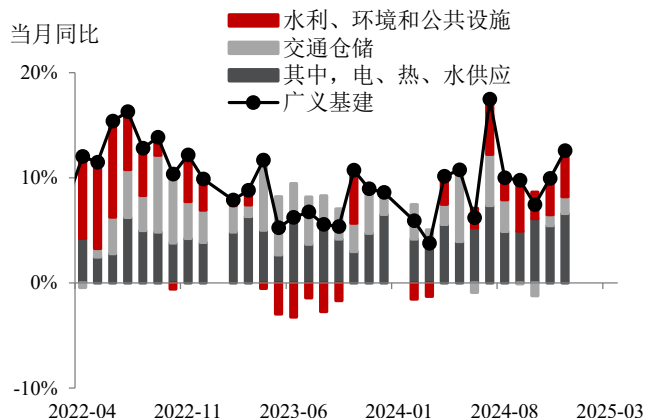
资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：3月广义与狭义基建增速双双上升



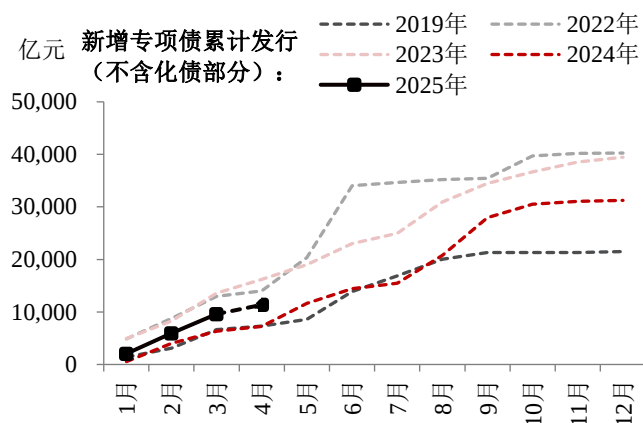
资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：3月广义基建三大板块增幅均在上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

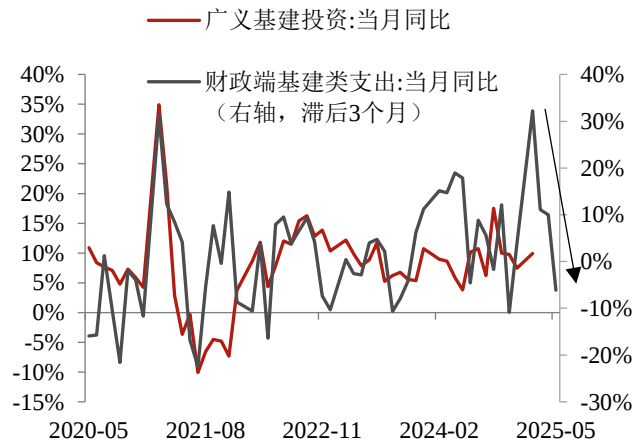
图10：剔除化债部分的新增专项债发行进度偏快



资料来源：Wind、企业预警通，民生证券研究院

注：2025年4月数据截至4月15日。

图11：财政支出并没有向基建“偏倚”



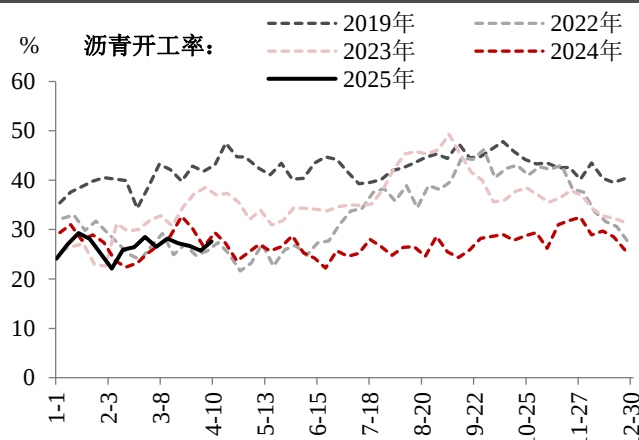
资料来源：iFind，民生证券研究院

图12：大型建筑企业新签合同额仍在下行通道



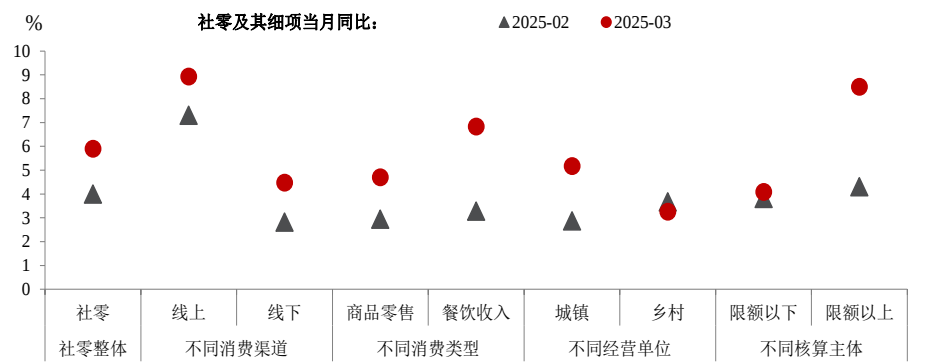
资料来源：Wind，民生证券研究院

图13：当前沥青开工率仍在历史同期低位徘徊



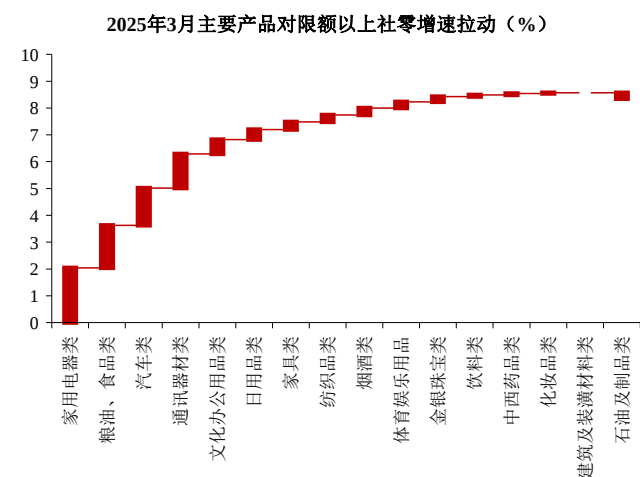
资料来源：iFind，民生证券研究院

图14：2025年3月，社零及分项同比增速一览



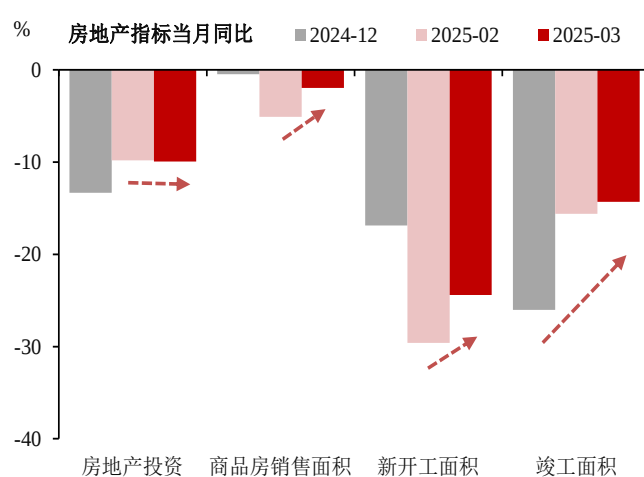
资料来源：iFind，民生证券研究院

图15：2025年3月限额以上社零分项拉动情况



资料来源：iFind，民生证券研究院

图16：3月，房地产核心指标当月同比变化



资料来源：Wind，iFind，民生证券研究院

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048