

内需全面发力，一季度宏观经济实现“开门红”

——2025 年 3 月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 研究发展部执行总监 冯琳

事件：据国家统计局 2025 年 4 月 16 日公布的数据，2025 年一季度 GDP 同比增长 5.4%，增速与去年四季度持平，较 2024 年全年增速加快 0.4 个百分点，超出市场普遍预期；2025 年 3 月规模以上工业增加值同比实际增长 7.7%，前值为 5.9%；一季度规模以上工业增加值累计同比实际增长 6.5%，2024 年全年累计同比为 5.8%；3 月社会消费品零售总额同比增长 5.9%，前值为 4.0%；一季度社会消费品零售总额累计同比增长 4.6%，2024 年全年累计同比为 3.5%；2025 年 1-3 月全国固定资产投资累计同比增长 4.2%，前值为 4.1%，2024 年全年累计同比增长 3.2%。

基本观点：

整体上看，受一揽子增量政策持续推进、外需保持较强韧性等带动，一季度宏观经济保持较强增长动能，GDP 同比增速达到 5.4%，超出市场普遍预期。背后主要是一季度内需全面发力，成为推动经济实现“开门红”的主要动力，同时出口保持较快正增长。其中，在耐用消费品换新政策扩围加力下，一季度商品消费增速持续加快；一季度财政稳增长靠前发力，基建投资提速；大规模设备更新继续推动制造业投资处于较高水平；与此同时，在楼市延续回稳、房企资金来源改善等带动下，一季度房地产投资降幅也有所收窄。一季度内需改善，贸易战影响还不明显，外需保持较强韧性，共同推动工业生产增速继续高于整体经济增长水平。

往后看，4 月美国在全球范围内推出所谓“对等关税”，外部经贸环境变数骤然加大。当前中美双边加征关税幅度超过 100%，这意味着从 4 月中下旬开始，绝大部分双边贸易基本失去市场接受的可能性。不过，预计接下来扩内需会显著加力，新一批增量政策有望出台，核心将是大力提振国内消费，通过降息降准加大金融对实体经济的支持力度，以及进一步推动房地产市场止跌回稳。这些方面都有充足的政策空间。这意味着二季度内需对经济增长的贡献率会进一步提高，外部波动对整体宏观经济运行的冲击可控。

具体解读如下：

一、一季度内需全面发力，宏观经济实现“开门红”。

2024年一季度实际GDP同比增长5.4%，增速与去年四季度持平，高于今年“两会”政府工作报告设定的“5.0%左右”的增长目标，超过市场普遍预期。背后主要有三个因素：一是此前出台的一揽子增量政策持续推进，提振内需效果进一步显现。其中，在耐用消费品换新政策扩围加力支持下，一季度居民消费信心边际改善，社零增速升至4.6%，较去年全年加快1.1个百分点。一季度基建投资保持较快增长，同比增速达到5.8%，较去年全年增速加快1.4个百分点，包括电力在内的广义基建投资增速更是达到11.5%，较去年全年增速加快2.3个百分点。这些都是稳增长政策前置发力的具体体现。二是以服务消费和制造业投资较快增长为代表，当前经济内生增长动能也在改善，其中一季度代表新质生产力发展方向的高技术产业投资增长6.5%，明显高于整体固定资产投资增速；一季度高技术制造业增加值同比增速达到9.7%，也明显领先于整体工业生产增速。三是一季度外需保持较强韧性，“贸易战”影响还不明显，乃至存在一定“抢出口”效应。数据显示，一季度以美元计价，我国出口同比增长5.8%，增速与去年全年基本持平，贸易顺差显著扩大。这意味着一季度外需对经济增长仍有较大幅度正向贡献。

不过，一季度经济运行仍面临一些困难和挑战，主要是房地产行业止跌回稳基础仍不牢固，房地产投资还有接近两位数的较大降幅，居民商品消费和民间投资信心总体偏弱等。背后的关键是要持续用力推动房地产市场止跌回稳，在加快新质生产力发展过程中，坚持“先立后破”，做好新旧增长动能的接续转换。

如何理解一季度GDP较快增长与微观感受存在一定“温差”？背后的主要原因是当前物价明显偏低。一季度CPI和PPI同比分别为-0.1%和-2.3%，这导致一季度名义GDP增速为4.6%，明显低于5.4%的实际GDP增速，而居民收入、企业利润均以名义值体现。另外，从经济增长结构来看，一季度高技术制造业生产较快增长，基建投资提速，以及制造业投资保持较快增长水平，与普通民众直观感受的距离相对较远；与此同时，楼市低迷、房价下跌带来资产价值“缩水”，以及青年失业率偏高、城镇居民收入增速较低等，带给普通民众的切身感受更强烈。

二、3月工业生产超预期提速，主要原因是年初“两新”政策加码，基建投资提速，拉动国内工业品和消费品需求及生产，同时，在外需韧性较强以及“抢出口”效应持续发酵影响下，3月出口对工业生产仍有较强支撑。

3月工业增加值同比增长7.7%，增速较1-2月累计增速加快1.8个百分点，超出市场普遍预期。当月工业三大门类增加值增速均有所加快，其中，占比最高的制造业增加值同比增长7.9%，增速较1-2月累计同比加快1.0个百分点。

3月工业生产超预期提速，主要有两方面原因：一是年初“两新”政策加码，基建投资提速，拉动国内工业品和消费品需求及生产；二是在美国掀起新一轮贸易战背景下，3月规上工业企业出口交货值同比增长7.7%，增速较1-2月累计增速加快1.5个百分点。我们分析，3月出口交货值增速逆势加快，除了上年同期基数较低外，主要与外需韧性较强以及“抢出口”效应仍在发酵直接相关。在上述两方面因素带动下，1-3月累计，工业增加值同比增长6.5%，增速较上年全年加快0.7个百分点，比当季GDP增速高出1.1个百分点。

展望未来，伴随贸易战冲击较快体现，4月对美出口将出现较大幅度下滑，外需可能会有明显放缓。这意味着工业生产面临的压力会显著加大。不过，国内大力提振内需政策发力，会在很大程度上发挥对冲作用。总体上看，我们认为接下来工业生产增速或有一个持续放缓过程，全年工业生产增速有可能会低于GDP增速，经济增长动能将向服务业切换。

三、3月社零增速明显回升，主要源于促消费政策持续发力，政策效果加速显现，尤其是消费品以旧换新政策加力扩围，对商品消费起到了明显的提振作用。

3月社零同比增长5.9%，增速较1-2月累计同比加快1.9个百分点。需要说明的是，尽管上年同期社零同比增速大幅放缓（上年3月同比增速为3.1%，较1-2月累计增速下滑2.4个百分点），但这主要由基数幻觉所致——以5年平均增速衡量，上年3月社零5年平均增速为4.2%，与1-2月平均增速持平。这意味着，上年3月社零同比增速下行不会给今年3月社零同比表现带来明显的低基数效应。

今年3月社零增速明显回升，主要源于促消费政策持续发力，政策效果加速显现，尤其是消费品以旧换新政策加力扩围，对商品消费起到了明显的提振作用。可以看到，3月商品零售和餐饮收入增速均有所加快，其中，商品零售提速更为明显，当月同比增速较1-2月累计同比加快2.0个百分点至5.9%，餐饮收入当月同比则较1-2月累计同比加快1.3个百分点至5.6%。

从限额以上主要商品类别来看，3月以旧换新政策范围内的汽车、家电、家具、通讯器材零售额同比分别增长5.5%、35.1%、29.5%和28.6%，增速较1-2月累计增速分别加快9.9、24.2、17.8和2.4个百分点。以汽车为代表，乘联会表示，“随着各地区以旧换新政策的逐步发布，车市进入节后回暖周期。今年以旧换新政策发布早、实施早，对3月车市产生积极推动作用。”其他商品类别中，3月食品、日用

品等必需品零售额增速稳中有升，金银珠宝零售额增速受价格上涨拉动明显加快，服装、体育娱乐用品零售额增速也出现小幅提速，但石油制品、化妆品、中西药品、建筑装潢材料零售额增速有不同程度放缓，其中石油制品零售额同比下降 1.9%（1-2 月累计增长 0.9%），主要与成品油价格调降有关。

1-3 月累计，社零同比增长 4.6%，增速较上年全年累计增速加快 1.1 个百分点。主要原因是以消费品以旧换新为代表的促消费政策持续加力，在提振消费需求、释放居民消费潜力方面发挥了积极作用。其中，一季度家电、家具、通讯器材零售额累计同比均实现两位数高增，增速较去年全年累计增速显著加快。另外值得一提的是，一季度换新产品以外的商品零售额增速也多数较去年全年有所回升，包括粮油食品、日用品等必需品，以及服装、化妆品、金银珠宝、体育娱乐用品、文化办公用品等可选消费品。我们认为，这主要源于居民消费能力和消费信心出现边际改善。可以看到，一季度居民人均可支配收入同比名义增长 5.5%，实际增长 5.6%，较上年全年增速分别加快 0.2 和 0.5 个百分点；同时，消费者信心指数出现企稳回升迹象，今年 2 月录得 88.4，比 1 月高 0.9，比去年 12 月高 2.0。

展望后续，4 月初外部冲击骤然加剧，大力提振消费已成为当前的首要任务。我们估计，在即将出台的新一批增量措施中，促消费政策力度将明显加码，以应对二季度可能出现的“出口转内销”需求。这也意味着 4 月社零增速有望维持 6.0% 左右的较快增长水平，且后期仍有提速空间。值得一提的是，尽管一季度换新范围以外的商品零售额增速多数有所加快，但总体仍处于偏弱状态，背后是前期房地产市场持续调整抑制居民消费信心——尽管去年 12 月以来消费者信心指数连续 3 个月改善，但仍处于中值以下水平。基于此，我们依然认为，当前除了以旧换新政策为代表的提供消费补贴外，促消费的关键仍是尽快推动楼市回暖，提振消费者信心。

四、投资：一季度固定资产投资增速为 4.2%，较去年全年加快 1 个百分点，显示年初投资动能增强，主要源于基建投资提速和房地产投资降幅略有收窄，制造业投资继续保持高增。

具体来看，一季度不含电力的基建投资同比增长 5.8%，较前值加快 0.2 个百分点，较去年全年加快 1.4 个百分点。背后是年初稳增长政策提前发力，地方政府债券发行规模显著扩大。与此同时，去年四季度推出一揽子大规模化债方案，也减轻了地方政府债务负担，释放了其在基建投资等方面的稳增长动能。

4 月初美国推出所谓“对等关税”，意味着短期内对美出口将出现较大幅度下降。此外，美国此轮发起全球贸易战，会对全球产业链、供应链形成强烈冲击，造成外需整体放缓。着眼于稳定宏观经济运行，缓解骤然加大的外部冲击，现在内需要及时顶上来，而这无疑会加快国内宏观政策对冲步伐。我们预计，4 月基建投资还将提速。

一季度房地产投资同比下降 9.9%，降幅比前值扩大 0.1 个百分点，但比去年全年收窄 0.7 个百分点。主要原因是去年四季度以来楼市回暖，房地产“白名单”项目贷款额度大幅上升，房企资金来源有所改善，这直接带动一季度房地产竣工面积降幅明显收窄，其他施工数据也在好转。往后看，伴随房企资金来源持续改善，房地产投资降幅有望持续收窄。

伴随前期支持政策效应减弱，一季度房地产市场出现降温态势，其中商品房销售面积同比下降 3.0%，而 2024 年四季度为同比上升 0.3%。另外，外部经贸环境恶化也会从影响居民加杠杆购房意愿角度对楼市有一定负面影响。短期内房地产投资降幅明显收窄的可能性较低。不过，外部经贸环境急剧变化的背景下，今年稳楼市的迫切性显著上升。对宏观经济而言，稳住楼市能起到“牵一发而动全身”的效果，不仅能稳定投资，也能提振居民消费信心。考虑到当前计入物价因素后，实际居民房贷利率处于较高水平，后期稳楼市政策空间充裕。我们判断，若新一批增量政策能够较快出台，特别是以下调居民房贷利率为核心，楼市支持政策能够显著加码，今年房地产投资降幅能够明显收窄，甚至不排除转为正增长的可能。

一季度制造业投资同比增长 9.1%，增速较前值加快 0.1 个百分点，较去年全年放缓 0.1 个百分点，继续保持高增长状态。主要是大规模设备更新政策持续推进，政策面持续加大对制造业转型升级、解决“卡脖子”问题的支持力度，制造业中长期贷款保持高增。可以看到，前两个月设备工器具购置投资同比增长 19%，增速比上年全年加快 3.3 个百分点，对全部投资增长的贡献率达到 64.6%；制造业中长期贷款余额为 14.8 万亿元，同比增长 9.3%，明显领先整体贷款增速。

整体上看，受一揽子增量政策持续推进、外需保持较强韧性等带动，一季度宏观经济保持较强增长动能，GDP 同比增速达到 5.4%，超出市场普遍预期。背后主要是一季度内需全面发力，成为推动经济实现“开门红”的主要动力，同时出口保持较快正增长。其中，在耐用消费品换新政策扩围加力下，一季度商品消费增速持续加快；一季度财政稳增长靠前发力，基建投资提速；大规模设备更新继续推动制造业投资处于较高水平；与此同时，在楼市延续回稳、房企资金来源改善等带动下，一季度房地产投资降幅也有所收窄。一季度内需改善，贸易战影响还不明显，外需保持较强韧性，共同推动工业生产增速继续高于整体经济增长水平。

往后看，4 月美国在全球范围内推出所谓“对等关税”，外部经贸环境变数骤然加大。当前中美双边加征关税幅度超过 100%，这意味着从 4 月中下旬开始，绝大部分双边贸易基本失去市场接受的可能性。不过，预计接下来扩内需会显著加力，新一批增量政策有望出台，核心将是大力提振国内消费，通过降息降准加大金融对实体经济的支持力度，以及进一步推动房地产市场止跌回稳。这些方面都有充足的政策空间。这意味着二季度内需对经济增长的贡献率会进一步提高，外部波动对整体宏观经济运行的冲击

可控。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。