

供需均有回暖但修复基础不牢，政策发力需要见效

——2025 年 1-2 月经济数据点评

作者：
中诚信国际 研究院

院长 袁海霞

hxyuan@ccxi.com.cn

研究员 张 堃

kzhang02@ccxi.com.cn

研究员 王晨

chwang01@ccxi.com.cn

研究员 张瀚文

hwzhang@ccxi.com.cn



多因素支撑出口大幅增长，节日效应下进口增速转正，2025 年 1 月 13 日

低基数与抢出口推升出口增速，增量政策需加快推动内需改善，2024 年 11 月 7 日

短期因素扰动叠加外需放缓，9 月出口增速大幅回落，2024 年 10 月 15 日

需韧性及抢出口支撑出口小幅回升，进口增速快速回落值得关注，2024 年 9 月 10 日

海外经济下行风险显现，“抢出口”与“抢进口”并存，2024 年 8 月 7 日

内外需分化有所加剧，“抢出口”带动出口进一步改善，2024 年 7 月 12 日

基数叠加外需偏强出口增速大幅提升，内需不足进口增速显著放缓，2024 年 6 月 12 日



一、经济数据：环比延续回暖，但同比仍有待改善

■ 开局稳中向好，工业生产维持韧性，需求受政策支撑呈现结构性修复特点。从主要统计指标来看，经济基本面呈现稳中向好的态势，开年多数经济指标呈现环比回暖，生产维持韧性，需求端受“两重两新”支撑，投资、消费均有结构性改善，地产投资端出现回暖迹象；但除基建投资外经济指标大多同比均有回落，开年复工复产节奏仍然偏慢，地产政策效果的持续性有待观察，内生性消费和投资仍有待进一步修复，亟须政策前置发力、持续发力。

■ （一）工业生产维持韧性，“抢出口”余热下外需仍是工业生产的主要支撑，工业行业供求关系仍有待改善。2025 年 1-2 月工业增加值累计同比增速为 5.9%，略低于去年 12 月的 6.2%。从季调环比看，1 月受春节影响工业增加值环比增长 0.19%，2 月伴随工业企业复工复产的推进，工业增加值环比增速回升至 0.51%，高于过去 10 年（除 2020 年）平均水平 0.45%，考虑到 2 月 PMI 指标中生产分项均处于扩张区间，工业生产整体仍有韧性。从工业企业其他运营指标看，1-2 月工业企业产销率累计同比录得-0.6%，较去年 12 月-0.5%小幅下滑，开年 PMI 原材料库存分项连续两个月回落，整体来看工业企业仍处于主动去库阶段，供需关系仍有待进一步改善；此外，1-2 月工业企业出口交货值累计同比录得 6.2%，较去年 12 月提升 1.1 个百分点，外需仍是开年工业生产的主要支撑项。

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵 耿 010-66428731

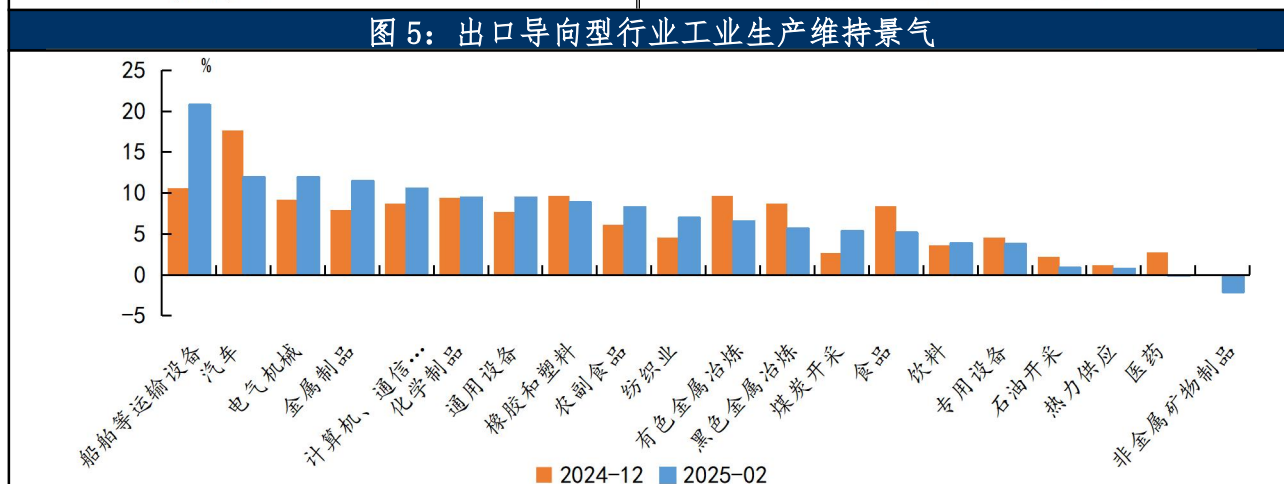
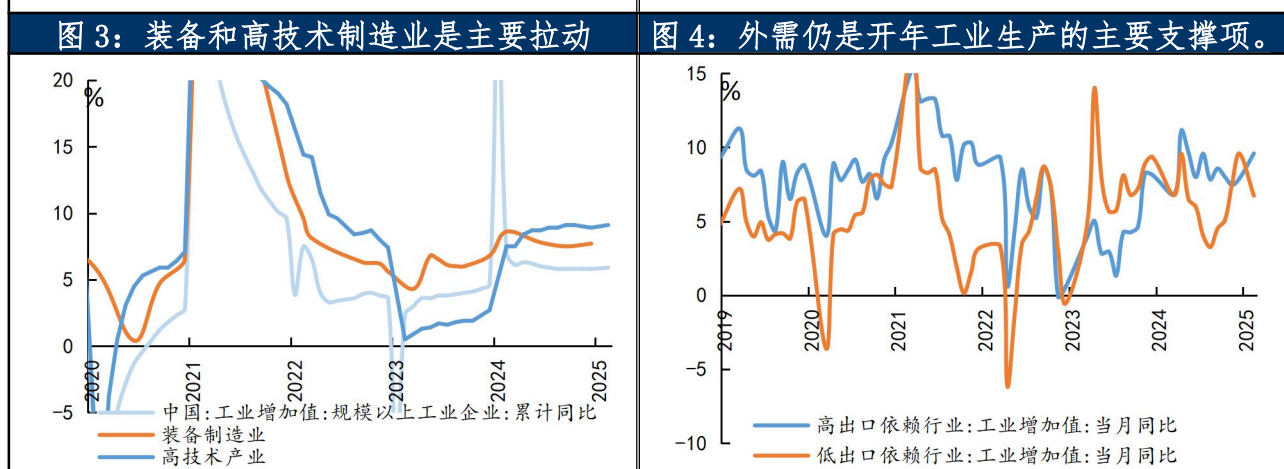
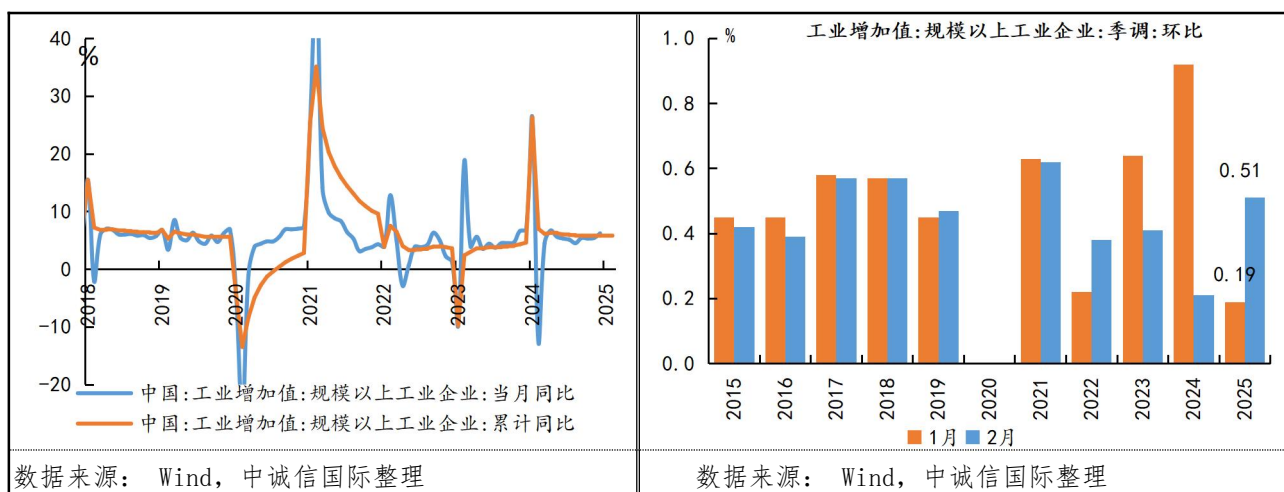
gzhaog@ccxi.com.cn

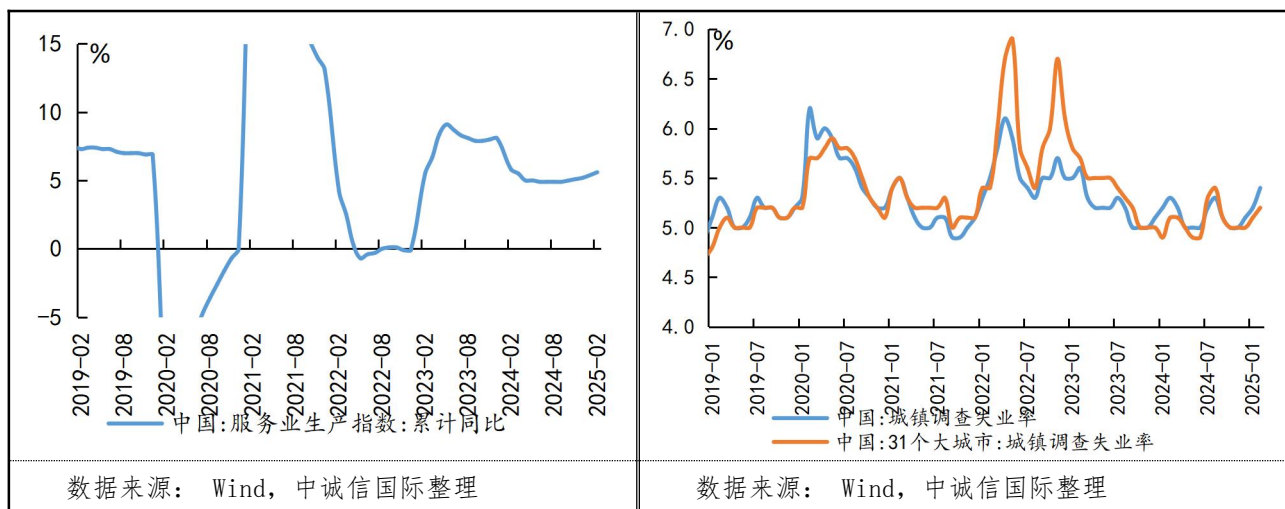
www.ccxi.com.cn

- **高技术制造业和出口导向行业生产维持景气。**我们将出口交货值占营业收入的比重来划分行业的出口依赖程度，2024 年以来我国出口导向行业生产维持高位增长，受海外制造业景气和“抢出口”余热的支撑，2025 年 1-2 月高出口依赖行业的工业增加值加权同比增速录得 9.6%，高出去年 12 月 1.7 个百分点，而低出口依赖行业的工业生产边际走弱；此外，1-2 月高技术制造业工业增加值录得 9.1%，较去年 12 月高出 0.2 个百分点，高技术制造业生产仍维持景气。从具体行业看，船舶等运输设备、汽车、电气机械、金属制品以及计算机、通信电子行业增加值增速较高；医药、非金属矿物制品、石油开采等行业增速落后。
- **服务业生产小幅回暖，信息技术等新型服务以及春节消费需求是服务业生产的主要拉动。**2025 年 1-2 月服务业生产数据累计同比为 5.6%，较去年全年加快 0.4 个百分点，其中信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业生产指数维持较高增速，分别同比增长 9.3%、8.8%；住宿餐饮业生产虽未公布具体数据，但鉴于春节期间旅游出行、电影票房等服务消费维持较高热度，2025 年春节国内出游总花费 6770.02 亿元，同比增长 7.0%，电影票房突破历史新高，春节消费需求或也是带动服务业生产回暖的拉动项之一。值得注意的是，服务业生产指数虽出现小幅回暖，但与 2017-2019 年的平均增速 7.6%相比仍有改善空间。
- **城镇失业率升高部分受到招聘淡季的影响，稳就业仍然不能松懈。**失业率方面，1-2 月城镇调查失业率和 31 个大城市城镇调查失业率分别为 5.4%和 5.2%，分别较去年 12 月上行 0.3 和 0.2 个百分点，失业率再度升高部分受到春节企业招聘淡季的影响，但与过去两年相比城镇失业率达到新高，意味着稳就业、稳民生仍然是当前政策的核心课题。

图 1：我国 1-2 月我国工业生产维持韧性

图 2：2025 年 2 月工业增加值环比整体维持较高水平

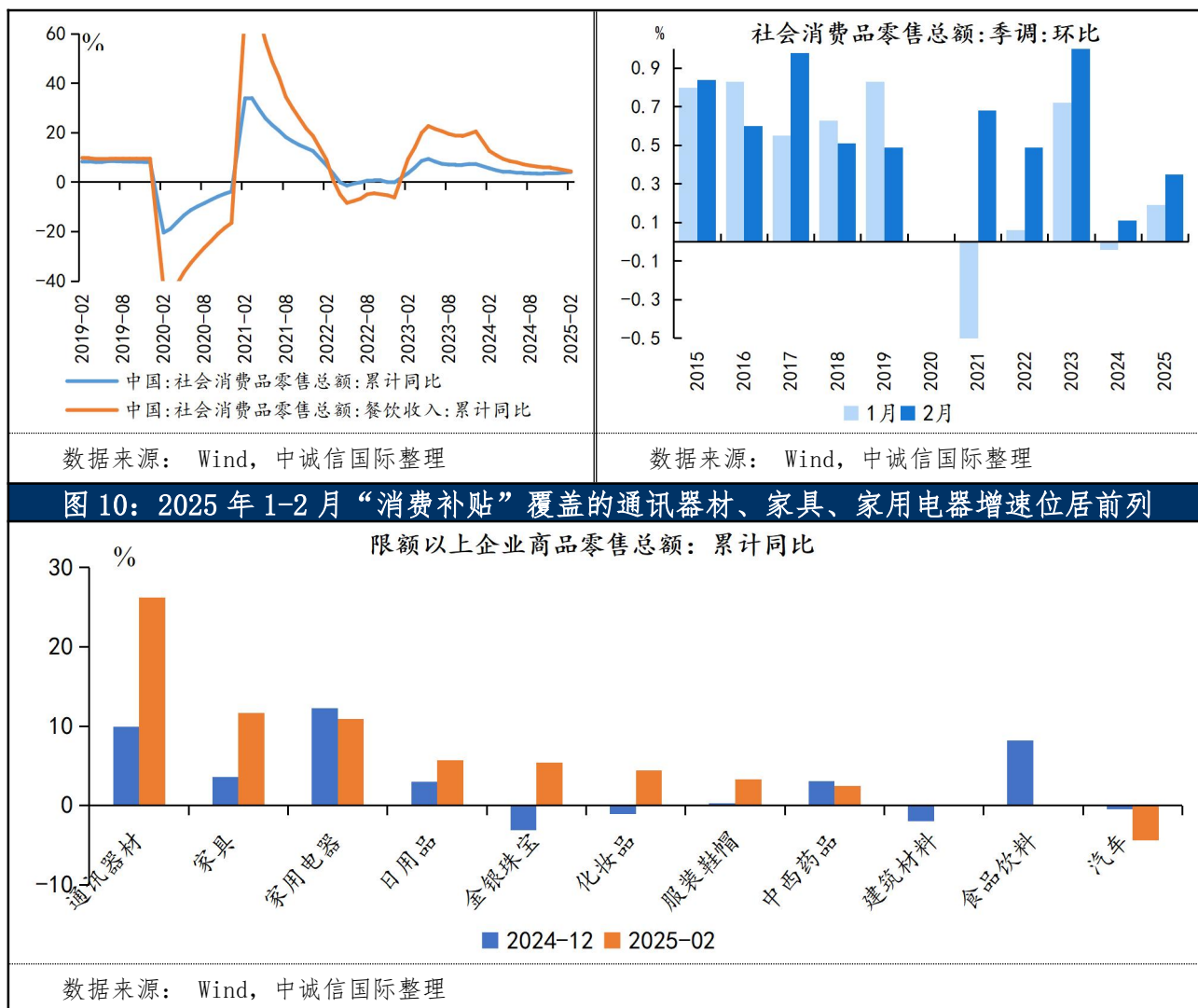




- **（二）开年消费回暖但同比去年有所下滑，以旧换新补贴下商品消费明显改善，内生消费仍偏弱。**2025 年 1-2 月社会消费品零售总额累计同比增长 4.0%，较去年全年同比高出 0.5 个百分点，但整体较去年同期下滑近 1.2 个百分点，消费恢复的基础仍不牢固。从消费结构看，受“以旧换新”和“国补”支撑，商品消费明显转好，1-2 月商品零售累计同比增速为 3.9%，较去年全年提升 0.7 个百分点。发改委数据显示，春节期间手机、汽车、家电家居等数码产品等以旧换新销售量达到 860 万台（套）、销售额超过 310 亿元，手机、家电销售收入同比大幅增长约 182%、166%，或是支撑开年商品零售表现的主要原因。此外，餐饮消费边际走弱，增速较去年全年回落 1 个百分点，餐饮行业价格内卷或是主要的拖累因素。分行业看，政策补贴驱动背后消费的结构性特征明显，内生消费有待改善。2025 年 1-2 月“消费补贴”覆盖的通讯器材、家具、家用电器增速位居前列，而与地产链挂钩的建筑材料以及地产后周期属性的医药、白酒消费增速相对落后，内生性消费需求仍有待改善。

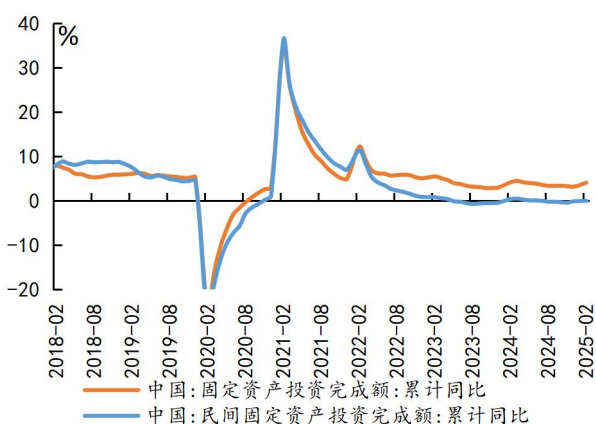
图 8：开年消费小幅回暖

图 9：消费表现强于去年同期



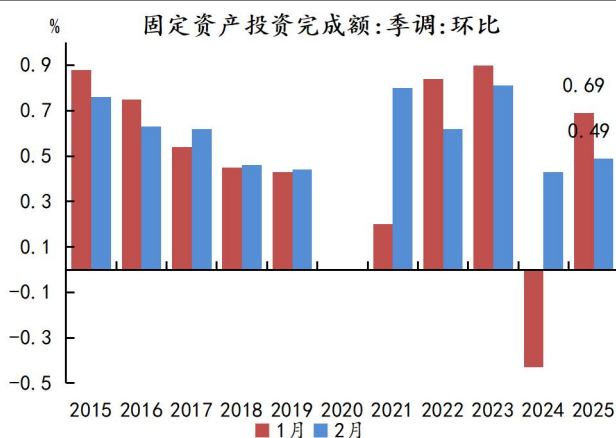
- **（三）投资整体开局良好，但复工复产节奏仍然偏慢。**2025 年 1-2 月固定资产投资完成额累计同比增速为 4.1%，相较于去年全年（3.2%）提升 0.9 个百分点，整体与去年同期（4.2%）持平。从季调环比看，1 月和 2 月的环比增速分别为 0.69% 和 0.49%，较去年同期环比增长明显改善，投资开局良好，但复工复产节奏整体偏慢，1-2 月固定资产投资环比增速仍落后于 2022 和 2023 年水平。开年投资存在两方面结构性亮点，一是设备工器具购置投资维持高增长，1-2 月增速录得 18%，高于全部投资增速近 14 个百分点，大规模设备更新仍然是投资的主要拉动因素；二是投资各部门均有一定的支撑和改善，基建投资仍是主要贡献，制造业投资增速小幅回落但仍维持高位，地产投资有所修复；但值得注意的是，民间投资仍然维持低位增长，民间投资比重相较于去年同期回落近两个百分点，近年来房地产投资增速的持续下行给民间投资形成一定的拖累。

图 11：固定资产投资有所回暖



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 12：开年投资表现较去年明显改善



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 13：设备工器具购置投资增速维持高位

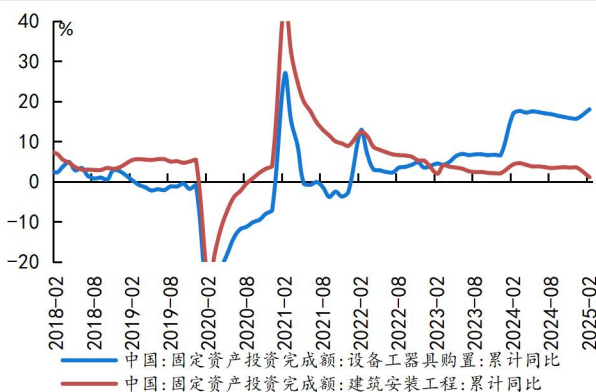
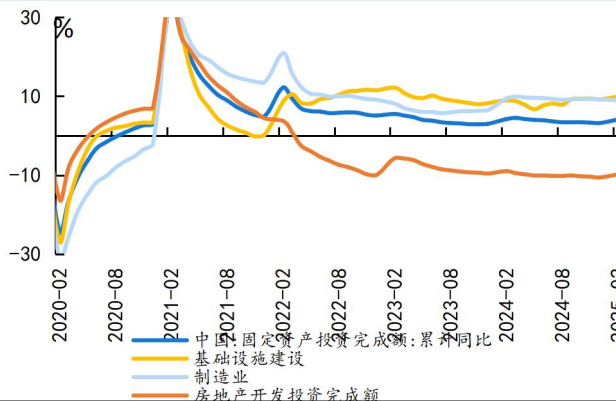


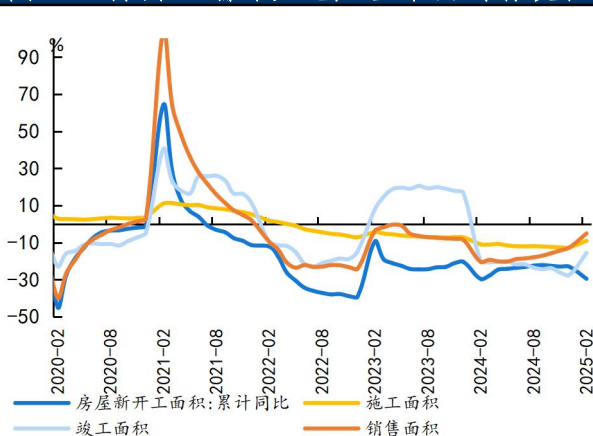
图 14：基建投资仍是主要拉动力



- **房地产多指标改善，但持续性仍有待观察。**2025 年 1-2 月地产对投资的拖累边际收窄，多指标出现改善迹象，一是需求端，在去年 9 月稳地产政策持续加码下，2025 年 1-2 月商品房销售面积和销售额的累计同比增速分别为-5.1%和-2.6%，跌幅均较去年全年明显收窄；二是 1-2 月地产施工、竣工面积的累计增速分别为-9.1%和-15.6%，均较去年全年进一步回升；三是 1-2 月一、二手房价格同比跌幅持续收窄，环比增速整体持平，地产政策对住房价格的支撑仍在持续。但值得注意的是，地产长周期下行的趋势或没有改变，困扰地产基本面的负面因素仍然存在，一方面，短期政策效果的持续性仍有待观察，1-2 月商品房销售较去年 12 月的同比增速分别回落 4.6 和 5.0 个百分点，春节因素或是销售阶段性回落的主要原因，需进一步观察 3-4 月春节扰动后地产销售的恢复情况；另一方面，销售向投资传导有时滞，地产新开工仍未出现改善的迹象，地产投资仍以消化存量项目为主，房企拿地开工的积极性仍然不高。

- **财政政策前置发力下基建投资增速加快，专项债扩容与加速使用或将持续拉动投资增长。**2025 年 1-2 月基建投资增速为 9.95%，较去年全年提升 0.8 个百分点，基建投资（不含电力）增速为 5.6%，较去年全年提升 1.2 个百分点，基建投资增速有所加快。从广义基建的分项来看，电热水供投资累计增长 25.4%，保持高位增长，能源、电网升级等政策仍持续发力。2025 年政府工作报告明确提出提高赤字率至 4%，赤字规模增加至 5.66 万亿元，新增专项债增加至 4.4 万亿元，广义赤字规模较上年增加 2.9 万亿元，财政端发力信号明显。从 1-2 月政府债发行情况来看，1-2 月新增专项债累计发行 5967.58 亿元，完成全年限额进度 13.6%，后续预计随着专项债使用进度加快，基建投资增速仍然维持高速增长。
- **制造业投资小幅回升且保持高速增长，高技术制造业是主要支撑。**2025 年 1-2 月制造业投资同比增速为 9%，较去年全年上升 0.7%，仍维持较高增长，其中，航空、航天器及设备制造业投资录得 27.1%，高出整体制造业增速近 20 个百分点，高技术制造业仍是主要的贡献行业。后续来看，在政策资源倾斜下，高科技行业投资或整体维持高增速，大规模设备更新政策继续落地显效，制造业投资支撑较强，但内生性投资仍然取决于国内需求的恢复程度。

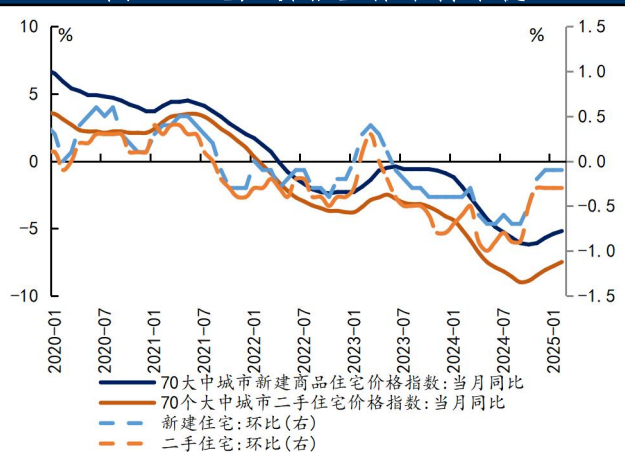
图 15：除开工端外，地产基本面均有改善



数据来源：Wind，中诚信国际整理

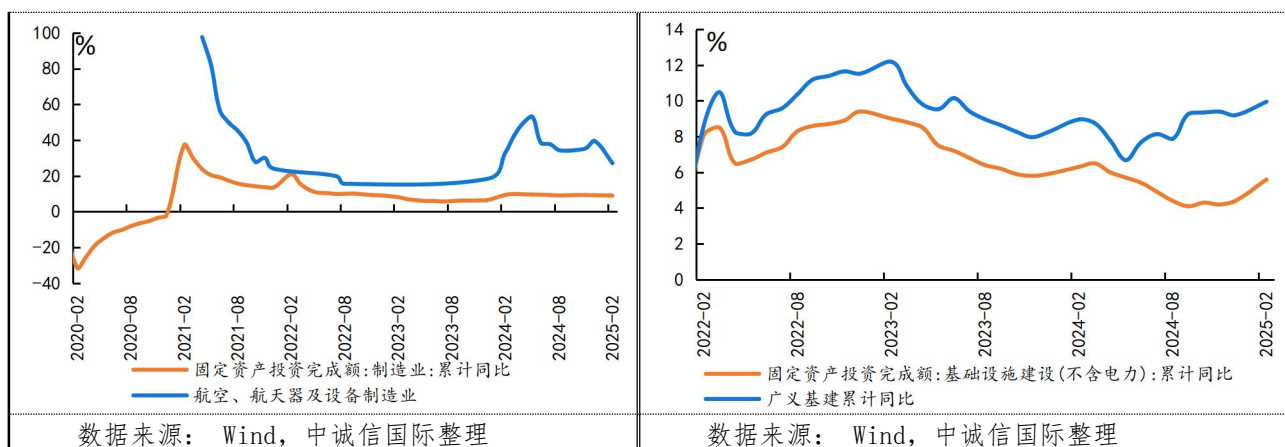
图 17：高技术制造业投资维持高速增长

图 16：地产价格整体维持平稳



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 18：基建对投资的拉动作用不减

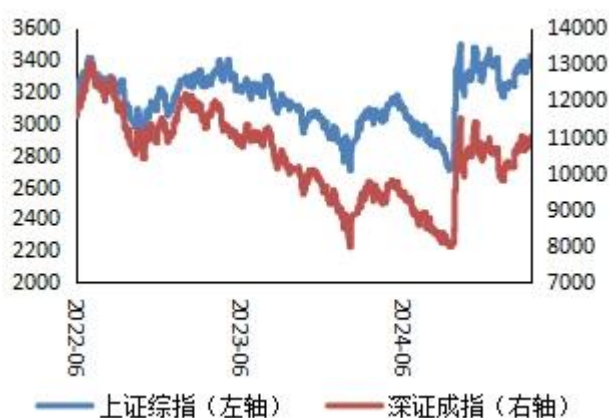


二、大类资产配置回顾与展望：风险资产表现较好，关注核心科技板块

- 近期伴随 DeepSeek 推出，国内外投资者对中国资本市场的估值逻辑阶段性扭转，特别是科技股估值，市场信心有所提振，叠加特朗普关税政策引发市场对美国经济担忧，部分外资流入中国股市，带动股票市场指数整体上涨，1 月 1 日-3 月 14 日，上证综指、深证成指、创业板指涨幅分别为 2.02%、5.41%、3.97%；市场风格方面，小盘指数涨幅为 10.66%，明显高于大盘、中盘指数 1.71%、4.1% 的涨幅。
从债券市场看，春节以来表现相对较弱：一是地方债发行节奏加快，央行操作并未大幅放松，银行间流动性边际收紧，在一定程度上带动收益率波动上行；二是受民企座谈会召开、国产 AI 火爆等影响，短期内市场风险偏好边际上升，叠加股债跷跷板效应影响，收益率波动上行，3 月 13 日 10 年期国债收益率向上突破 1.85%，为今年以来高位。大宗商品指数有所上涨，统计区间内涨幅为 6.08%，各细分商品指数涨跌互现，黄金价格依然高位运行，伦敦金价格突破 2900 美元/盎司，带动贵金属指数上涨 11.78%，非金属建材、能源表现不佳，跌幅均超过 7%。
- **后续看，**春节后由于数据真空期，股市行情主要受国产 AI 推出等利好因素下的情绪面催化，3-4 月上市公司财报逐步公布，股票市场交易或更多转向基本面，建议关注基本面改善的低估值板块以及政策重点支持、资产价格面临重估的核心科技板块。
从债券市场看，去年以来，收益率与经济基本面的关系有所弱化，机构交易属性逐步增强，收益率走势更多取决于机构交易行为，债市波动有所加大，其原因在于市场对弱基本面的认知固化，而近期市场预期和情绪有所改善，收益

率面临一定的调整压力，但这种预期改善和情绪修复的可持续性仍有待观察，市场博弈或放大市场波动，短期内低利率、高波动状态延续，考虑到目前 10 年期国债收益率已调整至 1.8% 左右，票息价值或逐步显现。从大宗商品看，3 月 3 日 OPEC+ 决定从 2025 年 4 月至 2026 年 9 月每月将产量配额上调约 13-14 万桶/日，同时美国原油产量有所上升，或压制原油价格，叠加 IEA 发布 2025 年 3 月月报下调 2025 年原油需求增速预期，预计短期内原油价格整体偏弱。黄金方面，利率宽松格局依然持续，全球央行购金延续，中长期黄金价格中枢仍有上行可能，结合模型配置比例，建议逢低适度增配。

图 19：股票市场价格走势



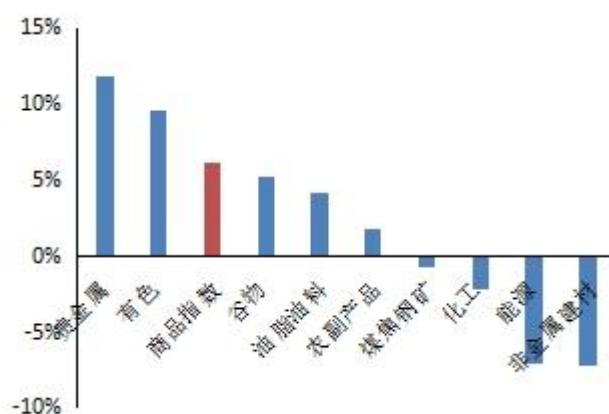
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 20：10 年期国债收益率走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 21：Wind 商品指数涨跌幅（1.1-3.14）



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 22：黄金价格走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

地址：北京市东城区朝阳门内大街

南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100020

电话：（86010）66428877

传真：（86010）66426100

网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD

ADD: Building 5, Galaxy SOHO,

No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,

Dongchengdistrict, Beijing, 100020

TEL: (86010) 66428877

FAX: (86010) 66426100

SITE: <http://www.ccxi.com.cn>