



经济复苏的成色

宏观经济深度报告
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

songxuetao@gjq.com.cn

sunyongle@gjq.com.cn

经济复苏的成色

一方面是分化的金融、通胀、经济数据，另一方面是国内市场风格切换的需求和海外资金重新配置中国资产的需求，这让市场对于中国经济复苏的话题关注度持续上升，特别是关于基建、地产和消费的数据分歧。

一是基建投资增速与部分高频数据的分歧。

二是房地产市场的复苏分歧。

三是消费持续性的分歧。

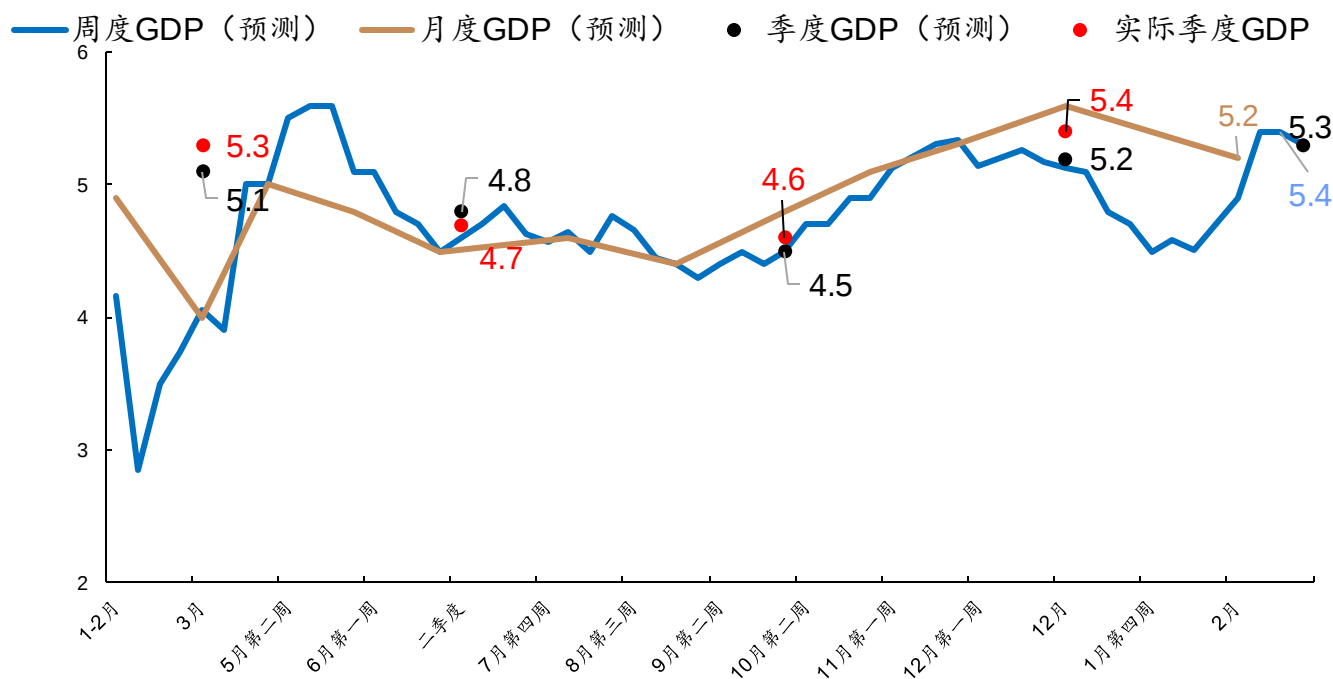
风险提示

中美贸易摩擦对出口造成明显压力；商品房销售或再度回落；经济增长乏力，消费出现下行压力



年初经济平稳开局。基于工业增加值和服务业生产指数同比增速，预计1-2月GDP不变价增速在5.2%左右。而3月前三周的高频数据也显示月度GDP同比有望上行至5.4%左右，对应1季度GDP同比增速在5.3%左右。其中，社零同比增长4%，略超市场预期，也处于2023年以来的区间上沿。

图表1：预测GDP增速（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

在经济平稳开局时，金融数据、通胀数据则表现偏弱。受有效需求偏弱等因素拖累，1-2月CPI、PPI累计同比分别为-0.1%、-2.2%。3月价格环比依旧偏弱，基于高频数据预测，3月PPI、CPI同比或在-2%、0.6%左右，这对应一季度GDP平减指数在-0.7%左右，已经连续8个季度为负。

依靠政府债发行放量(1-2月累计新增2.4万亿，同比多增1.5万亿)，社融同比增速从去年末的8%上行至2月的8.2%，但1-2月新增人民币贷款同比减少2300亿元，其中中长期贷款同比减少7449亿元，企业中长贷同比减少6000亿元。

一方面是分化的金融、通胀、经济数据，另一方面是国内市场风格切换的需求和海外资金重新配置中国资产的需求，这让市场对于中国经济复苏的话题关注度持续上升，特别是关于基建、地产和消费的数据分歧。

一是基建投资增速与部分高频数据的分歧。年初基建投资开门红，同比增长9.9%，但黑色金属价格、水泥、沥青等开工率数据偏低。截至3月21日，全国样本企业道路改性沥青开工率17%，低于去年同期1.2个点，水泥出库量较去年减66.6万吨，同比减21.24%¹。

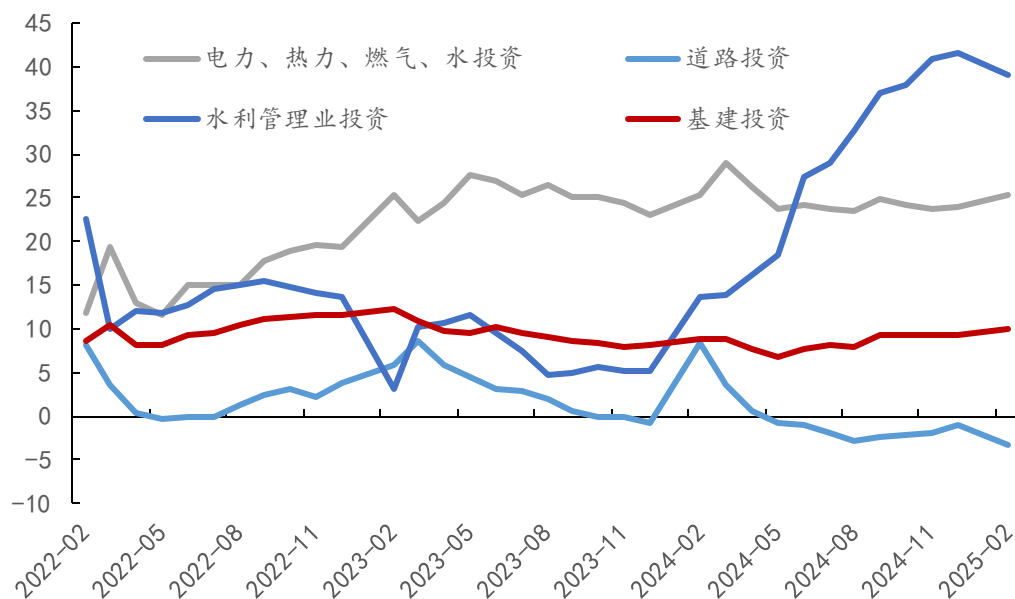
这一方面与基建内部投资分化有关，年初水利、电热燃水等偏中央投资项目增速维持高位，1-2月累计同比增长25.4%、39.1%，大幅高于基建投资增速。但电力等项目对沥青等建筑建材的消耗较少。而对水泥、沥青等消耗大的传统“铁公基”类投资增速明显偏弱，比如1-2月道路运输业同比-3.2%。

另一方面，部分基建项目实物开工率偏弱。由于部分基建投资是按照“财务支出法”核算，如果实物开工情况弱于资金到位情况，也可能导致高频数据与投资增速的分化。

¹ https://mp.weixin.qq.com/s/2GvQxuT5_OSPywqsyBg5w

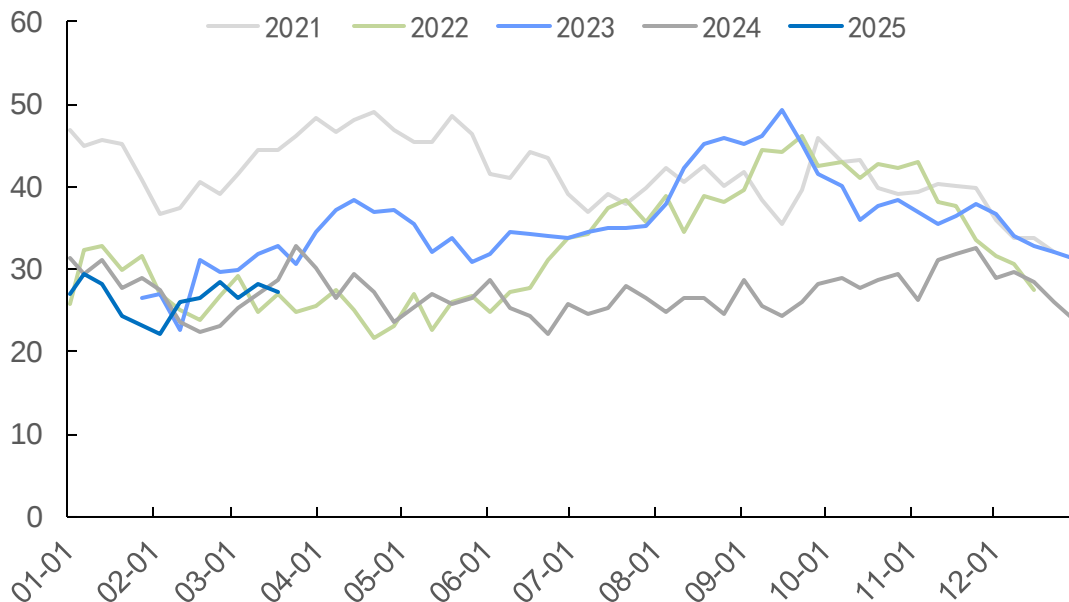


图表2: 基建投资内部分化 (单位: %)



来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

图表3: 沥青开工率偏低 (单位: %)



来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

二是房地产市场的复苏分歧。

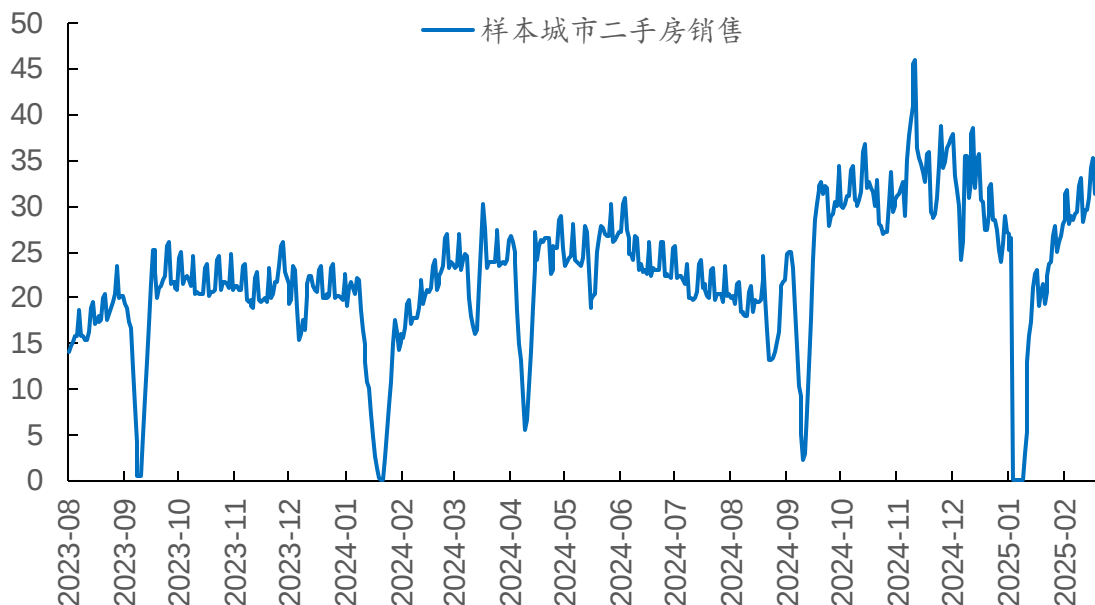
年初二手房成交量维持高位, 且强于新房成交。1-2 月 9 大样本城市二手房成交面积同比增长 25.9%, 显著高于-6.9% 的新房成交增速。其中, 深圳、杭州二手房成交同比增长 65.6%、46.8%, 苏州、青岛、佛山二手房成交同比增长 2.5%、-0.8%、-3.5%, 内部分化较大。3 月前三周样本城市地产成交特征延续。

同时, 改善型住房好转速度或好于刚需型住宅。以深圳为例, 春节后, 90-144 平方米住宅每日成交面积快速上行至 6000 平方米, 环比上行速度快于 90 平以下的偏刚需住宅。



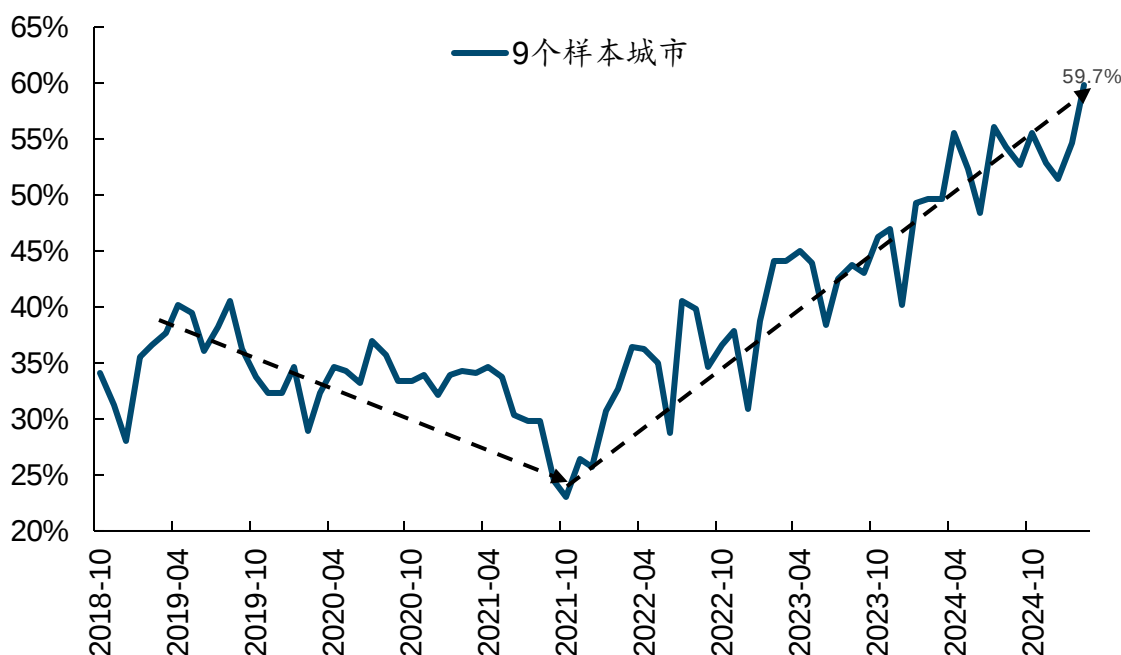
在成交量维持相对高位时，从去年12月开始，价格再度回落，更多的城市成交价转入负增长。2024年12月-2025年2月，70大中城市二手房住宅价格指数环比连续3个月保持在-0.3%，一线城市二手房价格环比2月再度转负，二线城市二手房价格环比从去年11月的-0.2%下滑至-0.4%。70大中城市中，二手房价格环比上涨的城市从2024年11月的10个进一步下滑至3个，环比下跌的城市则从58个进一步上行至65个。

图表4：样本城市二手房销售年后持续好转（单位：万平方米）



来源：同花顺 iFind, 国金证券研究所

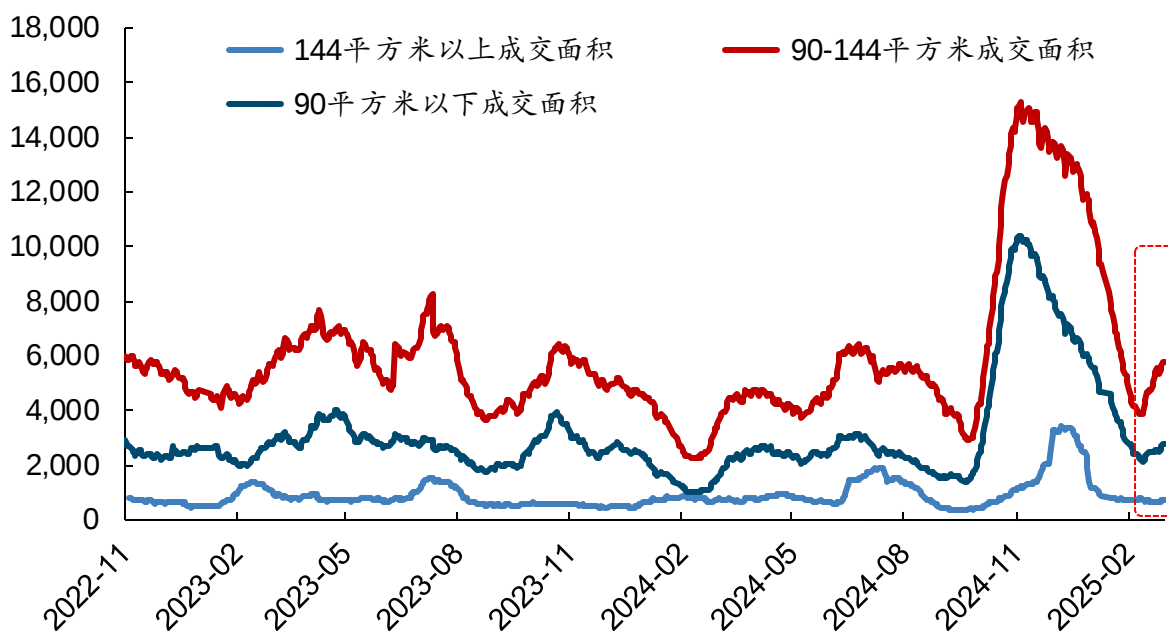
图表5：样本城市二手房占房地产销售比例上行至60%左右（单位：%）



来源：wind, 国金证券研究所

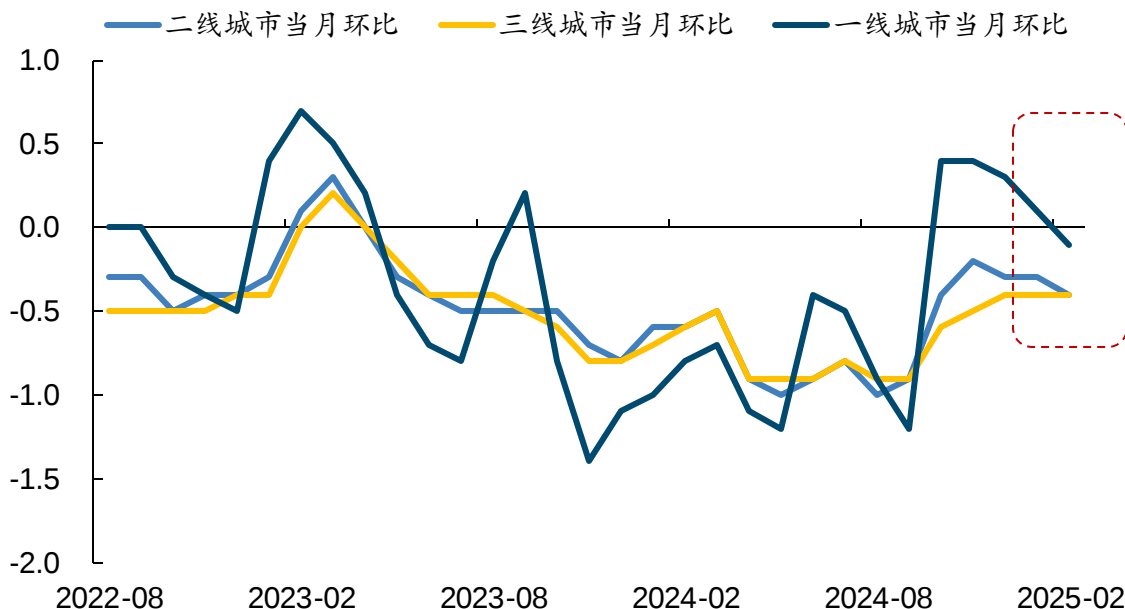


图表6: 90-144 平方米的改善型住房成交面积修复速度更快 (单位: 平方米)



来源: wind, 国金证券研究所

图表7: 二手住宅价格环比转负 (单位: %)



来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

往后来看, 地产能否企稳还需要进一步观察。年初二手房销售的高景气度带动二手房成交占比上行至 60%左右。但这一比例距离海外主要地区的稳态水平至少还有 10 个百分点左右的空间, 二手房占比年内或继续提升, 并对新房成交形成挤占。

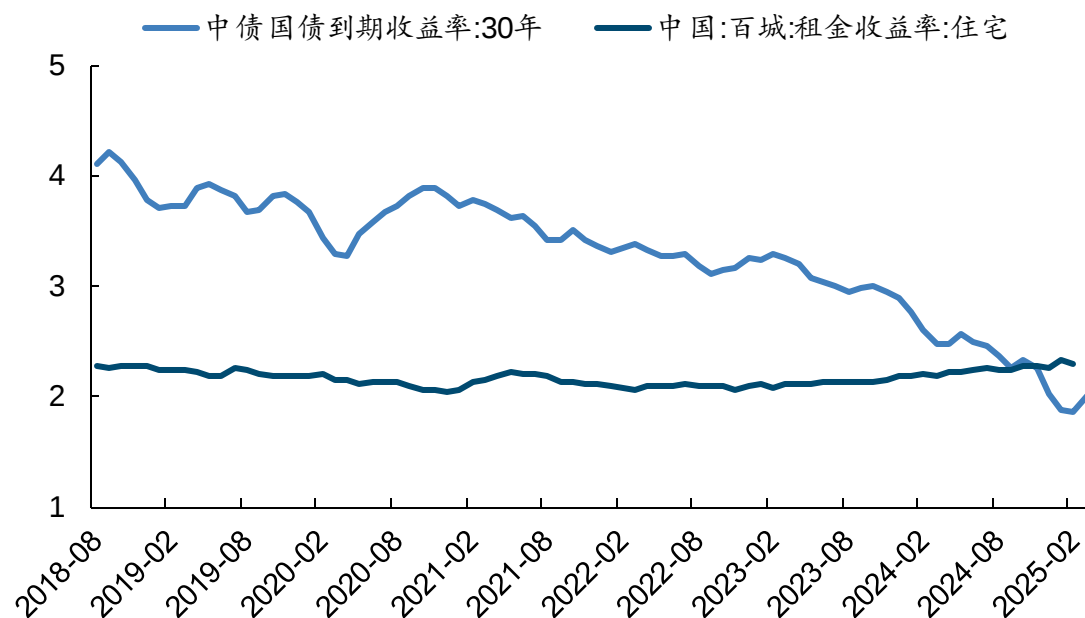
从租金回报率上看, 国内百城租金收益率逐渐 2023 年初的 2%左右上行至 2025 年 2 月在 2.3%, 小幅超过了 2%左右的 30 年国债到期收益率。但是考虑到维修成本、折旧成本后, 海外住宅资金回报率如纽约、东京、柏林等地一般会长期高于 30 年国债收益率 100BP 以上, 目前国内住宅租金收益率低于 30 年国债收益率+100BP, 而一线城市则低于 30 年



国债收益率。

结合量价指标来看，对年初地产销售的相对景气度或需要持谨慎态度，不能简单基于去年政策以来的地产销售线性外推今年地产销售市场走势。

图表8：30年国债收益率小幅回升，住宅租金回报率相对稳定（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

三是消费持续性的分歧。

“以旧换新”支持消费回暖，但内生动能依然有待修复。年初社零增速回升不可忽视的因素是“以旧换新”政策的接续和扩容。1-2月除汽车以外的“以旧换新”相关消费²同比增长18.3%，拉动限额以上企业商品零售增长2.2个百分点，显著高于非补贴商品的零售增速2.5%。但需要关注的是，家用电器等去年政策补贴的重点产品经过数月后，消费潜力已经有所透支，1-2月消费增速从去年末的28.6%下滑至9.6%。

除商品消费外，服务消费表现也表现出居民消费能力和消费意愿的分化。2025年春节出行人数可比口径较2019年同期增长26.0%，而人均旅游消费仅恢复至2019年的九成，并且低于2024年的五一假期³。服务零售同比增长4.9%，也低于去年全年6.2%的增速。

² 包括限额以上单位通讯器材类、文化办公用品类、家具类、家用电器和音像器材类商品

³ https://mp.weixin.qq.com/s/fPx5Pm-T-lkP_dX8nXBY-w

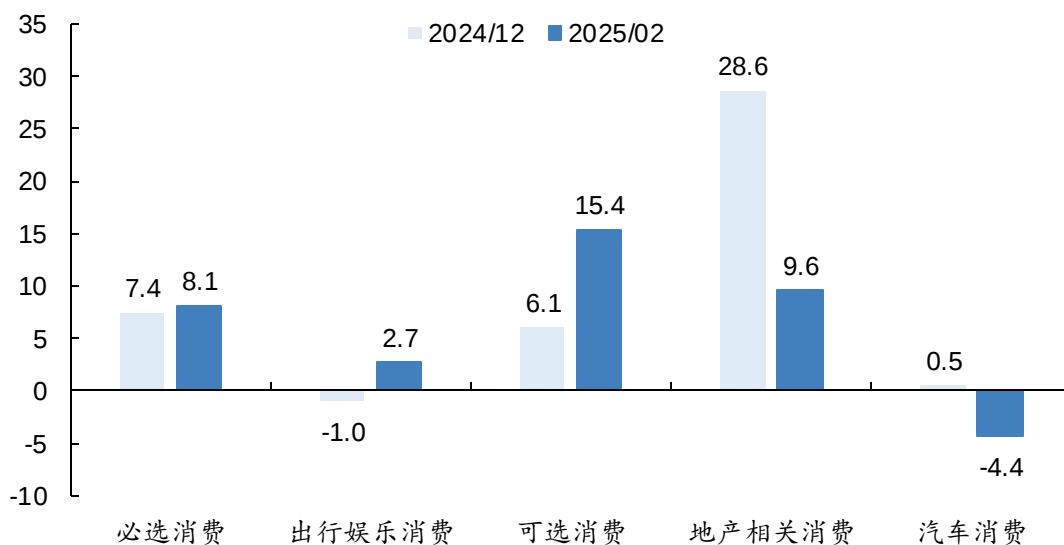


图表9：社零增速处于区间上沿（单位：%）



来源：同花顺 iFind, 国金证券研究所

图表10：分类别商品消费同比增速（单位：%）



来源：同花顺 iFind, 国金证券研究所

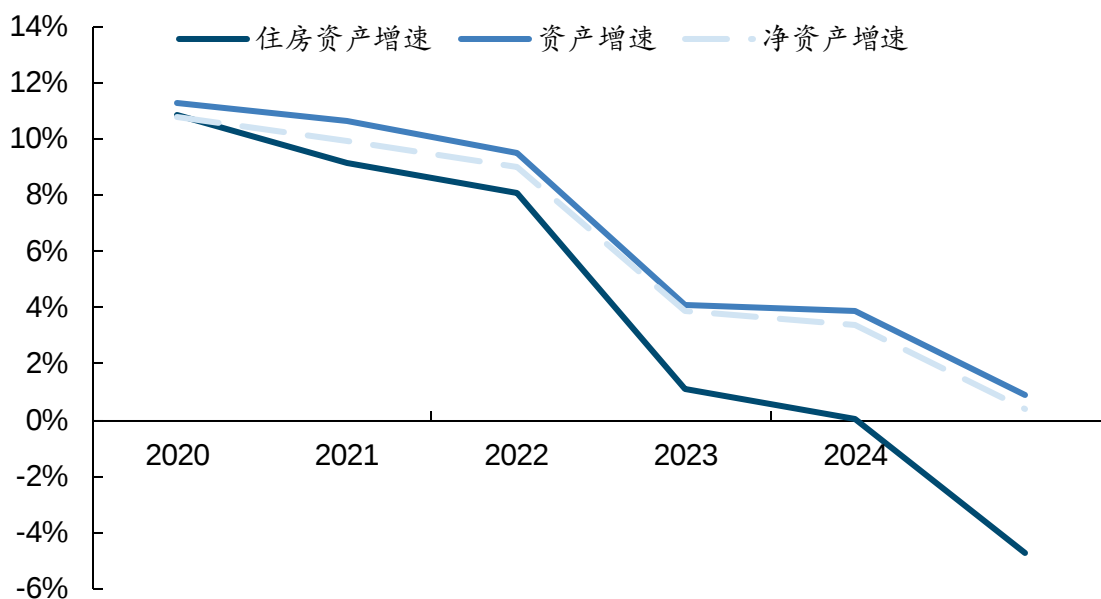
消费谨慎的背后是收入端和资产端存在压力。

一方面，全国城镇调查失业率从去年末的 5.1% 上行至 2 月的 5.4%，其中外来户籍人口调查失业率从 4.6% 上行至 5%，上行幅度高于过去两年均值 0.25 个百分点。

另一方面，房地产价格下行造成的财富收缩效应和财产性收入下滑仍在拖累了居民的消费意愿和消费能力，近两年居民住房资产增速转负、净资产增速接近 0 增长。



图表11：近两年居民住房资产加速下滑并转负拖累资产增速（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

3月16日国务院发布的《提振消费专项行动方案》将推进城乡居民增收放在了第一位⁴，强调促进工资性收入合理增长、拓宽财产性收入，持续用力推动房地产市场止跌回稳，更好满足住房消费需求。但也能看到经济的内生动能依旧是缓慢修复，考虑到二季度外部环境的不确定性上升，政策“稳增长”的诉求或再度上升，降息、“以旧换新”政策加码、专项债发行进度加快等短平快的刺激政策或在年中前后陆续推出。

风险提示

中美关税政策超预期，贸易摩擦或造成今年出口在二季度出现断崖式下行

年初房地产销售维持韧性，但地产尚未进入中长期稳态，在短期企稳后，地产销售增速或再度下行

地产和出口的不确定性或导致今年经济增速走弱，这会对消费形成明显的拖累，而消费下行则会加剧经济下行的压力

⁴ https://www.gov.cn/zhengce/202503/content_7013808.htm



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究