

经济数据“开门红”的动力来自哪

——2025 年 2 月经济数据点评

宏观点评

2025 年前 2 月，工业增加值同比增速 5.9%，同时，消费、投资增速不同程度改善。经济数据“开门红”的动力，一方面来自“抢出口”，前 2 月出口交货值同比增速 6.2%，高于 2024 年全年的 5.1%；另一方面，是财政前置发力，2024 年四季度提前下达了 2025 年 1000 亿元中央预算内投资计划和 1000 亿元“两重”建设项目清单，此外，2025 年前 2 月，国债发行前置，国债净融资 8716 亿元，在此支持下，基建、制造业投资增速回升。但同时也要看到，服务业生产增速有所下滑，房地产投资降幅仍较大，消费、物价、信贷等都有待提振，而且未来出口的不确定性也较大。因此，“两会”制定的政策需要尽快落地，保持连续性发力，尽快形成实物工作量，巩固良好的经济形势。

“抢出口”加上财政前置发力，工业生产增速平稳。2025 年前 2 月，工业生产同比增速 5.9%，高于 2024 年四季度的月均值 5.6%，环比增速达到 0.51%，也高于 2024 年四季度的月均值 0.43%。其中，由于 2025 年 1-2 月气温比较高，电力、燃气及水的生产和供应业生产同比增速只有 1.1%，而制造业生产同比增速达到了 6.9%。和出口及建筑相关的行业生产增速回升幅度较大。

服务业扩张速度放缓。前 2 月，服务业生产指数同比增速 5.6%，比上年全年加快 0.4 个百分点，整体上仍处于较高增速，不过较 2024 年四季度的月均值 6.3%有所放缓。服务零售额累计同比增速从 6.3%下降至 4.9%。租赁和商务服务业、金融业生产增速回落，房地产业需要再观察。

政策继续支持投资，仍有较大提振空间。前 2 月，固定资产投资累计同比增速 4.1%，较 2024 年全年上升 0.9 个百分点，较 2024 年 12 月上升 2 个百分点。但是受房地产投资拖累，整体投资增速仍处于低位，提振空间较大。前 2 月，全口径基建投资同比增速 10%，高于 2024 年全年的 9.2%，以及 2024 年 12 月的 7.4%；制造业投资累计同比增速 9%，较 2024 年全年下降 0.2 个百分点，但高于 2024 年 12 月的 8.4%；房地产投资累计同比增速-9.8%，较 2024 年全年上升 0.8 个百分点，较 2024 年 12 月的-13.4%上升 3.6 个百分点。

房地产市场修复仍在继续。2025 年 1-2 月，新房销售依旧偏弱，房屋竣工好转、新开工继续大幅回落。房屋竣工面积累计同比回落 15.6%，降幅较上年 12 月收窄 12.1 个百分点。这主要受 2024 年 10 月以来，政府在保交楼上投入了大量资源支撑。房屋新开工面积累计同比回落 29.6%，降幅较上年 12 月继续扩大。

消费动能持续修复，但增速仍较低。2025 年 1-2 月份，社会消费品零售总额同比增长 4%，增速较上年 12 月的 3.7%有所提升。从环比看，1、2 月份社会消费品零售总额季调环比增长分别为 0.19%和 0.35%，增速较上年 12 月的 0.13%持续提升。2025 年“以旧换新”政策在 2024 年基础上，扩大了“换新”补贴的品类范围，效果显著。

● **风险提示：外需存在不确定性；服务业生产增速有下滑苗头；消费有待提振；房地产市场修复可持续性待观察。**

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280520050003

钟 山（研究助理）

zhongshan01@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280123070001

相关报告

《春节因素对物价影响有多大》2025-03-09

《复工复产叠加“抢出口”，PMI 超季节性回升》2025-03-02

《“9·24”以来经济复苏情况如何》2025-02-16

《信用创造有所恢复，力度及可持续性仍需增强》2025-02-16

《四季度经济数据有哪些亮点》2025-01-19

《积极有为，乘风破浪》2024-12-30



目 录

1、 “抢出口”加上财政前置发力，工业生产增速平稳.....	3
2、 服务业扩张速度放缓.....	5
3、 政策继续支持投资，仍有较大提振空间.....	6
4、 房地产市场修复仍在继续，金三银四仍值得期待.....	8
5、 消费动能持续修复，但增速仍较低.....	10
6、 财政前置发力，政府融资好于民间融资.....	12

图表目录

图 1： 出口支撑工业生产.....	4
图 2： 前 2 月多数行业生产增速较 2024 年全年回升.....	4
图 3： 2025 年前两月，国债净融资显著提升.....	5
图 4： 2025 年前两月，地方债净融资也较往年提升.....	5
图 5： 服务业生产增速下滑.....	6
图 6： 服务零售额同比增速下滑.....	6
图 7： 投资有所改善，但增速仍较低.....	7
图 8： 设备工器具购置投资增速高于建筑安装工程投资增速.....	7
图 9： 汽车等行业投资增速回升幅度较大.....	8
图 10： 房地产销售累计同比持续回升.....	9
图 11： 2 月，一线城市商品房价格延续回升.....	9
图 12： 2 月，二手房价格整体回落.....	9
图 13： 3 月，30 大中城市商品房销售面积有所回落.....	10
图 14： 3 月，北京二手住宅成交维持景气.....	10
图 15： 3 月，深圳二手住宅成交维持景气.....	10
图 16： 社会消费品零售总额当月同比增速提升.....	11
图 17： 居民收入增速及预期有企稳回升迹象.....	11
图 18： 信用条件改善.....	12
图 19： 社融增速回升.....	12

2025年前2月，工业增加值同比增速5.9%，同时，消费、投资增速不同程度改善。经济数据“开门红”的动力，一方面来自“抢出口”，前2月出口交货值同比增速6.2%，高于2024年全年的5.1%；另一方面，是财政前置发力，2024年四季度提前下达了2025年1000亿元中央预算内投资计划和1000亿元“两重”建设项目清单，此外，2025年前2月，国债发行前置，国债净融资8716亿元，在此支持下，基建、制造业投资增速回升。

但同时也要看到，服务业生产增速有所下滑，房地产投资降幅仍较大，消费、物价、信贷等都有待提振，而且未来出口的不确定性也较大。因此，“两会”制定的政策需要尽快落地，保持连续性发力，尽快形成实物工作量，巩固良好的经济形势。

1、“抢出口”加上财政前置发力，工业生产增速平稳

2025年前2月，工业生产同比增速5.9%，高于2024年四季度的月均值5.6%，环比增速达到0.51%，也高于2024年四季度的月均值0.43%。其中，由于2025年1-2月气温比较高，电力、燃气及水的生产和供应业生产同比增速只有1.1%，而制造业生产同比增速达到了6.9%。工业生产整体稳健，其动力主要来自两方面。

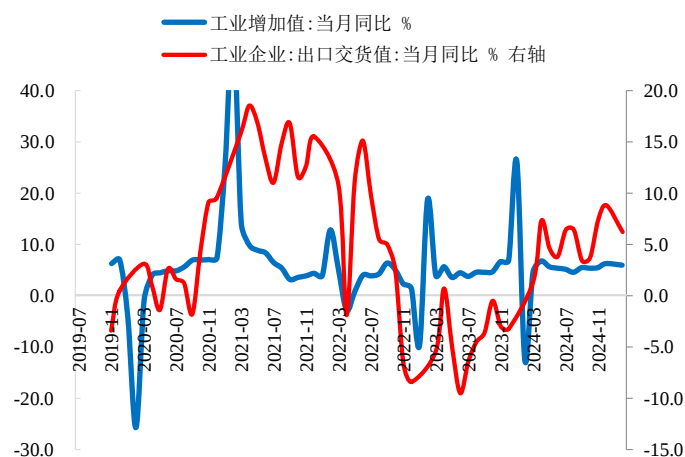
一是“抢出口”拉动工业生产。特朗普就职之后，在2月对中国商品加征10%关税，由于预期后续特朗普可能继续加征关税，这导致2024年四季度以来的“抢出口”得以延续。前2月出口交货值同比增速6.2%，高于2024年全年的5.1%。特朗普于3月再次对中国商品加征10%关税，从港口集装箱吞吐量来看，3月“抢出口”继续存在。

二是财政前置发力。2024年四季度提前下达了2025年1000亿元中央预算内投资计划和1000亿元“两重”建设项目清单，2025年一万亿元特别国债在2024年“两会”就已通过审批，2025年前2月，国债发行前置，国债净融资8716亿元显著高于往年同期国债净融资额。同时，地方债置换也在一定程度上缓解了地方政府财政压力。经济先行指标，信用脉冲（12个月新增社融同比增速）连续3个月回升。2月建筑业PMI从49.3%上升至52.7%，建筑相关沥青开工率、水泥发运率节后回升，其中水泥发运率回升斜率比较陡峭。前2月，全口径基建投资同比增速10%，高于2024年全年的9.2%；基建投资（不含电力等）同比增速5.6%，高于2024年全年的4.4%。

此外，消费、房地产投资增速虽然低于预期，但也有不同程度改善，在一定程度上也拉升了工业生产增速。

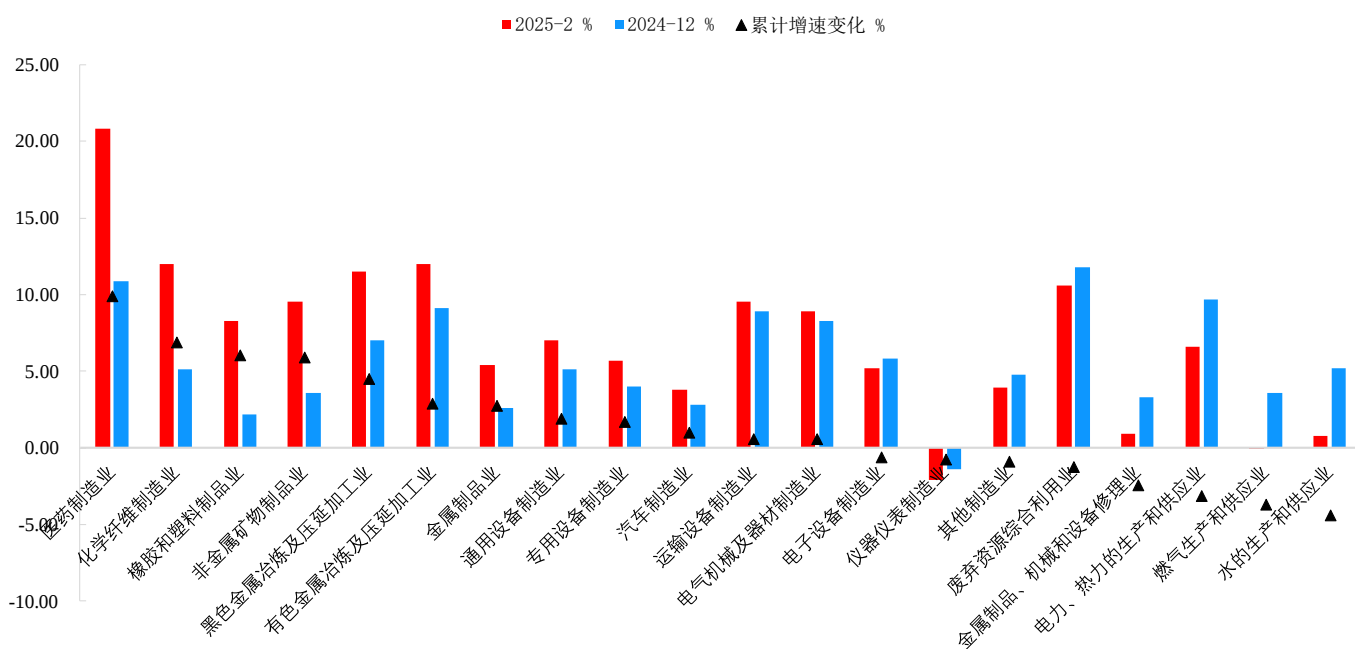
从行业来看，和出口及建筑相关的行业生产增速回升幅度较大。1-2月，医药制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、金属制品业、通用设备制造业、专用设备制造业、汽车制造业、运输设备制造业、电气机械及器材制造业生产同比增速较2024年全年分别回升9.9、6.9、6.1、5.9、4.5、2.9、2.8、1.9、1.7、1、0.6、0.6个百分点。仪器仪表制造业、废弃资源综合利用业、金属制品、机械和设备修理业、电力、热力的生产和供应业、燃气生产和供应业、水的生产和供应业生产增速不同程度回落。

图1： 出口支撑工业生产



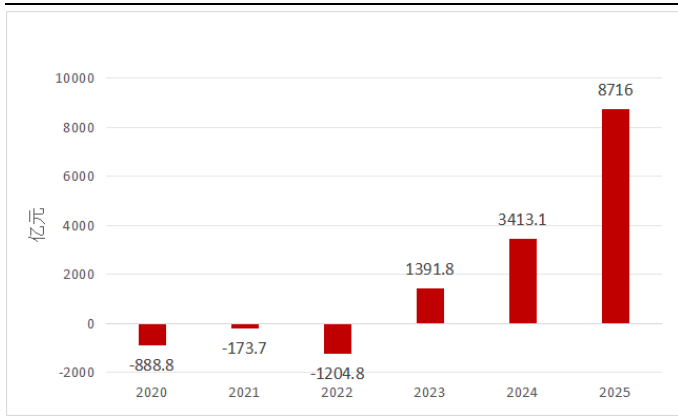
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图2： 前2月多数行业生产增速较2024年全年回升



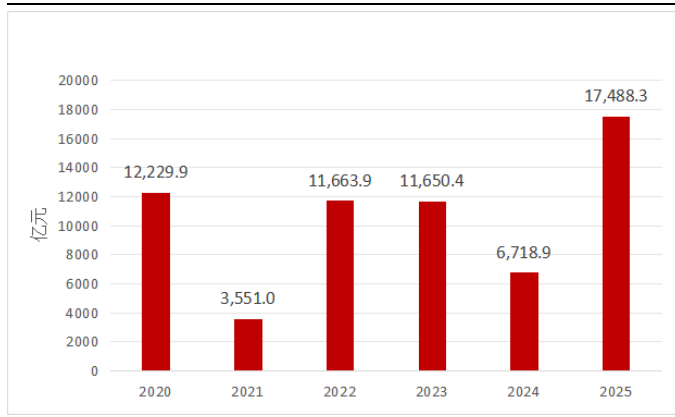
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图3： 2025 年前两月，国债净融资显著提升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图4： 2025 年前两月，地方债净融资也较往年提升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、服务业扩张速度放缓

前2月，服务业生产指数同比增速5.6%，比上年全年加快0.4个百分点，整体上仍处于较高增速，不过较2024年四季度的月均值6.3%有所放缓，服务业消费仍需要更多政策支持。

从结构上看，虽然不同行业服务业有所分化，但整体上增速在下滑。

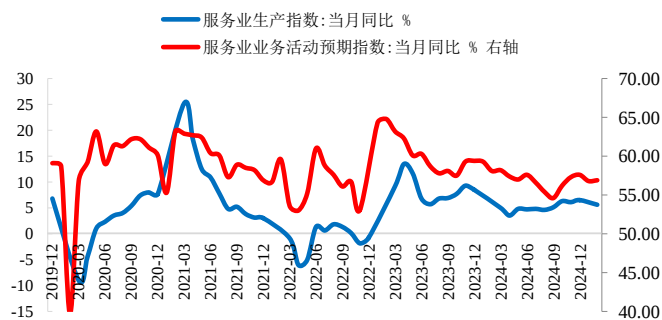
服务零售增速下滑。从局部数据看，文旅消费需求旺盛。春节假期8天，全国国内出游5.01亿人次，同比增长5.9%；国内出游总花费6770.02亿元，同比增长7.0%。1月、2月电影票房收入分别为63.6亿、160.9亿元，同比增速分别高达146%、45%。前2月餐饮消费同比增速4.3%，虽然较2024年12月有所上升，但较往年同期处于低位。**整体上，服务零售额累计同比增速从6.3%下降至4.9%。**

租赁和商务服务业生产增速放缓。前2月，租赁和商务服务业生产指数同比增速为8.8%，较2024年四季度均值9.2%下滑。

高基数下金融业生产增速回落。虽然2025年以来，金融市场活跃度延续，1月、2月两市日均成交额分别为1.2万、1.8万亿元，但较2024年四季度有所回落，加上2024年一季度基数较2023年四季度抬升，两者作用下，2025年1-2月金融业生产指数同比增速从2024年四季度均值9.4%回落至5.5%。

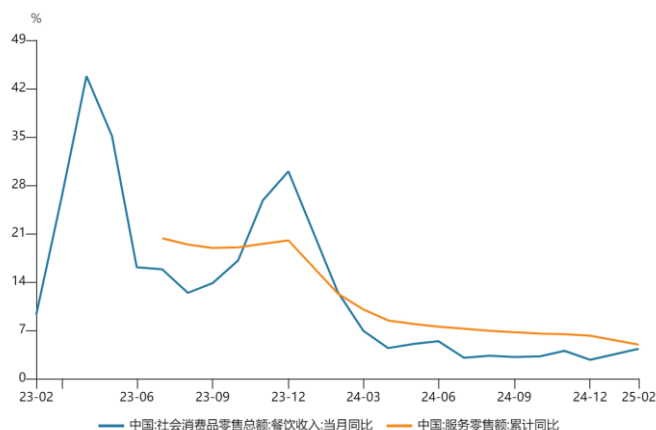
房地产业需要再观察。2024年11月、12月商品房销售额同比增速转正，分别为1%、2.5%，但2025年前2月同比下降2.6%。从高频数据看，二手房销售处于历史同期高位，但新房销售仍处于低位，房地产市场修复的可持续性程度仍需要再观察。

图5：服务业生产增速下滑



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图6：服务零售额同比增速下滑



资料来源：Wind，诚通证券研究所

3、政策继续支持投资，仍有较大提振空间

前2月，固定资产投资累计同比增速4.1%，较2024年全年上升0.9个百分点，较2024年12月上升2个百分点。但是受房地产投资拖累，整体投资增速仍处于低位，提振空间较大。

前2月，政府债券净融资2.4万亿元，同比多融资1.5万亿元。财政前置发力效果显著，基建投资、制造业投资增速相比2024年12月回升。

前2月，全口径基建投资同比增速10%，高于2024年全年的9.2%，以及2024年12月的7.4%；基建投资（不含电力等）同比增速5.6%，高于2024年全年的4.4%，但低于2024年12月的6.3%。基建仍然是中央财政在发力，地方债置换缓解了地方财政压力，但用于基建投资的资金压力仍在。

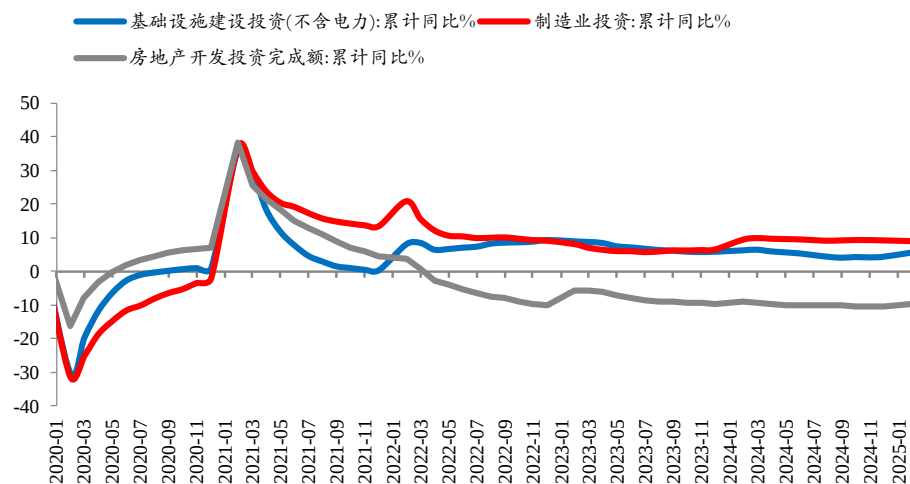
前2月，制造业投资累计同比增速9%，较2024年全年下降0.2个百分点，但高于2024年12月的8.4%，仍处于较高增速。在工业企业利润负增长情况下，制造业投资受到“两重”“两新”以及出口的支撑。

从行业来看，汽车、通用设备、船舶等运输设备制造业投资累计同比增速回升，分别为19.5、6.1、2.4个百分点。

从投资性质来看，财政提前发力效果明显，“两重”“两新”以及出口支撑下，设备工器具购置投资累计同比增速18%，高于2024年全年的15.7%，而建筑安装工程投资累计同比增速1.1%，低于2024年全年的3.5%。用于衡量政策效应的设备工器具购置投资与建筑安装工程投资累计同比增速之差从2024年全年的12.2%上升至16.9%。

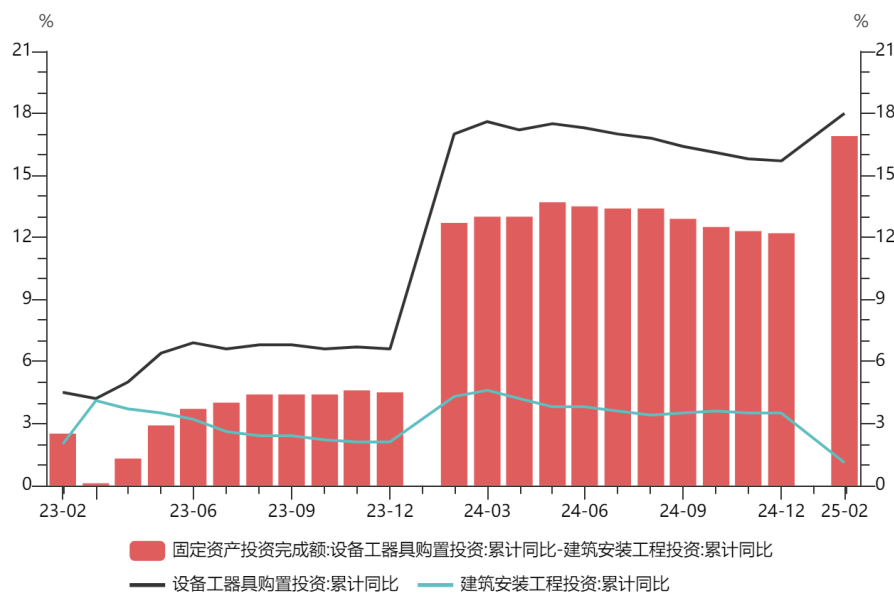
前2月，房地产投资累计同比增速-9.8%，较2024年全年上升0.8个百分点，较2024年12月的-13.4%上升3.6个百分点，不过增速仍较低。房企信心仍不足，房地产开工面积降幅从2024年全年的23%扩大至29.6%。

图7：投资有所改善，但增速仍较低



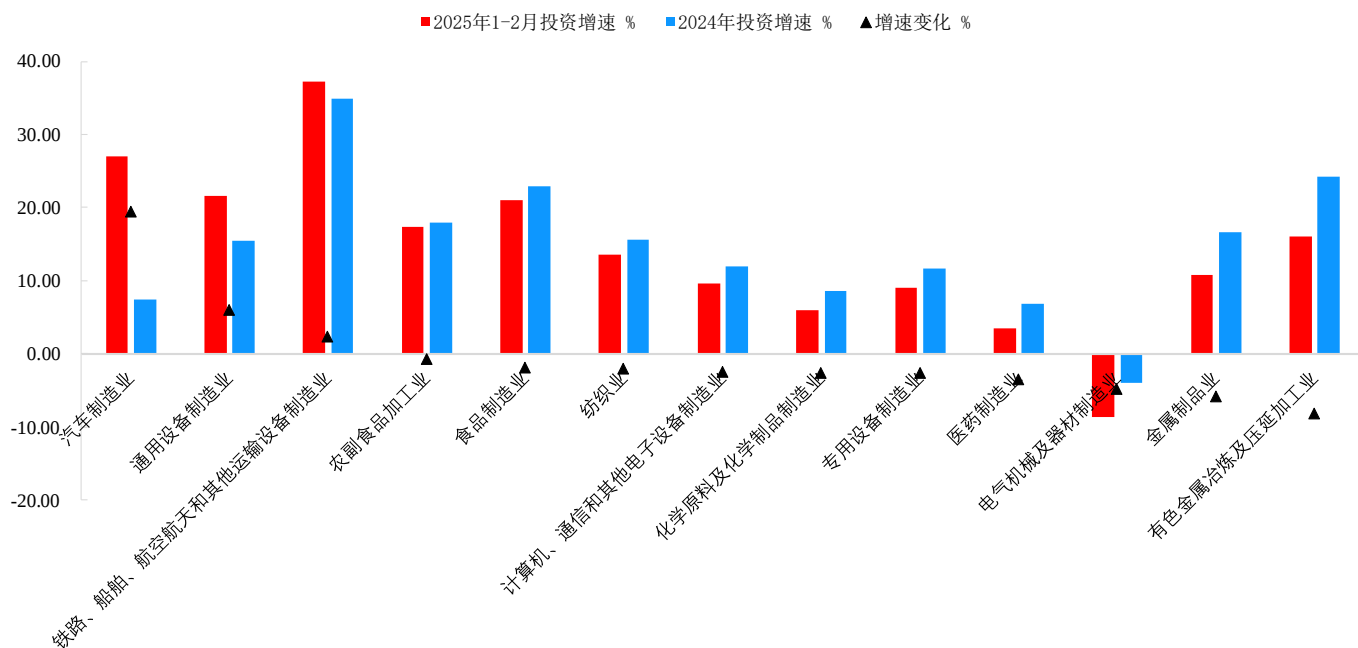
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图8：设备工器具购置投资增速高于建筑安装工程投资增速



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图9：汽车等行业投资增速回升幅度较大



资料来源：Wind，诚通证券研究所

4、房地产市场修复仍在继续，金三银四仍值得期待

2025年1-2月，房地产数据显示，市场修复仍在延续。不过新房销售依旧偏弱

商品房销售面积累计降幅持续收窄。2025年1-2月份，商品房销售面积同比累计下滑5.1%，降幅较上年12月收窄7.8个百分点，相比上年同期20.5%的降幅也大幅改善，这说明房地产市场修复仍在持续。不过1-2月份受春节影响，房地产销售一般偏弱，其对全年销售贡献也相对较小。3月份一般为全年第一个销售旺季，俗称楼市的金三银四，其是观测楼市景气度能否延续的关键窗口期。

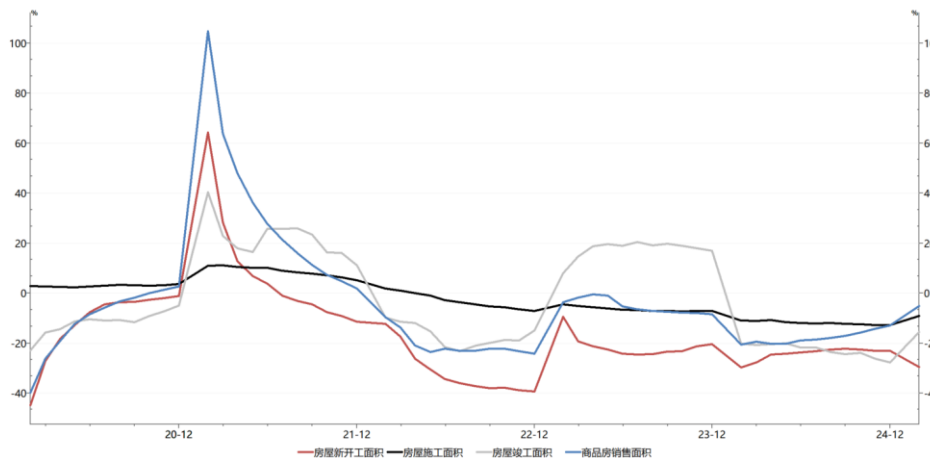
房屋竣工好转、新开工继续大幅回落。2025年1-2月份，房屋竣工面积累计同比回落15.6%，降幅较上年12月收窄12.1个百分点。这主要受2024年10月以来，政府在保交楼上投入了大量资源支撑。截至2024年10月，“白名单”房地产项目审批通过贷款为2.23万亿元。在2025年3月十四届全国人大三次会议首场“部长通道”上，国家金融监管总局局长李云泽表示协调机制审批贷款超过6万亿元，涉及已经交付和正在建设的住房超过1500万套。

2025年1-2月份，房屋新开工面积累计同比回落29.6%，降幅较上年12月继续扩大。不过我们不应过度悲观，房屋新开工面积的大幅回落表明未来房地产市场将由增量时代转向存量时代，供给的大幅出清也是推动房地产市场健康平稳运行的重要力量。

住宅价格有转弱迹象。2025年2月份，70大中城市二手房价格指数整体回落0.4%，降幅较上月扩大0.1个百分点。一线城市二手房价格由涨转跌，回落0.1%。二线和三线城市二手房价格指数延续下滑，环比均回落0.4%，并且二线城市二手房价格降幅较上月有所扩大。

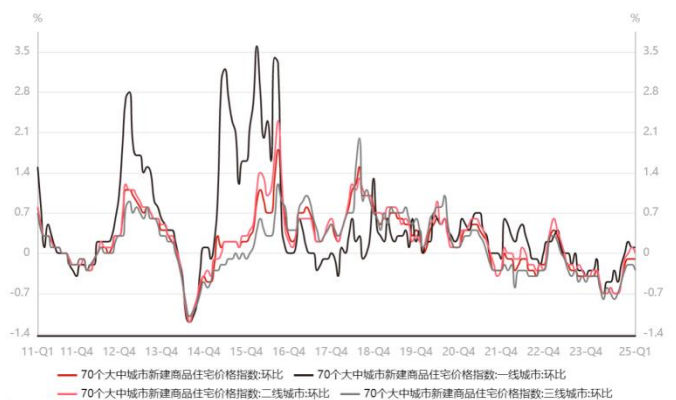
从新房价格看，一线城市价格仍在回暖。2025 年 2 月份，70 个大中城市中，一线城市新房价格环比上涨 0.1%，涨幅较上月持平，连续 3 个月环比上涨。不过二线城市新房价格环比由上月上涨 0.1% 转为持平。三线城市新房价格环比回落 0.3%，跌幅较上月扩大 0.1 个百分点。

图10： 房地产销售累计同比持续回升



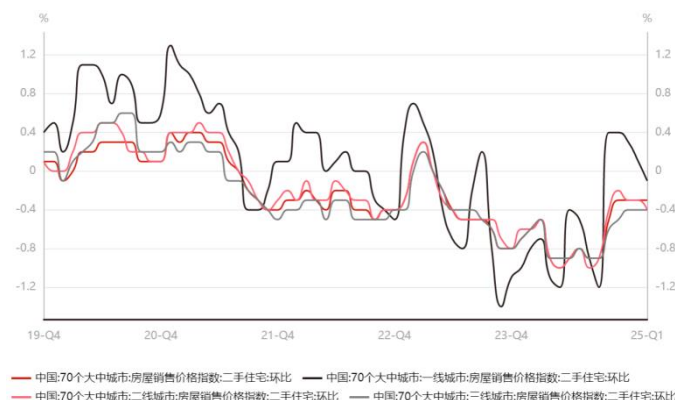
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图11： 2 月，一线城市商品房价格延续回升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

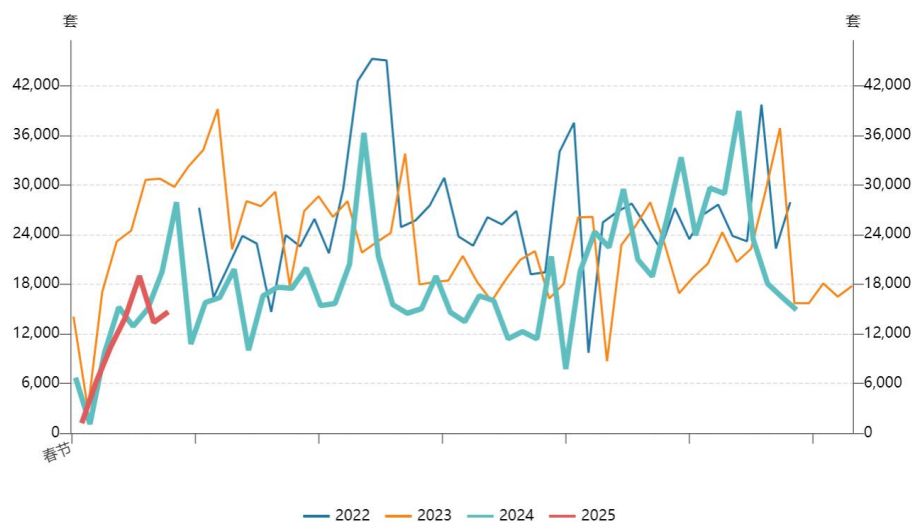
图12： 2 月，二手房价格整体回落



资料来源：Wind，诚通证券研究所

从高频数据看，3 月新房销售商品房销售热度有所回落。就商品房而言，3 月份前两周，30 大中城市商品房销售先下后上，同比接近 2024 年同期水平，关键看下半月新房销售是否会有所回暖。

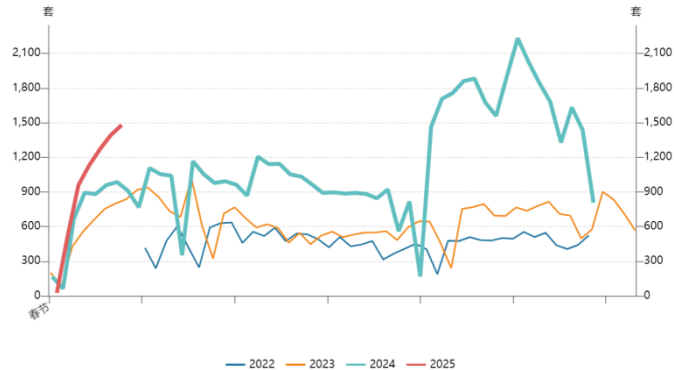
部分城市二手房成交依旧强势。进入 3 月，相对商品房而言，二手房市场表现相对较好。北京、上海、深圳二手房市场成交维持高位，特别是杭州、深圳、成都等城市表现会更好一些。对于一、二线城市，二手房市场更能反映房地产市场的温度。二手房成交的强势或预示着楼市金三银四行情依旧值得期待。

图13： 3月，30大中城市商品房销售面积有所回落

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图14： 3月，北京二手住宅成交维持景气

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图15： 3月，深圳二手住宅成交维持景气

资料来源：Wind，诚通证券研究所

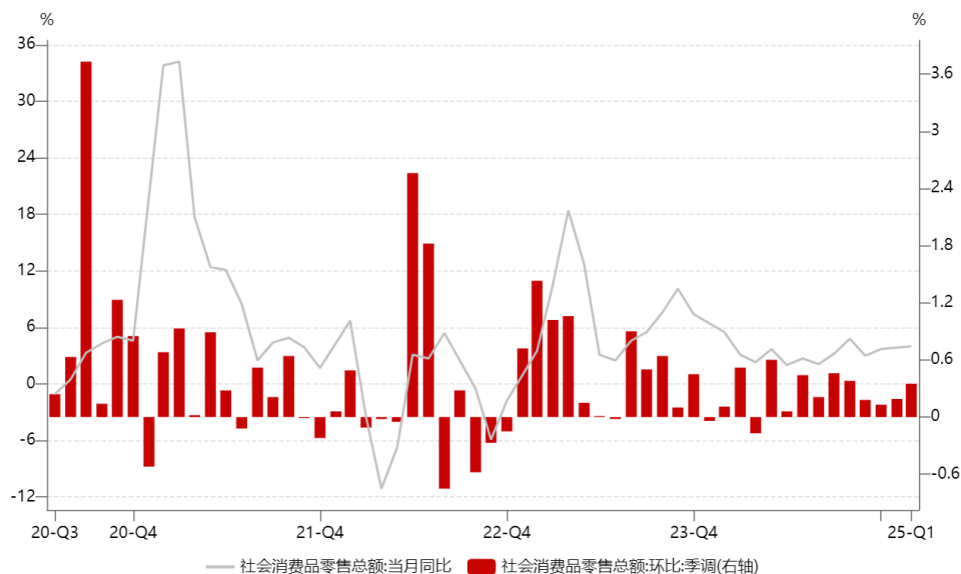
5、消费动能持续修复，但增速仍较低

消费动能持续修复。2025年1-2月份，社会消费品零售总额同比增长4%，增速较上年12月的3.7%有所提升。从环比看，1、2月份社会消费品零售总额季调环比增长分别为0.19%和0.35%，增速较上年12月的0.13%持续提升。开年消费整体平稳。

虽然消费增速依旧偏低，但自2024年下半年以来，消费环比已经连续10个月正增长，基本走出了此前一年内出现多次月度环比负增长的现象，消费有望实现正常化。同时，调查数据也显示居民收入预期有企稳回升的迹象。2024年9月份以来，消费者收入预期指数由94.2%升至96.6%。

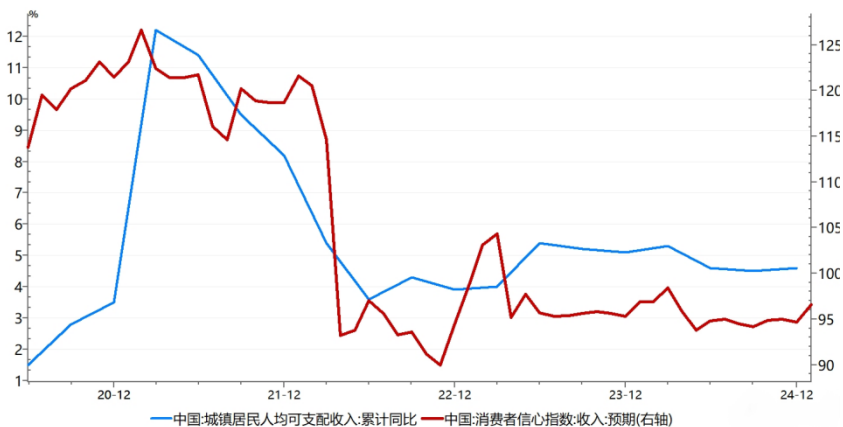
此外，近日中办、国办印发《提振消费专项行动方案》，这表明更具系统性的消费提振政策将持续落地，这也将助力消费持续修复，稳步向好。

图16： 社会消费品零售总额当月同比增速提升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图17： 居民收入增速及预期有企稳回升迹象



资料来源：Wind，诚通证券研究所

分项来看，必选消费表现相对坚挺。2025年1-2月份，粮油、食品类同比增长11.5%，增速较上年12月提升1.6个百分点；日用品类同比增长5.7%，增速较上年12月提升2.7个百分点

部分消费品类表现亮眼。2024年，“以旧换新”政策的推出带动新能源汽车、家电、家装等消费上涨。2025年“以旧换新”政策在2024年基础上，扩大了“换新”补贴的品类范围，增设了手机、平板、智能手表（手环）“购新补贴”，效果显著。2025年1-2月份，通讯器材类消费同比上涨26.2%，在上涨9.9%的基础上继续大幅上行。此外，体育娱乐用品消费1-2月同比也大幅增长25%，延续高度景气。这可能与地方加大体育文化氛围营造力度，拓展了体育消费空间有关。两会期间卫健委表示将持续推进体重管理年行动，普及健康生活方式，登上热搜，也反映了大众对健康生活的关注和向往。

6、财政前置发力，政府融资好于民间融资

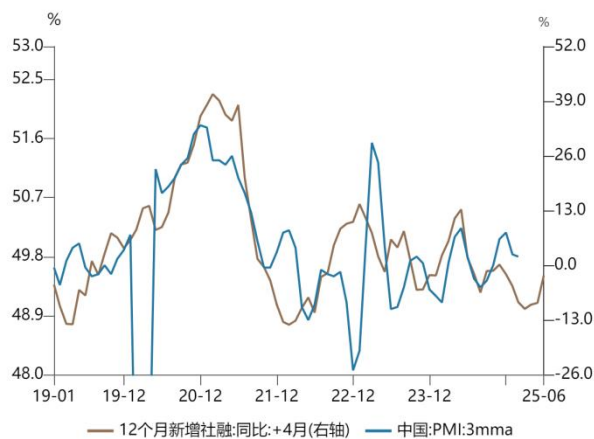
前2月，社融好于信贷，地方债置换会使企业偿还贷款规模增加，考虑到这部分，信贷要好于公布数据。从社融看，政策仍在继续支持实体经济，12个月新增社融同比增速连续3个月回升。不过，居民信贷仍比较弱，提振消费相关政策陆续出台，消费信贷数据有待观察。

2月新增贷款1.01万亿元，上年同期1.45万亿元。1-2月累计新增贷款6.14万亿元，上年同期6.37万亿元。其中，1-2月，新增居民中长期贷款3785亿元，同比少增1449亿元，仍比较弱，特别是2月居民中长期贷款减少1150亿元。TOP100房企2月实现销售操盘金额1881.2亿元，同比增长1.2%，1-2月累计同比增速-1.2%。1-2月新增企业中长期贷款4万亿元，同比少增6000亿元，部分原因是地方债置换减少了新增贷款。

2月新增社融2.2万亿元，上年同期1.5万亿元；1-2月累计新增社融9.3万亿元，上年同期8万亿元。主要是政府债券发行拉动的，1-2月政府债券净融资2.4万亿元，同比多融资1.5万亿元。一部分是特别国债前置发力，一部分是地方债置换发行。从实体经济数据看，2月建筑业PMI从49.3%上升至52.7%，建筑相关沥青开工率、水泥发运率节后回升，其中水泥发运率回升斜率比较陡峭。

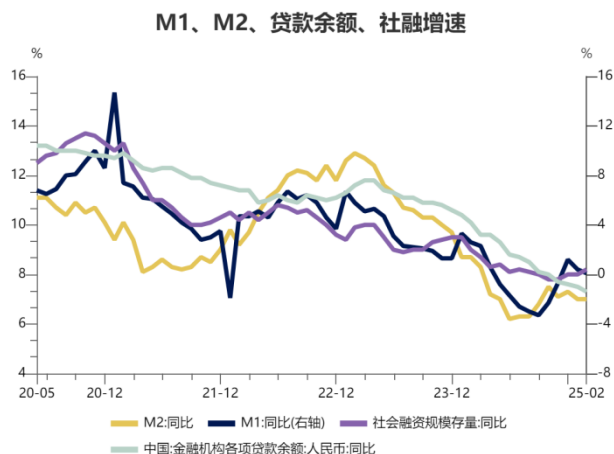
2月，受地方债置换以及民间融资仍较弱影响，信贷余额同比增速从7.5%下降至7.3%；政府融资拉动下，社融同比增速从8%上升至8.2%；M2同比增速持平于7%；受春节错位影响，M1同比增速从0.4%下降至0.1%。

图18：信用条件改善



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图19：社融增速回升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层
公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>

邮编：100020