

1-2 月经济数据点评

稳增长多管齐下，促消费恰逢其时

1-2 月工增和固投好于万得一致预期，社零低于万得一致预期；延续生产端好于需求端的特点；高技术产业工业增加值同比高增长和服务消费较强是新亮点。

- 1-2 月工业增加值同比增长 5.9%，从行业分类来看，1-2 月采矿业工业增加值累计同比增速 4.3%，制造业累计同比增速 6.9%，公用事业累计同比增速 1.1%，高技术产业累计同比增速 9.1%。
- 1-2 月社零同比增长 4.0%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 4.8%，服务消费累计同比增长 4.9%。1-2 月社零数据受到多方面影响，一是春节假期消费品类表现相对较好，如粮油食品，二是消费补贴带动部分电子产品销售，如通讯器材，三是国际金价上涨带动金银珠宝消费上升。
- 1-2 月固定资产投资累计同比增速为 4.1%，民间固定资产投资累计同比增速持平，分类别看，制造业投资 1-2 月累计同比增长 9.0%，基建投资累计同比增长 5.6%，地产投资累计同比下降 9.8%。
- 1-2 月商品房销售面积同比下降 5.1%，商品房销售额累计同比下降 2.6%。2025 年 2 月，70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比下降 5.2%，二手住宅价格指数下降 7.5%，降幅均延续收窄的趋势。1-2 月房地产投资数据边际好转，主要有几个特点：一是固定资产投资受住宅投资降幅收窄的拉动明显，二是新开工面积增速较 2024 年 12 月继续走低，主要是受过去一段时间土地市场疲弱的影响，但施工面积和竣工面积同比增速都有较明显的边际改善，三是从地区来看，西部和中部地区房地产投资改善的情况较为显著。
- 年初经济数据整体较 2024 年稳中有升。1-2 月经济数据整体略好于万得一致预期：工业增加值同比增长 5.9%，好于预期的 5.1%，固投累计同比增长 4.1%，好于预期的 3.8%，社零同比增长 4.0%，低于预期的 4.5%；与 2024 年年底的情况相比，固定资产投资累计同比增速和社零当月同比增速均有不同程度的上行，工业增加值增速则小幅下滑。从数据来看，2025 年 1-2 月经济增速持续向好，并且延续了生产好于需求的特点，从结构看有新亮点，科技进步带动高技术产业同比增速维持在较高水平，现象级文化产品带动服务消费表现亮眼，财政支出靠前发力，托底基建投资增速上行。
- 2025 年经济增速目标仍定在 5%，稳增长需要多方发力。从国内的情况看，宏观政策组合拳对稳增长的影响较大：一是“两重两新”政策延续，对托底基建投资、提振制造业固定资产投资、稳定大宗商品消费增速作用较大，二是《提振消费专项行动方案》，有望促进居民消费持续稳定释放，三是促进房地产止跌回稳的系列政策，有望减小房地产产业链对经济的拖累。从今年的政府工作报告内容看，上述政策在财政政策提升赤字率 1 个百分点、超长期特别国债、特别国债、地方政府专项债，以及货币政策适时降准降息、推动社会综合融资成本下降等方面，均有较明确的安排。但是 2025 年海外风险因素的不确定性依然较大，短期内最直接的就是美国的关税政策，考虑到 2024 年净出口对我国 GDP 累计同比的贡献率达到 30.3%，同时 2025 年 1-2 月进出口增速均较 2024 年 12 月大幅回落，我们认为 5 月之前货币政策有望进一步宽松，以对冲外需波动对国内经济的影响。
- **风险提示：**全球通胀二次上行；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《周度金融市场跟踪》20250317

《中银量化大类资产周报》20250316

《中、美央行面临选择》20250316

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

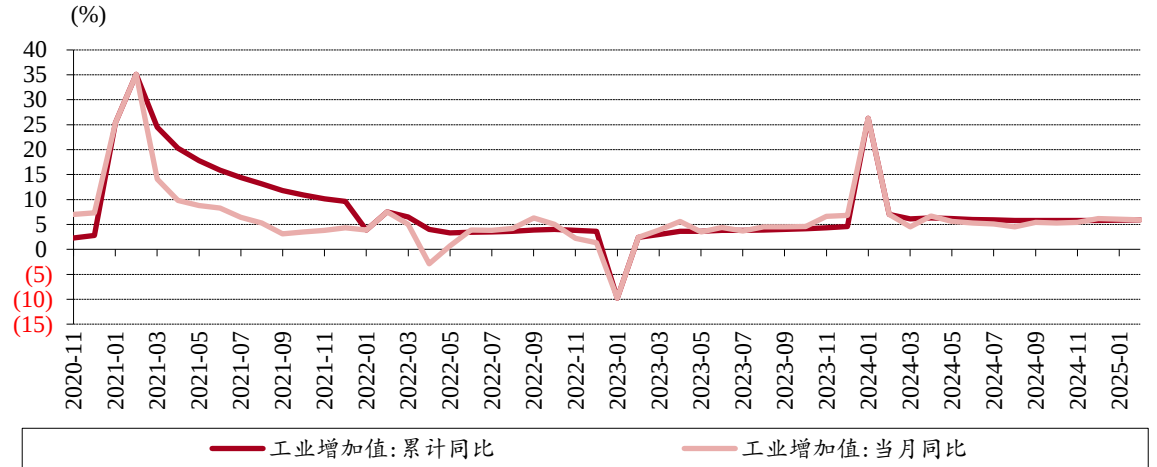
Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

工业增加值同比增速超预期

1-2 月工业增加值同比增速较 2024 年 12 月小幅下降。1-2 月工业增加值同比增长 5.9%，较 2024 年 12 月下降 0.3 个百分点，较去年同期下降 1.1 个百分点，好于万得一致预期同比增速 5.1%。2025 年较 2024 年存在春节假期错位的情况，同时 2024 年的闰年因素也给 2025 年造成较高的基数效应，但 2025 年 1-2 月工业增加值在制造业和高技术产业的支撑下，实现了较高的同比增速。

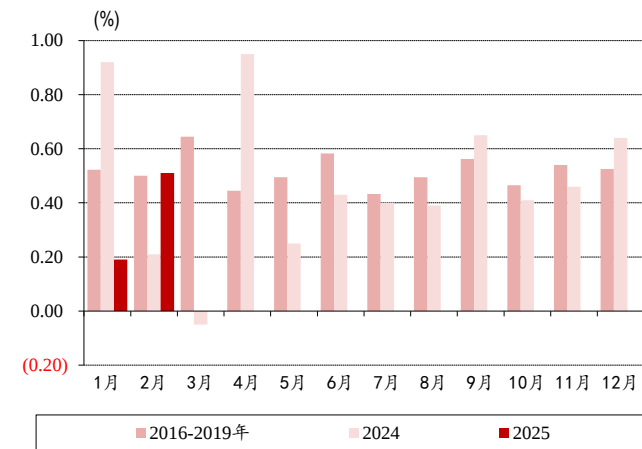
图表 1. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

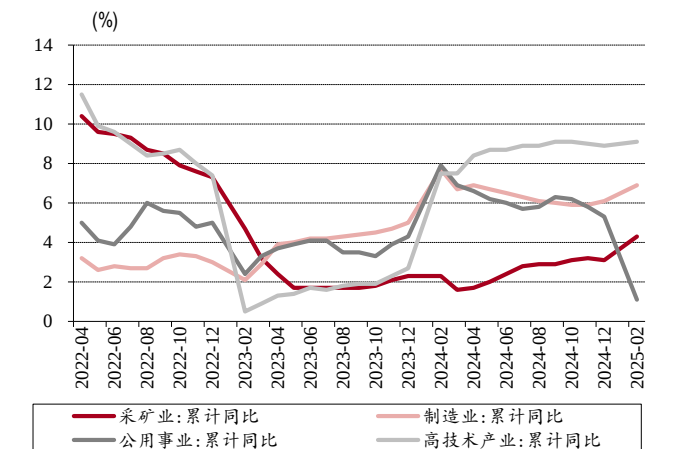
1-2 月工业增加值环比表现较好。从环比增速来看，1 月工业增加值环比上升 0.19%，2 月环比上升 0.51%，与 2016 年-2019 年期间同期平均水平 0.52% 和 0.50% 相比，虽然 1 月受春节假期因素影响偏低，但 2 月显示春节假期后复工情况较好。从行业分类来看，1-2 月采矿业工业增加值累计同比增速 4.3%，制造业累计同比增速 6.9%，公用事业累计同比增速 1.1%，高技术产业累计同比增速 9.1%。从企业类型来看，1-2 月私企工业增加值同比增长 6.7%，国企工业增加值同比增长 3.7%，股份制企业同比增长 6.6%，外企同比上升 3.2%。与 2024 年相比，采矿业和高技术产业同比增速显著上行，私企小幅上行。1-2 月工业增加值同比增速表现好，我们认为影响来自多方面，一是以“两重两新”为代表的稳增长的宏观政策持续发力，二是高技术产业同比增速维持在较高水平，经济转型升级内生动力保持强劲，三是采矿业同比增速持续上行。

图表 2. 工业增加值环比增速



资料来源：万得，中银证券

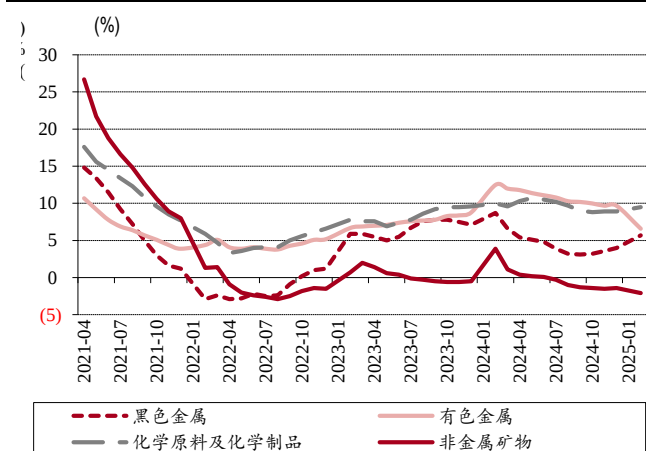
图表 3. 各行业工业增加值累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

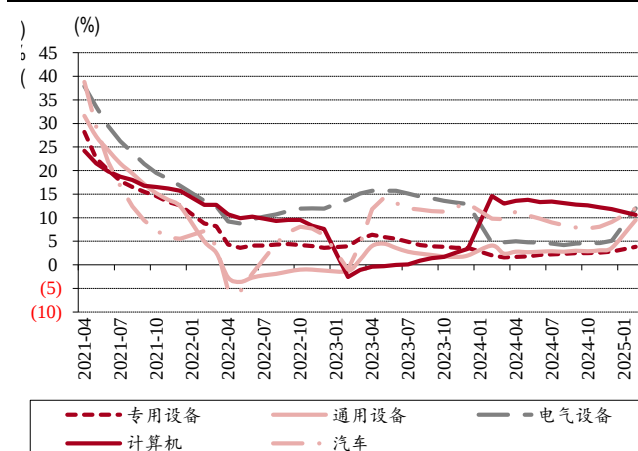
1-2 月中游行业工业增加值增速表现相对较强。上游行业方面，1-2 月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长 9.5%，非金属矿物制品业增加值累计同比下降 2.1%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 5.7%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 6.6%，相较 2024 年全年上游行业累计同比增速下降的是有色金属和非金属矿物，上升的是黑色金属和化学原料，较 2024 年同期累计同比增速则均出现不同程度的下降。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长 9.5%，专用设备制造业增加值累计同比增长 3.8%，汽车制造业增加值累计同比增长 12.0%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长 12.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长 10.6%，中游行业工业增加值累计同比增速整体以上行为主，通用设备、电气设备、汽车和专用设备的工业增加值累计同比增速，均较 2024 年全年和 2024 年同期有不同程度的上升，仅计算机行业受基数偏高的影响，累计同比增速有所下降。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长 5.2%，纺织业增加值累计同比增长 7.0%，医药制造业增加值累计同比下降 0.1%，下游行业工业增加值累计同比增速分化，食品行业相对偏弱，纺织行业相对较强。1-2 月中游行业工业增加值累计同比增速表现相对更好，需要关注其中是否存在美国关税政策落地预期的影响。

图表 4. 上游行业工业增加值累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

社零环比表现好于 2024 年同期

1-2 月社零增速低于预期。1-2 月社零同比增长 4.0%，较 2024 年 12 月上升 0.3 个百分点，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 4.8%，较 2024 年 12 月上升 0.6 个百分点，服务消费累计同比增长 4.9%，较 2024 年整体下降 1.3 个百分点。1-2 月社零同比增速虽然低于万得一致预期，但环比增速好于 2024 年同期，考虑到扩内需是 2025 年稳增长的重要手段之一，我们预计在《提振消费专项行动方案》等政策影响下，社零增速有望维持稳定。

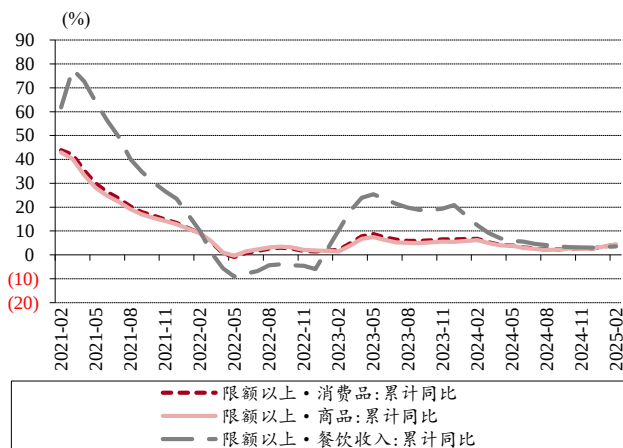
图表 6. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

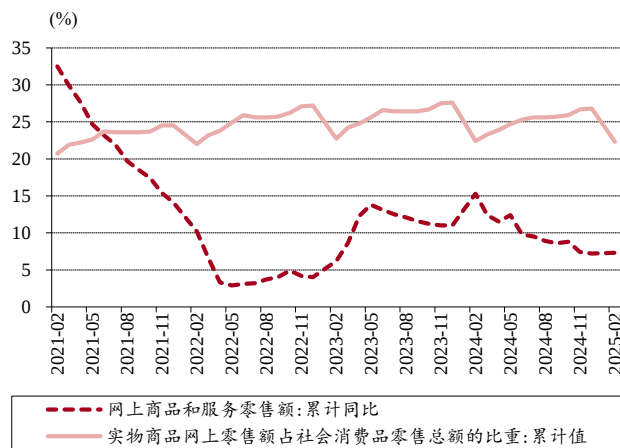
1-2月春节假期服务消费增速较好。1-2月餐饮消费同比增长4.3%，较2024年12月上升1.6个百分点，限额以上餐饮消费同比上升3.6%，较2024年12月上升2.4个百分点；1-2月商品消费同比增速3.9%，较2024年12月持平，限额以上商品消费增速4.3%，较2024年12月上升0.1个百分点。1-2月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长4.3%，限上消费受商品提振比较明显，社零整体中餐饮的增速更高。1-2月网上零售额占比为27.2%，较2024年同期上升0.7个百分点，但较2024年全年下降4.6个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为7.3%，增速较2024年全年小幅上升0.1个百分点。1-2月社零消费受春节假期因素影响较大，服务消费在社零整体中表现较强，一定程度上受到热门电影带动服务性消费需求上升的影响。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

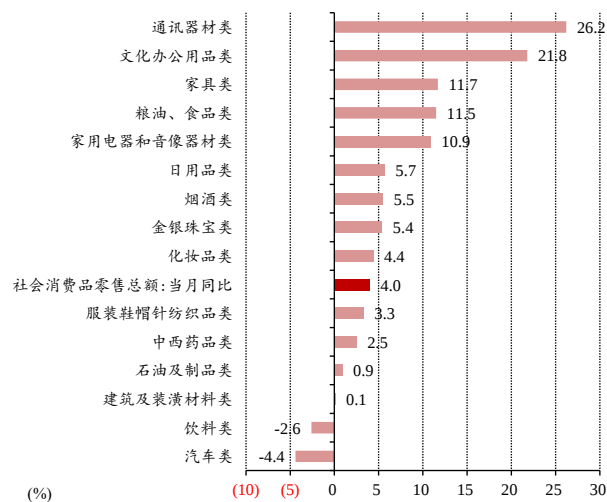
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源：万得，中银证券

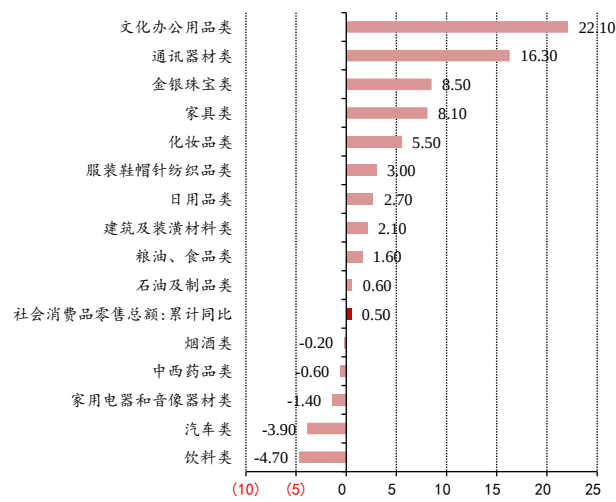
春节期间，必需消费品和弹性消费品表现较好。从同比增速来看，1-2月限额以上企业商品零售总额增速4.4%，同比增速较高的细分行业包括通讯器材、文化办公用品、家具、粮油食品和家用电器等，同比增速下降的是汽车和饮料。与2024年12月相比，增速上升较多的有文化办公用品、通讯器材和金银珠宝等，增速下降较多的有家用电器、烟酒和汽车等。与2024年相比，1-2月同比增速上升较多的为文化办公用品、通讯器材和金银珠宝等，累计同比增速下降较多的则有饮料、汽车、家用电器等。1-2月社零数据受到多方面影响，一是春节假期消费品类表现相对较好，如粮油食品，二是消费补贴带动部分电子产品销售，如通讯器材，三是国际金价上涨带动金银珠宝消费上升。

图表 9. 各品类社零当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 各品类社零累计同比增速变化

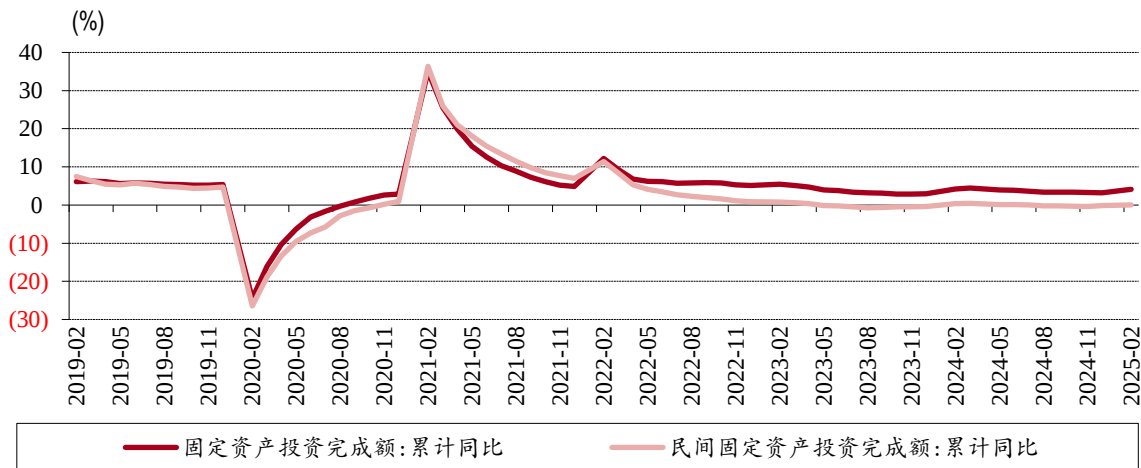


资料来源：万得，中银证券

固定资产投资增速超预期

固投增速较 2024 年整体上行。1-2 月固定资产投资累计同比增速为 4.1%，较 2024 年上升 0.9 个百分点，1-2 月民间固定资产投资累计同比增速持平，较 2024 年上升 0.1 个百分点。从分行业累计同比增速较 2024 年变化看，制造业增速小幅下降 0.2 个百分点，基建增速上升 1.2 个百分点，房地产增速上升 0.8 个百分点。

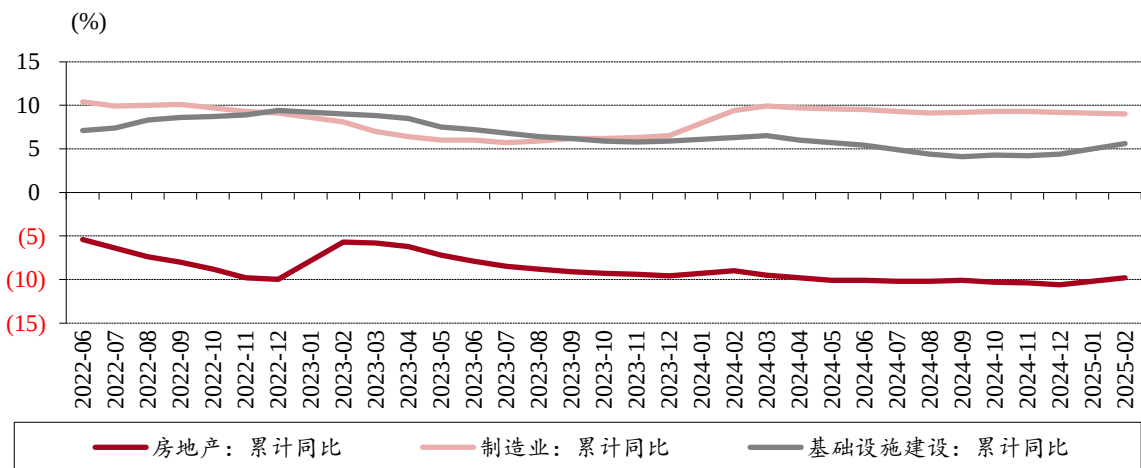
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

1-2 月制造业增速坚挺，房地产投资拖累有所收窄，基建投资增速上升。分类别看，制造业投资 1-2 月累计同比增长 9.0%，基建投资累计同比增长 5.6%，地产投资累计同比下降 9.8%。从产业分类来看，第一产业累计同比上升 12.2%，第二产业累计同比增长 11.4%，第三产业累计同比增长 0.7%；从地区来看，东部累计同比增长 1.5%，中部增长 6.0%，西部下降 5.3%，东北增长 11.6%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长 4.0%，国企同比增长 7.0%，外资企业下降 10.0%。年初是传统固定资产投资淡季，但 2025 年 1-2 月固投增速好于万得一致预期，我们认为主要是稳增长的宏观政策的作用，一是房地产固投增速降幅收窄，对固投整体的拖累明显减小，二是财政支出靠前发力，基建投资增速在 2024 年的基础上进一步上行，三是制造业投资维持在较高水平上。向前展望，我们认为财政支出对稳增长的托底作用仍将延续，需要关注的是两方面的情况，一是房地产能否顺利止跌回稳，二是在技术进步的影响下，2025 年企业固定资产投资支出是否有扩大的可能。

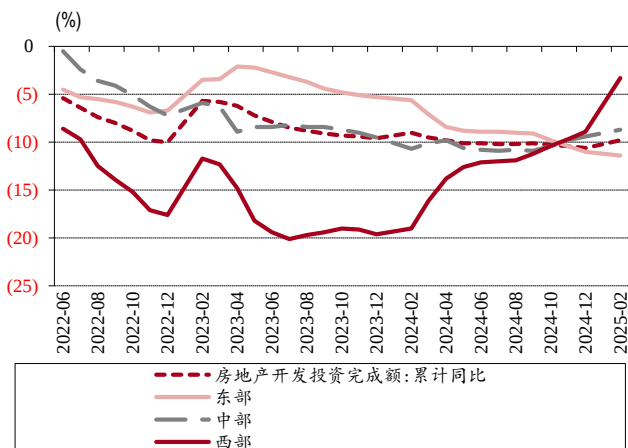
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

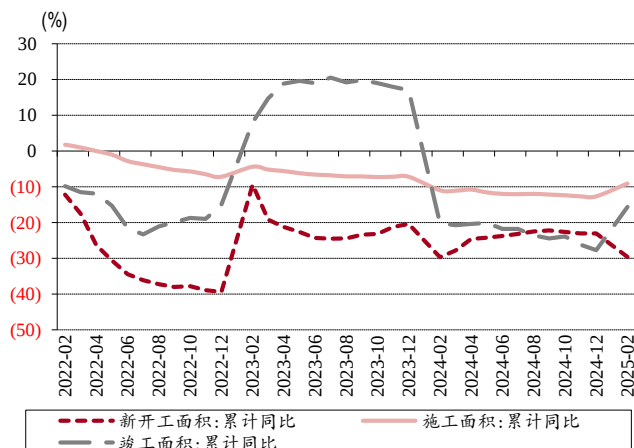
1-2月房地产固定资产投资增速降幅较2024年收窄。1-2月房地产投资累计同比增速下降9.8%，比2024年上升0.8个百分点。其中东部地区累计同比下降11.4%、中部地区累计同比下降8.7%、西部地区累计同比下降3.3%。从房地产分类来看，住宅投资增速下降9.2%，办公楼投资增速下降14.9%，商业地产投资增速下降12.3%。1-2月房地产新开工面积累计同比下降29.6%，施工面积同比下降9.1%，竣工面积同比增长15.6%。1-2月房地产投资数据边际好转，主要有几个特点：一是固定资产投资受住宅投资降幅收窄的拉动明显，二是新开工面积增速较2024年12月继续走低，主要是受过去一段时间土地市场疲弱的影响，但施工面积和竣工面积同比增速都有较明显的边际改善，三是从地区来看，西部和中部地区房地产投资改善的情况较为显著。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

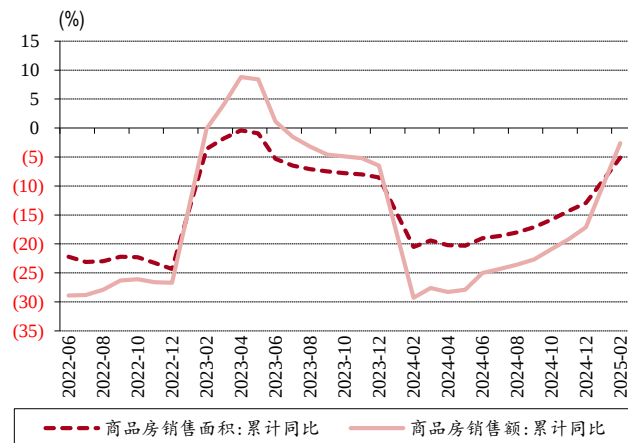
图表 14. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源：万得，中银证券

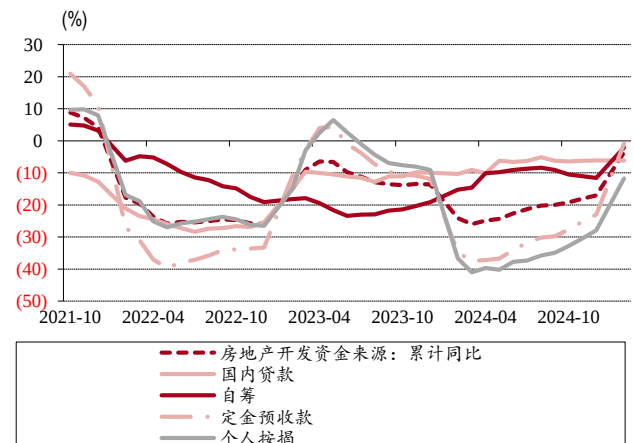
房价降幅持续收窄。1-2月商品房销售面积同比下降5.1%，商品房销售额累计同比下降2.6%。1-2月商品房待售面积同比增长5.1%，其中住宅面积同比增长6.6%，办公楼同比增长2.5%，商业地产同比增长0.6%。从房地产投资资金来源看，1-2月国内贷款占比19.0%，较2024年上升4.8个百分点，个人按揭贷款占比12.5%，较2024年下降2.1个百分点，定金预收款占比29.4%，较2024年下降1.8个百分点，自筹资金占比33.6%，较2024年下降1.5个百分点。从增速看，1-2月房地产开发资金来源累计同比增速下降3.6%，其中国内贷款资金来源增速下降6.1%，定金和预收款增速下降0.9%，按揭贷款资金来源增速下降11.7%。2025年2月，70个大中城市新建商品住宅价格指数同比下降5.2%，二手住宅价格指数下降7.5%，降幅均延续收窄的趋势。

图表 15. 商品房销售面积和销售额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 房地产行业各渠道资金来源增速



资料来源：万得，中银证券

结论：稳增长多管齐下，促消费恰逢其时

年初经济数据整体较 2024 年稳中有升。1-2 月经济数据整体略好于万得一致预期：工业增加值同比增长 5.9%，好于预期的 5.1%，固投累计同比增长 4.1%，好于预期的 3.8%，社零同比增长 4.0%，低于预期的 4.5%；与 2024 年年底的情况相比，固定资产投资累计同比增速和社零当月同比增速均有不同程度的上行，工业增加值增速则小幅下滑。从数据来看，2025 年 1-2 月经济增速持续向好，并且延续了生产好于需求的特点，从结构看有新亮点，科技进步带动高技术产业同比增速维持在较高水平，现象级文化产品带动服务消费表现亮眼，财政支出靠前发力，托底基建投资增速上行。

2025 年经济增速目标仍定在 5%，稳增长需要多方发力。从国内的情况看，宏观政策组合拳对稳增长的影响较大：一是“两重两新”政策延续，对托底基建投资、提振制造业固定资产投资、稳定大宗商品消费增速作用较大，二是《提振消费专项行动方案》，有望促进居民消费持续稳定释放，三是促进房地产止跌回稳的系列政策，有望减小房地产产业链对经济的拖累。从今年的政府工作报告内容看，上述政策在财政政策提升赤字率 1 个百分点、超长期特别国债、特别国债、地方政府专项债，以及货币政策适时降准降息、推动社会综合融资成本下降等方面，均有较明确的安排。但是 2025 年海外风险因素的不确定性依然较大，短期内最直接的就是美国的关税政策，考虑到 2024 年净出口对我国 GDP 累计同比的贡献率达到 30.3%，同时 2025 年 1-2 月进出口增速均较 2024 年 12 月大幅回落，我们认为 5 月之前货币政策有望进一步宽松，以对冲外需波动对国内经济的影响。

风险提示：全球通胀二次上行；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371