

2025 年 03 月 18 日

宏观研究团队

生育补贴的经济账：从促生育到稳增长

——兼评 2 月经济数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

● 消费：重视生育补贴“CAPEX 指引”

1、**呼和浩特生育补贴力度略超预期，需重视“长期执行前景”**。按一、二、三孩占比测算各地的加权平均补贴力度，天门、武汉东湖新区、呼和浩特力度居前三，平均每个新生儿补贴 6.0、4.0、3.8 万元。

2、**若呼市方案推广至全国**：悲观情形下假设生育补贴不额外拉动出生人口，乐观情形参考天门次年出生人数提升 17%，则 2025-2029 年总补贴 9789-11453 亿元、年均 1958-2291 亿元，提振消费支出有望年均拉动社零 0.22%-0.25%、拉动 GDP 0.08%-0.09%。若考虑促生育带来的抚养支出以及住房消费则效果更佳。

3、**呼市方案如何提振生育？**预计 2025 首年拉动新生儿 32-76 万人，即约 50 万左右，往后年份随生育补贴支出增加而效果走强。OECD 数据显示，各国家庭福利支出占 GDP 比重与生育率正相关， $Y=0.63 \times X$ 。2025 首年 1000 亿生育津贴约占我国 GDP 0.07%，则有望增加生育 32 万人口（6.89 亿女性 $\times 0.07\% \times 0.63=32$ 万）。其次可参考天水效果，天水执行次年（2024 年）新生儿人口增长 17%，呼和浩特平均补贴力度约为其半，则推算全国新生儿增加 $954 \times 17\% / 2 = 76$ 万人。

● 生产：工业强于服务业，供需结构有待改善

(1)**工业生产**：小幅回落但仍保持中高增速。分行业来看，贡献项来自于汽车、电气机械、通用设备；供需结构有待改善，1-2 月工业企业产销率为 95.5%，在历年同期处于次低水平。

(2)**服务业生产**：较前值下行了 0.9 个百分点。受益于 DeepSeek 等国产 AI 突破，信息软件服务贡献增量，但租赁商务服务和金融增速放缓。

● 固投：地产降幅收窄，设备更新和基建增速走高，有色比价或将上行

1、**地产**：**销售降幅收窄，领先指标库销比未能延续改善态势**。二手房成交仍处于历史高位，新房成交略低于 2024 年同期；作为二手房价领先指标的库销比在完成一轮修复后趋于平稳，后续观察地方加快收储步伐对供需结构的修复力度。

2、**制造业**：**科创再贷款扩容提振设备更新，有色金属比价有望上行**。分行业来看，汽车、通用设备投资增速较前值改善了 19.5、6.1 个百分点，有色冶炼、金属制品受高基数掣肘而走弱。“设备更新-建安投资”剪刀差走扩对应有色价格跑赢黑色价格，2 月剪刀差走扩至 16.9%，除了关税扰动推涨黄金，新质生产力扩张有望从需求端提振其他有色金属价格。

3、**基建**：**专项债前置发力，广义和狭义基建均高增**。截至 3 月 16 日，专项债发行进度为 15.8%、已持平 2024 年 3 月末水平，发行和支出使用节奏从 2024 年的前低后高转为 2025 年的均衡或更加前置。

● 逆周期政策择机发力，Q2 或是关键时点

1-2 月经济数据相对平稳、有喜有忧，工业生产较强而供需结构弱，制造业基建强而房建弱，以旧换新支持品类的家电、汽车略有走颓。往后看，特朗普加征关税对出口的影响将逐步显现，仍需扩大内需予以对冲。因此我们维持此前观点，逆周期调节基调不会变，预计宽货币、宽财政等有关政策将择机推出，Q2 或是关键时点。且近期央地研究出台生育补贴方案、国务院印发《提振消费专项行动方案》，指向政策发力窗口趋近。

● **风险提示**：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《关注两会后扩内需政策落地——宏观周报》-2025.3.16

《债务置换下的社融“新范式”——宏观经济点评》-2025.3.16

《通胀下行或有助于提振市场情绪——美国 2 月 CPI 点评》-2025.3.13

目 录

1、消费：重视生育补贴“CAPEX 指引”	3
2、生产：工业强于服务业，供需结构有待改善.....	5
3、固投端：地产降幅收窄，设备更新和基建增速走高，有色比价或将上行	6
4、逆周期政策择机发力，Q2 或是关键时点.....	8
5、风险提示	8

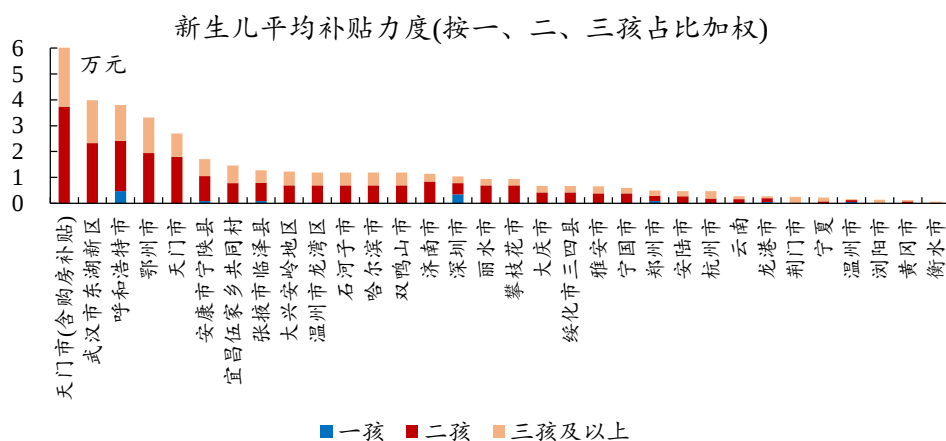
图表目录

图 1： 天门、武汉东湖新区、呼和浩特生育补贴力度较大.....	3
图 2： 假设 1，2025-2029 年生育补贴平均拉动社零 0.22%、拉动 GDP 0.08%.....	4
图 3： 各国家庭福利支出占 GDP 比重与生育率呈正相关关系	4
图 4： 2025 首年生育补贴或拉动新生儿 32-76 万人	5
图 5： 1-2 月社零同比小幅改善	5
图 6： 通讯器材、体娱、文化用品改善，家电增速放缓.....	5
图 7： 工业生产小幅改善	6
图 8： 产销率低于往年同期水平	6
图 9： 商品房销售降幅明显收窄	6
图 10： 库销比领先二手房价，3 月未能延续改善态势.....	6
图 11： 设备更新增速再度走高	7
图 12： 汽车、通用设备投资增速改善	7
图 13： 有色比价有望继续走高	7
图 14： 专项债前置提振基建增速	8
图 15： 水利基建增速仍高，公共设施管理边际改善.....	8

1、消费：重视生育补贴“CAPEX 指引”

(1)补贴力度略超预期，重视“长期执行前景”。我们按一、二、三孩占比测算了各地的加权平均补贴力度，天门、武汉东湖新区、呼和浩特力度居前三，平均每个新生儿补贴 6.0、4.0、3.8 万元，呼市为省会力度最大（武汉非全市执行）并给到了未来 5-10 年的预期，其意义或可类比生育领域的“CAPEX 指引”。

图1: 天门、武汉东湖新区、呼和浩特生育补贴力度较大



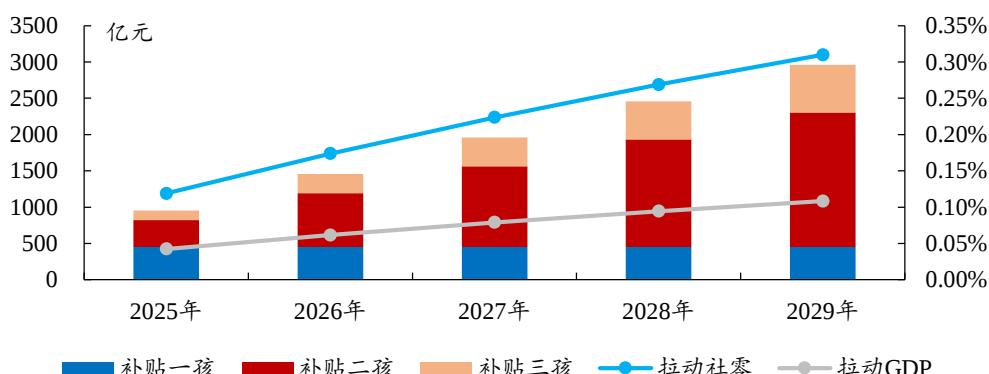
数据来源：智谷趋势、国家婴幼儿托育服务、各地政府网站、开源证券研究所

(2)若呼市方案推广至全国，需要多少财政资金？2024 年全国出生 954 万人，按抽样占比测算一孩、二孩、三孩及以上约为 452、371、131 万人。悲观情形下（假设 1），生育补贴不额外拉动出生人口，则 2025-2029 年总补贴 9789 亿元、年均 1958 亿元。乐观情形下（假设 2），按湖北天门推出一揽子方案（基因筛查费用减免、分娩补助、一次性生育奖励、产假补贴、每月育儿津贴、购房奖励等），次年出生人数提升 17%，则对应未来 5 年全国总补贴为 11453 亿元、年均 2291 亿元。

(3)如何拉动社零和经济效果?按美国情形推算我国生育群体(25-44岁)消费倾向约63%,假设2025-2029年社零和GDP的复合增速分别为4.5%、5.0%,测算显示生育补贴拉动效应逐年增大,2025年拉动社零0.12%-0.14%、拉动GDP 0.04%-0.05%,未来5年平均拉动社零0.22%-0.25%、拉动GDP 0.08%-0.09%。此外,生育补贴促进

新生从而间接释放小孩抚养需求以及未来住房消费，但可能存在重复计算和挤出效应，此处暂略。

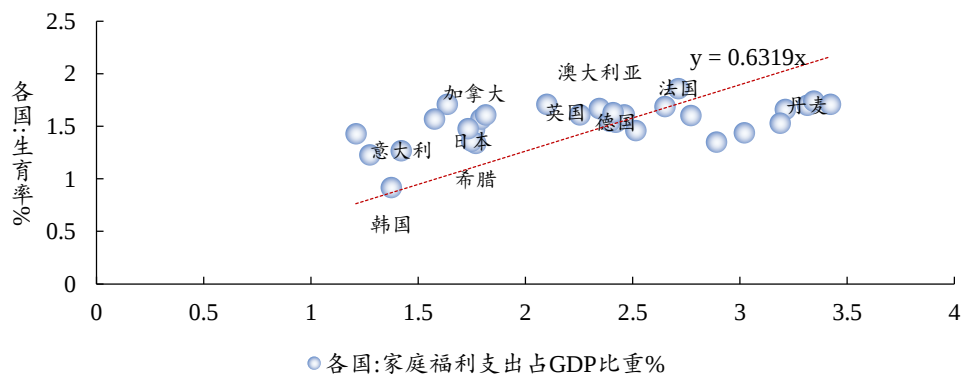
图2：假设 1，2025-2029 年生育补贴平均拉动社零 0.22%、拉动 GDP 0.08%



数据来源：Wind、开源证券研究所

(4)如何拉动新生儿和养育支出？从 2 个维度来看，预计 2025 首年拉动新生儿 32-76 万人，即约 50 万左右，往后年份随生育补贴支出增加而效果走强。OECD 数据显示，各国家庭福利支出占 GDP 比重与生育率呈正相关关系， $Y=0.63 \cdot X$ 。2025 首年 1000 亿生育津贴约占我国 GDP 0.07%，则有望增加生育 32 万人口（6.89 亿女性 $\times 0.07\% \times 0.63 = 32$ 万）。其次可参考天水促生育效果，天水执行次年（2024 年）新生人口增长 17%，呼和浩特平均补贴力度约为其半，则推算全国新生儿增加 $954 \times 17\% / 2 = 76$ 万人。

图3：各国家庭福利支出占 GDP 比重与生育率呈正相关关系



数据来源：OECD、开源证券研究所

Year	Upper Bound (Tianhui Effect)	Lower Bound (OECD Coefficient)
2025	75	35
2026	80	45
2027	85	55
2028	90	65
2029	95	75
2030	100	85
2031	105	95
2032	110	105
2033	115	115
2034	120	125

2月社零同比为4.0%、较前值提高了0.3个百分点。政策支持品类中，受益于手机等数码产品纳入补贴范围，通讯器材社零增速大幅改善了12.2个百分点至26.2%，家电和汽车增速明显放缓；非政策未支持品类中，体育娱乐用品、金银珠宝等边际改善。

Figure 1: Monthly percentage change in retail sales of consumer goods, retail sales of consumer goods, and restaurant income (2019-2025).

The chart displays three data series over time (2019-02 to 2025-02):

- 社零当月同比 (Blue line):** Monthly percentage change in retail sales of consumer goods. It shows a sharp decline in early 2020, followed by a recovery and a peak in early 2023.
- 商品零售当月同比 (Red line):** Monthly percentage change in retail sales of consumer goods. It follows a similar trend to the blue line, with a sharp decline in early 2020 and a peak in early 2023.
- 餐饮收入当月同比 (Orange line):** Monthly percentage change in restaurant income. It shows a sharp decline in early 2020, followed by a recovery and a significant peak in early 2023, followed by a sharp decline in early 2024.

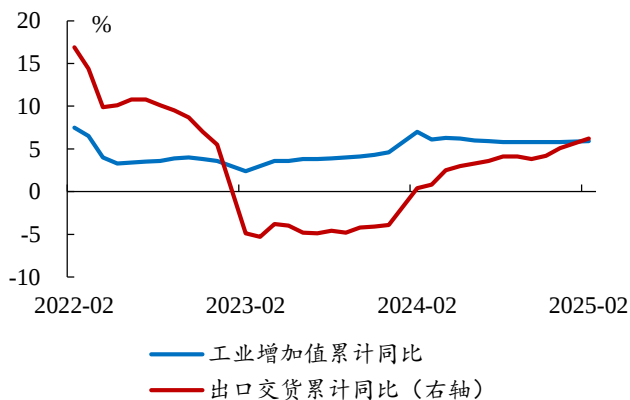
Figure 1 is a bar chart illustrating the percentage change in sales volume for various categories in February compared to the same month last year (blue bars) and the change from the previous month (red bars). The Y-axis represents percentage change from -30% to 45%.

Category	2月社零当月同比 (%)	较上月变动pct (%)
通讯器材	~25	~10
体育娱乐用品	~25	~10
文化用品	~25	~10
家具	~10	~5
粮油食品	~10	~5
家用电器	~10	~-25
日用品	~10	~5
烟酒	~10	~-5
金银珠宝	~10	~10
化妆品	~5	~5
餐饮	~5	~5
服装鞋帽	~5	~5
中西药品	~5	~5
石油及制品	~5	~5
建筑装饰材料	~5	~-5
饮料	~5	~10
汽车	~-5	~-10

5 / 10

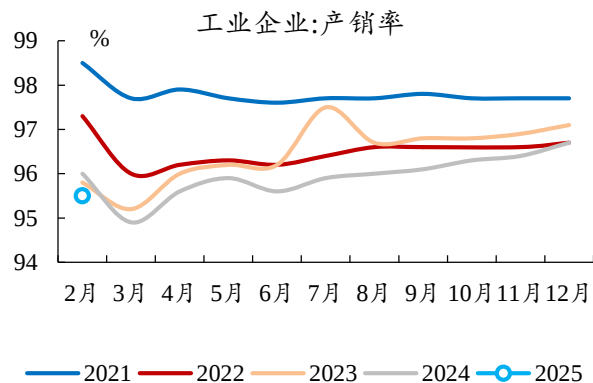
0.5 个百分点，受益于 DeepSeek 等国产 AI 突破，信息软件技术增速上行 0.5 个百分点至 9.3%。

图7：工业生产小幅改善



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

图8：产销率低于往年同期水平

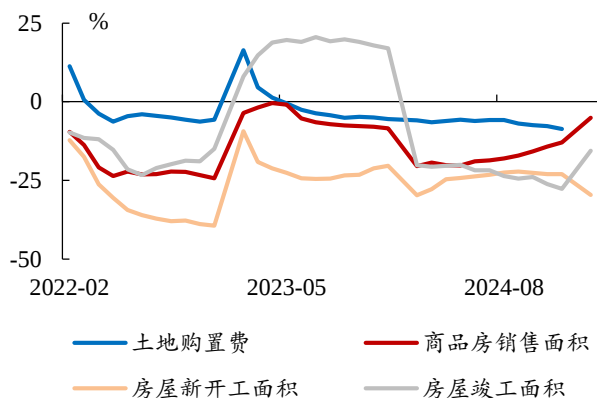


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、固投端：地产降幅收窄，设备更新和基建增速走高，有色比价或将上行

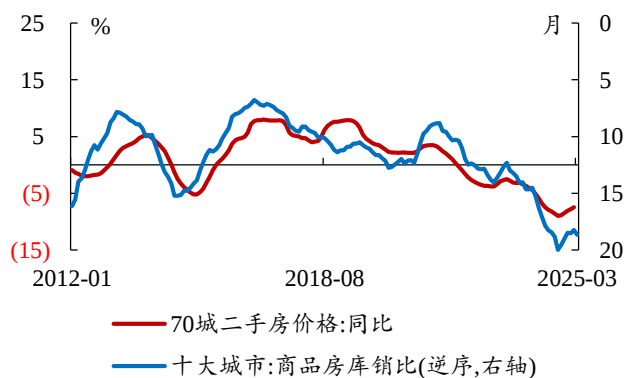
(1)地产：销售降幅收窄，领先指标库销比未能延续改善态势。1-2 月地产投资累计同比为-9.8%、较前值小幅改善，新开工、竣工、销售面积累计同比分别较前值变动了-6.6、+12.1、+7.8 个百分点。

图9：商品房销售降幅明显收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：库销比领先二手房价，3月未能延续改善态势

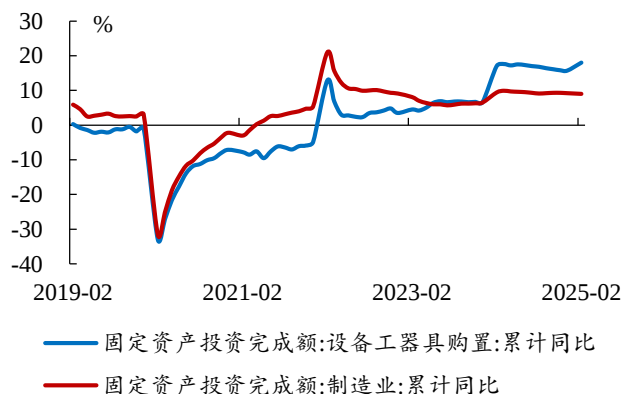


数据来源：Wind、开源证券研究所

从高频指标来看：2025 年 3 月二手房成交仍处于历史高位，新房成交略低于 2024 年同期；2 月二手房价降幅收窄，作为领先指标的库销比在完成一轮修复后趋于平稳，后续观察地方加快收储步伐对供需结构的修复力度。

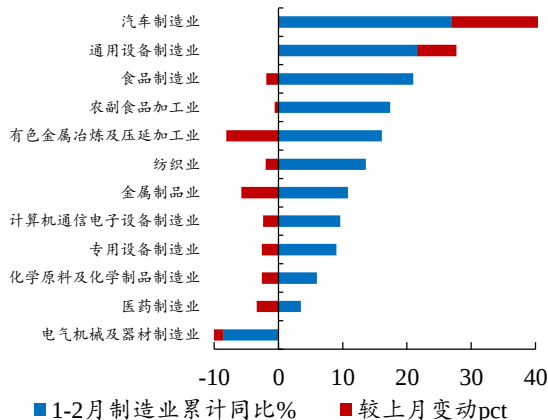
(2)制造业：科创再贷款扩容提振设备更新，有色金属比价有望上行。1-2 月制造业累计同比 9.0%、较前值下滑 0.2 个百分点，其中设备工器具购置累计同比上行 2.3 个百分点至 15.7%，或受益于科创再贷款从 5000 亿元扩大到 8000 亿元再至 1 万亿元。分行业来看，汽车、通用设备投资增速较前值改善了 19.5、6.1 个百分点，有色冶炼、金属制品受高基数掣肘而走弱。

图11：设备更新增速再度走高



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

图12：汽车、通用设备投资增速改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

值得一提的是，我们持续跟踪的“设备更新-建安投资”剪刀差或指向有色比价再度上行。从投入产出表来看，新质生产力板块更依赖有色金属，地产基建链更依赖黑色金属。因而自 2021 年中收紧地产政策后，我国经济动能加快从地产转向新质生产力，即建安投资增速下滑、设备更新投资增速上行，对应有色金属开始持续跑赢螺纹钢。2 月剪刀差走扩至 16.9%，除了关税扰动推涨黄金，新质生产力扩张有望从需求端提振其他有色金属。

图13：有色比价有望继续走高

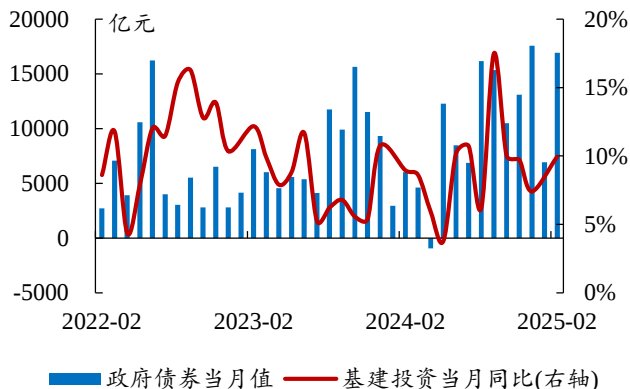


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3)基建：专项债前置发力，基建有望延续较高增速。1-2 月广义基建累计同比提高了 0.8 个百分点至 10.0%，狭义基建则提高了 1.2 个百分点至 5.6%。资金端，截至

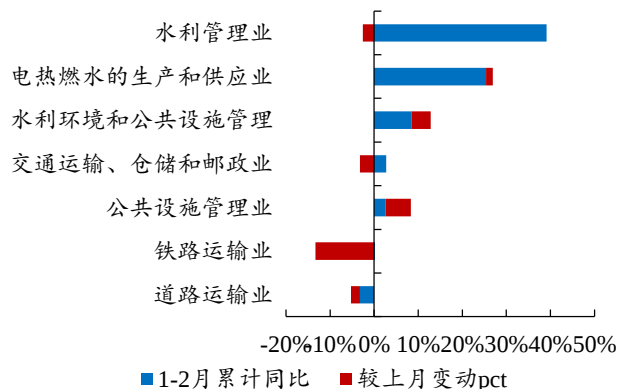
3月16日专项债发行进度为15.8%、已持平2024年3月末水平，发行和支出使用节奏从2024年的前低后高转为2025年的均衡或更加前置。分项来看，水利管理延续高增速，公共设施管理、电热燃水投资边际改善，但铁路运输明显回落。

图14：专项债前置提振基建增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：水利基建增速仍高，公共设施管理边际改善



数据来源：国务院、Wind、开源证券研究所

4、逆周期政策择机发力，Q2 或是关键时点

1-2 月经济数据相对平稳、有喜有忧，工业生产较强而供需结构弱，制造业基建强而房建弱，以旧换新支持品类的家电、汽车略有走颓。往后看，特朗普加征关税对出口的影响将逐步显现，仍需扩大内需予以对冲。因此我们维持此前观点，逆周期调节基调不会变，预计宽货币、宽财政等有关政策将择机推出，Q2 或是关键时点。且近期央地研究出台生育补贴方案、国务院印发《提振消费专项行动方案》，指向政策发力窗口已趋近。

5、风险提示

- (1)政策力度不及预期；
- (2)美国经济超预期衰退。

特别声明

《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）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其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。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn