

2025 年 3 月 17 日

中国宏观

政策效应渐进显现—1-2 月经济数据点评

2025 年 1-2 月我国经济延续稳中向好态势。生产端表现强劲，物价水平温和，而在外部不确定性下，出口增长基本平稳。值得注意的是，两会释放的积极信号，财政政策持续加力以及近期股市明显回暖所反映的社会预期改善尚未完全体现在当前经济数据中。

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

预计随着一系列稳增长政策效应逐步显现，经济有望延续稳中向好态势。生产端方面，制造业转型升级步伐加快，新质生产力培育力度加大，将继续为经济增长提供强劲动力。需求端方面，消费刺激政策持续发力，消费专项行动、育儿补贴等政策效应将逐步释放，居民消费信心逐步恢复，市场预期和信心改善有望逐步转化为实际经济活动，预计后续月份经济数据将呈现更为明显的改善，需求端有望加速回暖，经济运行将更趋平衡。

④ **新年开局生产端展现出较强韧性，制造业和服务业均维持较快增速。**1-2 月工业增加值同比增长 5.9%，前值 6.2%；2 月环比增长 0.51%，上月 0.19%。

- * 生产端表现出较强韧性。1-2 月工业增加值同比增长 5.9%，尽管工业增加值同比增速较上年末小幅回落，但仍保持在加快的增速区间。从行业覆盖面看，工业生产复苏面较广，基本面稳健，41 个大类行业中有 36 个实现同比正增长。三大门类中，作为经济增长主引擎的制造业同比增速达 6.9%，明显高于采矿业的 4.3% 和公用事业的 1.1%。高端制造业和新兴产业继续领跑，运输设备、电子设备和汽车制造业分别实现 20.8%、10.6% 和 12% 的强劲增长，其中，新能源汽车产量同比增长 47.7%，工业机器人增长 27%。
- * 服务业生产亦有所加快。1-2 月服务业生产指数同比增长 5.6%，增速较 2024 全年提升 0.4 个百分点。信息传输、软件和信息技术服务业增长 9.3%，租赁和商务服务业增长 8.8%，增速明显快于传统服务业。

④ **“以旧换新”政策成效显著，消费专项行动有望为消费市场注入新动能。**1-2 月社零同比增长 4.0%，前值 3.7%；1 月环比增长 0.19%，2 月环比增长 0.35%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 4.8%。

- * 消费市场延续 2024 年底以来的回暖势头，增速稳步提升。1-2 月社会消费品零售总额同比增长 4.0%，较前值 3.7% 小幅上行。从细分品类看，“以旧换新”政策效果持续显现，带动相关消费品类实现较快增长。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零售额分别大幅增长 26.2%、21.8%、11.7% 和 10.9%，均实现两位数增长，成为拉动消费回暖的重要力量。而汽车类零售额下降 4.4%，主要受到 2024 年同期高基数以及春节因素的影响。

- * 政策面持续释放积极信号，为消费市场注入新动能。近日政府公布《提振消费专项行动方案》，其中“以旧换新”支持力度继续加码，资金规模由上年 1500 亿元人民币翻番至 3000 亿元人民币，覆盖范围更广、支持力度更大。同时，育儿补贴等惠民政策逐渐扩大推广实施，将有助于减轻居民负担、提振消费信心，还有望直接带动母婴、教育等相关消费品类增长。与此同时，本轮消费专项行动不仅聚焦需求侧，还强调从供给端通过提升供给质量促进消费，特别是有望加大对服务消费的支持力度，从而推动消费结构优化。

④ **高技术制造业和基建投资维持高增速。**1-2 月全国固定资产投资（不含农户）同比增长 4.1%，比 2024 全年加快 0.9 个百分点，前值 3.2%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 8.4%。其中，1-2 月基础设施投资同比增长 5.6%，制造业投资增长 9.0%，房地产开发投资降 9.8%。民间投资同比持平，扣除房地产开发投资，民间投资增长 6.0%。

- * 高技术产业投资保持强劲增长，成为制造业投资的重要引擎。制造业投资延续了 2024 年以来的高增长态势，同比增长 9.0%。其中，高技术产业投资同比增长 9.7%，高于整体制造业投资增速。信息服务业、电子商务服务业、计算机及办公设备制造业、航空航天器及设备制造业投资分别大幅增长 66.4%、31.9%、31.6%和 27.1%，均实现两位数高速增长。
- * 基建增速加快，广义基建同比回升至 9.1%。分领域看，电力投资持续保持 20%以上的高增长，交通运输投资增速也有所回升。随着政府加大对“两重”建设的支持力度，预计基建投资将继续保持良好增长态势，为稳定经济增长提供有力支撑。
- * 房地产市场投资端降幅收窄。1-2 月房地产开发投资同比降幅由上月的 -11.5%收窄至 -9.8%，新建商品房销售面积同比下降 5.1%，降幅比 2024 全年收窄 7.8 个百分点；销售额下降 2.6%，降幅收窄 14.5 个百分点。从 70 城商品住宅销售价格数据来看，受春节销售淡季等因素影响，各线城市商品住宅销售价格总体稳中略降。一线城市房价延续企稳迹象，2 月一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.1%，而二线城市新建商品住宅销售价格环比则由 1 月上涨 0.1%转为持平。

随着“两重”建设加快推进和新质生产力培育力度加大，高技术制造业和基础设施投资有望保持较快增长，成为拉动投资的主要力量。房地产方面，各地因城施策政策继续加码，销售市场有望逐步企稳，但考虑到库存去化和开发商资金压力，投资端复苏或将滞后于销售端。稳就业政策持续发力、居民收入稳步增长以及消费刺激政策效应逐步释放，预计消费市场将延续温和复苏态势。特别是通讯电子、家电家居等受益于以旧换新政策的品类有望保持较快增长，服务消费也将随着供给质量提升而加速恢复。考虑到居民消费信心恢复，房地产市场调整，经济整体复苏或将呈现结构性特征，政策支持力度仍期待持续加力。

图表 1: 2025 年 1-2 月主要经济数据

	2025-1 2	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08
工业增加值同比	5.9%	6.2%	5.4%	5.3%	5.4%	4.5%
采矿业	4.3%	2.4%	4.2%	4.6%	3.7%	3.7%
公用事业	1.1%	1.1%	1.6%	5.4%	10.1%	6.8%
制造业	6.9%	7.4%	6.0%	5.4%	5.2%	4.3%
其中：高技术产业	9.1%	7.9%	7.8%	9.4%	10.1%	8.6%
服务生产指数同比	5.6%	6.5%	6.1%	6.3%	5.1%	4.6%
社零总额同比	4.0%	3.0%	4.8%	3.2%	2.1%	2.7%
商品零售	3.9%	2.8%	5.0%	3.3%	1.9%	2.7%
餐饮收入	4.3%	4.0%	3.2%	3.1%	3.3%	3.0%
限额以上	4.3%	1.3%	6.2%	2.6%	-0.6%	-0.1%
限额以下	-	4.1%	4.0%	3.6%	3.7%	0.0%
固定资产投资同比	4.1%	2.4%	3.4%	3.4%	2.2%	1.9%
民间投资	0.0%	-1.3%	-1.1%	-0.2%	-1.4%	-0.5%
制造业投资	9.0%	9.3%	10.0%	9.7%	8.0%	8.3%
基建投资	5.6%	3.3%	5.8%	2.2%	1.2%	2.0%
房地产投资	-9.8%	-11.5%	-12.4%	-9.4%	-10.2%	-10.8%
房地产新开工面积同比	-29.6%	-26.9%	-26.7%	-19.9%	-16.7%	-19.7%
商品房销售面积同比	-5.1%	2.5%	-1.7%	-11.0%	-12.9%	-15.3%
商品房销售额同比	-2.6%	0.2%	-0.9%	-16.3%	-17.4%	-18.3%
中国城镇调查失业率	5.4%	5.1%	5.0%	5.0%	5.1%	5.3%
31个大城市	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.1%	5.4%

资料来源: 国家统计局, 交银国际

图表 2: 工业增加值同比走势



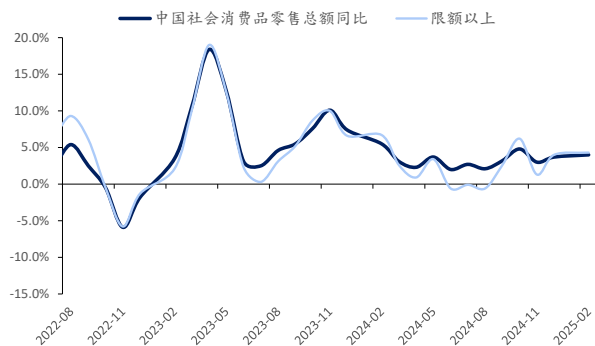
资料来源: 万得, 交银国际

图表 3: 服务业生产指数同比走势



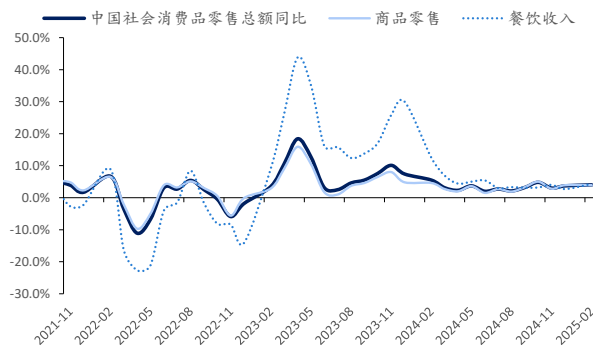
资料来源: 万得, 交银国际

图表 4:社零同比增速走势



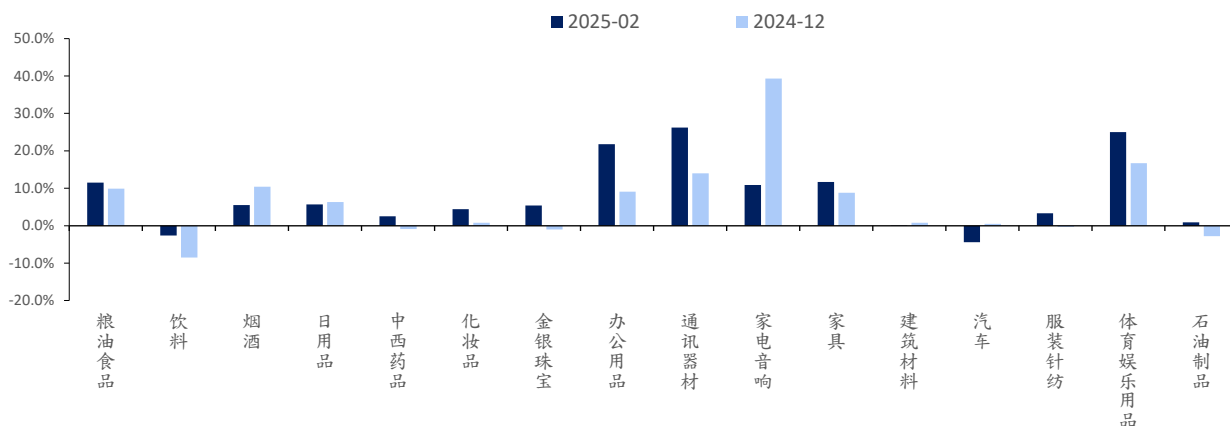
资料来源: 万得, 交银国际

图表 5:商品零售及餐饮收入走势



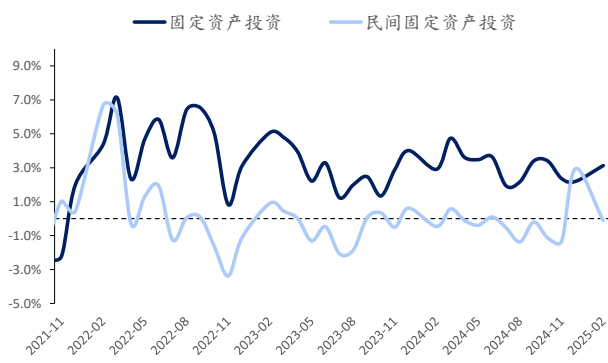
资料来源: 万得, 交银国际

图表 6:各类别消费品同比增速



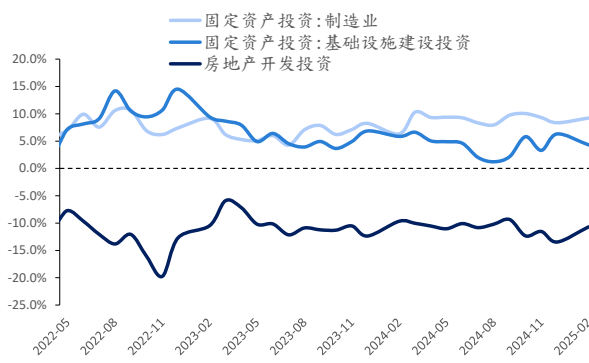
资料来源: 万得, 交银国际

图表 7:固定资产及民间投资同比



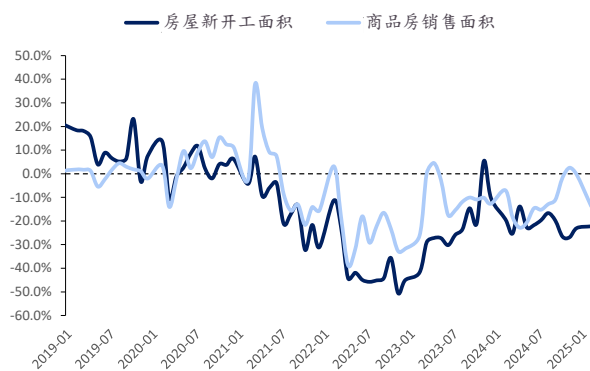
资料来源: 万得, 交银国际

图表 8:制造业、基建及房地产开发投资同比



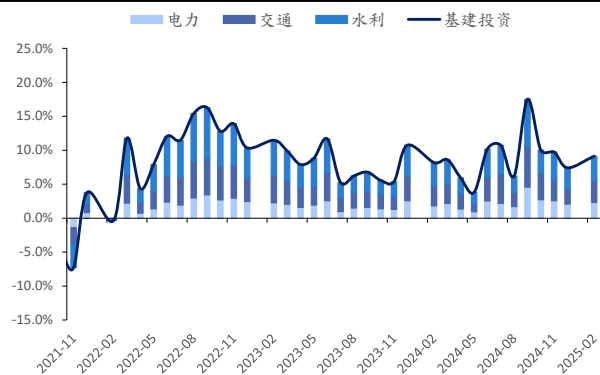
资料来源: 万得, 交银国际

图表 9: 地产销售同新开工面积同比



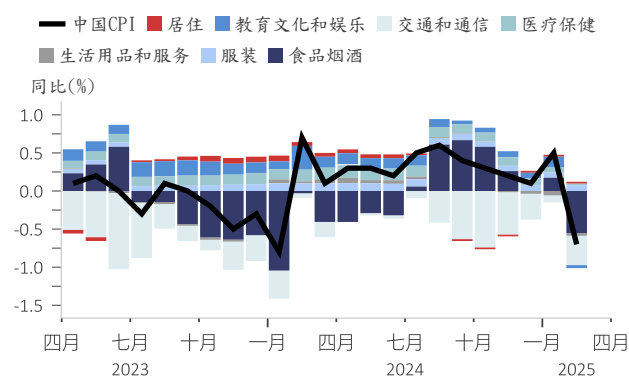
资料来源: 万得, 交银国际

图表 10: 基建投资及分项同比



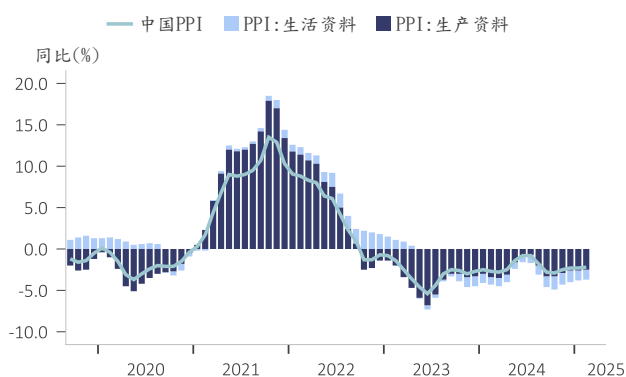
资料来源: 万得, 交银国际

图表 11: CPI 同比增速及分项贡献



资料来源: 万得, 交银国际

图表 12: PPI 及分项同比走势



资料来源: 万得, 交银国际

2025 年 3 月 17 日

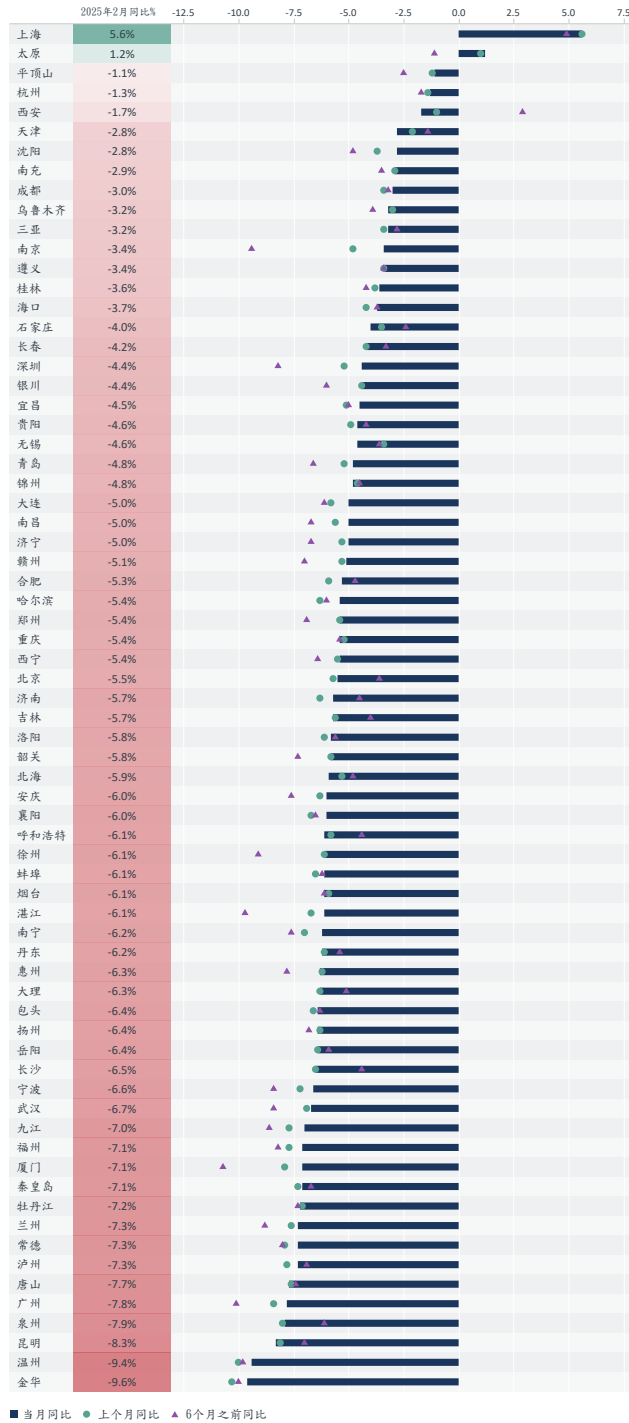
中国宏观

图表 13: 2025 年 2 月社融数据

(亿元，人民币)	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05
社融当月新增	22,333	70,567	28,537	23,288	14,120	37,635	30,323	7,707	32,985	20,623
人民币贷款	6,506	52,194	8,402	5,216	2,965	19,742	10,411	-808	21,927	8,197
外币贷款	-280	-392	-675	-468	-710	-480	-612	-890	-807	-487
委托贷款	-229	449	-20	-183	-219	392	25	345	-3	-9
信托贷款	-330	623	151	91	172	6	484	-26	748	224
未贴现银行承兑汇票	-2,985	4,653	-1,330	910	-1,396	1,312	651	-1,075	-2,045	-1,331
非金融企业境内股票融资	76	473	484	428	284	128	132	231	154	111
社融当月同比多增	7,374	5,833	9,211	-1,266	-4,321	-3,691	-956	2,341	-9,280	5,063
人民币贷款	-3,267	3,793	-2,690	-5,904	-1,872	-5,627	-3,001	-1,172	-10,486	-4,022
外币贷款	-271	-1,381	-40	-111	-862	103	-411	-551	-616	-149
委托贷款	-57	808	23	203	210	184	-72	337	53	-44
信托贷款	-901	-109	-196	-106	-221	-396	705	-256	902	-79
未贴现银行承兑汇票	701	-983	535	708	1,140	-1,085	-478	888	-1,354	464
非金融企业境内股票融资	-38	51	-24	69	-37	-198	-904	-555	-546	-642
信贷当月新增	10,100	51,300	9,900	5,800	5,000	15,900	9,000	2,600	21,300	9,500
居民部门	-3,891	4,438	3,500	2,700	1,600	5,000	1,900	-2,100	5,709	757
短期	-2,741	-497	588	-370	490	2,700	716	-2,156	2,471	243
中长期	-1,150	4,935	3,000	3,000	1,100	2,300	1,200	100	3,202	514
企业部门	10,400	47,800	4,900	2,500	1,300	14,900	8,400	1,300	16,300	7,400
短期	3,300	17,400	-200	-100	-1,900	4,600	-1,900	-5,500	6,700	-1,200
中长期	5,400	34,600	400	2,100	1,700	9,600	4,900	1,300	9,700	5,000
票据融资	1,693	-5,149	4,500	1,223	1,694	686	5,451	5,586	-393	3,572
信贷当月同比多增	-4,400	2,100	-1,800	-5,100	-2,384	-7,200	-4,600	-859	-9,200	-4,100
居民部门	2,016	-5,363	1,279	-225	1,946	-3,585	-2,022	-93	-3,930	-2,915
短期	2,127	-4,025	-171	-964	1,543	-515	-1,604	-821	-2,443	-1,745
中长期	-112	-1,337	1,538	669	393	-3,170	-402	772	-1,428	-1,170
企业部门	-5,300	9,200	-4,016	-5,721	-3,863	-1,934	-1,088	-1,078	-6,503	-1,158
短期	-2,000	2,800	435	-1,805	-130	-1,086	-1,499	-1,715	-749	-1,550
中长期	-7,500	1,500	-8,212	-2,360	-2,128	-2,944	-1,544	-1,412	-6,233	-2,698
票据融资	4,460	4,584	3,003	-869	-1,482	2,186	1,979	1,989	428	3,152
M0同比增速(%)	9.7	17.2	13.0	12.7	12.8	11.5	12.2	12.0	11.7	11.7
M1同比增速(%)	0.1	0.4	1.2	-0.7	-2.3	-3.3	-3.0	-2.6	-1.7	-0.8
M2同比增速(%)	7.0	7.0	7.3	7.1	7.5	6.8	6.3	6.3	6.2	7.0

资料来源: 中国人民银行, 交银国际

图表 14: 70 城房价同比



资料来源: 国家统计局, 交银国际

图表 15: 2024 年 2 月出口数据

重点商品出口额	同比增速				同比拉动			
	较上月变动%	2025-02	2024-12	2024-11	较上月变动%	2025-02	2024-12	2024-11
农产品	-8.7%	3.0%	11.7%	7.7%	-0.3%	0.1%	0.4%	0.2%
箱包	-13.2%	-20.2%	-7.0%	-3.8%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	0.0%
纺织品	-19.9%	-2.0%	17.9%	9.7%	-0.8%	-0.1%	0.7%	0.4%
服装及衣着附件	-12.3%	-6.9%	5.4%	5.1%	-0.5%	-0.3%	0.2%	0.2%
鞋靴	-17.1%	-18.3%	-1.2%	-1.0%	-0.2%	-0.2%	0.0%	0.0%
玩具	-18.0%	-15.5%	2.5%	-2.3%	-0.3%	-0.3%	0.1%	0.0%
家具及其零件	-7.2%	-11.1%	-3.9%	5.4%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%
塑料制品	-11.9%	-8.3%	3.6%	3.8%	-0.3%	-0.2%	0.1%	0.1%
成品油	7.3%	-24.8%	-32.1%	-17.6%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
稀土	13.0%	-0.4%	-13.4%	-35.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
陶瓷制品	-19.1%	-30.4%	-11.3%	-21.3%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
钢材	-13.8%	-3.9%	9.9%	2.4%	-0.3%	-0.1%	0.2%	0.1%
汽车包括底盘	-9.9%	2.5%	12.4%	-7.8%	-0.3%	0.1%	0.4%	-0.2%
通用机械设备	-31.4%	-2.0%	29.4%	13.9%	-0.6%	0.0%	0.5%	0.2%
自动数据处理设备	0.6%	10.5%	9.9%	16.7%	0.0%	0.6%	0.5%	1.0%
手机	12.0%	-3.3%	-15.3%	-0.5%	0.4%	-0.1%	-0.5%	0.0%
家用电器	-7.8%	6.3%	14.1%	10.1%	-0.2%	0.2%	0.4%	0.3%
音视频设备及零件	-4.6%	-1.0%	3.6%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
集成电路	6.7%	11.9%	5.2%	11.4%	0.2%	0.3%	0.1%	0.3%
汽车零配件	-14.5%	0.6%	15.1%	5.8%	-0.6%	0.0%	0.7%	0.3%
船舶	-7.7%	2.2%	9.9%	6.8%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
医疗仪器及器械	-11.2%	4.4%	15.6%	9.9%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
液晶平板显示模组	-0.2%	5.6%	5.8%	11.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
灯具照明装置及其零件	-25.2%	-21.7%	3.5%	-3.3%	-0.3%	-0.2%	0.0%	0.0%

资料来源: 中国人民银行, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。