

2025年03月17日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

开门红已现，关注后续政策落实

——国内观察：2025年1-2月经济数据

投资要点

- **事件：**3月17日，国家统计局公布2025年1-2月经济数据。1-2月社零总额同比4.0%，前值3.7%；固投同比4.1%，前值3.2%；规上工业增加值同比5.9%，前值6.2%。
- **核心观点：**1-2月经济数据整体偏积极。高技术产业是较大亮点，高技术制造业增加值及高技术产业投资均明显高于整体水平。工业生产增速小幅回落但维持相对高位，装备制造表现好于整体；社零及固投增速较去年12月均有所改善，“两新”政策的扩容加力效果开始显现；地产销售新房要弱于二手房，仍需要新一轮的政策加力，投资端土拍溢价率回升是积极的信号，未来需要关注专项债收储的进度及规模。全年来看，一方面美国存在衰退风险，另一方面关税压力或逐步显现，二季度后出口或面临压力，扩大内需仍是全年的政策主线，关注两会后政策的落实节奏。
- **工业生产小幅回落但相对稳定，高技术及装备制造表现较好。**1-2月规模以上工业增加值同比5.9%，较2024年12月小幅回落0.3个百分点，整体仍然相对平稳。1-2月季调环比均值为0.35%，略弱于近5年同期均值的0.50%（剔除2020年异常值），除了工作日数量少于去年同期以外，去年12月季调环比的高基数也有影响。行业上，中游依然较好，运输设备、电机、电子设备增速均在两位数以上，整个装备制造业同比10.6%，起到明显支撑；下游汽车制造增速回落但仍有12%，其他行业中除医药和橡胶塑料外多数小幅回升。出口以及两新依然是支撑工业生产的主线，不过前者或受关税政策扰动。此外，1-2月高技术制造业增加值增长9.1%，较去年12月加快1.2个百分点。
- **消费品以旧换新政策扩容效果显现，但整体消费回升仍有待政策进一步落实。**1-2月社零同比回升至4.0%，略高于2024年Q4均值3.8%。汽车销售同比弱于去年，除汽车以外的社零增速4.8%，好于整体社零。另一方面，1-2月餐饮收入增速小幅上升（4.3%，+2.7pct）。可选消费中增速改善较多的有通讯器材、办公用品，或与以旧换新产品扩容有关；金银珠宝增速也明显回升，主要受益于金价上涨推升了居民购金的热度。必选消费表现相对稳定，粮油食品、服装鞋帽、药品、饮料增速小幅回升，日用品、烟酒小幅回落。地产后周期产品中，家具、建筑装潢一升一降，家电增速回落较多，年底大促可能影响部分需求提前透支，后续来看以旧换新品类扩容对家电或仍有支撑。此外，1-2月服务零售额同比增长4.9%，较2024年全年回落1.3个百分点。《提振消费专项行动方案》已发布，扩内需尤其是消费短板，仍是今年政策主线。
- **固投增速回升，高技术产业投资是亮点。**1-2月固投累计同比上升0.9pct至4.1%，也高于去年我们测算的12月当月同比。1-2月季调环比均值为0.59%，略高于近5年同期均值的0.5%。边际上来看，房地产、制造业、基建投资均好于去年12月。1-2月高技术产业投资同比9.7%，明显高于去年全年8%的增速，也高于整体固投增速，科技创新的投入持续加大。
- **新房销售持续恢复需要增量政策，投资端土拍溢价率有所提升。**商品房销售上，1-2月同比-5.1%，低于2024年12月的0.3%，这与高频数据上反映出二手房销售好于新房的表现一致，销售的持续性企稳或仍需要政策的新一轮发力，例如部分城市落户放开、公积金利率的下调等。投资上，1-2月同比-9.8%，要好于2024年12月的-13.3%。近期部分地区土拍溢价率有所上升，推升1、2月100城成交土地溢价率分别升至8.95%和10.41%，为2021年7月以来新高，不过仍需关注持续性。另一方面，北京、广州专项债收储落地，政府工作报告也特别提及了专项债关于收储的扩容，政策铺开有利于稳定价格的同时，也能缓解房企的资金压力。稳住楼市，是在外需面临不确定性的情况下，稳定经济增长的重要变量。

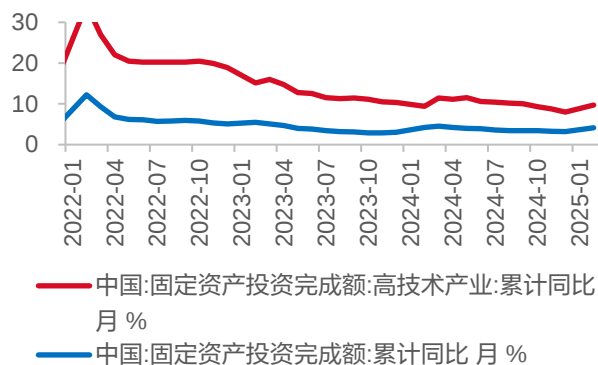
- **基建投资维持较高增速。**1-2月，广义基建投资增速（9.94%，+2.5pct）有所上行，狭义基建投资增速（5.6%，-0.66pct）小幅回落，但高于去年全年水平，也高于去年月均水平。2月，土木工程建筑业商务活动指数升至65.1%，也反映基建项目节后进展较快，去年四季度以来政府债发行节奏较快，虽有化债因素存在，但在地方政府财力约束减轻后同样有利于支出的提速。不过从PPI的表现来看，依然需要更多实物工作量的形成，一方面是两重项目，另一方面可能是城市更新。
- **设备更新继续支撑制造业投资。**1-2月，制造业投资同比9.0%，较前值上升0.65个百分点，依然处于较高水平。虽然多数行业增速上较去年均有所回落，但运输设备在高位上进一步提升，增速升至37.3%，通用设备也升至21.6%，设备更新政策依然有明显支撑。汽车投资增速也升至27.0%的高位，基数降低可能有一定影响。电气机械投资增速降至-8.6%，去年8月以来持续负增长，对制造业投资形成拖累。
- **风险提示：政策落地不及预期；房地产继续下行风险；美国经济衰退风险。**

图1 高技术制造业当月同比, %



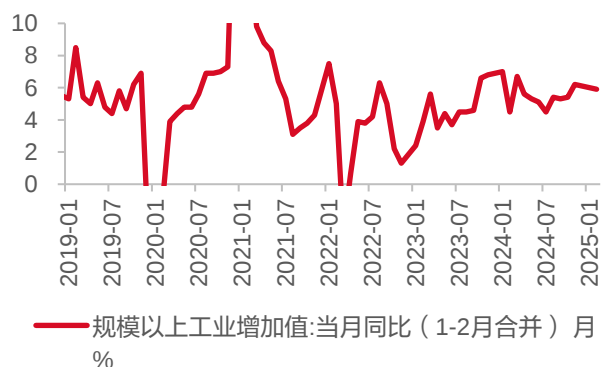
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图2 高技术产业投资累计同比, %



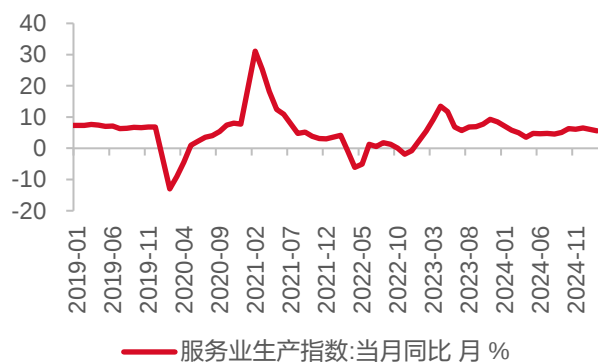
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图3 规模以上工业增加值当月同比, %



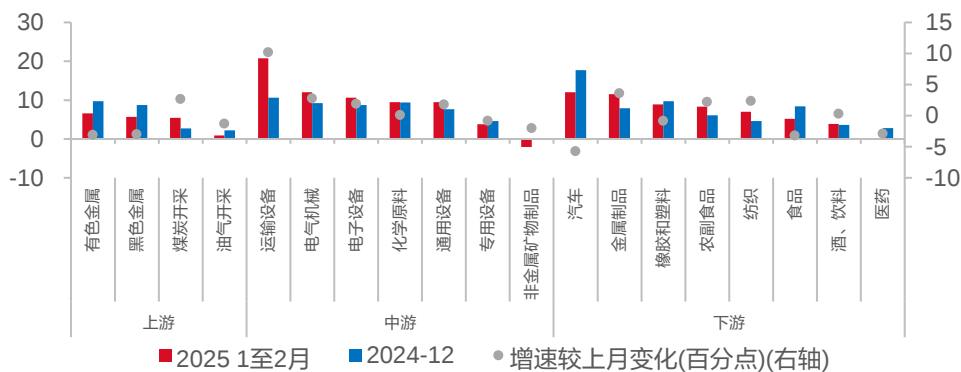
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图4 服务业生产指数当月同比, %



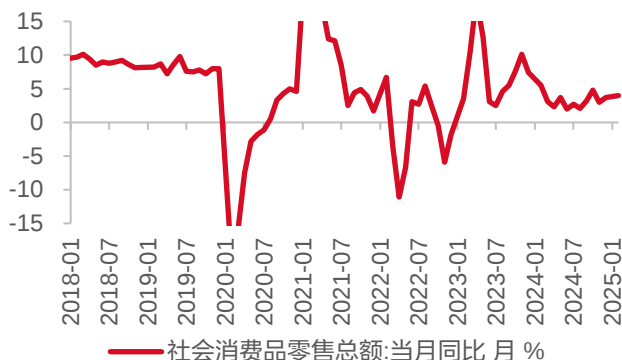
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图5 分行业工业增加值当月同比, %, %



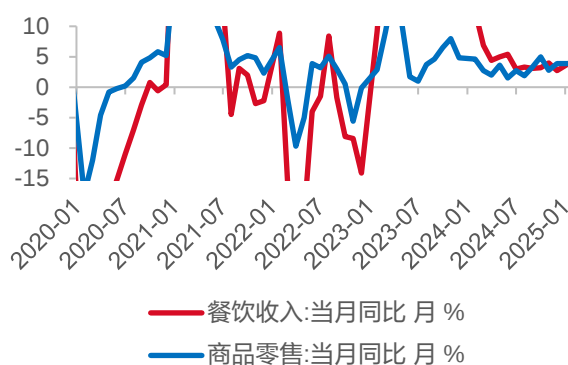
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图6 社会消费品零售总额当月同比, %



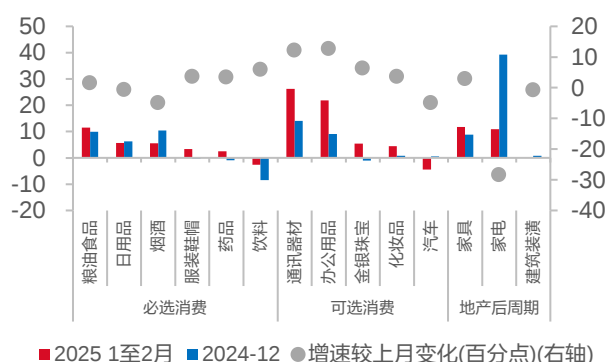
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图7 餐饮收入及商品零售当月同比, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图8 社零主要分项当月同比及较上月变化, %, %



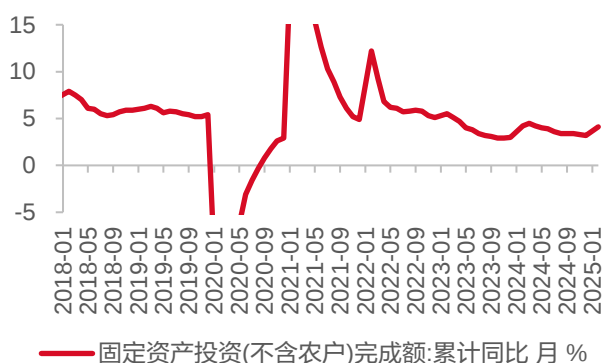
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图9 除汽车以外的消费品零售总额当月同比, %



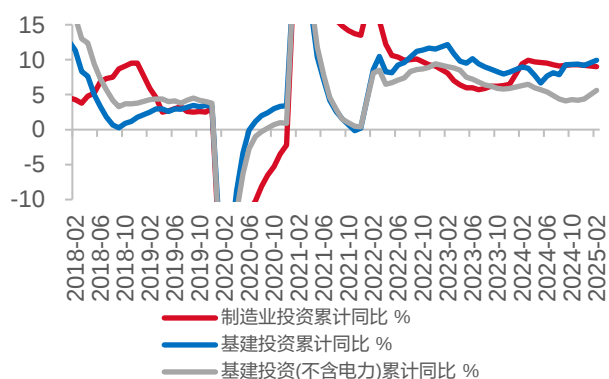
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图10 固定资产投资完成额累计同比, %



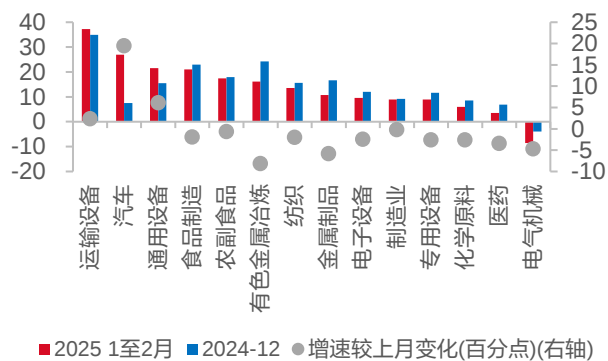
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图11 制造业、基建投资累计同比, %



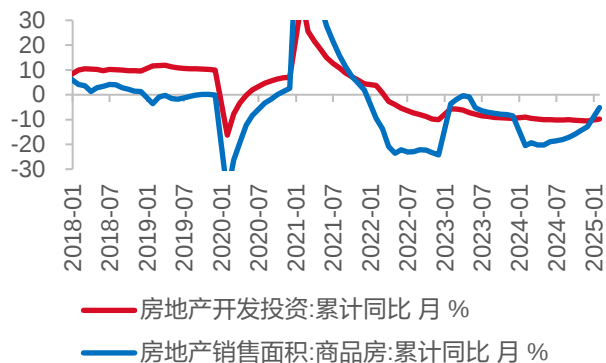
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图12 分行业制造业投资累计同比，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图13 房地产开发投资、商品房销售面积累计同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089