

宏观点评 20250317

开年经济的 6 条线索——1-2 月经济数据点评

2025 年 03 月 17 日

证券分析师 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书: S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

相关研究

《通胀与关税担忧持续，黄金破 3000 创新高》

2025-03-16

《外需回暖基数走低，3 月出口或明显回升》

2025-03-16

■ **核心观点：1-2 月经济供给强于需求，内需不足仍然是主要矛盾，二季度经济压力可能加大。**供给端，工业（+5.9%）强于服务业（+5.6%），1-2 月经济增速预计在 5%-5.5%；需求端，制造业投资和基建投资偏强，消费和房地产仍然偏弱，供给强于需求的结果是工业产销率降至 20 年来的历史低点。往后看，出口和房地产增速可能边际回落，二季度经济压力可能会加大，过去几年“Q1 高 Q2 低，Q3Q4 回升”的 U 型增长节奏可能在今年重现，要实现 5% 的全年增长目标，需要在基建和制造业投资之外找到新的增长点，补贴服务消费可能是重要的备选项目。

■ **（1）工业生产主要由装备制造业带动。**工业增加值同比+5.9%，采矿业同比+4.3%，制造业+6.9%，电力、热力、燃气及水生产和供应业+1.1%。装备制造业增加值同比增长 10.6%，是工业生产的主要拉动。分产品看，新能源汽车、3D 打印设备、工业机器人产品产量同比分别增长 47.7%、30.2%、27.0%。

■ **（2）4.0% 的社零增速相比去年并不弱，但要关注持续性。**第一，消费相比去年而言并不弱，去年 Q4 社零增速 3.8%、全年 3.5%，今年 1-2 月 4.0%。第二，从预期来看，低于 Wind 一致预期 4.5%。第三，增速偏低有补贴节奏的影响，2025 年“以旧换新”补贴从 1.20 才开始，过去两个月近三分之一的时间里没有消费补贴。第四，服务零售同比+4.9%>餐饮收入+4.3%>商品零售+3.9%，春节旅游出行和电影票房对服务消费带动较大。第五，1-2 月出口压力尚未完全显现，尽管出口增速下降，但贸易顺差比去年同期增加约 460 亿美元，二季度后如果出口压力加大，房地产边际走弱，消费增速可能需要提高到 5% 及以上。

■ **分品类来看，以旧换新的部分产品出现走弱迹象，**家电销售增速自去年 9 月以来首次下降到 20% 以内，1-2 月同比+10.9%，汽车销售增速也从去年 9 月来首次转负，1-2 月同比-4.4%。但新纳入以旧换新的产品增速仍然较高，通讯器材类销售增速同比 26.2%。

■ **（3）制造业投资同比+9%，设备更新仍然是主要动能，设备购置同比+18%，贡献了 62.3% 的固定资产投资增速。**分行业来看，装备制造业投资是重要贡献，铁路船舶航天等其他运输设备制造业投资+37.3%，计算机及办公设备制造业投资增长 31.6%，汽车制造业投资同比+27%，通用设备制造业投资+21.6%。

■ **（4）广义基建投资+10%（去年全年+9.2%），狭义基建投资+5.6%（去年全年+4.4%），均好于预期，主要是水利、电热燃水、市政等行业拉动。**分行业来看，水利投资维持高位，同比+39.1%（去年全年+41.7%），电热燃水行业投资同比+25.4%。交通投资同比仅 2.7%，远低于去年全年的 5.9%，主要是铁路投资从去年的 13.5% 降至 0.2%，公路投资从-1.1% 降至-3.2%。

■ **从资金逻辑来看，大规模化债带动地方政府资金面改善，今年地方基建项目有明显回暖。**市政投资虽然仅增长 2.6%，但此前两年都是负增长，相比去年全年的-3.1%，今年增速有明显回升。

■ **（5）房地产继续边际走弱，住宅销售自 11 月来首次转负。**Q4 以来，上轮政策的效果在边际递减，但房地产市场仍然远好于去年上半年。商品住宅销售面积在去年 11 月首次转正，为+4.3%，12 月为+3.7%，1-2 月进一步降至-3.4%，销售边际走弱，但仍然远高于去年 1-2 月的-24.8%。房价呈现同样趋势，一线城市二手房价环比增速在去年 10 月首次转正，经历了 4 个月的增长后，今年 2 月再次转负，为-0.1%。

■ **销售的好转从去年 Q4 以来已经传导至房企资金面，但尚未传导至房地产投资。**1-2 月自筹资金支撑房企资金面，销售回款和贷款跟随市场销

售边际走弱。房企到位资金增速-3.6%，降幅明显收窄（去年全年为-17%，最高是11月当月的-5%）。资金中，主要是房企自筹资金改善，贷款、定金及预收款、按揭贷款这三项相比于Q4同比增速都在下降，国内贷款同比-6.1%，去年11月为-3.9%；定金及预收款同比为-0.9%，去年11月为6.3%；按揭贷款为-11.7%，去年最高是12月的4.4%。房地产投资同比-9.8%，其中施工面积同比-9.1%，新开工-29.6%，竣工-15.6%。

- **（6）整体来看，内需不足仍然是主要矛盾，二季度经济压力可能加大。**供给强需求弱的格局仍在延续，工业产销率创二十多年历史同期最低，1-2月工业产销率仅为95.5%，此前20年历史同期最低点是2023年1-2月的95.8%。房地产边际走弱+国内消费不及预期，是需求端的主要压力所在，但未来出口形势并不明朗，二季度经济压力可能会加大，过去几年“Q1高Q2低，Q3Q4回升”的U型增长节奏可能在今年重现，要实现5%的全年增长目标，需要在基建和制造业投资之外找到新的增长点，补贴服务消费可能是重要的备选项目。

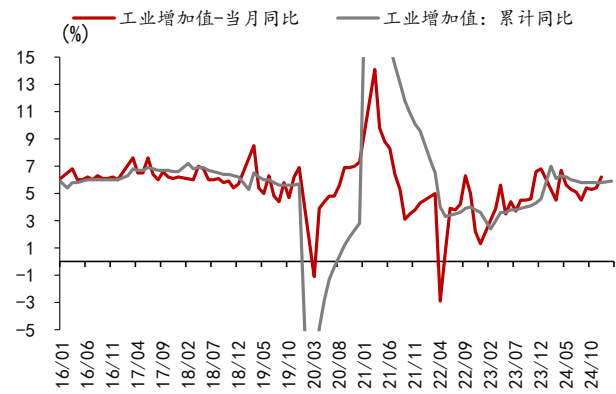
风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

表1: 1-2月经济数据概览（当期同比，%）

时间	生产		需求							时间	通胀	
	工业增加值	服务业生产	社零	固定资产投资	房地产投资	基建投资	制造业投资	出口	进口		CPI	PPI
2025-02	5.9	5.6	4.0	4.1	-9.8	9.9	9.0	2.3	-8.4	2025-02	-0.7	-2.2
2024-12	6.2	6.5	3.7	2.2	-13.5	7.4	8.3	10.7	1.0	2025-01	0.5	-2.3
2024-11	5.4	6.1	3.0	2.4	-11.5	9.7	9.3	6.6	-4.0	2024-12	0.1	-2.3
2024-10	5.3	6.3	4.8	3.4	-12.4	10.0	10.0	12.7	-2.4	2024-11	0.2	-2.5
2024-09	5.4	5.1	3.2	3.4	-9.4	17.5	9.7	2.4	0.2	2024-10	0.3	-2.9
2024-08	4.5	4.6	2.1	2.2	-10.2	6.2	8.0	8.6	0.2	2024-09	0.4	-2.8

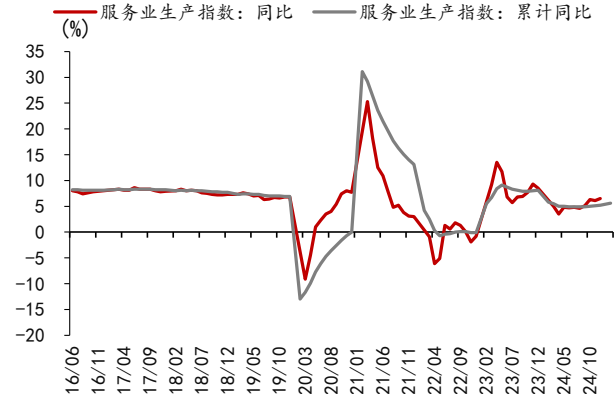
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1: 工业增加值增速



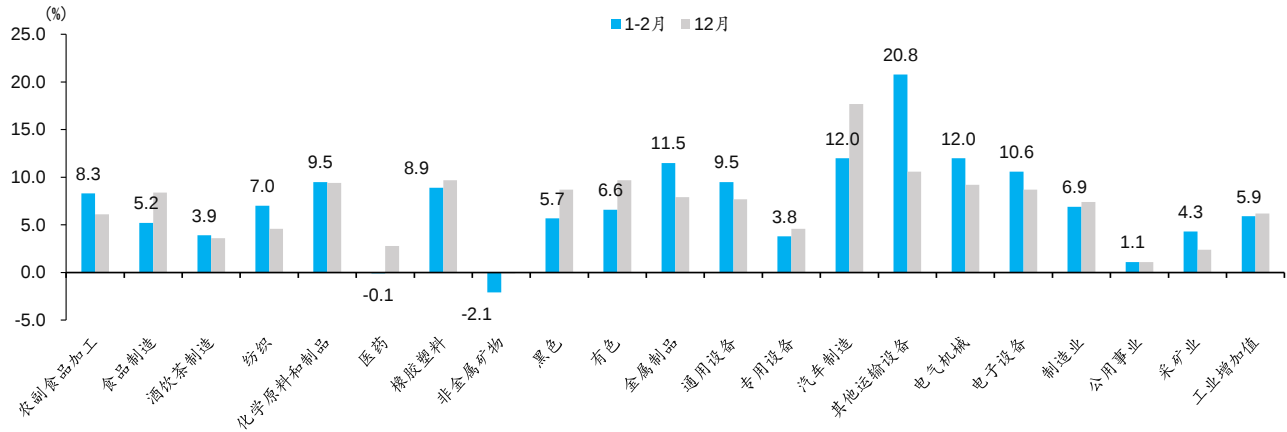
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2: 服务业生产指数增速



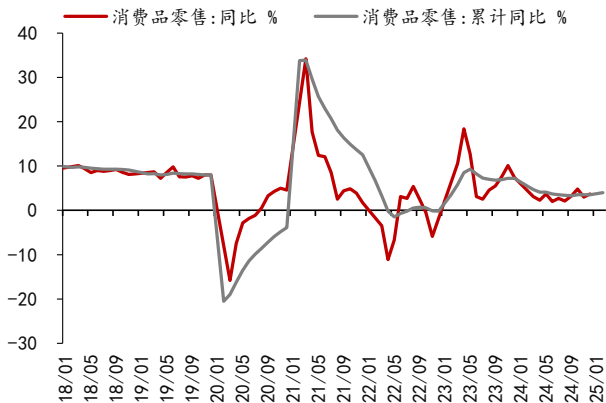
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 分行业的工业增加值



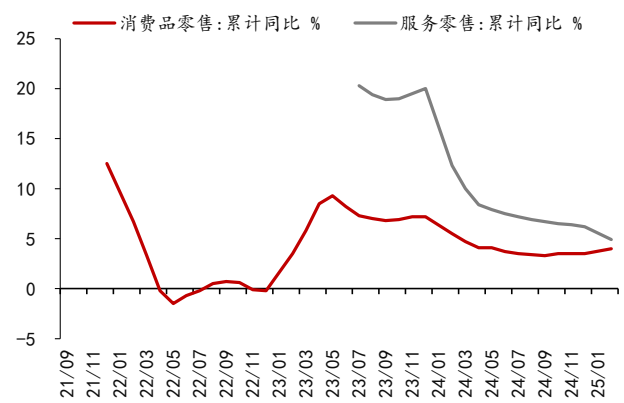
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4: 1-2月社零增速



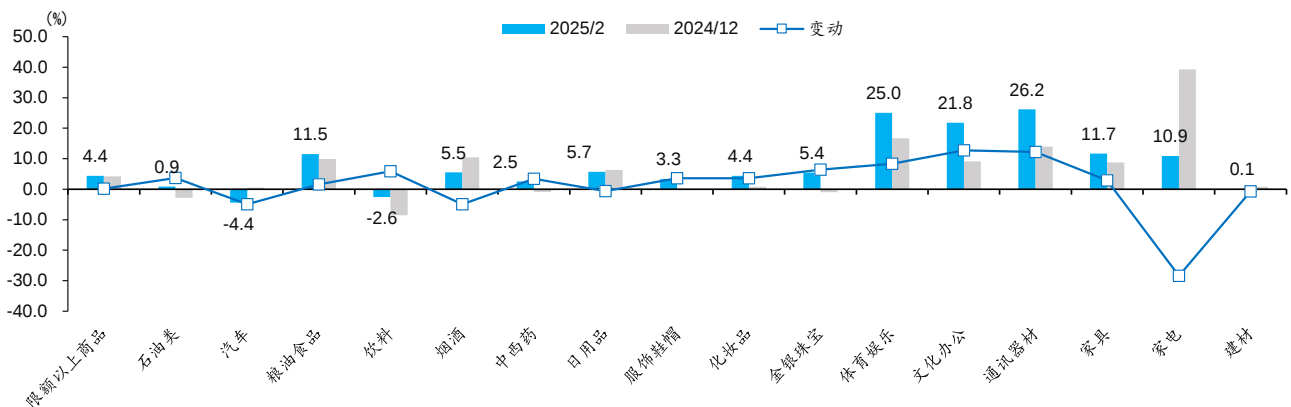
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 社零与服务零售的累计增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 分产品的限额以上商品零售增速



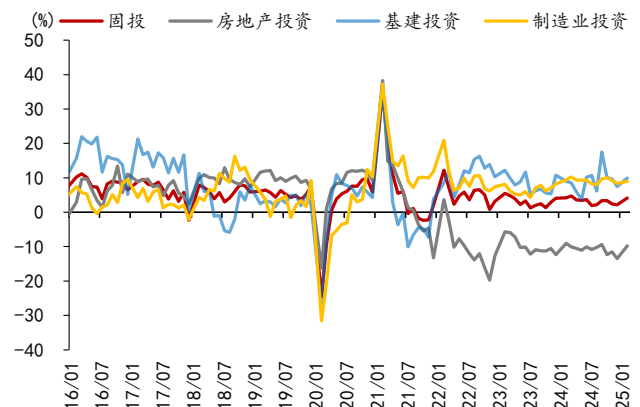
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 固定资产投资同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 固定资产投资及主要分项的增速（当月同比）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>