

经济“开门红”：预期与现实

2025 年 03 月 17 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：张云杰

执业证号：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**3 月 17 日，国家统计局公布 1 至 2 月宏观经济数据。今年我国经济运行起步平稳，主要指标增速稳中有增。1 至 2 月工业生产同比增长 5.9%，投资同比增长 4.1%，消费同比增长 4%，工业、投资和消费增速均高于去年全年增速。

➤ **今年 1-2 月经济的“开门红”与往年有何不同？我们认为预期相对现实的更快改善，同时经济数据改善的持续性也值得我们继续关注。**

➤ **首先，年初以来中美经济基本面的预期发生了反转。**这与去年初的情况截然相反，整体来看，当前中国经济的企稳复苏谈不上强，但美国的弱强化了市场预期和现实中的正反馈，随着经济数据的公布，这一趋势很可能将在短期得以延续，这对于资本市场的信心改善来说是件好事。

➤ **其次，当前经济复苏并没有跳脱近年来一季度季节性回升的经验规律。**不过“开门红”的背后，基建仍由中央投资主导，制造业更靠科技板块拉动，一线城市房价未能延续上涨势头。整体看来，政府部门强于私营部门的格局并未被打破，后续投资端机遇与风险并存。

➤ **第三，有效需求不足体现在商品消费和服务业生产的分化上。**“两新”政策的脉冲支撑开年社零消费增速继续回升（从 2024 年 12 月的 3.7% 升至 2025 年 1-2 月的 4.0%），但服务业生产指数较去年四季度有所回落（从 2024 年 12 月的 6.5% 降至 2025 年 1-2 月的 5.6%）；同时，社零数据口径的调整可能抬高了商品消费的表现。

➤ **第四，出口可能导致二季度经济复苏压力仍存。**虽然 3 月出口可能因为今年的早春较 1-2 月回升，但随着美国额外加征 20% 关税落地，出口集装箱运价已经超季节性回落，外需可能对二季度经济构成压力，需要尽早谋划政策端的对冲。

➤ **工业：开年工增的“成色”胜过季节性。**1-2 月工业增加值同比增速为 5.9%，相较于 2024 年 12 月的 6.2% 略有下滑。不过在春节扰动下，我们重点观测 2 月工增的“成色”——2 月工增季调后环比为 0.51%，表现好于春节的季节性影响，说明今年开年工业生产进度偏快。值得注意的是，**1-2 月高技术产业工业生产进度明显要快于整体，工业生产的加快更多是源于高科技产业拉动。**

➤ **制造业：高位上行的“含科量”。**1-2 月制造业投资同比增速录得 9.0%（2024 年 12 月为 8.3%），结合“新质”行业投资增速已成功赶超传统行业来看，制造业“开门红”的背后更多是由与“新质”相关的行业引领（汽车制造、电子设备、通用设备、电气机械等“新质”行业投资增速均在边际加快），这与开年以来从中央到地方的“抓科技”浪潮息息相关。

➤ **基建：“开门红”靠的是中央投资。**1-2 月广义与狭义基建增速走势再现分化：广义基建同比增速升至 9.95%（2024 年 12 月为 7.4%），其中公用事业投资对广义基建的支撑作用依旧显著；而狭义基建增速降至 5.6%（2024 年 12 月为 6.3%），说明今年基建投资的“开门红”主要靠中央投资支撑。

短期内基建端地方投资“跟队”难度较大。一方面，剔除掉化债的部分，今年以

相关研究

1. “美国不是例外”系列报告：美国滞胀或是基准，黄金是“版本答案” -2025/03/16
2. 2025 年 2 月金融数据点评：“开门红”成色究竟如何？ -2025/03/16
3. 美国 2 月 CPI 数据点评：通胀降温，担忧难减 -2025/03/14
4. 经济动态跟踪：汇率升值能为债市解忧吗？ -2025/03/13
5. “美国不是例外”系列报告：欧洲的“觉醒”对全球配置的影响 -2025/03/13

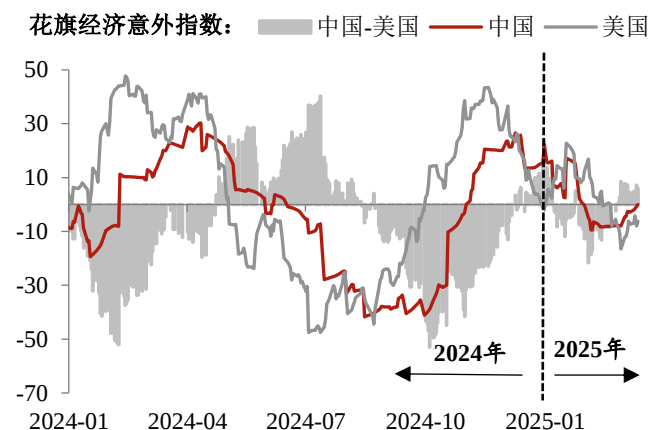
来新增专项债发行进度依旧偏缓；**另一方面**，结合与基建开工相关的高频指标来看，当前沥青开工率处于历史同期较低位。

➤ **消费：“以旧换新”政策脉冲延续。**1-2月社零增速较去年末小幅抬升，分项上通讯器材、家电、文化办公用品等“以旧换新”相关品类持续对社零增长形成有力拉动。春节带动下，以食品粮油为代表的基本生活商品零售较快增长。但需要注意，2月通胀数据所反映的有效需求不足、供给过剩等问题还未完全解除，如服务价格较弱、汽车行业竞争格局仍较激烈等，对相关品类的零售额有一定压制。

➤ **地产：受益于前期政策成效，投资、竣工呈现改善。**“926”政策组合拳下，去年四季度以来房地产融资端持续改善，商品房销售亦有修复。基于这一背景，以房地产投资、竣工面积为代表的“实物工作量”指标在年初迎来“滞后”改善，降幅边际收窄。**往后看，房地产市场“止跌回稳”仍需政策持续发力，2月一线城市二手房价环比转跌，商品房销售面积有所回落。**

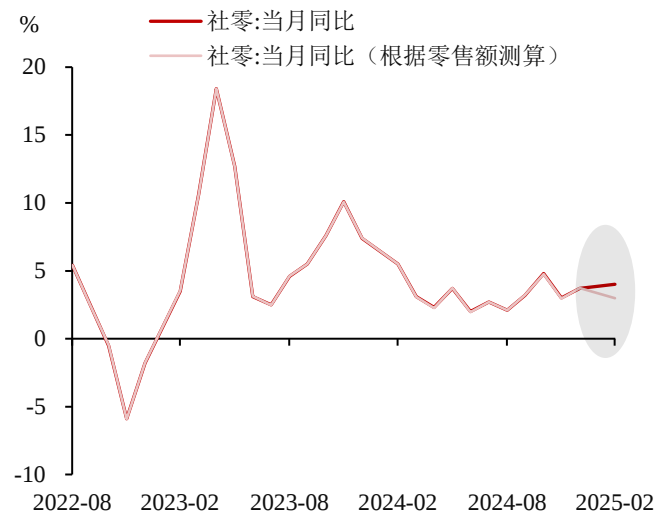
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：年初以来中美经济基本面的预期发生了反转



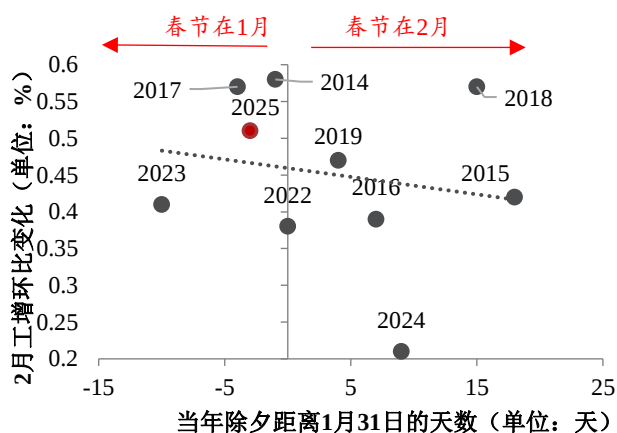
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：社零数据口径的调整可能抬高了商品消费的表现



资料来源：Wind、国家统计局，民生证券研究院

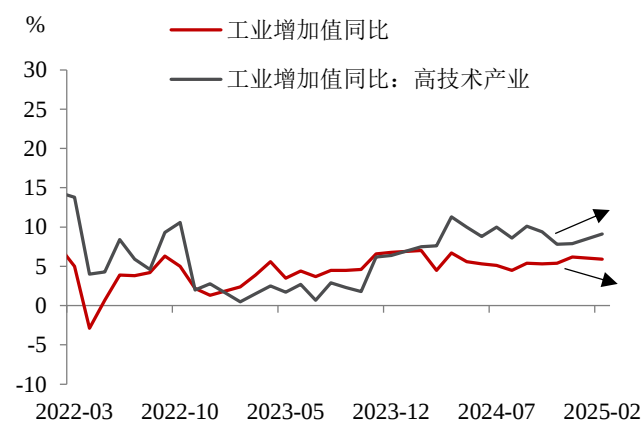
图3：2月季调后工增环比表现好于春节的季节性影响



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：散点位于虚线之上的年份表示其2月工增表现好于季节性；反之，位于虚线之下的年份表示其2月工增表现弱于季节性。

图4：1-2月高技术产业工增同比进一步上行



资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：“新质”行业投资增速已成功赶超传统行业



资料来源：Wind，民生证券研究院

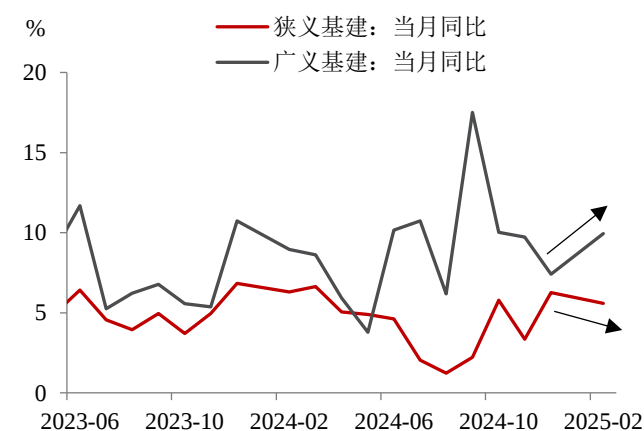
注：“新质”行业包括通用设备、专用设备、电气机械、电子设备、运输设备、仪器仪表、医药、汽车制造业。

图6：1-2月汽车制造等“新质”行业投资增速边际加快



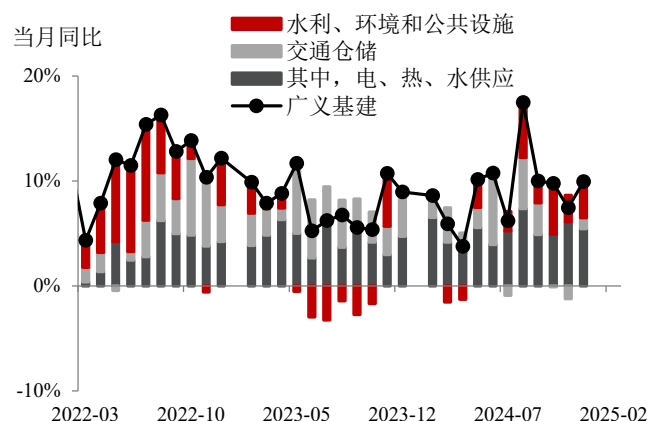
资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：1-2月广义与狭义基建增速走势分化



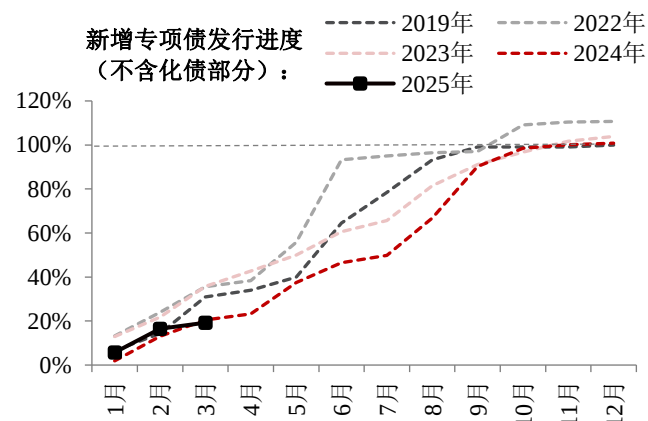
资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：1-2月公用事业板块对广义基建的支撑作用显著



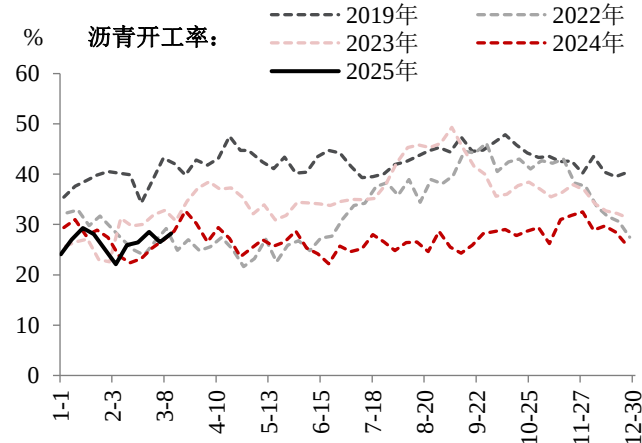
资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：今年以来新增专项债发行进度依旧偏缓



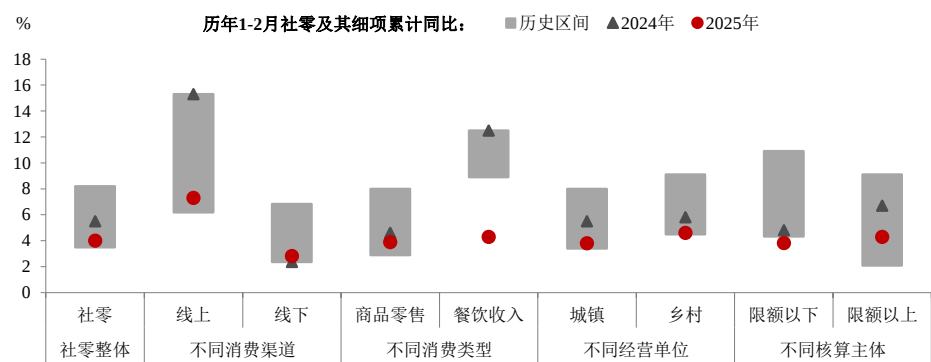
资料来源：Wind、企业预警通，民生证券研究院
注：2025年3月数据截至3月17日。

图10：今年以来沥青开工率处于历史同期较低位



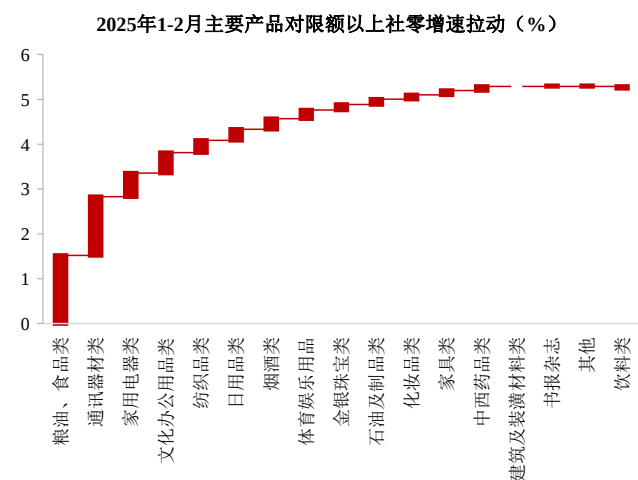
资料来源：iFind，民生证券研究院

图11：2025年1-2月，社零及分项同比增速一览



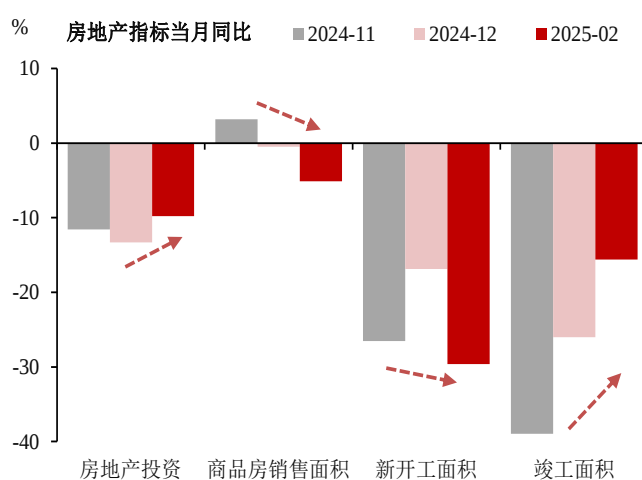
资料来源：iFind，民生证券研究院
注：历史区间选择的样本年份为2019-2024年（除2020、2021年）。

图12：2025年1-2月限额以上社零分项拉动情况



资料来源：iFind，民生证券研究院

图13：房地产核心指标当月同比变化



资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048