

“9·24”以来经济复苏情况如何

宏观点评

“9·24”以来，政策密集落地、集中发力，2024 年四季度经济明显改善，工业、服务业加速扩张，GDP 增速 5.4%，全年增速 5%。2025 年 1-2 月，政策处于空窗期，也缺少一些官方数据，不过从高频数据可以看到，工业、服务业生产比较稳定，商品消费有待进一步提振。

出口仍有支撑，工业生产基本稳定。2025 年 1 月 PMI 从 50.1%下降至 49.1%，降幅超出季节性，但是从高频数据来看，2 月工业生产又有所回升。2025 年 1-2 月，钢铁、化工高于或持平于上年同期，增速较 2024 年 12 月有所下降；汽车开工率及其增速均持平于上年同期。海外需求韧性，加上“抢出口”仍存，2025 年 1-2 月港口集装箱吞吐量较上年同期增长 7.5%，不过增幅较 2024 年 10-12 月的月均 10%有所下降。

服务业加速扩张。2025 年以来，各地加大文旅等服务业消费补贴，再加上资本市场仍比较活跃，服务业景气度延续。1 月及 2 月前 20 日，两市日均成交额分别为 1.2 万、1.7 万亿元，较上年同期增长 64%、80%。春运 40 天（2025 年 1 月 14 日至 2 月 22 日），全社会跨区域人员流动量 90.2 亿人次，比 2024 年同期增长 7.1%。

基建投资有待发力。截至 2 月 21 日，2025 年以来，政府债券净融资约 2.6 万亿元，同比增加约 1.6 万亿元，但是部分资金用于地方债置换，基建投资仍较弱。从高频数据看，“9·24”以来，沥青开工率、水泥发运率处于历史低位。

房地产修复动能有所弱化。1 月，TOP100 房企销售同比降低 3.2%，环比降低 49.6%。重点 44 城 2025 年 2 月 5-16 日新房总成交规模达到了 267 万平方米，较 2025 年春节前日均微增 1%，与 2024 年同期相比回落 27%，重点 23 城 2025 年 2 月 5-16 日二手房总成交规模达到了 274 万平方米，较 2025 年春节前日均下降 34%，较 2024 年同期增长 6%。

消费补贴需加大力度。补贴有待加力，加上春节错位，商品消费动能有所减弱。截至 2 月 16 日，2025 年以来乘用车市场零售同比下降 7%。2025 年 1 月，中国家电线上市场（不含 3C）零售额、零售量分别同比下滑 12.0% 和 11.1%，线下零售额、零售量分别同比下滑 11.7%和 9.1%。

信用创造有所恢复，但力度及可持续性仍需增强。2025 年 1 月新增信贷、社融力度一般。新增人民币贷款 5.17 万亿元，同比多增 2100 亿元，新增社融 7.06 万亿元，同比多增 5866 亿元。民间经济主体融资仍偏弱。1 月，新增居民中长期贷款 4935 亿元，较上年同期少增 1337 亿元；新增企业中长期贷款 3.46 万亿元，同比多增 1500 亿元，改善力度仍不大。

物价增速仍待提振。2024 年四季度 GDP 平减指数同比增速为-0.8%。1 月，CPI 同比增速 0.5%，核心 CPI 同比增速 0.6%。PPI 同比增速-2.3%。南华工业品指数自 2024 年 10 月以来呈震荡走势，中枢没有上移。

● **风险提示：“两会”公布的新增政策可能在预期之内；房地产市场改善动能可能减弱；一季度信贷、社融增幅或较小。**

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280520050003

钟 山（研究助理）

zhongshan01@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280123070001

相关报告

《信用创造有所恢复，力度及可持续性仍需增强》2025-02-16

《四季度经济数据有哪些亮点》2025-01-19

《积极有为，乘风破浪》2024-12-30



目 录

1、 出口仍有支撑，工业生产基本稳定.....	3
2、 服务业加速扩张.....	4
3、 基建投资有待发力.....	6
4、 房地产修复动能有所弱化.....	7
5、 消费补贴需加大力度.....	8
6、 信用创造有所恢复，但力度及可持续性仍需增强.....	9
7、 物价增速仍待提振.....	11

图表目录

图 1： 1 月 PMI 下滑.....	3
图 2： 集装箱吞吐量高于上年同期.....	3
图 3： 高炉开工率高于上年同期.....	4
图 4： 铁水日均产量高于上年同期.....	4
图 5： 化工产业链开工率和上年同期持平.....	4
图 6： 汽车产业链开工率和上年同期持平.....	4
图 7： 服务业生产增速上升.....	5
图 8： 春节旅游收入平稳增长.....	5
图 9： 房地产增加值增速上升.....	6
图 10： 金融业增加值增速上升.....	6
图 11： 地铁客运量高于上年同期.....	6
图 12： 电影票房高增.....	6
图 13： 春节后水泥发运率低于上年同期.....	7
图 14： 春节后沥青开工率持平上年同期.....	7
图 15： 新房销售处于历史低位.....	8
图 16： 二手房销售高于上年同期.....	8
图 17： 以旧换新效果显著.....	9
图 18： 1 月 1-31 日，乘用车市场零售 185.3 万辆，同比上年同期下降 9%，较上月同期下降 30%.....	9
图 19： 2 月 1-16 日，乘用车市场零售 58.1 万辆，同比上年 2 月同期增长 11%，较上月同期下降 28%，今年以来累计零售 237.5 万辆，同比下降 7%.....	9
图 20： M1、M2、贷款余额增速下滑，社融增速持平.....	10
图 21： 1 月信贷增幅并不高.....	11
图 22： 1 月信用脉冲仍很弱.....	11
图 23： 南华工业品价格震荡.....	12
图 24： 动力煤价格下滑.....	12
图 25： 螺纹钢价格下滑.....	12
图 26： 玻璃价格震荡.....	12
图 27： CPI 通胀处于低位.....	12
图 28： PPI 依然较弱.....	12

“9·24”以来，政策密集落地、集中发力，2024年四季度经济明显改善，工业、服务业加速扩张，GDP增速5.4%，全年增速5%。2025年1-2月，政策处于空窗期，也缺少一些官方数据，不过从高频数据可以看到，工业、服务业生产比较稳定，商品消费有待提振。

2025年1-2月，“抢出口”下，出口或延续正增长，工业生产整体稳定，高频数据高于上年同期，但增速可能较2024年四季度小幅下滑。金融市场依旧比较活跃，电影等文旅消费需求旺盛，服务业继续扩张。与此同时，地方政府资金压力仍存，新增地方专项债尚未大规模发行，基建投资相关的高频数据处于低位；新一轮补贴有待落地，汽车等商品消费走弱。此外，1月信贷、社融虽有所增长，但增幅一般。物价也较弱，内需仍需进一步提振。

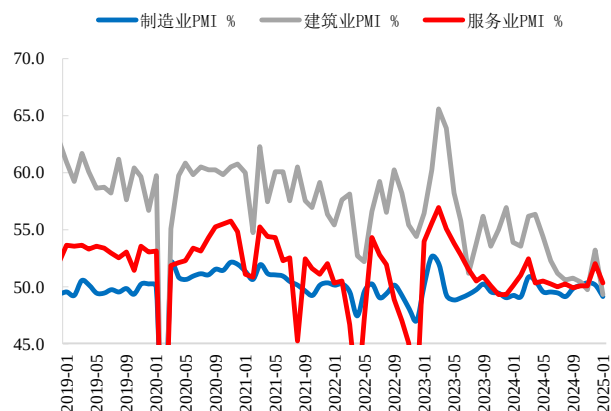
1、出口仍有支撑，工业生产基本稳定

内外需拉动下，四季度，工业、第二产业增加值同比增速分别为5.6%（月均值）、5.2%，高于第三季度的5%、4.6%。虽然，2025年1月PMI从50.1%下降至49.1%，降幅超出季节性，但是从高频数据来看，2月工业生产又有所回升。整体上，2025年1-2月工业生产基本稳定，增速较2024年12月略有下降。

2025年1-2月，钢铁、化工高于或持平于上年同期，增速较2024年12月有所下降；汽车开工率及其增速均持平于上年同期。2025年1-2月，高炉平均开工率78%，高于上年农历同期，不过低于2024年12月的80%；同比增速2%，低于2024年12月的2.5%。铁水日均产量226万吨，高于上年农历同期；同比增速1.7%，低于2024年12月的2%。PTA产业链平均开工率83%，和上年农历同期基本持平，低于2024年12月的88%；同比增速0.9%，低于2024年12月的3.3%。汽车轮胎平均开工率56%，和上年农历同期基本持平，仍低于2024年12月的70%，同比增速9%，略高于2024年12月的8%。

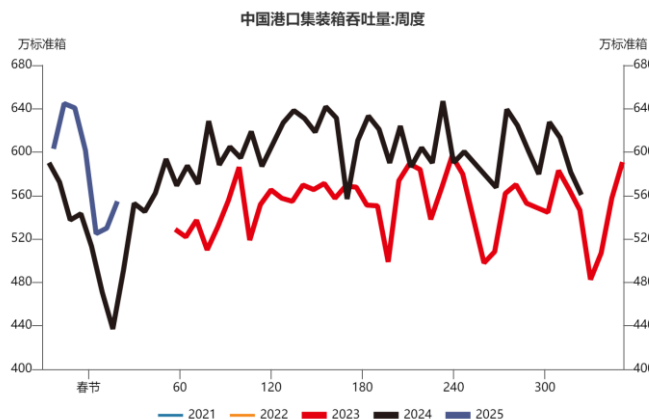
工业生产稳健的一个重要原因是，海外需求韧性，全球Markit制造业PMI指数从49.6%上升至50.1%，美国ISM制造业PMI上升至50.9%，连续三个月上升。加上，“抢出口”仍存，2025年1-2月港口集装箱吞吐量周均值为586万标准箱，较上年同期的545万标准箱增长7.5%，不过增幅较2024年10-12月的月均10%有所下降。

图1：1月PMI下滑



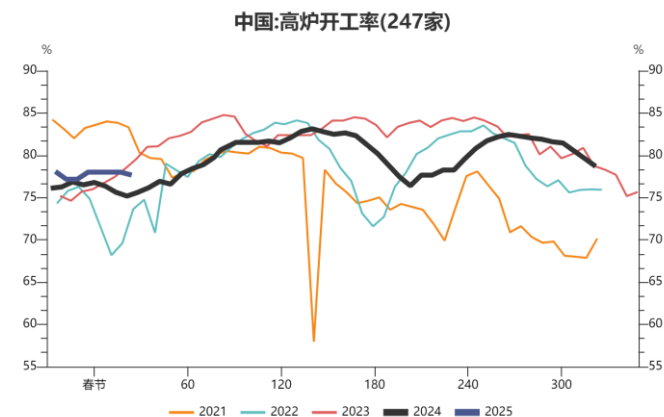
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图2：集装箱吞吐量高于上年同期



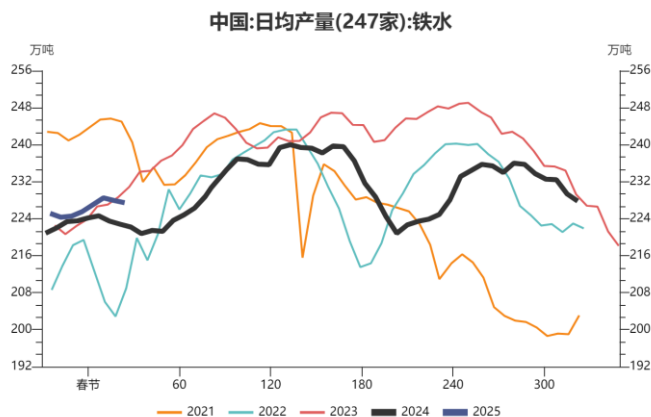
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图3：高炉开工率高于上年同期



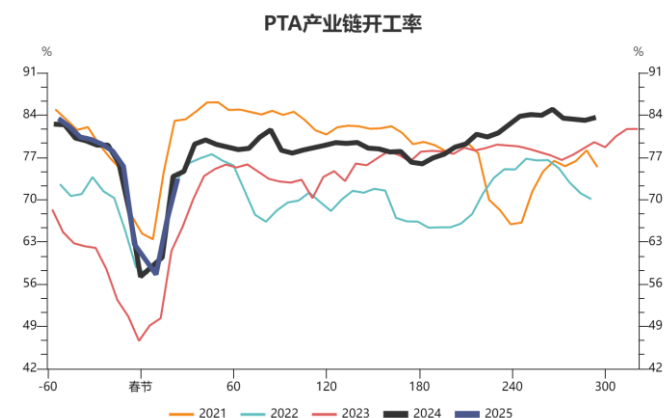
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图4：铁水日均产量高于上年同期



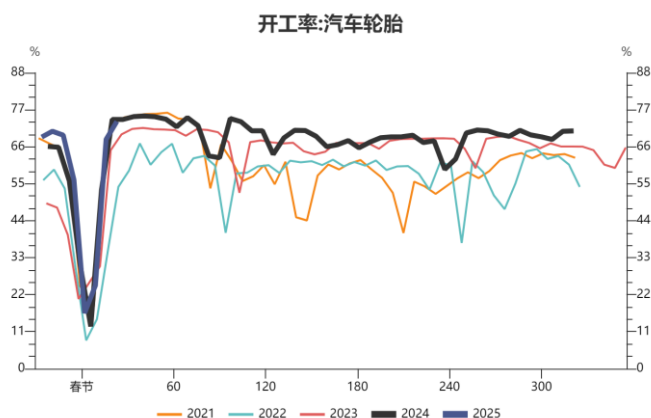
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图5：化工产业链开工率和上年同期持平



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图6：汽车产业链开工率和上年同期持平



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、服务业加速扩张

“9·24”之后，房地产、金融市场改善，交易量上升，2024年四季度，第三产业GDP同比增速为5.8%，高于第三季度的4.8%。四季度，股票成交量明显上升，两市日均成交额为18216亿元，较上季度的6740亿元大幅上涨170%，金融业增加值同比增长6.5%。楼市销售回稳，四季度商品房销售同比增速转正为1%，较三季度上升18个百分点，房地产业增加值同比增长2.0%，增速在三季度提升的基础上，再上升3.9个百分点。

2025年以来，各地加大文旅等服务业消费补贴，再加上资本市场仍比较活跃，服务业景气度延续。1月及2月前20日，两市日均成交额分别为1.2万、1.7万亿元，较上年同期增长64%、80%。

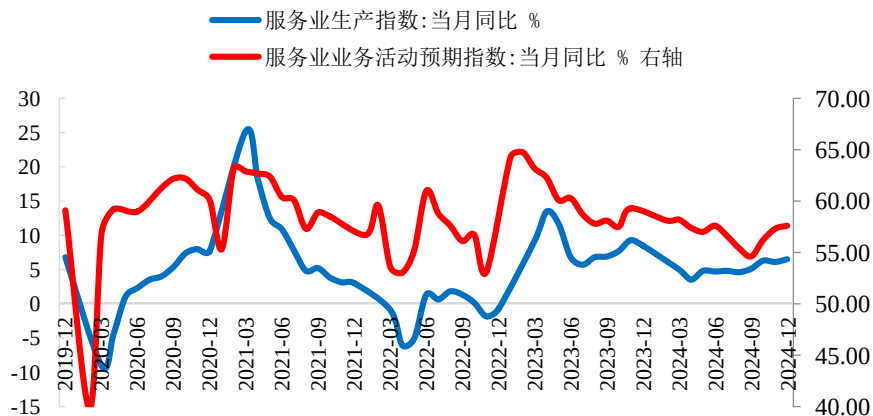
春节假期8天，全国国内出游5.01亿人次，同比增长5.9%；国内出游总花费6770.02亿元，同比增长7.0%，显示国内文旅消费更加活跃。2025年1月及2月前20日，和出行密切相关的地铁客运量高于上年同期，同比增长1.2%。

春运40天（2025年1月14日至2月22日），全社会跨区域人员流动量90.2亿

人次，比2024年同期增长7.1%。其中，铁路旅客发送量5.1亿人次，同比增长6.1%；公路人员流动量83.9亿人次，同比增长7.2%（其中，自驾出行量71.7亿人次，占全社会跨区域人员量79.4%，公路营业性客运量12.2亿人次）；水路旅客发送量3121万人次，同比增长7.6%；民航旅客发送量9020万人次，同比增长7.4%。

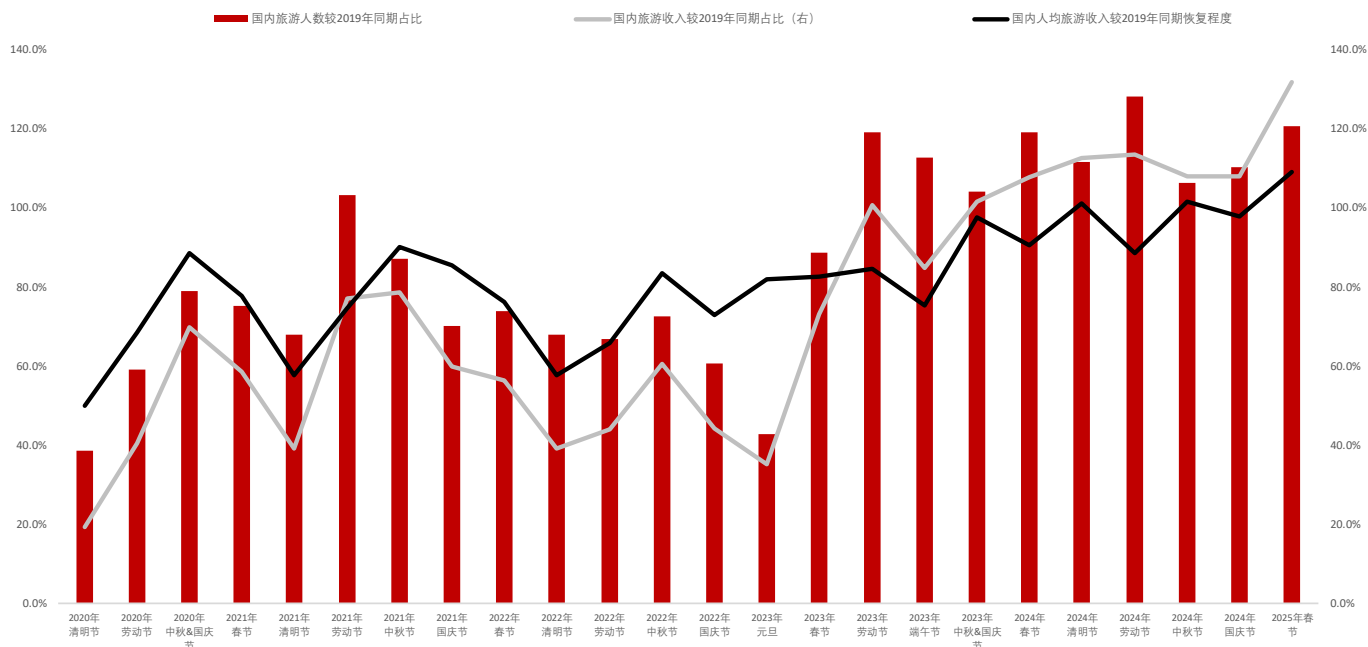
2025年1月及2月前20日，日均票房分别为2亿元、7.4亿元，较上年同期增长64%、80%。截至2月20日，2025年票房突破200亿元，同比增长73%。

图7：服务业生产增速上升



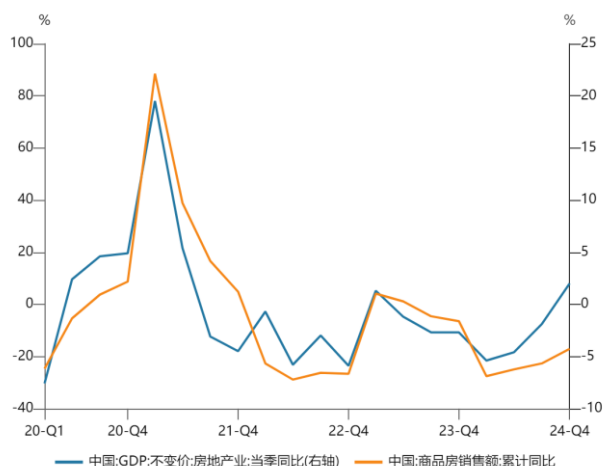
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图8：春节旅游收入平稳增长



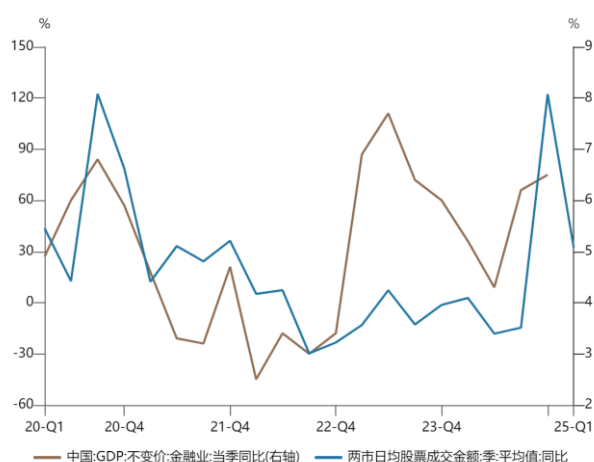
资料来源：Wind，文化和旅游部，诚通证券研究所

图9： 房地产增加值增速上升



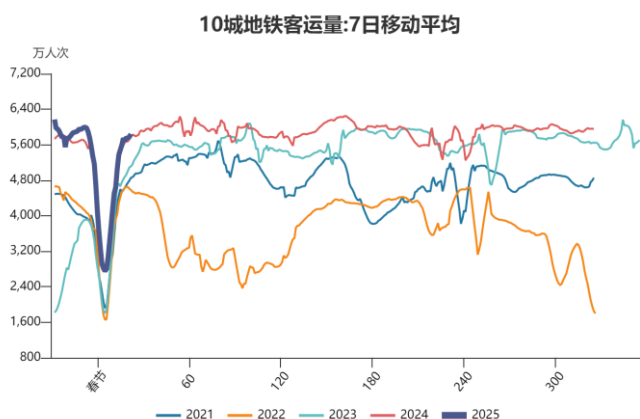
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图10： 金融业增加值增速上升



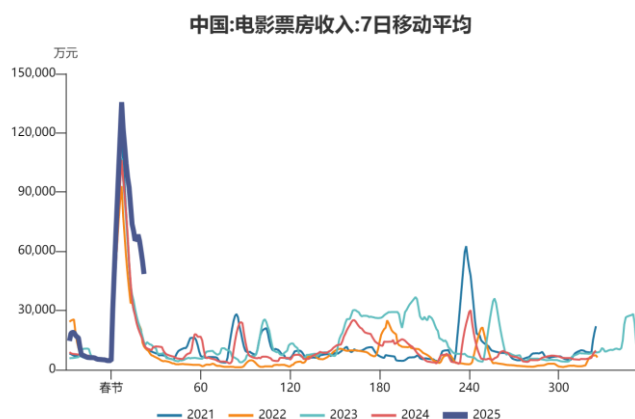
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图11： 地铁客运量高于上年同期



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图12： 电影票房高增



资料来源：Wind，诚通证券研究所

3、基建投资有待发力

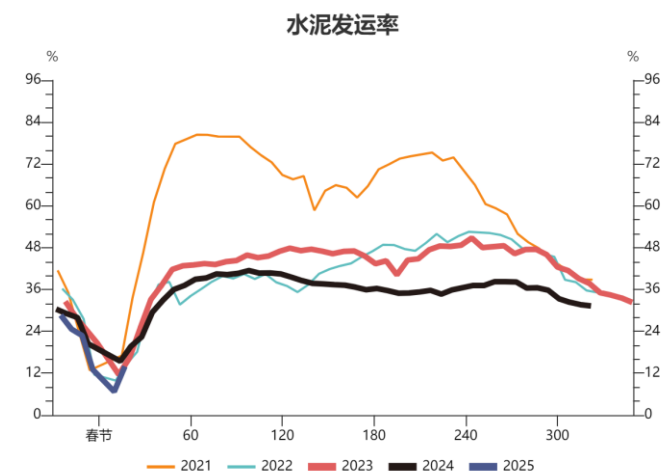
“9·24”后，全国财政压力略有缓解，公共财政支出累计同比增速从2024年9月的2%上升至2024年12月的3.6%。其中，地方财政支出累计同比增速从1%上升至3.2%，而中央财政支出累计同比增速则从8.4%下降至6.5%。

基建资金压力仍存，基建投资略有改善，但有待进一步发力。2024年四季度，全口径基建投资累计同比增速基本稳定，从9.3%下降至9.2%，基建投资（不含电力等）累计同比增速从4.1%上升至4.4%。从分项看，交通运输、仓储和邮政业投资累计同比增速从7.7%下降至5.9%，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资累计同比增速从24.8%降至23.9%，水利、环境和公共设施管理业投资累计同比增速从2.8%上升至4.2%。

截至2月21日，2025年以来，政府债券净融资约2.6万亿元，同比增加约1.6万亿元，但是部分资金用于地方债置换以及“两新”等政策，基建投资仍较弱。从高频数据看，“9·24”以来，沥青开工率、水泥发运率处于历史低位。2025年春

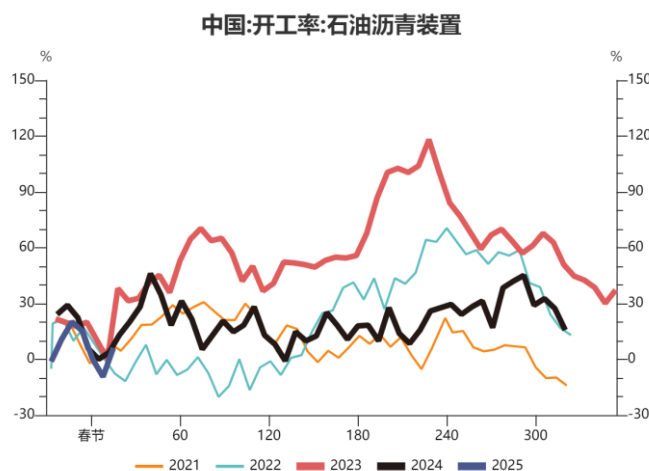
节后，1月29日-2月14日，沥青开工率平均值为24%，和上年同期基本持平；水泥发运率平均值为10%，低于上年同期的17%。

图13：春节后水泥发运率低于上年同期



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图14：春节后沥青开工率持平上年同期



资料来源：Wind，诚通证券研究所

4、房地产修复动能有所弱化

2024年四季度，房地产销售累计同比降幅从22.7%收窄至17.1%，但房企信心仍不足，拿地意愿较弱，土地购置费累计同比降幅从6.9%扩大至8.7%，房地产投资累计同比降幅从10.1%扩大至10.6%。

克而瑞数据显示，2025年1月，中国房地产市场延续止跌回稳态势，但受春节假期因素影响，整体保持低位运行。1月，TOP100房企实现销售操盘金额2276.1亿元，同比降低3.2%，环比降低49.6%，单月业绩规模保持在历史较低水平。

克而瑞数据还显示，重点44城2025年2月5-16日新房总成交规模达到了267万平方米，较2025年春节前日均微增1%，与2024年同期相比回落27%，与2024年11-12月日均相比跌幅均在50%以上。

分能级来看，三四线已显著好于节前水平，2025年2月5-16日成交日均较春节前日均增长57%；一线政策余温效应犹存，2025年2月5-16日成交日均较2024年同期持增11%。

二手房市场成交与节前仍有差距，但市场热度已好于去年同期（农历初八-初十九）。据CRIC监测数据，重点23城2025年2月5-16日二手房总成交规模达到了274万平方米，较2025年春节前日均下降34%，较2024年同期增长6%，与2024年11-12月日均相比跌幅分别为42%和48%。

分能级来看，一二线韧性显著好于三四线，据CRIC监测数据，3个一线城市和6个二线城市2025年2月5-16日二手房总成交与2024年同期相比分别增长24%和17%，市场成交热情不减，延续高位震荡。

图15： 新房销售处于历史低位

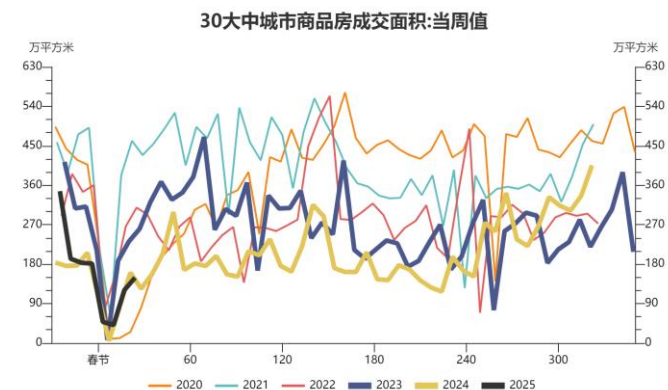
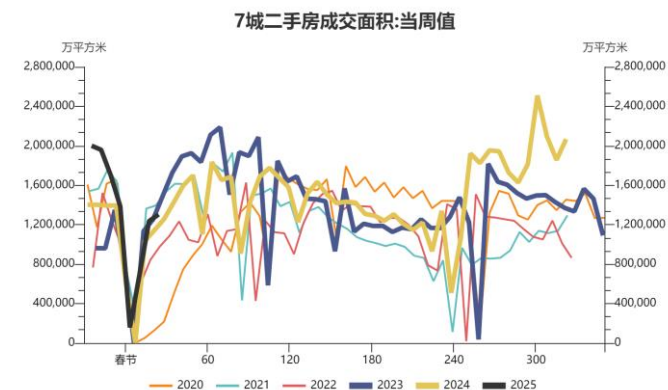


图16： 二手房销售高于上年同期



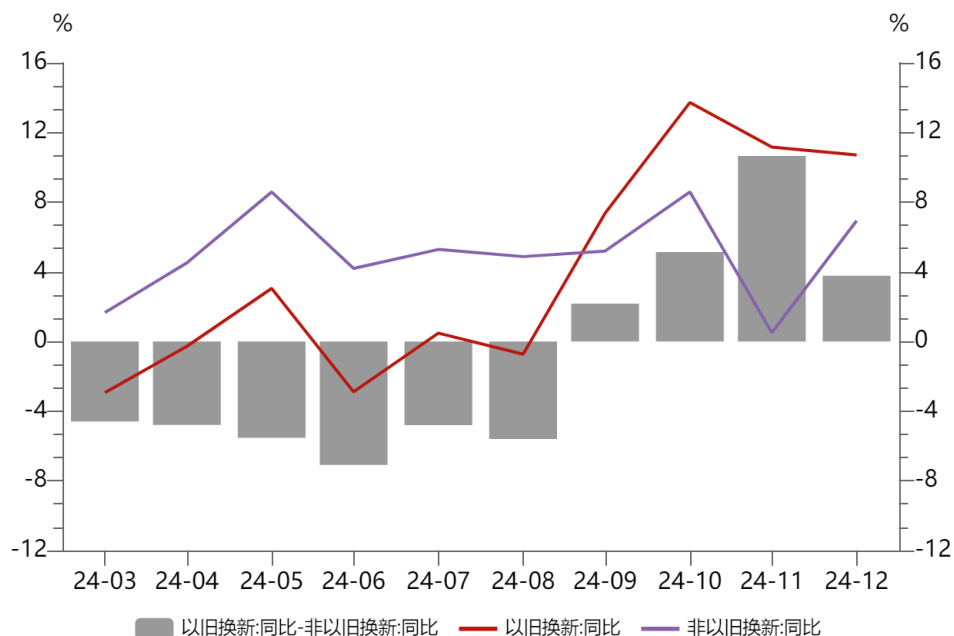
5、消费补贴需加大力度

以旧换新拉动下,消费有所改善。2024年9-12月,社零月平均同比增速为3.7%,而1-8月月平均增速为3.1%。以旧换新商品包括汽车、家电、通信器材、家具等,以旧换新相关商品主要是耐用品,9月以旧换新前,消费增速比其他商品低5.4个百分点;以旧换新后,以旧换新商品消费增速相比其他商品消费增速高5.4个百分点,以旧换新提升相关商品消费增长10.8(5.4+5.4)个百分点。

补贴有待加力,加上春节错位,商品消费动能有所减弱。12月份社会消费品零售总额季调环比增长0.12%,增速自9月份以来持续回落,消费动能进一步走弱。1月1-31日,乘用车市场零售185.3万辆,同比上年同期下降9%,较上月同期下降30%。2月1-16日,乘用车市场零售58.1万辆,同比上年2月同期增长11%,较上月同期下降28%,今年以来累计零售237.5万辆,同比下降7%。

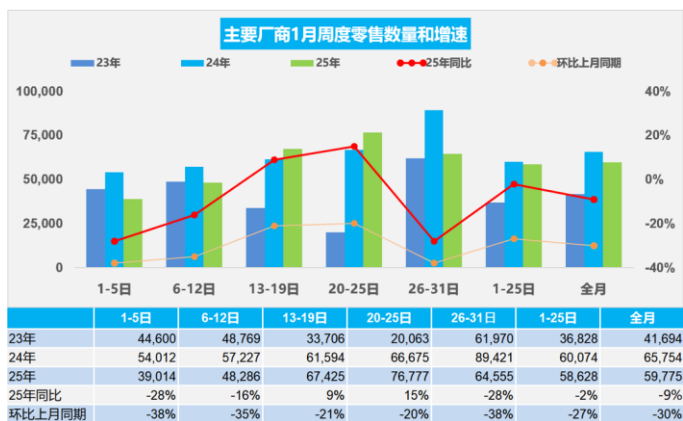
奥维云网(AVC)监测数据显示,2025年1月中国家电线上市场(不含3C)零售额、零售量分别同比下滑12.0%和11.1%,线下零售额、零售量分别同比下滑11.7%和9.1%。1月家电市场量额同比下滑的现象主要受春节假期错月影响,同时物流和线下门店营业时间缩短,进一步抑制了市场表现。

图17：以旧换新效果显著



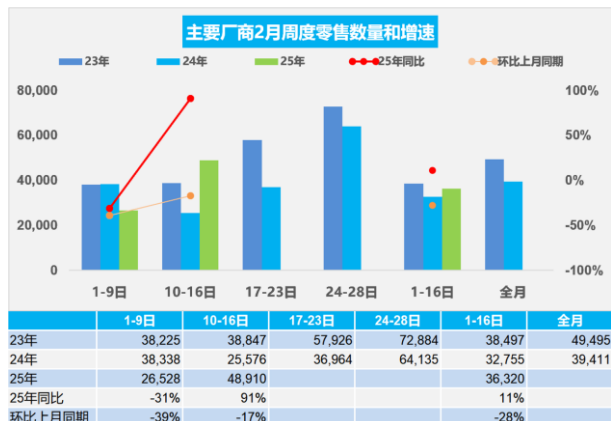
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图18：1月1-31日，乘用车市场零售185.3万辆，同比上年同期下降9%，较上月同期下降30%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图19：2月1-16日，乘用车市场零售58.1万辆，同比上年2月同期增长11%，较上月同期下降28%，今年以来累计零售237.5万辆，同比下降7%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

6、信用创造有所恢复，但力度及可持续性仍需增强

“9·24”以来，货币宽松，加上财政发力，信用创造有所恢复。代表经济活跃度的M1同比增速从2024年9月的-3.3%上升至2024年12月的1.2%。

年初信贷数据对全年具有指向意义，比较重要。然而，2025年1月新增信贷、社融力度一般。新增人民币贷款5.17万亿元，同比多增2100亿元，在近五年同期

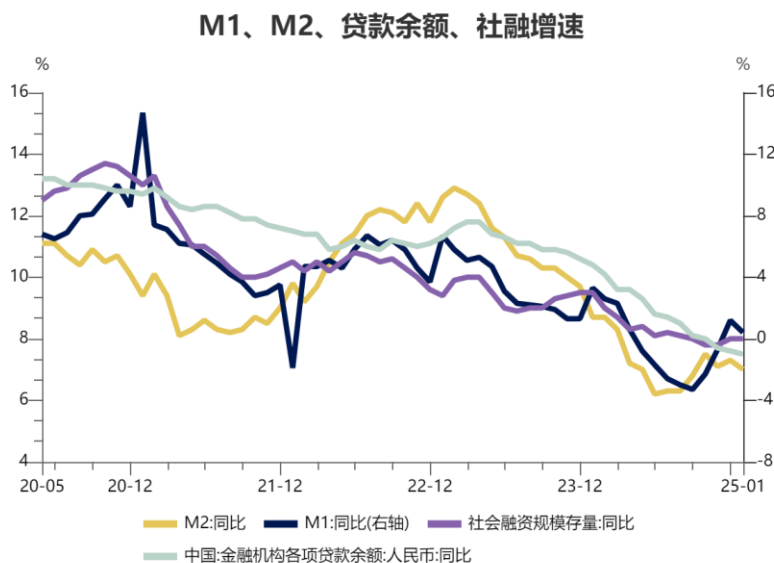
中，2025 年 1 月增幅仅高于上年同期，而上年“平滑信贷”导致一季度信贷增长乏力。1 月，新增社融 7.06 万亿元，同比多增 5866 亿元，其中大部分地方债发行用于置换隐性债，并不投入实体经济。

民间经济主体融资仍偏弱。1 月，新增居民中长期贷款 4935 亿元，环比多增 1935 亿元，但较上年同期少增 1337 亿元。2024 年 9 月以来，新增居民中长期贷款月均 2867 亿元，仍处于较低水平。1 月，新增企业中长期贷款 3.46 万亿元，同比多增 1500 亿元，改善力度仍不大。

与此同时，一些指标表明信用创造需进一步增强。贷款余额同比增速延续 2023 年 5 月以来的下滑趋势，2025 年 1 月下降至 7.5%。M2 同比少增速、社融增速也没有明显回升。M2 同比增速在 2024 年 10 月上升至 7.5% 后，此后又下降至 2025 年 1 月的 7%，社融增速则稳定在 8% 附近。2024 年 9 月-12 月，领先指标信贷脉冲（12 个月新增社融同比增速）仍在下降，2025 年 1 月读数仅高于前值 0.4 个百分点。

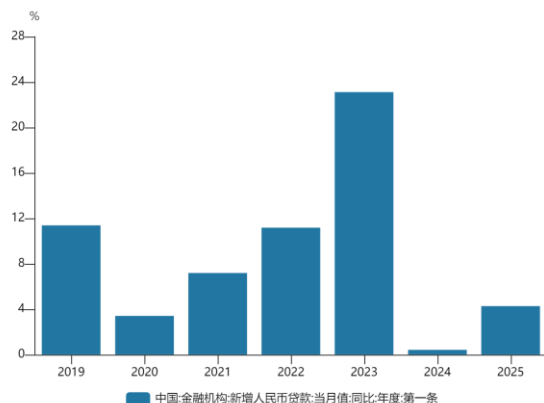
整体来看，政府债券发行下，社融好于信贷，信用创造小幅恢复，但信用脉冲仍为负值，M2、M1 增速下降。稳定经济，使通胀回升，仍需要信用大幅扩张。

图20： M1、M2、贷款余额增速下滑，社融增速持平



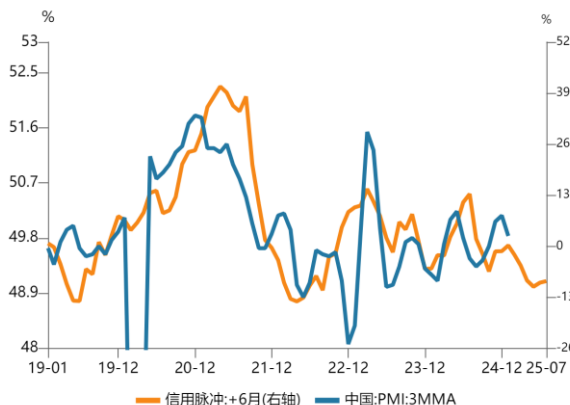
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图21：1月信贷增幅并不高



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图22：1月信用脉冲仍很弱



资料来源：Wind，诚通证券研究所

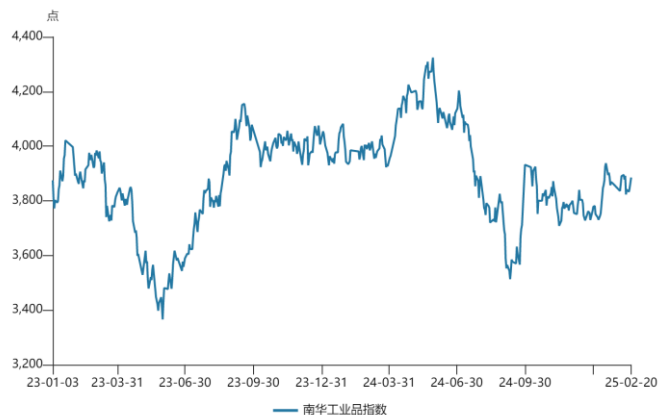
7、物价增速仍待提振

“9·24”以来，经济动能有所增强，但由于经济增速仍在潜在增速附近，并未明显超出潜在增速，“再通胀”压力仍较大，CPI同比增速在0.3%附近波动，PPI同比降幅在2%以上，2024年四季度GDP平减指数同比增速为-0.8%。

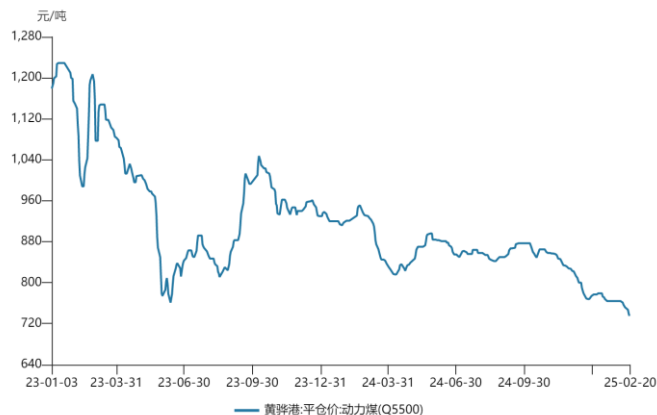
2025年以来，物价数据依旧较弱。1月，受春节等因素影响，CPI同比增速0.5%，较上月上升0.4个百分点，核心CPI同比增速从0.4%上升至0.6%。其中，服务价格上涨1.1%，涨幅比上月扩大0.6个百分点，影响CPI同比上涨约0.42个百分点，高于上月0.22个百分点。1月，PPI环比增速-0.2%，前值-0.1%；同比增速-2.3%，前值-2.3%。

从大宗商品价格来看，南华工业品指数自2024年10月以来呈震荡走势，中枢没有上移。2024年10月以来，动力煤价格趋势性下滑。螺纹钢价格整体上也处于2024年10月以来的下滑趋势中，玻璃价格则是震荡。主要是因为房地产销售虽有改善，但整体仍处于历史低位，加上房地产企业风险尚未完全解除，房地产投资仍在下滑中。

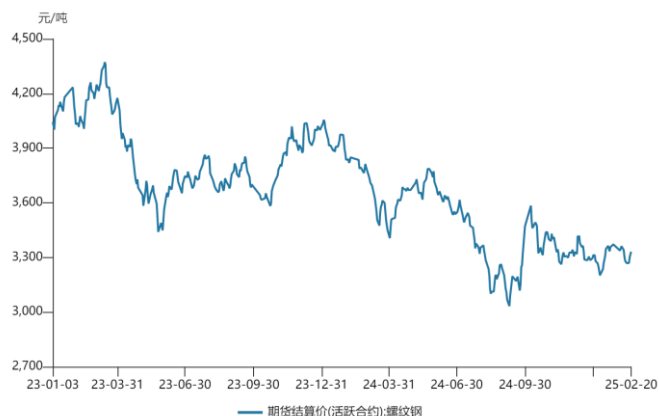
整体来看，物价和其他实体经济数据相印证，“9·24”以来，经济动能有所增强，但仍在潜在经济增速附近，特别是房地产行业虽然销售有所改善，但企业投资意愿仍不足，通胀回升的压力仍在。

图23： 南华工业品价格震荡

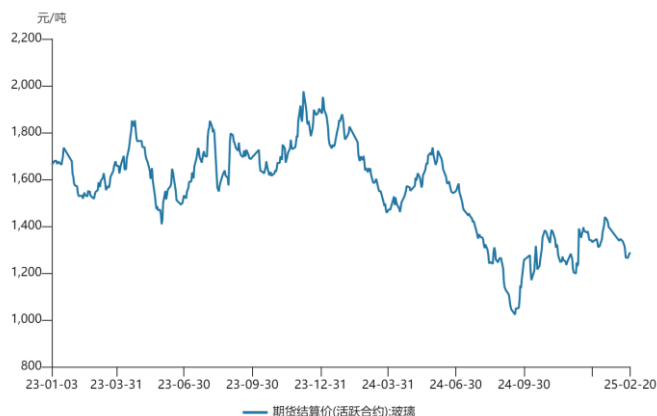
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图24： 动力煤价格下滑

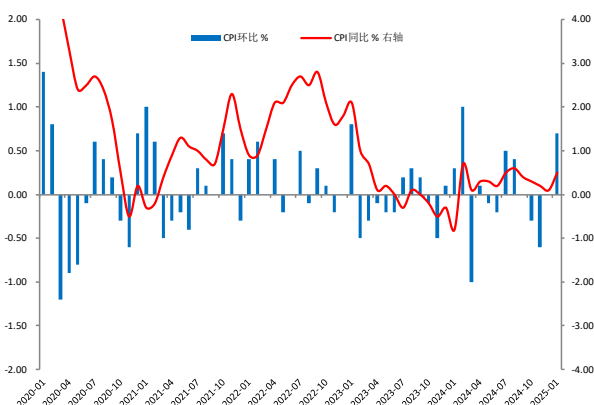
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图25： 螺纹钢价格下滑

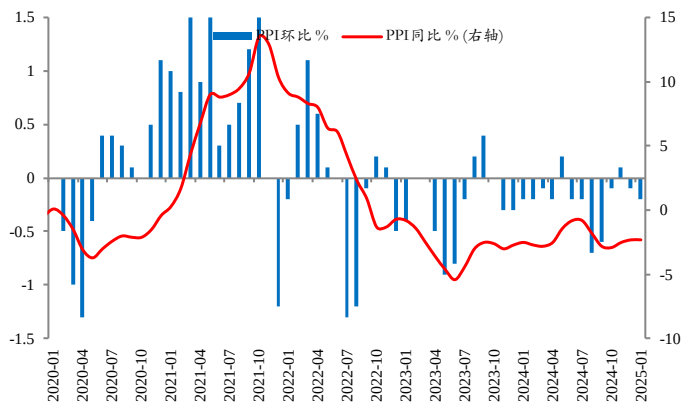
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图26： 玻璃价格震荡

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图27： CPI 通胀处于低位

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图28： PPI 依然较弱

资料来源：Wind，诚通证券研究所

特别声明

根据《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）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），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。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

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

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层
公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>

邮编：100020