

## 内需全面发力，年初宏观经济保持较强增长动能

——2025年1-2月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 研究发展部执行总监 冯琳

**事件：**据国家统计局2025年3月17日公布的数据，2025年1-2月规模以上工业增加值同比实际增长5.9%，2024年12月为6.2%，2024年累计同比为5.8%；1-2月社会消费品零售总额同比增长4.0%，2024年12月为3.7%，2024年全年累计同比为3.5%；2025年1-2月全国固定资产投资累计同比增长4.1%，2024年全年为3.2%。

### 基本观点：

整体上看，受上年一揽子增量政策延续作用影响，1-2月宏观经济保持较强增长动能。其中，在出口有所减速的背景下，年初两个月内需发力，带动宏观经济供需两端全面提速，超出市场普遍预期。其中，受内需拉动，1-2月工业增加值处于较高增长水平，增速较去年12月有所放缓，主要原因是今年1-2月日历天数和工作日天数少于去年同期。另外，美国宣布对华加征关税背景下，年初工业企业出口交货值增速较去年12月有所下滑，也对制造业生产有一定影响。消费方面，在日历天数比去年同期少1天的情况下，1-2月社零同比增速仍有所加快，显示消费增长动能有所转强。这一方面受消费品以旧换新补贴政策加力扩围提振，另一方面也源于消费者信心出现边际改善。1-2月固定资产投资增速为4.1%，较去年全年显著加快1.1个百分点，显示年初投资动能明显增强，主要源于基建投资加速和房地产投资降幅收窄，制造业投资继续保持高增。

往后看，主要受高基数以及外部经贸环境变数加大等影响，3月工业生产增速或有所回落，促消费政策加码背景下，短期内消费增速有望加快，年初稳增长政策前置发力，3月投资还将保持较快增长。

具体解读如下：

一、工业生产：受内需拉动，1-2月工业增加值处于较高增长水平，增速较去年12月有所放缓，主要原因是今年1-2月日历天数和工作日天数少于去年同期。另外，美国宣布对华加征关税背景下，年初工业企业出口交货值增速较去年12月有所下滑，也对制造业生产有一定影响。考虑到贸易战因素对出口的影响可能在短期内有进一步显现，加之去年同期基数仍偏高，预计3月工业增加值同比增速将有所回

落。

1-2月工业增加值累计同比增长5.9%，增速较去年12月放缓0.3个百分点。三大门类中，采矿业增加值增速较去年12月有所加快，电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值增速持平，制造业增加值增速则较去年12月放缓0.5个百分点至6.9%，是当月工业增加值增速放缓的主要拖累。主要原因是今年1-2月日历天数比去年同期少1天，工作日少2天。同时，2月4日美国宣布对华加征10%关税，年初出口增速较去年12月明显回落——1-2月规上工业企业出口交货值同比增速较去年12月下滑2.6个百分点至6.2%，也对制造业生产有一定影响。

不过，1-2月工业增加值增速较去年全年增速加快0.1个百分点，制造业增加值增速较去年全年加快0.8个百分点，显示制造业及工业生产延续了去年四季度以来的较快增长势头。背后是年初促消费政策扩围，今年国内消费增速有望加快，加之基建投资、制造业投资保持较快增长，都对年初工业生产有支撑作用。同时，政策面支持下，新质生产力加速发展，对工业生产起到了较强的拉动作用。1-2月装备制造业增加值同比增长10.6%，比去年全年加快2.9个百分点；高技术制造业增加值增长9.1%，加快0.2个百分点；新能源汽车、3D打印设备、工业机器人等新质生产力代表产品产量同比分别高增47.7%、30.2%、27.0%。另外，在抢出口效应对冲下，美国对华加征关税对出口和制造业生产的影响在年初尚未充分体现——1-2月规上工业企业出口交货值同比增速虽较去年12月有所回落，但比去年全年仍高出1.1个百分点。

展望未来，考虑到美国宣布自3月4日起，再对我国输美商品加征10%的关税，贸易战因素对出口的影响可能在短期内有进一步显现。加之去年同期基数仍偏高，预计3月工业增加值同比增速将回落至5.5%左右。全年来看，由于外部经贸环境变数加大，2025年我国出口有可能明显减速，但在“全方位扩大国内需求”的宏观政策取向和加快建设现代化产业体系的目标下，内需回暖和新质生产力发展将对工业生产形成一定支撑。我们预计，2025年全年工业生产增速将放缓至4.4%左右。

**二、消费：**在日历天数比去年同期少1天的情况下，1-2月社零同比增速仍有所加快，显示消费增长动能有所转强。其中，除汽车、家电等少数类别外，1-2月可选消费品零售额增速多数加快，这一方面受消费品以旧换新补贴政策加力扩围提振，另一方面或也反映消费者信心出现边际改善。后期在“换新”政策全面加码，以及提振消费专项行动落地推进带动下，社零同比增速有持续加快的可能。

1-2月社零累计同比增长4.0%，增速较去年12月加快0.3个百分点，较去年全年加快0.5个百分点。其中，商品零售同比增长3.9%，增速与去年12月持平，但除汽车以外的消费品零售额同比增速较去年

12月加快0.6个百分点至4.8%，显示当期汽车销量增速放缓叠加“价格战”导致零售额同比转负对商品零售总体增速有较大拖累；1-2月餐饮收入同比增长4.3%，增速较去年12月加快1.6个百分点。

从限额以上主要商品类别看，1-2月食品、日用品、中西药品等必需品零售额增势良好，除汽车、家电等少数类别外，可选消费品零售额同比增速也普遍加快。其中，受消费品以旧换新补贴政策加力扩围提振，1-2月通讯器材、文化办公用品、家具零售额同比增长26.2%、21.8%、11.7%，增速较上年12月分别加快12.2、12.7、2.9个百分点，家电零售额同比增速则因去年同期基数走高以及商品房销售增速边际回落而大幅放缓，但仍保持10.9%的两位数增长水平；1-2月化妆品、金银珠宝、服装等类别零售额同比增速也分别较去年12月加快3.6、6.4、3.6个百分点至4.4%、6.4%、3.3%，除因去年同期基数偏低外，也源于居民消费信心出现边际改善——2月消费者信心指数提高0.9个百分点，连续3个月升高，背后是去年四季度以来一揽子增量政策发力显效，经济增长动能回升，以及楼市回暖。此外，受成品油价格上涨带动，1-2月石油制品零售额同比增速较去年12月加快3.7个百分点至0.9%。

整体上看，在今年1-2月日历天数比去年同期少1天的情况下，社零同比增速仍有所加快，显示消费增长动能有所转强。不过，当前4.0%的增长水平仍仅为疫情前一半左右，且从季调环比来看，1月、2月社零环比增速平均值为0.27%，虽与过去5年同期相比处于偏高水平，但与疫情前5年同期0.6%-0.8%左右的平均增速相比仍明显偏低。同时，年初物价数据也表明，当前市场需求整体仍然偏弱。背后是前期房地产市场持续调整抑制居民消费信心，以及2024年居民收入增速下行，也对消费能力形成一定影响，仍需促消费政策加码助力。

往后看，3月社零增速仍面临上年同期实际基数偏高的影响，但在“两会”进一步明确促消费政策导向下，各地会加力推动消费补贴资金使用，3月社零同比增速有望维持在4.0%左右。值得关注的是，3月16日高规格出台《提振消费专项行动方案》，从增加收入提升消费能力、优化服务消费供给、改善消费环境、促进大宗消费更新升级等方面，全面部署促消费。这将全面提升消费增长动能，有效对冲潜在外需放缓可能带来的影响。我们判断，在3000亿超长期特别国债资金支持消费品以旧换新的同时，各地还将推出一些“自选动作”，财政促消费资金额度还有提升空间，促消费范围也有望进一步拓展。此外，今年货币政策也可能创新推出促消费专项政策工具，定向支持消费贷。总体上看，在物价水平偏低的背景下，今年促消费政策空间很大。我们也认为，下一步持续用力推动房地产市场止跌回稳，缓解居民资产“缩水”对消费信心的影响，是今年提振消费的一个关键所在。与此同时，2025年贸易战风险对居民消费信心的影响也需要重视。

**三、投资：1-2月固定资产投资增速为4.1%，较去年全年显著加快1.1个百分点，显示年初投资动能明显增强，主要源于基建投资加速和房地产投资降幅收窄，制造业投资继续保持高增。**

具体来看，1-2月不含电力的基建投资同比增长5.6%，较去年全年加快1.2个百分点。背后是年初稳增长政策提前发力，地方政府债券发行规模显著扩大。与此同时，去年四季度推出一揽子大规模化债方案，也减轻了地方政府债务负担，释放了其在基建投资等方面的稳增长动能。

我们判断，在外部经贸环境变数显著加大的背景下，短期内基建投资将继续发挥宏观经济稳定器作用。可以看到，3月“两会”政府工作报告再度明确今年宏观政策要“更加积极有为”，其中财政政策实施“一个提高、两个增加”，即提高财政赤字率1个百分点，增加超长期特别国债和地方政府专项债发行。这些都预示今年基建投资会保持较快增长。值得注意的是，2024年11月中国诚通和中国国新两家央企合计获批5000亿稳增长扩投资专项债。这与2022年设立7399亿政策性开发性金融工具支持基建投资类似，可视为“准财政政策工具”，预示2025年基建投资责任更多从地方政府向央企转移。这意味着即使受收储保障房和收储土地影响，2025年用于项目建设的新增专项债资金可能会低于2024年，但基建资金来源依然有充分保障。我们预计，后期基建投资走势，将主要取决于房地产投资降幅能否切实收窄。回顾历史可以看到，两者之间存在明显的对冲关系。

1-2月房地产投资同比下降9.8%，降幅比去年全年收窄0.8个百分点。主要原因是去年四季度以来楼市回暖，房地产“白名单”项目贷款额度大幅上升，房企资金来源有所改善，这直接带动年初房地产竣工面积降幅明显收窄。往后看，伴随房企资金来源持续改善，房地产投资降幅有望持续收窄。

不过，最新数据显示，2月一线城市二手房价格环比在连续4个月上涨后转降，加之1-2月新房销售同比下降5.1%，也不及去年四季度的正增长0.3%，显示房地产市场止跌回稳基础仍不牢固，后期政策面还需要持续加力。我们认为，除了供给端加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地，需求端加力实施城中村和危旧房改造，继续调整住房限购政策，推进专项债资金收购保障房等之外，关键是把计入物价因素后，当前仍然偏高的居民实际房贷利率降下来，这是今年促进房地产市场止跌回稳的关键一招。

1-2月制造业投资同比增长9.0%，增速较去年全年小幅下降0.2个百分点，继续保持高增长状态。主要是大规模设备更新政策持续推进，政策面持续加大对制造业转型升级、解决“卡脖子”问题的支持力度，制造业中长期贷款保持高增。可以看到，前两个月设备工器具购置投资同比增长18%，增速比上年全年加快2.3个百分点，对全部投资增长贡献率达到62.3%；2月末制造业中长期贷款余额同比增长10.3%，领先整体贷款余额增速4个百分点。

展望未来，伴随美国加征关税措施持续加码，短期内国内制造业投资增速还会受到一定影响，预计3月制造业投资累计同比增速会降至8.3%左右。我们认为，未来影响制造业投资的最大不确定因素仍是国内房地产行业能否尽快实现软着陆，进而拉动制造业产品需求并提振投资信心。需要指出的是，今年宏观政策还会着力促进新质生产力发展，推动新旧增长动能转换，高技术制造业投资会延续高增状态。

整体上看，受上年一揽子增量政策延续作用带动，1-2月宏观经济保持较强增长动能。其中，在出口有所减速的背景下，年初两个月内需发力，带动宏观经济供需两端全面提速，超出市场普遍预期。根据工业生产和服务业生产指数增速测算，1-2月GDP同比增速大约在5.0%左右。往后看，主要受高基数及外部经贸环境变数加大等影响，3月工业生产增速或有所回落，促消费政策加码背景下，短期内消费增速有望加快，年初稳增长政策前置发力，3月投资、特别是基建投资还将保持较快增长。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。