

## 2025年1-2月中国经济持续回升向好

第一创业证券研究所

分析师：李怀军

证书编号：S1080510120001

电话：010-63197789

邮箱：[lihuaijun@fcsc.com](mailto:lihuaijun@fcsc.com)

### 核心观点：

2025年1-2月工业增加值同比实际增长5.9%，远高于WIND预期5.1%，虽然较去年12月回落0.3个百分点，但较去年全年回升0.1个百分点；1-2月社会消费品零售总额同比名义增长4.0%，低于WIND预期4.5%，较去年12月回升0.3个百分点，较去年全年回升0.5个百分点；1-2月固定资产投资累计同比增速为4.1%，高于WIND预期3.8%，较去年回升0.9个百分点。

在固定资产投资中，2025年1-2月制造业累计同比增速为10.0%，较去年回升0.8个百分点；不含电力的基建投资累计同比增速为5.6%，较去年回升1.2个百分点；而房地产投资累计同比增速为-9.8%，较去年回升0.8个百分点。

从服务业生产指数看，2025年1-2月当月同比为5.6%，虽较去年12月回落0.6个百分点，较去年回升0.4个百分点。从工业企业产销率看，2025年1-2月为95.5%，较去年12月大幅回落3.2个百分点，较去年回落1.2个百分点；而1-2月出口交货值同比增速为6.2%，较去年12月回落1.2个百分点，但较去年回升1.1个百分点。

多项高频数据显示出中国经济的积极信号：首先，工程机械销量反映基建投资的热度，2025年1-2月挖掘机累计同比为27.2%，创出了2021年8月以来的新高；1-2月通用设备制造业投资增速为21.6%，创出2022年6月以来的新高，而去年为15.5%，突出反映设备先行对于固定资产投资的意义。其次，2月制造业PMI指数重新回升至扩张区间，制造业企业生产活动趋于活跃；3月第二周全国高炉开工率为80.6%，较去年底高1.9个百分点；高炉炼铁产能利用率为86.6%，较去年底高1.1个百分点；3月上旬重点企业钢材产量同比增速为4.1%，创出2024年2月以来的新高，而去年年底的增速为2.8%。最后，房地产的经营情况有明显改善，特别是房地产销售的回升十分明显；2月国房景气指数为93.8，较1月回升0.4个百分点，较去年年底回升1个百分点。

### 风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

## 一、2025年1-2月生产、零售和固定资产投资数据均较去年有所回升

首先，从2025年1-2月的工业生产、社会消费品零售总额和固定资产投资的环比数据看（表1所示），2月工业增加值和零售数据，均较1月有较大幅度的回升；固定资产投资数据虽有所回落，但仍维持在较高水平。

其次，从同比数据看，1-2月工业增加值同比实际增长5.9%，远高于WIND预期5.1%，虽然较去年12月回落0.3个百分点，但较去年全年回升0.1个百分点；1-2月社会消费品零售总额同比名义增长4.0%，低于WIND预期4.5%，较去年12月回升0.3个百分点，较去年全年回升0.5个百分点；1-2月固定资产投资累计同比增速为4.1%，高于WIND预期3.8%，较去年回升0.9个百分点。

而在固定资产投资中，2025年1-2月制造业累计同比增速为10.0%，较去年回升0.8个百分点；不含电力的基建投资累计同比增速为5.6%，较去年回升1.2个百分点；而房地产投资累计同比增速为-9.8%，较去年回升0.8个百分点。

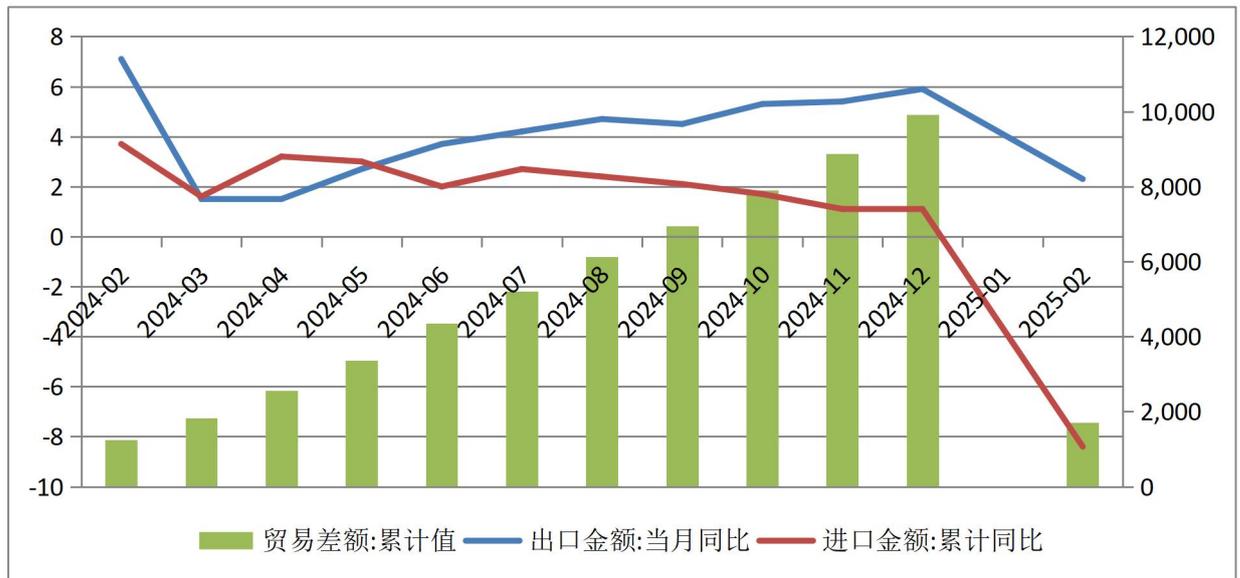
表1 2025年1-2月生产、零售、投资和进出口数据一览表

| 年份             | 同比 (%) |       |       |       | 季调环比 (%) |      |
|----------------|--------|-------|-------|-------|----------|------|
|                | 2025   | 2024  |       |       | 2025     |      |
|                | 1-2月   | 12月   | 11月   | 1-12月 | 2月       | 1月   |
| 工业增加值 (实际)     | 5.9    | 6.2   | 5.4   | 5.8   | 0.51     | 0.19 |
| 社会消费品零售总额 (名义) | 4.0    | 3.7   | 3.0   | 3.5   | 0.35     | 0.19 |
| 固定资产投资 (累计实际)  | 4.1    | 3.2   | 3.3   |       | 0.49     | 0.69 |
| 其中：房地产         | -9.8   | -10.6 | -10.4 |       |          |      |
| 基建 (不含电力)      | 5.6    | 4.4   | 4.2   |       |          |      |
| 制造业            | 10.0   | 9.2   | 9.3   |       |          |      |
| 进出口增速 (美元)     |        |       |       |       |          |      |
| 其中：出口增速        | 2.3    | 10.7  | 5.7   | 5.9   |          |      |
| 进口增速           | -8.4   | 1.0   | -4.8  | 1.1   |          |      |
| 贸易顺差 (亿美元)     | 1705   | 1048  | 973   | 9922  |          |      |

资料来源：国家统计局 第一创业计算整理

只有外贸同比数据较去年有所回落：以美元计价，2025年1-2月出口同比增长2.3%，而去年增长5.9%；进口增长-8.4%，去年增长1.1%；贸易顺差1705亿美元，去年1-2月为1246亿美元。以人民币计价，1-2月出口同比增长3.4%，去年为7.1%；进口同比-7.3%，去年为2.3%。可见，今年1-2月人民币汇率较去年同期有所贬值。

图1 2025年1-2月出口与进口增速均大幅下滑且差距继续扩大



资料来源：WIND 第一创业整理

再次，从服务业生产指数看，2025年1-2月当月同比为5.6%，虽较去年12月回落0.6个百分点，较去年回升0.4个百分点。

最后，从工业企业产销率看，2025年1-2月为95.5%，较去年12月大幅回落3.2个百分点，较去年回落1.2个百分点；而1-2月出口交货值同比增速为6.2%，较去年12月回落1.2个百分点，但较去年回升1.1个百分点。

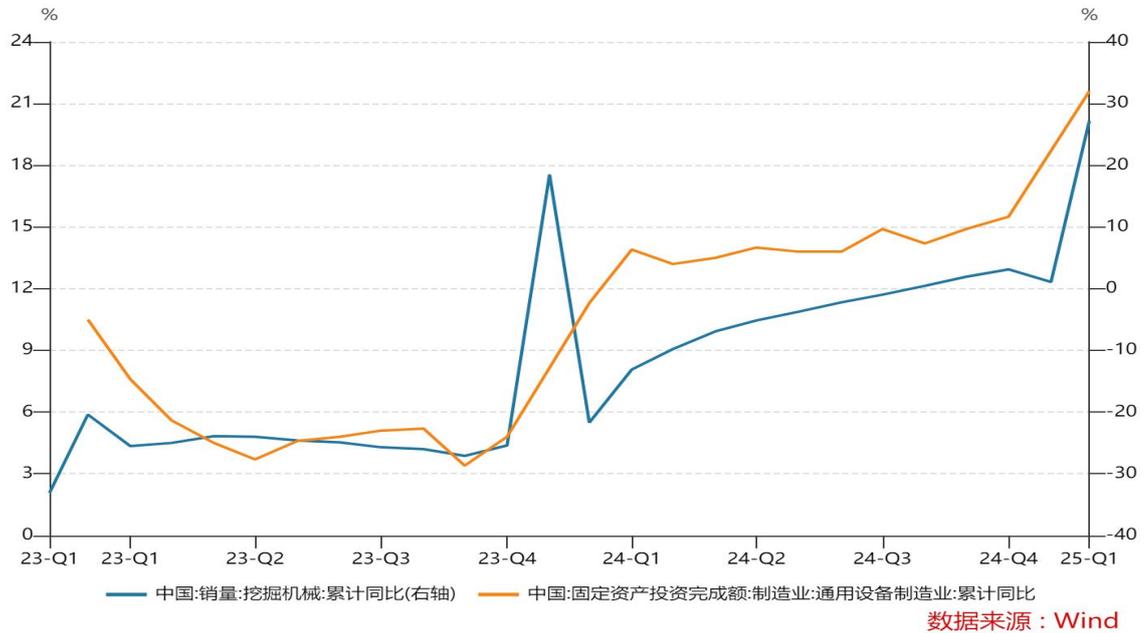
因此，从总体上看，1-2月经济总体呈现复苏态势，突出表现在固定资产投资和零售上，显示内需的表现好于外需。由于特朗普发动关税战外需的不确定性上升，相对表现稳定的生产而言，国内需求的潜力仍需进一步释放。

## 二、多项高频数据显示出中国经济的积极信号

首先，扩大投资是稳增长的关键抓手之一。图2所示，工程机械销量反映基建投资的热度，2025年1-2月挖掘机累计同比为27.2%，创出了2021年8月以来的新高。与此同时，大规模设备更新政策，也为固定资产投资注入了新动能。国家税务总局最新数据显示，“两新”政策实施以来，截止到今年2月，全国企业采购机械设备类金额同比增长5.9%，其中采购数字化设备金额同比增长15.4%，反映出企业设备更新的稳步推进。2025年1-2月，通用设备制造业投资增速为21.6%，创出2022年6月以来的新高，而去年为15.5%，同样反映出设备先行对于固定资

产投资的意义。

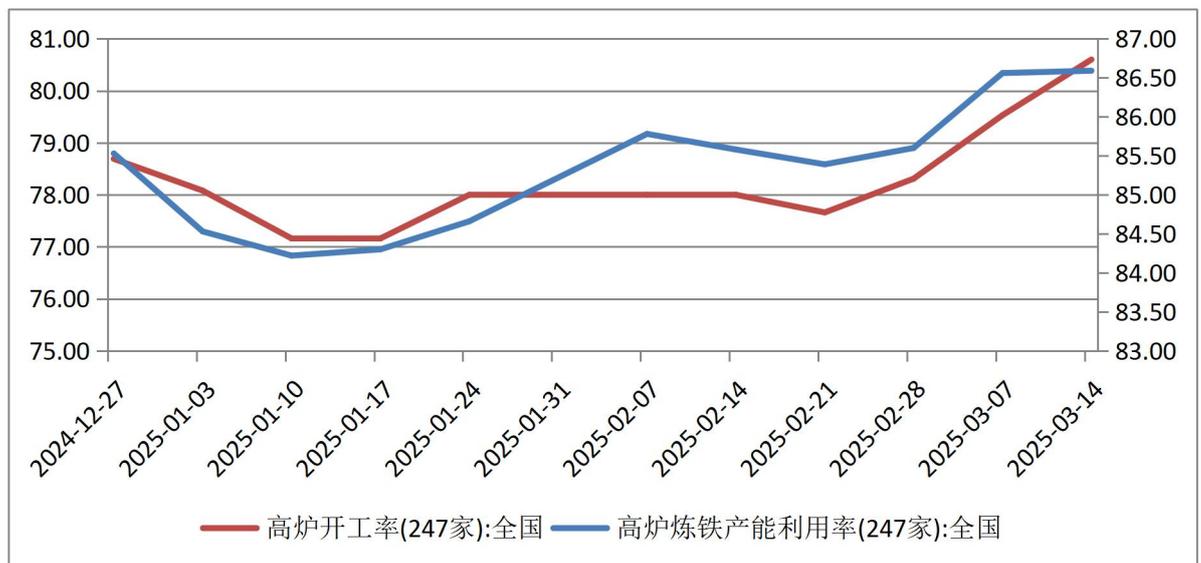
图2 从2025年1-2月设备投资增速看固定资产投资增速的快速回升



资料来源: WIND 第一创业整理

其次,从生产上看,受市场需求回暖的拉动,春节后制造业生产活动快速恢复,2月制造业PMI指数重新回升至扩张区间,制造业企业生产活动趋于活跃。图3所示,从高炉开工率和产能利用率来看,3月第二周全国高炉开工率为80.6%,较去年底高1.9个百分点;高炉炼铁产能利用率为86.6%,较去年底高1.1个百分点。3月上旬重点企业钢材产量同比增速为4.1%,创出2024年2月以来的新高,而去年年底的增速为2.8%。

图3 2025年3月初高炉开工率和产能利用率比去年底高1个百分点以上



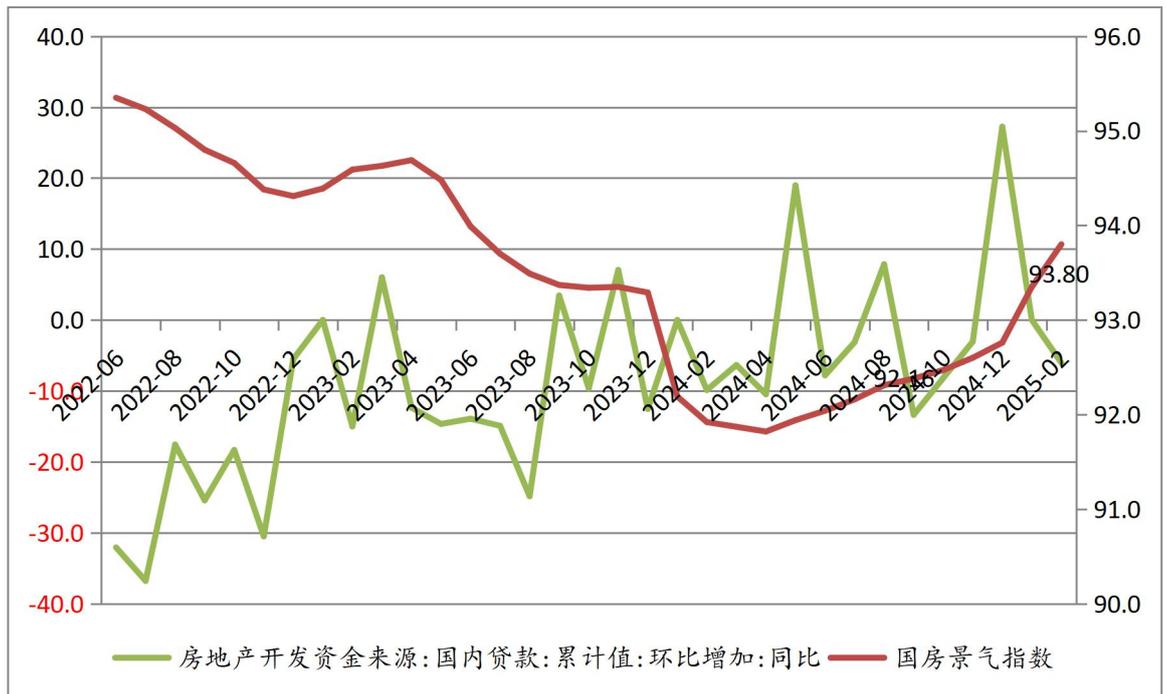
资料来源：WIND 第一创业整理

再次，房地产的经营情况有明显改善，特别是房地产销售的回升十分明显。房地产行业的低迷不仅影响房地产投资，而且由于房地产业的上下游产业链较长，对内需的影响十分明显。2025年1-2月房屋新开工同比增速为-20.9%，较去年回落6.6个百分点；房屋施工面积同比增速为-9.1%，较去年回升3.6个百分点；竣工面积同比增速为-15.6%，较去年回升12.1个百分点；房屋销售面积同比增速为-5.1%，较去年回升7.8个百分点。

从30个大中城市商品房成交面积看，1-2月共销售1215万平方米，比去年同期多100万平方米，同比增速为9%；3月上半月共销售542万平方米，比去年同期多94万平方米，同比增速为21%。

从房地产资金来源看，2025年1-2月房地产开发资金来源同比增速为-3.6%，较去年回升13.4个百分点；其中，国内贷款同比增速为-6.1%，与去年持平；自筹资金来源同比增速为-2.1%，较去年回升9.5个百分点；其它资金来源(预付款)同比增速为-3.7%，较去年回升18个百分点。

**图4 随着国内信贷支持2月国房景气指数的回升十分明显**

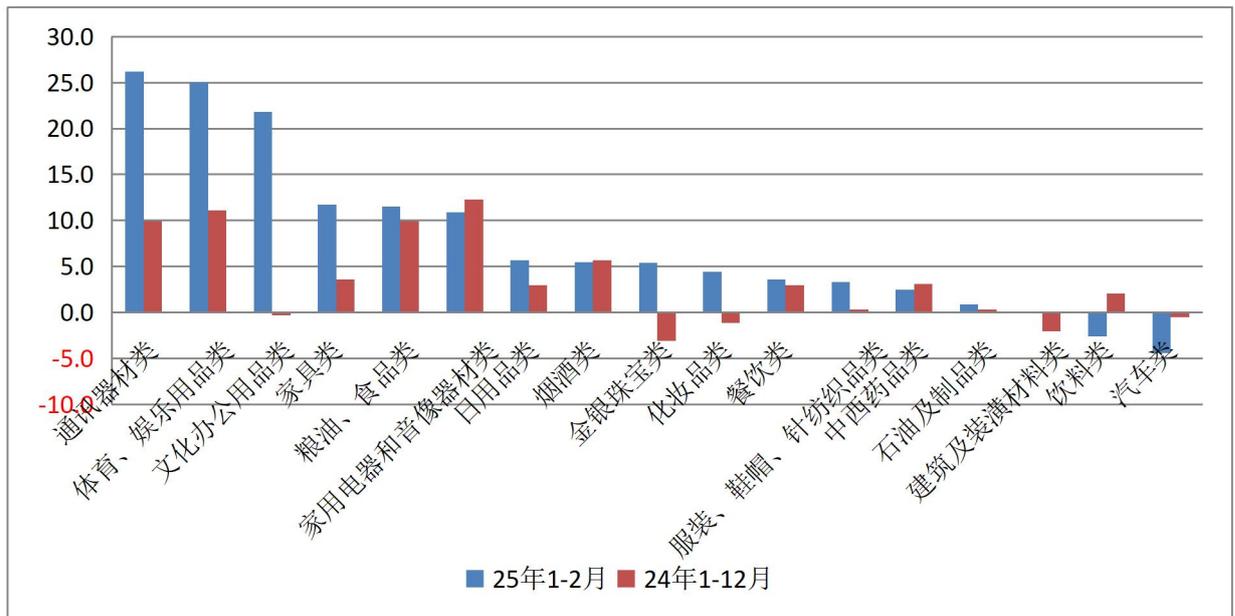


资料来源：WIND 第一创业整理

从总体上看，2025年2月国房景气指数(图4所示)为93.8，较1月回升0.4个百分点，较去年底回升1个百分点，房地产的低迷状态已有明显改善，这还体现在一线城市房价的回升上。从70个大中城市住宅价格指数看，2025年2月一线城市新建商品房环比为0.1%，同比为-3%，较1月提高0.4个百分点，较去年12月回升0.8个百分点；而2月一线城市二手房环比为-0.1%，同比为4.9%，较1月回升0.7个百分点，较去年12月回升1.8个百分点。

最后，从零售上看，2025年1-2月社会消费品零售总额名义增速（图5所示）按高低顺序排名：首先，通讯器材、体育娱乐用品和文化办公用品处于第一梯队，同比增速均在20%以上，均较去年有大幅度增长，文化办公用品尤为突出；其次，家具类、粮油食品类和家用电器类处于第二梯队，同比增速均在10%以上，其中家具类较去年回升幅度最大，从侧面反映房地产销售的好转；再次，日用品类、烟酒类和金银珠宝类属于第三梯队，同比增速均在5%以上，其中金银珠宝类的回升幅度最大，反映黄金价格的持续上涨的影响。最后，增速为负的行业只有两个，分别为饮料类-2.6%，汽车类-4.4%，而去年增速为负的行业有5个。

图5 2025年1-2月各行业零售名义同比增速与2024年的对比



资料来源：WIND 第一创业整理

从城镇调查失业率看2025年2月为5.4%，较1月回升0.2个百分点，较去年底回升0.3个百分点。2月失业率上升较为明显，显示就业状况、特别是年青人的就业状况仍不容乐观，需要采取强有力的措施加以应对。

从物价指数上看，2025年2月CPI同比增长-0.7%，WIND预期为-0.4%，而1月同比增长0.5%；2月核心CPI同比增长-0.1%，是2021年3月以来首次转为负值，1月为0.6%；2月PPI同比增长-2.2%，WIND预期为-2.1%，1月同比增长-2.3%。2月物价指数仍呈现低迷的状态，显示有效需求相对于供给而言仍然不足，即GDP缺口仍为负值，因而仍需采取更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加以应对。

## 重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级:

| 评级类别   | 具体评级 | 评级定义                        |
|--------|------|-----------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上   |
|        | 审慎推荐 | 预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
|        | 中性   | 预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间  |
|        | 回避   | 预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上     |
| 行业投资评级 | 推荐   | 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数         |
|        | 中性   | 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数          |
|        | 回避   | 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数         |

## 联系方式:

| 公司总部  | 北京办事处   |
|---|---|
| 深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼<br>TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718<br>P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn | 北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层<br>TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777<br>P. R. China: 100140 |