

2025年经济开局良好，后续关键在供需再平衡

——2025年1-2月经济数据点评

核心观点

1-2月经济总体走势平稳，其中不乏亮点：消费边际走强，政策支撑下实物商品消费率先修复；固投中基建投资和制造业投资保持高增速，房地产投资降幅缩窄；工业增加值增速保持平稳。

从去年末中央经济工作会议到今年两会，稳增长政策进一步加码持续明确，财政和货币双宽松是今年宏观政策的主轴。从宏观政策侧重点来看，相比去年，今年对内需的重视明显增强，这一方面是因为今年外需面临着美国新一届政府带来的外需扰动加大，另一方面也显示出相比去年，今年政府更加重视供需的平衡。后续的理想状态是去年年初开始的供给扩张大于需求扩张的局面逐步缓解，届时工业产品价格走低、工业企业利润承压的局面有望得到改善，进而推动PPI上行。

(1) 1-2月消费边际走强，全年社零增速中枢有望抬升

2025年1-2月，社零同比录得+4.0%，高于去年12月的+3.7%和去年全年的+3.5%。今年前2月商品零售增速和餐饮收入增速均呈现边际走强，其中商品零售走强态势更加明显，增速不仅高于去年12月单月，也高于去年全年，我们推测可能与政府消费补贴主要针对实物商品有关。

总体来看，今年1-2月消费呈现稳中向好态势。从增速角度，1-2月社零+4.0%的增速虽然仍然低于近10年增速中枢（剔除受疫情影响较大的2020年和2022年），但已经较去年全年增速有所提升。今年政策对消费的支持力度明显加大。预计在政策支撑下，2025年全年社零增速中枢有望抬升，其中政策更加集中发力的上半年社零增速中枢抬升可能更加明显。

(2) 1-2月固投增速超去年全年增速

2025年1-2月，固投同比+4.1%，超过去年全年增速的+3.2%，取得良好开局。其中：制造业投资+9.0%，略低于去年全年的+9.2%，增速仍处在近10年增速中枢之上；基建投资+10.0%，高于去年全年的+9.2%；房地产投资-9.8%，降速较去年全年的-10.6%有所缩窄。

2025年1-2月，制造业投资录得+9.0%的较高增速，略低于去年全年增速的+9.2%，但高于去年12月单月增速的+8.3%。大规模设备更新改造和产业升级仍然对制造业投资起关键支撑作用：今年1-2月设备工器具投资增速保持高位并超过去年全年增速，显示大规模设备更新改造仍在支撑制造业投资录得较高增速；除大规模设备更新改造的强力政策支撑外，产业升级是支撑我国制造业投资增速的另一个重要力量。从子行业角度，汽车制造业受新能源汽车产业快速发展影响、计算机通信和其他电子设备制造业受AI产业带动，均录得较高投资增速，对制造业整体投资增速起到了不小的支撑作用。

主要数据

上证指数	3429.7593
沪深300	4007.7229
深证成指	11014.7474

主要指数走势图



作者

符旸 分析师

SAC执业证书: S0640514070001

联系电话: 010-59562469

邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师

SAC执业证书: S0640520030001

联系电话: 010-59219572

邮箱: liuqd@avicsec.com

相关研究报告

美国2月CPI不及预期，国内政府债券支撑社融增长—2025-03-16

金融市场分析周报—2025-03-13

季节性因素致通胀走弱，强力稳增长政策稳定预期—2025-03-12

2025年1-2月，房地产投资增速为-9.8%，较去年全年降幅和去年12月当月降幅缩窄。

房屋销售方面，今年1-2月商品房销售额和销售面积同比分别为-2.6%和-5.1%，降幅均较去年全年值缩窄。房地产施工方面，1-2月房屋施工面积同比-9.1%，其中新开工面积同比-29.6%、竣工面积同比-15.6%。房价方面，自去年9月底以来，70个大中城市一手和二手房价格环比降幅均呈现整体缩窄态势。

总体来看，1-2月房地产市场表现相对平稳，除去去年低基数的因素导致的降幅缩窄外，整体仍延续了去年10月以来的温和缓慢修复态势。后续房地产投资的真正企稳，仍取决于稳商品房销售政策下，二手房销售的回暖能否持续向一手房顺畅传导，进而改善整个房地产价值链条预期。

今年1-2月，基建投资同比+10.0%，高于去年全年增速。分三大基建类别看，1-2月电力热力燃气及水的生产和供应投资同比录得+25.4%，仍然显著高于基建总体增速，交运仓储和邮政投资同比录得+2.7%，水利环境和公共设施管理投资同比录得+8.5%。在充足资金支持下，叠加去年末提出的“6+4+2”强力化债举措为地方政府减负以及相对宽松的货币政策，今年基建增速有望较去年进一步提升。

(3) 1-2月工业增加值增速较去年全年略微抬升

2025年1-2月规模以上工业增加值同比+5.9%，较去年全年略微提升0.1PCTS。

分三大门类看，1-2月采矿业、制造业和公用事业增加值同比分别为+4.3%、+6.9%和+1.1%，中游制造业生产扩张更快，延续了去年的趋势。2024年工业增加值同比为+5.8%，高于全年GDP增速，显示我国去年生产的扩张领先经济的整体需求扩张。今年整体的宏观政策更加注重需求，生产持续强于需求的状况有望得到一定缓解，供需将更加平衡。尽管在特朗普政府掀起的新一轮“加关税”之下，出口产业链的生产有较大可能受到影响，但在强力稳内需政策支撑下，工业生产大概率仍将保持韧性。

风险提示：海外经济超预期走弱，内需恢复速度偏慢

图1 月度经济数据情况

	2025年1-2月	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03
社零 (当月同比)	4.0%	3.7%	3.0%	4.8%	3.2%	2.1%	2.7%	2.0%	3.7%	2.3%	3.1%
社零: 商品零售 (当月同比)	3.9%	3.9%	2.8%	5.0%	3.3%	1.9%	2.7%	1.5%	3.6%	2.0%	2.7%
社零: 餐饮 (当月同比)	4.3%	2.7%	4.0%	3.2%	3.1%	3.3%	3.0%	5.4%	5.0%	4.4%	6.9%
固投 (累计同比)	4.1%	3.2%	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%	3.6%	3.9%	4.0%	4.2%	4.5%
制造业投资 (累计同比)	9.0%	9.2%	9.3%	9.3%	9.2%	9.1%	9.3%	9.5%	9.6%	9.7%	9.9%
基建投资 (累计同比)	10.0%	9.2%	9.4%	9.4%	9.3%	7.9%	8.1%	7.7%	6.7%	7.8%	8.8%
房地产开发投资 (累计同比)	-9.8%	-10.6%	-10.4%	-10.3%	-10.1%	-10.2%	-10.2%	-10.1%	-10.1%	-9.8%	-9.5%
固投 (当月同比)	4.1%	2.2%	2.3%	3.4%	3.4%	2.0%	1.9%	3.6%	3.4%	3.5%	4.8%
制造业投资 (当月同比)	9.0%	8.3%	9.3%	10.0%	9.7%	8.0%	8.3%	9.3%	9.4%	9.3%	10.3%
基建投资 (当月同比)	10.0%	7.4%	9.7%	10.0%	17.5%	6.2%	10.7%	10.2%	3.8%	5.9%	8.6%
房地产开发投资 (当月同比)	-9.8%	-13.3%	-11.6%	-12.3%	-9.4%	-10.2%	-10.8%	-10.1%	-11.0%	-10.5%	-10.1%
出口金额 (美元, 当月同比)	2.3%	10.6%	6.6%	12.7%	2.4%	8.6%	6.9%	8.5%	7.4%	1.3%	-7.6%
进口金额 (美元, 当月同比)	-8.4%	1.0%	-3.9%	-2.4%	0.2%	0.1%	6.7%	-2.5%	2.1%	8.3%	-2.0%
工业增加值 (当月同比)	5.9%	6.2%	5.4%	5.3%	5.4%	4.5%	5.1%	5.3%	5.6%	6.7%	4.5%
服务业生产指数 (当月同比)	5.6%	6.5%	6.1%	6.3%	5.1%	4.6%	4.8%	4.7%	4.8%	3.5%	5.0%

资料来源: wind, 中航证券研究所

一、1-2 月消费边际走强，全年社零增速中枢有望抬升

2025 年 1-2 月，社零同比录得+4.0%，高于去年 12 月的+3.7%和去年全年的+3.5%。分商品零售和餐饮收入看，2025 年 1-2 月，商品零售同比为+3.9%，增速持平于去年 12 月单月，高于去年全年的+3.2%，餐饮收入同比为+4.3%，增速高于去年 12 月的+2.7%，低于去年全年的+5.3%。总体来看，今年前 2 月商品零售增速和餐饮收入增速均呈现边际走强，其中商品零售走强态势更加明显，增速不仅高于去年 12 月单月，也高于去年全年，我们推测可能与政府消费补贴主要针对实物商品有关。

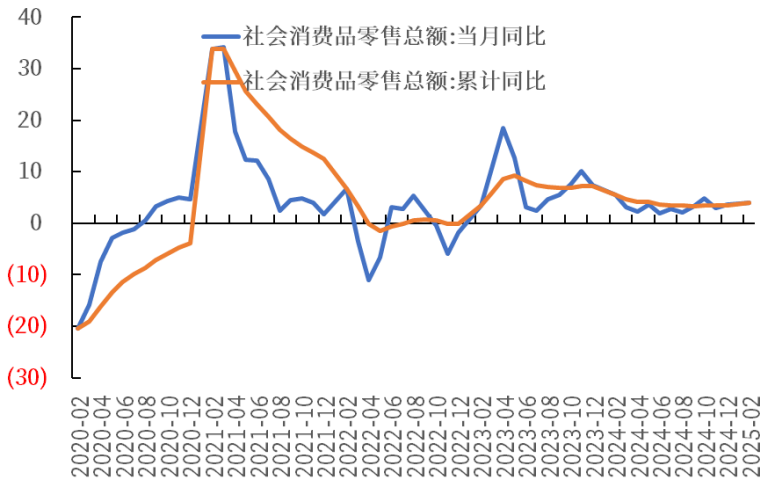
从限额以上具体商品类别零售额增速角度，2025 年 1-2 月，除饮料类和汽车类外，其余商品零售额同比增速均为正：前 2 月汽车零售额同比-4.4%，低于去年全年的-0.5%。根据中汽协数据，今年前 2 月我国汽车销量同比增速为+13.07%，明显超过去年全年汽车销量增速的+4.46%，也高于近 5 年汽车销量全年增速，显示我国汽车市场依然依旧较为活跃。前 2 月汽车类零售额增速的同比下滑，主要系 2025 年开年之后汽车厂商降价竞争强度进一步加大；前 2 月家具类、建筑及装潢材料类商品零售额同比+11.7%和+0.1%，均较去年全年改善，显示商品房销售、尤其是二手房销售的回暖对相关商品的带动作用；前 2 月通讯器材、文化办公用品类商品零售额同比分别为+26.2%和+21.8%，较去年全年明显改善，显示年初以来政府消费补贴的效应进一步体现。

总体来看，今年 1-2 月消费呈现稳中向好态势。从增速角度，1-2 月社零+4.0%的增速虽然仍然低于近 10 年增速中枢（剔除受疫情影响较大的 2020 年和 2022 年），但已经较去年全年增速有所提升。今年政策对消费的支持力度明显加大。政府工作报告中，“大力提振消费、提高投资效益,全方位扩大国内需求”位列十大重点工作的第一位。3 月 16 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，从提升居民



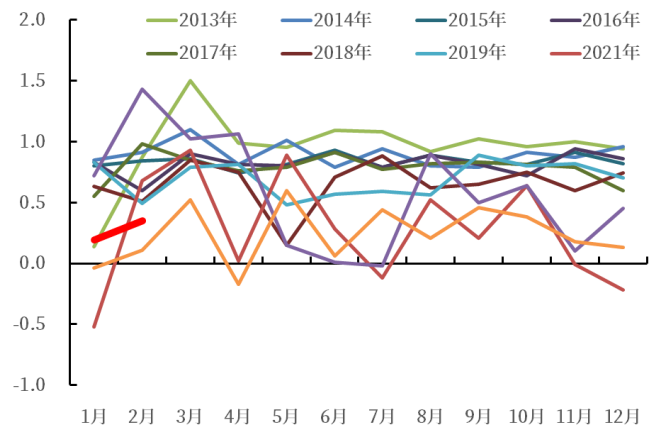
收入、增强居民保障、提升消费品质、改善消费环境等多个角度出发，提出了 30 条相对具体的措施，全面提振消费。3月17日国新办就提振消费有关情况举行的发布会上，国家发展改革委相关负责人介绍，2025年，安排3000亿元超长期特别国债资金支持消费品以旧换新加力扩围，金额较去年增加1倍。同时，首批810亿元已经于1月初下达到地方。预计在政策支撑下，2025年全年社零增速中枢有望抬升，其中政策更加集中发力的上半年社零增速中枢抬升可能更加明显。

图2 社零同比走势 (%)



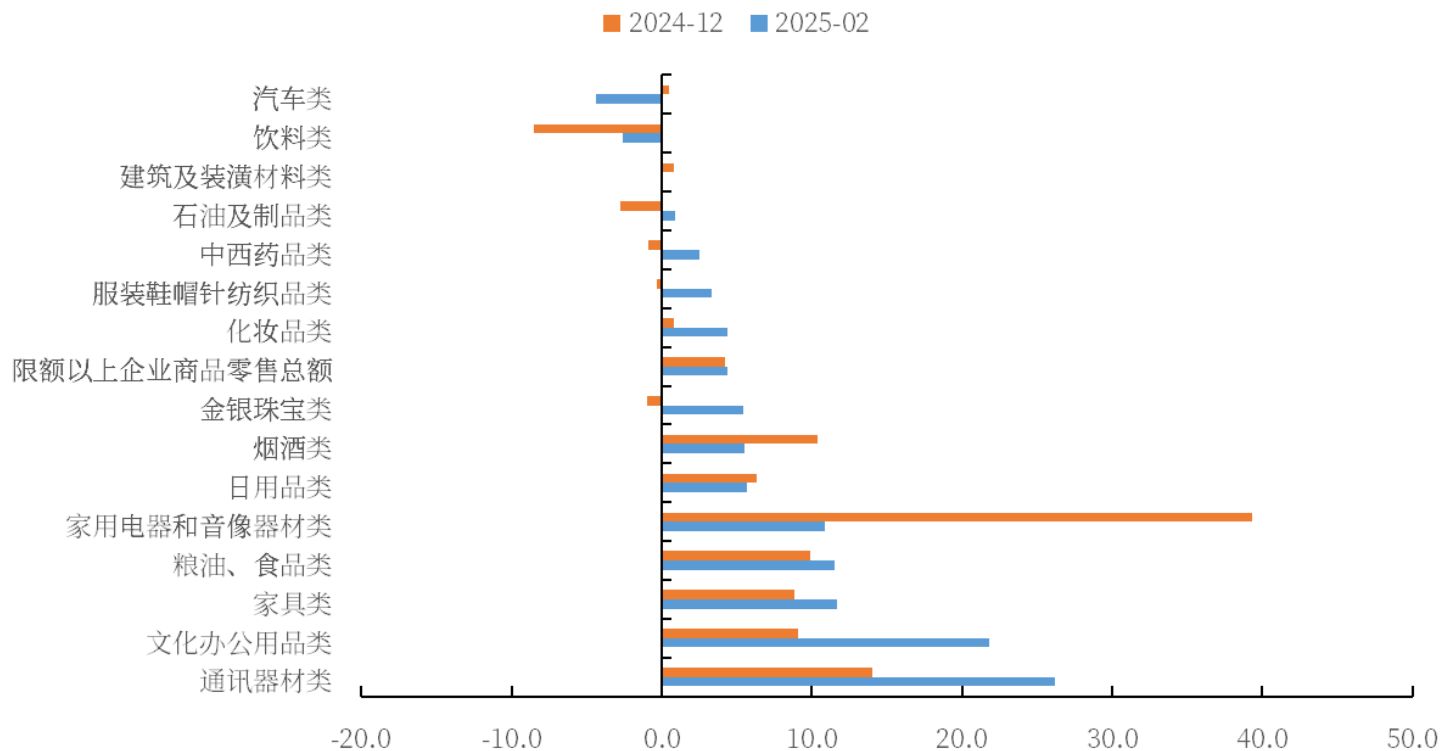
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 历年各月社零环比 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 各商品类别零售额当月同比增速 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

二、1-2 月固投增速超去年全年增速

2025 年 1-2 月，固投同比+4.1%，超过去年全年增速的+3.2%，取得良好开局。其中：制造业投资+9.0%，略低于去年全年的+9.2%，增速仍处在近 10 年增速中枢之上；基建投资+10.0%，高于去年全年的+9.2%；房地产投资-9.8%，降速较去年全年的-10.6%有所缩窄。

(1) 1-2 月制造业维持高投资增速

2025 年 1-2 月，制造业投资录得+9.0%的较高增速，略低于去年全年增速的+9.2%，但高于去年 12 月单月增速的+8.3%。从具体的行业看，已公布投资数据的所有制造业子行业 1-2 月投资增速均为正，其中铁路船舶航空航天、汽车制造和通用设备制造业为投资增速最快的三个子行业，三者也是制造业子行业中，今年 1-2 月增速较去年抬升的三个行业。

大规模设备更新改造和产业升级仍然对制造业投资起关键支撑作用：去年政策发力推动大规模设备更新改造，并提供超长期特别国债予以资金支持以来，固投中的设备工器具投资增速录得+15.7%，相对明显地高于近 10 年增速中枢，带动制造业投资录得近 10 年中的相对高增速。今年 1-2 月设备工器具投资增速保持高位并超过去年全年增速，显示大规模设备更新改造仍在支撑制造业投资录得较高增速；除大规模设备更新改造的强力政策支撑外，产业升级是支撑我国制造业投资增速的另一个重要力量。从子行业角度，汽车制造业受新能源汽车产业快速发展影响、计算机通信和其他电子设备制造业受 AI 产业带动，均录得较高投资增速，对制造业整体投资增速起到了不小的支撑作用。

首先，今年大规模设备更新改造将继续。《政府工作报告》已明确，今年超长期特别国债由 1 万亿元增加至 1.3 万亿元，支持“两重”和“两新”。根据预算草案，今年将支持设备大规模更新改造的资金达 2000 亿元，较去年增加 500 亿元。其次，当前以新能源汽车、AI 产业为代表的新兴产业发展预期仍然较高，高技术制造业的投资仍将对制造业整体投资提供较强支撑。综合来看，预计今年制造业投资仍将保持中高增速，考虑到去年基数，全年有望录得+8.0%左右增速。

(2) 1-2 月房地产投资表现平稳

2025 年 1-2 月，房地产投资增速为-9.8%，较去年全年降幅和去年 12 月当月降幅缩窄。

房屋销售方面，今年 1-2 月商品房销售额和销售面积同比分别为-2.6%和-5.1%，降幅均较去年全年值缩窄。值得注意的是，今年 1-2 月销售面积下滑幅度大于销售金额下滑幅度，反映商品房销售市场有望结束“量价齐跌”的双因素驱动下行态势。

房地产施工方面，1-2 月房屋施工面积同比-9.1%，其中新开工面积同比-29.6%、竣工面积同比-15.6%。1-2 月新开工面积同比较去年全年降幅扩大，竣工面积降幅较去年全年降幅缩窄，反映出增量房地产政策支撑下，房企资金有所好转，已有项目加快推

进。

房价方面，自去年 9 月底以来，70 个大中城市一手和二手房价格环比降幅均呈现整体缩窄态势。以更加市场化的二手房价格来看，2 月一线、二线和三线城市房屋销售价格指数分别是-0.1%、-0.4%和-0.4%，但一线城市自 2024 年 10 月至 2025 年 1 月连续 4 个月环比正增长，同期二线和三线城市二手房价格指数环比均为负，显示出在本轮房地产市场“触底反弹”中，一线城市处于领先地位。

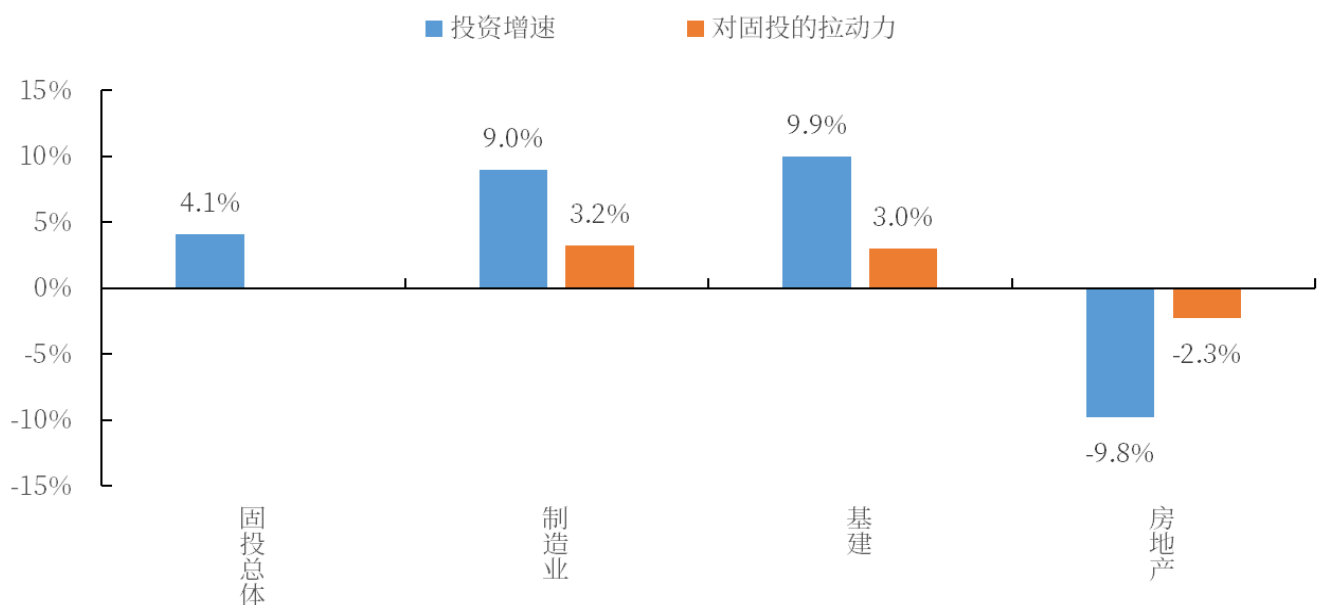
总体来看，1-2 月房地产市场表现相对平稳，除去去年低基数的因素导致的降幅缩窄外，整体仍延续了去年 10 月以来的温和缓慢修复态势。库存角度，根据我们的统计，截止今年 2 月，我国商品房商品房去化周期为 32.3 个月，连续第 4 个月下降，但仍然处在历史中高位置。后续房地产投资的真正企稳，仍取决于稳商品房销售政策下，二手房销售的回暖能否持续向一手房顺畅传导，进而改善整个房地产价值链条预期。

(3) 1-2 月基建投资发力

今年 1-2 月，基建投资同比+10.0%，高于去年全年增速。分三大基建类别看，1-2 月电力热力燃气及水的生产和供应投资同比录得+25.4%，仍然显著高于基建总体增速，交运仓储和邮政投资同比录得+2.7%，水利环境和公共设施管理投资同比录得+8.5%。

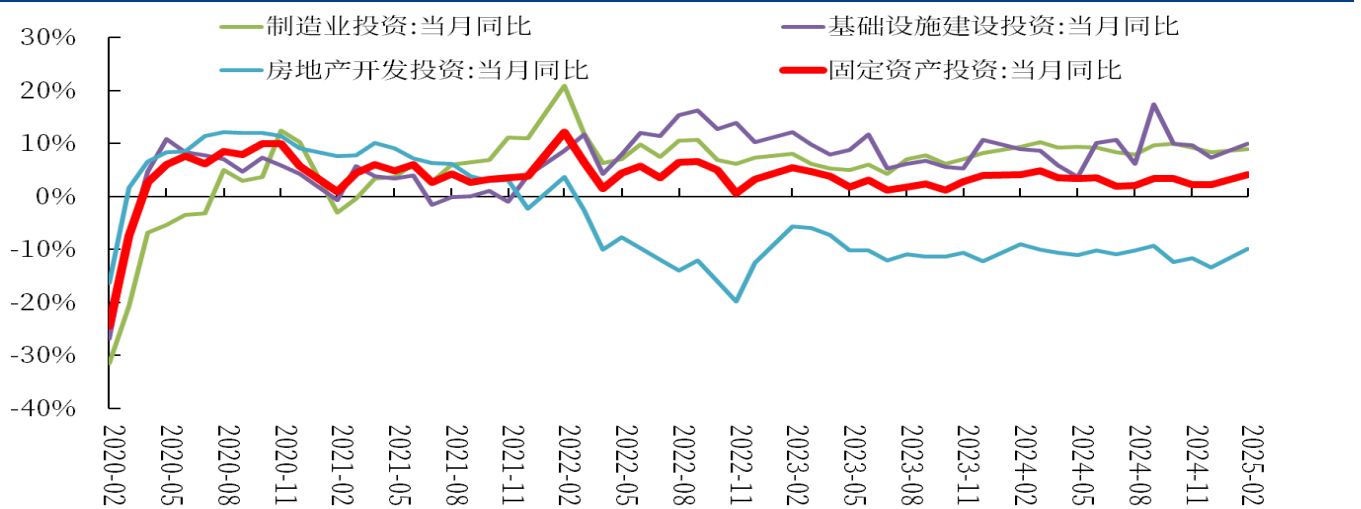
今年拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元、比去年增加 5000 亿元。今年特别国债和地方专项债合计达 6.2 万亿元，明显高于去年合计值的 4.9 万亿元。在充足资金支持下，叠加去年末提出的“6+4+2”强力化债举措为地方政府减负以及相对宽松的货币政策，今年基建增速有望较去年进一步提升，全年有望实现 7.5%以上增速。

图5 2025 年 1-2 月固投及主要分项投资增速及拉动力



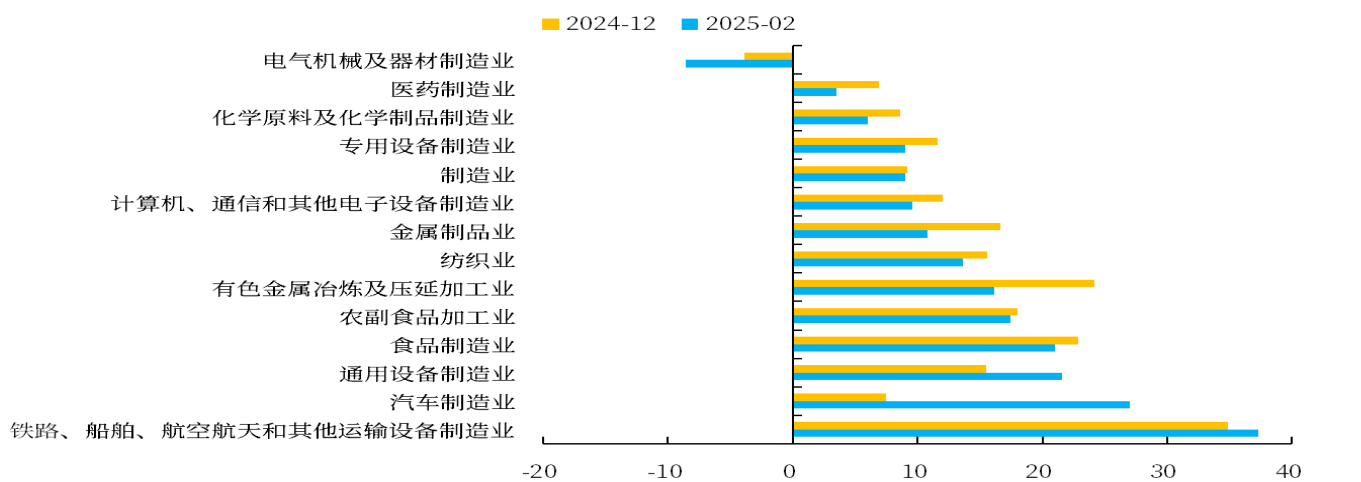
资料来源：wind，中航证券研究所

图6 固投及主要分项当月同比走势



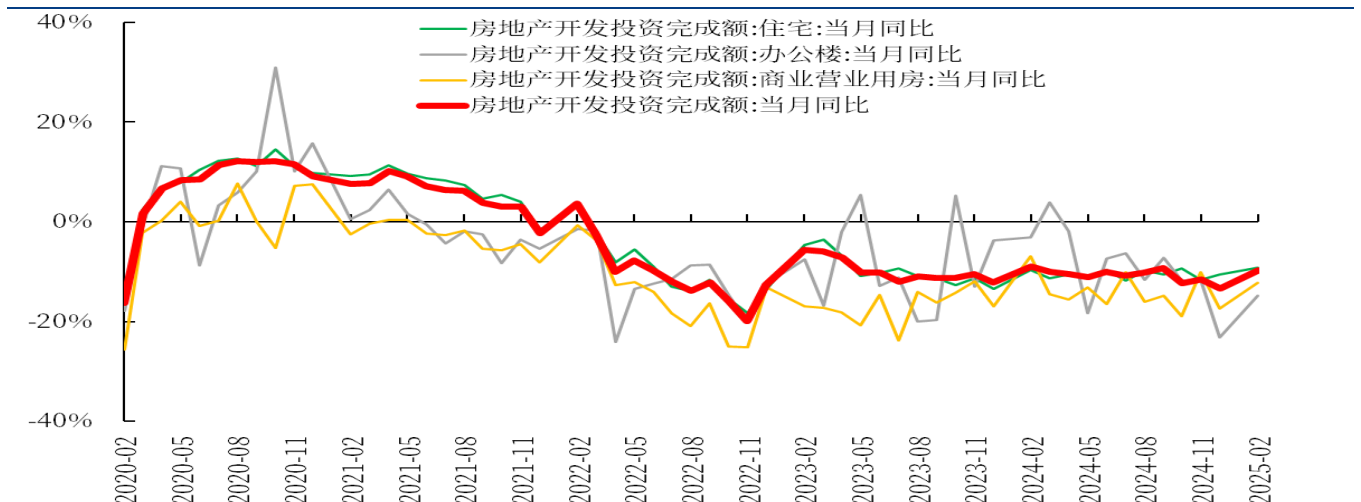
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图7 制造业分行业累计投资增速 (%)

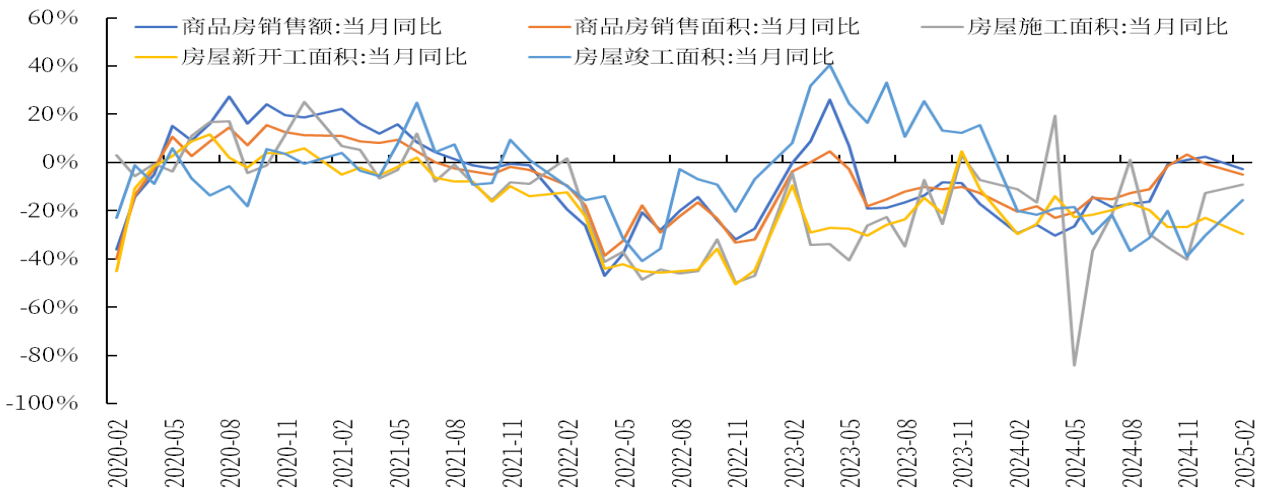


资料来源: wind, 中航证券研究所

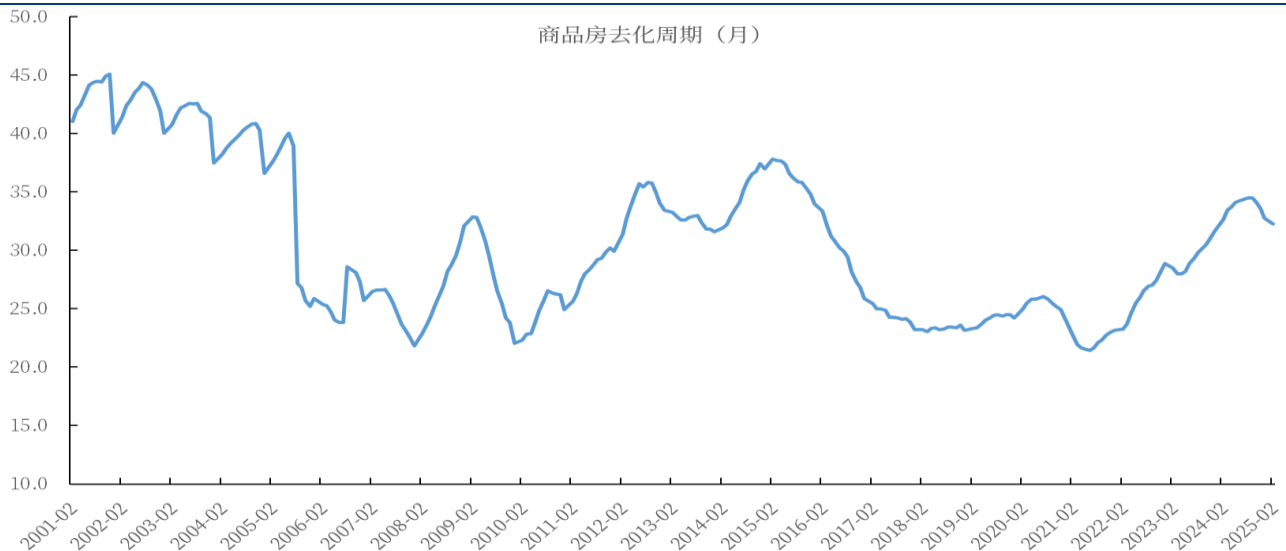
图8 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图9 房屋销售、施工及土地购置同比走势


资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图10 商品房去化周期走势


资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 去化周期=当前商品房库存面积/过去 12 个月月均商品房销售面积, 其中, 当前商品房库存包括已建成和在建的商品房)

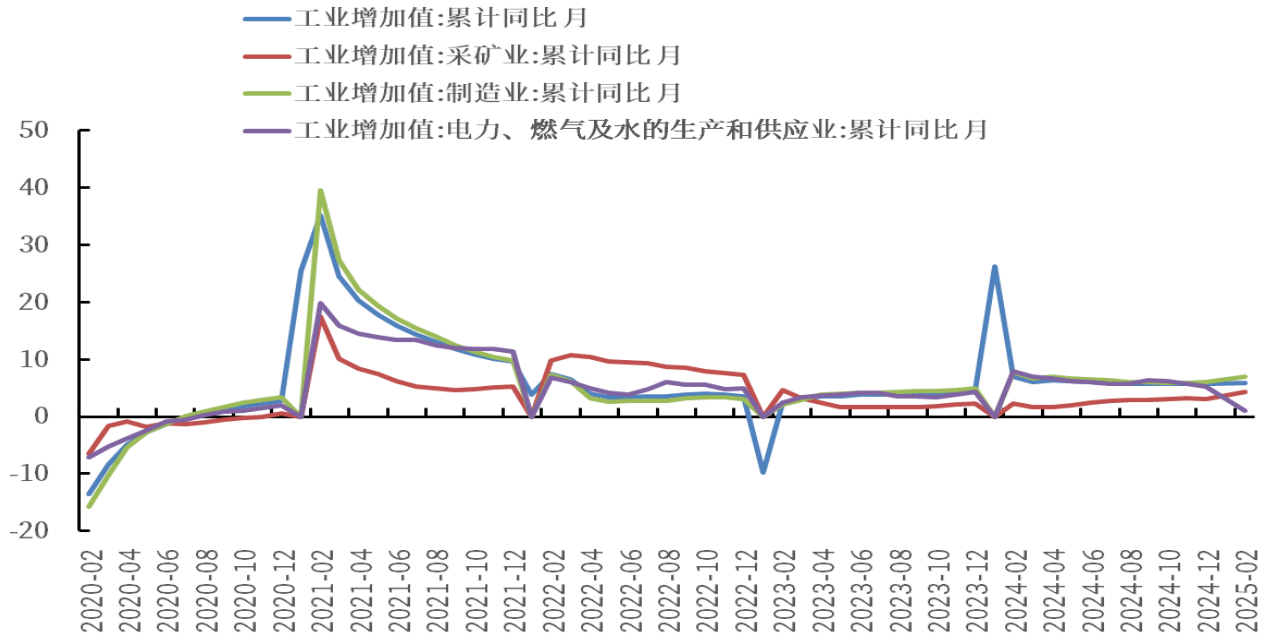
三、1-2 月工业增加值增速较去年全年略微抬升

2025 年 1-2 月规模以上工业增加值同比+5.9%，较去年全年略微提升 0.1PCTS。分三大门类看，1-2 月采矿业、制造业和公用事业增加值同比分别为+4.3%、+6.9%和+1.1%，中游制造业生产扩张更快，延续了去年的趋势。从子行业角度，6 月增加值增速高于总体工业增加值增速的行业主要是铁路船舶航空航天、汽车制造、电气机械、计算机、通信、电子等行业，行业的分布总体上体现出了我国财政政策稳内需、产业升级趋势以及去年底特朗普政府上台以来出口产业链“抢出口”的影响。

2024 年工业增加值同比为+5.8%，高于全年 GDP 增速，显示我国去年生产的扩张领先经济的整体需求扩张。今年整体的宏观政策更加注重需求，生产持续强于需求的状况有望得到一定缓解，供需将更加平衡。尽管在特朗普政府掀起的新一轮“加关税”之

下，出口产业链的生产有较大可能受到影响，但在强力稳内需政策支撑下，工业生产大概率仍将保持韧性。

图11 工业增加值分门类累计同比 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕洪, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637