

宏观热点

经济延续复苏趋势，关注二季度经济韧性

潘响（投资咨询证号：Z0021448）
投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号
2025年4月18日

摘要

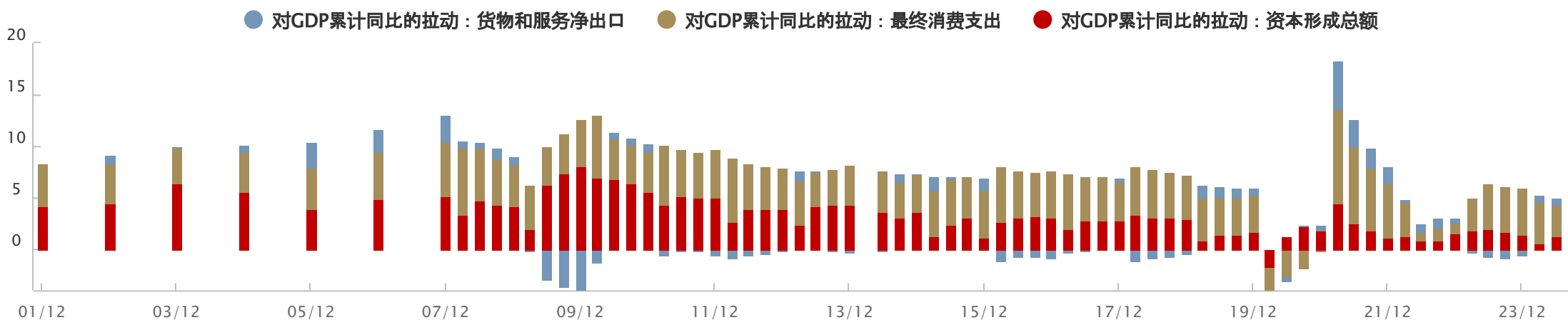
一季度经济迎来“开门红”，这一成果在很大程度上得益于短期政策红利的释放以及出口的强劲冲刺。然而，数据的改善并不能完全掩盖经济当前所面临的负向循环困境。当然，经济循环也确实呈现出一定的边际改善趋势。在二季度关税压力逐渐显现的背景下，我们需要重点关注以下几个关键问题：一是经济循环的改善态势能否得以持续；二是内需能否有效对冲出口所受到的冲击；三是增量政策何时能够落地，其具体发力方向又将如何；四是财政支出能否尽快转化为实物工作量，财政收入能否保持稳定增长；五是房地产销售能否实现边际好转。

正文：

一季度经济数据正式出炉，总体延续了1—2月的良好发展态势，经济开局迎来“开门红”。2025年一季度，我国实际GDP同比增长5.4%，不仅高于市场预期的5.0%—5.2%区间，还与2024年四季度持平，展现出稳健的增长势头。

亮眼的经济数据背后，是出口的强劲韧性以及政策的积极作为。在抢出口效应的有力推动下，一季度货物和服务净出口对GDP累计同比的拉动达到了2.1%；以旧换新政策的实施，有效激发了消费活力，使最终消费支出对GDP累计同比的拉动达到2.8%；财政支出的持续加码，也为经济增长提供了有力支撑，资本形成总额对GDP累计同比的拉动为0.5%。

历年三驾马车对GDP拉动情况

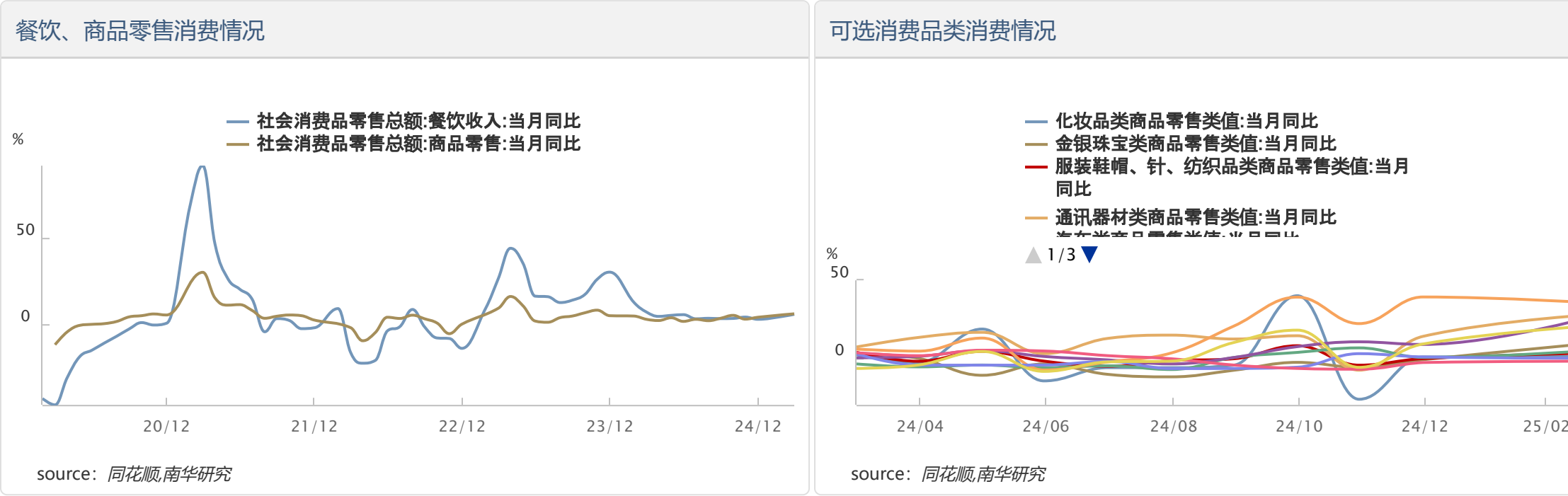


source: 同花顺, 南华研究

总体而言，一季度经济实现“开门红”，主要得益于短期政策红利的释放以及出口的强劲冲刺。以下是对相关情况的具体分析：

1、居民消费改善明显

从一季度消费对GDP的拉动分项以及3月的社零数据来看，居民消费呈现出显著的复苏态势。3月社会消费品零售总额累计同比增长4.6%，较上月提升了0.6个百分点。从社零的结构性数据进一步分析，3月商品零售消费当月同比增长5.9%，其中可选消费品领域表现尤为突出。家用电器和音像器材类、家具类、通讯器材类以及汽车类等商品零售消费均实现了明显好转。这一积极变化在很大程度上得益于以旧换新政策的有力支撑，有效激发了居民的消费意愿。与此同时，3月餐饮收入当月同比增长5.6%，较上月提高了1.3个百分点。在消费券发放以及假期效应的双重带动下，服务消费增速实现了同比显著回升。



展望未来，以旧换新政策仍将是推动消费增长的关键力量之一。目前，该政策的积极效果正在逐步显现，为消费市场的复苏注入了强大动力。在政策的有力支持下，消费市场正稳步回暖，展现出良好的发展态势。

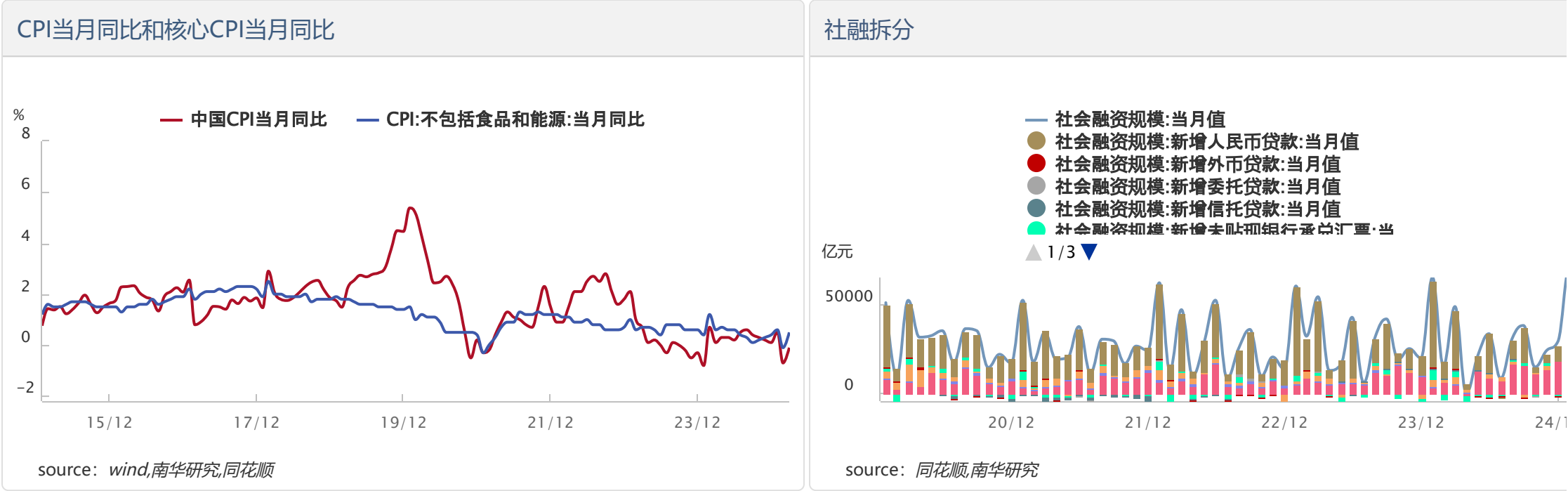
在此背景下，内需有望成为我们当下对冲出口波动的重要支撑力量。随着国内消费市场的持续升温，内需的稳定增长将为经济的平稳运行提供坚实保障，进一步增强经济的韧性和活力。

2、基建投资仍是重要支撑项

3月我国固定资产投资完成额累计同比增长4.2%，较上月提升0.1个百分点。从投资结构来看，各领域表现各有不同。在设备更新政策的有力支撑下，制造业投资保持了平稳增长态势。3月累计同比增长9.1%，较上月提升0.1个百分点，显示出制造业在政策引导下转型升级的积极成效。作为支撑固定资产投资的重要力量，基建投资在财政支出进度加快的推动下，表现尤为亮眼。3月累计同比增长11.5%，较上月大幅上涨1.55个百分点。基建投资的快速增长，不仅为经济增长提供了有力支撑，也为后续发展奠定了坚实基础。房地产投资仍是当前的主要拖累项，3月累计同比下降9.9%，降幅较上月扩大0.1个百分点。房地产市场的持续低迷，对整体投资增长形成了一定的制约。

尽管固定资产投资整体增速表现良好，但我们仍需关注一些潜在问题。民间固定资产投资完成额累计同比增速仍然相对偏弱，3月累计同比增长仅为0.4%，较上月提升0.4个百分点。房地产销售市场边际走

弱，房地产投资在未来仍可能继续拖累整体投资增长。从投资主体来看，当前的投资增长主要依赖政府部门的发力，企业部门的投资意愿仍相对偏弱。



3、抢出口带动出口增速增长

3月我国按美元计价的出口同比增长12.4%，较上月大幅增长15.4个百分点，显著超出市场预期。这一超预期表现主要得益于去年低基数效应以及抢出口效应的双重推动。2024年3月出口同比增速为-7.6%，较低的基数为2025年同比增速的提升提供了有力支撑。剔除基数效应后，两年复合增速为1.90%，反映出实际出口增长动能有所放缓。值得注意的是，美国计划加征“对等关税”的消息促使部分国内企业加快出口步伐，从而推动3月对美出口金额累计同比增速达到4.5%，较上月提升2.2个百分点。

展望未来，受美国加征对等关税影响，4月出口增速可能在一定程度上出现边际下行。然而，短期内出口的韧性仍有望保持。未来，我们仍需密切关注中美贸易战的进展，以及我国对东盟及新兴市场的出口增长潜力。这将对我国出口的稳定与可持续发展起到关键作用。

主要国家及地区出口金额累计同比(%)

时间	主要国家及地区出口金额累计同比(%)								
	美国	欧盟	东盟	日本	韩国	中国香港	中国台湾	澳大利亚	俄罗斯
2025-03	4.50	3.70	8.10	2.80	-1.70	8.30	8.30	-4.60	-6.30
2025-02	2.30	0.60	5.70	0.70	-2.60	7.70	8.40	-4.80	-10.90
2025-01	12.40	11.10	4.10	1.00	-2.10	-13.90	-6.20	6.70	-0.50
2024-12	4.90	3.00	12.00	-3.50	-1.80	6.20	9.80	-4.20	4.10
2024-11	3.90	2.40	11.20	-3.40	-2.40	7.80	9.40	-3.40	4.00
2024-10	3.30	1.90	10.80	-4.40	-2.40	9.10	9.80	-3.80	4.70
2024-09	2.80	0.90	10.20	-5.70	-3.20	9.80	10.60	-4.60	2.40
2024-08	2.80	0.70	10.60	-5.50	-2.40	10.40	12.40	-4.40	0.40
2024-07	2.40	-1.10	10.80	-6.30	-3.10	10.70	13.30	-4.50	-1.10
2024-06	1.50	-2.60	10.70	-6.30	-3.70	10.60	11.60	-4.90	-0.80
2024-05	0.20	-3.90	9.70	-7.70	-5.30	10.80	8.50	-6.20	-1.80

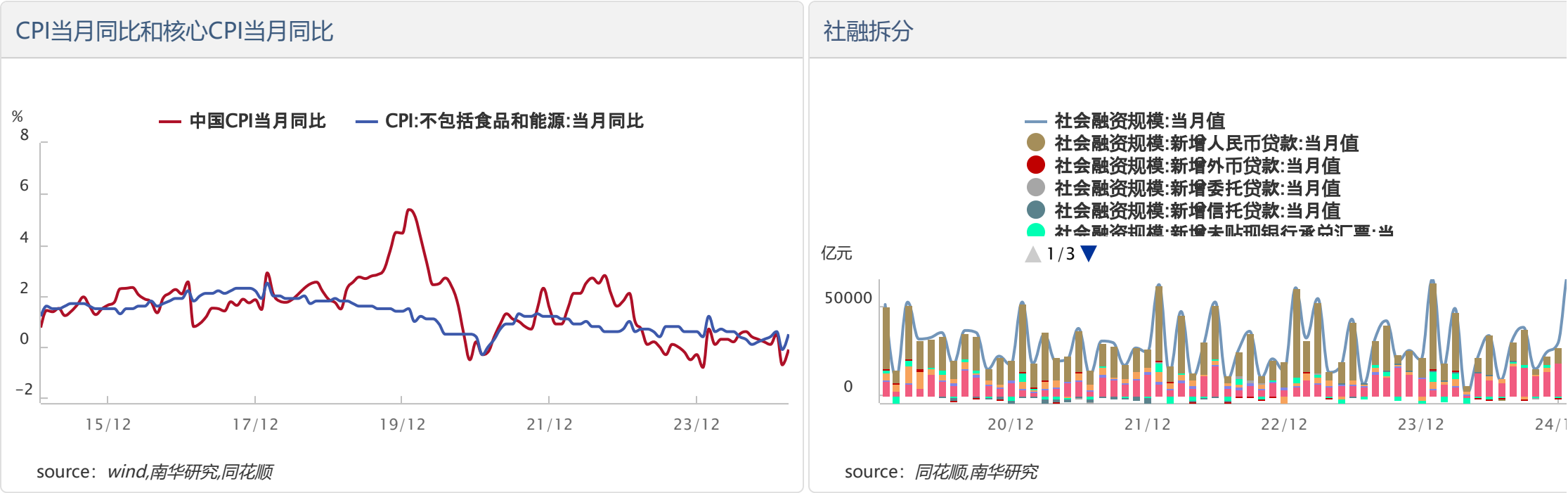
source: Wind,南华研究

4、当前经济循环正在改善

尽管从当下的物价指数和金融数据来看，居民、企业和政府似乎仍处于一定的负向循环之中，例如CPI同比仍为负值，核心CPI同比也处于历史低位，但开年一季度的经济数据已经展现出经济开局的良好态

势。企业与居民之间的负向循环出现了明显的边际改善趋势，同时政府政策也在靠前发力，积极助力经济修复。

然而，未来经济负向循环的改善高度以及持续性仍存在不确定性。在后续经济数据的公布中，价格层面的数据或许比量层面的数据更具指示性。因此，我们仍需持续关注物价指数的走势，以更准确地判断经济循环的改善进程和潜在风险。



5、站在当下时点，我们要关注什么？

当前，政策的有力推动使得一季度经济实现了超预期增长，然而，特朗普政府的对等关税政策又给二季度经济带来了一定的压力。在这种复杂形势下，二季度经济走势究竟如何？我们又该重点关注哪些方面呢？

1) 关注经济循环改善是否能持续

在前文中，我们已经提到经济循环已经出现了边际改善的积极迹象。我们强调，物价指数数据是需要重点关注的指标。一旦物价指数出现趋势性回升，居民的有效需求得到根本性改善，那么我们或许已经临近第二个转向拐点。

2) 关注内需能否对冲出口冲击

从一季度经济数据来看，消费增速表现强劲，潜力巨大。然而，在对等关税的冲击下，原本依赖出口的商品供给需要转向国内市场。因此，我们需要密切关注在政策刺激下，内需能否有效对冲出口对经济的冲击，从而保持经济的稳步增长，确保实现全年经济增速目标。

3) 关注增量政策何时落地，具体发力方向如何

目前，市场对增量政策的关注度极高。从决策层的表述来看，今年政策的力度是值得期待的。在当前关税冲击的背景下，出台增量政策显得尤为必要。然而，关键在于：增量政策究竟何时能够落地？其具体的发力方向又将如何？

总体而言，在一季度经济数据表现强劲以及特朗普政府关税政策有所缓和的情况下，增量政策出台的紧迫性有所降低。下一个重要的观测时间点可能是月底的政治局会议。从目前的形势来看，增量政策的具体发力方向仍将是提振消费，但在细分领域上，可能会更多地聚焦于服务消费方向。

提振消费专项行动方案

城乡居民增收促进行动

消费能力保障支持行动

服务消费提质惠民行动

大宗消费更新升级行动

消费品质提升行动

消费环境改善提升行动

限制措施清理优化行动

完善支持政策

4) 关注财政支出能否尽快形成实物工作量，财政收入能否跟上

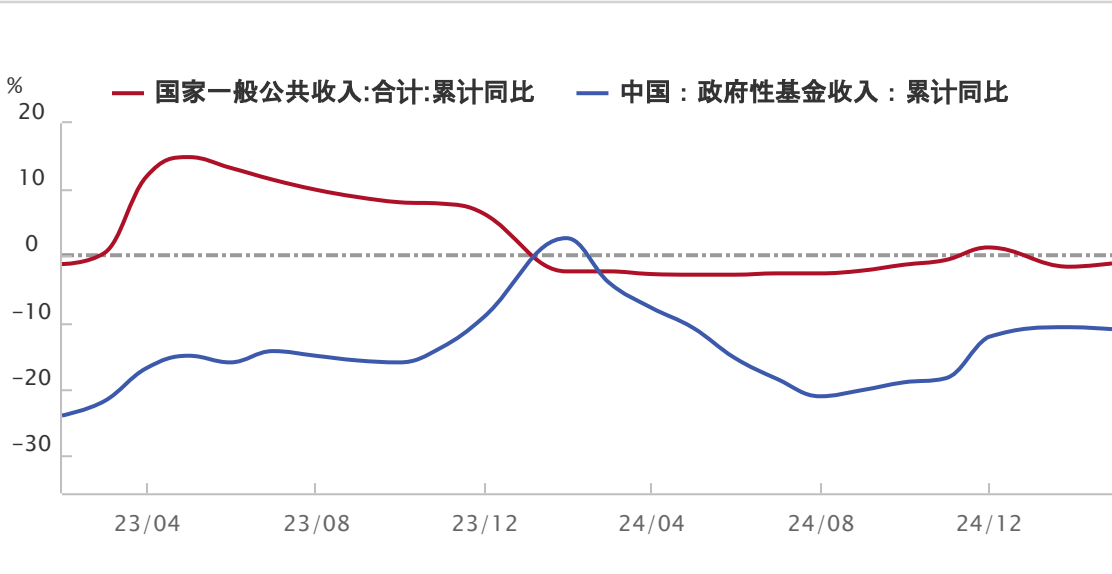
一季度经济数据的亮眼表现，离不开财政政策的有力支撑。然而，进入二季度，随着经济压力有所增加，财政政策能否持续靠前发力、能否尽快将资金转化为实际的实物工作量，将成为支撑二季度经济增长的关键因素。只有确保资金高效落地，才能为经济增长提供坚实保障。

与此同时，我们也不能忽视财政收入层面所面临的压力。从目前的情况来看，一般公共预算收入的累计同比增速较去年底有所下降，而政府性基金收入的降幅虽有所收窄，但整体财政预算收入的实际增速仍明显低于预期。如果后期财政收入持续低迷，财政支出增速可能会再次面临与去年类似的困境，进而影响整体经济的稳定发展。

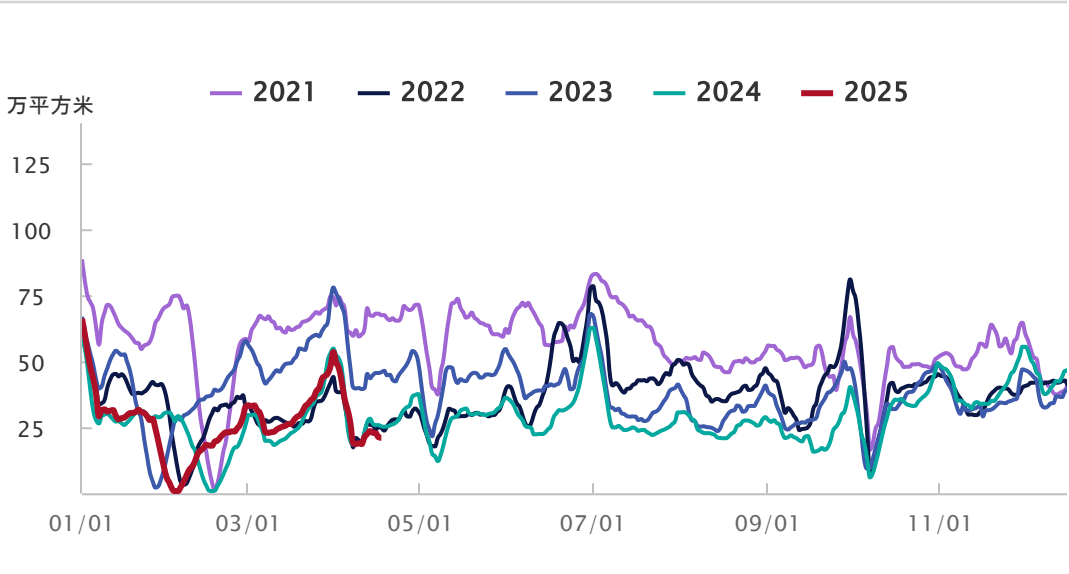
5) 关注房地产销售能否边际好转

房地产作为经济的重要支柱领域，其市场表现对整体经济有着深远影响。当前，房地产投资依然是经济面临的主要拖累因素之一。房地产销售市场目前仍处于近五年来的相对低位，且销售好转趋势较前期有所放缓。 房地产市场的稳定不仅关系到投资的复苏，更对消费市场的活跃度有着重要影响。因此，我们仍需密切关注后续房地产销售数据的变化，尤其是边际改善的迹象。

一般公共预算收入和政府性基金收入累计同比情况



30大中城市商品房成交面积情况



免责声明

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。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。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。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。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。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093

南华期货APP



南华期货公众号



南华点金公众号



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富