

新老经济共同推动一季度经济回升--2025

年3月经济数据解读



走势评级： 股指：震荡
报告日期： 2025年04月17日

★2025年3月经济数据解读：

- 1、今年一季度GDP增长超预期，但基数效应扰动也不可忽视，我们认为季调环比数据或同比数据更能反映真实的经济增长节奏。政策呵护的必要性和紧迫性在二季度依然存在。
- 2、今年一季度CPI和PPI均同比负增，国内通缩压力延续。与现实体感关联度更高的名义GDP增速仅录得4.59%，低于去年四季度的4.62%。
- 3、中国产业转型持续推动，新老经济共振走强。3月份出口高增以及高技术产业发展共同拉动工增回升。
- 4、消费端出现积极变化，服务消费增速扩张，呈现供需两旺态势。
- 5、投资端延续前期态势。财政发力带动广义基建回升，房地产方面投资和销售分化，投资回落、销售小幅企稳。

★投资建议

客观来看虽然国内一季度经济修复超预期，但“量”持续增长难掩“价”持续回落的困境。外需下降冲击国内出口链，后续政策对冲的紧迫性，并不因本次较好的数据而减轻。二季度的变数在于，一是特朗普对全球对等关税政策暂缓90天，是否会给中国外贸部门留下转口贸易的回转余地；二是中美谈判进展是否能有效推进；三是国内政策对冲的发力点如何确定，是在供给侧还是需求侧发力。这些变数仍待观察，预计4月底政治局会议或将水落石出。对于权益市场而言，海外关税以及地缘风险依然处于高位、A股估值水平维持在不高不低的尴尬位置、国家队等资金托而不举等，三因素因素叠加造成市场缩量震荡。我们仍建议谨慎对待，大盘蓝筹股指IF仍有相对优势。

★风险提示：

中美贸易战升级。

王培丞 高级分析师（股指）
从业资格号： F03093911
投资咨询号： Z0017305
Tel: 8621-63325888
Email: peicheng.wang@orientfutures.com



扫描二维码，微信关注“东证繁微”小程序

4月16日，国家统计局发布了2025年3月经济数据，对此我们做如下解读。

1、基数扰动影响大，3月经济数据参差不齐

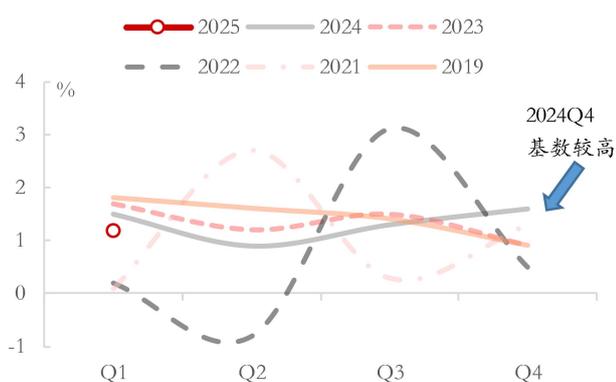
如何评判一季度修复态势？我们认为解读这份数据时不可忽视基数扰动。

一方面从季度对比看，今年一季度GDP环比增速1.2%，略低于近五年同期均值，但同比增速却高达5.4%，或与去年四季度GDP强劲修复录得高基数有关。去年9/24开始国内进行新一轮经济刺激，供需两端均有所走强，当季GDP环比增速高达1.6%，超出历史季节性均值，因此形成了高基数进而压低了今年一季度的环比数据。

另一方面从月度对比看，工增、社零、固定资产投资在3月份的环比增速分别录得0.44%、0.58%、0.15%，均不及季节性均值。考虑到今年2月份春节的长尾效应明显（国内复工节奏偏慢，就业人员工作时长大幅下降至平均47.1小时/周），因此我们认为今年2月份实质上形成了低基数，那么3月季调环比增速偏低或暗示3月份实际修复斜率保持温和，而不至于激进。然而上述指标的同比增速回升幅度均大超市场预期，我们认为或与去年三月基数小幅走弱有关。去年3月份工增、社零、固投当月同比分别为4.5%，3.1%，4.8%，较去年2月的边际变化分别为-2.5%、-2.4%、+0.6%。

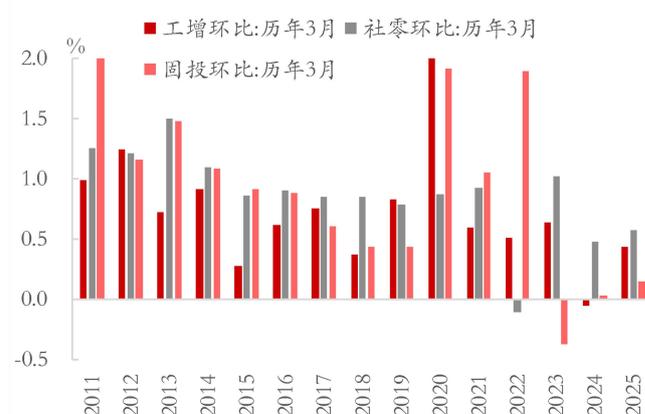
因此综合考量，今年一季度经济修复是较为扎实的，但环比数据或对应了更真实的经济增长节奏。政策呵护的必要性和紧迫性在二季度依然存在。

图表 1：季节性调整后的 GDP 季度环比增速



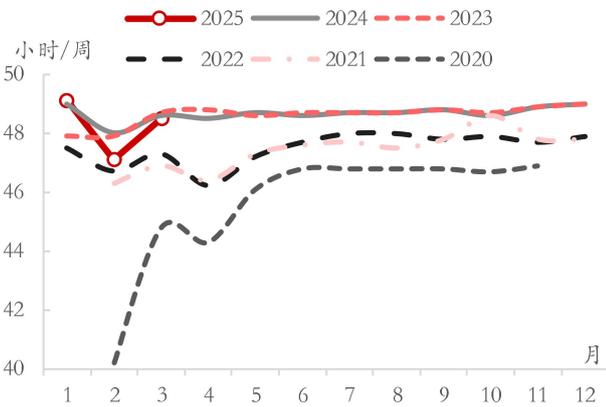
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（2020年波动大未展示）

图表 2：工增、社零、固投三项数据的历史环比增速



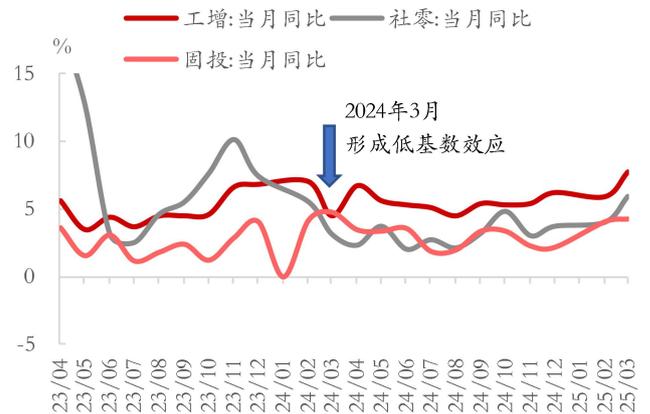
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 3: 就业人员周度平均工作时长



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 4: 工增、社零、固投三项数据当月同比增速



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

2、一季度 GDP 实际增长强劲，但名义增长依旧偏弱

今年一季度 CPI 和 PPI 均同比负增，国内通缩压力延续。因此虽然实际 GDP 增速达到 5.4%，与去年四季度持平，但与现实体感关联度更高的名义 GDP 增速仅录得 4.59%，低于去年四季度的 4.62%。

一季度工业产能利用率录得 74.1%，较去年四季度回落 2.1%，和近五年同期相比也仅高于 2024 年和受疫情干扰的 2020 年，表明产能过剩仍有待化解。主要行业中仅油气开采、化纤制造、黑色加工产能利用率小幅上升。

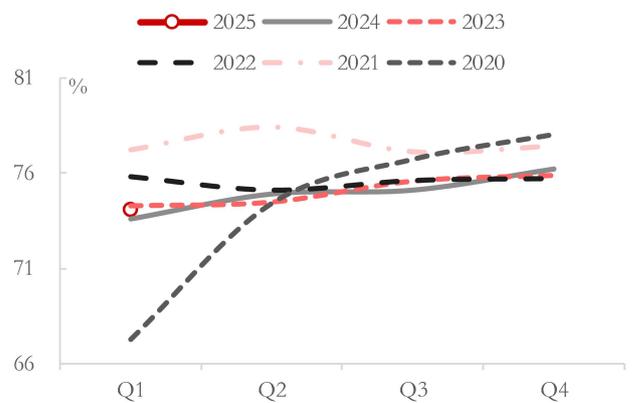
在 4 月份美国掀起对华关税战之后，此前外需消化的产能或将部分转移至国内，将更加重供给过剩的局面。新一轮扩大内需、供给侧改革在两会后逐渐推进，部分行业或有消化，但多数行业仍要经历一段调整期。

图表 5: 名义与实际 GDP 同比增长趋势



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 6: 工业产能利用率季节性趋势

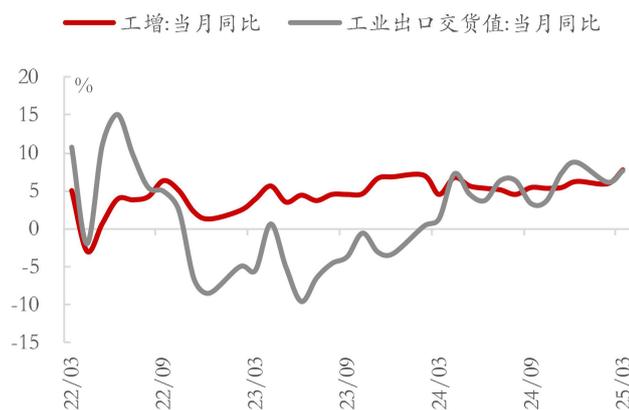


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

3、工业方面，3月新老经济共同发力

今年三月中国以美元计价的出口增速回升至12.4%，工业出口销售额同比增长也达到7.7%，对工业生产形成支撑。同时，代表新经济的高技术制造业增加值同比增速回升至10.7%。中国产业转型持续推动，新老经济共振走强。另一方面，采矿业和公用事业的同比回升，主因基数效应影响。

图表 7：工业增加值与工业出口增速趋势上行



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 8：高技术制造业拉动工增走强



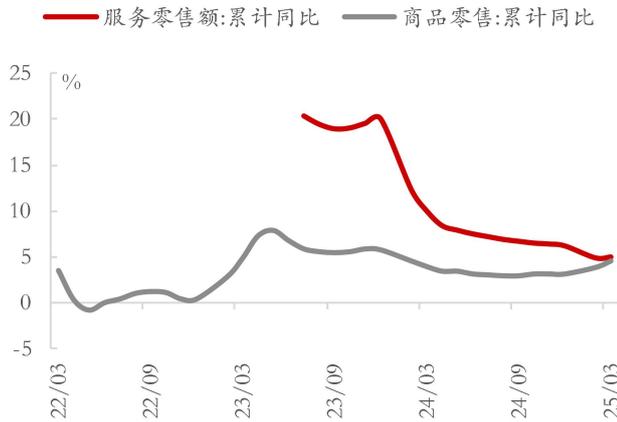
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4、消费方面，3月服务消费供需两旺

3月社零增速回升至5.9%，近一年来首次站上5%关口。从结构上看，商品消费和服务消费均明显扩张，二者增速分别录得5.6%和5.9%。商品中，家电、家具、汽车改善明显。与以旧换新补贴扩大和地产销售回暖有关。我们认为3月份更重要的变化在于服务消费。需求方面，前三月服务消费额累计同比增5%，较上月回升0.1%，结束了该指标连续1年增速收窄的态势；供给方面，3月服务业生产指数同比增长6.3%，其中信息技术服务业、租赁和商务服务业等生产性服务业持续回升，住宿和餐饮业增长达到6%，实现高于总体水平的增长。

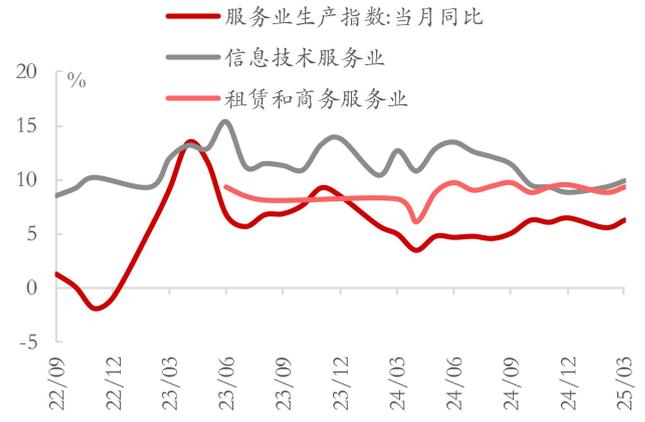
扩大服务消费是今年国内扩内需促消费的主要抓手。除了需求端的居民收入增长外，中国在服务消费供给端也存在短板，例如养老、托育、健康等领域仍有待加强。随着贸易战进入白热化阶段，中美之间超过100%的关税也造成进一步扩大内需将成为政策面对冲压力的首选。

图表 9：3月服务消费与商品消费增速双双扩张



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 10：3月典型服务业供给稳步扩张



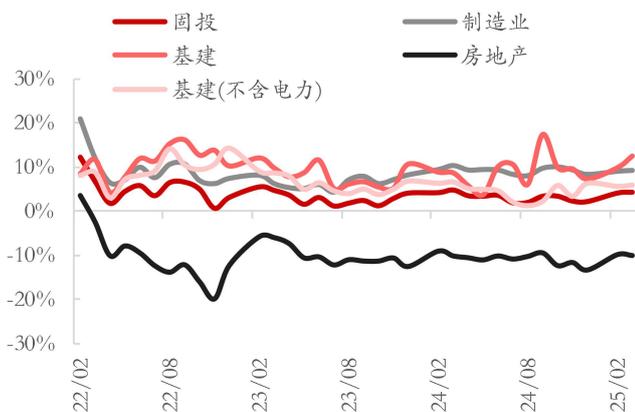
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

5、投资方面，延续分化特征，制造业和基建较好，房地产较差

3月固定资产投资增速录得4.3%，较前值回升0.2个百分点。分大类看，制造业、广义基建、房地产投资增速分别为9.2%、12.6%、-10%，较上月分别变化0.2%、2.6%、-0.2%。广义基建成为最大拉动项，而房地产投资仍在寻底。

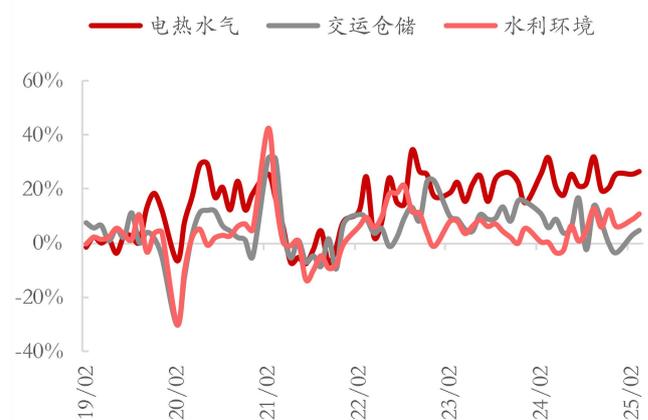
广义基建三大行业中看，电力公用事业投资增速26.4%，交通运输业增速4.7%、水利环境业增速10.7%。基建投资的分化我们在前期报告中有详细描述，中央主导的电力投资和以内河航运为代表的水利投资是今年重中之重，而传导的地方主导的交运投资和公共设施投资在存量资本积累较高的情况下，其投资增速或将长期低于前两者。

图表 11：固定资产投资和三大分项当月增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 12：基建三大行业增速持续分化

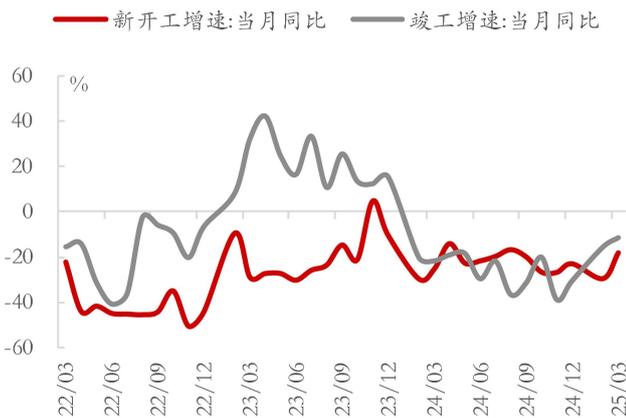


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

房地产方面，投资端和销售端均有改善。投资方面，3月新开工增速、竣工增速当月同比分别为-18.1%、-11.5%，分别较上月跌幅收窄11.5%、4.1%。销售方面，3月房地产销售面积同比-0.9%，-1.6%。销售面积基本实现止跌。房价方面，3月份70大中城市一手房和二手房价格同比-5%、-7.3%，环比分别为-0.1%、-0.2%，均未能实现止跌。当前房地产销售仍在以价换量。房企资金方面，依托于信贷放量，3月资金来源同比跌幅修复至-3.9%，并且销售活化带动个人按揭贷款一项同比增长0.3%，实现由负转正。

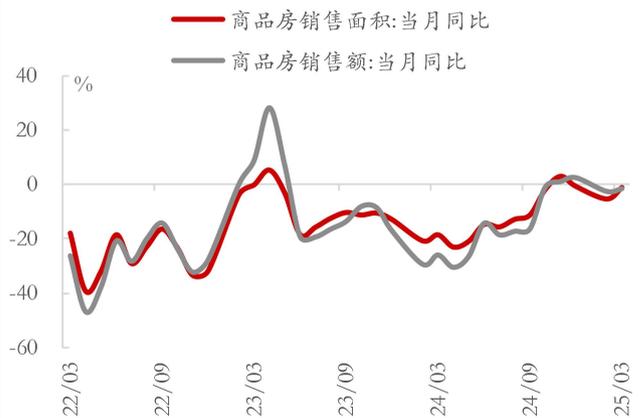
4月15日，国务院总理李强在北京调研。调研强调要落实好各项相关政策，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权，并及时研究推出新的支持措施。要深入推进城市更新，加力实施城中村和危旧房改造，通过多种方式盘活存量、优化增量。4月底政治局会议或出台加大财政资金支持地方收储的相关政策，在面对关税冲击下进一步推动房地产止跌回稳。

图表 13: 地产新开工和竣工跌幅收窄



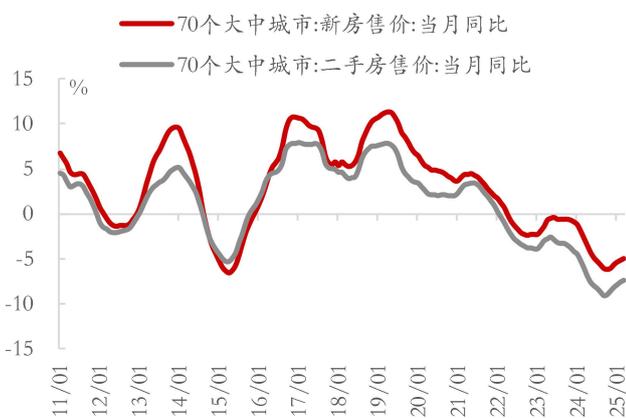
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 14: 房地产销售面积基本回升至零增长附近



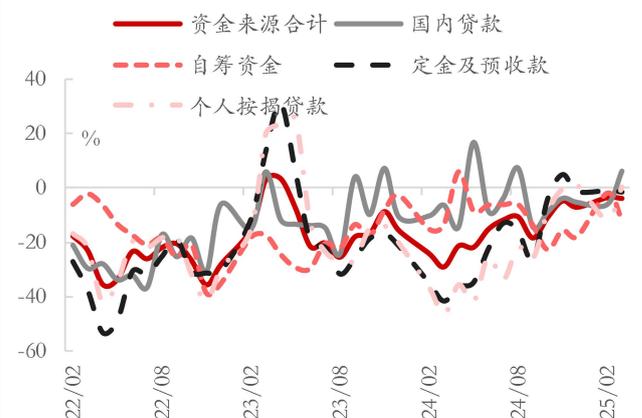
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 15: 70 大中城市一手房和二手房价格跌幅收窄



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 16: 房企资金来源中贷款大幅增加



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

6、投资建议

一季度经济增速偏高，为托举全年经济增长提供了助力。但二季度的宏观形势与一季度截然不同，主要在于美国对全球发起大规模关税战。目前中美两国关税税率已超100%，在此种水平下，两国商品已无市场接受可能性。因此，客观来看虽然国内一季度经济修复超预期，但“量”持续增长难掩“价”持续回落的困境，外需下降冲击国内出口链。后续政策对冲的紧迫性，并不因本次较好的数据而减轻。二季度的变数在于，一是特朗普对全球对等关税政策暂缓90天，是否会给中国外贸部门留下转口贸易的回转余地；二是中美谈判进展是否能够有效推进；三是国内政策对冲的发力点如何确定，是在供给侧还是需求侧发力。这些变数仍待观察，预计4月底政治局会议或将水落石出。对于权益市场而言，海外关税以及地缘风险依然处于高位，A股估值水平维持在不高不低的尴尬位置，国家队等资金托而不举等因素叠加，造成市场缩量震荡。我们仍建议谨慎对待，大盘蓝筹股指IF仍有优势。

7、风险提示

中美贸易战升级。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际(新加坡)私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持以金融科技助力衍生品发展为主线,通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力,坚持市场化、国际化、集团化发展方向,朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com