

新老经济分化--2025 年 1-2 月经济数据解读



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

股指: 震荡

报告日期:

2025 年 03 月 17 日

★2025 年 1-2 月经济数据解读:

1、前两个月经济呈现宽口径修复态势。1-2 月工业增加值累计增速 5.9%，服务业生产指数累计增速 5.6%。固定资产投资累计增速 4.1%，社零累计增速 4%。各项指标均高于 2024 全年增速。

2、对于经济的支撑，供给端仍强于需求端。供给端工业和服务业产出增速均回升至 5% 以上，而需求端投资和消费的实际增速约为 6.3% 和 4.1%，消费增速低于 5%，消费回暖幅度仍有欠缺。

3、经济结构转型中，新经济的牵引作用越来越大。高技术制造业增加值累计增长 9.1%，超过工业整体。服务业中，信息技术服务业产出增速高达 9.3%，同样超过服务业整体。

4、政府债靠前发行主导基建投资高增长，其中电力公用和水利投资好于传统的交通运输业。但房地产投资和销售均较为低迷。

5、消费复苏喜忧参半。以旧换新对商品消费的拉动力依然明显。但在文旅和观影火热的态势下，服务消费增长趋势呈现放缓。

★投资建议

国内经济修复体现出鲜明的政策色彩和产业升级特征。新质生产力建设对供给端的拉动仍将较为强劲。而需求侧的弹性空间仍有待释放，且相较于“量”能否扩张，“价”的增长趋势更为重要。前两个月中国通胀转弱，对企业盈利的前瞻引导偏负面。展望下一阶段，财政发力应仍是较为清晰的路径，而私营部门的扩张或仍需要更多时间“固本培元”。此外新质生产力对于传统行业的塑造，也将因技术进步而压低成本和物价。国内通胀形势或较长时间运行在偏弱水平。我们维持对企业盈利改善不宜高估的判断。对于股市而言，乐观情绪掩盖的估值压力或将随着财报季而逐渐显现。建议股指均衡配置或适当止盈。

★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

重要事项: 本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我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。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交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

3月17日，国家统计局发布了2025年1-2月经济数据，对此我们做如下解读。

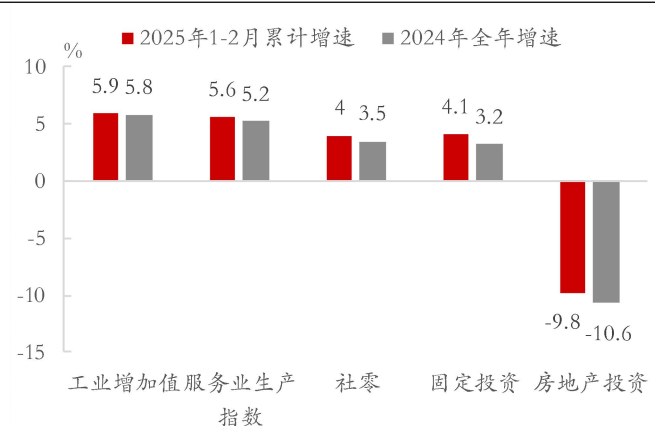
1、前两月总览：经济宽口径修复

由于前2个月的宏观经济数据口径为合并计算，因此我们使用各指标前两个月的累计增速和2024年全年增速作对比来衡量经济修复态势。

中国1-2月工业增加值累计同比增长5.9%，预期5.3%，2024全年为5.8%。1-2月服务业生产指数累计同比5.6%，2024全年为5.2%。1-2月固定资产投资累计同比4.1%，预期3.6%，2024全年为3.2%。1-2月房地产投资累计-9.8%，预期-9.68%，2024全年为-10.6%。1-2月社零同比增长4%，预期4%，2024全年为3.5%。与此同时，城镇调查失业率前两个月平均为5.3%，低于季节性平均水平，国内就业形势保持平稳。

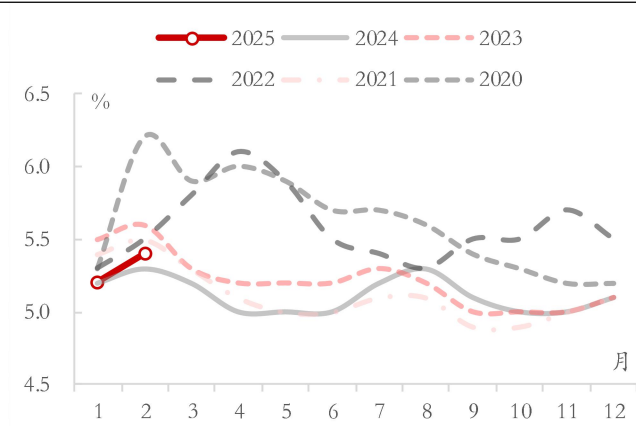
总体上看，多项经济指标超出市场预期，且相较于2024年均出现改善，反映一揽子增量政策的持续发力为现实经济修复提供了连贯性。

图表 1：各项经济指标 2025 年增速与 2024 年对比



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2：城镇调查失业率季节性趋势

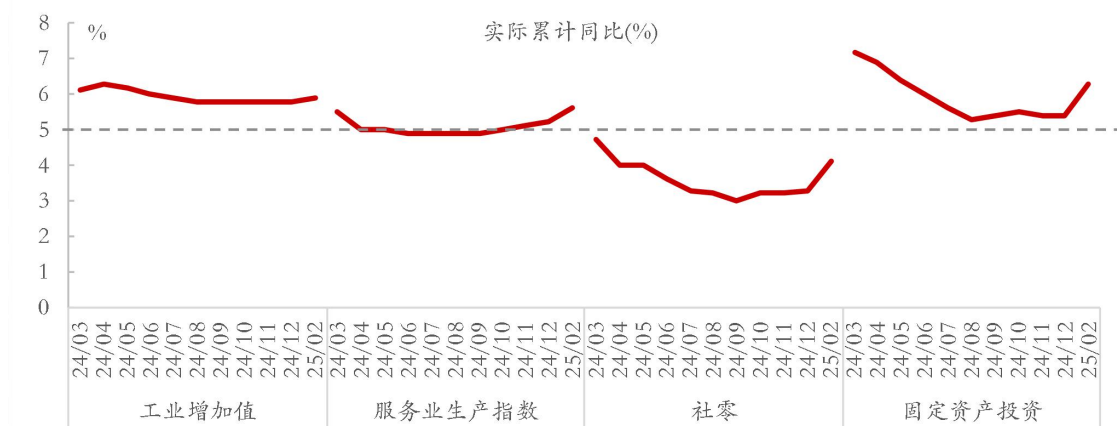


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2、供给端对经济的支撑仍强于需求端

从对于经济的支撑来看，供给端仍强于需求端。供给端方面，工业和服务业产出增速分别均回升至5%以上，分别录得5.9%和5.6%。需求端方面，固定资产投资和社零的名义增速分别录得4%和4.1%，均在4%左右。若用二者分别扣减掉PPI和CPI等物价影响来计算实际增速，则前两月投资和消费的实际增速约为6.3%和4.1%，投资强于消费。从实现GDP增长5%这一目标看，消费的实际增速仍不足5%，对GDP增长仍有拖累。消费复苏的高度仍有待进一步巩固提振。

图表 3：各项经济指标近 12 个月累计实际增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（社零和固定资产投资分别用名义增速扣减 CPI、PPI 增速计算）

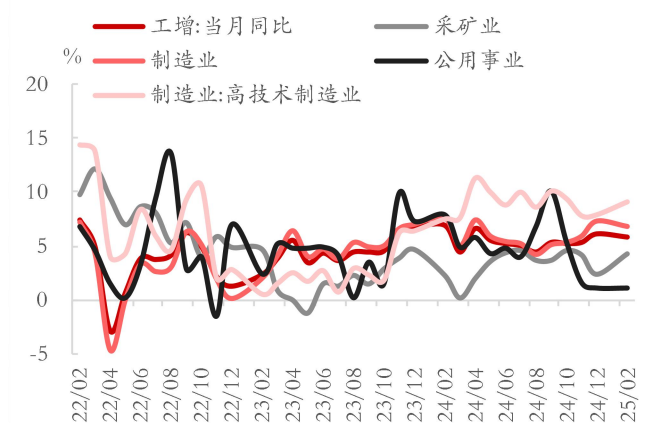
3、新老经济持续分化

前两月经济数据中体现出明显的在中国经济结构转型中新经济的牵引作用越来越大。

工业生产方面，采矿业、制造业、公用事业增速分别为 4.3%、6.9%、1.1%。制造业仍保持较高增速。其中高技术制造业增速高达 9.1%，比 2024 全年增速高 1.2 个百分点。根据国家统计局披露，前两月中国工业机器人、服务机器人、新能源汽车产量分别达到 9.1 万套、149 万套、181.7 万辆，分别同比增长 27%、35.7%、47.7%。智能化设备有力地支撑了工业增长。

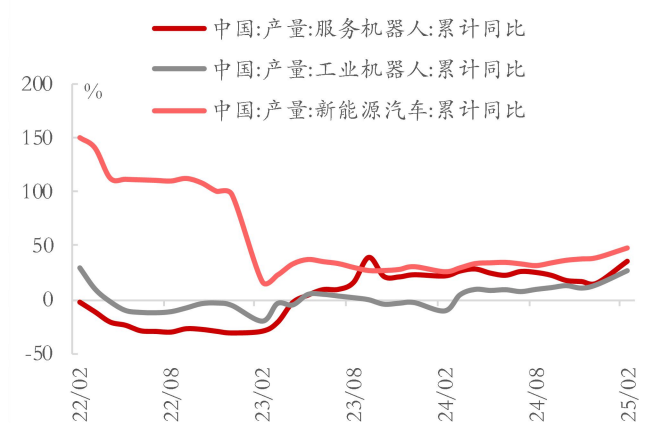
服务业生产方面，前两个月服务业生产指数同比增 5.6%，其中信息技术服务业、租赁和商务服务业等现代服务业增速分别达到 9.3%、8.8%，高于整体服务业增速，也高于金融业（增速 5.5%）、批发和零售业（增速 5.6%）等传统服务业。

图表 4：工业增加值分大类当月同比增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 5：高技术产品产量增速维持强势

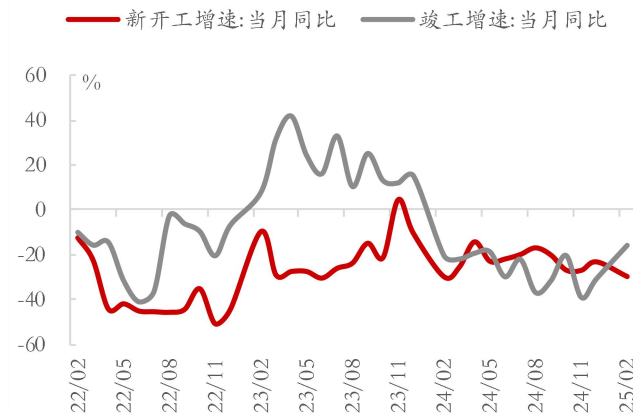


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

老经济方面，最典型的莫过于房地产投资和销售依旧低迷，即便在低基数下也表现出明显负增长。前两个月房地产投资增速-9.8%，其中新开工增速-29.6%，竣工增速-15.6%，竣工增速低位反弹但仍是两位数负值。销售端方面，前两个月商品房销售面积 10746 万平，同比增长-5.1%，销售额同比增长-2.6%。

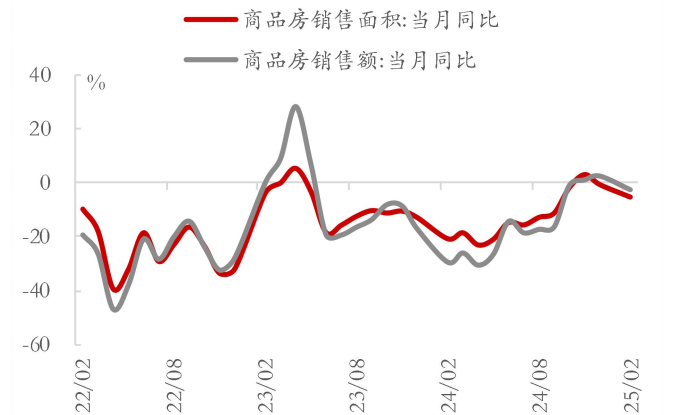
从房价看，一二三线城市中，仅一线城市的新房和二手房环比正增长，房价小幅止跌。而二线城市的二手房和三线城市的所有房地产均仍在下跌，房价的止跌回稳是不充分的。体现在居民中长贷上便是 2 月份再次缩表 1150 亿。2025 年以来，房地产市场的一些新变化如两会上提到要提高“好房子”的供给以满足改善性需求等表述，但二手房的挂牌量仍高以及房地产保交房进展的缓慢等困境交织在一起，使得二手房价格总体上仍在回落。房地产止跌回稳除了加大地方收储力度外，也要解决上述问题。

图表 6：房地产新开工和竣工增速仍在低位徘徊



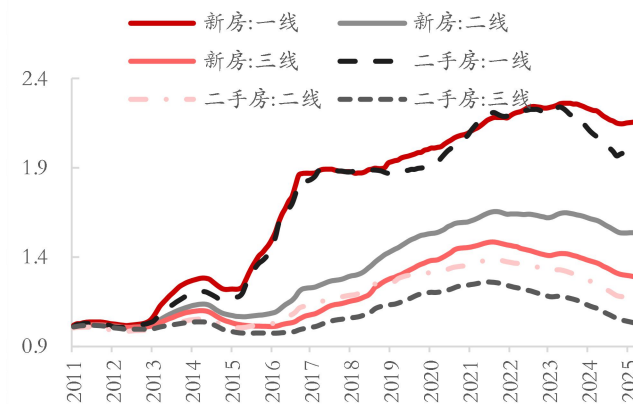
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 7：房地产销售仍为负增长



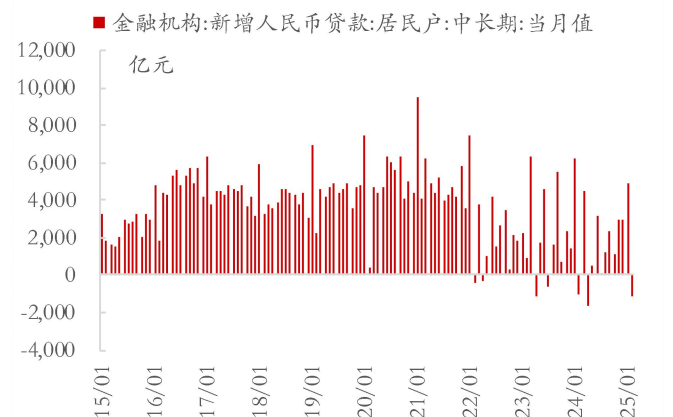
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 8：不同能级城市房价止跌回稳不均衡



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 9：居民中长贷在 2 月份再次缩表



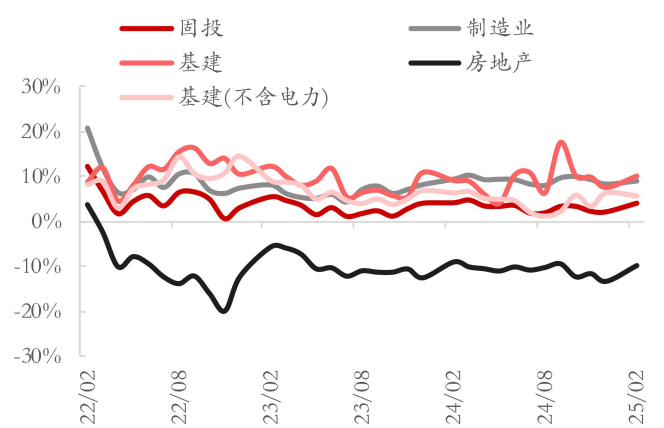
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4、政策主导投资增长超预期

前2月固定资产投资增速回升至4.1%，主要支撑力量源于基建。前2个月狭义基建投资增长5.6%，广义基建投资增速达到9.95%。从基建三大行业中看，电力公用事业投资增速25.4%，交通运输业增速2.7%、水利环境业增速8.5%。基建投资的分化我们在年度展望中有详细描述。除中央主导的电力等基础设施外，地方与中央在基建端的投资重点也逐渐从公路铁路等交运业转向水利投资，内河航运运价远低于铁路、公路运输，在降低物流成本、提升企业产品竞争力方面发挥了重要作用，同时推动了新能源、新材料、装备制造等产业集中集聚发展。

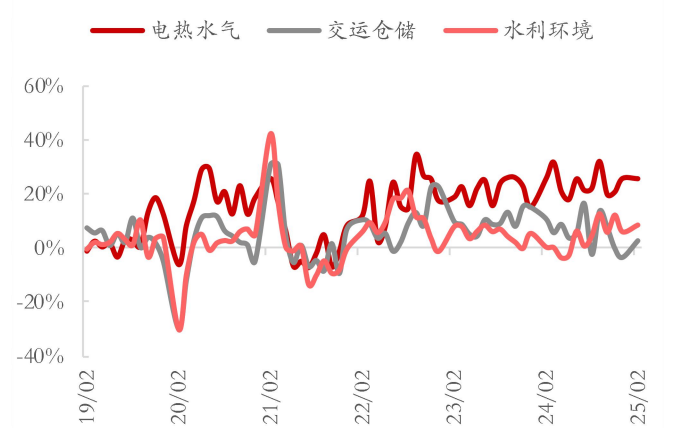
制造业投资增速仍是固定资产投资最大支撑，前两个月设备工器具购置投资同比增长18%，设备更新依旧是制造业最强劲的动能。

图表 10：基建投资各分项增速



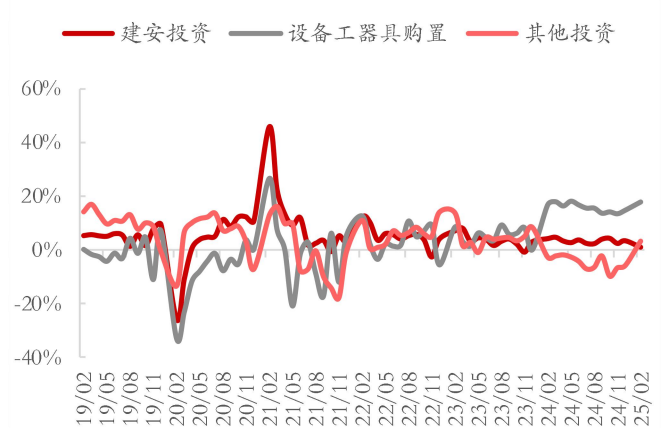
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 11：基建三大行业增速分化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 12：固定资产投资按构成分类增速



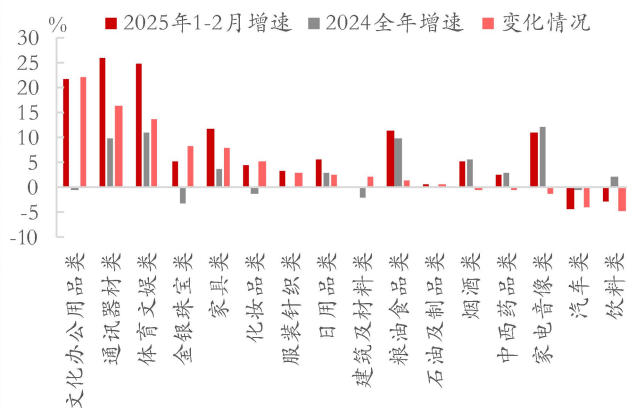
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

5、消费：有喜有忧

消费端来看，社零增速回升至 4%，逐渐摆脱低增长困境。但消费端仍喜忧并存。从积极角度看，以旧换新政策对消费的撬动效果仍在延续。限额以上单位文化办公用品类、通讯器材类、体育文娱类商品零售额分别增长 21.8%、26.2%、25%，分别较 2024 年销售增速扩大 22.1%、16.3%、13.9%。

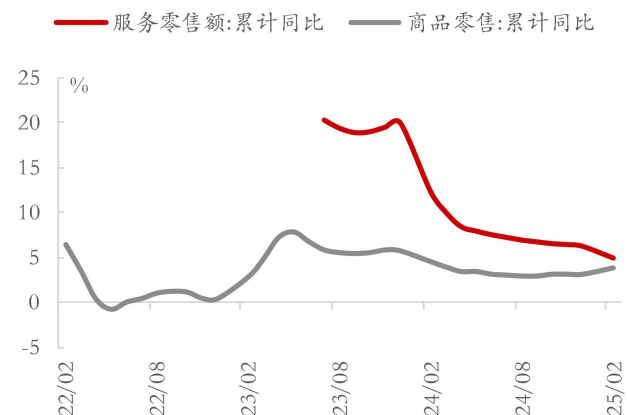
但另一方面，商品消费和服务消费的增长趋势出现背离。服务零售额增速 4.9%，较 2024 全年增速回落 1.3%。而商品消费增速 3.9%，较 2024 全年增速回升 0.7%。中国消费的短板在于服务消费，目前服务消费在居民消费中的占比约 40%，低于发达国家水平。提高通过多渠道供给提高服务消费占比是扩内需扩消费工作的核心任务之一。在文旅出游火爆、《哪吒 2》等热门电影票房带动下，前两个月服务零售增速却呈现下滑。我们认为或许服务消费内卷式竞争，机票、住宿、餐饮等打价格战有关。

图表 13：商品零售增速年度间变化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 14：服务零售增速与商品零售出现背离



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

6、投资建议

国内经济修复体现出鲜明的政策色彩和产业升级特征。未来以 AI 为代表的新质生产力建设对供给端的拉动仍将较为强劲。而需求侧的弹性空间仍有待释放，且相较于“量”，“价”的增长趋势更为重要。前两个月中国通胀转弱，对企业盈利的前瞻引导偏负面。当前股市情绪依旧较为乐观，一方面有全球资金再平衡造成的买盘扩张，另一方面也因国内热点题材频出而造成市场对宏观修复的斜率逐渐上调预期。展望下一阶段，财政发力应仍是较为清晰的路径，而私营部门的扩张或仍需要更多时间“固本培元”，此外新质生产力对于传统行业的塑造，也将造成成本下降而压低物价。国内通胀形势或较长时间运行在偏弱水平。我们维持对企业盈利改善不宜高估的判断，那么对于股市而言，偏高的估值压力或将随着财报季到来而逐渐显现。建议股指均衡配置或适当止盈。

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