

2月经济：制造业稳增长，流动性阶段维稳

——2025年2月宏观数据前瞻

核心观点

整体来看，2月基本面呈现修复态势，供需两端在春节错月的影响下均有一定程度的改善，结构上生产端反弹的斜率大于需求端，2月CPI同比或暂时性转负。2月制造业采购经理指数（PMI）录得50.2%，环比回升1.1个百分点，一方面受到春节错月影响，但更大的预期差在于大型企业运行在春节过后较快恢复，中小企业动能修复相对滞后。我们预计，2025年我国经济增长目标或设定为5%左右，有望实现经济开门红，预计一季度GDP增速或达到5.1%，3月仍存在降准落地的可能性，全年可能呈现前高中低后稳的U型走势。

大类资产方面，考虑到中美关系正处于关键性转折节点，有望走向阶段性缓和，风险偏好将成为市场主线。中美小阳春或货币政策大幅宽松有望驱动我国出现股债双牛行情，但过程中可能略有反复，风险偏好的修复并非一蹴而就，我国可能在中美关系以及国内政策应对波折的考验后迎来一轮股债双牛。

□ 工业稳增长平稳开局，假期消费脉冲助力服务业

1-2月工业生产景气总体平稳，在工业稳增长政策支持下，一季度有望实现开门红，我们预计1-2月规模以上工业增加值同比增速或为5.4%。一方面，节后复工复产平稳推进有利于工业生产，但另一方面，2025年1-2月工作日较2024年同期少2天，将使得工业增速有所降低。节后复工节奏逐步提升，但有所分化，中小企业相对滞后。工业和信息化部在北京召开部分省份一季度工业经济运行座谈会，会议指出，“坚决扛起工业稳增长的政治责任”。1-2月份服务业景气相对积极，受春节假期因素推动，消费脉冲支撑生活性服务业，节后生产性服务业景气较强。

□ 预计1-2月社零同比增速+4.3%

预计1-2月社会消费品零售总额同比+4.3%（前值+3.7%）。一方面，2025年服务消费呈现节庆脉冲，出行数据和票房数据均有较好表现。但另一方面，从乘用车数据来看，预计1-2月乘用车销量同比回落，开年车市热度不及往年。此外，从房地产销售数据来看，30大中城市商品房销售面积小幅回暖，地产后周期消费修复存在一定的时滞效应。

□ 固定资产投资增速相对稳定，制造业和广义基建挑大梁

我们预计，2025年1-2月全国固定资产投资（不含农户）增速为4.4%。分领域看，基础设施投资同比增长5.3%，制造业投资增长9.3%，房地产开发投资下降7.4%。值得关注的是，超长期特别国债在政策端强化对设备更新的支持下，设备类投资或成为投资端增量弹性来源，预计设备工器具购置延续前期涨势，是资本开支的重要支撑，此外高技术制造业投资也大概率维持涨势。更加重要的是，近期多家互联网科技企业公布财报并更新了未来的资本开支计划，预计各大龙头企业有望在DeepSeek横空出世的背景下加大有关AI方面的投资，因此信息传输、软件和信息技术服务业固定资产投资的弹性有望进一步释放。

□ “性价比红利”支撑出口，进口仍有改善空间

预计2025年1-2月人民币计价出口同比增长6.4%，人民币进口增速为1.9%。我们提示，关注出口“性价比红利”带来的结构性机会，重视三大逻辑：

其一是发达经济体贫富差距扩大导致收入K型分化催生消费降级，和全球滞胀环境推动企业降本战略，我国供应链优势和产品性价比优势有望抢占份额，纺服、轻工、机械、家电和家具等领域的中高端品类或将受益；

分析师：李超
执业证书号：S1230520030002
lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜
执业证书号：S1230522080006
linchengwei@stocke.com.cn

分析师：廖博
执业证书号：S1230523070004
liaobo@stocke.com.cn

分析师：潘高远
执业证书号：S1230523070002
pangaoyuan@stocke.com.cn

分析师：费瑾
执业证书号：S1230524070007
feijin@stocke.com.cn

分析师：陈冀
执业证书号：S1230522110001
chenji@stocke.com.cn

研究助理：王瑞明
wangruiming@stocke.com.cn

相关报告

- 《特朗普如何重塑全球贸易体系》 2025.03.02
- 《2月PMI：大型企业重回扩张，关注工业稳增长兑现》 2025.03.01
- 《如何理解美国优先投资？》 2025.02.27

其二是新兴市场国家经济发展过程中，伴随着这些国家的现代化进程，“中国制造”出海带动我国出口增长；

其三是全球科技周期及碳中和进程的推进，有望在全球衰退环境下走出产业发展的独立趋势，带动我国机电产品和新能源品类（新能源车、光伏等）的出口增长。

□ **CPI 或小幅转负，PPI 同比降幅边际扩大**

我们预计，2月CPI同比增速为-0.4%（前值0.5%），对应2月环比增速为0.1%，CPI表现为一定下行压力。工业消费品下行压力未见显著缓解，服务价格受节日效应总体稳中有升。总体上看，我们认为CPI有望小幅回落。PPI方面，我们预计2月PPI同比增速为-2.4%（前值-2.3%），环比增速为-0.3%，同比降幅较1月有所走阔。库存周期难以对价格形成有效支撑，中游制造业产能出清或需经历较长时间。从供需平衡的角度看，目前的政策强度更多指向提振信心，对终端需求和供需缺口弥合的实质性改善仍需观察，特别是具有针对性的增量地产、消费等总需求侧政策陆续出台，才有可能进一步判定PPI的筑底信号。

□ **节后返城集中，摩擦失业上升**

我们预计1-2月份，全国城镇调查失业率平均值为5.3%，其中预计2月全国城镇调查失业率5.3%，较前值上升0.1个百分点。2月为劳动力集中返城的月份，摩擦性失业增多，符合季节性规律，接近去年同期水平。春节后是劳动者换岗求职高峰期，失业率上行符合季节性规律。随着春节后各地有序复工复产，摩擦失业有望逐渐缓解。

□ **2月金融数据偏弱，预计降准将至**

预计2月人民币贷款新增1万亿元，同比少增约4500亿元，对应增速回落0.2个百分点至7.3%。预计2月M2增速为6.8%，前值7%，回落0.2个百分点。预计2月M1增速为2.3%，前值为0.4%，提升1.9个百分点。

对于后续货币政策，预计3月仍存在降准落地的“窗口期”。2024年底召开的中国人民银行货币政策委员会2024年第四季度例会，以及2025年初召开的2025年中国人民银行工作会议均提出“择机降准降息”。从降准的视角看“择机”的选择，我们认为核心是两个方向，其一，维护银行间流动性市场的合理充裕，一季度考虑到政府债集中发行增多，央行或通过降准提供流动性从而平滑资金面的较大波动；其二，短期看汇率是央行降准的重要考量，央行曾在四季度货币政策执行报告中表示“防范汇率超调风险，在复杂形势下保持人民币汇率基本稳定”，今年2月人民币汇率强势收复7.25关口，2月美元兑人民币即期汇率中枢为7.2774，较1月7.3103中枢有所回升，汇率端压力的减轻为国内降准打开空间。全年看，预计2025年货币政策维持宽松基调，与财政政策、产业政策形成政策合力，预计全年降准幅度约100BP，降息约30BP。

□ **风险提示**

- 1) 地缘冲突扩大驱动我国产能过剩化解，使得中国经济意外上行。
- 2) 政策落地不及预期。

正文目录

1 经济边际反弹，一季度经济有望开门红	6
1.1 2月供给侧回升较快	7
1.2 2月需求侧边际修复	8
1.3 山重水复，股债双牛	9
2 工业稳增长平稳开局，假期消费脉冲助力服务业	10
3 预计1-2月社零增速同比4.3%	11
4 投资需求基本稳定，制造业和广义基建偏强	12
4.1 制造业投资继续作为逆周期变量	14
4.2 基建回升有望延续，两会关注财政增量	17
4.3 预计2025年1-2月地产投资累计增速-7.4%，逐步止跌回稳	19
5 出口延续强势，政策组合拳未来推动进口改善	20
6 预计CPI同比或转负，PPI同比降幅边际走阔	20
6.1 消费领域价格涨跌互现	22
6.1.1 必选品价格总体承压	23
6.1.2 成品油价格趋向上行	26
6.1.3 核心CPI处于渐进修复节点	27
6.2 生产领域价格维持磨底	29
6.2.1 关注产能利用率对PPI的影响	29
6.2.2 春节错月效应驱动2月工业品价格偏弱运行	31
6.3 有色金属有望延续涨势	33
7 节后返城集中，摩擦失业上升	34
8 预计2月金融数据偏弱，预计降准将至	35
9 风险提示	36

图表目录

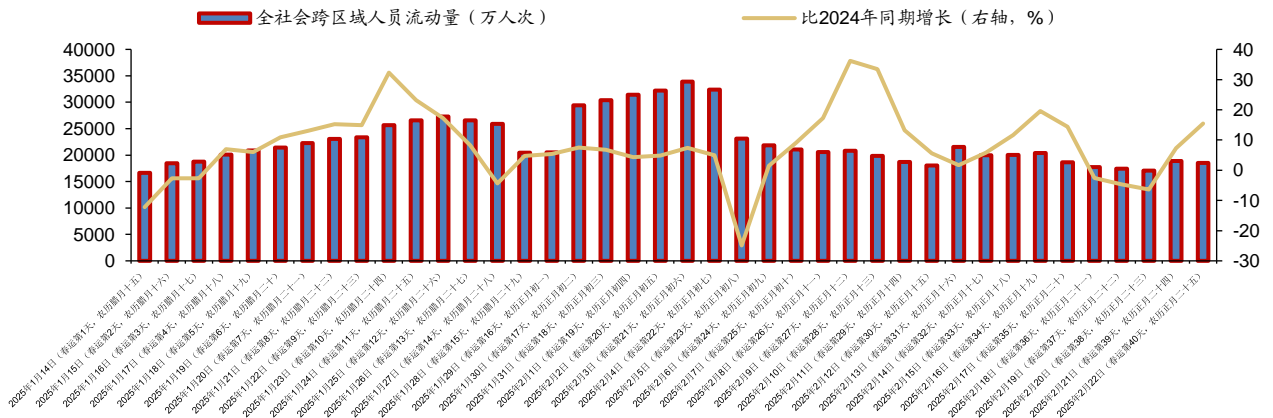
图 1: 2025 年春运全社会跨区域人员流动量创历史新纪录.....	6
图 2: 预计 2 月经济维持修复态势.....	6
图 3: 2024 年四季度经济修复弹性超预期.....	7
图 4: 预计一季度名义 GDP 增速回稳向好.....	7
图 5: 预计一季度 GDP 平减指数稳中有进.....	7
图 6: 关注风险偏好的边际变动 (单位: %).....	10
图 7: 投资者资金账户数是跟踪市场风险偏好的重要参考.....	10
图 8: 预计 2 月乘用车销量约 125 万辆.....	12
图 9: 1 月航班执飞量基本持平 2019 年.....	12
图 10: 1 月地铁量持续修复.....	12
图 11: 1 月 30 城商品房销售面积显著回升.....	12
图 12: 互联网头部企业增加 AI 投资将主要拉动第三产业资本开支.....	13
图 13: 固定资产投资环比有望再超季节性 (单位: %).....	13
图 14: 制造业投资是固定资产投资的强变量.....	13
图 15: 预计设备工器具购置表现延续偏强态势.....	14
图 16: 民间投资仍有较大改善空间.....	14
图 17: 基建反弹态势有望延续.....	14
图 18: 制造业投资在固定资产投资的比重稳步提升.....	15
图 19: 2024 年以来制造业投资当月同比增速持续强于历史均值 (单位: %).....	15
图 20: 12 月制造业投资环比增速强于季节性因子.....	16
图 21: 12 月高技术制造业增速低于制造业平均水平.....	16
图 22: 2023 年以来中长期信贷对制造业的支撑较多.....	16
图 23: 广义及狭义基建投资分项累计同比增速一览.....	17
图 24: 月度新增专项债规模 (亿元).....	18
图 25: 国有及国有控股建筑业企业新签合同金额: 累计同比.....	19
图 26: 八大建筑央企新签合同额: 累计同比.....	19
图 27: 春节效应更多表现为上拉 CPI 和下拉 PPI.....	21
图 28: 翘尾因素表征的基数效应或对物价形成短期扰动.....	21
图 29: 定基指数显示 CPI 有望温和回升.....	23
图 30: 食品项在 CPI 的比重较大.....	23
图 31: 从补栏能繁母猪到生猪出栏一般需要 15-18 个月时间.....	24
图 32: 猪肉价格对 CPI 同比贡献较大.....	24
图 33: 关注猪肉价格对 CPI 环比的下拉作用.....	24
图 34: 2 月牛羊肉价格延续回调.....	25
图 35: 能繁母猪存栏处于正常产能区间.....	25
图 36: 2 月蔬菜价格中枢有所下移.....	26
图 37: 2 月水果价格波动运行.....	26
图 38: 2 月国际油价多空交织.....	26
图 39: 2 月国内油价小幅回落.....	26
图 40: 2 月核心 CPI 有望延续温和回升态势.....	27
图 41: 2 月服务价格大概率受制于需求回落.....	28
图 42: 食品烟酒和居住占 CPI 的比重过半.....	28

图 43: 租金与就业市场景气度关联性较高.....	28
图 44: 工业企业产能利用情况不断改善.....	30
图 45: 国内有效需求不足、企业盈利水平较低仍需有效应对.....	30
图 46: 大类行业产能利用率分化较大.....	31
图 47: 2 月煤炭价格总体波动下行.....	31
图 48: 水泥价格波动更多来自供需矛盾.....	32
图 49: 市场库存压力对价格上涨形成抑制.....	33
图 50: 2 月钢材价格边际走低.....	33
图 51: 铜精矿加工费震荡走低.....	34
图 52: 预计中长期铜价重心或将继续上移.....	34

1 经济边际反弹，一季度经济有望开门红

我们认为，2月基本面呈现修复态势，供需两端在春节错月的影响下均有一定程度的改善，结构上生产端反弹的斜率大于需求端，量价两个维度或阶段性背离，预计2月CPI同比或暂时性转负。结合来看，2月制造业采购经理指数（PMI）录得50.2%，环比回升1.1个百分点，一方面受到春节错月影响，但更大的预期差在于大型企业运行在春节过后较快恢复，中小企业动能修复相对滞后。可以看到，2月大型企业PMI为52.5%，比上月上升2.6个百分点，中、小型企业PMI分别为49.2%和46.3%，比上月下降0.3和0.2个百分点。我们认为，大型企业生产指数偏强体现为工业稳增长政策指引下供给侧先行发力的特点，2月大型企业生产指数较1月上升接近5个百分点至56.2%，是2月份制造业向好回升的核心支撑。我们预计，一季度有望实现经济开门红，预计2025年我国经济增长目标或设定为5%左右，一季度GDP增速或达到5.1%，3月降准有望兑现，全年可能呈现前高中低后稳的U型走势（具体参见2024年11月1日报告《无限风光在险峰——2025年宏观年度展望》）。

图1：2025年春运全社会跨区域人员流动量创历史新高



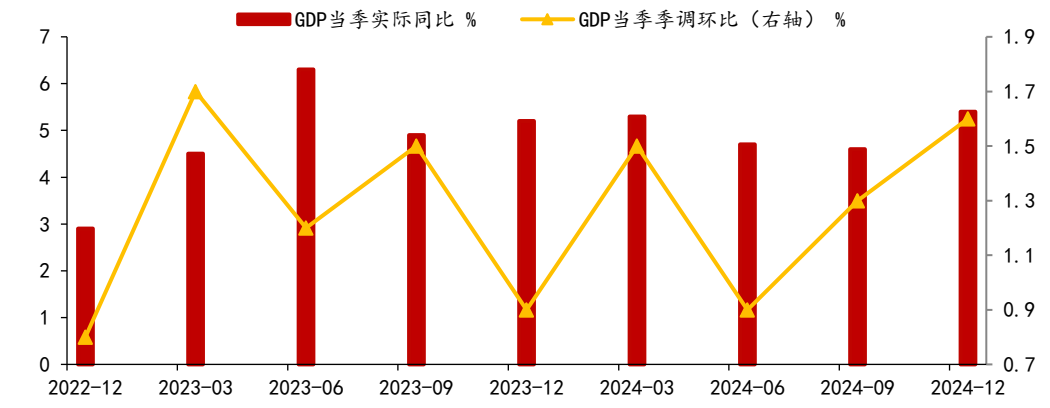
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：预计2月经济维持修复态势

指标名称	单位	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05
规模以上工业增加值（当月同比）	%	6.2	5.4	5.3	5.4	4.5	5.1	5.3	5.6
服务业生产指数（当月同比）	%	6.5	6.1	6.3	5.1	4.6	4.8	4.7	4.8
社会消费品零售总额（当月同比）	%	3.7	3.0	4.8	3.2	2.1	2.7	2.0	3.7
固定资产投资（不含农户，可比口径，当月同比）	%	2.2	2.3	3.4	3.4	2.0	1.9	3.6	3.4
房地产开发投资（可比口径，当月同比）	%	-13.3	-11.6	-12.3	-9.4	-10.2	-10.8	-10.1	-11.0
基建投资（统计局口径，当月同比）	%	6.3	3.3	5.8	2.2	1.2	2.0	4.6	4.9
制造业投资（当月同比）	%	8.3	9.3	10.0	9.7	8.0	8.3	9.3	9.4
出口金额（美元计价，当月同比）	%	10.7	6.7	12.7	2.4	8.7	7.0	8.5	7.4
进口金额（美元计价，当月同比）	%	1.0	-3.9	-2.3	0.2	0.3	6.9	-2.4	2.1
贸易差额（当月值）	亿美元	1048.4	974.4	957.2	816.7	912.1	850.6	987.4	816.1
CPI（当月同比）	%	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.5	0.2	0.3
PPI（当月同比）	%	-2.3	-2.5	-2.9	-2.8	-1.8	-0.8	-0.8	-1.4
城镇调查失业率	%	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	5.2	5.0	5.0
新增人民币贷款（当月值）	亿元	9900	5800	5000	15900	9000	2600	21300	9500
社会融资规模（当月值）	亿元	28507	23288	14120	37635	30323	7707	32985	20623

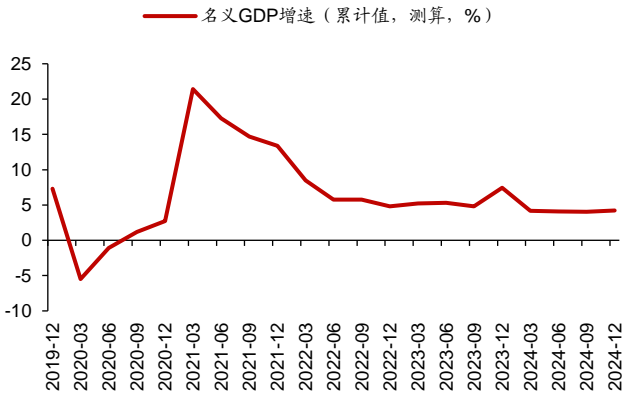
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：2024年四季度经济修复弹性超预期



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：预计一季度名义GDP增速回稳向好



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5：预计一季度GDP平减指数稳中有助



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.1 2月供给侧回升较快

从供给端看，我们认为，由于工业生产基本都需要用到电力，而煤电是我国电力系统的主体支撑，因此发电耗煤量高频数据对于生产的指示作用也比较强。根据中国电力企业联合会的介绍，2024年全口径煤电发电量占总发电量比重为54.8%，受资源等因素影响，水电和风电月度间增速波动较大，煤电充分发挥了基础保障性和系统调节性作用。

第一，随着下游企业集中开工，元宵节后发电量、电煤耗量和入厂煤量环比持续上升。根据中电联燃料统计数据，截至2月21日，纳入统计的发电集团燃煤电厂本月累计发电量同比增长13.7%，本年累计发电量同比下降7.9%。燃煤电厂耗煤量本月累计同比增长11.3%，本年累计同比下降6.1%。燃煤电厂煤炭库存高于去年同期220万吨，库存可用天数较上年同期升高1.6天。

第二，我们通过观察六大发电集团（浙电、上电、粤电、国电、大唐、华能）的数据，可以看到2月电厂日耗渐进回升。2025年2月27日，六大发电集团的平均日耗煤量为78.25万吨，较2025年1月31日的63.97万吨回升较多，这或与电力行业春节后陆续恢复有关，但在节前高库存压制下，继续以消耗库存为主，新增采购需求有限。另一个类似的证据在于

南方电厂日耗煤量环比有所增加，2月以来国内重点电厂煤炭日耗量环比1月中枢上移。我们提示，多地气温将出现显著回升，供暖需求逐步缩减，预计2025年主要耗煤行业消费需求平稳增长，电煤消费仍有韧性，但非电需求（例如：化工、建材、钢铁等）较为疲软，发电用煤量在煤炭总消费量中的占比有望进一步提升，但后续电煤需求预计较难超预期。

此外，我们倾向从汽车、化工、钢铁等多个重点行业高频跟踪生产的景气度。汽车行业主要跟踪指标是汽车轮胎开工率，而轮胎可以分为全钢和半钢，全钢轮胎通常配置在卡、客车等商用车上，半钢轮胎主要安装在乘用车上。化工领域主要涉及精对苯二甲酸（Pure Terephthalic Acid，简称PTA）产业链上下游的开工率和负荷率，而PTA多用于生产聚酯，进而用于生产聚酯瓶片、聚酯纤维（涤纶长丝和涤纶短纤）和聚酯薄膜，下游应用则涉及包装、纺织服装、片材、电子电器等行业。钢铁产业链的跟踪指标相对较多，包括生铁生产相关的高炉开工率、粗钢产量、各种钢材产量等。

综合来看，春节后制造业复工平稳有序，员工返岗比例稳步提升。国家统计局苏州调查队调研显示，元宵节前制造业复工率为98.2%，相关数据显示，2025年2月制造业各子行业的生产更多的表现为边际回暖。从汽车行业来看，2025年2月全钢胎开工率震荡上行至54.44%（2025年1月开工率日均值为47.30%），半钢胎的开工率小幅回升至66.52%（2025年1月开工率日均值为65.31%）。从化工行业来看，PTA装置检修计划陆续推出，累库幅度相对应收窄，PTA开工率和产量相较1月小幅放缓，而江浙地区涤纶长丝及下游织机开工率也有所回升，春节后下游加弹、织机在元宵节后加速开工，补库采购积极性回升。

再看钢铁产业链，2月高炉开工率（247家）震荡走高至77.99%，我们认为用钢需求尚可，以建材需求恢复为主导逻辑。住建部透露，2025年我国将谋划实施一批城市更新改造项目，全面完成2000年底前建成的城镇老旧小区改造任务，持续实施完整社区建设、既有建筑改造利用和老旧街区更新改造等民生工程、发展工程。2024年全国新开工改造城镇老旧小区5.8万个，超额完成5.4万个的年度目标任务。根据各地统计上报数据，北京、河南、广西等11个地区超额完成计划。

1.2 2月需求侧边际修复

我们认为，2月需求侧向上弹性的改善既有春节错位的季节性因素影响，也表明中国经济初显底部回升态势。尽管2月PMI订单类指数均有回升，但较大程度受春节后生产准备等因素影响，2月PMI调查企业中反映需求不足的企业占比仍超60%，这说明内生动能仍有改善空间，后续建议关注强化宏观快变量（例如政府公共投资）对总需求的拉动作用。

内需方面，政策综合施策下大宗消费以旧换新拉动效应较为突出。中央财政已预下达2025年消费品以旧换新首批资金810亿元，支持各地做好政策持续实施的衔接工作。近日，多地陆续启动2025年“以旧换新”活动，在国家补贴政策基础上，进一步扩大补贴范围。商务部数据显示，截至2月19日24时，超2671万名消费者申请手机、平板、智能手表（手环）三类数码产品购新补贴；超397万名消费者购买12大类家电以旧换新产品超487万台；电动自行车以旧换新64.7万台。

整体而言，2月汽车市场处于淡季调整阶段。考虑到2月车市有效销售天数较少，且春节前购车需求集中释放，透支影响较大。我们认为，在政策带动下，2025年初以来，新能源乘用车零售量也有明显增长趋势，但春节后多个厂家的降价和促销，以及3月多款新车上市，导致消费者持币观望情绪较重。据中国汽车流通协会乘用车市场信息联席分会预计，2025年2月狭义乘用车零售约125万辆，同比增长13.6%，环比下滑30.3%。其中，新能源乘用车零售约60万辆，渗透率约48%。

外需方面，2月国外需求也有所回稳，新出口订单指数为48.6%，较上月上升2.2个百分点。我们认为，特朗普在2025年1月21日发布贸易备忘录“美国优先的贸易政策”，其中对华部分涉及到“一阶段经贸协定”、301关税避税、最惠国待遇（PNTR）协议三方面贸易审查，均有可能产生不利结果。根据国家外汇管理局2月28日发布的数据，按美元计值，2025年1月，我国国际收支货物和服务贸易出口3150亿美元，进口2494亿美元，顺差656亿美元。整体来看，特朗普的贸易政策可能较为反复，我们判断一季度关税预计不会有剧烈升级，短暂的蜜月窗口期可能延续1个季度左右，后续潜在的百日访华计划以及3月末美国USTR可能发布的《国家贸易评估报告》是检验窗口（具体参见2025年1月23日报告《特朗普贸易备忘录传递的信号？——特朗普新政系列研究六》）。

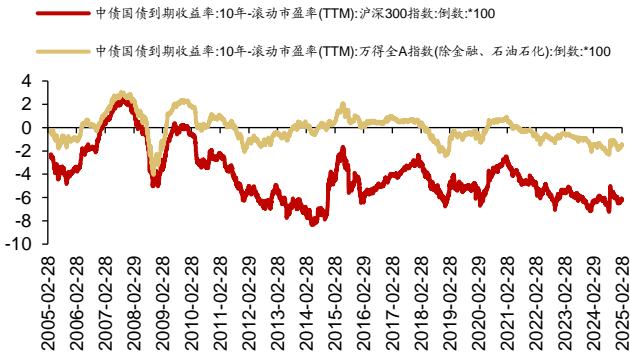
1.3 山重水复，股债双牛

结合外交部的信息，应美方邀请，国家主席习近平特别代表、国家副主席韩正赴美国首都华盛顿出席了特朗普总统就职典礼。预计我方将同美国新政府加强对话沟通，拓展互利合作，共同推动中美关系稳定、健康、可持续发展。考虑到中美关系正处于关键性转折节点，有望走向阶段性缓和，风险偏好将成为市场主线。中美小阳春或货币政策大幅宽松有望驱动我国出现股债双牛行情，但过程中可能略有反复，风险偏好的修复并非一蹴而就，我国可能在中美关系以及国内政策应对波折的考验后迎来一轮股债双牛。

权益市场方面，我们认为，A股或受益于风险偏好抬升，参考国内及海外的案例复盘，股市波动较大时期风格短期偏向科技成长，中期反复切换至低波红利。我们判断，2025年中美关系存在“小阳春”的可能性，四个领域可能展开合作，包括地缘政治领域相关合作、中国扩内需成为中美贸易再平衡的重要抓手、人民币汇率更为稳定、在华企业在非敏感领域加大对美投资等。整体来看，2025年中美博弈一波三折，但预计在有限的范围内升级（具体参见2025年1月19日报告《山重水复，股债双牛》）。固定收益领域，短期内央行去债市杠杆背景下利率总体呈震荡行情，随着中美关系缓和，内需发力或有所延后，货币宽松有望驱动债牛行情。

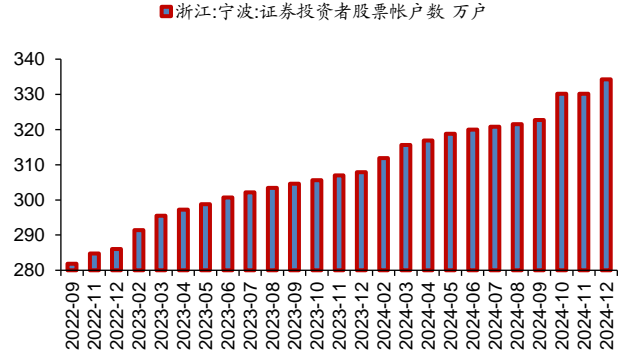
我们预计，2025年我国货币政策将采用“宽货币+宽信用”组合应对中美博弈，宽松态度更为坚决。汇率及国际收支压力升温，央行或选择增大汇率波动的灵活度，货币政策宽松力度可能加大，从而强化对财政政策、产业政策的配合。我们预计，2025年将有100BP的降准空间，降息也将继续发力，大概率可能兼顾汇率形势择机抉择，中性情况下降息30BP，极端情况下降息50BP。此外，当前中国资产负债表扩张幅度仍然较小，具有较大的操作空间，有能力通过扩大资产负债表的方式来应对外部压力（具体参见2025年1月19日报告《山重水复，股债双牛》）。综合来看，货币政策在走向宽松的过程中，水到渠成有望驱动债券市场走牛。

图6: 关注风险偏好的边际变动 (单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 投资者资金账户数是跟踪市场风险偏好的重要参考



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

黄金方面, 考虑 2024 年已经经历了一轮气势磅礴的上涨, 且与传统的黄金价格锚逐步脱钩 (包括美元、10 年美债实际收益率等)。展望 2025 年, 我们认为金价有望再创新高, 建议重点关注各国央行的购金行为对黄金价格的正向拉动, 预计来自各国央行的资金有望保持净流入, 其核心推动力取决于信用货币与黄金在一定程度上表现为替代关系。

世界黄金协会数据显示, 全球实物黄金 ETF 在 2025 年 1 月实现资金净流入, 增加了 30 亿美元。其中欧洲主导资金流入, 增加了 34 亿美元, 为 2022 年 3 月以来最大的月度资金流入; 北美地区则连续两个月下滑, 资金流出 4.99 亿美元。截至 1 月底, 全球黄金 ETF 总资产管理规模升至 2940 亿美元, 再创纪录水平, 持有量增加 34 吨。1 月份全球市场黄金日平均交易量为 2640 亿美元, 环比增长 20%。这一增长主要归因于在强势的黄金价格吸引交易员之际, 纽约商品交易所 (COMEX) 交易量环比激增 60%, 从而推动全球交易所的交易量增加了 39%。

2 工业稳增长平稳开局, 假期消费脉冲助力服务业

1-2 月工业生产景气总体平稳, 在工业稳增长政策支持下, 一季度有望实现开门红, 我们预计 1-2 月规模以上工业增加值同比增速或为 5.4%。一方面, 节后复工复产平稳推进有利于工业生产, 但另一方面, 2025 年 1-2 月工作日较 2024 年同期少 2 天, 将使得工业增速有所降低。

工业稳增长政策有望助力工业生产平稳开局。2025 年 1 月 20 日, 工业和信息化部在北京召开部分省份一季度工业经济运行座谈会, 会议指出, “**坚决扛起工业稳增长的政治责任, 加强统筹协调, 全力以赴推动稳增长存量和增量政策落地见效, 在提振国内需求、稳住工业出口、提升投资效益、减轻企业负担及加强要素保障等方面进一步加大工作力度, 推动一季度工业经济实现平稳开局。**”

从高频数据上看, 1-2 月工业生产景气有所分化。其中钢铁生产链条中, 焦炉开工率, 全国高炉开工率较去年同期有所回升, 但全国螺纹钢产量同比回落; 汽车半钢胎开工率回升加快, 较去年 12 月有所放缓, 但较去年同期有所提高; PTA 产量同比保持正增长; 山东炼油厂开工率同比偏弱; 全国重点电厂煤炭日耗量均值回落较大, 低于去年同期。

节后复工节奏逐步提升，但有所分化，中小企业相对滞后。据国家统计局披露，春节后大型企业复工复产进度较快，景气水平明显回升，大型企业 PMI 为 52.5%，比上月上升 2.6 个百分点。中小型企业节后生产经营活动恢复相对滞后，景气水平有所回落，中、小型企业 PMI 分别为 49.2% 和 46.3%，比上月下降 0.3 和 0.2 个百分点。

春节后制造业需求有所恢复。从内需来看，一方面，大规模设备更新改造和消费品以旧换新对工业相关产业生产仍有较强带动作用，另一方面，节后部分地区天气转暖、投资项目陆续动工、企业逐步开工复产，建筑业施工带来的需求逐步提升。从外需来看，2 月新出口订单指数有所回升，出口需求对工业生产仍有支撑。

1-2 月份服务业景气相对积极，受春节假期因素推动，消费脉冲支撑生活性服务业，节后生产性服务业景气较强。据统计局披露，1 月份在春节效应带动下，与居民出行消费相关的道路运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等行业商务活动指数升至扩张区间，但 2 月份，受节前集中采购，节后假日效应消退等因素影响，与居民消费相关的零售、住宿、餐饮等行业商务活动指数回落较为明显。随着节后企业开工加快，航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务等生产性服务业景气有所提升。受房地产止跌回稳政策利好，1-2 月 30 大中城市商品房成交面积同比有所回升，对房地产服务业有所支撑。

3 预计 1-2 月社零增速同比 4.3%

预计 1-2 月社会消费品零售总额同比+4.3%（前值+3.7%）。一方面，2025 年服务消费呈现节庆脉冲，出行数据和票房数据均有较好表现。但另一方面，从乘用车数据来看，预计 1-2 月乘用车销量同比回落，开年车市热度不及往年。此外，从房地产销售数据来看，30 大中城市商品房销售面积小幅回暖，地产后周期消费修复存在一定的时滞效应。

一方面，2025 年服务消费呈现节庆脉冲，出行数据和票房数据均有较好表现。出行数据方面，2025 年春节期间，国内旅游收入实现 6770.02 亿元、国内旅游出游人次达 5.01 人次，同比增速分别达到 7.0% 和 5.9%；从地铁客运量数据来看，1-2 月 12 个主要城市地铁客运量同比修复；跨城出行方面，1-2 月民航客运航班量也好于 2024 年。票房数据方面，春节电影票房实现 95.1 亿元、观影人次达 1.87 亿人次，同样均创历史新高，同比增速分别为 18.64% 和 14.68%。

但另一方面，从乘用车数据来看，预计 1-2 月乘用车销量同比回落，开年车市热度不及往年。2024 年国家以旧换新政策年度性结束，虽然 2025 年 1 月车市相关政策仍在延续，但是受 2025 年春节假期前置的影响，所以很多消费者提前到 2024 年末完成春节前的购车计划，使得 1 月车市销量有所回落，乘联会的数据显示 1 月全国狭义乘用车市场零售 179.4 万辆，同比下降 12.1%，处于历史低位。虽然 2 月全月产销时间为 19 个工作日，高于 2024 年，将为 2 月乘用车市场正增长提供有利支撑，但受前期消费透支的影响，乘用车销量预计稳步回升，乘联会预计 2 月狭义乘用车市场零售约 125 万辆，同比去年增长 13.6%，基于此 2025 年 1-2 月乘用车合计销量仍弱于去年，对社零形成一定拖累。

此外，从房地产销售数据来看，30 大中城市商品房销售面积小幅回暖，地产后周期消费修复存在一定的时滞效应。从数据端看，1-2 月 30 城大中城市商品房销售数据小幅回暖，同比增长 2.7%，地产销售逐步企稳。但是地产销售回暖后，需要经过拿地、开工、施工到竣工的完整链条才能形成对地产后周期消费的实际需求，此外房价下行也削弱了购房者资产增

值的预期，对相关消费形成负向拖累，据产业在线统计，截至1月31日，近四周主要家电零售额同比增长-19.4%。

图8： 预计2月乘用车销量约125万辆

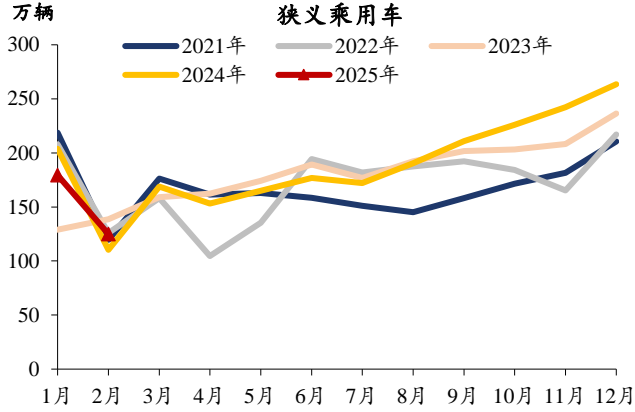


图9： 1月航班执飞量基本持平2019年

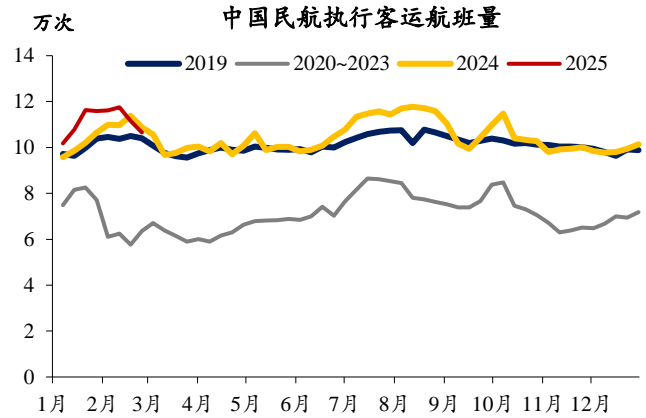


图10： 1月地铁量持续修复

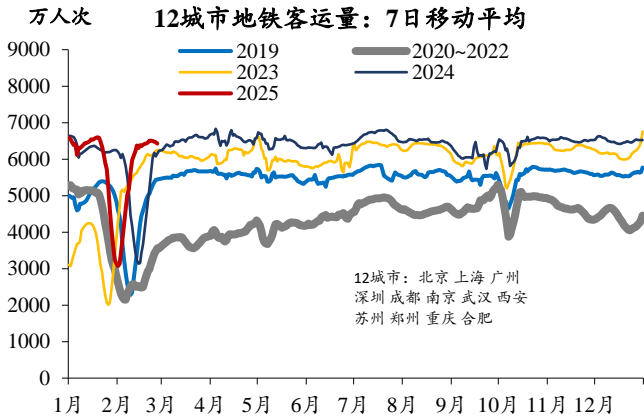
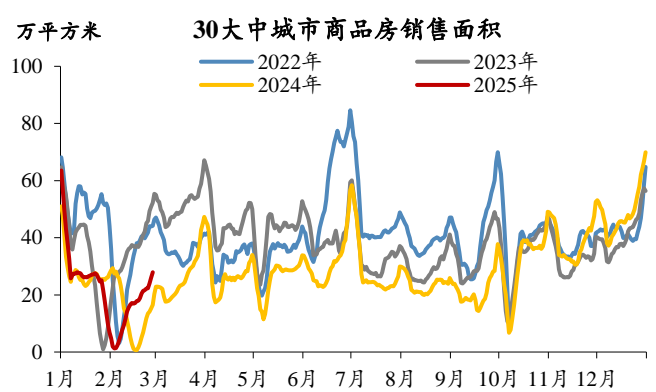


图11： 1月30城商品房销售面积显著回升



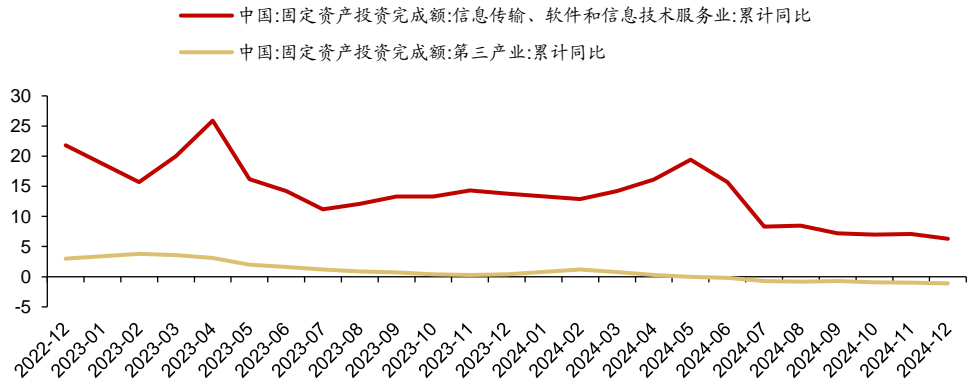
4 投资需求基本稳定，制造业和广义基建偏强

我们预计，2025年1-2月全国固定资产投资（不含农户）增速为4.4%。分领域看，基础设施投资同比增长5.3%，制造业投资增长9.3%，房地产开发投资下降7.4%。值得关注的是，超长期特别国债在政策端强化对设备更新的支持下，设备类投资或成为投资端增量弹性来源，预计设备工器具购置延续前期涨势，是资本开支的重要支撑，此外高技术制造业投资也大概率维持涨势。更加重要的是，近期多家互联网科技企业公布财报并更新了未来的资本开支计划，预计各大龙头企业有望在DeepSeek横空出世的背景下加大有关AI方面的投资，因此信息传输、软件和信息技术服务业固定资产投资的弹性有望进一步释放。

2025 年开年以来，反映工程建设热度的工程机械当月开工率、开工时长均实现同比增长。据中国工程机械工业协会统计，1 月工程机械主要产品平均工作时长为 74.6 小时，同比增长 3.61%，环比下降 20.6%；主要产品开工率为 56.2%，同比增加 1.43 个百分点，环比下降 8 个百分点；其中，挖掘机平均工作时长为 73.6 小时，开工率为 60.7%。我们认为，随着重大基建项目的陆续启动，一季度基础建设投资将通过接续效应推动基础设施建设实物工作量集中释放，进而更好发挥投资稳增长的作用。细分行业变化显示，基础建设投资相关活动释放尤为充分。2 月土木工程建筑业新订单指数也升至 50% 以上，意味着基建项目集中开工带动土木工程建筑供需两侧活动较上月均有提升。

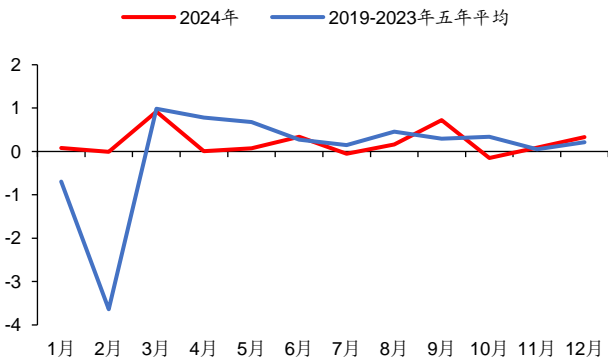
我们认为，当前宏观经济运行处于渐进修复阶段，在资本品价格低位运行的过程中，投资作为逆周期的快变量对经济托底较多，尤其 2 月基建投资边际向好态势明显。随着春节过后部分地区天气转暖、投资项目陆续动工、企业逐步开工复产，2 月建筑业商务活动指数升至扩张区间，为 52.7%，比上月上升 3.4 个百分点，其中土木工程建筑业商务活动指数为 65.1%，升幅较大，表明节后基础设施项目建设施工进度加快。伴随 2024 年 9 月以来一揽子增量政策和存量政策持续落地显效，市场活跃度正在梯次回升。从市场预期看，业务活动预期指数为 54.7%，建筑业企业对行业发展较有信心，意味着春节过后，投资相关需求集中释放，建筑企业加速复工，施工活动呈现加速推进态势。

图12： 互联网头部企业增加 AI 投资将主要拉动第三产业资本开支



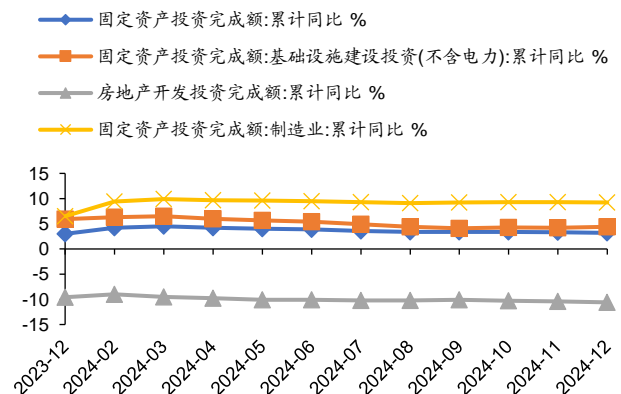
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图13： 固定资产投资环比有望再超季节性（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

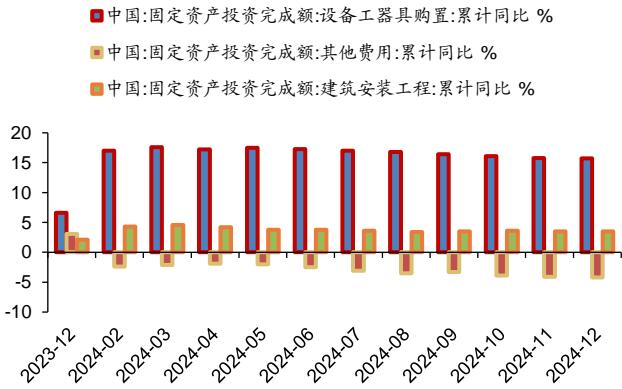
图14： 制造业投资是固定资产投资的强变量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

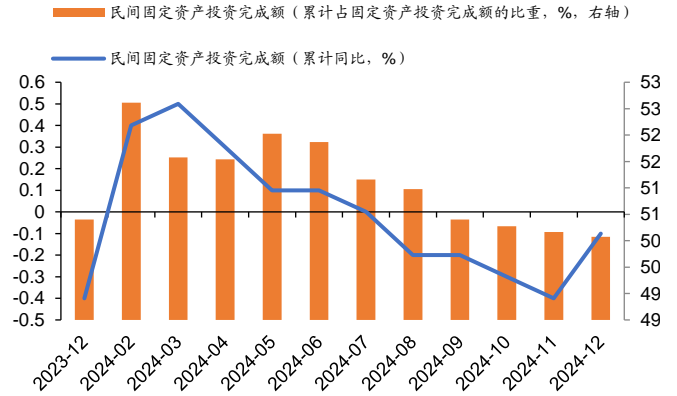
值得关注的是，在两新政策的带动下，设备工器具购置持续增长。事实上，我国是机器设备、耐用消费品保有的大国，大规模设备更新和消费品以旧换新市场空间非常大。据国家发改委介绍，目前全社会设备存量资产净值大约是 39.3 万亿元，其中工业设备存量资产大概是 28 万亿元。我国每年工农业等重点领域设备投资更新需求在 5 万亿元以上，汽车、家电换代需求也在万亿元以上。我们提示，后续大规模设备更新和消费品以旧换新有望进一步加速。结合《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，到 2027 年的具体目标为：在设备更新方面，推动工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗七个领域设备投资规模要较 2023 年增长 25% 以上，重点行业主要用能设备的能效要基本达到节能水平。在以旧换新和循环利用方面，提出报废汽车回收量比 2023 年增加大约一倍，二手车交易量比 2023 年增长 45%，废旧家电回收量比 2023 年增长 30% 左右。

图15: 预计设备工器具购置表现延续偏强态势



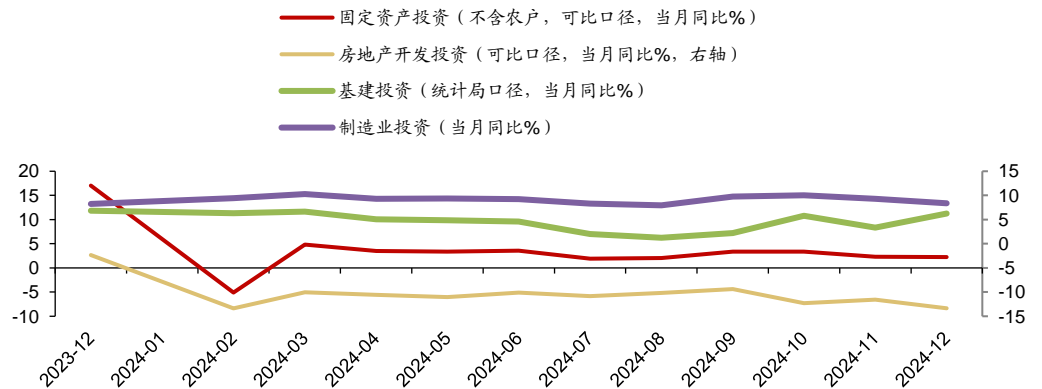
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图16: 民间投资仍有较大改善空间



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图17: 基建反弹态势有望延续

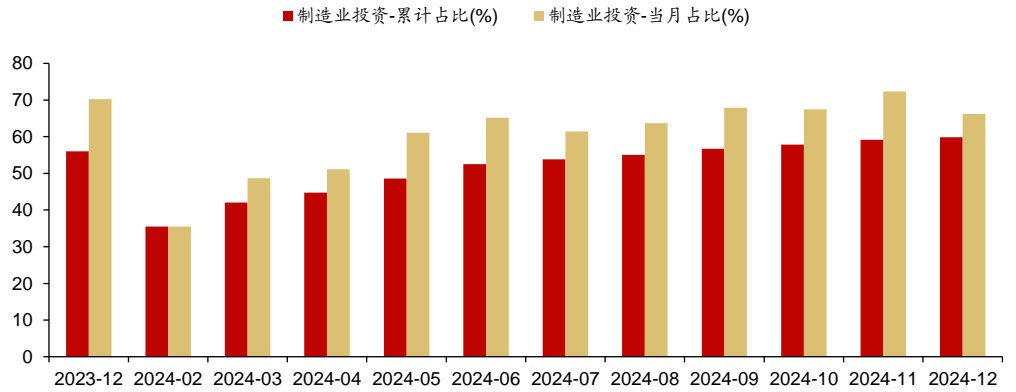


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.1 制造业投资继续作为逆周期变量

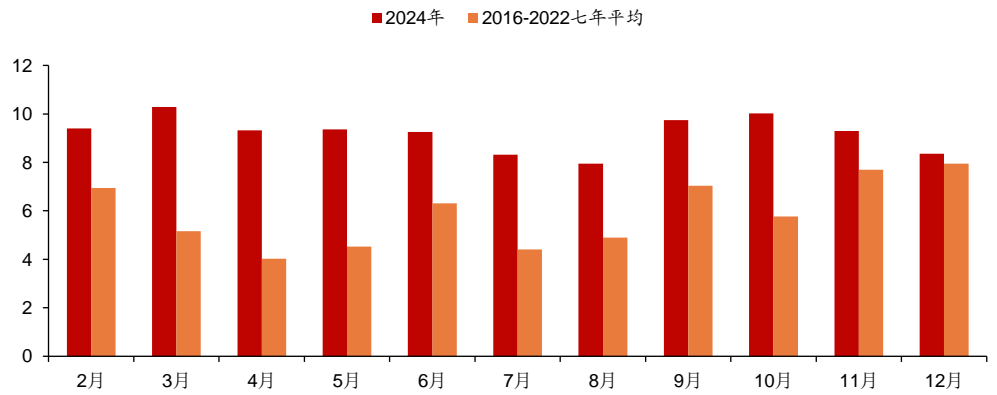
整体来看,制造业发展趋于提速,我们预计2025年1-2月制造业投资增速有望实现9.3%左右,装备制造支撑作用较强。我们提示,利润不再是研判制造业投资的单一指标,跨产业、跨领域、技术改造投资同样是预测制造业投资的重要变量。随着高质量发展持续推进,制造业高端化、智能化、绿色化步伐加快,制造业投资较快增长。

图18: 制造业投资在固定资产投资的比重稳步提升



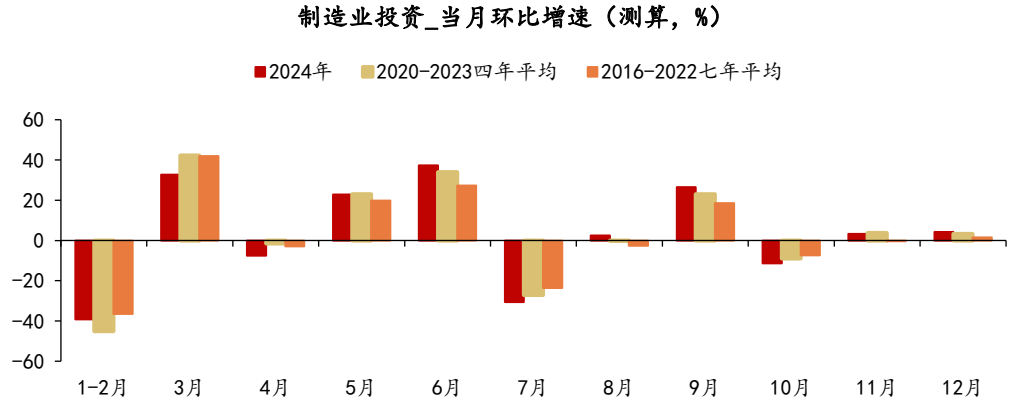
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图19: 2024年以来制造业投资当月同比增速持续强于历史均值(单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图20: 12月制造业投资环比增速强于季节性因子



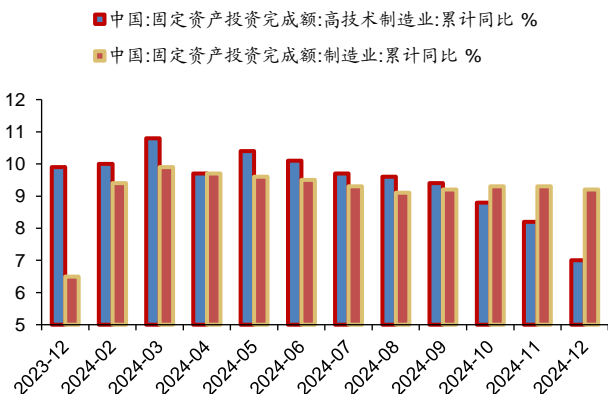
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

第一, 重大项目投资形成产业链正反馈机制。链主企业积极协调推进投资规模大、辐射范围广、带动作用强的重大项目建设, 促进全产业链顺畅运转。同时深化开展上下游、企业间、企地间等合作。例如, 风力发电机组包含塔筒、叶轮等设备零件, 涉及到上下游各类型制造业企业, 实现更多上下游企业共赢。

第二, 技术改造投资的积极性和主动性受到激发。技术改造是企业采用新技术、新工艺、新设备、新材料对现有设施、工艺条件及生产服务等进行改造提升, 淘汰落后产能, 实现内涵式发展的投资活动。我们预计政策端或更多鼓励支持工业企业技术改造、加快制造业转型升级等, 对企业智能化改造、数字经济项目引进给予奖补。

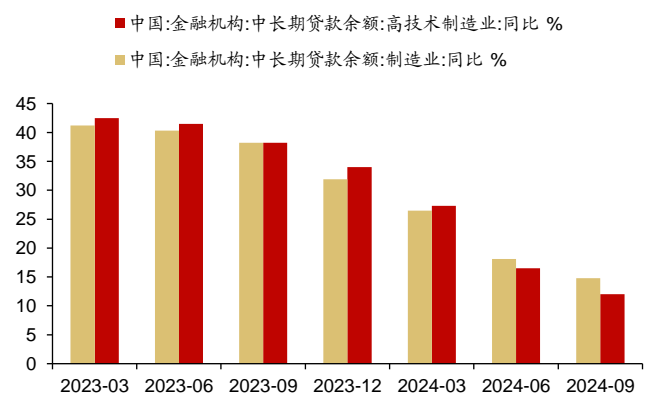
第三, 高技术制造产业集群催化投资聚变效应。我们判断, 在培育和发展新质生产力的过程中, 高技术制造业的投资动能或在中长期得到延续。

图21: 12月高技术制造业增速低于制造业平均水平



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图22: 2023年以来中长期信贷对制造业的支撑较多



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

我们提示, 后续对于制造业投资不宜悲观。围绕加快布局培育新质生产力, 制造业的市场主体有望扩大有效投资, 优化投资布局结构。国务院国资委提出, 要大力推进央企产业焕新行动和未来产业启航行动, 围绕新产业新模式新动能, 坚持长期主义, 加大布局力度。根

据国务院国资委的部署，国资央企要推动投资规模和效益平稳提升，聚焦产业链强基补短、基础设施建设、能源资源保障，积极布局实施一批强牵引、利长远的重大项目，特别是推动数智技术与实体经济深度融合，预计央企将围绕产业链关键领域和标志性重点产品，推动落地一批强链补链重点项目。

4.2 基建回升有望延续，两会关注财政增量

预计 2025 年 1-2 月基建投资（不含电力）同比增长 5.3%，增速或较 2024 年 Q4 小幅上升，基建有望在去年初高基数情况下保持一定投资强度。2025 年 2 月建筑业 PMI 达到 52.7%，比上月上升 3.4 个百分点，回升至扩张区间，其中土木工程建筑业商务活动指数为 65.1%，升幅较大，主要受益节后基建项目建设施工进度加快。资金面上，2025 年 1-2 月新增专项债累计达到 5968 亿元，较去年同期有较大增长，同时 1-2 月城投债净融资负值有小幅收窄。往后看，今年 3 月初全国两会将公布包含赤字率、新增专项债规模、特别国债安排以及一般公共预算支出指引，重点关注财政增量和基建支持力度。去年 12 月中央经济工作会议明确指出：要实施更加积极的财政政策。提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力。增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。加强自上而下组织协调，更大力度支持“两重”项目。适度增加中央预算内投资。我们认为，2025 年财政政策定调积极，随着存量政策和增量政策组合效应显现，投资资金保障和项目支撑将会继续改善，短期有实物工作量有望改善，全年持续性关注中央加杠杆下的超长期特别国债和中央预算内投资支持力度。

去年和上月情况：2024 年 1-12 月狭义基建投资（不含电力，统计局口径）累计同比增长 4.4%，12 月当月同比增长 6.3%，11 月当月同比增长 3.3%。12 月狭义基建增速显著回升，主要原因在于春节假期临近部分建筑企业抢抓施工进度。从狭义分项看，1-12 月铁路运输业、航空运输业、道路运输业、水利管理业、公共设施管理业分别累计同比+13.5%、+20.7%、-1.1%、+41.7%、-3.1%，其中水利、铁路、航空投资继续保持较高增速，道路运输和公共设施管理业较为承压。

图23：广义及狭义基建投资分项累计同比增速一览

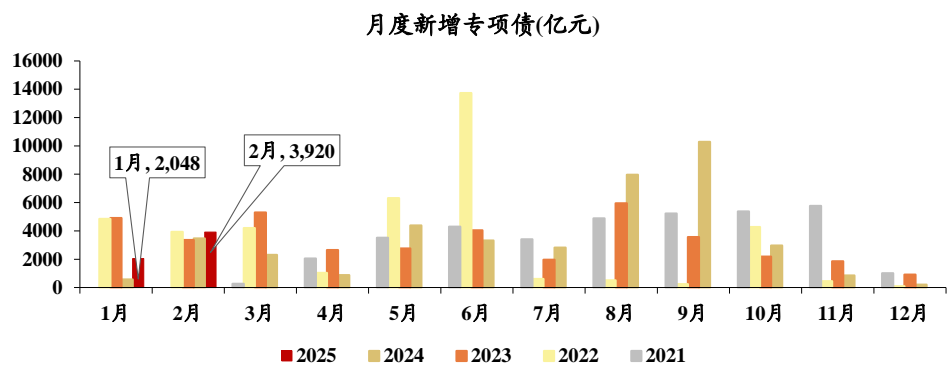
固定资产投资（累计同比）	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04
基建固定资产投资（广义）	9.2%	9.4%	9.4%	9.3%	7.9%	8.1%	7.7%	6.7%	7.8%
基建固定资产投资（不含电力）	4.4%	4.2%	4.3%	4.1%	4.4%	4.9%	5.4%	5.7%	6.0%
交通运输、仓储和邮政业	5.9%	6.9%	7.7%	7.7%	6.7%	8.2%	6.6%	7.1%	8.2%
铁路运输	13.5%	15.0%	14.5%	17.1%	16.1%	17.2%	18.5%	21.6%	19.5%
航空运输	20.7%	18.2%	19.2%	17.9%	20.3%	25.5%	23.7%	20.1%	24.6%
道路运输	-1.1%	-1.9%	-2.1%	-2.4%	-2.8%	-2.0%	-1.0%	-0.9%	0.7%
水利、环境和公共设施管理业	4.2%	4.0%	3.1%	2.8%	1.2%	0.7%	0.7%	-1.5%	-1.0%
水利管理	41.7%	40.9%	37.9%	37.1%	32.6%	28.9%	27.4%	18.5%	16.1%
公共设施管理业	-3.1%	-2.9%	-3.4%	-3.5%	-4.7%	-4.7%	-4.5%	-5.5%	-4.5%
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	23.9%	23.7%	24.1%	24.8%	23.5%	23.8%	24.2%	23.7%	26.2%

资料来源：国家统计局，Wind，浙商证券研究所

新增专项债方面，截至 2 月 28 日，2025 年地方新增专项债发行额约为 5968 亿，累计发行额度较去年的 4034 亿元有较大增长，其中 1/2 月新增专项债单月总发行量分别为 2048/3920 亿元。投向上，我们重点提示，2 月底广东省政府发行了今年首笔土地储备专项债，发行总额为 307 亿元，全部用于回收闲置存量土地。此外，根据财政部 2024 年表述，未来 5 年每年新增专项债中将继续有 8000 亿用于支持化解隐性债务，考虑新增专项债针对

土储和化债的投入，未来投向基建比例或有所下降，但投入基建绝对值将视发行总额而定，规模或将企稳。**专项债项目审批权限已下放至经济大省**：12月25日，国务院办公厅印发《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》指出：开展专项债券项目“自审自发”试点。下放专项债券项目审核权限，选择部分管理基础好的省份以及承担国家重大战略的地区开展专项债券项目“自审自发”试点，支持经济大省发挥挑大梁作用。试点地区滚动组织筛选形成本地区项目清单，报经省级政府审核批准后不再报国家发展改革委、财政部审核，可立即组织发行专项债券，项目清单同步报国家发展改革委、财政部备案。**试点地区有：承担国家重大战略地区的雄安新区以及10个省份包括北京市、上海市、江苏省、浙江省（含宁波市）、安徽省、福建省（含厦门市）、山东省（含青岛市）、湖南省、广东省（含深圳市）、四川省。**

图24：月度新增专项债规模（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

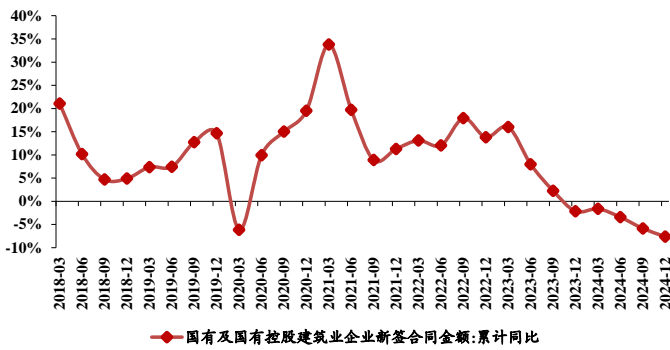
化债省份加权投资目标下滑收窄。我们重点提示，2025年化债省份的投资加权目标下滑幅度收窄，或指向2024年11月以来我国化债工作的迅速开展或释放相关省份的部分投资空间。针对12个化债省份，我们详细统计了近3年这些省份政府工作报告中提出的投资目标值。2025年化债省份的投资加权目标约为5.6%，较2024年目标下滑1.2%，对比去年下滑幅度收窄（2024年加权目标较2023年下滑1.5%），而且如果考虑到内蒙古投资目标波动较大，剔除后2025年加权目标下滑幅度仅为0.5%（2024年加权目标较2023年下滑2.6%），同时从各省份的目标值变化幅度看，大部分化债省份下滑幅度亦有所收窄，而重庆、吉林目标更是录得上调。（具体参见2025年1月23日报告《2025年地方两会有何亮点？——区域经济深度研究报告》）。

超长期特别国债方面：回顾看，2024年“两重”建设重点支持了长江沿线铁路、干线公路、机场建设，西部陆海新通道建设，东北黑土地高标准农田建设，“三北”工程建设，农业转移人口市民化公共服务体系建设，高等教育提质升级等领域建设。往后看，三中全会《决定》中明确“适当加强中央事权、提高中央财政支出比例”，操作上看，未来中央或通过超长期特别国债常态化发行，着力减轻地方政府的支出义务和负担。我们认为，未来超长期特别国债仍将扩大范围，其投入基建部分主要集中于“两重”建设以及教育医疗等民生基础设施建设。实际上，在当前部分专项债资金投向化解存量债务和土地储备、地方卖地收入承压、城投债净融资难以大幅转正的背景下，超长期特别国债投向基建的增量资金将成为影响我国未来基建投资增速的关键变量。

建筑企业订单方面：国有及国有控股建筑业企业新签合同额及上市建筑央企基建订单同比增速领先基建投资大约一个季度。2024Q1-4国有建筑业企业新签合同额174530亿元，同

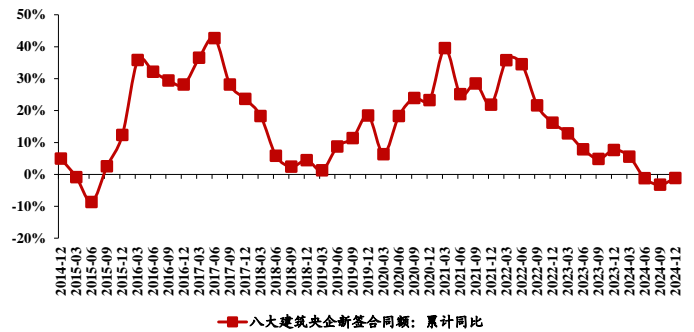
比-7.1%，2024Q1-3 同比为-5.8%，订单表现仍处于负增长区间，并未回正。从已经披露的八大建筑央企中看，2024Q1-4 中国中铁、中国铁建、中国交建、中国能建、中国电建、中国中冶、中国建筑（基建）、中国化学新签订单共计 133430 亿元，同比-1.1%，2024Q1-3 同比为-3.2%，连续三个季度同比转负，系自 2015 年以来首次，对后续相关基建投资落地也形成一定压制，预计 2025 年整体基建改善幅度和持续性有限。但短期看受益于去年 9 月 26 日中央政治局会议一揽子增量政策后，央企订单有所改善，叠加 2025 年 1 月中国建筑（基建）、中国化学、中国中冶、中国电建合计新签合同额仍保持同比+8%增速（去年同期为+13%），其中中国建筑基础设施业务新签 1402 亿元，同比增长 73%，2025 年 Q1 基建投资有望保持一定强度，未来基建订单将进一步向头部建筑央企集中。

图25： 国有及国有控股建筑业企业新签合同金额:累计同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图26： 八大建筑央企新签合同额：累计同比



资料来源：Wind，各公司经营数据报告，浙商证券研究所

往后看，三中全会《决定》中指出：将适当加强中央事权、提高中央财政支出比例，未来建议关注中央加杠杆推动的重大基础设施建设项目，增量资金关注中央加杠杆下的超长期特别国债和中央预算内投资。投向上，未来 5 年新老基建预计围绕统筹发展与安全逐步平衡结构，以实现短期经济稳增长和长期高质量发展目标，基建的重点投向领域预计为：三中全会《决定》中提出的新型基础设施建设、传统基础设施数字化改造、通用航空和低空经济、重大水利工程等；此外，重视中央经济工作会议提出的“大力实施城市更新”，包括老旧小区改造、地下管网更新等，蕴含巨大市场，例如 2024 年 10 月初发改委指出预计在未来五年需要改造的各类管网投资总需求约 4 万亿，未来城市更新将有效支撑未来广义基建增速，我们判断 2025 年广义基建投资增速预计达到 6%（具体参见 2024 年 11 月 1 日报告《无限风光在险峰——2025 年宏观年度展望》）。

4.3 预计 2025 年 1-2 月地产投资累计增速-7.4%，逐步止跌回稳

预计 2025 年 1-2 月地产投资累计增速-7.4%，逐步止跌回稳。土地收储是短期需要重点关注的政策增量，有助于松绑房企存量资产压力，助力投资回稳。

2024 年 11 月，自然资源部发布《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》要求各地积极运用地方政府专项债券资金加大收回收购存量闲置土地力度。进入 2025 年后，相关工作明显提速。截至 2025 年 2 月 24 日，广东已公开发行业专项债券 307 亿元用于广东省 19 个城市，86 个项目。除广东外，浙江、吉林等多个省份也有推进。从目前公示的首轮土地收储来看，主要聚焦国企和城投为主，在地块类型上住宅和商用均有所涉及。

在当前财政政策仍以防风险作为主基调的背景下，我们认为土地收储将是未来最值得期待的地产性政策，收储的积极推进有助于为房企存量资产的沉积压力松绑，助力投资回稳。2025年以来土地市场也逐渐回暖，2025年1月100城土地溢价率达到8.72%，为2022年以来新高；流拍率降至0%，为2022年以来新低。虽然成交面积仍处于负增长区间，但部分需求归因于“严控增量”的政策导向，成交价格和流拍情况的改善也印证了地产“止跌回稳”的积极态势。

5 出口延续强势，政策组合拳未来推动进口改善

预计2025年1-2月人民币计价出口同比增长6.4%。展望未来，我国出口品的性价比优势、“新三样”等机械品的产业优势、企业的境外布局优势、全球地缘摩擦高发下的供给优势均将成为我国非美出口强势的核心支撑因素。

一是出口品的性价比优势。当前中美价格走势有明显分化，体现“外热内冷”的特征。此前在20世纪70年代美国面临高通胀的背景下，日本生产的汽车、家具家电、影音设备等领域的产品依赖性价比优势大幅抢占美国市场。在海外消费降级和企业降本的大背景下，我国出口品的性价比优势愈发显著。

二是“新三样”等机械品的产业优势。2018年以来我国“新三样”新能源汽车、锂电池、光伏产品等产业快速发展，驱动我国出口规模在化学成品及有关产品、机械及运输设备领域呈现出增长的态势。

三是企业的境外布局优势，供应链灵活。2018年贸易摩擦后中国企业积极布局海外，我国对外直接投资存量由1.98万亿快速增至2.96万亿美元，同时我国出口份额向东盟、墨西哥转移。从贸易份额来看，2018年贸易摩擦之后美国对华进口份额下降7%，中国降幅基本与墨西哥、东盟六国（新加坡、菲律宾、马来西亚、印尼、越南、泰国）的增量相一致，一定程度映射美国施加关税之后我国制造业出口份额的转移。企业大规模“出海”使我国供应链优势明显。

四是全球地缘摩擦高发下的供给优势。当前巴以冲突已扩大化至黎以冲突、俄乌冲突已蔓延至俄罗斯本土、朝韩边境也再生事端，未来全球地缘不确定性增强，供应链脆弱性提高，美国总统换届能否有效解决各个地缘领域的复杂冲突仍然存在不确定性，我国的供给能力将发挥较大优势。

预计1-2月进口增速1.9%。本轮政策组合拳落地后，进口增速有望渐进抬升。

6 预计CPI同比或转负，PPI同比降幅边际走阔

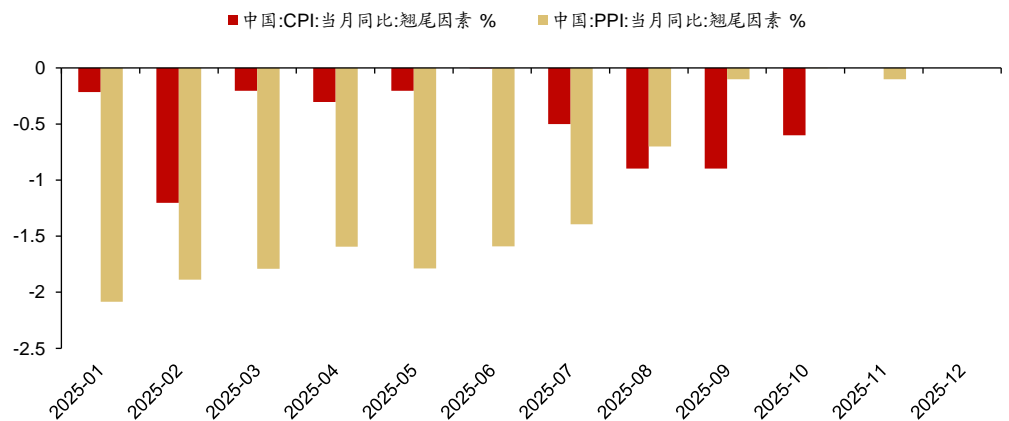
总体上看，受春节错月影响，1、2月份CPI同比波动较大，我们认为2月CPI边际向下，服务价格受节日错位效应总体稳中有降，但工业品价格下行压力未见显著缓解。综合来看，经济运行距离潜在增速尚有一段距离，在产出缺口逐步弥合的过程中，GDP缩减指数正处于温和回升的过程中。结合我们的定量模型，预计2月CPI同比增速为-0.4%（前值0.5%），对应2月环比增速为0.1%；PPI方面，我们预计2月PPI同比增速为-2.4%（前值-2.3%），环比增速为-0.3%。

图27: 春节效应更多表现为上拉CPI和下拉PPI

日历年度	除夕日期	春节当月CPI环比 (%)	春节当月PPI环比 (%)
2010	2月13日	1.20	0.40
2011	2月2日	1.24	0.85
2012	1月22日	1.50	-0.07
2013	2月9日	1.06	0.15
2014	1月30日	1.00	-0.05
2015	2月18日	1.19	-0.73
2016	2月7日	1.60	-0.30
2017	1月27日	1.00	0.80
2018	2月15日	1.20	-0.10
2019	2月4日	1.00	-0.10
2020	1月24日	1.40	0.00
2021	2月11日	0.60	0.80
2022	1月31日	0.40	-0.20
2023	1月21日	0.80	-0.40
2024	2月9日	1.00	-0.20

资料来源: 中国政府网, Wind, 浙商证券研究所

图28: 翘尾因素表征的基数效应对物价形成短期扰动



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

我们关注到, 全国 31 个省级行政区今年 1 月陆续召开两会, 对 2025 年地方政府工作做出具体部署。其中, 关于 2025 年 CPI 目标, 除了山东设定为“合理水平”、西藏设定为“<3.0%”, 其他各省市都将过去 3%左右的 CPI 目标, 普遍下调为 2%。中央经济工作会议在部署 2025 年经济工作时提出, 注重目标引领, 着力实现增长稳、就业稳和物价合理回升的优化组合。我们判断, 刺激消费的政策发力重点侧重物价合理回升, 我们建议重点关注物价总水平 (即 GDP 平减指数) 的温和回升。

表1: 2025年各省CPI目标多数下调至2%

	2025年CPI目标(%)	2024年CPI目标(%)
河北	2	3
重庆	2	3
宁夏	2	3
陕西	2	3
江西	2	3
贵州	2	0
甘肃	2	3
新疆	2	3
海南	2	3
西藏	3	3
安徽	2	-
湖南	与全国一致	3
吉林	2	3
云南	-	3
福建	2	0
广西	2	3
黑龙江	2	-
天津	2	3
内蒙古	2	3
北京	2	3
广东	2	3
辽宁	2	3
湖北	2	3
山西	2	3
河南	2	3
四川	2	3
山东	保持合理水平	3
青海	2	3
江苏	2	3
浙江	2	3
上海	2	3

资料来源: 各地政府工作报告, 浙商证券研究所

注: 具体参见2025年1月23日报告《2025年地方两会有何亮点? ——区域经济深度研究报告》

6.1 消费领域价格涨跌互现

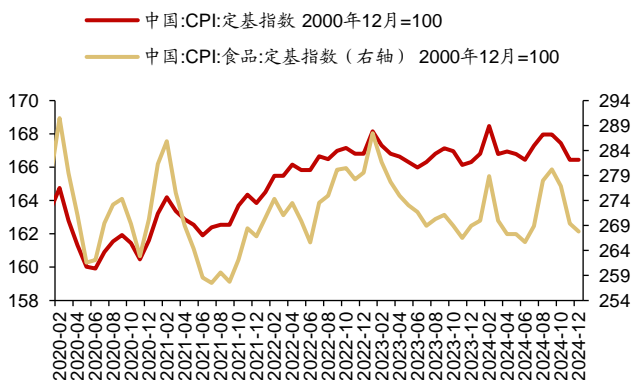
我们判断, 对于CPI而言, 短期形成猪油共振的概率极低, CPI超预期上行压力不大。近年来的观察是, 国内生猪养殖未出现大规模的供应冲击, 生猪的“补栏-去栏”更多由利润驱动, 即我国生猪市场利润回暖则补栏, 利润转负则去栏。随着养殖端去产能速度加快。2018年非洲猪瘟发生以来, 我国十分重视农业疫病防控工作, 加之生猪养殖集中化程度不断提升, 至今未出现新一轮规模较大的瘟疫扩散。国际原油价格方面, 我们认为中东局势或

成为核心影响因子。OPEC+国家整体上掌握了原油的定价权，沙特、俄罗斯主动减产使得原油供应偏紧（尽管伊朗、委内瑞拉等产能有所恢复，但产量回升的规模有限）。叠加美国近几年能源资本开支力度不足，原油钻机数量峰值已见顶回落，产能已达极限。此外，随着市场预期向好以及一揽子增量政策落地生效，有助于后续居民消费潜力进一步释放。核心 CPI 有望恢复性反弹，超调反弹的概率较低。

从技术上来分析，我国 CPI 统计涵盖全国城乡居民生活消费的食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务等 8 大类、268 个基本分类的商品与服务价格。事实上，CPI 的品类需要随着居民消费结构而变化，定期进行调整，以保持代表性，这就是 CPI 的基期轮换。我国逢“5”和“0”的年份为基期，在基期年选取一篮子商品和服务，五年保持不变。2005 年、2010 年、2016 年和 2021 年，都进行了基期轮换。2021 年 1 月开始使用 2020 年作为新一轮的对比基期，对应的食品烟酒、衣着、教育文化娱乐、其他用品及服务权数约比上轮分别下降了 1.2、1.7、0.5 和 0.4 个百分点，居住、交通通信、医疗保健权数约比上轮分别上升了 2.1、0.9 和 0.9 个百分点。

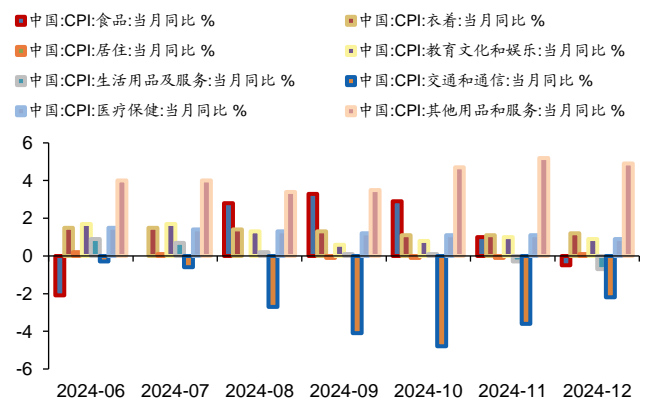
我们认为，分析 CPI 的变动，可总体按大类结构分为食品、能源与核心 CPI（扣除食品与能源）。从经济发展经验来看，食品和能源价格更容易受到一些季节性因素和非经济因素的影响，而考虑到粮食、水产品的供需两端波动性较小，因此影响食品价格的主要细分领域聚焦于鲜菜、鲜果、以及畜肉，尤其是猪肉等品类。

图29： 定基指数显示 CPI 有望温和回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图30： 食品项在 CPI 的比重大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.1.1 必选品价格总体承压

2 月生猪市场短期供强需弱，春节过后，养殖端出栏量逐渐恢复，但终端承接力度较弱，在供过于求状态下，生猪价格延续下滑态势。此外，2 月适逢猪肉消费淡季，月内除了元宵节、院校开学等，需求端再无其他明显利多支撑。短期来看，在供大于求局面难以扭转的情况下，生猪价格运行趋势或仍以偏弱为主。

我们重点提示，猪周期是指生猪经历“猪价上涨→增加补栏→猪价下跌→减少补栏→猪价上涨”的循环过程。猪生长周期较为稳定，具体来看为引种到配种约 6 个月，配种到产出仔猪约 5 个月，商品肉猪从出生到出栏约 6 个月。据农业农村部畜牧兽医局对全国 500 个县集贸市场和采集点的监测，2 月第 3 周（采集日为 2 月 20 日）全国猪肉平均价格 27.15 元/

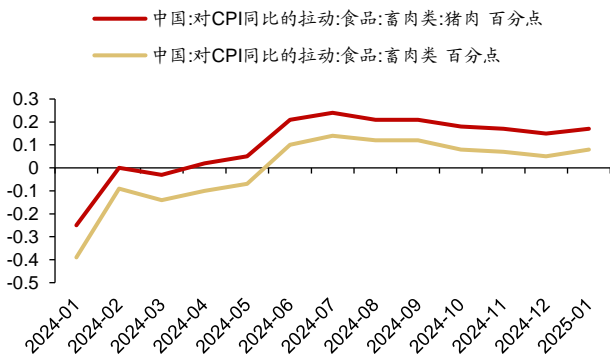
公斤，比前一周下跌 1.6%，同比上涨 6.7%。全国 30 个监测省份猪肉价格均下跌。华南地区价格较高，为 29.35 元/公斤；东北地区价格较低，为 23.90 元/公斤。

图31：从补栏能繁母猪到生猪出栏一般需要 15-18 个月时间



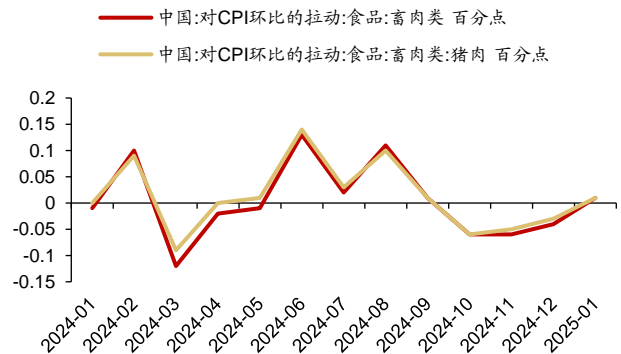
资料来源：同花顺，浙商证券研究所

图32：猪肉价格对 CPI 同比贡献较大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

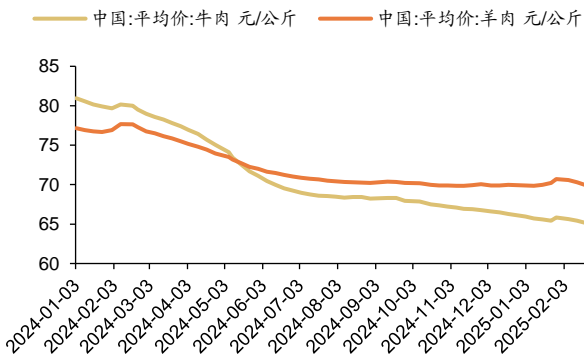
图33：关注猪肉价格对 CPI 环比的下拉作用



资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们关注到牛肉价格已经连续下跌多个月，也成为近期 CPI 的一个主要拖累项。据农业农村部监测，2025 年第 8 周（2025 年 2 月 17-23 日）牛肉批发市场周均价每公斤 57.24 元，环比涨 0.1%，同比低 17.3%。在进口牛肉的冲击下，国内牛肉和活牛价格快速下跌，目前牛肉价格已跌到近 5 年最低，活牛价格更是跌到近 10 年的最低水平。更为严重的是母牛被大量出售屠宰，影响产业安全。由于肉牛生产周期长、繁殖效率低，一旦基础母牛产能大幅下滑，需要较长时间才能得以恢复。

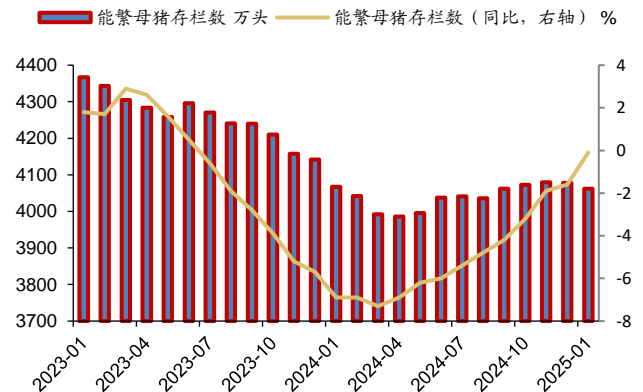
图34：2月牛羊肉价格延续回调



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：居民更容易对与其日常生活密切相关的商品涨价感受强烈，比如蔬菜、水果以及肉类等刚需商品，人们对这些商品价格上涨比较敏感，而家电等耐用消费品，消费频率低，消费者一般对这些商品价格的变动不是很敏感，但这些商品价格近年来保持稳中有降态势，因此，综合计算CPI“篮子”内的商品价格变动幅度不会很大。

图35：能繁母猪存栏处于正常产能区间



资料来源：Wind，浙商证券研究所

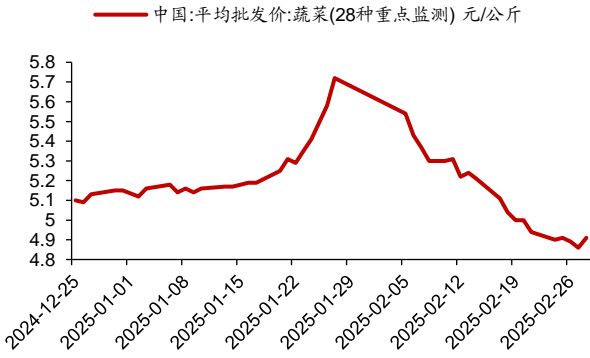
注：按照《生猪产能调控实施方案（2024年修订）》，全国能繁母猪存栏正常保有量为3900万头，能繁母猪存栏量处于正常保有量的92%-105%区间（含92%和105%两个临界值）为绿色区域，表示产能正常波动；能繁母猪存栏量处于正常保有量的85%-92%或105%-110%区间（含85%和110%两个临界值）为黄色区域，表示产能大幅波动（减少/增加）；能繁母猪存栏量低于正常保有量的85%或高于正常保有量的110%为红色区域，表示产能过度波动（减少/增加）。

蔬菜价格方面，2月呈现季节性回落，主要与春节错月因素有关。据商务部市场运行监测系统，春季蔬菜逐步上市，2月17日至23日，全国36个大中城市30种蔬菜平均零售价格环比下降3.3%。瓜类和茄果类蔬菜价格下降明显，其中黄瓜、青椒分别下降7.6%和5.9%。北方地区菜价降幅居前，其中青岛、石家庄、哈尔滨分别下降7.7%、6.1%和6.1%。

鲜果价格方面，2月总体趋于下行。根据全国农产品批发市场一周价格行情监测报告（2025年2月17-23日），重点监测的6种水果周均价每公斤7.48元，环比跌0.1%，同比高2.2%。分品种看，香蕉、巨峰葡萄和富士苹果周均价环比分别涨1.6%、1.1%和0.8%；鸭梨、西瓜和菠萝价格环比分别跌3.0%、1.3%和1.0%。

需要说明的是，农业部发布的“重点监测水果平均批发价”是最为重要的水果价格监测指标。农产品批发价格200指数由农业部信息中心负责日常运营，基于全国200余家典型农产品批发市场的价格数据，指数编制体系分为三层，包括小类指数、大类指数和总指数。小类指数包含蔬菜、水果、畜产品、水产品、粮食和食用植物油。大类指数则有鲜活产品批发价格指数和粮油批发价格指数。最后加权综合形成农产品批发价格200指数（即总指数），全面反映农产品市场价格变动。样本市场确定方面，经过评估和筛选，选择了200余家农产品批发市场作为样本市场。样本品种包括111种交易产品，涉及蔬菜、水果、畜产品、水产品、粮食和食用植物油。基期选定为2015年，采用报告期样本权重加权计算综合批发价格指数，权重根据批发成交量、市场成交额、产量、消费量等数据综合测算。

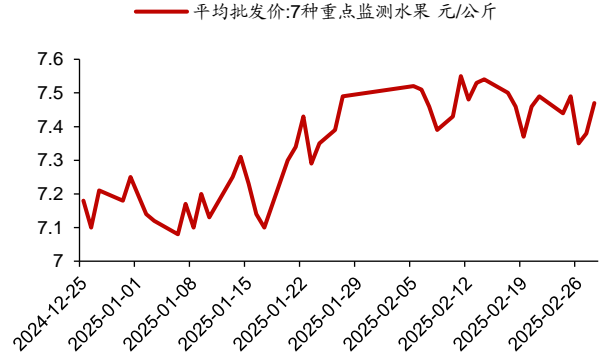
图36: 2月蔬菜价格中枢有所下移



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 农业部重点开展监测工作的 28 种蔬菜包括: 大白菜、普通白菜、结球甘蓝、花椰菜、青花菜、芹菜、菠菜、生菜、油麦菜、莴笋、胡萝卜、白萝卜、洋葱、生姜、大蒜、韭菜、大葱、香葱、番茄、茄子、辣椒、青椒、黄瓜、西葫芦、苦瓜、南瓜、冬瓜、豆角。这些蔬菜是市场上常见且消费量大的品类, 对其进行监测有助于掌握蔬菜质量安全状况, 保障消费者的饮食健康和市场供应稳定。

图37: 2月水果价格波动运行

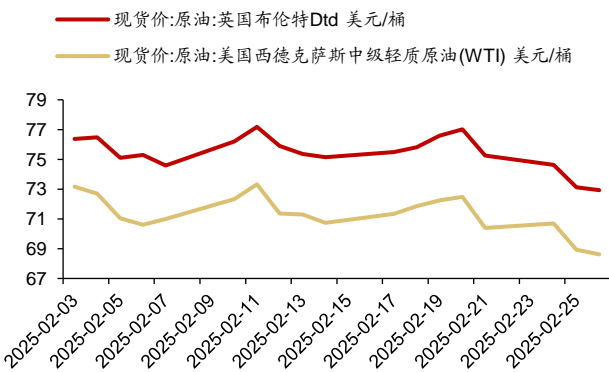


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

6.1.2 成品油价格趋向上行

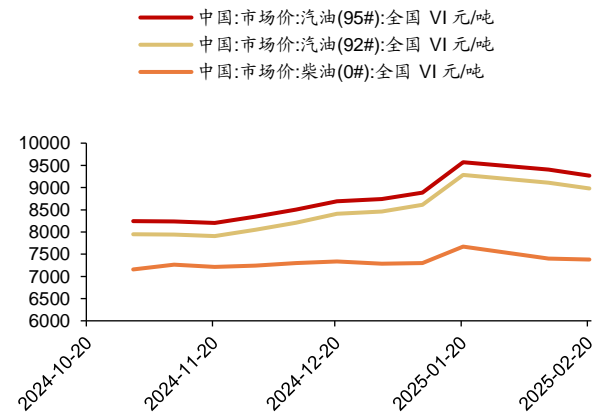
2月国际油价整体呈现冲高回落的走势, 月度均价环比显现下行。对于国内油价的影响, 需关注现行成品油价格形成机制。根据近期国际市场油价变化情况, 按照现行成品油价格形成机制, 自2025年2月19日24时起, 国内汽、柴油价格(标准品, 下同)每吨分别降低170元和160元。据我们测算, 2月美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)均价为71.21美元/桶, 环比下降3.95美元/桶; 英国布伦特原油月均价为75.31美元/桶, 环比下跌4.22美元/桶。

图38: 2月国际油价多空交织



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图39: 2月国内油价小幅回落



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

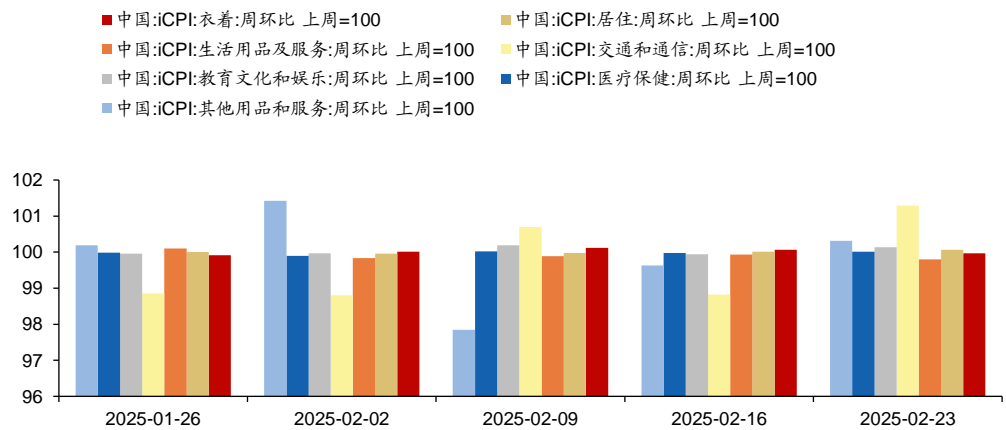
可以看到，美国总统特朗普在上任首日宣布美国进入能源紧急状态，提高美国的石油和天然气产量，承诺充实战略石油储备并向全世界出口美国能源。综合来看，特朗普一直以来都是传统能源的坚定支持者。在其首个任期内，美国在能源领域取得了重大突破，近70年来首次成为能源净出口国，并且超越其他国家，成为全球最大的石油和天然气生产国。传统能源，尤其是石油和天然气，已经成为美国外交政策的重要工具。俄乌冲突爆发后，俄罗斯对欧洲的油气出口大幅减少，而美国则趁机大幅增加了其对欧洲的油气出口，进一步巩固了其在全球能源市场的地位。

综合来看，原油市场近期走势预计将围绕地缘政治动态和全球基本面的复苏数据展开，短期国际原油价格缺乏弹性。我们提示，地缘政治仍存不确定性，一旦局势升级就会带来地缘风险溢价。据彭博社报道，OPEC+将推进4月份增产石油的既定计划，并将在4月份之后继续提高产量。油价过低使沙特及许多OPEC成员国难以维持政府开支，同时如果后续出现供应过剩会使得油价进一步承压。结合最新情况来看，OPEC+最终决定继续推进恢复原油增产的计划，或与美国总统特朗普多次要求降低油价给予的压力相关。

6.1.3 核心 CPI 处于渐进修复节点

我们认为，核心CPI主要反映有效消费需求，主要与消费者信心、家庭部门资产负债情况相关。核心CPI通过剔除食品和能源价格中波动较大的项目，如猪肉、蔬菜、石油和煤炭，来更清晰地反映总体物价的变化趋势。之所以会扣掉食品和能源价格，是因为食品和能源价格更容易受到一些季节性因素和非经济因素的影响，所以从观测经济运行的角度来讲，采用核心价格指数衡量全社会的价格水平是国际上通用的做法。我们判断，受消费品以旧换新政策带动，以及春节错月的影响，我们判断消费者信心继续处于修复阶段，有望助力核心CPI企稳回升。随着一揽子增量政策和前期已出台的存量政策持续落地显效，需求端得到修复，推动物价改善。

图40：2月核心CPI有望延续温和回升态势

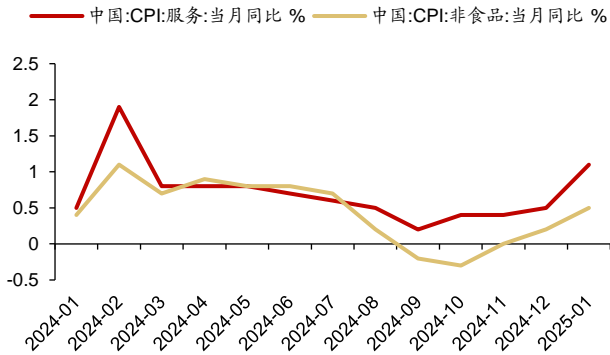


资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们判断，从2月的价格表观数据来观察，多数商品和服务的价格保持稳定。随着存量政策和增量政策组合效应的显现，市场供求关系出现改善迹象。工业消费品除了能源价格受国际输入性因素影响较大之外，多数产品供应充足。服务供给总体稳定，随着经济回升向好，

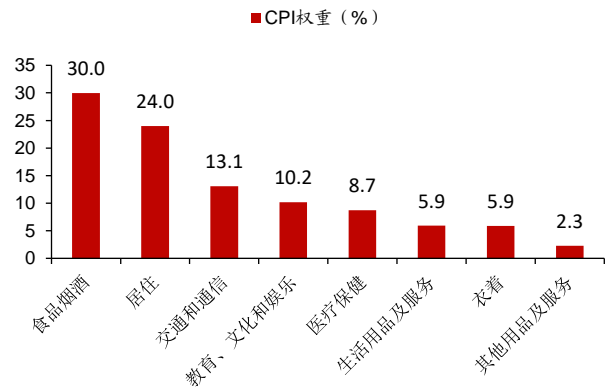
带动服务需求的扩大，对服务价格会起到一定的拉动。综合这些因素，2月核心CPI有望保持小幅回升态势，但同步增速回升至1%左右的水平尚需要较长时间。

图41：2月服务价格大概率受制于需求回落



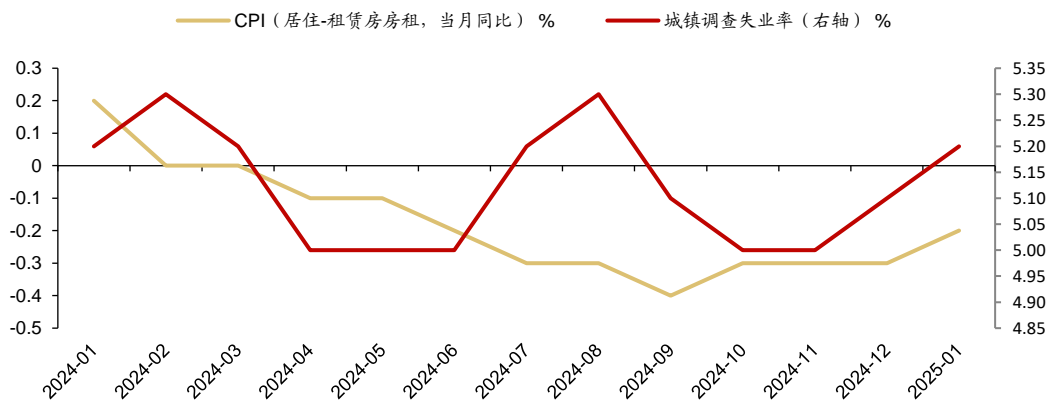
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图42：食品烟酒和居住占CPI的比重过半



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图43：租金与就业市场景气度关联性较高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

据我们测算，当前构成核心CPI的商品与服务合计占CPI的比重约为71.7%。根据国家统计局的信息，2024年食品价格下降0.6%，降幅比上年扩大0.3个百分点，影响CPI下降约0.11个百分点，进而我们可估算食品占CPI的比重约为18.3%。按同样的方法，2024年，能源价格下降0.1%，降幅比上年收窄2.5个百分点，影响CPI下降约0.01个百分点，进而我们可以判断能源占CPI的比重约为10%。在此基础上，我们可以得到食品和能源合计占CPI的比重约为28.3%。

此外，我们提示，据统计局公开表示，CPI的权重依据是“从住户收支与生活状况调查中获取到最新的居民消费支出数据，结合2020年开展的权数专项调查结果和相关行政记录，并参照当前国际做法，剔除了非洲猪瘟、新冠疫情等对居民消费支出的异常影响”。基于此方法，考虑数据的稳健性，我们进一步拆分了2020年和2021年我国居民消费支出结构，按平均值进行模拟，得到CPI八大类的权重分别是：食品烟酒（30.0%）、衣着（5.9%）、

居住 (24.0%)、生活用品和服务 (5.9%)、交通通信 (13.1%)、教育文化和娱乐 (10.2%)、医疗保健 (8.7%)、其他用品和服务 (2.3%)。

6.2 生产领域价格维持磨底

我们预计，2月PPI同比增速-2.4%（前值-2.3%），环比增速为-0.3%。总体看，PPI的变动主要受国际原油价格波动下行对我国的输入性影响，以及国内部分行业的技术进步加快，市场竞争压力较大，价格降幅有所扩大。库存周期难以对价格形成有效支撑，中游制造业产能出清或需经历较长一段时间。我们判断，国际大宗商品价格走势仍存在不确定性，但随着国内大规模设备更新和消费品以旧换新等政策逐步落地生效，对部分行业价格将形成一定支撑，预计2月PPI同比降幅大致走阔，高频数据显示环比增速较难回归正增长区间。

从定性的视角看，货币从资本市场流入产品市场需要时间，这部分时间主要来自价格粘性以及企业生产计划的调整等，因此M1对PPI具有一定的领先性。通过M1同比增速定性分析未来PPI走势，可以看出PPI维持低位可能仍持续一段时间。从结构上看，结合2024年的PPI走势，我们判断2025年PPI将呈现K型分化的特点，主要表现为如下三方面的特征。

第一，能源和原材料相关行业价格弹性不大。2024年国际原油需求增长趋缓，国际油价下行带动国内石油相关行业价格下降，石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、石油和天然气开采业价格全年降幅分别为4.3%、4.1%和0.4%。另一方面，受房地产市场持续调整等因素影响，钢材、水泥等工业品有效需求不足，黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业价格分别下降6.4%、6.3%。煤炭市场供应充足，加之清洁能源具有一定替代作用，煤炭开采和洗选业价格下降8.2%。风力发电、太阳能发电等绿电增多，电力热力生产和供应业价格下降1.7%。

第二，部分装备制造业和消费品制造业价格下行。2024年，受国际贸易保护主义加剧等因素影响，部分出口占比较高的行业价格承压，光伏设备及元器件制造、锂离子电池制造、新能源车整车制造、通用设备制造业价格分别下降28.4%、12.5%、4.3%、0.9%；通信设备制造、家用电力器具制造、计算机制造、纺织业价格全年降幅在0.5%-2.3%之间。

第三，产业转型升级对PPI产生一定拉升作用。2024年，新质生产力稳步发展，一些高技术产品性能提升，价格上涨，其中航空相关设备制造价格上涨4.0%，飞机制造价格上涨3.8%，电容器及其配套设备制造价格上涨3.2%，雷达设备价格上涨0.9%。随着工业生产效率提升，电气化水平提高，有色金属需求增加，价格有所上涨，有色金属矿采选业价格上涨13.2%，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨6.4%，其中铜冶炼、铝冶炼价格分别上涨9.8%、9.7%。

6.2.1 关注产能利用率对PPI的影响

我们判断，工业品价格或受制于产能利用率，工业品价格短期难言改善。结合PPI定基指数来看，我们认为2025年PPI同比降幅转正概率较低。我们认为，当前由行业协会层面主导的产能优化升级对PPI的拉动作用可能相对有限，如果仅依赖于市场自然出清可能速度相对缓慢。后续需重点关注相关部委对能耗限制等相关的增量指引。特别是对于中游制造业的电耗约束如果进一步加强，可能会指向PPI稳步收敛。我们的理解是，限制能耗的目标更多还是为了限产和供给侧改革，使未能达到能耗标准的产能退出市场，以达到过剩产能实现

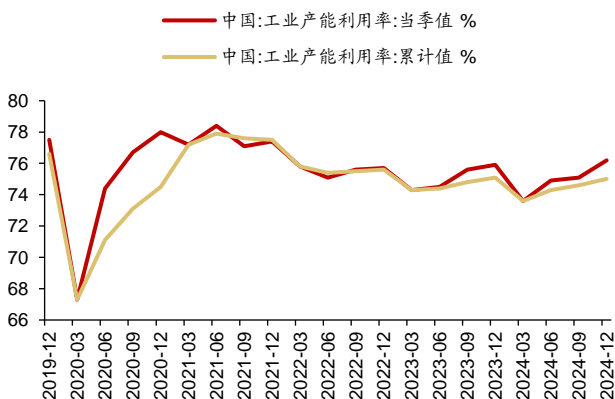
出清的效果（具体参见 2024 年 11 月 09 日报告《10 月通胀：读数维持弱势，关注需求侧的消化兑现——10 月 CPI 和 PPI 数据传递的关键信息解读》）。

我们再次强调，需持续跟踪和关注供给侧的政策指引。2024 年 5 月 29 日，国务院印发《2024-2025 年节能降碳行动方案》（简称“行动方案”）。《行动方案》要求 2024 年单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放分别降低 2.5% 左右、3.9% 左右，规模以上工业单位增加值能源消耗降低 3.5% 左右，非化石能源消费占比达到 18.9% 左右，重点领域和行业节能降碳改造形成节能量约 5000 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1.3 亿吨。2025 年，非化石能源消费占比达到 20% 左右，重点领域和行业节能降碳改造形成节能量约 5000 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1.3 亿吨，尽最大努力完成“十四五”节能降碳约束性指标（具体参见 2024 年 11 月 09 日报告《10 月通胀：读数维持弱势，关注需求侧的消化兑现——10 月 CPI 和 PPI 数据传递的关键信息解读》）。

我们认为，《行动方案》类似于新一轮供给侧改革，在此背景下，有色金属、黑色产业、石化产业和建材产业将面临淘汰落后产能、严控新增产能的局面。据国家发改委初步测算，扣除原料用能和非化石能源消费量后，“十四五”前三年，全国能耗强度累计降低约 7.3%，节约化石能源消耗约 3.4 亿吨标准煤。但全国能耗强度降低仍滞后于时序进度，部分地区节能降碳形势较为严峻，能否如期完成“十四五”规划纲要确定的节能降碳约束性指标，可能需要渐进观察（具体参见 2024 年 11 月 09 日报告《10 月通胀：读数维持弱势，关注需求侧的消化兑现——10 月 CPI 和 PPI 数据传递的关键信息解读》）。

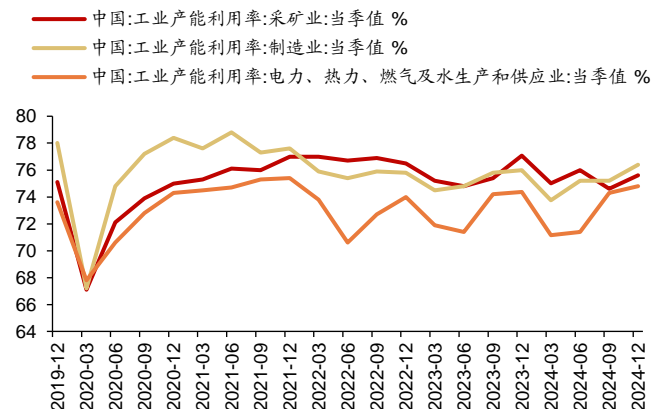
综合研判，后续中游行业产能出清或相对缓慢。一方面，随着前期制造业资本开支持续偏强，形成后续产能的积累，尤其是高技术制造业。可以看到，2024 年四季度，全国规模以上工业产能利用率为 76.2%，比上年同期上升 0.3 个百分点，比三季度上升 1.1 个百分点。分行业来看，2024 年四季度在 41 个大类行业中有 30 个行业产能利用率环比上升。另一方面，考虑下游有效需求仍有较大改善空间，工业品价格的企稳本质上是依赖于需求侧的消化，但综合研判，这可能是个宏观慢变量（具体参见 2024 年 11 月 1 日报告《无限风光在险峰——2025 年宏观年度展望》）。

图44：工业企业产能利用情况不断改善



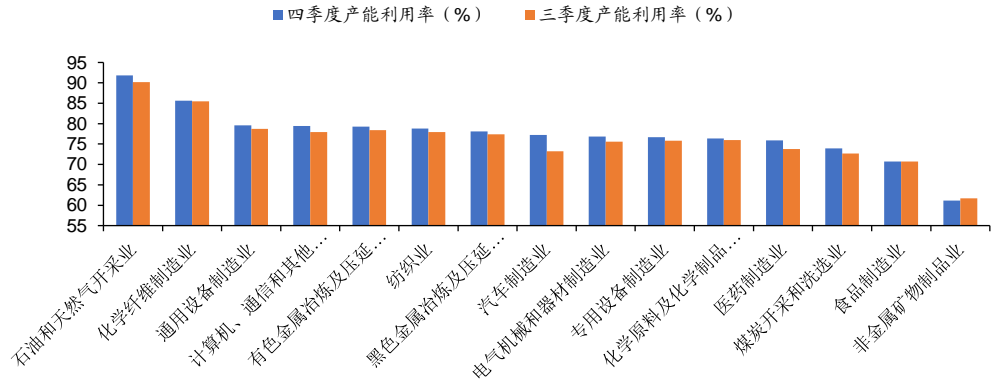
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图45：国内有效需求不足、企业盈利水平较低仍需有效应对



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图46: 大类行业产能利用率分化较大



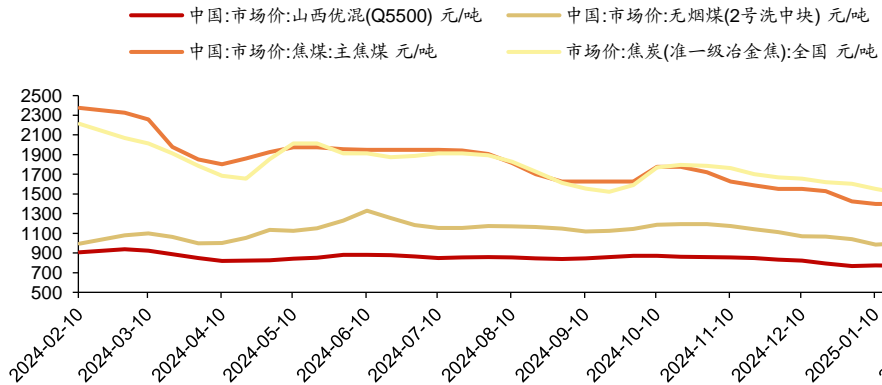
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

6.2.2 春节错月效应驱动 2 月工业品价格偏弱运行

我们认为,工业品的价格标尺,主要是现货成交和期货价格。考虑春节前后的淡季因素,特别是下游需求阶段性的放缓,产业链现货成交量下降明显春节附近,现货成交冷清,市场的定价以期货交易价格作为主要的参考,而市场可能给予产业无风险套利的机会。

第一,2月煤炭价格趋于下行。我们关注到,2月中旬动力煤价格再次走弱;焦煤价格跌势不改,且跌幅明显扩大;无烟煤价格调转下跌。国家统计局公布的2月中旬煤炭价格数据显示,无烟煤(洗中块,挥发份≤8%)价格967.2元/吨,较上期下跌27.8元/吨,跌幅2.8%;普通混煤(山西粉煤与块煤的混合煤,热值4500大卡)价格574.1元/吨,较上期下跌8.9元/吨,跌幅1.5%;山西大混(质量较好的混煤,热值5000大卡)价格为657.7元/吨,较上期下跌12.3元/吨,跌幅1.8%;山西优混(优质的混煤,热值5500大卡)价格为751.6元/吨,较上期下跌12.9元/吨,跌幅1.7%;大同混煤(大同产混煤,热值5800大卡)价格为793.0元/吨,较上期下跌14.3元/吨,跌幅1.8%;焦煤(主焦煤,含硫量<1%)价格为1300.0元/吨,较上期下跌80.0元/吨,跌幅5.8%。

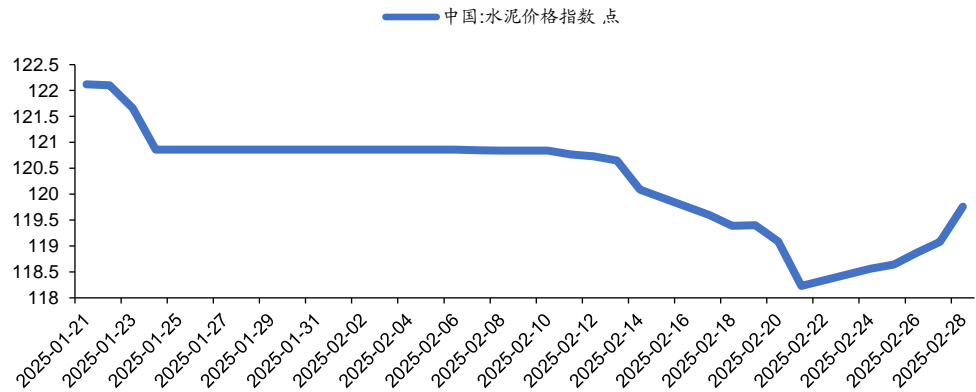
图47: 2月煤炭价格总体波动下行



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

第二，2月水泥价格以跌为主。可以看到，2015年我国水泥消费量达到峰值后首次出现下降，加之新建生产线不断投产，行业过剩矛盾加剧，产能置换、错峰生产等供给侧结构性改革政策相继出台。其后数年，由于需求整体处于下滑态势，加之新线投产、技改升级等因素，均指向行业盈利承压并掣肘产能利用率。截至2月28日，全国水泥价格指数（CEMPI）报收119.76点，环比上涨1.29%，同比上涨11.62%。2月28日，长江流域水泥价格指数（YRCMPI）报收112.82点，环比上涨1.03%。北方地区气温有所回升，终端需求缓慢恢复，部分地区开始调涨水泥价格；南方地区市场需求加快恢复，企业出货量走高，企业涨价意愿强烈。总的来看，下游开工逐步提高，加之企业停窑较好，全国行情止跌转涨。

图48：水泥价格波动更多来自供需矛盾

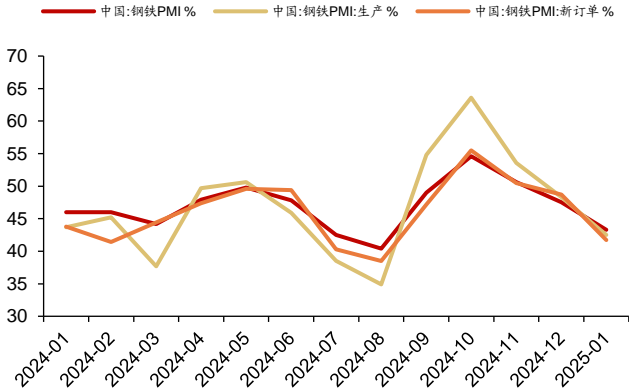


资料来源：Wind，浙商证券研究所

第三，2月钢材价格季节性下行。上海螺纹钢价格指数显示，上海螺纹钢价格指数显示，2月5日价格为3309元/吨，之后由于市场需求偏弱，价格小幅回落，至2月13日价格降至3254元/吨。后半月，市场需求有所回稳，市场预期有所上升，钢材价格也小幅回升，2月26日价格为3281元/吨，较月初下行幅度仅28元/吨。

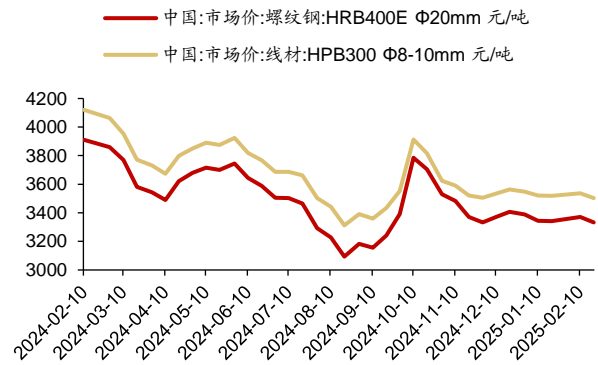
从中物联钢铁物流专业委员会调查、发布的钢铁行业PMI来看，2025年2月份为45.1%，指数虽仍在收缩区间，但环比上升1.8个百分点，显示钢铁行业运行缓中有所趋稳。分项指数变化显示，季节性因素影响仍在持续，钢材市场需求有待继续恢复，钢厂生产趋稳运行，原材料价格继续下行，钢材价格震荡偏弱。预计3月份，钢市需求温和回升，钢厂生产稳中趋增，原材料和钢材价格均低位回升。

图49: 市场库存压力对价格上涨形成抑制



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图50: 2月钢材价格边际走低



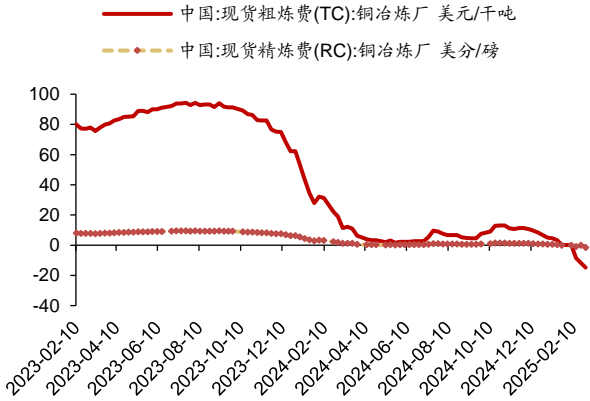
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

6.3 有色金属有望延续涨势

2025年以来,全球经济波动较大和大国博弈持续的背景下,有色金属主要品种实现“量价齐升”,价格上涨且部分品种价格超高位运行,主要受到供给侧的冲击,也与部分行业主动进行产品结构调整及新兴领域需求旺盛所致。从基本面来看,随着较长一段时间的周期行业产能出清,特别是对于上游资源品而言,或已进入一个供给硬约束阶段,产能很难在短期内得到提升。在安全为主的重要性提升过程中,有效需求具有相当韧性以及潜在向上弹性的前提下,我们判断上游资源品的价格有望延续高位震荡,对于细分产业而言,相关资本开支斜率将带来超额回报。

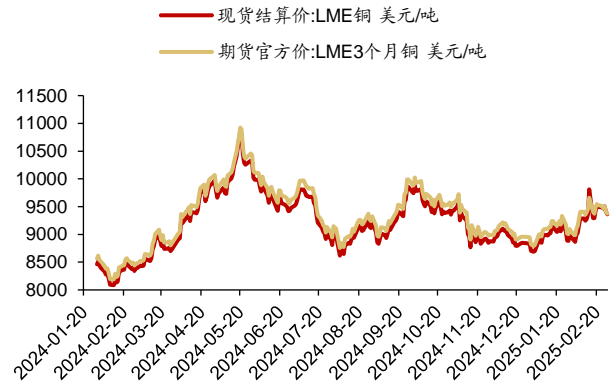
铜价方面,原材料价格走高叠加需求预期向好驱动铜价持续攀升。铜作为一种重要的工业基础材料和战略储备物资,对发展国民经济和国防工业至关重要。而铜作为交易所的交易商品,不仅有商品属性,同时兼具较强的金融属性。事实上,2023年12月以来,矿山陆续下调未来指导产量,引导铜精矿供需局势由过剩向短缺转变。铜精矿是含铜矿物在选矿过程中去除杂质后获得的纯度较高的铜矿石,通常需要熔炼和电解等加工过程转化为铜金属。铜精矿加工费是指将铜精矿加工成铜金属所需的费用,包括铜的粗炼费((Treatment and Charges for Processing Concentrates, 简称 TC)和精炼费(Refining Charges for Processing Concentrates, 简称 RC)及副产品金和银的精炼费。其中,粗炼费是指从铜精矿到粗铜(或阳极铜)的冶炼费用。精炼费是指从粗铜(或阳极铜)到电解铜的精炼费用。

图51: 铜精矿加工费震荡走低



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图52: 预计中长期铜价重心或将持续上移



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

考虑到铜矿资本开支周期一般在10年左右,2011年以来铜矿项目很少,由于铜矿紧张,目前现货铜精矿加工费持续低位运行(具体参见2024年6月30日报告《6月PMI持平,供需边际放缓——2024年6月PMI数据传递的信息》)。我们特别提示,铜加工费的高低主要取决于铜精矿的供求关系。供大于求时,加工费上升;供不应求时,加工费下降。冶炼产能的扩张、供应端的干扰以及矿商的策略等都会影响加工费的水平。过去20年,全球绝大部分新增铜冶炼产能集中在中国。中国作为全球最大的铜冶炼国,2023年冶炼产能超1300万吨,2024年计划新增精炼产能约140万吨。我国冶炼产能增长速度远高于原料增长速度,铜精矿需求持续增长。矿山供应端的主要影响因素包括矿山生产干扰率、社区干扰、电力供应短缺、劳资谈判、部分国家限制政策、物流运输等。

综上所述,随着我国新增冶炼产能的陆续释放,未来几年可能面临原料短缺。2026-2027年新投产矿山数量有限,在没有大的铜冶炼厂减产或者停产的前提下,全球铜精矿供应紧张的局面可能会持续到2027年以后。我国是全球第一大铜消费国,且铜资源匮乏,对外依存度已经超过75%。作为全球最大的铜消费国,中国对铜的需求持续增长,新能源行业拉动铜需求增长明显,尤其是电网建设和锂离子电池产量呈现双位数增长态势,这两方面都推动铜需求的增长。随着需求的增长和供应的限制,预计2025年铜价总体处于上行区间。

7节后返城集中,摩擦失业上升

我们预计1-2月份,全国城镇调查失业率平均值为5.3%,其中预计2月全国城镇调查失业率5.3%,较前值上升0.1个百分点。2月为劳动力集中返城的月份,摩擦性失业增多,符合季节性规律,接近去年同期水平。春节后是劳动者换岗求职高峰期,失业率上行符合季节性规律。随着春节后各地有序复工复市,摩擦失业有望逐渐缓解。

农民工就业或将保持积极态势,工业、服务业生产保持前期平稳态势吸纳就业,集中返城或阶段性增加摩擦性失业。中国政府网数据显示,截至2月9日,江苏苏州、南京、常州、盐城的重点监控企业职工返岗率,已分别达到92.01%、96.63%、92.14%和94%。在用工大省江苏,截至2月12日,农民工已返岗就业2126.3万人。据江苏省劳动就业管理中心披露,“预计到2月末,全省农民工就业总量可快速恢复至2400万人以上的常态化水平。”据广东

省就业服务管理局披露，截至2月12日，外省务工人员入粤返岗超1800万人，约占节前返乡人数的92.8%，同比提高2.1个百分点。

各地就业政策积极发力，帮助企业与求职者之间的衔接，有助于降低摩擦性失业的冲击。春节期间，各地春风行动不停歇，持续举办线上线下招聘活动，提供专车、专列、包机服务，帮助劳动者早返岗、企业早开工。截至2月11日（正月十四），全国已累计举办各类招聘活动2.2万场，发布岗位1500万个。

高校毕业生等青年群体就业是政策支持的重中之重。教育部部署开展2025届高校毕业生“寒假促就业暖心行动”，通过精准推送就业岗位、精细做好就业指导、精心开展就业帮扶、积极开展就业实习等四项活动，全力促进高校毕业生就业。要求各地各高校抓住寒假毕业生离校返乡窗口期，积极组织毕业生到企事业单位、科技园区、实习基地、基层一线等参加实习实践、社会调研、志愿服务、职业培训等活动。

就业平稳仍需政策发力，加大创业支持或是重要方向。人力资源社会保障部、教育部等七部门印发《关于健全创业支持体系提升创业质量的意见》，提出面向高校毕业生、农民工、退役军人、就业困难人员等重点群体，分型分类提供创业支持保障，促进创业带动就业。意见明确，要加强政策扶持，强化全链条支持保障，优化创业促进就业政策环境。落实重点群体创业税收优惠和一次性创业补贴政策，帮助创业者降低启动成本、减轻经营负担。加大创业融资支持，鼓励降低创业担保贷款门槛，扩大贴息支持范围，提高额度上限。做好稳岗扩岗支持，将不裁员、少裁员的创业主体纳入金融助企稳岗扩岗专项贷款范围，提高单户最高授信额度。

8 预计2月金融数据偏弱，预计降准将至

预计2月人民币贷款新增1万亿元，同比少增约4500亿元，对应增速回落0.2个百分点至7.3%。分别看供、需情况，供给端，预计1月信贷供给端延续维稳基调，12月政治局会议与中央经济工作会议将连续实施了14年“稳健的货币政策”调整为“适度宽松的货币政策”，传递出积极信号。央行在2024年四季度货政报告中也提出“引导金融机构深入挖掘有效信贷需求，保持货币信贷合理增长”，强监管政策延续缓和基调。

需求端，当前我国经济弱修复，工业稳增长政策延续，三产增加值呈现震荡，需求侧消费、基建、地产投资等内需相对承压，出口的不确定性升温，内生资金需求仍有待修复，预计2月信贷同比仍将受企业端信贷需求的制约。我们曾在1月金融数据点评报告中前瞻提示“企业贷款同比多增主要来自票据融资多增，反映出有效贷款需求仍然偏弱，实体企业内生融资意愿不强，因此我们提示1月金融数据开门红或不具备持续性”，我们仍维持前期的判断。但居民端，受存量房贷利率下调的影响，按揭贷回落压力或有缓解，2月30城商品房销售面积和二手房成交数据（可得数据城市）均持续回暖，预计可对居民中长期贷款形成正向带动。

此外我们重点提示，2月企业中长期贷款表现较弱仍然受地方政府化债的影响较大，受地方政府化债影响，部分城投平台隐性债务中的存量贷款被置换或提前偿还，而新增贷款为新发放贷款减去当期偿还贷款之差，故使得当月新增贷款规模会受到一定影响。2月特殊再融资债发行进度再度加快，2月各省用于债务置换的特殊再融资债净融资规模7823亿元，较1月1317亿有所回升，对信贷带来的“技术性”扰动将加强。整体看，预计2月信贷同比主要受企业端信贷需求的制约，未来走势受本轮政策力度尤其是财政政策力度影响较大。

预计2月社融新增2.8万亿,同比多增1.3万亿元,对应增速提升0.3个百分点至8.3%。结构中,预计社融同比支撑项主要来自于政府债券、未贴现银行承兑汇票和企业债券。高频数据显示,2月政府债券净融资规模约1.6万亿,同比多增约1万亿;2月企业债券净融资规模约2500亿,同比多增约1700亿。

预计2月M2增速为6.8%,前值7%,回落0.2个百分点。预计2月M1增速为2.3%,前值为0.4%,提升1.9个百分点。对于居民和企业存款,春节前后企业集中发放奖金、支付账款,导致活期存款转化为居民存款或定期存款。2025年1月因奖金发放节奏与财政支出差异的影响,使得企业存款同比少增,居民存款同比多增,2月将呈现出相反的影响,企业存款同比多增,居民存款同比少增。此外1月30城商品房销售数据表现较好,财政资金的逐步拨付、使用可能对M1数据逐步产生正面带动,叠加基数效应的影响,预计M1增速继续回升。

对于后续货币政策,预计3月仍存在降准落地的“窗口期”。2024年底召开的中国人民银行货币政策委员会2024年第四季度例会,以及2025年初召开的2025年中国人民银行工作会议均提出“择机降准降息”。从降准的视角看“择机”的选择,我们认为核心是两个方面,其一,维护银行间流动性市场的合理充裕,一季度考虑到政府债集中发行增多,央行或通过降准提供流动性从而平滑资金面的较大波动;其二,短期看汇率是央行降准的重要考量,央行曾在四季度货币政策执行报告中表示“防范汇率超调风险,在复杂形势下保持人民币汇率基本稳定”,今年2月人民币汇率强势收复7.25关口,2月美元兑人民币即期汇率中枢为7.2774,较1月7.3103中枢有所回升,汇率端压力的减轻为国内降准打开空间。全年看,预计2025年货币政策维持宽松基调,与财政政策、产业政策形成政策合力,预计全年降准幅度约100BP,降息约30BP。

9 风险提示

1) 地缘冲突扩大化解我国产能过剩,使得中国经济意外上行

如果地缘冲突持续性超预期,对国际格局的冲击不断显现。

2) 政策落地不及预期

如果宏观政策落地速度不及预期,可能导致市场预期回撤,影响市场风险偏好。

表2: 2025年2月宏观经济与金融数据预测

	2025年2月数据预测
规模以上工业增加值 (1-2月累计同比, %)	5.4
社会消费品零售总额 (1-2月累计同比, %)	4.3
固定资产投资(不含农户) (累计同比, %)	4.4
CPI (2月同比, %)	-0.4
PPI (2月同比, %)	-2.4
出口 (人民币计价1-2月累计同比, %)	6.4
进口 (人民币计价1-2月累计同比, %)	1.9
M2 (同比, %)	6.8
社会融资总额 (2月新增, 亿元)	28000
人民币贷款 (2月新增, 亿元)	10000
全国城镇调查失业率 (2月值, %)	5.3

资料来源: 以上数据均来自浙商证券研究所预测(具体参见前文)

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>