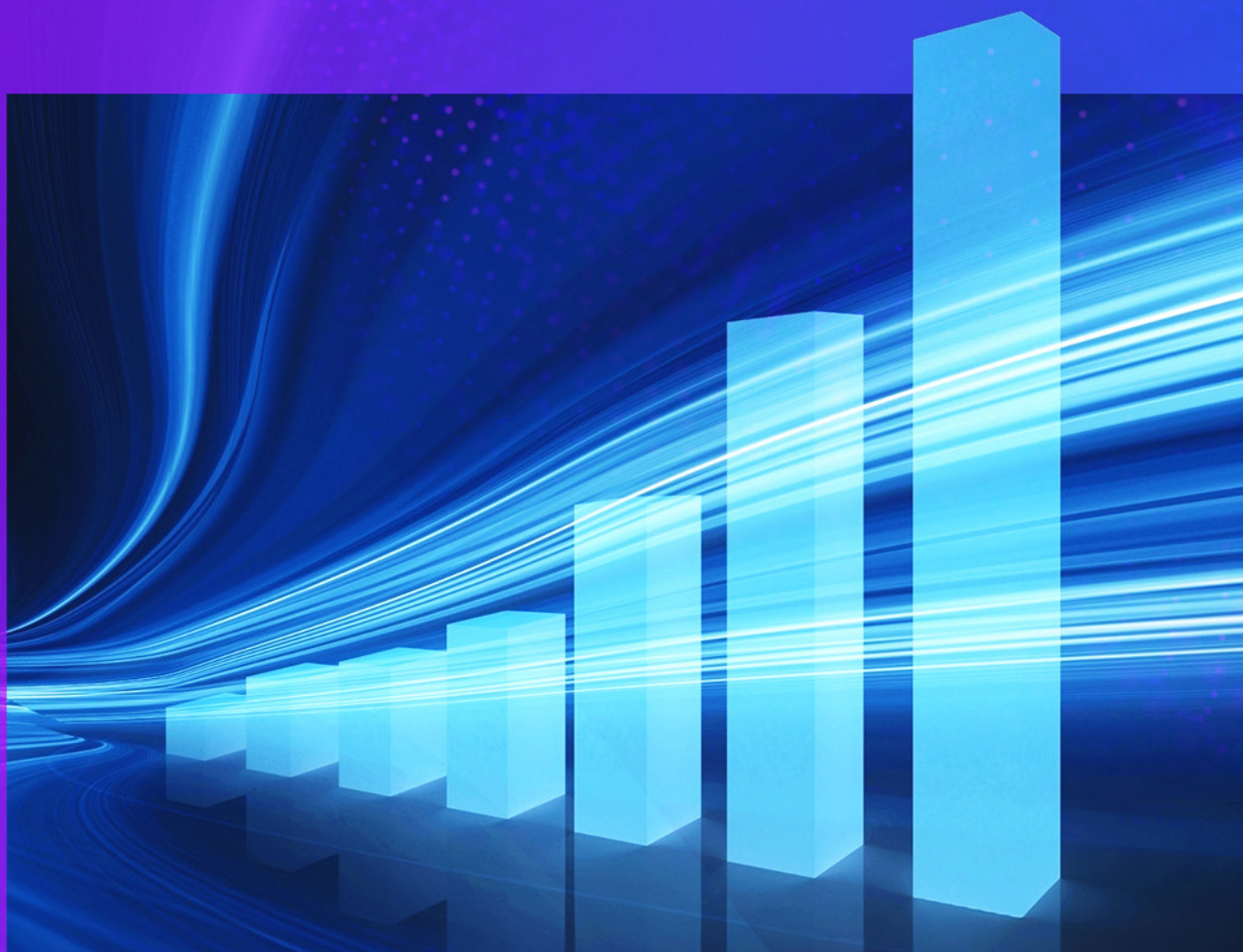


中国经济观察

2025年第一季度



目录



要点综述

2



经济走势

5

- 四季度经济增速超预期，全年经济增速目标顺利达成 6
- 制造业投资修复带动固定资产投资企稳 12
- 以旧换新支撑消费回升 23
- 核心通胀进入上行通道 28
- 货币政策转向“适度宽松” 31
- “抢出口”效应支撑外贸超预期增长 36
- 人民币汇率阶段性承压 41
- 中国香港特区经济稳中有进 43
- 全球经济平稳增长 46



政策分析

53

- 国务院推出十八项措施以进一步繁荣文旅消费 54
- 中共中央、国务院深化养老服务改革 58
- 国务院统筹推进新型城市基础设施建设 62
- 商务部多措并举推动外贸质升量稳 66
- 国资委发布央企上市公司市值管理工作意见 70



附表：主要经济指标

73

要点综述

2024年实际GDP增速达5%，达到年初《政府工作报告》设定的“5%左右”经济增速目标，全年经济总量首次超过130万亿元。四季度实际GDP同比增速上行至5.4%，较三季度同比上行0.8个百分点，为全年季度同比最高值，季调环比为2016年以来最高值，为全年目标的顺利实现做出了决定性贡献。四季度经济表现亮眼，主要源于内外部需求均超预期回升。2024年9月末政府出台一揽子增量政策效果显现，四季度居民消费、政府投资止跌回升。而在年末企业“抢出口”活动带动下，四季度出口表现在高基数下仍延续强劲。

需要注意的是，未来一段时间，我国经济下行压力仍存，一方面，四季度GDP平减指数同比连续第七个季度为负，物价持续低迷，说明企业与居民预期偏弱，内需修复的持续性仍待巩固。另一方面，伴随特朗普再度上任执政，全球贸易争端再起波澜，我国外部环境不确定性上升。面对新一轮经济下行风险，国内也在同步酝酿新一轮增量政策。去年12月，中央召开政治局会议与中央经济工作会议，先后提出2025年将“加强超常规逆周期调节”，并将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”作为2025年首要重点任务。今年2月上旬，李强总理主持召开国务院第七次全体会议，在讨论《政府工作报告》稿时，提出要“敢于打破常规推出可感可及的政策举措”。前期会议表述为即将到来的两会政策力度打开想象空间。我们预期，今年全国两会设定经济增速目标仍将设定在5%左右，而宏观政策力度将触及历史上沿，赤字率或创历史新高，货币政策将告别过去14年的“稳健”取向，未来降准降息空间充裕

产出方面，2024年工业增加值同比增长5.7%，较2023年上行1.9个百分点，在出口与设备更新政策支持下，工业对全年经济拉动作用显著。从趋势上看，在需求改善带动下，四季度工业增加值同比达5.2%，较三季度回升0.6个百分点。四季度需求对生产带动体现在三个层面，一是外需强劲带动装备制造业生产走强，二是居民需求改善带动消费品生产走强，三是下游企业积压补库需求带动上游原材料产业生产修复。除需求改善外，四季度生产走强还有部分上游商品涨价因素驱动。四季度国际油价结束了单边下行态势，柴油、汽油四季度产量增速较前值大幅收窄。展望下一阶段，伴随前期存量政策和增量政策迎来新一轮部署，国内需求有望持续修复，叠加外需在全球贸易需求回升及短期“抢出口”效应持续支撑下维持一定韧性，工业生产有望在一季度保持较高热度。

消费方面，得益于消费品以旧换新政策支持，2024年社会消费品零售总额同比增长3.5%，高于2022-2023年两年平均增速0.1个百分点。其中以旧换新政策合计带动相关产品销售额超1.3万亿元，拉升了全年社零增速1个百分点，财政资金对社零口径消费金额的撬动乘数达2.1倍左右。从趋势上看，消费品以旧换新资金集中于四季度投放，带动当期社零零售环比大幅增长14.2%，强于往年季节性。政策支持家电、家具、

办公用品、汽车等商品零售同比增速在四季度均有不同程度的回升。但需要注意的是，四季度居民消费倾向回落0.8个百分点至73.2%，为有数据以来历年同期次低，仅高于2022年四季度，下一阶段消费修复持续性仍需增量政策支持。而在去年12月，中央经济工作会议将“大力提振消费”置于2025年任务之首，同时提出2025年要加力扩围实施消费品以旧换新。国务院总理李强进一步在今年2月10日主持召开国务院常务会议，明确“要切实转变观念，把提振消费摆到更加突出位置”，意味着下一阶段消费政策力度或持续扩容——除了消费品以旧换新政策延续外，支持居民增收的相关政策举措也有望进一步加码。总体来看，2025年“就业—收入—消费”循环堵点有望逐渐疏通，居民消费能力、意愿和层级将进一步提升，推动消费增速温和回升。

投资方面，2024年全年固定资产投资同比达3.2%，高于2023年增速0.2个百分点，设备更新政策对全年投资起到关键支撑作用，2024年设备工器具购置投资同比增长15.7%，对全部投资增长贡献率达到67.6%。投资的三大支柱中，制造业投资在出口和设备更新政策带动下增速显著回升，拉动全年投资增速3.1个百分点。基建投资则维持稳健，带动投资2.5个百分点，房地产投资则延续疲弱，拖累全年投资1.5个百分点。从趋势上看，投资同比增速在前三季度逐季放缓，四季度则边际企稳达2.7%。主要是四季度下游需求改善，以及地方债务压力减轻，制造业投资、非电力基建投资四季度增速均有回升，分别较三季度上行0.4、3.2个百分点。展望下一阶段，制造业投资将在国内需求改善与设备更新政策支撑下保持稳健，短期内外需仍将在企业“抢出口”以及全球贸易需求回升背景下保持韧性，对制造业拖累有限。房地产投资则可能持续磨底，高库存以及融资土储限制仍将制约未来房企投资活动。而为持续对冲地产投资对经济的拖累，基建投资将在财政增量资金支持下维持高位，与新型城镇化建设相关的基建项目或将率先获得资金支持。

出口方面，2024年全年出口同比增长5.9%，较2023年回升10.6个百分点，并呈现出逐季走强的良好态势。四季度出口同比增长9.9%，较三季度上行4.0个百分点，除了受到低基数和海外传统消费旺季的拉动，还与主要发达经济体降息、全球制造业平稳复苏以及贸易保护主义升级预期下企业“抢出口”等因素有关。四季度对美国出口同比增长10.5%，较三季度加快5.5个百分点。从外贸商品结构来看，随着全球人工智能产业蓬勃发展和消费电子市场持续复苏，2024年集成电路、自动数据处理设备、家用电器等商品对出口的拉动作用较强。此外，得益于全球贸易回暖，国际海运市场运输需求旺盛，船舶与集装箱出口大幅增长。展望未来，特朗普政府加征关税政策或对我国出口造成负面冲击，叠加2024年基数较高，预计2025年出口增速趋于回落。短期来看，“抢出口”效应和主要央行货币宽松政策仍将支撑出口保持一定韧性。

财政政策方面，2024年财政收入放缓，但支出保持稳健，广义赤字达到历史新高，有效稳定全年基建投资以及消费需求。回顾2024年全年财政收支表现，财政收入端表现较弱，全年广义收入同比下降2.0%，为历史次低值。由于前期内需放缓，物价走弱，全年税收收入、土地出让收入均未实现年初预算数。为保证重点领域支出，加大逆周期调节力度，财政于年中积极筹措非税收入，同时加大财政存量资金调动

规模，使得全年广义支出增速保持正增长达2.7%，与2020-2023四年复合增速2.8%基本持平。而从支出领域来看，一般公共预算中，基建、社保就业、科学技术领域支出增速高于年初预算，政府性基金中，超长期特别国债首次划拨3,000亿元用于消费与制造业投资领域，我们认为，上述领域仍将是2025年财政重点支持对象。展望下一阶段，2025年财政政策总体力度或触及历史上沿，广义赤字率有望创历史新高，在节奏上则将前置发力。在前期居民、企业负担减轻，预期稳定的状态下，未来财政政策的加码将获得更为理想的结果。

货币政策方面，2024年央行综合运用降准降息、国债买卖、买断式逆回购等工具，保持流动性合理充裕，驱动社会综合融资成本稳步下降。中央经济工作会议提出2025年将实施“适度宽松的货币政策”，意味着货币政策将告别过去14年的“稳健”取向，未来降准降息都有较大空间。2025年，货币政策与财政政策的配合将更为积极，除了择机降准外，央行通过国债净买入和买断式逆回购等工具进行基础货币投放和流动性管理的操作也将逐渐常态化，以配合国债和地方债发行节奏。此外，为进一步激发实体经济融资需求，促进物价水平温和回升，2025年有必要继续实施有力度的降息；但考虑到未来美联储降息步伐或有所放缓，以及特朗普关税冲击可能对人民币汇率稳定构成一定压力，全年政策利率降幅可能与2024年相当，同时不排除通过单独调降5年期以上LPR等定向降息的方式进一步支持房地产市场回暖。

国际方面，1月IMF发布了最新的《世界经济展望》报告，报告指出，通胀放缓为各国央行提供了继续降息的空间，以支持经济扩张。IMF预计2025年全球经济将增长3.3%，较去年10月的预测上调了0.1个百分点，高于2024的增速3.2%，但仍低于2000-2019年3.7%的历史平均水平。与此同时，主要国家经济政策不确定性显著上升，尤其是在贸易和财政方面，叠加包括中东在内的地缘政治风险和全球经济碎片化趋势正在加剧，各经济体增长前景可能进一步分化。IMF预计2025年发达经济体增长将较去年回升0.2个百分点至1.9%，新兴市场和发展中经济体增长将持平于去年的4.2%。通胀方面，预计2025年全球总体通胀率将从5.7%下降至4.2%，发达经济体比新兴市场和发展中经济体更早回到目标水平。需要注意的是，政策变化或将在一些国家重新引发通胀压力，对货币政策宽松形成扰动，并影响全球资本流动。

经济走势

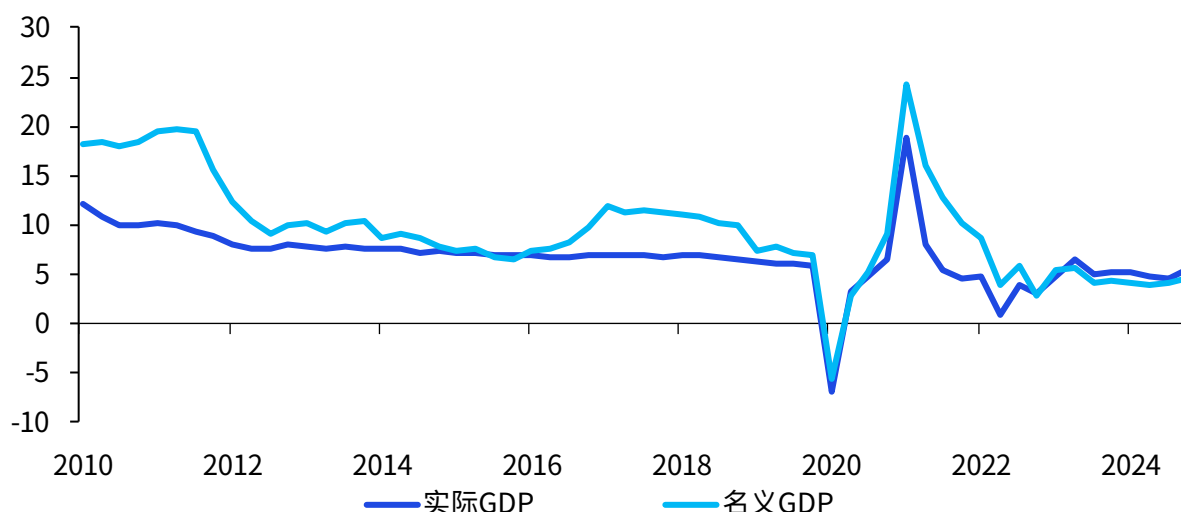
四季度经济增速超预期， 全年经济增速目标顺利达成

2024年实际GDP增速达5%，达到年初《政府工作报告》设定的“5%左右”经济增速目标，全年经济总量首次超过130万亿元。四季度实际GDP同比增速上行至5.4%，较三季度同比上行0.8个百分点，为全年季度同比最高值，季调环比为2016年以来最高值，为全年目标的顺利实现做出了决定性贡献（图1）。四季度经济表现亮眼，主要源于内外部需求均超预期回升。2024年9月末政府出台一揽子增量政策效果显现，四季度居民消费、政府投资止跌回升。而在年末企业“抢出口”活动带动下，四季度出口表现在高基数延续强劲。

需要注意的是，当前国内物价表现仍然偏弱，四季度GDP平减指数仅-0.8%，连续第七个季度为负。物价表现偏弱，反映企业对居民需求的持续改善仍存担忧，企业投资意愿仍显不足，“以价换量”情况仍有多发。为进一步扩大内需、稳定物价，12月召开的政治局会议首次提出要“加强超常规逆周期调节”，而随后召开的中央经济工作会议将“全方位扩大国内需求”作为2025年首要重点任务，将“保持物价总体稳定”作为经济工作目标之一，并首次提出综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。

中央经济工作会议后，前期存量与增量政策迎来新一轮部署，12月下旬至春节前，财政部、金管局、发改委先后发布地方政府专项债管理新政、推动中长期资金入市新政、加力扩围实施“两新”政策，促进2025年政府投资、资本市场、居民消费的进一步回暖。

图1 GDP增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

需要注意的是，地方政府当前对于今年经济增长预期仍然偏向谨慎。1月地方政府陆续召开两会，制定各项年度经济增速目标，31个省份中，有20个省份制定的经济增速目标低于2024年，各省加权后经济增速目标为5.3%，略低于2024年的5.4%，过半省份降低了通胀、消费、投资增速目标（表1）。从外部环境观察，美国于2月1日宣布对华输美产品加征10%的额外关税，中国随即采取相应反制措施，计划于2月10日起对原产于美国的部分进口商品加征10%-15%关税。总体而言，现阶段国内需求修复预期偏弱，而外部环境不确定性上行。2月上旬，李强总理主持召开国务院第七次全体会议讨论《政府工作报告》稿，提出要“敢于打破常规推出可感可及的政策举措”，这一表述为后续两会的政策力度打开想象空间。

我们预期，今年两会期间，《政府工作报告》所提出的总体宏观政策力度或将触及历史上沿，广义赤字率或创历史新高，货币政策延续适度宽松基调，积极协调配合财政发力。此外，为引导居民消费需求持续复苏，消费领域有望获得更多增量政策支持。在超常规政策支持下，今年国内物价逐步走出通缩区间，需求有望延续去年末以来修复态势，有效对冲关税影响，我们预期2025年中国经济有望实现4.6%的增长。

表1 地方政府对经济增速目标较上一年的变化情况，个数

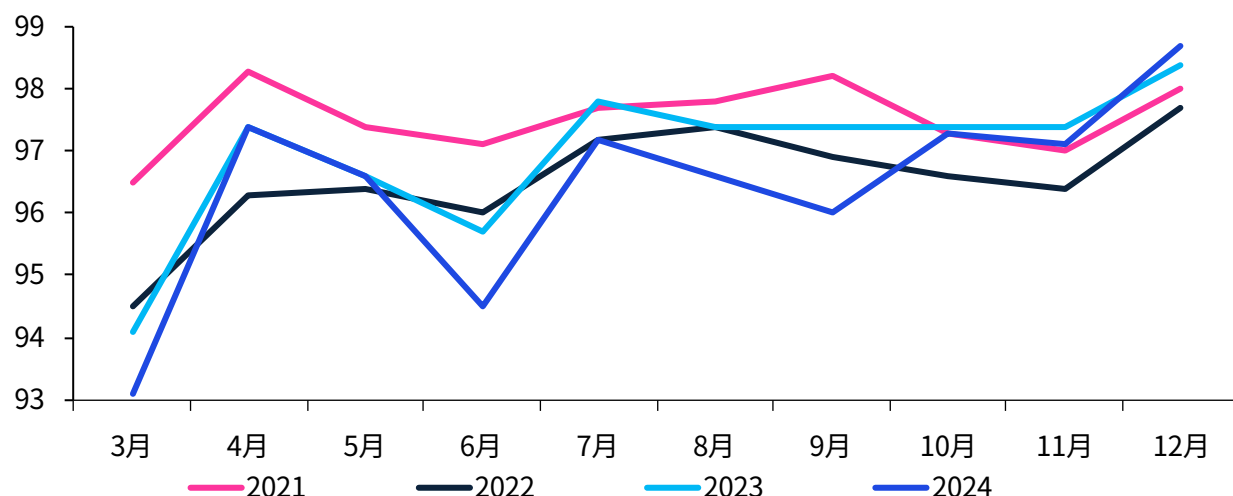
指标名称	目标变化	合计	上调	不变	下调	未提及
GDP		31	1	10	20	0
CPI		31	0	1	25	5
固定资产投资		31	6	2	10	13
社会零售总额		31	1	2	17	11

数据来源：地方政府官网，毕马威分析

产出方面，在出口与设备更新政策支持下，第二产业对经济拉动作用显著，2024年工业增加值同比增长5.7%，较2023年上行1.9个百分点。而批发零售、住宿餐饮等服务业在疫情扰动褪去后，对经济拉动作用有所减弱，第三产业同比达5.0%，较2023年回落1.3个百分点。

从趋势上看，四季度工业增加值同比达5.2%，较三季度回升0.6个百分点。四季度工业企业生产热度回升，主要是下游需求改善带动，9月以后工业企业产销率快速拉升，并于12月上行至98.7达历史最高值（图2）。需求对生产的带动体现在三个层面，一是外需带动装备制造业生产走强，四季度家电、通用设备出口增速超季节性回升，电气机械、通用设备增加值月均同比达到6.5%、4.8%，较三季度分别上行2.7、1.5个百分点；二是居民需求带动消费品生产走强，食品烟酒、文娱体育四季度增加值增速均有回升。特别的，在以旧换新政策带动下，四季度汽车日均销量同比增速高达12.7%，汽车产量增速也由第三季度的-1%上行至四季度的7.3%，拉动四季度工业增加值0.6个百分点。三是下游企业补库需求回升，9月末一揽子新政提振市场信心，国内铁矿石、螺纹钢期货价格快速上行。由于前三季度经济增速放缓，物价走弱，企业原料采买需求偏低。此轮下游企业积压补库需求快速释放，推动上游产品涨价，并带动上游产品生产修复。除了需求改善以外，四季度生产走强还有部分上游商品涨价因素驱动。四季度国际油价结束了单边下行态势，柴油、汽油四季度产量增速较前值大幅收窄，石油煤炭加工业增加值四季度月均同比较前值上行4.9个百分点（图3）。

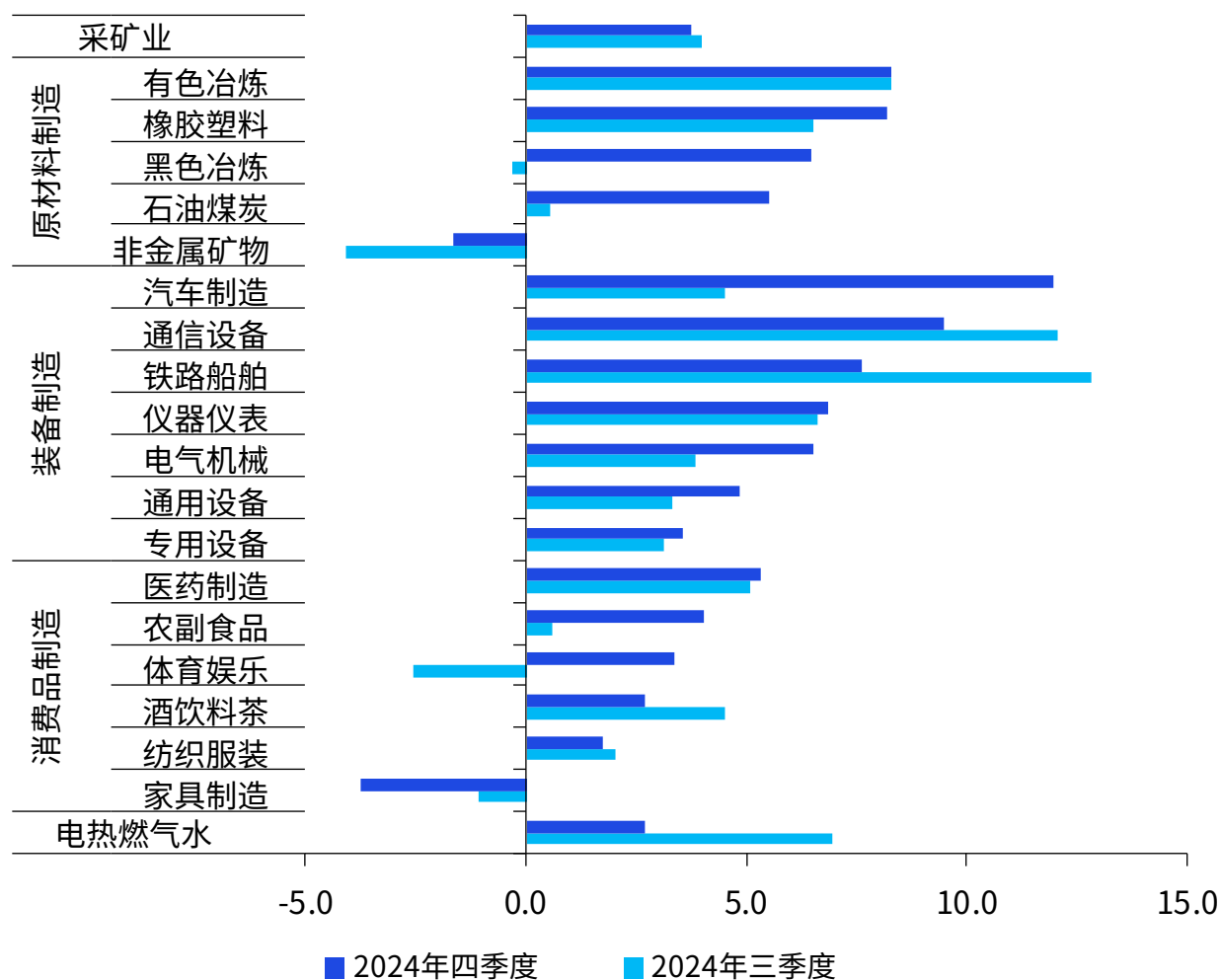
图2 工业企业产销率，当月值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

注：工业企业产销率为销售产值和工业总产值的比率，用来反映工业产品的产销衔接情况。

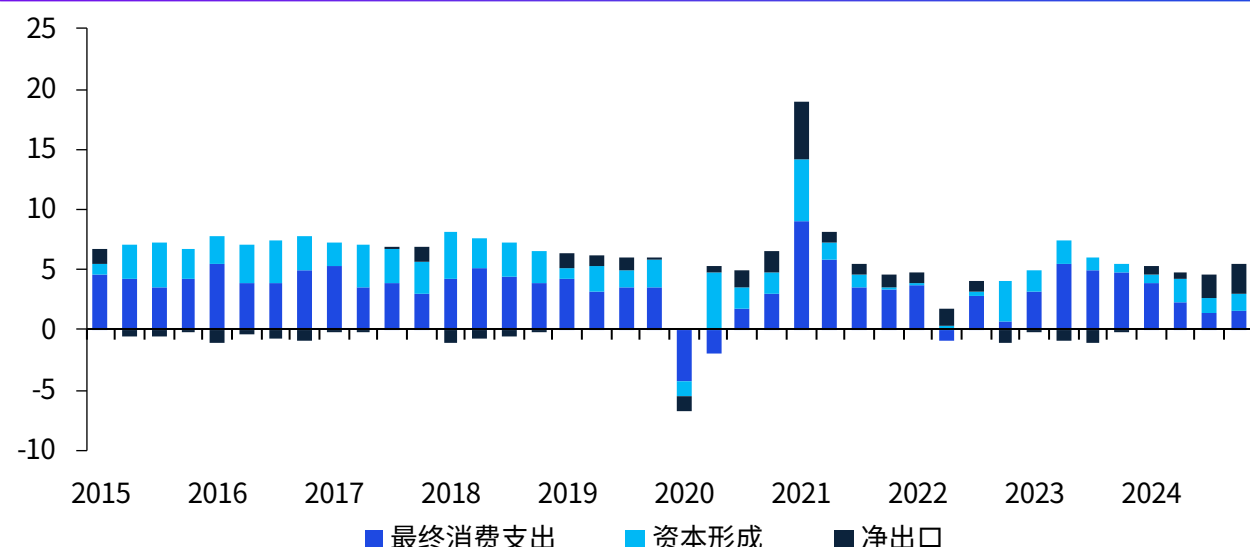
图3 规模以上工业增加值，月度同比均值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从需求端来看，净出口成为2024年经济的第一拉动项，贡献了30.3%的GDP增速，达1997年以来最高值。净出口也是四季度经济超预期回升的关键，受到企业四季度“抢出口”影响，货物与服务净出口拉动四季度GDP 2.5个百分点，较前值上行0.5个百分点，对GDP当季同比贡献率上行至45.8%，达历史同期最高值。消费与投资对经济拉动作用也在四季度回升，伴随居民可支配收入边际企稳，叠加以旧换新政策力度持续显现，四季度最终消费拉动GDP增长1.6个百分点，较三季度上行0.2个百分点，较前三季度走势有所修复，对GDP当季同比贡献率达29.7%。企业生产意愿回升，投资动能改善，四季度资本形成总额拉动GDP 增长1.6个百分点，较三季度上行0.2个百分点，对GDP当季同比贡献率达24.5%（图4）。

图4 三大需求对GDP的增长拉动，当季值，百分点



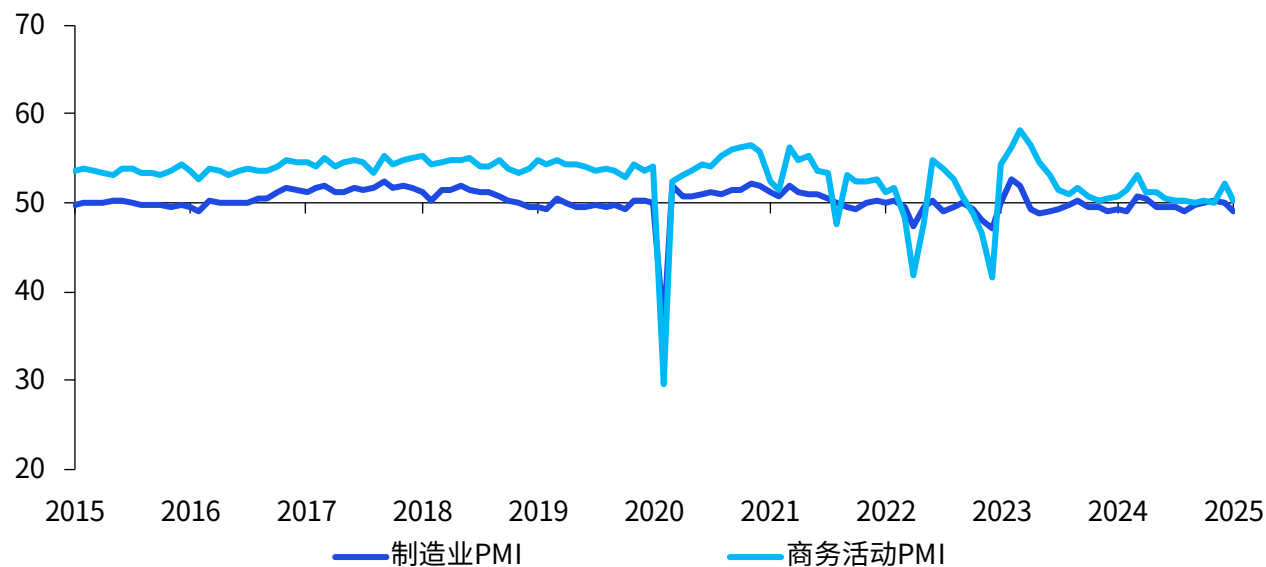
数据来源：Wind，毕马威分析

2025年1月制造业PMI较去年12月回落1.0个百分点至49.1%，自去年10月以来首次跌破荣枯线（图5），环比触及历史最低值，反映开年经济修复节奏有所放缓。从分项观察，制造业供需同步回落，生产指数降至荣枯线以下达49.8%，春节前三周高炉周均开工率同比达1.2%，较12月边际走弱（图6）。而新订单指数则降至49.2%，一则在于国内需求不足，春节期间汽车日均销售量、家电、通讯设备销售额同比均较12月走弱，居民需求走弱。二则在于外需放缓，1月新出口订单指数走弱至46.4%，为历史最低值，反映前期企业“抢出口”活动热度有所消退。此外，制造业PMI回落也受今年春节时间较早以及假期偏长的扰动。

1月非制造业PMI较去年12月回落2个百分点至50.2%，但仍位于荣枯线以上，服务业景气度强于建筑业。1月服务业指数为50.3%，较上月下降1.7个百分点。从行业情况看，春节假期带动出行、餐饮、住宿等行业商务活动指数升至扩张区间，春节期间票房收入、餐饮服务收入同比均较前值回升。而本月金融与房地产景气度回落，其中货币金融服务自60%以上的高景气区间回落至55.0%左右，开年房地产市场热度较去年末降温，春节当月30大中城市商品房销售面积、八大城市二手房成交面积同比分别达0.9%、35.2%，较12月的18.8%、61.0%大幅走弱。

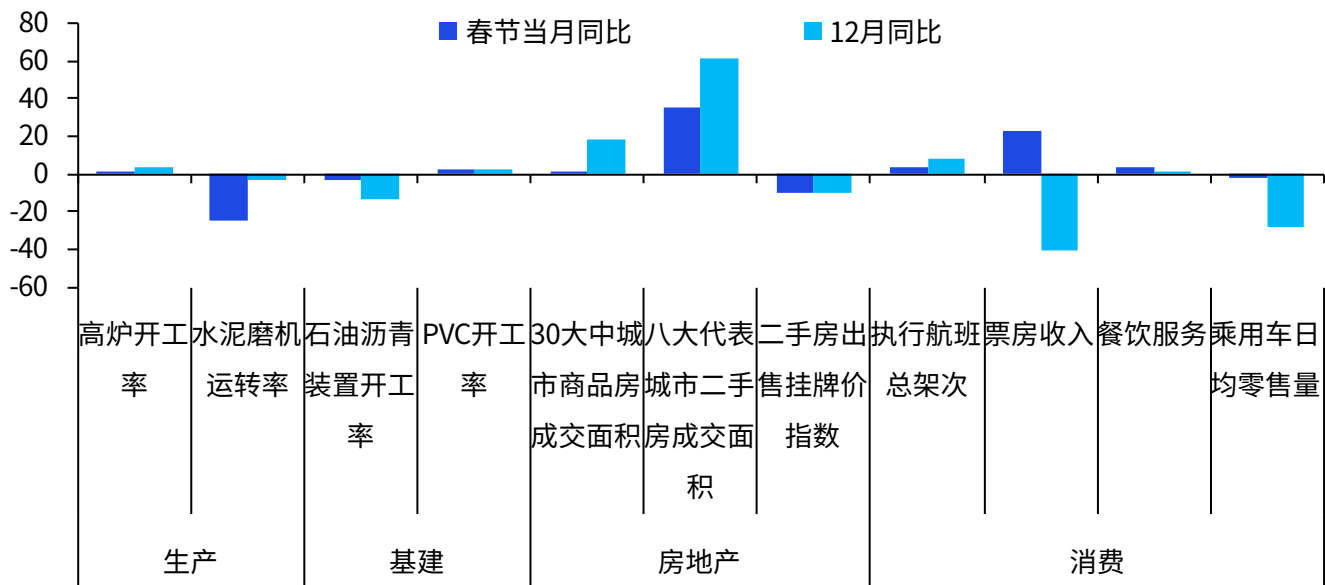
展望未来，从经济景气指数与高频数据观察，受春节影响，开年经济修复斜率边际放缓，生产、居民商品消费、房地产销售热度均较去年末有所回落。但伴随春节前提前下达的财政增量资金于节后投放使用，开年偏弱的消费与生产表现有望环比改善，2月、3月制造业景气指数有望重返荣枯线以上水平。

图5 中国制造业PMI和商务活动PMI，当月值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图6 各项高频指标，同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

注：因数据可得性，水泥磨机运转率、PVC开工率、二手房出售挂牌价指数为春节前四周同比，餐饮服务为春节当周商务部重点监测企业销售额同比，12月采用指标为规模以上社会零售额同比。其余指标均为春节前四周叠加春节当周同比。

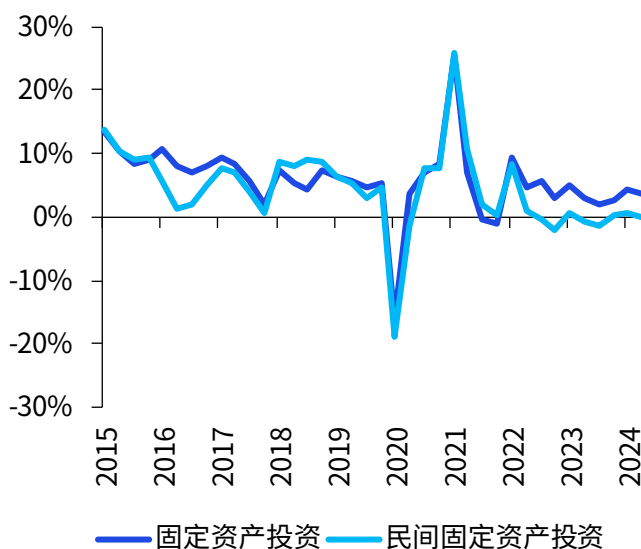
制造业投资修复 带动固定资产投资企稳

2024年全年固定资产投资同比达3.2%，高于2023年3.0%增速。分行业看，制造业投资在出口和设备更新政策带动下增速显著回升，带动全年投资上行3.1个百分点，成为全年投资增长的关键支撑项。基建投资则维持稳健，带动投资2.5个百分点。房地产投资则延续疲弱，拖累全年投资1.5个百分点。

从季度趋势上看，2024年前三季度投资增速逐季放缓，由一季度的4.5%降至第三季度的2.6%，四季度则边际企稳，同比达2.7%（图7），主要是四季度国内需求改善，地方债务压力减轻，制造业投资、非电力基建投资四季度增速明显回升。相对的，房地产投资在高库存压力下进一步下探（图8）。

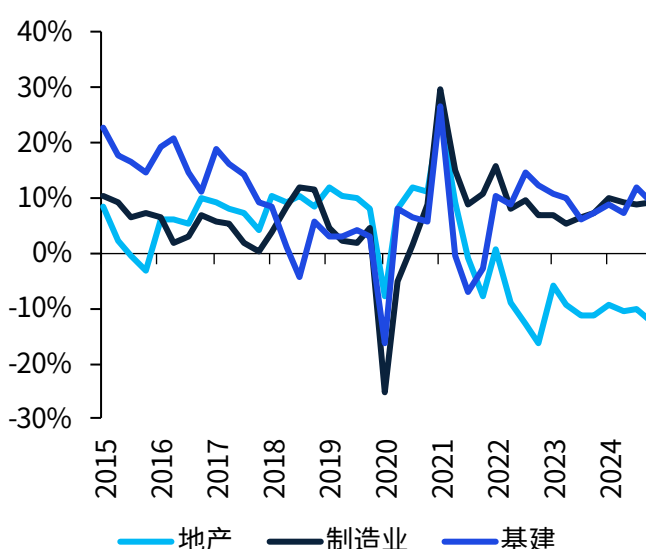
四季度民营企业投资增速同步回升，或与地方政府偿债资金到位，企业现金流改善有关。民间固定资产投资四季度同比达0.2%，较三季度回升0.9个百分点。其中基建领域民间投资表现明显改善，全年投资增速达到5.8%，较前三季度上行1.1个百分点。

图7 固定资产投资增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图8 固定资产投资分部门增速，当季同比，%

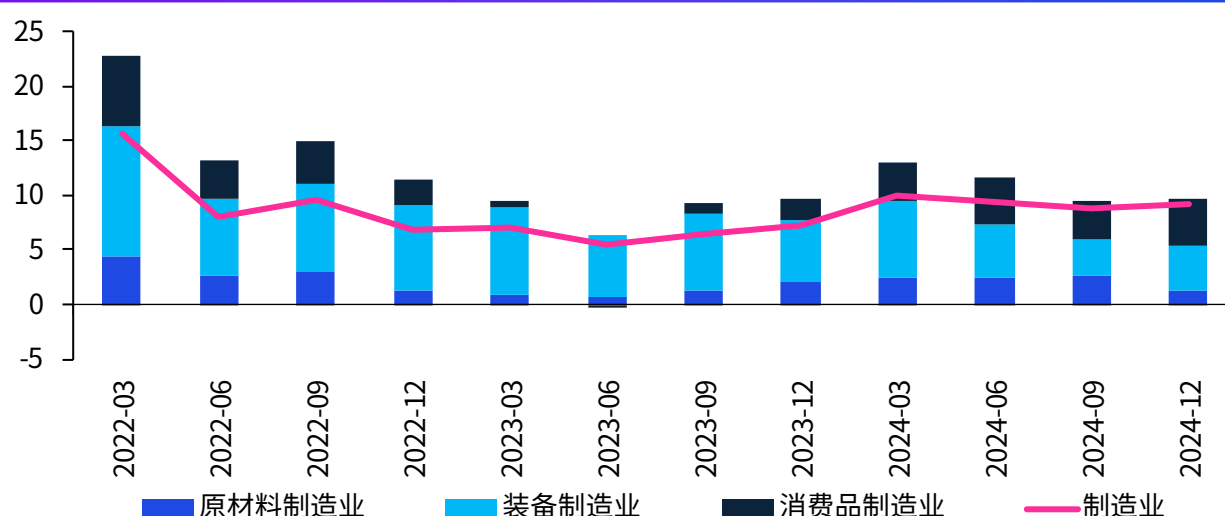


数据来源：Wind，毕马威分析

下游需求改善，制造业投资增速上行

2024年制造业投资增速达9.2%，高于2020-2023年平均增速6.6%。在出口转暖以及国内设备更新政策支持下，2024年制造业投资增速强劲，是固定资产投资的主要支撑项。从趋势上看，2024年四季度制造业投资同比增速达9.2%，较三季度上行0.4个百分点，环比超过历史季节性。相较前三季度，四季度制造业投资除了有设备更新政策因素支撑，出口、居民消费需求的改善是增速上行的主要原因，四季度装备制造业与消费品制造业增速均较三季度有所提升（图9）。

图9 制造业投资增速与行业大类拉动，当季值，百分点

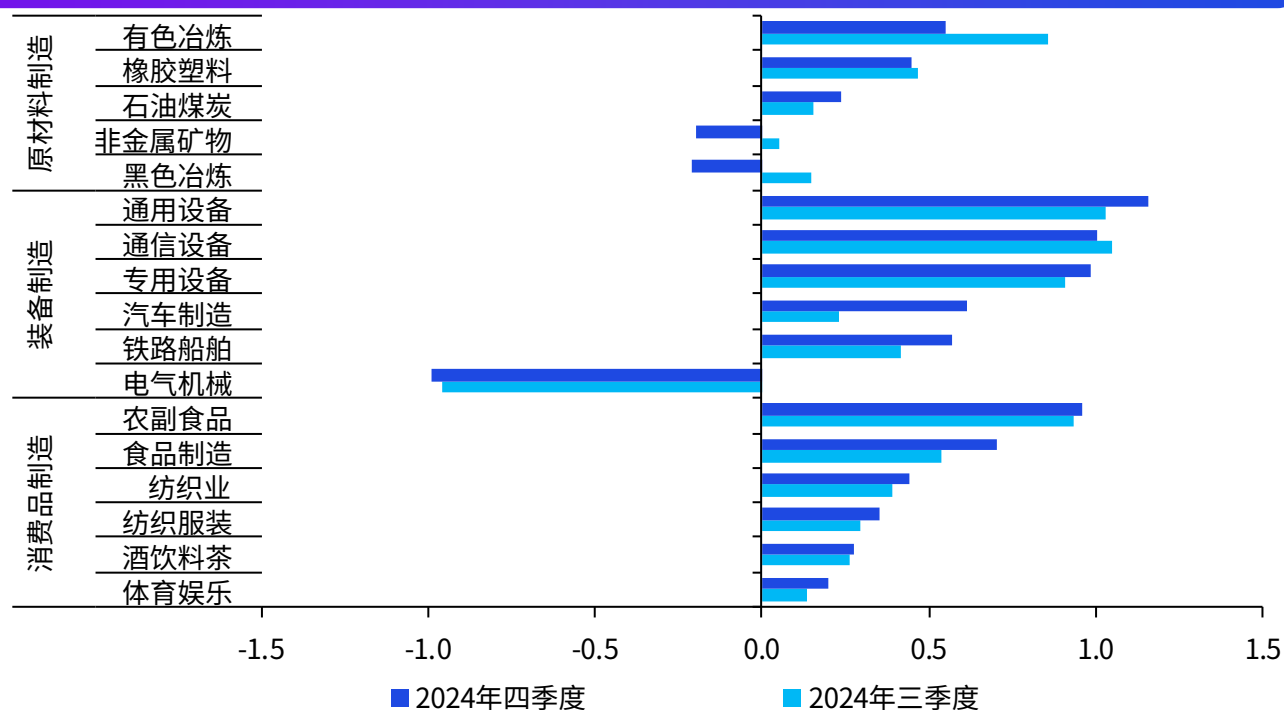


数据来源：Wind，毕马威分析

分行业观察，四季度出口需求较好行业，如通用设备、纺织服装业合计拉动投资增速1.9个百分点，较三季度上行0.2个百分点。农副食品加工、汽车、文体娱乐行业投资受居民下游需求改善影响，合计拉动制造业投资增速上行2.5个百分点，较前值上行0.7个百分点。

需要注意的是，四季度部分高能耗行业投资并未伴随生产修复同步回升。譬如地产链上游产业黑色冶炼加工、非金属矿物制造四季度生产旺盛，利润改善，但同期投资增速回落，两者合计拖累制造业投资增速0.4个百分点，较前值下行0.6个百分点（图10），主要与前期政府出台《2024-2025年节能降碳行动方案》、《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024年本）》中对于钢铁、水泥、玻璃产能限制要求有关。除上游产业以外，中游制造业譬如计算机通讯及电子设备、电气机械设备制造投资表现也偏弱，与四季度旺盛的生产与销售表现背离，或反映企业对于下游需求改善持续性存在担忧，再投资意愿相对谨慎。

图10 细分行业对制造业投资增速拉动，百分点



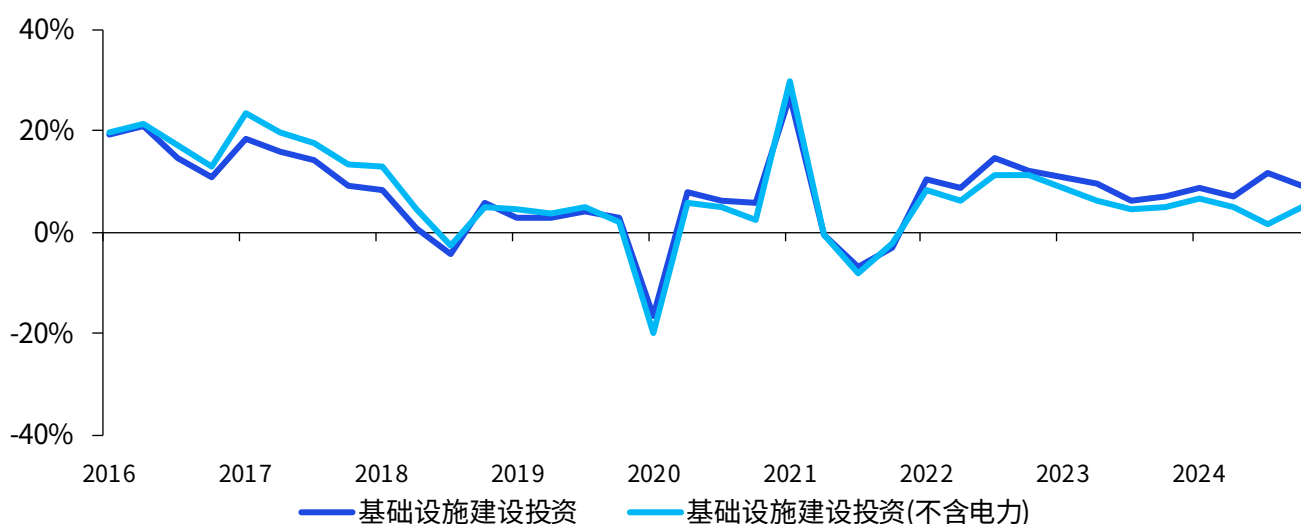
数据来源：Wind，毕马威分析

展望前期，一季度制造业投资或维持稳健，但去年同期高基数或使得本期同比读数边际放缓。一季度制造业投资有两大支撑因素，其一，外需或将在开年保持稳健，1月全球与美国制造业PMI均回升至扩张区间，全球贸易需求上行。另外，虽然当前美国对华加征10%关税，但考虑到后续税率有进一步抬升可能，“抢出口”活动在年内延续较长一段时间，我们看到，1月美国从中国进口集装箱数量同比达10.2%，虽然较去年12月的14.2%边际回落，但仍然保持在较高水平。其二，国内设备更新政策落地和下游需求的持续修复，也将支撑制造业投资表现。今年年初，设备更新政策支持范围进一步扩展至电子信息、安全生产、设施农业等领域，若两会前后新一轮设备更新资金提前下达并使用，将进一步提振投资表现。此外，伴随年初消费品以旧换新政策的持续推进，生产企业对下游需求的预期回升，投资意愿可能强于去年四季度水平。

财政加速扩张，非电力基建投资显著回升

2024年全年基建投资累计同比增速达9.2%，较2024年上行0.9个百分点，延续2022年以来高增长趋势，是自2021年地产下行周期开始后，连续第三年托底经济。2024年经济基本面偏弱，基建的逆势增长离不开中央与地方的宽财政政策支持。从趋势上看，四季度基建投资增速达9.0%（图11），较第三季度的11.9%下行2.9个百分点。主要是三季度电力基建投资表现受天气等因素干扰，出现超季节性高增长，对三四季度投资读数带来扰动。若剔除电力投资，我们看到四季度基建投资增速达到5.1%，较三季度上行3.2个百分点，道路、市政基建投资增速较三季度均有改善，主要是2024年10月以后，财政税收收入边际企稳，中央加快非税收入统筹力度，同时地方政府债务压力减轻，财政四季度支出增速超季节性上行，提振基建投资表现。

图11 基建投资增速，当季同比，%

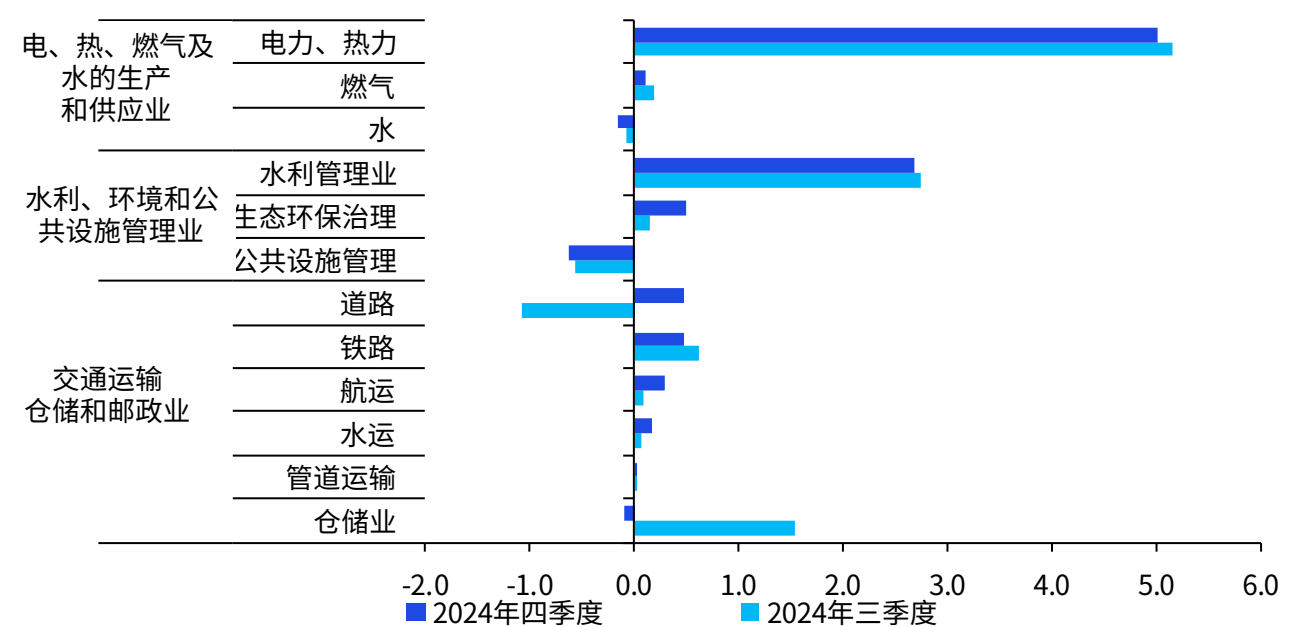


数据来源：Wind，毕马威分析

四季度广义基建投资增速下行主要受两方面因素影响。其一，二季度大量电力项目延迟至三季度开工，推升三季度电力投资表现，而在暖冬影响下，四季度全社会用电量又超季节性回落，上述因素使得2024年全年电力投资便呈现出三季度偏高，二季度、四季度偏弱的非常规表现，四季度电力对基建拉动较三季度下行0.2个百分点。其二，2023年四季度增发万亿国债，基建投资增速由第三季度的6.2%回升至7.3%，受高基数影响，2024年四季度基建投资增速回落。

如前文所述，剔除电力后的基建投资增速在四季度快速回升，主要是地方政府主导投资在10月后明显改善，四季度道路投资、环境保护投资增速大幅回升，水利管理业也在高基数下保持了54.6%的高增长，三者合计对基建投资拉动较前值上行1.9个百分点（图12）。财政支出节奏加快是四季度基建投资回升的主要原因。四季度一般公共预算支出进度达29%，为2016年以来最高值。地方政府支出增速由1.1%上行至9.9%，带动基建投资支出增速由0.7%上行至12.9%，农林水事务支出为主要拉动项，当季同比达到26.6%。

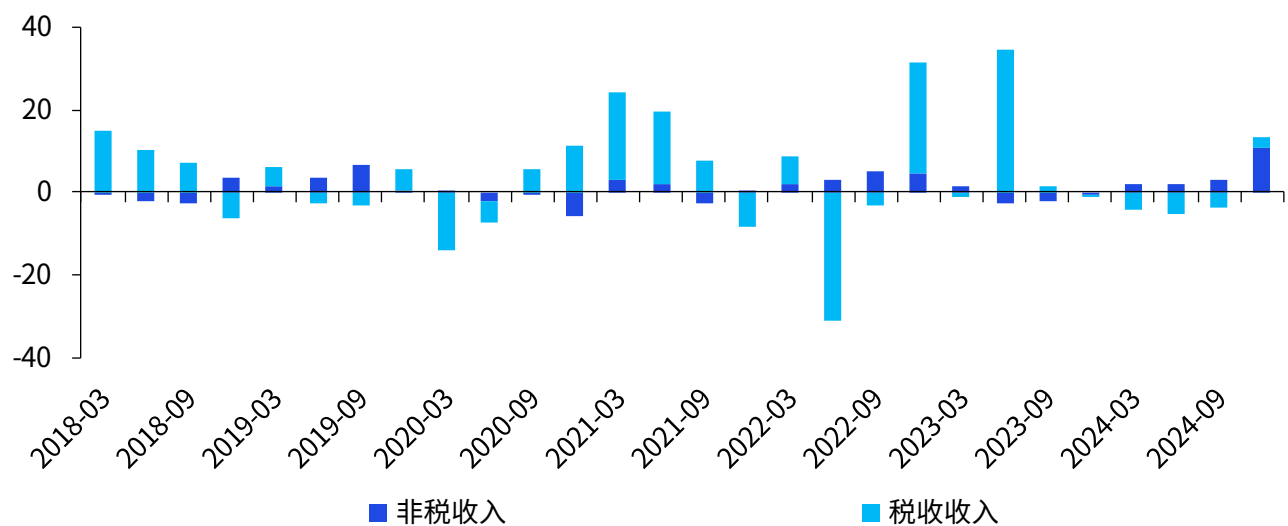
图12 分行业对基建投资的拉动，当季值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

四季度财政支出节奏加快，得益于财政收入端的快速修复。四季度一般公共预算收入同比由三季度的-0.8%上行至13.1%，其中非税收入增速由17.9%上行至66.3%，拉动收入10.7个百分点（图13），主要是中央单位于四季度集中上缴专项收益和地方多渠道盘活资源资产所致。除非税收入外，税收收入也在经济基本改善背景下企稳，增速由三季度的-4.6%上行至2.9%。在工业生产、居民消费、资本市场回温带动下，四季度增值税、企业所得税、车购税、房地产相关回收、印花税拉动收入3.7个百分点，较三季度上行6.7个百分点。

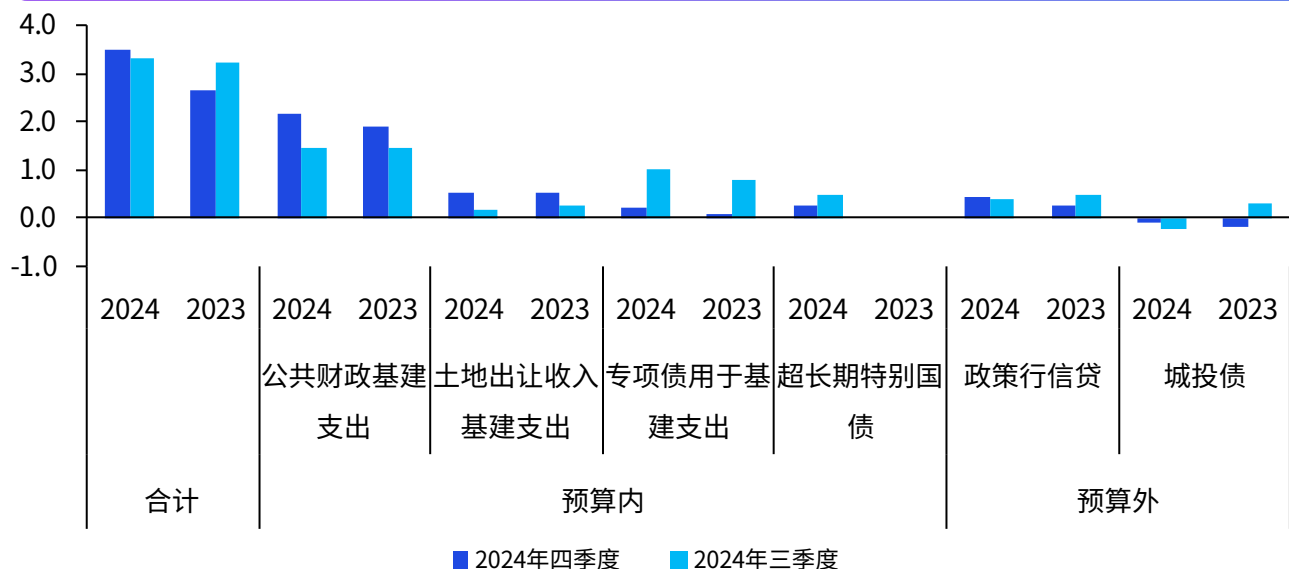
图13 税收与非税收入对一般公共预算收入拉动，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析

除了预算内收入大幅改善，四季度预算外融资环境也较三季度边际宽松，城投债净融资、政策性银行信贷新增规模均较三季度边际改善，主要与是四季度地方政府债务负担减轻，融资约束减少相关。总体而言，得益于四季度非税收入、税收及预算外融资环境的改善，财政用于基建支出资金较2023年同期多增0.9万亿元，有力保证了四季度基建的稳定增长（图14）。

图14 各季度财政用于基建投资，当季估算值，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

回顾2024年财政收支与结构特征，收入端表现总体偏弱，一方面，全年公共财政收入增速达1.3%，低于年初预算增速3.3%（表2）。分结构看，经济基本面走弱，税收收入表现明显低于预期，增值税、企业所得税拖累总体收入增速1.3个百分点；非税收入代替其成为2024年公共财政收入的主要来源，中央地方政府加大力度盘活闲置资产，非税拉动收入增速4.2个百分点。对于政府性基金而言，2024年土地市场延续疲弱，土地出让收入同比仅达-16%，连续第三年降幅高于10%，也使得政府性基金收入全年同比仅达-12.2%，仅完成年初预算的80%。结合公共财政与政府性基金预算，2024年财政广义收入同比下降2.0%，为历史次低值（图15）。

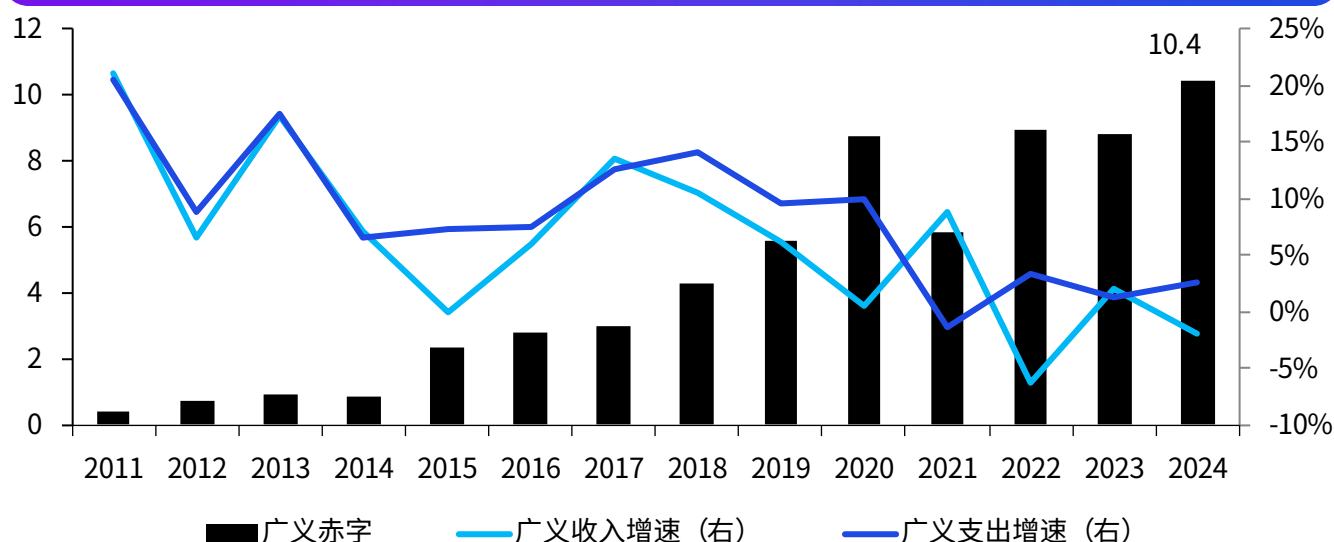
虽然广义财政收入表现疲弱，但为加大逆周期调节力度，稳定国内投资与消费需求，2024年财政增发超长期特别国债，同时加大财政存量资金调动规模，使得广义支出增速保持正增长达2.7%，与2020-2023四年复合增速2.8%基本持平。全年广义赤字也上行至10.4万亿，赤字率达7.7%，为历史次高值。从公共财政支出结构来看，2024年基建领域支出贡献了近60%的支出增速，基建领域支出占比由2023年的22.7%上行至23.3%，不仅扭转了2020年以来持续下行的趋势，也高于年初预算水平。可以看到，基建投资仍是当前及未来一段时间财政逆周期调节的主要抓手，其中城乡社区事务、农林水事务支出是财政重点支持领域。除基建外，社保就业支出、科学技术支出以及债务付息是另外三大财政主要支出领域，贡献整体支出另外40%的增速。预计基建、就业以及科学研究仍将是2025年公共财政资金的重点投放领域。

表2 2024年公共财政收支年初预算增速数与实际增速，%

公共财政收支分项	2024预算数	2024执行数	执行-预算
公共财政收入	3.3	1.3	-2.0
非税收入 (20%)	2.0	25.8	23.8
税收收入 (80%)	3.6	-3.4	-7.0
增值税 (30%)	4.1	-3.8	-7.9
企业所得税 (19%)	4.4	-0.5	-4.9
消费税 (8%)	7.0	2.6	-4.4
个人所得税 (7%)	6.3	-1.7	-8.0
印花税 (2%)	-13.3	-9.4	3.9
契税 (2%)	4.4	-12.5	-16.9
车辆购置税 (1%)	2.2	-9.4	-11.6
公共财政支出	3.7	4.0	0.3
民生领域支出 (37%)	2.6	1.0	-1.6
基建领域支出 (23%)	3.8	6.4	2.7
科技文旅支出 (5%)	3.0	4.0	0.9
债务付息支出 (5%)	7.8	8.9	1.1

数据来源：Wind，毕马威分析
注：括号中为该项占2024年公共财政收入/支出的比重

图15 广义赤字与广义财政收支增速，万亿元，%



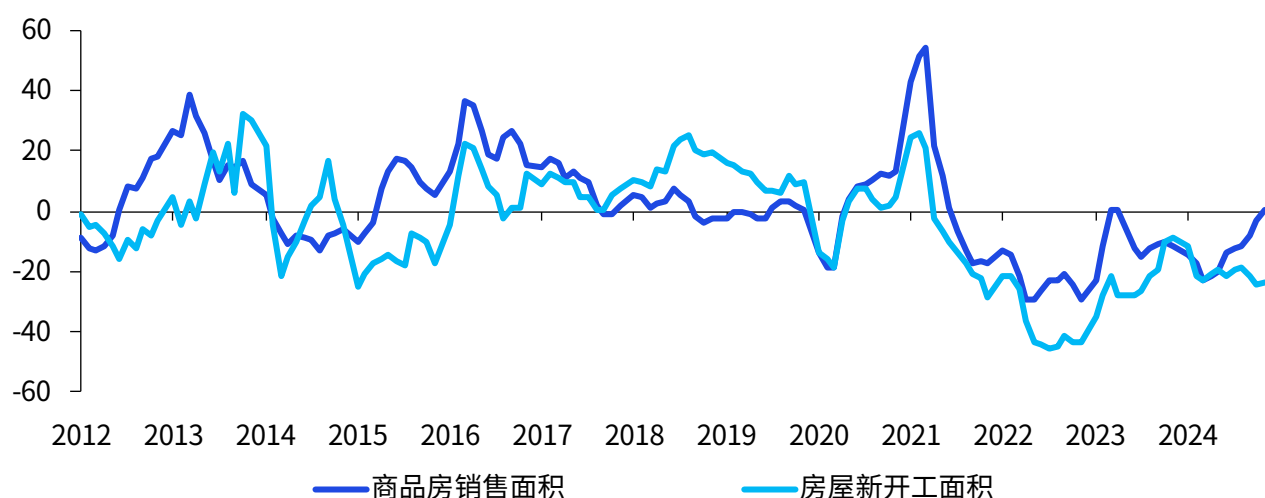
数据来源：Wind，毕马威分析

展望下一阶段基建投资表现，我们认为一季度基建投资有望维持在较高水平。对于资金方面，其一，2024年四季度财政对基建资金投放规模较高，部分资金或结转至年初继续支持在建项目完工；其二，1月上旬财政部召开新闻发布会，明确今年财政在时机上将做到主动靠前发力，尽快形成实际支持。从实际情况看，今年1月利率债加速发行，国债净融资达历史最高值，预计一季度财政支出节奏仍然偏快，增量项目资金有望快速到位；其三，年初地方政府债务置换加速进行，伴随地方政府偿债负担减轻，预算外融资环境也有望进一步改善，基建融资渠道有望进一步增扩。对于项目而言，2024年10月上旬，发改委提前下达了1,000亿元中央预算内投资计划和1,000亿元“两重”建设项目清单，由于前期项目储备时间较长，开年项目储备或较为充裕，近期国家发展改革委已经确定“两个1,000亿元”提前批次的项目清单，并按程序已经下达资金，其中包含“两重”建设项目121个，有望带动总投资约8,800亿元。同时，根据去年12月发布的《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，当前部分省份开展专项债自主审批试点，开年专项债项目审批时间周期缩短，有助于新项目尽早开工。在资金充沛、项目充足背景下，一季度基建投资增速有望维持在较高水平，在支持领域方面，高标准农田建设、地下管网建设、城市更新等增量资金需求较大的投资领域或将在开年率先获得资金支持，水利管理、公共设施管理投资增速有望维持高位。

库存压力仍存，房地产投资进一步走弱

2024年全年房地产投资增速达-10.6%，延续2022年以来的下行趋势，降幅与前两年基本持平，仍然是固定资产投资中最大拖累项。从趋势上看，虽然四季度商品房需求改善，商品房销售面积与去年同期基本持平，同比由第三季度的-12.8%大幅上升，但房企投资意愿仍然较弱，新开工面积增速较三季度进一步走低，仅为-23.3%，房地产开发投资增速同比下降12.4%，降幅较第三季度的-10.1%进一步走弱（图16）。

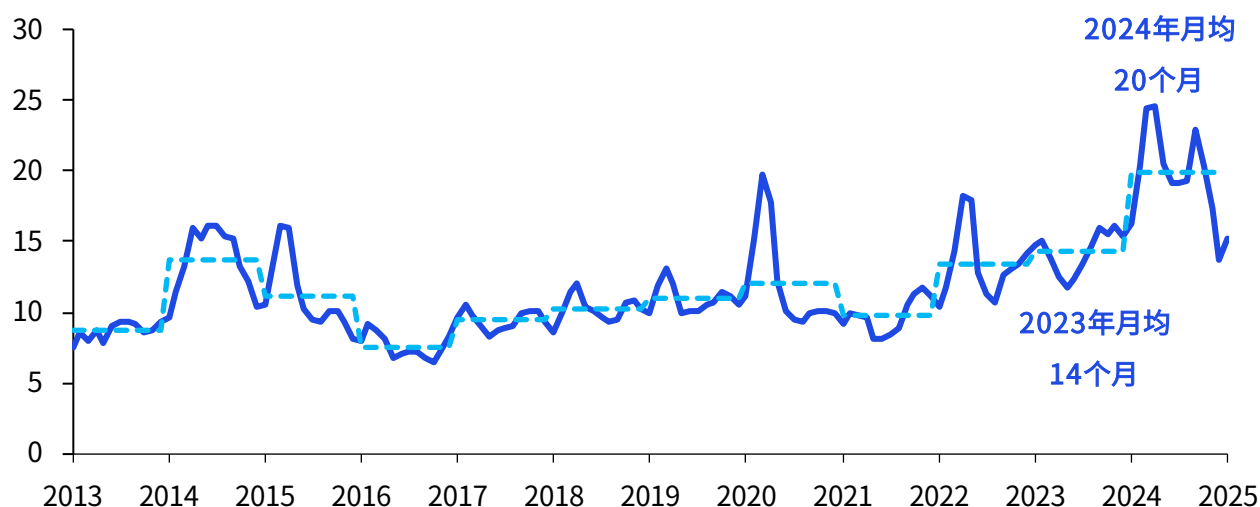
图16 房屋新开工面积以及销售面积，当月同比，3月平均，%



数据来源：Wind，毕马威分析

2024年二季度以后，房地产销售同比持续改善，但投资表现延续磨底，两者表现出现背离，主要受两方面因素影响。一方面，由于2021年开工房屋大部分于2024年完工，2024年商品房待售面积大幅增加，使得2024年商品房库存压力高于往年，十大城市月均库销比达到20个月，达历史最高值。虽然在销售转暖带动下，12月库销比边际下行，但仅低于2022、2023年水平，仍显著高于正常年份（图17）。库存压力较大，制约房企新开工意愿。同时由于高库存地区限制政府供地，进一步导致销售与投资表现的分化。

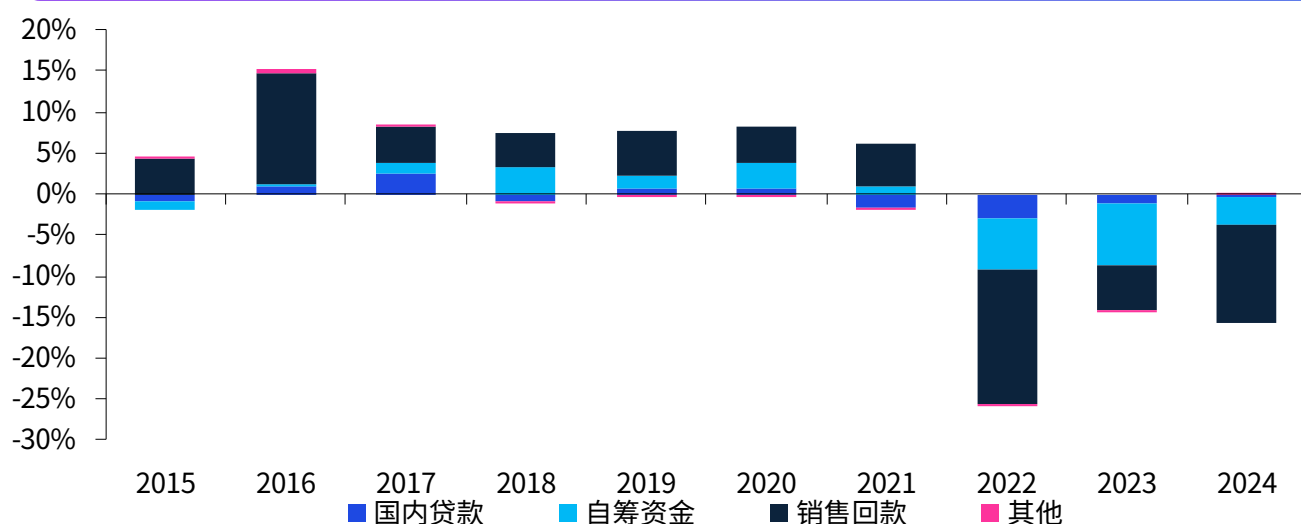
图17 十大城市商品房存销比，当月值，月



数据来源：Wind，毕马威分析

另一方面则在于房企资金流紧张，2024年房地产开发资金来源同比达-17.0%，较2023年的-13.6%进一步走低，2024年虽然各地积极推广融资协调机制“白名单”，房企贷款融资对整体资金来源拖累由-1.2%收窄至-0.2%，但非银融资规模仍未改变下滑趋势。多数民营房企，尤其是出险房企，融资难的问题依然突出。从房企债务情况来看，2024年房企债券到期规模4,828亿元，而发行规模仅有2,158亿元。不少房企无法通过借新还旧覆盖到期债务，导致2024年房企自筹资金同比下降10.1%，仍然拖累投资资金来源增速3.3个百分点。最后，商品房销售面积同比虽然在2024年逐季回升，但房企“以价换量”情况仍然存在，12月全年商品房价格指数同比下降5.7%，这使得房企销售回款大幅下行，拉低投资资金来源增速12.1个百分点（图18）。

图18 历年房地产开发各项资金来源拉动，百分点

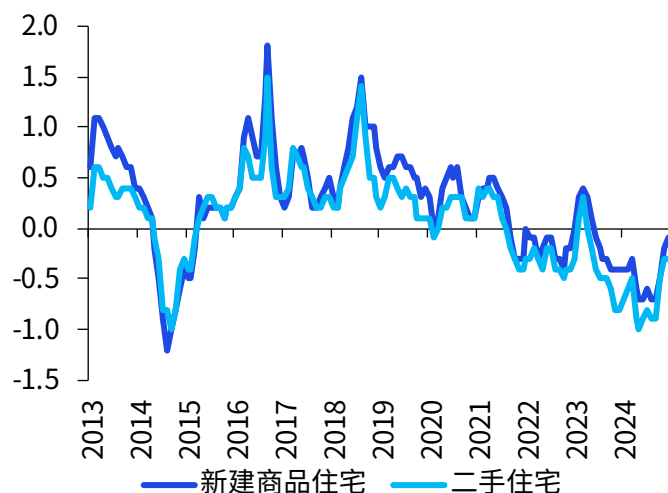


数据来源：Wind，毕马威分析

相较于疲弱的投资表现，9月一揽子新政出台后，四季度新房与二手房房价边际修复，政策引导房地产市场“止跌回稳”的效果初现。70大中城市新房与二手房房价指数环比降幅自10月开始持续收窄，其中一线城市二手房房价指数环比增速自2023年6月以后首次转正，达到0.4%，并且于11月、12月环比保持持续正增长，反映居民对于房价预期在9月以后持续改善。以地产为主的资产价格企稳，成为四季度居民消费、购房需求回升的重要原因（图19）。

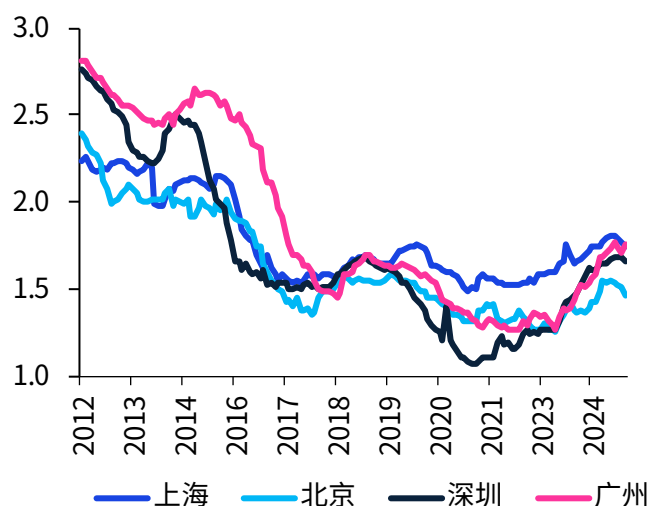
展望下一阶段，支持房地产市场止跌回稳仍是今年经济工作重心。从高频数据观察，今年开年以来，8大城市二手房成交量同比较去年末走弱，但二手房挂牌价指数同比较为稳定，或反映居民对当前房价预期阶段性改善。进一步观察一线城市房价租金回报率，2024年12月末，上海、广州、深圳三大一线城市租金回报率均上行至1.6%以上，与当前的10年期国债收益率基本持平（图20）。房地产投资价值的边际改善，有望带动房屋价格在年内企稳回升。需要注意的是，相较房屋销售与价格的阶段性企稳，短期内房地产投资表现或仍然偏弱。首先，当前房地产库存仍处于历史高位，1月主要城市房屋库销比仍然达15个月，房企投资意愿不足。其次，今年年初部分房企债务风险上行，意味着当前房企流动性偏紧，用于投资现金流仍不充裕。最后，地方政府土地供给意愿较弱，2024年四季度地方政府用于新增土储的相关支出增速大幅放缓，地方政府对商品房建设仍保持“严控增量”态度。我们预期，未来地产投资的企稳，取决于政策对于房企融资约束的“松绑”以及财政资金对本轮商品房、闲置土地回购的支持力度。

图19 70大中城市新建商品住宅与二手住宅房价指数环比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图20 一线城市二手住宅租金回报率，%

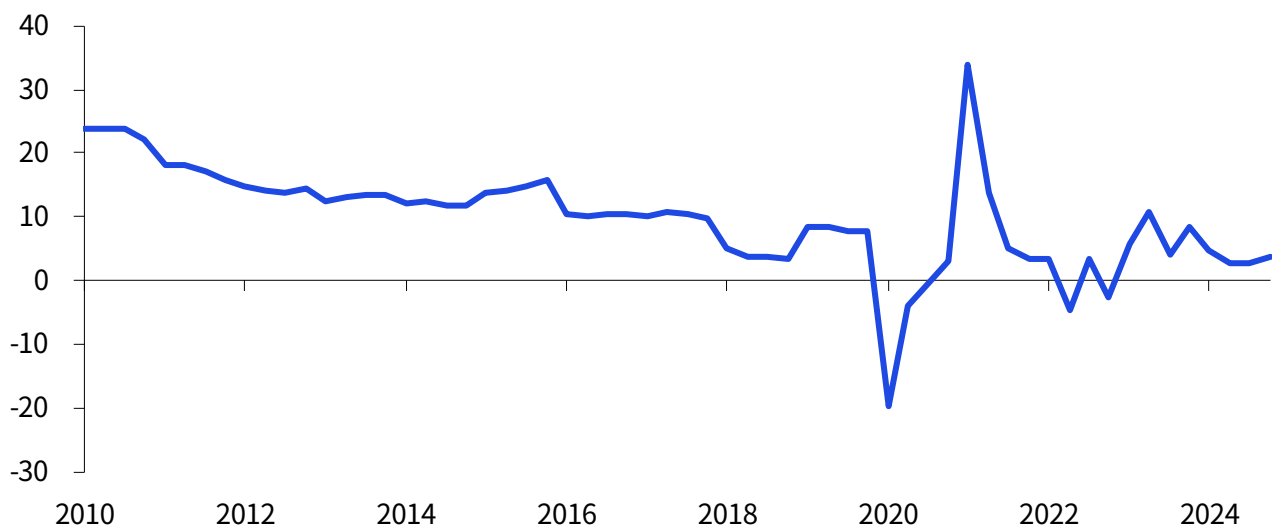


数据来源：Wind，毕马威分析

以旧换新支撑消费回升

2024年社会消费品零售总额同比增长3.5%，高于2022-2023年两年平均增速0.1个百分点。随着财政资金支持逐渐到位，地方政府加力推进以旧换新行动，政策效果不断加强，四季度社消零售环比大幅增长14.2%，强于往年季节性；同比增长3.8%，增速较三季度回升1.1个百分点（图21）。单月来看，12月社消零售季调环比仅增长0.12%，连续三个月回落，明显低于2023年及疫情前年份同期水平，反映消费修复力度依然偏弱。

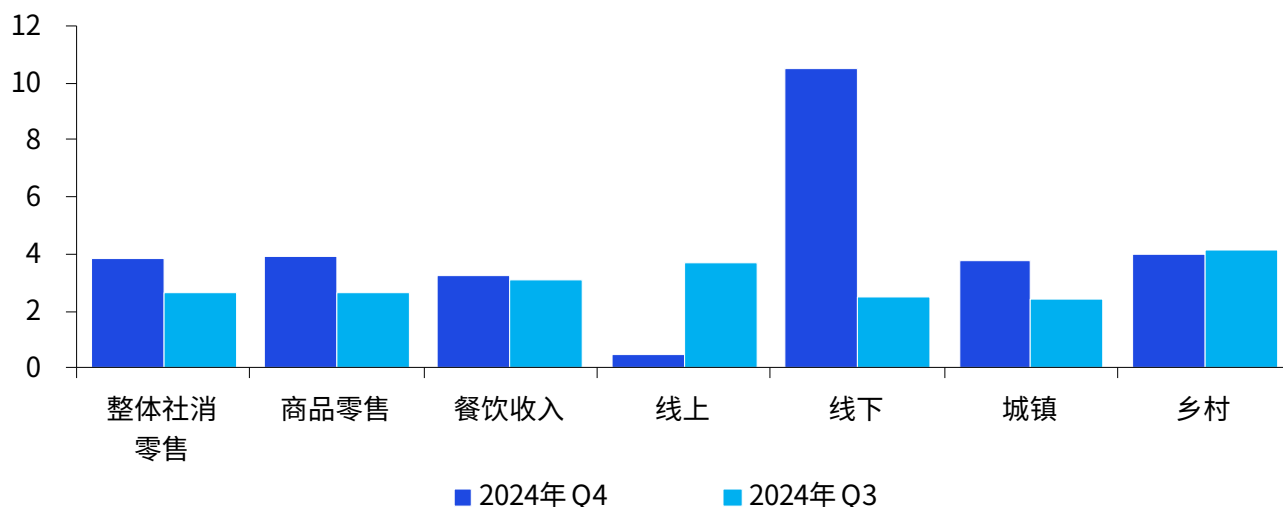
图21 社会消费品零售总额，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

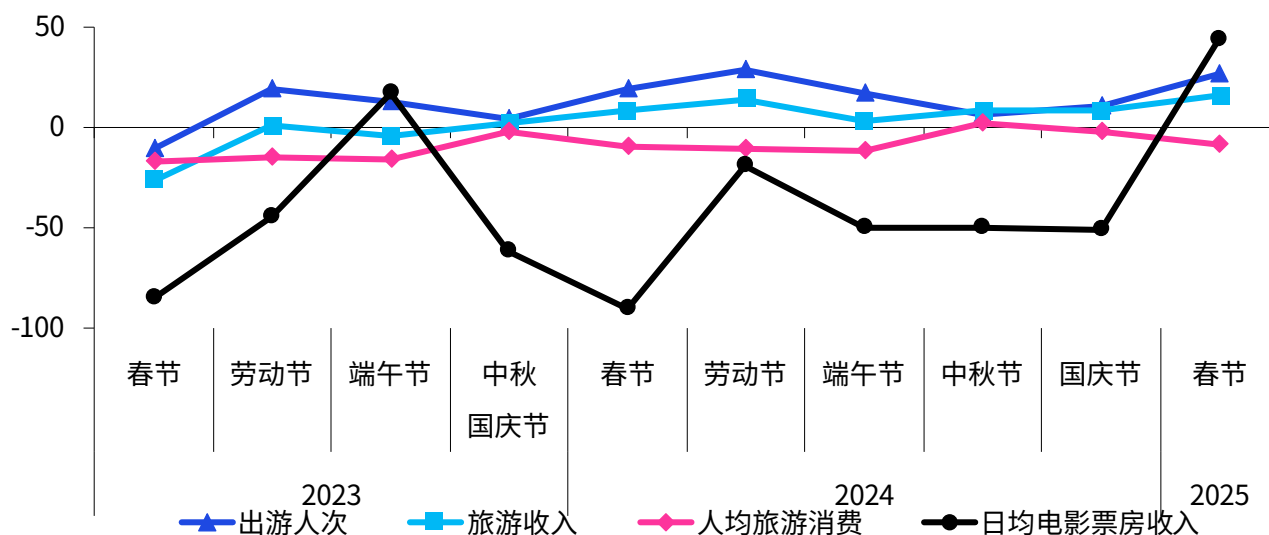
分消费类型来看，四季度商品消费好于服务消费，线下消费好于线上消费，下沉市场继续焕发活力（图22）。首先，商品消费和线下消费表现较好或与政策补贴对其倾斜力度更大有关。四季度商品消费同比增长3.9%，较三季度提升1.3个百分点，2023年以来首次高于同期餐饮及整体消费增速。四季度餐饮收入同比增长3.3%，较三季度小幅回升0.2个百分点；两年平均增速回升4.9个百分点至13.3%，反映服务消费仍保持较强韧性。不同于线上消费增速回落，线下消费四季度同比增速显著提升8.0个百分点至10.5%。2025年春节期间，服务消费数据表现亮眼，旅游人次及总消费继续超越2019年同期水平，不过人均旅游消费仍偏弱；春节档电影票房创历史新高（图23）。其次，近年来在消费升级趋势的带动下，下沉市场消费潜力不断释放，成为新的消费增长极。2024年全年乡村消费同比增长4.3%，高于全年城镇消费增速3.4%。

图22 分类型消费增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图23 主要假期旅游消费和日均电影票房收入增速，同比2019年，%

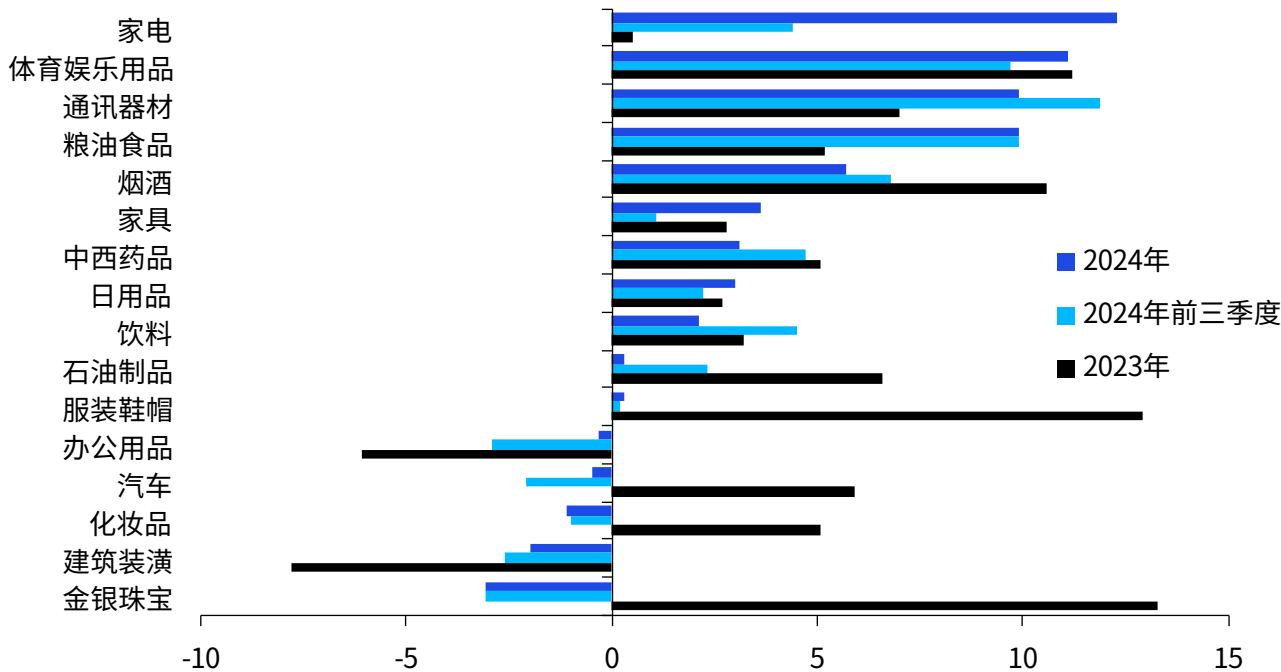


数据来源：Wind，文旅部，毕马威分析

分消费品类别来看，以旧换新政策效果显著，与之相关的家电、家具、办公用品、汽车等商品零售同比增速均有不同程度的提振（图24）。粮油食品等生活必需品和通讯器材、体育娱乐用品等升级类商品零售保持较快增长。财政部表示2025年将进一步扩大以旧换新实施范围、提高补助标准。日前手机等数码产品已经正式纳入补贴行列，将对2025年通讯器材零售增速形成较强支撑。此外，随着房地产销售的回暖，建筑装潢等地产后周期消费降幅趋于收敛；而服装、化妆品、金银珠宝等可选消费表现依然较为低迷，反映消费恢复的结构性分化特征。

根据1月24日商务部新闻发布会上披露，2024年央地共安排消费品以旧换新支持资金约1,700亿元。具体地，2024年7月以来中央合计向地方安排1,500亿元超长期特别国债资金，假设以总体9：1的分担比例估算¹，地方政府配套资金至少在167亿元以上。从政策实施效果来看，合计带动相关产品销售额超1.3万亿元，拉升了全年社零增速1个百分点。从全年来看，3-4月第一轮以旧换新政策推出后，5月相关产品零售增速有所改善，但随后又转向回落，6-8月政策带动作用均不明显；9-12月随着加力政策出台并逐步落地，政策效果集中显现，相关产品零售增速显著反弹。据此我们测算得到1,700亿元财政资金对社零口径消费金额的撬动乘数在2.1倍左右²。中央经济工作会议明确指出，2025年要加力扩围实施消费品以旧换新。“加力”即大幅增加超长期特别国债支持资金力度。年初中央财政已经预下。达首批资金810亿元，保障春节期间及“两会”前政策顺利接续实施。基于810亿元对应3个月左右资金消耗、央地分担比例不变的假设推断，2025年中央财政补贴可能超过3,000亿元，其撬动的以旧换新商品超额零售可能拉升社零增速1.5个百分点。

图24 限额以上消费品零售额增速，累计同比，%



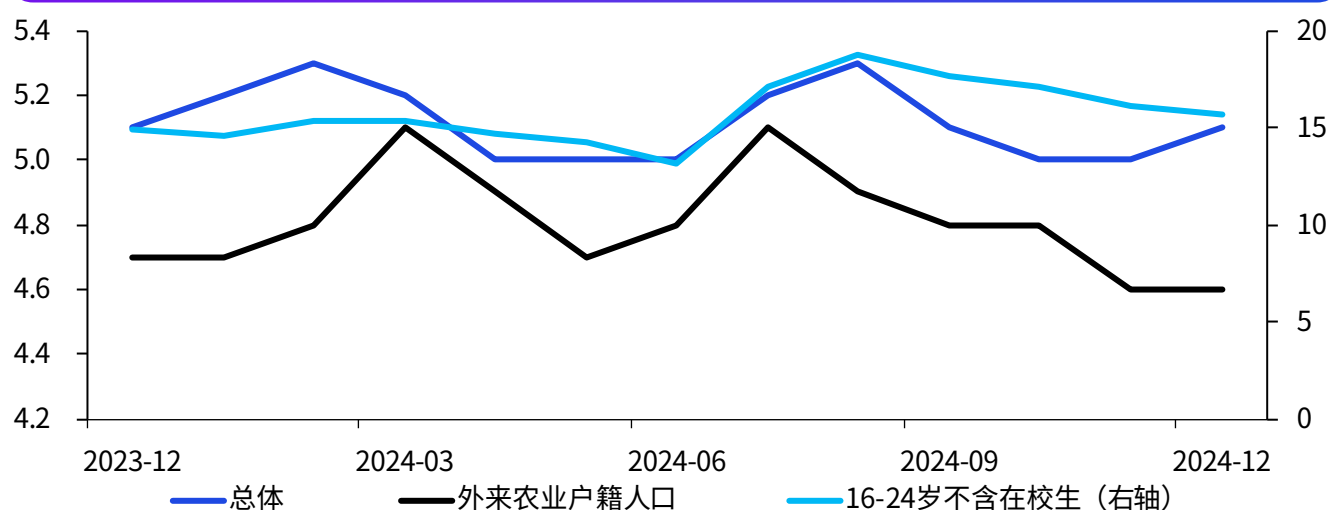
数据来源：Wind，毕马威分析

¹ 根据2024年7月国家发改委和财政部联合发布的《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，支持资金按照总体9：1的原则实行央地共担，并分地区确定具体分担比例，东部、中部、西部地区中央承担比例分别为85%、90%、95%。

² 假设在没有增量政策的情况下，2024年9-12月以旧换新品类的零售额增速延续6-8月的增长水平，则以财政补贴为代表的新一轮政策加码带来的超额零售额，按以下公式测算：以旧换新品类超额销售额=（9月至12月以旧换新品类零售额同比增速-6月至8月零售额同比增速）*以旧换新品类2023年9月至12月零售额

就业形势总体稳定。2024年全国城镇新增就业1,256万人，城镇调查失业率均值为5.1%，顺利完成“城镇新增就业1200万人以上，城镇调查失业率5.5%左右”的预期目标。12月失业率小幅回升0.1个百分点至5.1%，主要受年末季节性因素影响，与近年来同期相比仍处在较低水平。从结构上看，农民工、青年人、就业困难人员等重点群体就业状况均有所好转。随着毕业季影响消退，16-24岁不含在校生的劳动力失业率连续四个月下降，12月为15.7%；不过与上年12月的15.3%相比，青年群体就业压力还有待进一步缓解（图25）。农民工就业方面，2024年外来农业户籍人口失业率均值为4.6%，比2023年下降0.3个百分点。从就业困难群体看，截至2024年底，全国脱贫人口的务工就业规模超过3,300万人，连续四年超过3,000万人，超额完成年度目标任务。

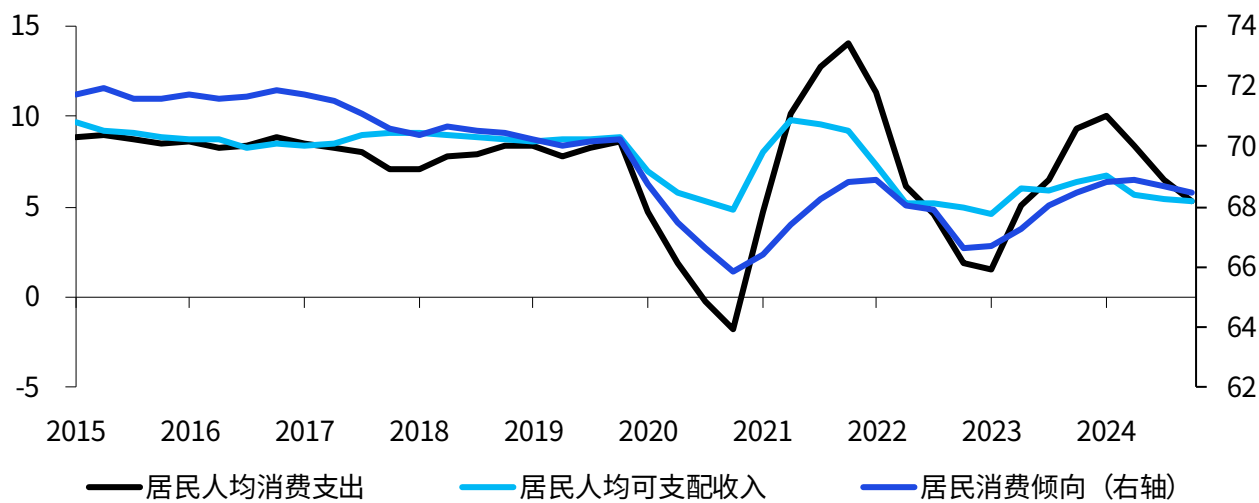
图25 城镇调查失业率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

2024年全国居民人均可支配收入名义同比增长5.3%，较上年下滑1.0个百分点。居民收入增速放缓对消费支出形成较大拖累，人均消费支出2024年名义同比增长5.3%，较上年下滑3.9个百分点。趋势上，四季度居民收支增速均有所回升，分别同比增长5.6%和4.5%，较三季度分别回升0.6和1.0个百分点。然而，四季度居民消费倾向回落0.8个百分点至73.2%，为有数据以来历年同期次低，仅高于2022年四季度。4季度移动平均来看，2024年居民收支增速和消费倾向均呈现下行趋势，明显低于疫情前水平，居民消费能力和消费意愿仍待修复（图26）。中央经济工作会议将“大力提振消费”置于2025年任务之首，提出“实施提振消费专项行动”，并将推动中低收入群体增收减负、加力扩围实施“两新”政策、稳住楼市股市作为三大抓手。在更加积极有为的政策支持下，2025年“就业—收入—消费”循环堵点有望逐渐疏通，居民消费能力、意愿和层级将进一步提升，推动消费增速温和回升。

图26 居民收支增速和消费倾向，4季度移动平均，%

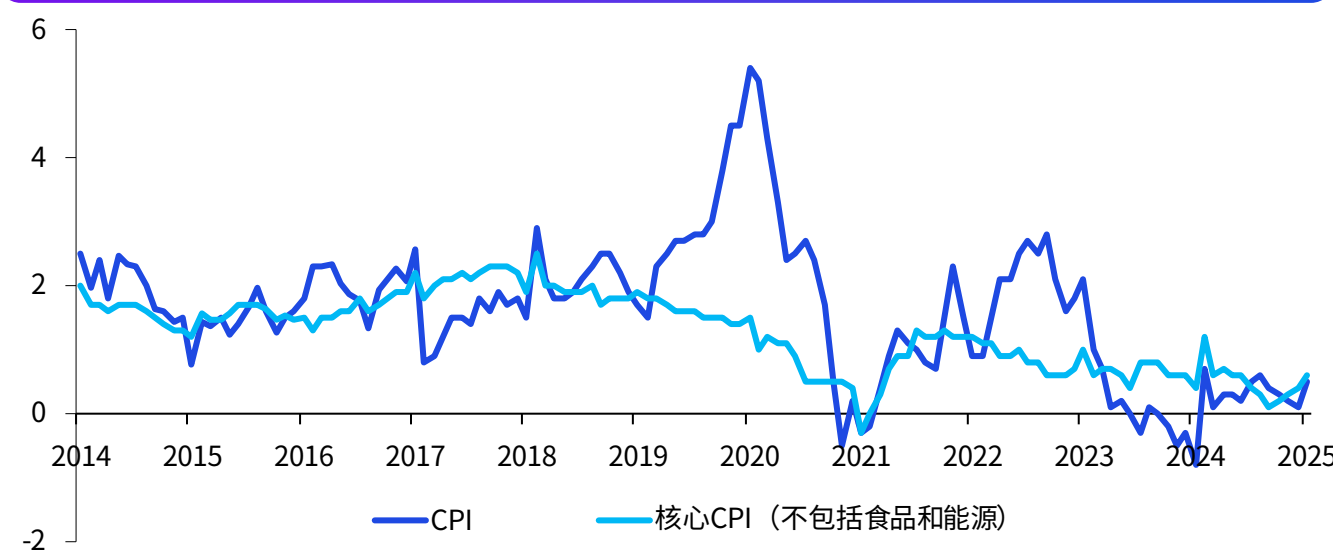


数据来源：Wind，毕马威分析
注：居民消费倾向=当季居民人均消费性支出/人均可支配收入

核心通胀进入上行通道

2024年全年CPI累计同比增长0.2 %，与2023年持平；核心CPI累计同比增长0.5%，较2023年回落0.2个百分点，物价总体呈现低位运行态势。按月来看，12月CPI同比增长0.1%，较上月回落0.1个百分点（图27）；CPI环比由上月下降0.6%转为持平，受食品价格拖累表现弱于季节性。值得注意的是，随着前期促消费政策效应持续释放、内需企稳改善，核心CPI或已进入上行通道。12月核心CPI同比温和回升0.1个百分点至0.4%，连续三个月上行；核心CPI环比由上月下降0.1%转为上涨0.2%，创2013年有统计数据以来同期最高。

图27 居民消费价格指数（CPI），当月同比，%

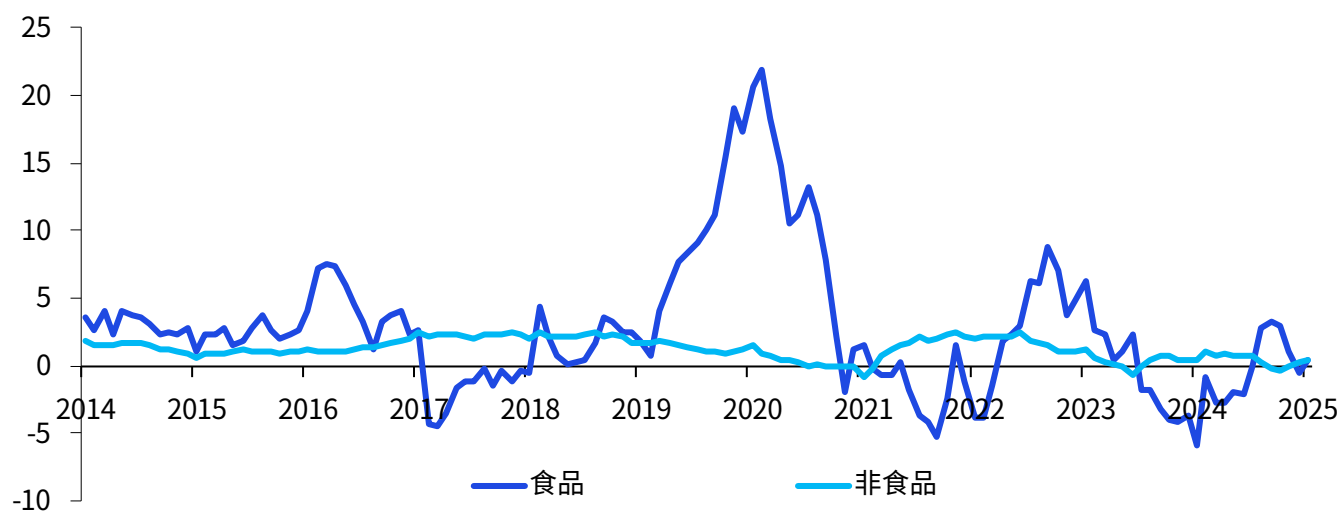


数据来源：Wind，毕马威分析

食品价格反季节性下跌是12月CPI的主要拖累。12月食品CPI环比下降0.6%，而2019-2023年同期均值为上涨0.6%。主要食品中，由于今年冬季气温偏高且天气晴好，利于蔬果生产运输，鲜菜、鲜果价格分别环比下降2.4%和1.0%。此外，前期压栏惜售、二次育肥猪源集中释放，外加规模猪企年末出栏节奏加快，猪肉供应较为充足，而南方腌腊、灌肠等需求启动不及预期，导致猪肉价格环比下降2.1%。在去年同期基数走高的背景下，12月食品CPI同比从上月上涨1.0%转为下降0.5%（图28）。

12月非食品价格环比由负转正，强于季节性规律，同比回升0.2个百分点至0.2%。非食品中，服务价格环比由上月下降0.3%转为上涨0.1%。随着冬季旅游市场升温，叠加2025年春节在1月，部分出行及家庭服务等需求提前释放，带动2024年12月旅游、家庭服务价格环比分别上涨0.1%和0.5%，均高于历史同期平均水平。工业消费品方面，受前期国际油价波动传导，12月交通工具用燃料价格环比下降0.3%，但因去年同期基数大幅走低，同比跌幅较上月明显收窄4.1个百分点至-4.1%，能源项对通胀的拖累有所减轻。“双十一”促销后价格回补，家用器具价格环比上行1.3个百分点至0.4%。受新品上市拉动，通信工具价格环比涨幅进一步扩大1.9个百分点至3.0%。

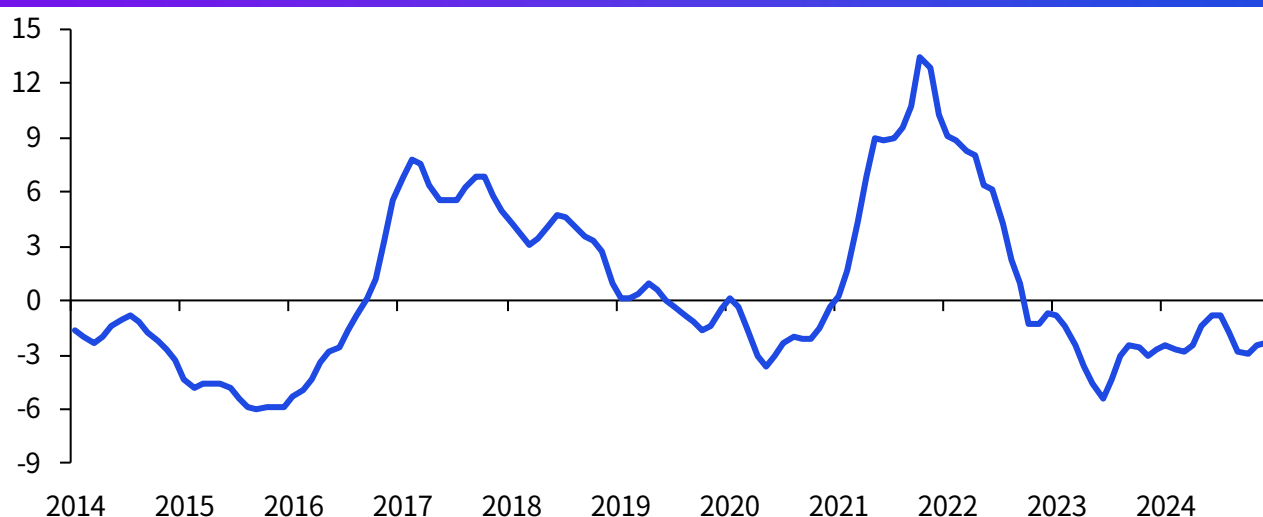
图28 食品和非食品CPI同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

2024年全年PPI累计同比下降2.2%，降幅较2023年收窄0.8个百分点。按月来看，12月PPI同比降幅小幅收窄0.2个百分点至-2.3%，已经连续27个月负增长（图29）；PPI环比在上月短暂回正后再度下跌，由上涨0.1%转为下降0.1%，反映部分行业供需失衡矛盾依然存在，叠加房地产投资仍处于筑底阶段，持续制约工业品需求和价格的修复。

图29 工业生产者出厂价格指数（PPI），当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

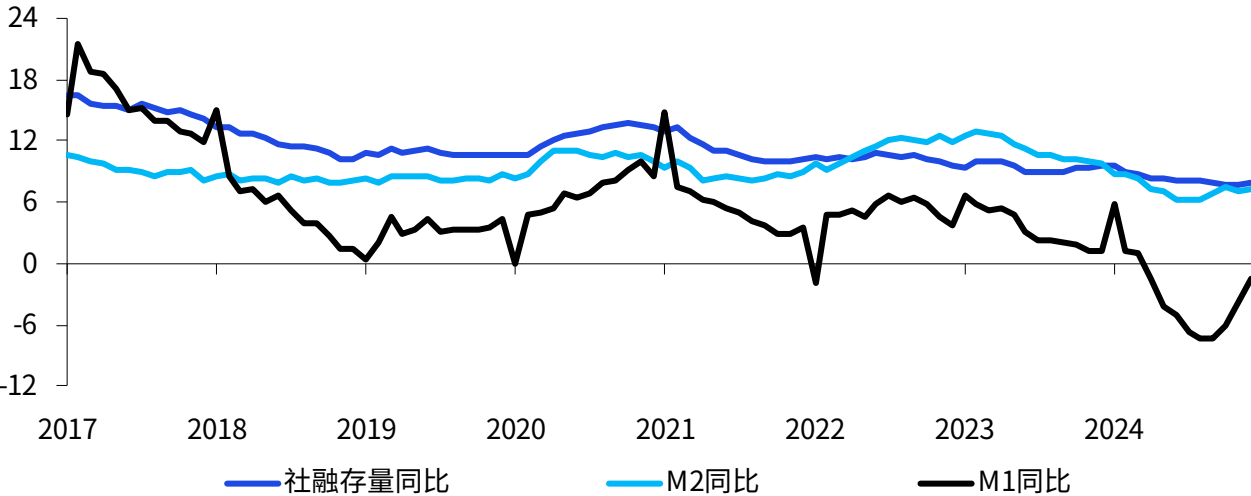
细分行业PPI环比涨跌分化。海外方面，随着OPEC+延长减产措施及冬季能源需求回升，12月国际原油、天然气价格有所反弹，带动国内石油和天然气开采业、石油煤炭及其它燃料加工业PPI环比分别较上月回升0.5、0.2个百分点至0.1%、0.2%。因美联储预期放缓降息节奏导致美元指数反弹，对美元定价的大宗商品价格产生一定压制，叠加全球制造业景气度回落、需求预期收缩，12月国际有色金属价格震荡下行，带动国内有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业PPI环比涨幅分别较上月回落0.9、1.2个百分点至0.5%、0%。国内方面，煤炭市场呈现“高库存、低需求”的特征，一方面气温偏暖导致电煤库存消耗较为缓慢，另一方面淡季临近叠加对后市观望情绪依然浓厚，钢铁、水泥等非电行业补库需求有限，12月煤炭开采和洗选业PPI环比降幅扩大1.5个百分点至-1.9%。年底部分终端项目存在一定“赶工”增量，非金属矿物制品业PPI环比上涨0.6%。但房地产投资依然低迷，基建投资刚需有限，黑色金属冶炼和压延加工业PPI环比下降0.6%。此外，部分装备制造业供需强弱格局延续，汽车、通用设备、计算机通信和其它电子设备制造业PPI环比分别为-0.5%、-0.1%、0%，均较上月有所回落。

总体来看，2024年物价低迷是经济内生动能疲软、有效需求不足和社会预期偏弱的直观体现。中央经济工作会议明确2025年要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。随着存量政策效果进一步显现、增量政策加码发力以及房地产市场逐步企稳，工业品需求有望持续修复。同时，政策还将积极调节部分领域产能投放、针对性解决供需错配问题。不过，国际原油价格可能因供给相对过剩而面临回落风险，对PPI造成输入性下行压力。预计2025年PPI在政策支撑下同比降幅渐进收敛，并有望在四季度温和转正。CPI方面，随着宏观政策着力点转向促消费、提振居民收入预期和消费信心，消费动能的不断释放和供给端PPI的修复有望推动核心通胀稳步运行在上行通道。不过，国内需求修复斜率预计仍偏温和，叠加猪肉价格因供给充足表现偏弱以及油价的回落压力，2025年CPI整体回升空间可能较为有限，低通胀格局预计延续。

货币政策转向“适度宽松”

2024年新增社会融资规模31.6万亿元，同比少增4.0万亿元。四季度新增社融6.6万亿元，较上年同期多增约3,600亿元，是年内唯一同比录得多增的季度，主要与12月社融超预期增长有关，带动年末社融存量增速止跌企稳，较11月的历史低点回升0.2个百分点至8.0%（图30）。货币供给方面，四季度房地产市场回暖、财政支出加快落地及化债提速等共同推动M1、M2增速回升。12月末M1同比下降1.4%，降幅较上月收窄2.3个百分点，已连续3个月改善；M2同比增长7.3%，较上月提升0.2个百分点。全年来看，货币宽松力度不小，但实体部门有效融资需求偏弱、信心不足，宽货币向宽信用传导不畅。不过，伴随9月末以来新一轮政策刺激落地显效，四季度M1-M2增速负剪刀差持续收窄，实体经济经营活力有所恢复。

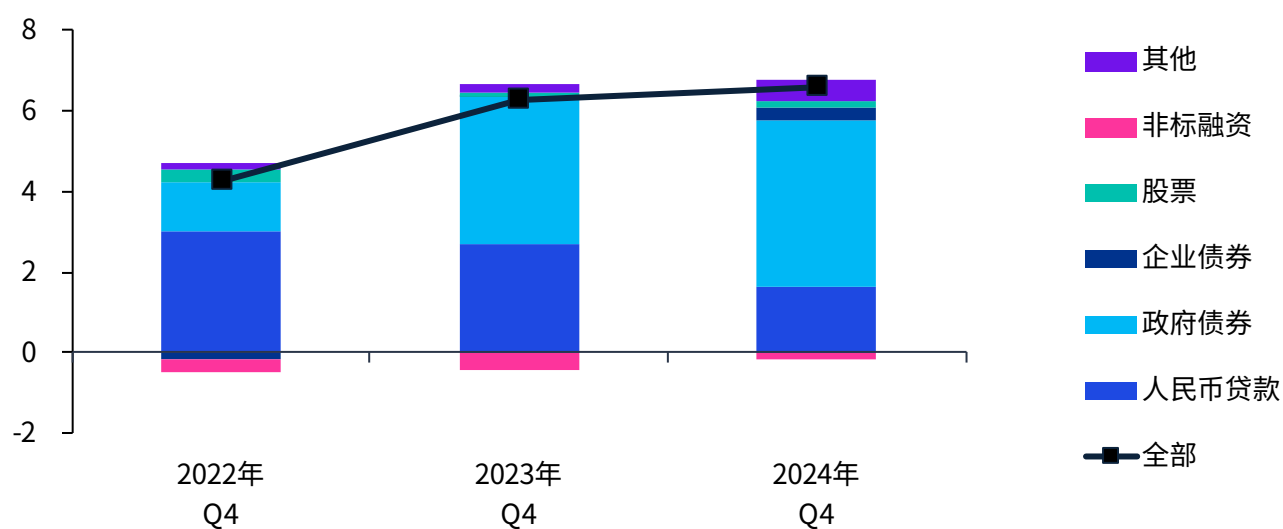
图30 社会融资规模存量与M1、M2同比增速，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从新增社融结构来看，政府债券和企业债券融资是四季度社融同比多增的主要支撑，而人民币贷款仍是主要拖累（图31）。政府债方面，用于置换地方隐性债务的再融资专项债加快发行，四季度政府债净融资新增4.1万亿元，占当季全部社融增量的62%以上，同比多增2.9万亿元。企业债方面，四季度以来市场利率下行带动企业债券融资增加3,209亿元，在去年低基数作用下同比多增3,384亿元。此外，四季度表外非标三项融资减少1,826亿元，同比少减2,294亿元，亦对社融形成正向支撑，主要受表外票据贡献。在表内票据融资大幅冲量的背景下，四季度未贴现银行承兑汇票减少1,818亿元；因去年同期基数偏低，同比少减2,381亿元。四季度社融口径下新增人民币贷款1.7万亿元，同比少增1.0万亿元，一方面反映实体融资需求仍待修复，另一方面也可能与化债导致部分融资平台贷款提前偿还有关。

图31 社会融资规模结构，万亿元

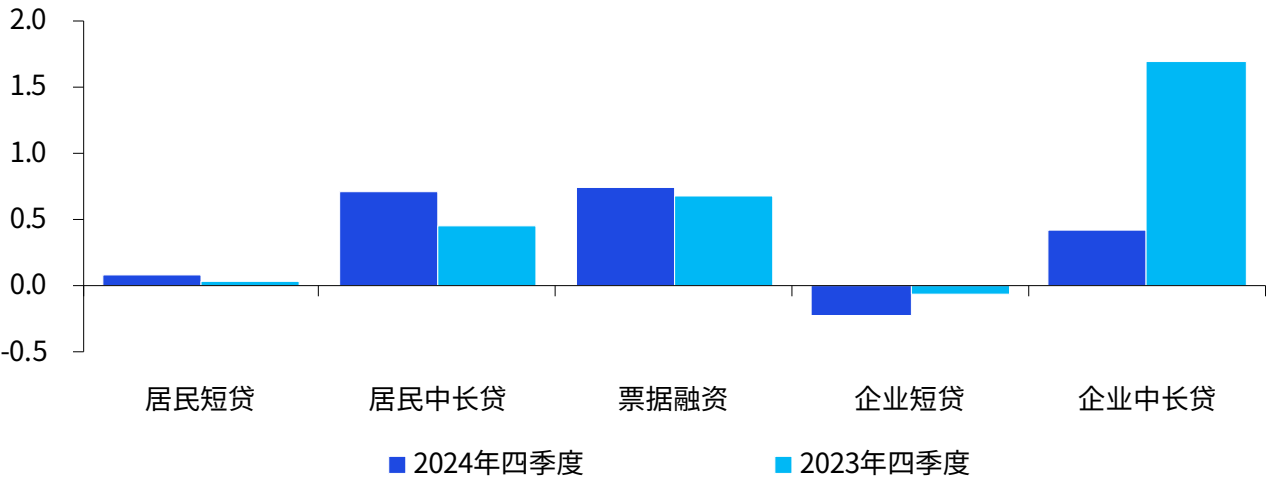


数据来源：Wind，毕马威分析



信贷投放结构方面，四季度呈现出居民强、企业弱的特征（图32）。居民方面，四季度居民部门新增贷款7808亿元，同比多增3,008亿元，居民中长贷是主要贡献。四季度居民中长贷新增7100亿元，同比多增2,600亿，与同期房地产销售改善表现一致。居民短贷新增708亿元，同比多增408亿元，但与历史同期平均水平相比明显偏低，反映居民消费意愿依然偏弱。企业方面，四季度企业贷款新增2,000亿元，同比少增1.4万亿元。其中，企业短贷减少2,200亿元，同比多减1,500亿元；企业中长贷增加4,200亿元，因去年年末PSL重启形成较高基数，同比少增1.3万亿元，是信贷的主要拖累。一方面，市场需求不足、价格持续低迷导致企业盈利修复缓慢，制约企业资本开支意愿。另一方面，伴随化债加快推进，再融资专项债集中发行，部分融资平台以贷款形势存在的隐债被提前偿还或置换。此外，实体信用收缩压力较大的背景下，银行票据冲量现象持续凸显，四季度新增票据融资7,417亿元，占当季全部新增信贷的36%左右，同比多增652亿元。

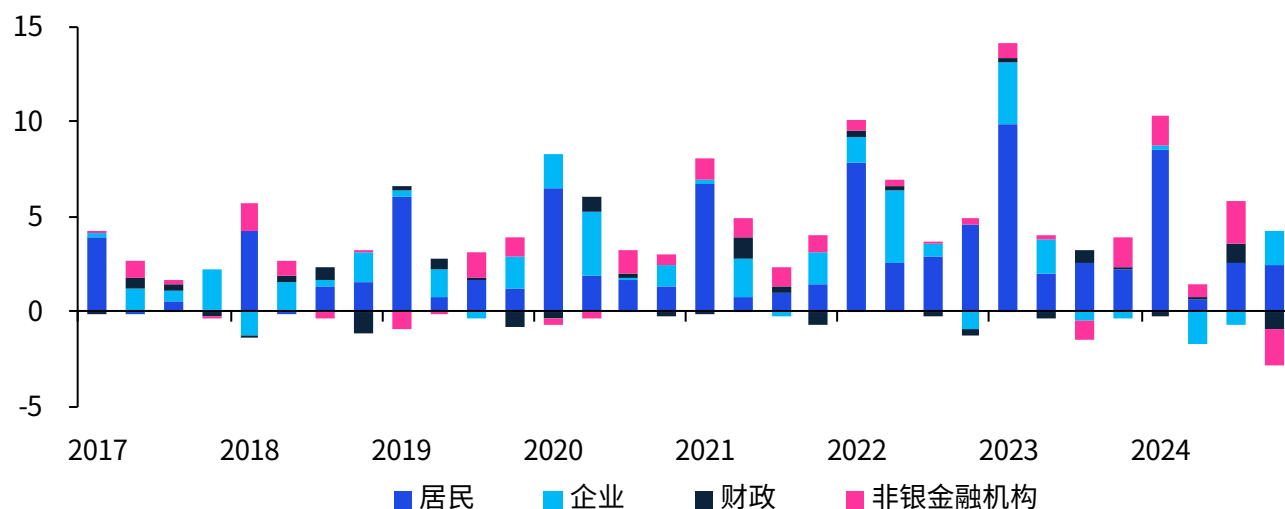
图32 金融机构新增人民币贷款结构，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

存款方面，四季度人民币存款增长1.4万亿元，同比少增1.9万亿元，主要与非银和财政存款减少有关（图33）。四季度非银存款大幅减少1.9万亿元，同比多减3.5万亿元。12月1日起非银同业存款利率正式纳入自律管理，除金融基础设施机构外的其他非银同业活期存款应参考央行政策利率（即公开市场7天期逆回购操作利率）合理确定利率水平，旨在引导同业活期存款利率下行，缓解银行息差收窄压力，对短期非银存款造成挤出效应。与此同时，受近期股市震荡调整及债市回暖影响，部分资金从证券客户保证金账户（计入非银存款）搬家至理财产品。四季度财政支出明显提速，财政存款减少9,373亿元，同比多减1.1万亿元，释放出的资金进入实体部门转化为企业存款，对M2增速回升形成支撑。四季度企业存款增加1.8万亿元，同比多增2.1万亿元。

图33 金融机构新增人民币存款结构，万亿元



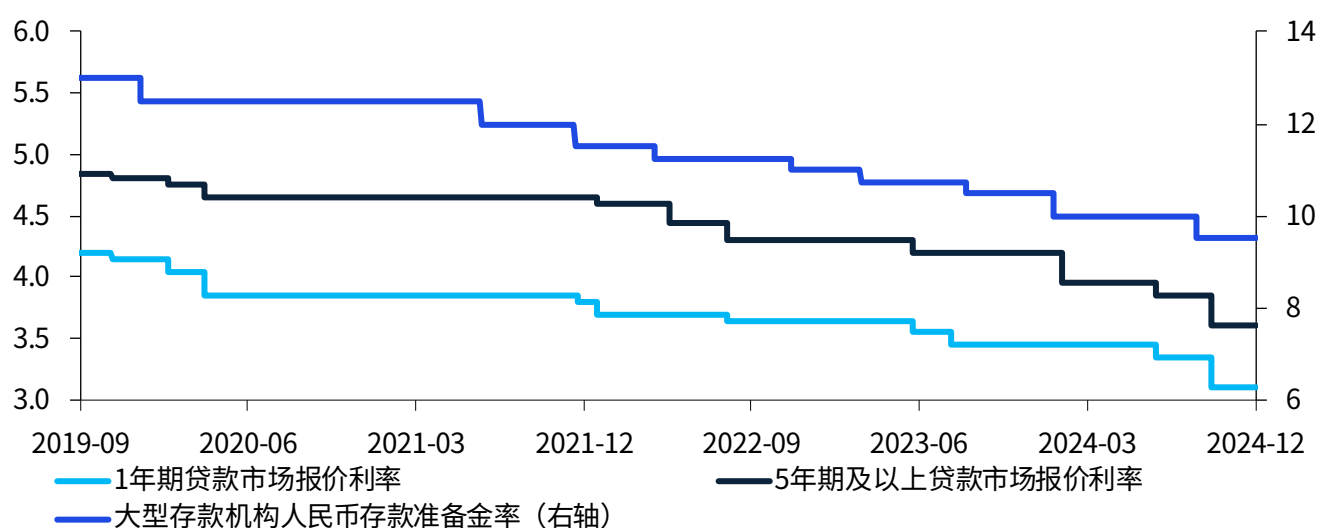
数据来源：Wind，毕马威分析

货币政策方面，2024年面对经济恢复出现波折、社会预期总体偏弱、结构性矛盾依然突出等挑战，央行坚持支持性立场，优化完善货币政策框架、丰富货币政策工具箱，在总量和结构两个维度持续发力，为经济回升向好和高质量发展创造适宜的货币金融环境。总量方面，央行综合运用降准降息、国债买卖、买断式逆回购等工具，保持流动性合理充裕，驱动社会综合融资成本稳步下降。年内两次下调存款准备金率共1个百分点，两次下调政策利率公开市场7天逆回购利率共0.3个百分点，并引导市场利率1年期、5年期以上贷款市场报价利率（LPR）分别累计下调0.35、0.6个百分点，力度都是近年来最大（图34）。

中央经济工作会议提出2025年将实施“适度宽松的货币政策”，意味着货币政策将告别过去14年的“稳健”取向，未来降准降息都有较大空间。2025年，货币政策与财政政策的配合将更为积极，除了择机降准外，央行通过国债净买入和买断式逆回购等工具进行基础货币投放和流动性管理的操作也将逐渐常态化，以配合国债和地方债发行节奏。此外，为进一步激发实体经济融资需求，促进物价水平温和回升，2025年有必要继续实施有力度的降息；但考虑到未来美联储降息步伐或有所放缓，以及特朗普关税冲击可能对人民币汇率稳定构成一定压力，全年政策利率降幅可能与2024年相当，同时不排除通过单独调降5年期以上LPR等定向降息的方式进一步支持房地产市场回暖。

结构方面，央行聚焦重点、有进有退，发挥结构性货币政策工具精准滴灌和杠杆撬动作用，提升服务实体经济质效。为提升资本市场流动性，增强市场内在稳定性，去年9月央行首次创设两项结构性货币政策工具支持资本市场，即“证券、基金、保险公司互换便利”和“股票回购增持专项再贷款”，首期额度分别为5,000亿元和3,000亿元，并对未来操作规模持开放态度。截至2024年末，证券、基金、保险公司互换便利累计操作超过1,000亿元；金融机构已经和超过700家上市公司或者是主要股东签订了股票回购、增持贷款合同，金额超过300亿元。从实施效果来看，去年9月以来资本市场信心显著增强，四季度沪深两市股票成交量较三季度增长1.1倍，上证综指从2,700的低点震荡攀升至3,300点附近。2025年央行将运用好存量结构性货币政策工具，在必要时创设新的工具，配合产业、民生、消费、金融等政策协调发力，持续做好“五篇大文章”。

图34 人民币存款准备金率和贷款市场报价利率，%

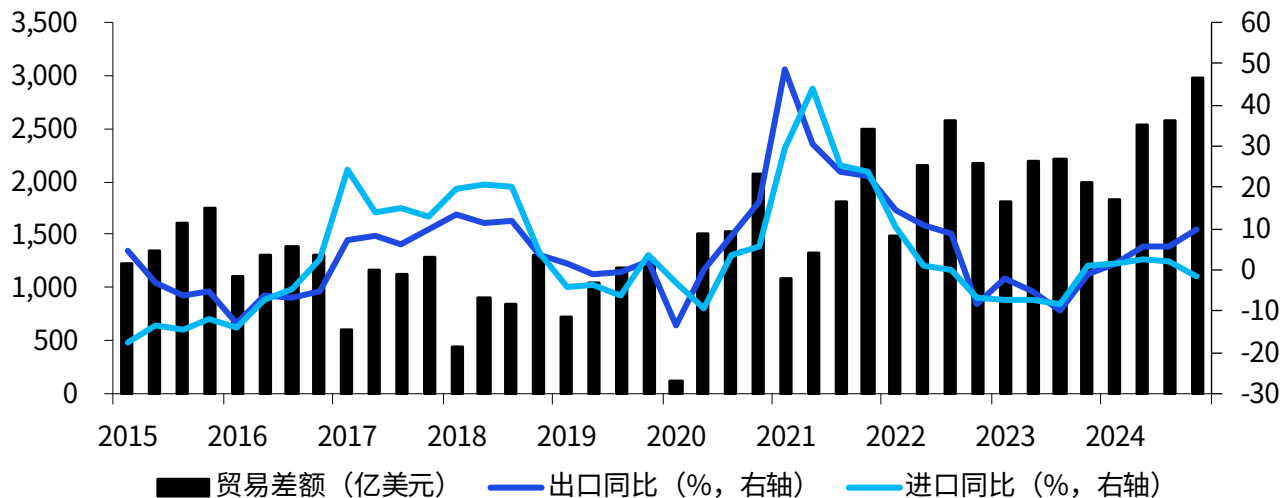


数据来源：Wind，毕马威分析

“抢出口”效应支撑外贸超预期增长

2024年全年我国出口（以美元计价，下同）同比增长5.9%，较2023年回升10.6个百分点，并呈现出逐季走强的良好态势。四季度出口同比增长9.9%，较三季度上行4.0个百分点，除了受到低基数和海外传统消费旺季的拉动，还与主要发达经济体降息、全球制造业平稳复苏以及贸易保护主义升级预期下企业“抢出口”等因素有关（图35）。四季度出口环比增长4.9%，强于季节性（过去十年同期均值为3.4%）。进口方面，2024年全年进口同比增长1.1%。其中，四季度进口同比下降1.8%，主要受到上年同期基数走高的影响；剔除基数影响后的两年平均增速为-0.5%，较上季度回升2.8个百分点，反映内需边际改善。四季度贸易顺差创下2978.9亿美元的历史单季新高，同比大幅增长49.2%，较三季度显著提升32.7个百分点，对四季度GDP增速超预期回升形成有力支撑。

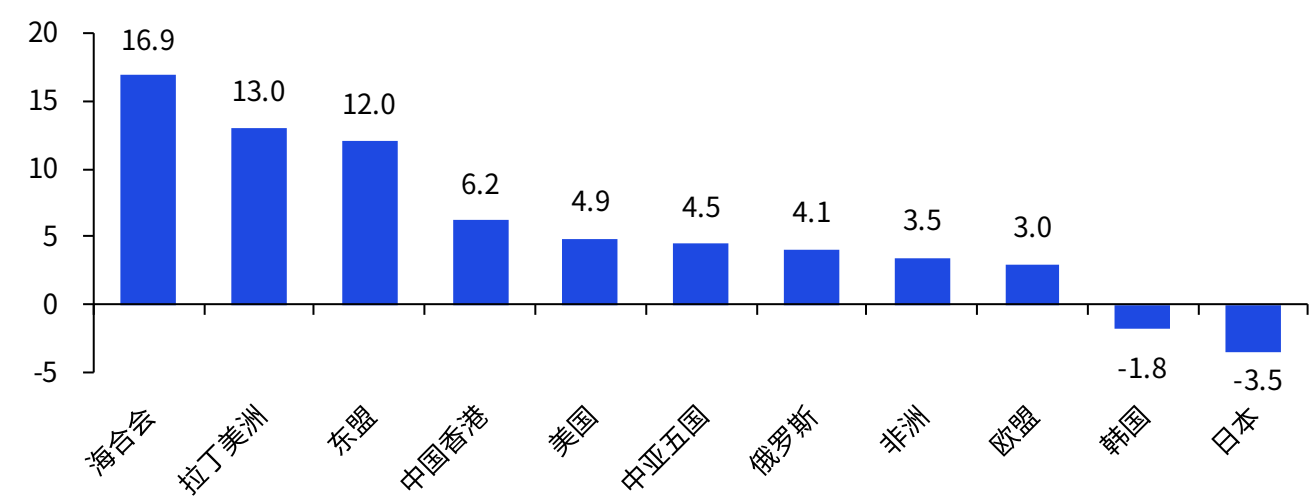
图35 进出口活动，当季值



数据来源：Wind，毕马威分析

贸易伙伴方面，2024年，美国和欧盟继续稳居在中国出口贸易伙伴前三名，2024年我国分别对其出口5,246.6亿美元和5,164.6亿美元，占出口总值的14.7%和14.4%，同比分别增长4.9%和3.0%（图36）。四季度，我国对这两个市场的出口增速分别较上季度提高5.5和2.0个百分点，至10.5%和9.6%。此外，四季度中国对日本、韩国等亚太产业链国家以及俄罗斯的出口增速也有不同程度的改善。不过，受中美博弈影响，香港特区作为贸易中介的功能下降，导致四季度中国内地对香港特区的出口同比下降3.0%。东盟连续5年保持我国第一大货物贸易伙伴地位，2024年全年，我国对其出口总值达到5,865.2亿美元，占出口总值的16.4%，同比增长12%；其中，对越南、印度尼西亚、马来西亚和泰国的出口增幅均为两位数。2024年我国对拉丁美洲的出口增长13.0%，其中，对巴西出口增长高达22.0%。共建“一带一路”国家方面，2024年占我国进出口总额的比重首次超过50%，进出口总额增长6.4%，其中出口增长9.6%，进口增长2.7%。2024年12月1日，我国给予所有已建交的最不发达国家100%税目产品零关税待遇，带动当月自这些国家的进口增长18.1%，较前11个月加快5.8个百分点³。2024年，我国对其他金砖成员国和伙伴国的出口增长8.4%，拉动整体出口增长0.1个百分点；对海合会、中亚五国、非洲的出口分别增长16.9%、4.5%、3.5%。

图36 2024年对主要国家和地区出口增速，累计同比，%

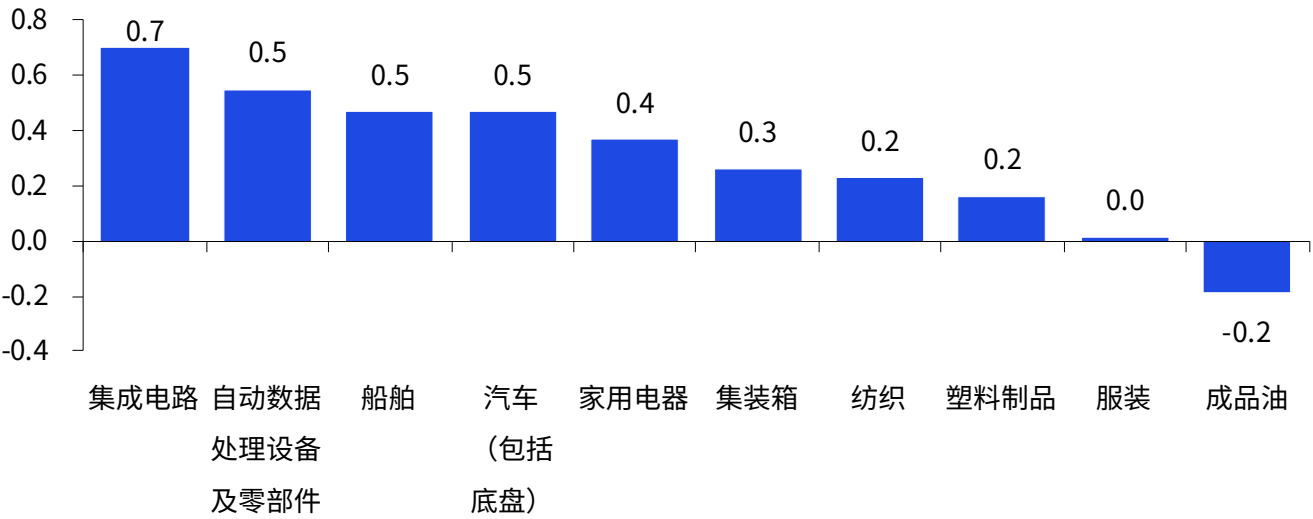


数据来源：Wind，毕马威分析

³ 国务院新闻办“中国经济高质量发展成效”系列发布会：介绍2024年全年进出口情况，国务院 https://www.gov.cn/lianbo/fabu/202501/content_6998300.htm

2024年我国外贸商品结构进一步优化，更多具有高科技属性的新产品加速出海，高技术产品增势良好，出口增速升至4.8%，对总出口的贡献率达到20.9%。其中，随着全球人工智能产业蓬勃发展和消费电子市场持续复苏，集成电路、自动数据处理设备、家用电器等商品对我国总出口增长的拉动作用较强（图37）。得益于全球贸易回暖，国际海运市场运输需求旺盛，2024年船舶与集装箱出口分别同比大幅增长57.3%和105.9%，分别拉动总出口增长0.5和0.3个百分点。汽车产业链出口在高基数的基础上，仍保持一定韧性，拉动出口增长0.5个百分点。此外，由于特朗普政府主张对所有进口自中国的商品加征关税，受前期贸易战影响较小的劳动密集型产品可能受新一轮关税冲击更大，因此也是本轮“抢出口”的主要品类。四季度七大类传统劳动密集型产品出口增速超预期反弹，较上季度大幅提高8.3个百分点至2.8%，其中对美出口份额较高的纺织、服装类产品出口同比分别回升12.5、10.2个百分点至14.0%和5.6%。总体来说，我国外贸结构持续优化和转型升级的良好趋势，表明我国在全球产业链中的地位进一步巩固和提升。

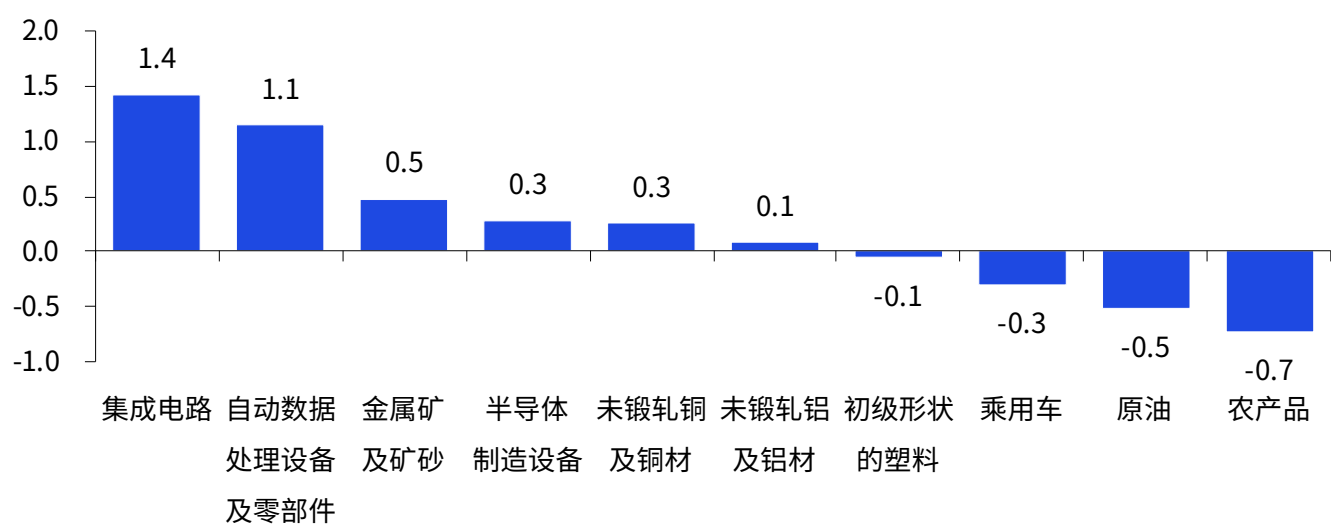
图37 2024年主要类别商品对出口的拉动，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析

2024年全年我国进口金额同比增长1.1%，较2023年回升6.6个百分点，主要与出口链相关产品进口需求增长以及大宗商品价格拖累减轻有关。一方面，与计算机电子产业链出口高增相对应，2024年集成电路、自动数据处理设备及零部件、半导体制造设备进口金额分别同比增长10.4%、57.9%，对总进口增速的拉动作用分别为1.4、1.1个百分点（图38）。另一方面，2023年因全球需求增长放缓，有色金属、原油等国际大宗商品价格明显走弱，影响当年进口金额增速。2024年随着全球制造业复苏、主要央行货币政策转向宽松，价格因素的影响明显减弱。受内需改善和国际贸易伙伴关系拓展的双重推动，预计2025年我国进口仍将保持较大增长空间。一方面，国内消费升级趋势持续增强，中高端商品、先进技术和关键生产要素的需求进一步释放，为进口增长提供了有力支撑；另一方面，我国积极深化国际经贸合作，不仅增强了进口渠道的广度和深度，也为全球市场带来更多共享中国发展红利的机遇。

图38 2024年主要类别商品对进口的拉动，百分点



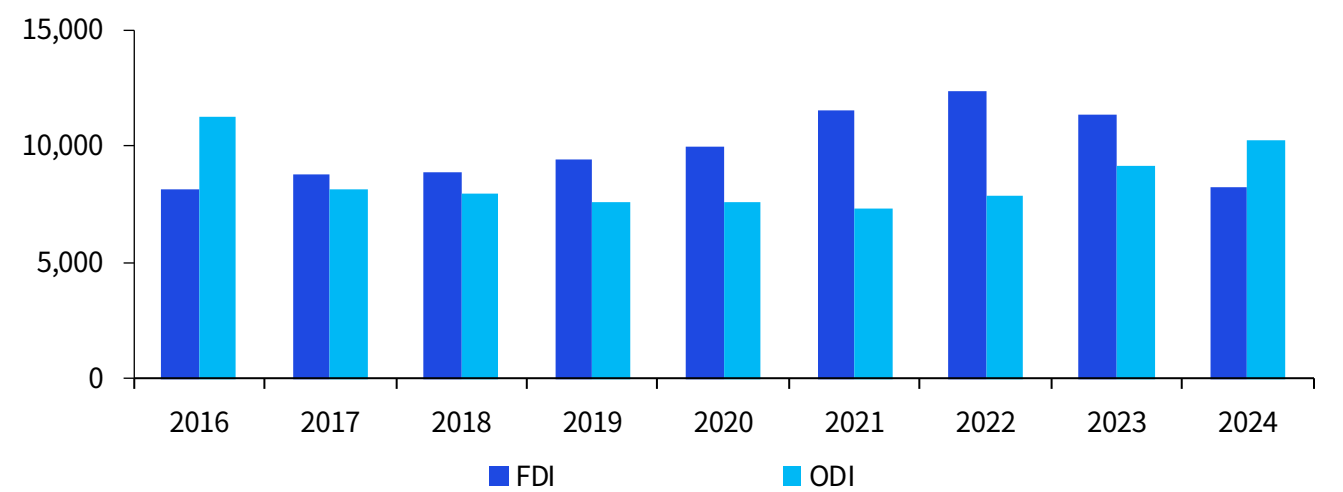
数据来源：Wind，毕马威分析

从宏观经济层面来看，2025年全球经济增速预计将保持相对稳定。根据世界贸易组织（WTO）发布的最新一期《全球贸易展望和统计》，全球货物贸易增速预测为2.7%，略高于此前预测的2.6%。国际货币基金组织（IMF）等权威机构预测，未来两年全球经济增速将在3.3%左右徘徊，略低于过去20年的平均水平。发达经济体可能凭借技术优势和财政支持率先实现稳健增长，而部分发展中国家则可能因债务问题、能源危机和地缘政治冲突等因素面临增长乏力的挑战。此外，随着特朗普政府上台后可能逐步落实对我国进口产品的加征关税措施，叠加2024年基数较高的影响，预计2025年我国出口增长趋势有所减弱。然而，在“抢出口”效应和货币宽松政策的影响下，短期内出口仍将保持韧性。

2024年，我国实际使用外资金额为8,262.5亿元（图39），同比下降27.1%，创历史最大跌幅，虽然部分受到外部环境不确定性不稳定性上升、国内经济复苏斜率偏缓的影响，但更多地与国内利用外资结构持续优化调整有关。2024年新设立外商投资企业5.9万家，同比仍增长9.9%。近年来，随着中国加快科技创新和产业转型升级，利用外资逐渐呈现高端化、服务化发展态势。2024年高技术制造业实际使用外资占比为11.7%，较上年提升0.6个百分点。其中医疗仪器设备及仪器仪表制造业、计算机及办公设备制造业实际使用外资分别实现了98.7%、21.9%的高速增长。2024年服务业实际使用外资占比为70.7%，较上年提升2个百分点，服务业轻资产属性或对总体引资规模和增速造成一定影响。其中，专业技术服务业同比大幅增长40.8%，反映外资企业在华设立研发中心、加强技术创新合作的积极态势。未来中国将通过扩大自主开放、优化营商环境、完善便利化措施、加强权益保护等多措并举，持续打造“投资中国”品牌，提振外资信心，并鼓励更多外资进入创新和服务领域，助力中国高质量发展。

2024年，我国境内投资者共对全球151个国家和地区的9,400家境外企业进行了非金融类直接投资，累计投资10,244.5亿元，同比增长11.7%，中国企业出海仍是大势所趋（图39）。从区域看，对“一带一路”共建国家投资同比增长6.5%，其中对东盟国家的投资增长显著，同比增长12.6%，主要投向新加坡、印度尼西亚和泰国等国。分行业看，租赁和商务服务业、制造业以及批发和零售业是投资的主要领域。此外，节能环保和清洁能源项目新签合同额同比增长12.7%，显示出中国企业在全球绿色基建领域的积极参与。未来，伴随“全球南方”的合作日益紧密，以及“一带一路”倡议的持续推进，中国与新兴市场经济领域合作不断加强，有望支撑对外投资保持良好势头。

图39 历史实际使用外资（FDI）与对外直接投资（ODI）情况，亿元人民币



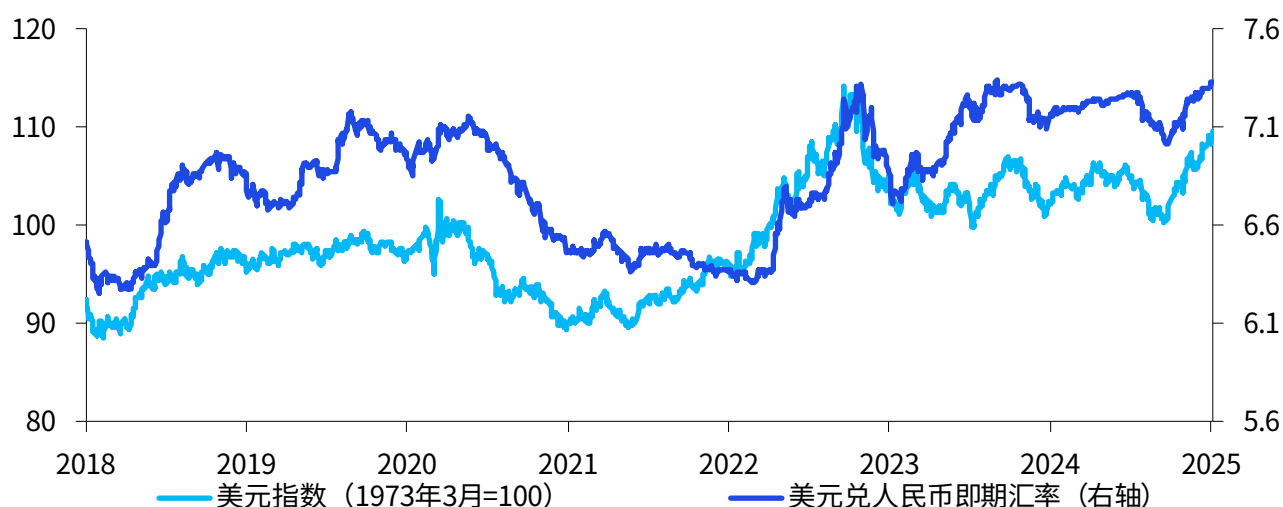
数据来源：Wind，毕马威分析

人民币汇率阶段性承压

汇率方面，2024年全年人民币汇率在双向波动中展现韧性，在合理均衡水平上保持基本稳定。全年来看，人民币汇率先后经历了贬值、快速升值再回落的过程。单季度来看，随着特朗普再次当选美国总统，在特朗普2.0政策的预期下，美元指数重返强势，人民币汇率再度承压，四季度人民币兑美元即期汇率由9月末的7.02跌至12月末的7.30，环比跌幅超过4%（图40）。

在9月美联储降息50个基点后，美元指数小幅回落。而在四季度美国经济持续强劲增长和“特朗普交易”的影响下，市场对2025年美联储降息的预期持续下调，美债收益率持续走高，推动美元指数强势反弹至12月底的108.48，较三季度升值了7.7%，进入2025年，美元指数一度突破109。强美元背景下，四季度以来非美货币普遍走软，人民币汇率阶段性承压。其中，欧元对美元汇率四季度环比下跌7%，进入2025年更是跌破1.03关口，处于2023年以来最低水平；此外，英镑对美元持续下跌至1.22左右，为8个多月以来的低点。但受益于四季度国内经济基本面改善，人民币在非美元主要货币中保持强势，对一篮子货币稳中有升。截至2024年底，人民币汇率指数（CFETS）101.47，较2023年年末上升4%，升至2022年11月以来最高水平。

图40 美元指数和人民币即期汇率



数据来源：Wind，毕马威分析

为防范汇率超调风险，今年年初央行加大了稳汇率政策力度，1月4日，央行2025年工作会议进一步强调，要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，坚决防范汇率超调风险；1月13日，央行宣布将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.5上调至1.75，以增加企业和金融机构跨境资金来源，促进跨境资金的均衡流动，维持外币供求平衡；1月15日，央行超季节性发行600亿元离岸央票，这是是自央行2018年在香港特区启动定期招标发行央票以来规模最大的一次，向市场传递出稳定汇率的明确目标。在一揽子稳汇率政策支持下，人民币汇率走势趋向稳定。我们也注意到，去年四季度我国出口保持较高水平增长，国际收支保持总体平衡，外汇市场韧性不断增强，为未来保持人民币汇率基本稳定提供了确定性和有力支撑。2024年进出口贸易顺差近7.1万亿元，同比增长22%，预计2024年我国经常账户顺差与GDP比值为2%左右；外汇储备余额稳定在3.2万亿美元以上。

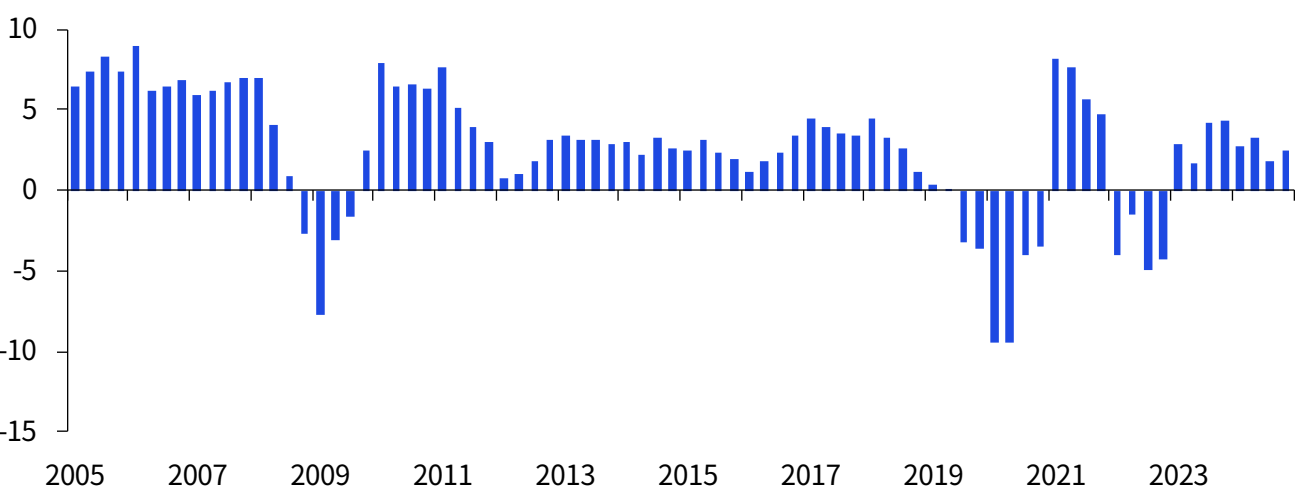
展望2025年，人民币汇率将保持双向波动，小幅下行的态势。外部环境的不确定性、复杂性将进一步增强，外部因素或将继续主导人民币汇率走向，包括美联储政策走向、美国对华关税政策以及地缘政治风险等。但是，随着9月以来出台的一揽子增量政策逐步落地见效，叠加更加积极的逆周期宏观调控政策，将进一步巩固中国经济回升向好的态势，为人民币汇率的稳定夯实基础。



中国香港特区经济稳中有进

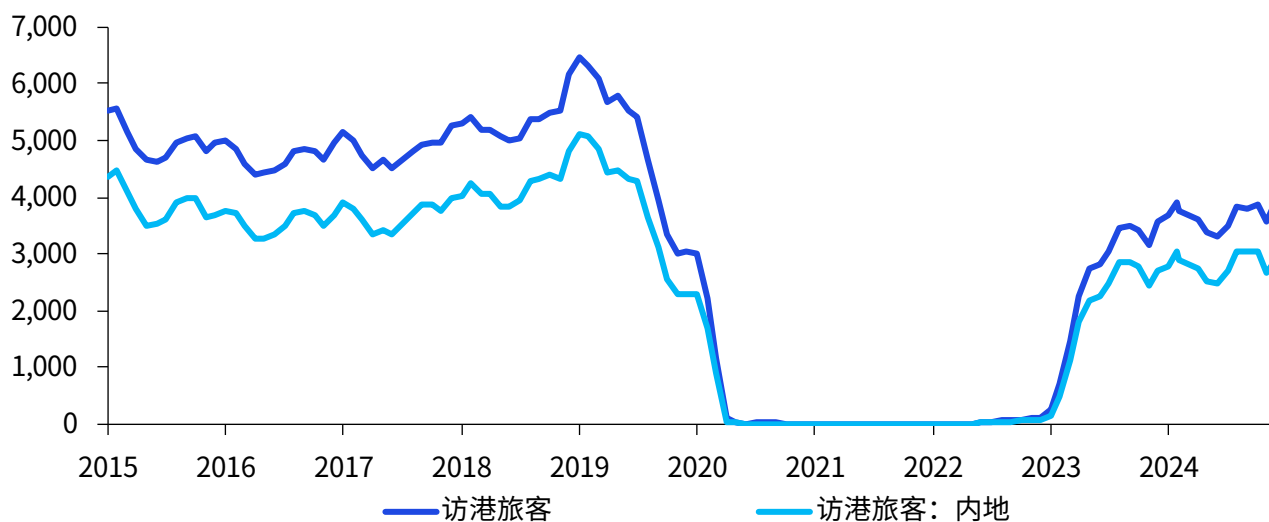
随着访港旅客持续上升、出口恢复增长以及投资支出进一步增加，2024年中国香港特区经济进一步温和增长，全年GDP同比增长2.5%。单季度来看，四季度香港特区GDP较2023年四季度同比增长2.4%，增幅较三季度上升0.5个百分点（图41）。访港旅客方面，随着香港特区政府全力举办盛事活动，并针对全球不同市场和客群进行推广香港特区旅游，访港旅客数量进一步上升，2024年全年访港旅客数量近4,500万，较2023年上升31%；其中，四季度访港旅客近1,200万人次，较三季度增长4.2%（图42）。消费方面，受消费模式改变、居民北上消费兴起等因素影响，私人消费开支延续下跌态势，2024年全年同比下降0.6%；但是，伴随着访港旅客的回升，四季度私人消费开支同比下跌0.2%，较三季度跌幅收窄了1.1个百分点。展望未来，面对美国贸易保护主义政策的实施和外部高利率环境，香港特区经济外围环境的不确定性加剧。然而，随着内地经济持续向好，市场信心不断增强，加上中央政府的多项惠港措施和特区政府一系列推动经济增长的举措，为香港特区各个经济环节提供支持，2025年香港特区经济预计将进一步增长。

图41 中国香港特区GDP实际增速，当季同比，%



数据来源：Wind，香港特区政府统计处，毕马威分析

图42 访港旅客数量，当月值，3个月移动平均，千人



数据来源：Wind，毕马威分析

就业市场方面，随着经济持续增长，香港特区地区就业市场在2024年表现强劲。受人口回流和人才吸引政策的积极影响，香港特区总劳动人口和总就业人数呈现止跌回升的态势，失业率和就业不足率亦保持在较低水平。数据显示，香港特区四季度季调失业率为3.1%，较上季度微涨0.1个百分点。从主要经济行业看，与上季度相比，各行业的失业率变动不一，但变动幅度普遍不大。其中，消费及旅游相关行业、社会工作活动业的失业率较上一季度有较显著改善，均下降了0.4个百分点，分别达到4.3%和2.2%；而运输业、保险业和人类保健活动业则有相对明显的升幅，均上涨了0.4个百分点，失业率分别为2.3%、1.3%和1.6%。与此同时，相较三季度，四季度就业不足人数由4.6万人下跌至4.35万人，就业不足率也微跌至1.1%。随着香港特区经济活动的持续增强，整体就业市场在短期内应会维持基本稳定。

对外贸易方面，随着外部需求逐渐改善，2024年香港特区的商品整体出口货值较2023年上升8.7%；其中四季度商品出口货值持续增长至1.2万亿港元，同比增长3.6%，涨幅较三季度的7.9%有所放缓。具体至单月，12月香港特区整体出口货值达4067亿港元，同比升幅较9月回升了0.5个百分点至5.2%。按经济体来看，四季度香港特区对越南、中国内地和中国台湾的出口实现同比增长，分别达41.0%、9.1%和1.7%；输往印度、阿联酋、荷兰、澳门、日本、韩国和美国的出口货值则出现不同程度的下跌。按主要货品来看，四季度部分主要货品类别的整体出口货值有所增长，尤其是办公室机器和自动资料处理仪器，同比上升26.9%，增长320亿港元。展望未来，国际贸易摩擦升温可能会使香港特区出口表现承压，不过中国内地出台多项提振内地经济举措将会为香港特区对外贸易提供正面支撑。

资本市场方面，得益于多项政策支持，四季度内地企业赴港上市热度持续回升，香港特区IPO市场进一步回暖。全年来看，香港特区在2024年全球IPO集资额排名中位居第四，重返全球IPO市场前五名。具体来看，2024年全年，香港特区IPO市场共完成63宗新股上市，相较2023年减少7宗；但募资总额高达829亿港元，较2023年大幅上涨近80%⁴。此外，根据Wind统计，截至1月31日，共有109家企业的IPO申请仍在有效期内，较10月底增多了26家；其中1家通过聆讯，108家处于“处理中”状态。香港特区金融市场“内联外通”优势稳步增强，推动香港特区竞争力不断提升。“内联”方面，香港特区和内地两地金融市场互联互通措施不断推出，支持A股企业赴港上市政策不断加码；“外通”方面，香港特区积极引进新投资者和新资金，尤其是与中东地区更紧密的联系将有助促进中东企业来港作二次上市。在市场情绪推动下，预计将持续吸引大规模公司来港上市，进而提升香港特区作为上市目的地的国际影响力和竞争力。



⁴ 中国内地与香港特区IPO市场：2024年回顾及2025年展望，毕马威中国，
<https://kpmg.com/cn/zh/home/insights/2024/12/china-hk-ipo-markets-2024-review-and-2025-outlook.html>

全球经济平稳增长

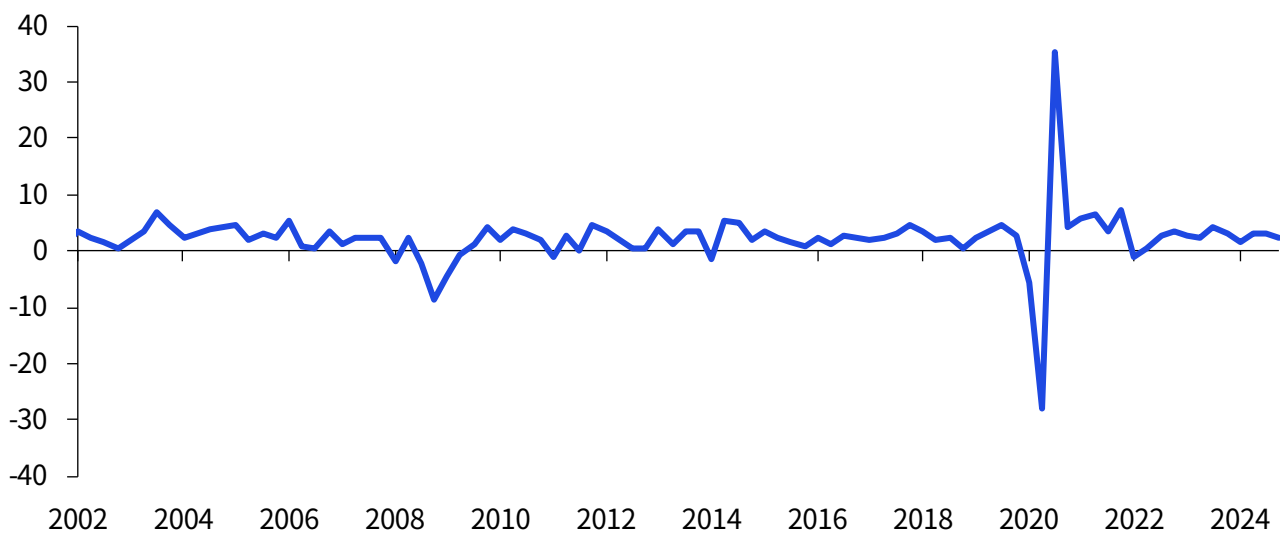
国际方面，1月IMF发布了最新的《世界经济展望》报告，报告指出，通胀放缓为各国央行提供了继续降息的空间，以支持经济扩张。IMF预计2025年全球经济将增长3.3%，较去年10月的预测上调了0.1个百分点，高于2024的增速3.2%，但仍低于2000-2019年3.7%的历史平均水平。与此同时，主要国家经济政策不确定性显著上升，尤其是在贸易和财政方面，叠加包括中东在内的地缘政治风险和全球经济碎片化趋势正在加剧，各经济体增长前景可能进一步分化。IMF预计2025年发达经济体增长将较去年回升0.2个百分点至1.9%，新兴市场和发展中经济体增长将持平于去年的4.2%。通胀方面，预计2025年全球总体通胀率将从5.7%下降至4.2%，发达经济体比新兴市场和发展中经济体更早回到目标水平。需要注意的是，政策变化或将在一些国家重新引发通胀压力，对货币政策宽松形成扰动，并影响全球资本流动。



美国

2024年美国实际GDP总规模为29.2万亿美元，实际同比增长2.8%，略低于2023年的2.9%，但仍高于2011-2019年的平均增速水平2.4%。其中，2024年四季度美国实际GDP环比折年率初值录得2.3%（图43），较三季度回落0.8个百分点，不及市场预期。从分项来看，私人投资是美国经济动能减弱的主要拖累，四季度拉低GDP增速1.0个百分点；而强韧的个人消费支出继续为美国经济提供动力，四季度拉动GDP增速2.8个百分点。总体来看，2024年全年美国实际GDP在消费的支撑下保持稳健增长，且明显好于其他主要发达经济体。展望2025年，美联储货币政策预计仍将延续宽松基调，但特朗普2.0政策增加了美国通胀上行风险和经济增长的不确定性，可能影响美联储降息路径，并冲击居民消费和企业投资。此外，高关税及其可能引发的贸易争端可能导致贸易逆差继续扩大，拖累美国经济增长。预计2025年美国实际GDP增速将温和放缓。

图43 美国实际GDP，季调环比折年率，%

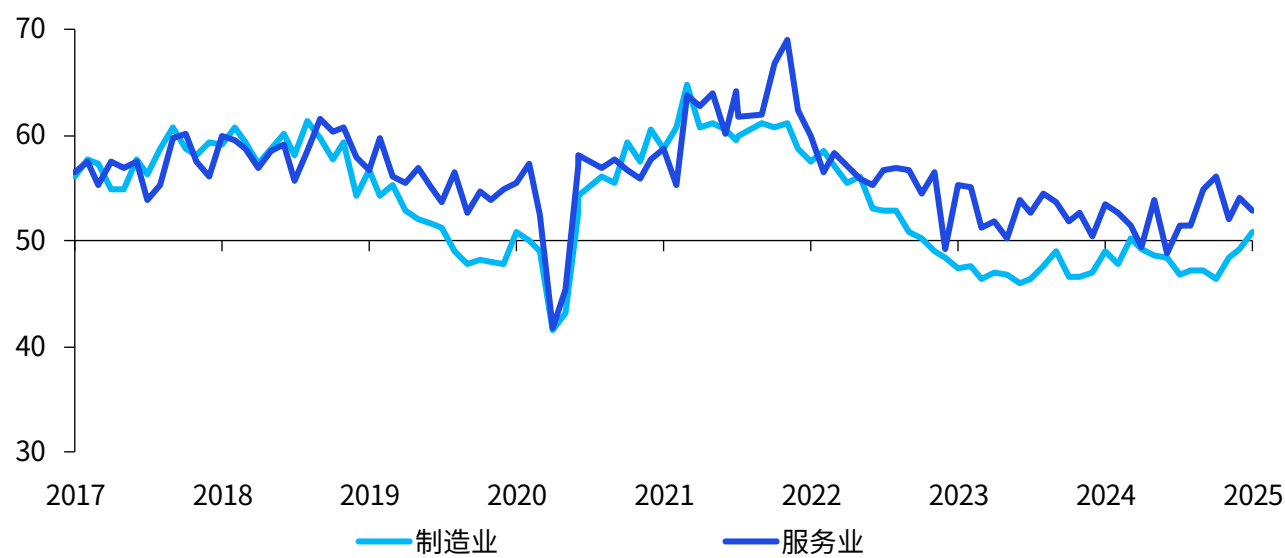


数据来源：Wind，毕马威分析

2024年四季度美国消费表现再次超预期，得益于耐用品消费加速回暖和服务消费持续强劲。从环比折年率来看，四季度个人消费支出增长4.2%，较三季度上行0.5个百分点，为2023年二季度以来的高点。随着信贷利率下降和传统节假日旺季来临，商品消费环比折年率上行1.0个百分点至6.6%，主要受娱乐商品、汽车等耐用品消费显著增长拉动，同时非耐用品中的服装鞋类消费增速也有明显加快。服务消费环比折年率上行0.3个百分点至3.1%，除医疗保健和金融保险外，各分项增速均有不同程度回升。其中，假期与购物节效应带动居民出行和物流服务相关的交通运输项改善幅度最大。四季度美国非农时薪增速相对平稳，个人储蓄率降至两年来最低水平，预计未来劳动力市场的韧性将继续为消费提供支撑。但要注意的是，美国居民的超额储蓄已经基本耗尽，当前物价绝对水平仍在高位，而特朗普关税政策可能进一步提高居民消费成本，影响消费者购买力。2025年1月密歇根大学消费者信心指数和ISM服务业PMI均有所回落，指向美国消费或面临一定下行风险。

四季度美国私人投资环比折年率转负至-5.6%，较三季度大幅回落6.4个百分点，主要受设备投资和私人存货变化的拖累。一方面，高利率环境和政策不确定性抑制企业投资意愿，设备投资增速从10.8%显著回落至-7.8%，此前增长较快的计算机及外围设备、运输设备投资降速最为明显。另一方面，随着美联储开启降息周期，房地产销售回暖，住宅投资在连续两个季度负增长后，增速由三季度的-4.3%修复至5.3%。然而，美联储或将放缓降息节奏，近期美国住房抵押贷款利率有所反弹，叠加新房库存偏高，短期住宅投资复苏可能边际放缓。此外，私人存货变化对GDP环比折年率的拖累加深0.7个百分点至-0.9%。2025年1月在订单增长和生产加快的推动下，美国ISM制造业PMI时隔9个月重回扩张区间，较去年12月回升1.6个百分点至50.9，创2022年10月以来新高（图44），制造商对未来前景趋于乐观，投资和补库存意愿有望逐渐回升。不过，物价指数升至去年6月以来新高54.9，成本压力上升叠加政策利率仍然偏高，企业投资改善可能存在波折。

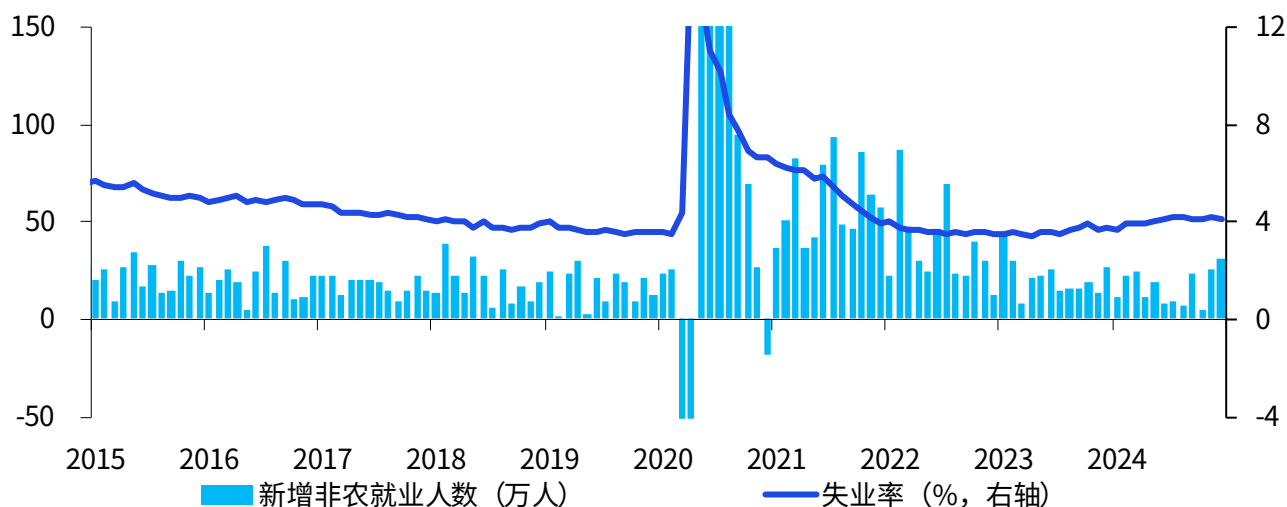
图44 美国ISM制造业和服务业PMI，季调



数据来源：Wind，毕马威分析

就业方面，美国劳动力市场保持稳健，供需趋于平衡。12月职位空缺率降至4.5%，已经接近疫情前水平。从需求端来看，受服务业就业强劲拉动，四季度月均新增非农就业20.4万人，较三季度的13.3万人显著回升。2024年全年新增非农就业199.6万人，低于上年的259.4万人，就业市场整体仍延续缓慢降温趋势。从供给端来看，劳动参与率连续3个月保持62.5%不变，失业率较上月回落0.1个百分点至4.1%，指向就业市场韧性仍强（图45）。12月非农时薪同比增长3.9%，连续5个月保持相对稳定。往后看，2025年1月ISM制造业和服务业PMI就业指数均回升至2023年四季度以来高位，稳健的就业市场可能继续支撑薪资增速和居民消费保持较强韧性。

图45 美国新增非农就业人数及失业率



数据来源：Wind，毕马威分析

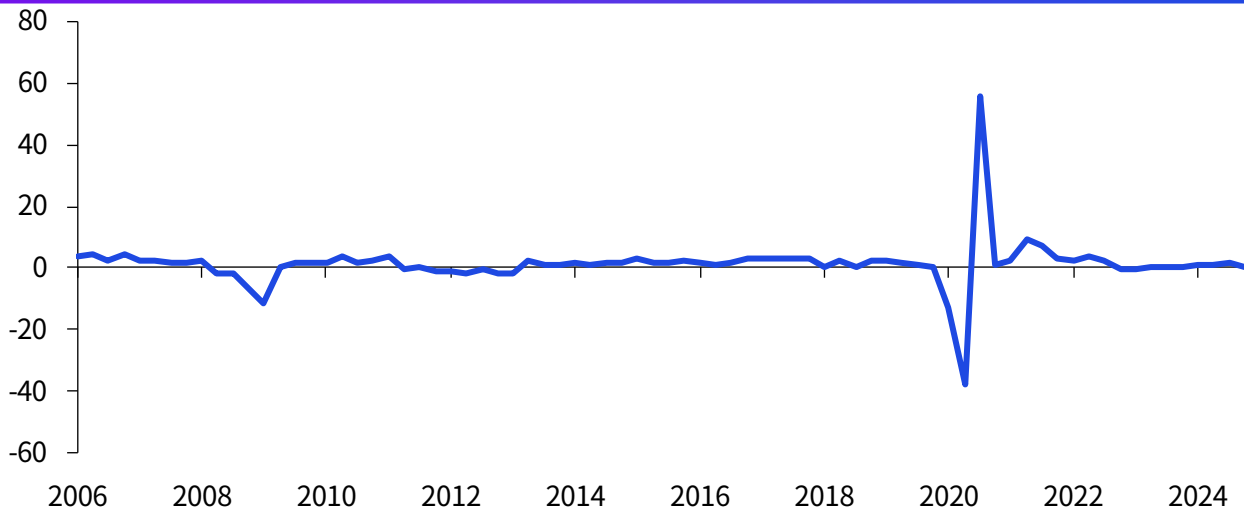
通胀方面，四季度美国通胀小幅回升。12月PCE同比涨幅扩大0.1个百分点至2.6%，主要由于原油价格上涨推动能源商品和服务项同步跌幅收窄。核心PCE同比连续三个月持平于2.8%左右，其中核心商品通胀在低基数作用下同比跌幅收窄，而美联储关注的超级核心通胀（即剔除住房后的核心服务价格）没有进一步走强，叠加住房通胀继续温和放缓，缓解了短期市场对于“再通胀”的担忧。回顾2024年，美国通胀总体延续降温趋势，但下行斜率趋于平坦化，波动较为频繁，核心通胀依然具备粘性。随着特朗普2.0政策的推进，2025年美国通胀的干扰因素可能增多。例如，特朗普政府主张对内减税、对外加征关税以及收紧移民政策，或加剧通胀上行风险。特朗普政府还主张放松对部分行业的监管，包括传统能源、人工智能、加密货币、房地产、汽车、金融等领域。一方面，增加能源生产、削减提高住房成本的不必要规定等措施有利于降低通胀压力；另一方面，对内减税和放松监管的政策有助于减轻居民生活成本和企业经营成本，提振消费和投资，总需求回升或对降通胀形成一定阻力。预计2025年美国通胀水平在向美联储2%的目标靠近过程中仍将出现反复。

在经济增长温和放缓、就业市场保持稳健、“再通胀”风险阶段性可控的背景下，1月美联储议息会议上宣布暂停加息，将联邦基金利率目标区间维持在4.25%-4.50%。鲍威尔强调美联储不急于调整政策立场，意味着2025年货币政策基调仍为宽松。预计美联储将对后续降息路径保持谨慎策略，以数据为导向。在等待高利率环境对经济的影响进一步显现，以及评估特朗普政府一系列政策落实后的通胀数据和经济表现后，再做调整。我们预计美联储可能在年中再次降息。得益于强大的财富效应、较为宽松的货币政策立场以及支持性的金融条件，美国的潜在需求依然强劲，IMF最新预测2025年美国GDP增速为2.7%，高于去年10月的预测值0.5个百分点。

欧元区

2024年四季度，欧元区GDP季调同比增长0.9%，与三季度持平，季调环比折年率则由三季度的1.6%降至0.1%，低于市场预期，其中德国、法国四季度经济环比转负，分别达-0.2%、-0.1%，拖累欧元区经济表现。欧元区四季度经济增速放缓，主要受美国关税威胁、德法政局动荡等因素影响，企业和居民对未来经济前景的信心转弱，居民消费和企业投资需求放缓（图46）。

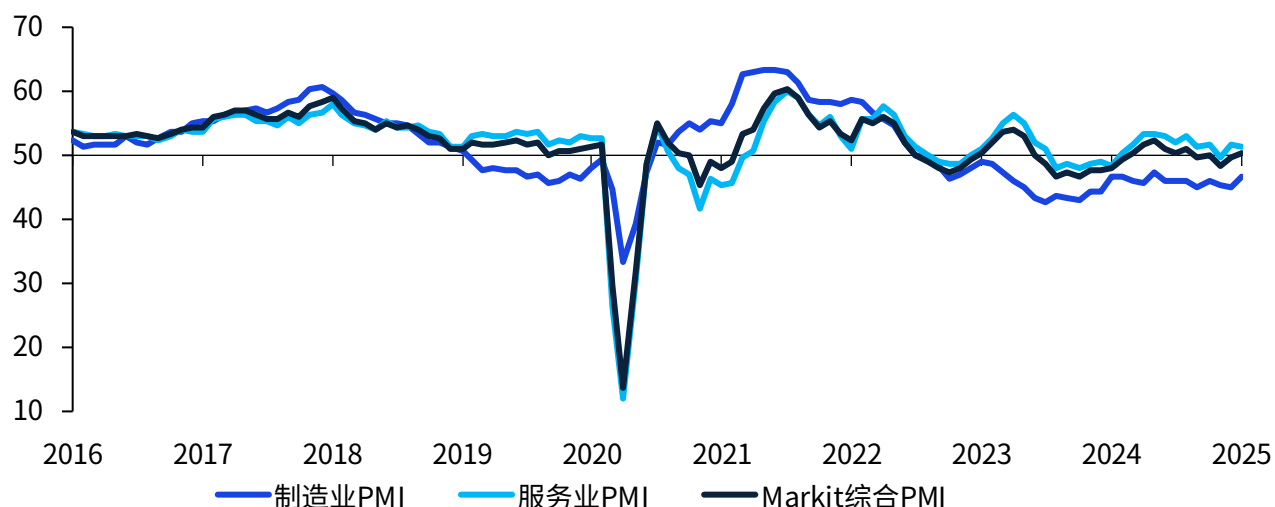
图46 欧元区实际GDP，季调环比折年率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

受益于前期持续宽松的货币政策，2025年开年企业与消费者信心边际改善。从经济景气度指数来看，欧元区1月综合PMI重返扩张区间，达50.2%，高于市场预期，主要是当前特朗普关税不确定对企业预期冲击相较有限，制造业收缩幅度放缓，1月制造业PMI由12月的45.1%上行至46.6%，达到近8个月最高值（图47）。欧元区居民消费信心同步修复，2025年1月，欧元区消费者信心指数由12月的-14.5上行至-14.2，消费者对经济前景悲观情绪缓解。

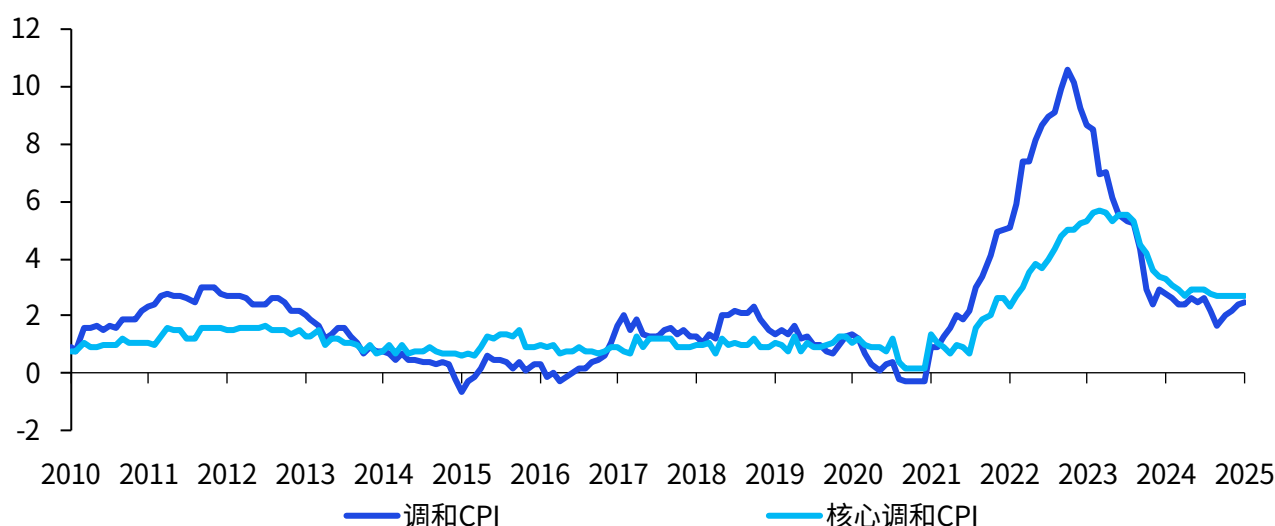
图47 欧元区采购经理指数 (PMI)



数据来源：Wind，毕马威分析

通胀方面，欧元区调和CPI同比在去年9月份触及1.7%的低点，但随着能源价格回落的基数效应消退，欧元区物价于去年10月以后持续回升，今年1月，调和CPI同比进一步上行至2.5%，超出市场预期（图48）。1月欧元区物价上行仍然受能源价格推动，因地缘政治因素以及全球供应链紧张，年初石油、天然气等能源价格持续走强，1月份欧元区能源价格同比上涨1.8%，较去年12月份的0.1%明显上行。若剔除能源与食品价格影响，1月欧元区核心调和CPI同比达2.7%，与前值持平，服务价格同比达3.9%，较12月的4.0%边际回落。

图48 欧元区调和CPI与核心调和CPI，同比，%

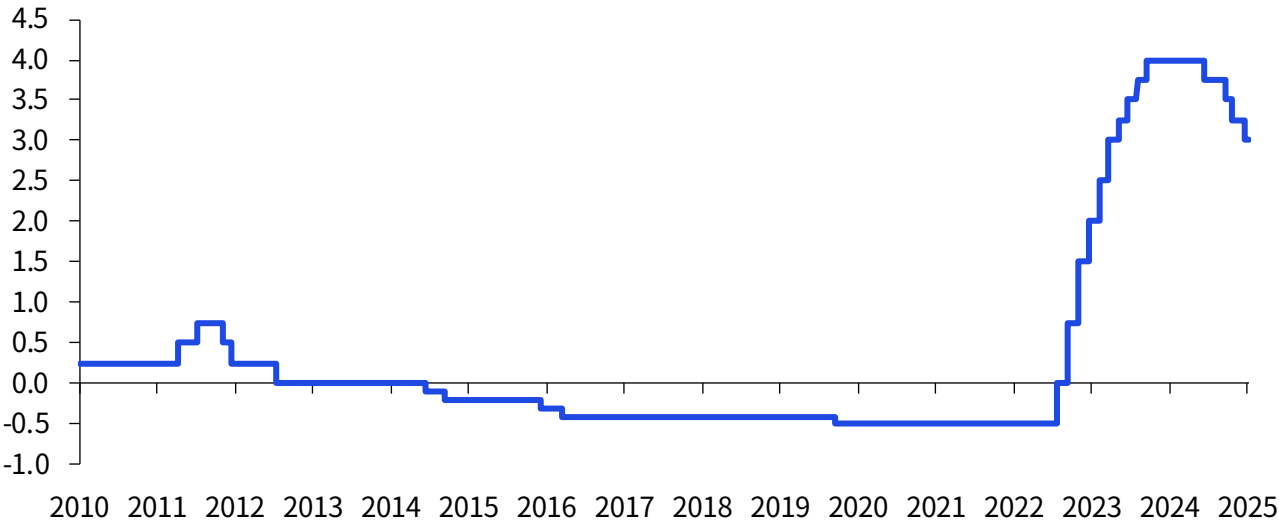


数据来源：Wind，毕马威分析

货币政策方面，尽管当前通胀率持续上行，欧央行认为当前通胀走势基本符合预期，对2025年年内回归2%的通胀目标具有信心，当前政策重心仍然聚焦应对前期放缓的经济增长。欧洲央行于1月30日召开货币政策会议，决定将三大关键利率分别下调25个基点，这是该行自2024年6月宣布降息以来第五次下调利率，当前欧元区存款机制利率、主要再融资利率、边际贷款利率分别降至2.75%、2.90%、3.15%（图49）。

展望未来，欧央行仍将延续降息趋势，但未来降息节奏存在不确定性。最新一期的利率决议中，欧央行仍将当前货币政策立场描述为“限制性”，暗示欧央行后续或将实施更加宽松的货币政策，3月份大概率将进行周期内的第六次降息。但决议也明确，管委会不会预先承诺特定的利率路径，将根据数据变化，确定适当的货币政策立场。在当地时间2月10日美国总统特朗普宣布对所有进口至美国的钢铁和铝征收25%关税后，欧央行行长拉加德重申，通胀回落正在取得进展，但全球贸易摩擦继续带来风险。我们认为，未来特朗普关税政策将成为欧央行降息路径的关键影响因素。

图49 欧元区存款便利利率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

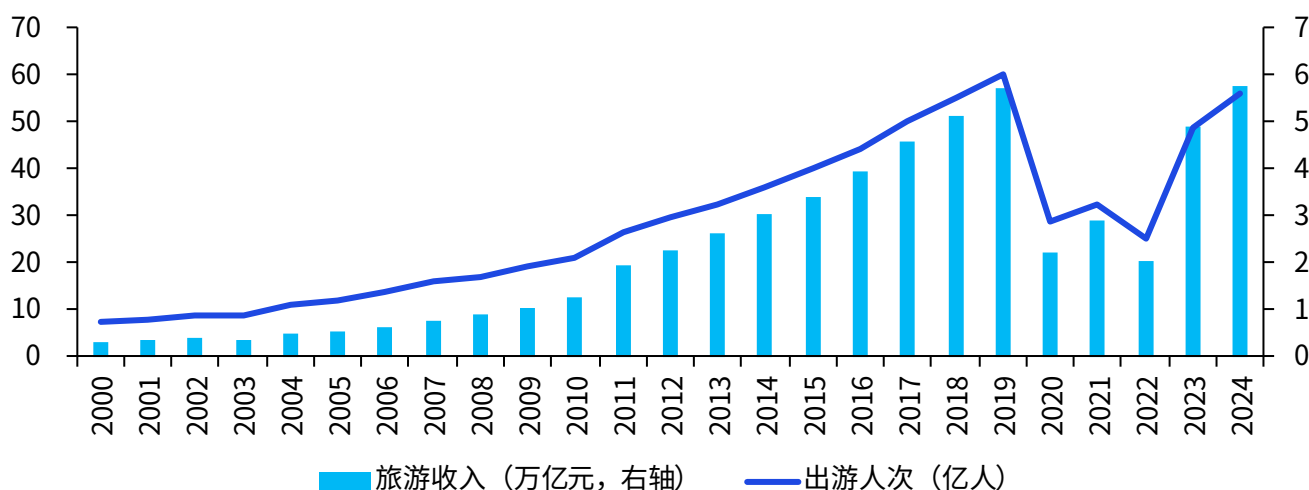
政策分析

国务院推出十八项措施 以进一步繁荣文旅消费

2025年1月13日，国务院办公厅发布《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》（以下简称《若干措施》）⁵，旨在进一步培育新增长点，繁荣文化和旅游消费，推动文化旅游业成为支柱产业。

在当前经济形势下，文化和旅游消费作为最终消费的重要组成部分，对于促进经济转型升级、满足人民群众日益增长的精神文化需求具有重要意义。2024年，我国旅游热点持续涌现。哈尔滨旅游火爆出圈，冰雪经济持续升温；《我的阿勒泰》掀起热风，开启影视文旅新模式；免签政策红利释放，China Travel全球圈粉；《黑神话：悟空》走红全球，游戏IP赋能地方文旅。根据文化和旅游部数据，2024年国内出游人次56.15亿，比2023年同期增加7.24亿，同比增长14.8%；国内游客出游总花费5.75万亿元，比2023年增加0.84万亿元，同比增长17.1%⁶（图50）。我国旅游业恢复到疫情前水平，保持稳健增长态势。

图50 2000-2024年国内旅游数据情况



数据来源：文化和旅游部，Wind，毕马威分析

⁵ 国务院办公厅印发《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》的通知，
https://www.gov.cn/zhengce/content/202501/content_6998238.htm

⁶ 2024年度国内旅游数据情况，文化和旅游部，
https://zwgk.mct.gov.cn/zfxxgkml/tjxx/202501/t20250121_958012.html

随着人们在精神文化层面的消费需求不断增加，文旅消费逐渐成为居民消费的重要内容。文旅消费不仅能够直接刺激市场需求，增加消费总量，还能通过深度融合，提供更丰富的文化体验和旅游服务，从而推动经济转型升级和高质量发展。《若干措施》从丰富消费惠民举措、满足不同年龄群体需求、扩大特色优质产品供给、培育消费场景、创新产业政策以及优化消费环境等六个方面，提出18项具体措施。

➤ 丰富消费惠民举措

《若干措施》提出，举办春节文旅消费月、非遗展销、冰雪旅游季等系列文旅促消费活动，支持各地在游客互送、资源互推等方面加强合作。2025年春节，全国各地深挖春节“非遗”文化内涵，通过策划举办庙会、醒狮、英歌舞、龙舞、板凳花灯龙等年俗活动，吸引大批市民和游客。根据文化和旅游部的最新数据，2025年春节假期8天，全国国内出游5.01亿人次，同比增长5.9%；国内出游总花费6770.02亿元，同比增长7.0%⁷。

此外，《若干措施》还提出实施消费惠民让利行动，如“百城百区”文化和旅游消费行动计划，发挥国家文化和旅游消费示范（试点）城市作用，联动金融机构、文旅企业，将更多优质资源投向文旅领域。通过这一计划，打造一批具有示范效应的文旅消费城市和区域，推动文旅产业的高质量发展，并通过推出文化和旅游消费券、消费满减、积分奖励兑换、抽奖等优惠措施，直接降低消费者的文旅消费成本，提高文旅消费的积极性。

➤ 满足不同年龄群体消费需求

在当今多元化的旅游市场中，不同年龄段的消费者有着各自独特的旅游需求和偏好。为了满足这些多样化的需求，《若干措施》提出，从不同年龄段入手，通过优化亲子游乐服务、创新发展研学旅游和提升老年人文旅服务品质等措施，为不同年龄段的消费者提供更加贴心和个性化的旅游体验。

少儿群体方面，《若干措施》提出要优化亲子游乐服务。亲子游乐项目的核心在于“陪伴经济”，通过寓教于乐的方式，不仅满足了孩子们的学习和娱乐需求，更让父母在陪伴中感受到亲情的温暖和乐趣。近年来，亲子业态拉动客流、带动消费的重要性越来越凸显，为旅游目的地带来更大的综合效益。《若干措施》鼓励推出一批高品质少儿题材舞台剧目，积极引进国内外优秀的儿童剧作品，丰富剧目库；根据商场、景区、街区的实际情况和游客需求，合理布局亲子乐园、无动力儿童乐园、手工坊等业态，确保游客能够便捷地找到并享受这些服务；鼓励酒店与民宿积极提供高品质的亲子房与儿童房选项，并致力于创建以家庭为中心的亲子度假酒店，以满足家庭旅客的特定需求。

⁷ 2025年春节假期文化和旅游市场情况，文化和旅游部，
https://www.mct.gov.cn/whzx/whyw/202502/t20250205_958229.htm

青少年群体方面，《若干措施》提出要创新发展研学旅游。研学旅游是近年来快速发展的教育与旅游相融合的新业态，在提升青少年精神素养、传承弘扬中华优秀传统文化等方面所发挥的作用日益彰显，得到了特别是广大家庭和青少年的青睐与积极参与。《若干措施》提出，鼓励具备研学旅游资源的各类单位提供优质资源，丰富研学旅游供给。推出一批优质研学旅游营地基地和课程，培育一批优质研学旅游品牌和企业。积极发展入境研学旅游。为了支持研学旅游这个新业态的发展，文化和旅游部于2024年11月22日，发布了《关于促进旅行社研学旅游业务健康发展的通知》⁸，提出支持建设一批优质研学旅游营地基地，培育一批优质研学旅游品牌和企业，打造一批优质研学旅游产品。

老年人群体方面，《若干措施》提出要提升老年人文旅服务品质。截至2023年底，全国60岁及以上老年人口已达到2.97亿、占总人口的21.1%，其中65岁及以上老年人口2.17亿、占总人口的15.4%⁹，银发旅游市场发展潜力大。结合老年人的健康需求，《若干措施》鼓励推出以养生、保健为主题的康养旅游产品，如温泉疗养、森林氧吧、中医养生等，推出针对老年人的兴趣爱好，如戏曲、曲艺、书画、广播、影视、音乐等文化产品。

➤ 扩大特色优质产品供给

随着人们生活水平的提高和休闲观念的转变，传统的旅游产品已经难以满足游客日益增长的多元化、个性化需求。因此，扩大特色优质产品供给，成为旅游业转型升级、提升服务质量的必然选择。近年来，众多城市依托各自独特魅力，成功推出一系列引人注目的旅游产品，如哈尔滨凭借其城市独特的雪景与建筑风格，吸引游客沉浸式体验冰雪王国；海南、广西、云南等“避寒”目的地吸引广大游客温暖出游。

《若干措施》亦指出，要扩大特色优质产品供给。启动实施冰雪旅游提升计划，提高冰雪旅游产品供给品质。为了支持冰雪经济的发展，2024年11月6日，国务院办公厅发布《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》，明确提出要优化发展冰雪旅游，启动实施冰雪旅游提升计划，推动北京、河北、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、新疆等地建设3—5个全球知名冰雪旅游高质量目的地。通过冰雪旅游、冰雪运动的高质量发展，激发冰雪经济的活力，推动相关产业链的完善与升级。

《若干措施》还强调了深化“文旅+百业”、“百业+文旅”，特别提到文旅与科技、国潮等元素的融合。科技方面，《若干措施》鼓励打造多样化、差异化低空飞行旅游产品，支持各地打造超高清、沉浸式、互动式演艺新空间和数字展览新空间，全面激活文旅产业转型发展新动能。国潮产品方面，《若干措施》明确，开发时尚国潮产品。推出彰显中国审美、中国风格的时尚穿戴、家居、潮玩、运动、电子设备等产品，推动在服装、箱包、珠宝、美妆、玩具等领域开发联名款文创产品，打造国货“潮牌”、“潮品”。支持文化文物单位与社会机构合作，开发高品质文创产品。

⁸ 文化和旅游部办公厅关于促进旅行社研学旅游业务健康发展的通知，文化和旅游部，https://zwgk.mct.gov.cn/zfxgkml/kjy/202411/t20241122_956446.html

⁹ 中国统计年鉴2024，国家统计局，<https://www.stats.gov.cn/sj/ndsj/2024/indexch.htm>

➤ 培育消费场景

随着经济的持续进步，人们的消费行为正经历着深刻的变革。在可持续发展的全球共识下，各类商业空间的功能与角色得到了重新定义与拓展。商场不再局限于传统的商品交易功能，而是逐渐演变成为集休闲、娱乐、生活体验于一体的多元化新空间。

《若干措施》提出，支持商业综合体、商圈、景区、特色街区及文化产业园区等区域，将其转变为充满活力的创意市集，鼓励依法依规地利用腾退空间与闲置房产，将其转化为新型公共文化空间，为社区注入新的文化生命力。在文博场馆、旅游景区、特色街区、邮轮及旅游巴士等场所，支持沉浸式体验空间的打造，并推出一系列创新性的沉浸式文旅产品，为游客带来前所未有的感官盛宴。同时，为了充分激发夜间文旅市场的潜力，支持夜间文化和旅游消费集聚区的多元化发展，鼓励举办民俗演艺、灯会庙会、光影秀等丰富多彩的夜间活动，并因地制宜推出“水上夜游”等特色文旅产品，为游客提供多样化的夜间娱乐选择。

➤ 创新产业政策

为进一步促进文旅消费，《若干措施》鼓励通过财政和金融手段，加大对文化和旅游领域“两新”（新技术、新业态）项目的支持力度，促进旅游业创新发展，允许地方政府使用专项债券资金支持符合条件的文旅项目，支持各地统筹用好各渠道资金开展文化和旅游消费促进活动。扩大文旅有效投资，加快重组中国旅游产业基金。释放职工消费潜力，鼓励错峰休假。

➤ 优化消费环境

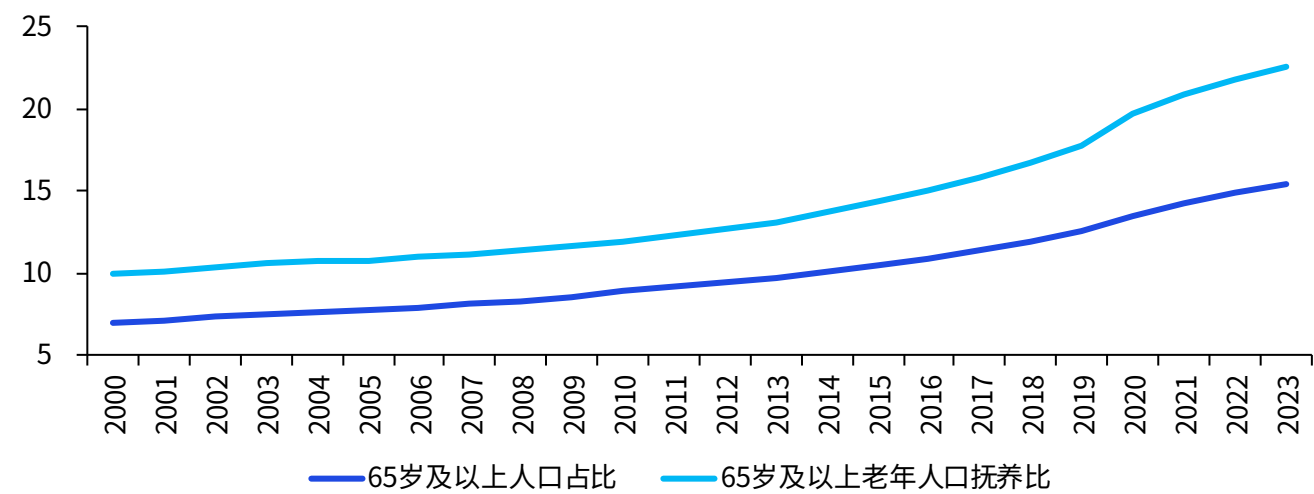
消费环境的优化有助于提升消费质量，包括商品和服务的质量，从而提高消费者的满意度和忠诚度。《若干措施》提出，有序扩大文化和旅游场所接待规模，优化重点景区和文博场馆等预约、售票管理，做好大型文化和旅游活动公众通信服务。优化入境旅游政策，用足用好现有过境免签政策和区域性入境免签政策，丰富入境旅游产品供给，开展“你好！中国”国家旅游形象推广，优化离境退税服务，推广“即买即退”措施。维护良好市场秩序，加强旅游市场综合监管，推进线上线下同步治理，抓好重点场所安全监管。

中共中央、国务院深化养老服务改革

2025年1月7日，中共中央和国务院发布关于深化养老服务改革发展的意见¹⁰（以下简称《意见》），首次在中央层面对养老服务工作作出系统性、总体性、框架性制度设计，提出加快建设适合我国国情的养老服务体系，更好保障老有所养，让全体老年人安享幸福晚年。

深化养老服务改革发展，是实施积极应对人口老龄化国家战略的关键任务。当前和今后一个时期，我国人口老龄化进程加速发展。根据最新发布的《中国统计年鉴2024》显示，2023年，中国65岁及以上人口数已经达到21,676万人，占全国总人口比重的15.4%，老年抚养比为22.5%¹¹（图51）。

图51 全国65周岁及以上老年人口数量及占全国总人口比重及抚养比情况，%



数据来源：国家统计局，毕马威分析

党的二十届三中全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》，强调要积极应对人口老龄化，完善发展养老事业和养老产业政策机制。《意见》认真贯彻落实党的二十大和二十届二中、三中全会精神，把养老服务改革发展纳入积极应对人口老龄化国家战略的基本制度安排，融入中国式现代化建设总体部署。目标到2029年，我国养老服务网络基本建成；到2035年，适合我国国情的养老服务体系成熟定型。

为推动我国养老服务体系建设和，《意见》从四个方面健全养老服务网络，优化基本养老服务供给。

¹⁰ 中共中央 国务院关于深化养老服务改革发展的意见，中共中央 国务院，
https://www.gov.cn/zhengce/202501/content_6996775.htm

¹¹ 中国统计年鉴2024，国家统计局，
<https://www.stats.gov.cn/sj/nds/2024/indexch.htm>

➤ 加快健全覆盖城乡的县乡村三级养老服务网络

《意见》首次提出加快健全覆盖城乡的县乡村三级养老服务网络。在县级，主要依托县级特困人员供养服务机构，建设综合养老服务管理平台，发挥服务示范、行业指导、应急救助、资源协调等作用；在乡镇（街道），主要依托现有敬老院、优质民办养老机构等，改扩建为区域养老服务中心，发挥政策咨询、服务转介、资源链接等作用，成为养老服务的“一站式”业务办理窗口和资源信息汇集平台；在村（社区），采取“中心+站点”等方式，发展嵌入式社区养老服务设施和互助型养老服务站点，加强日间照料、学习娱乐、上门服务能力，成为老年人家门口的服务站，发挥对居家养老的重要支持作用。

《意见》有利于在县（区）范围内，加强养老服务资源的统筹，推动城乡养老服务均等化。根据《意见》部署，到2029年，养老服务网络基本建成；到2035年，养老服务网络更加健全。

➤ 贯通协调居家社区机构三类养老服务形态

居家养老、社区养老、机构养老是目前3种主要的养老方式。《意见》提出强化社区养老依托作用，扩大社区养老服务有效供给，发展嵌入式社区养老服务，推行“社区+物业+养老服务”。同时，《意见》进一步提出机构养老“专业支撑作用”，对机构养老作了更清晰准确的定位。根据服务对象和设施条件，我国将因地制宜推进养老机构分类改革，将养老机构分为兜底保障型、普惠支持型、完全市场型三类。兜底保障型养老机构主要收住特困老年人和经济困难失能老年人等；普惠支持型养老机构面向全体老年人开放，由设区的市级政府制定支持办法，加强收费引导管理；完全市场型养老机构实行充分竞争、优质优价，满足老年人多样化需求。截至2024年第二季度末，全国各类养老服务机构和设施41万个，其中社区养老服务机构和设施36.9万个，与2019年相比分别增加了1倍、1.2倍¹²。养老机构数量的不断丰富，有利于促进养老服务规模化、集群化、品牌化发展。

医养结合方面，《意见》提出加强养老服务机构和医疗卫生服务机构协同，强化整合照护，健全稳定顺畅的双向转接绿色通道，简化转诊就医程序。根据养老机构内设医疗机构需要，依法依规赋予相应处方权。鼓励具备相应医疗条件的养老机构依法依规开展安宁疗护服务。2024年12月份出台的《关于促进医养结合服务高质量发展的指导意见》¹³亦强调，要求医养结合机构树立质量第一意识，强化质量安全管理主体责任，全面落实诊疗规范和行业标准，将养老机构医疗卫生服务纳入质量安全管理体系。

¹² 中国各类养老服务机构和设施达41万个 比2019年增加1倍，民政部，
<https://www.mca.gov.cn/zt/n2892/n2896/c1662004999980001961/content.html>

¹³ 国家卫生健康委 民政部 国家医保局 国家中医药局 国家疾控局关于促进医养结合服务高质量发展的指导意见，国家卫生健康委，
<http://www.nhc.gov.cn/ljks/tggg/202412/214649668bd0430980b9a78e6b758416.shtml>

➤ 构建养老服务事业产业发展三方协同机制

养老服务兼具公共服务属性和市场特性，同时具备福利性质，因此需要建立政府、市场和社会三者协同的机制，形成合力。《意见》强调发挥养老服务事业发展政府主导作用、发挥养老服务产业发展市场配置资源作用、发挥养老服务社会参与作用。

政府方面，《意见》提出，发挥养老服务事业发展政府主导作用。强化政府对养老服务的规划引导、政策支持、组织保障、监督管理，扩大普惠性、基础性、兜底性养老服务供给。完善基本养老服务清单制度，建立促进普惠养老服务高质量发展机制，加大设施建设和场地供给支持力度，大力发展价格可负担、质量有保障、运营可持续的普惠养老服务。推进京津冀、长三角、粤港澳大湾区等养老服务一体化。

市场方面，《意见》明确，支持各类市场主体按市场化原则积极参与养老服务，完善社会化运营机制和扶持政策落实评价机制，推动养老服务产业规模化、集群化、品牌化发展。推动国有资本参与发展养老服务，鼓励国有企业、事业单位盘活闲置资产开展养老服务。鼓励外商投资国内养老服务产业并享受国民待遇。大力发展银发经济，加强老年用品研发和推广，开发旅居养老市场，因地制宜发展康养旅居等新业态，推动旅居养老目的地建设。

社会方面，《意见》强调，发挥养老服务社会参与作用，构建基层党组织领导，基层群众性自治组织统筹协调，社会组织、社会工作者、志愿者等力量参与的社会支持养老服务格局。鼓励通过设立慈善信托、社会捐赠等方式支持开展养老服务。建立老年教育协同发展机制，依托老年大学等在养老服务机构和社区开展线上线下相结合的老年教育，完善社会力量发展老年教育扶持措施。积极开发老年人力资源，创造适合老年人的多样化、个性化就业岗位。深化拓展“银龄行动”，探索建立老年人意定监护实施机制。

国家发展改革委社会发展司司长刘明表示，国家发展改革委将继续推动银发经济提质扩容，做强主体，支持各类企业积极参与，加快培育一批银发经济龙头企业，推动银发经济逐渐向多元业态发展；做优产品，引导经营主体匹配细分市场，健全产品服务标准规范，提高产品服务品质和适老化水平¹⁴。

¹⁴ 国新办举行新闻发布会 介绍深化养老服务改革发展有关举措，国新办，
<http://www.scio.gov.cn/live/2025/35321>

➤ 强化有力有效的养老服务要素保障

《意见》从设施布局、财政支持、人才队伍、养老金融、科技应用等方面提出具体举措，强化有力有效的养老服务要素保障。

关于财政支持方面，《意见》提出完善财政支持相关政策。根据经济发展水平和人口老龄化程度，加大对养老服务支持力度；按照中央与地方财政事权和支出责任划分有关原则，加强基本养老服务经费保障。财政部社会保障司负责人表示，2019年至2024年期间，全国财政用于养老服务和老年人福利方面的支出超过5,600亿元，年均增长11%。下一步，财政部门将指导各地根据经济发展水平和人口老龄化程度，进一步加大对养老服务的资金投入。同时，加强对养老服务领域财政资金的预算管理，强化绩效考核和财会监督，充分发挥财政资金的使用效能¹⁵。

关于人才队伍方面，《意见》提出建立养老服务专业技术人才评价制度，建立健全技能人才与专业技术人才职业转换通道，构建与技能等级相衔接的技能岗位评聘制度。近年来，人力资源社会保障部指导技工院校开设康复保健、健康与社会照护等专业，推进工学一体化培养模式，提高技能人才培养质量，同时积极培育养老服务领域的劳务品牌。下一步，人力资源社会保障部将会同民政部研究设立养老服务专业技术类的新职业，研究建立养老服务专业技术人员职业资格制度，进一步畅通其职业发展通道。

关于养老金融方面，《意见》提出支持符合条件的养老服务基础设施建设，积极满足养老服务机构信贷融资需求。加大政府性融资担保、再担保机构对养老服务小微企业贷款担保支持力度。支持符合条件的养老项目发行基础设施领域不动产投资信托基金。拓展养老服务信托业务，推广包含长期护理责任、健康管理的商业健康保险产品。2024年12月，人民银行等九部门联合印发《关于金融支持中国式养老事业 服务银发经济高质量发展的指导意见》¹⁶，聚焦不同老龄群体提供多样化养老金融服务，支持备老群体做好养老资金储备和财富规划，针对农村养老需求加大金融资源倾斜力度。完善金融支持银发经济的服务体系和管理机制，扩大银发经济经营主体和产业集群发展的信贷投放，加大直接融资支持力度，拓展多元化资金来源渠道。

¹⁵ 2025年春节假期文化和旅游市场情况，文化和旅游部，
https://www.mct.gov.cn/whzx/whyw/202502/t20250205_958229.htm

¹⁶ 中国人民银行等九部门联合印发《关于金融支持中国式养老事业 服务银发经济高质量发展的指导意见》，中国人民银行等九部门，
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5534312/index.html>

国务院统筹推进新型城市基础设施建设

2024年12月5日，国务院印发《关于推进新型城市基础设施建设打造韧性城市的意见》¹⁷（以下简称《意见》），推进数字化、网络化、智能化新型城市基础设施建设，打造承受适应能力强、恢复速度快的韧性城市，增强城市风险防控和治理能力。

党的二十大作出提高城市规划、建设、治理水平，打造宜居、韧性、智慧城市等重大决策部署。党的二十届三中全会提出深化城市安全韧性提升行动。2020年8月，住房城乡建设部会同中央网信办等七部门印发《关于加快推进新型城市基础设施建设的指导意见》，以新城建对接新基建，引领城市转型升级，推进城市现代化。自2020年以来，住房城乡建设部分批在青岛、福州等21个城市开展新城建试点，并在济南、广州、烟台创建新城建产业与应用示范基地，试点工作取得明显成效，为增强城市安全韧性提供了重要支撑，也成为各地扩大有效投资、激发增长动能的重要途径。《意见》的印发，是进一步落实党中央决策部署的具体行动，也是适应城市发展新形势、推动城市高质量发展的现实需要。

➤ 全国新型城市基础设施建设现状及面临挑战

城市是我国经济社会发展的主引擎，也是扩大内需的主战场，为5G、物联网、大数据、工业互联网等新一代信息技术提供了最广阔的应用场景和创新空间。近年来，各地在具体推进落实新型城市基础设施建设上已然取得了明显成效，助推城市高质量发展（表3）。

¹⁷ 中共中央办公厅 国务院办公厅关于推进新型城市基础设施建设打造韧性城市的意见，国务院，
https://www.gov.cn/zhengce/202412/content_6991171.htm

表3 部分城市落实新型城市基础设施建设的情况

城市	相关政策法规	部分建设成果
北京	《关于加快推进5G基础设施建设的工作方案》 《北京市关于加快建设全球数字经济标杆城市的实施方案》	截至2024年10月底，北京累计建成5G基站13万个，应用聚焦智慧教育、医疗、文旅、融媒体、车联网及工业互联网等各个方面。
广州	《新城建联动赋能城市更新 打造典型应用场景工作方案》	建成“广州环城管廊智慧运管平台”，该平台整合了物联网、云计算、组件化技术以及BIM和GIS（地理信息系统）等技术，提升管廊运营的安全性、效率和可靠性。
青岛	《青岛市推进新型基础设施建设行动计划（2020-2022年）》	位于青岛北客站片区的“青岛TOD一号工程”，运用BIM+GIS技术建立场区地下三维地质模型精准定位，确保安全性。
福州	《福州市新型基础设施建设三年行动方案（2023-2025年）》	福建省超算中心、福建人工智能计算中心等“中间两个超算”建成投用，其中福建人工智能计算中心一期工程投用算力105P，算力基础设施达到国内领先水平。

资料来源：公开渠道整理，毕马威分析

由上述信息可见，我国各地区在重大科技设施、地质工程、交通枢纽、信息基础设施等方面取得了一批领先的成果，基础设施整体水平实现跨越式提升。与此同时，也要看到我国新型城市基础设施建设仍存在不少短板弱项，例如城乡区域差距较大，城市防洪排涝、防灾减灾、公共卫生应急等基础设施建设不足和智能化改造缓慢，新基建存在供需失衡的问题；科研与人才支撑仍存在不足，我国在新基建相关领域的科技创新与人才培养上还存在滞后现象，导致人才供不应求，也制约其技术创新和产业升级；存在信息安全与隐私保护风险，目前部分数据平台在隐私保护上只注重数据的加密方式和存储位置等单一手段，增加了信息被非法获取、滥用的可能性；资金不足与融资困难，现阶段新基建项目主要依靠政府资金投入与银行贷款，社会资本的参与度较低，这在一定程度上增加了项目的开展难度。

➤ 推进新型城市基础设施建设的目标和重点任务

针对我国新型城市基础设施建设的发展现状以及面临的挑战，《意见》制定一系列的发展目标和重点任务，为新型城市的未来发展注入新的活力。

在目标设定方面，《意见》提出，到2027年，新型城市基础设施建设取得明显进展，对韧性城市建设的支撑作用不断增强，形成一批可复制可推广的经验做法。到2030年，新型城市基础设施建设取得显著成效，推动建成一批高水平韧性城市，城市安全韧性持续提升，城市运行更安全、更有序、更智慧、更高效。在重点任务方面，《意见》提出以下11项内容：

1. **实施智能化市政基础设施建设和改造。**市政基础设施是城市现代化的基础，以地下管网为例，《意见》提出建立涵盖管线类别齐全、基础数据准确、数据共享安全、数据价值发挥充分的地下管网“一张图”体系，打造地下管网规划、建设、运维、管理全流程的基础数据平台，实现地下管网建设运行可视化三维立体智慧管控。
2. **推动智慧城市基础设施与智能网联汽车协同发展。**工信部指出，截止2024年10月，我国智能网联汽车产业体系基本形成，全国50多个城市开展智能网联汽车道路测试示范，开放测试道路3.2万公里，完成约1万公里道路智能化改造¹⁸。针对智慧城市与智能网联汽车的协同发展，《意见》提出以支撑智能网联汽车应用和改善城市出行行为切入点，建设城市道路、建筑、公共设施融合感知体系。
3. **发展智慧住区。**《意见》支持有条件的住区结合完整社区建设，实施公共设施数字化、网络化、智能化改造与管理，同时建立健全数字赋能、多方参与的住区安全治理体系，提升城市住区韧性，希望能进一步改善城市地区的社区安全。
4. **提升房屋建筑管理智慧化水平。**目前的房屋建筑安全排查技术要求高，协调难度大，《意见》提出建立房屋使用全生命周期安全管理制度，重点排查老旧房屋设施抗震性能、建筑消防设施、消防登高作业面和疏散通道等安全隐患，形成房屋建筑安全隐患数字档案，不断降低房屋建筑管理难度。
5. **开展数字家庭建设。**《意见》以住宅为载体，利用物联网、人工智能等实现系统平台、家居产品互联互通，加快构建跨终端共享的统一操作系统生态，提升智能家居设备的适用性、安全性，满足居民用电用火用气用水安全、环境与健康监测等需求。
6. **推动智能建造与建筑工业化协同发展。**BIM技术作为数字化转型的核心技术，正引领建筑行业迈向现代化、智能化，经过多年努力，我国的BIM技术已经实现了关键核心技术自主可控。《意见》提出，未来要深化应用建筑信息模型（BIM）技术，提升建筑设计、施工、运营维护协同水平。
7. **完善城市信息模型（CIM）平台。**CIM基础平台是智慧城市建设的重要支撑，根据城市信息模型CIM网发布的分析报告，“十四五”期间中国的CIM市场规模将会超过400亿¹⁹。为了进一步提高城市空间韧性，《意见》提出因地制宜推进城市信息模型平台应用，强化与其他基础时空平台的功能整合、协同发展，在政务服务、公共卫生、防灾减灾救灾、城市体检等领域丰富应用场景。

¹⁸ 中国智能网联汽车产业体系基本形成，人民网，
<http://finance.people.com.cn/n1/2024/1018/c1004-40341674.html>

¹⁹ “十四五”期间CIM市场规模预测，城市信息模型CIM网，
<http://www.chinacim.vip/newsinfo/2243400.html>

- 8. 搭建完善城市运行管理服务平台。**城市运行管理的内容繁杂，涉及方面较多，包括但不限于生态环境、交通运输、水利、商务、卫生健康等的内容，因此《意见》提出加强对城市运行管理服务状况的实时监测、动态分析、统筹协调、指挥监督和综合评价，推进城市运行管理服务“一网统管”。
- 9. 强化科技引领和人才培养。**城市基础设施的升级需要强大的基础理论、关键技术与装备研究。发改委在《关于促进数据产业高质量发展的指导意见》中提出，发挥高等学校教学指导委员会的指导和引领作用，加快数据领域学科体系和人才队伍建设，大力培养交叉学科人才。《意见》指出，工程建设、城市管理、城市安全等多学科知识的复合型创新人才是培养的重点。
- 10. 创新体制机制。**《意见》创新管理手段、模式和理念，探索建立新型城市基础设施建设的运作机制和商业模式。除此以外，国务院在2024年10月印发的《关于加快公共数据资源开发利用的意见》中提出，将数据产业作为鼓励发展类纳入产业结构调整指导目录，支持数据采集标注、分析挖掘、流通使用、数据安全等技术创新应用，鼓励开发数据模型、数据核验、评价指数等多形式数据产品，这有助于实现城市的可持续发展。
- 11. 保障网络和数据安全。**严格落实网络和数据安全法律法规和政策标准，强化信息基础设施、传感设备和智慧应用安全管控，推进安全可控技术和产品应用。

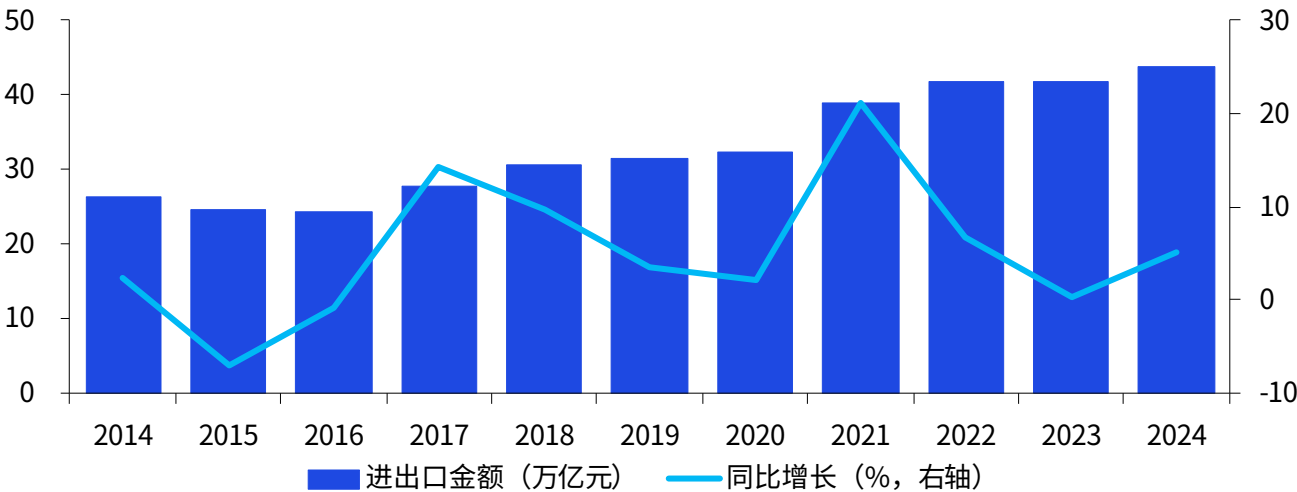
在政策的支持下，未来各省级人民政府要加强统筹协调和指导督促，市级人民政府要强化主体责任，抓好组织实施，强化跟踪问效，确保推进新型城市基础设施建设、打造韧性城市各项决策部署落地见效。

商务部多措并举推动外贸质升量稳

2024年11月19日，商务部发布《关于印发促进外贸稳定增长若干政策措施的通知》²⁰（以下简称《通知》），旨在贯彻落实党中央、国务院关于促进外贸稳定增长，巩固和增强经济回升向好态势的部署，切实做好促进外贸稳定增长工作，着眼长远积极培育新的外贸增长点。

2024年，我国外贸保持稳定的增长势头，实现了总量、增量、质量的“三量”齐升。从总量看，全年进出口总值连续跨过42、43两个万亿级大关，全年进出口总值达到43.85万亿元人民币，同比增长5%，规模再创历史新高（图52）。从增量看，我国去年外贸增长规模达到了2.1万亿元，相当于一个中等国家一年的外贸总量。从质量看，进出口产品结构不断优化升级，高技术产品增势良好，自主品牌出口创历史新高，跨境电商等新型贸易业态蓬勃发展²¹。

图52 我国进出口情况，以人民币计价



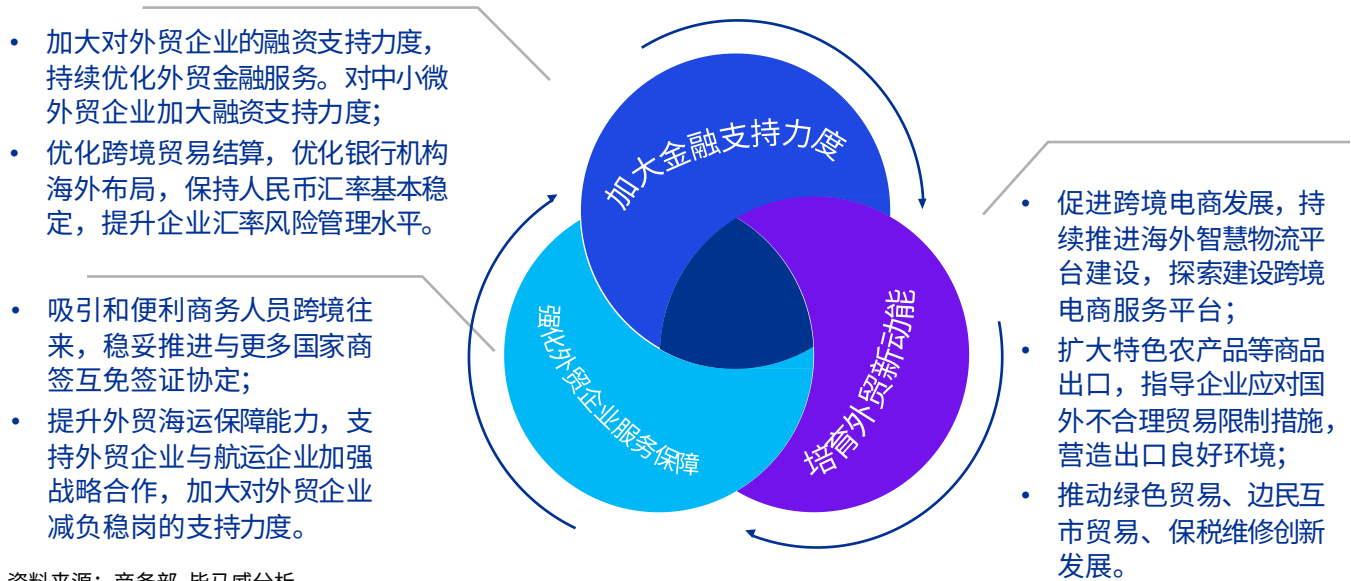
数据来源：Wind, 毕马威分析

然而，亦要看到，2024年8月以来，我国进出口金额的增速有所放缓。为应对国际贸易形势变化，推动解决外贸企业面临的实际困难，《通知》围绕推动贸易高质量发展要求推出9条相关措施，进一步则可概括为“加大金融支持力度（金融）”“培育外贸新动能（跨境电商）”“强化外贸企业服务保障（便利往来）”等拉动外贸增长的“三驾马车”（图53）。

²⁰ 关于印发促进外贸稳定增长若干政策措施的通知，商务部，
https://www.mofcom.gov.cn/zwgk/zcfb/art/2024/art_384fe59818c249c9a6ca28cabea1d6cc.html

²¹ 二〇二四年货物贸易进出口总量、增量、质量均有提高——中国外贸实现“三量”齐升，国务院，
https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202501/content_6998326.html

图53 《关于印发促进外贸稳定增长若干政策措施的通知》主要内容



➤ 加大金融支持力度

《通知》要求扩大出口信用保险承保规模和覆盖面，加大对专精特新“小巨人”“隐形冠军”等企业的承保支持力度；加强外贸领域信贷投放，加大对中小微外贸企业的融资支持；优化跨境贸易结算；鼓励金融机构帮助企业提升汇率风险管理水平。《意见》强调，要完善对接合作，加强商务与金融系统常态化沟通交流，做深做实“总对总”“分对分”合作；要做好落地实施，鼓励各地方、金融机构结合实际细化支持举措，强化政策协同，放大组合效应；要加强跟踪监测，及时共享进展情况，总结推广典型经验做法。

早在2024年7月，商务部联合央行、金融监管总局以及外汇局就曾印发《关于加强商务和金融协同更大力度支持跨境贸易和投资高质量发展的意见》²²（以下简称：《意见》），当中涉及对稳外贸、稳外资、深化“一带一路”经贸合作和对外投资合作等重点领域和促融资、防风险、优服务等关键环节，提出包括优化外贸综合金融服务、加强外资金融服务保障、完善多元化投融资服务、优化支付结算环节以及守牢金融风险安全底线等方面的多条政策。

不少地方政府亦紧盯企业融资难点，推出相应的信贷产品。其中，江苏省“苏贸贷”是江苏省财政厅、省商务厅联动江苏银行——依托省普惠金融发展风险补偿基金面向该省中小微外贸企业发展提供的短期流动资金贷款、国际贸易融资产品，该产品有效结合了出口信用保险保单融资，引导金融机构加大对全省中小微外贸企业的支持力度，改善外贸企业融资环境，促进外贸转型升级。该产品特别关注外贸企业前端资金链条不畅问题，成功帮助企业扩大业务领域和订单量。相关负责人介绍，2024年“苏贸贷”投放规模达266.43亿元，同比增长57.2%；惠及3,766户中小微外贸企业，同比增长48%²³。

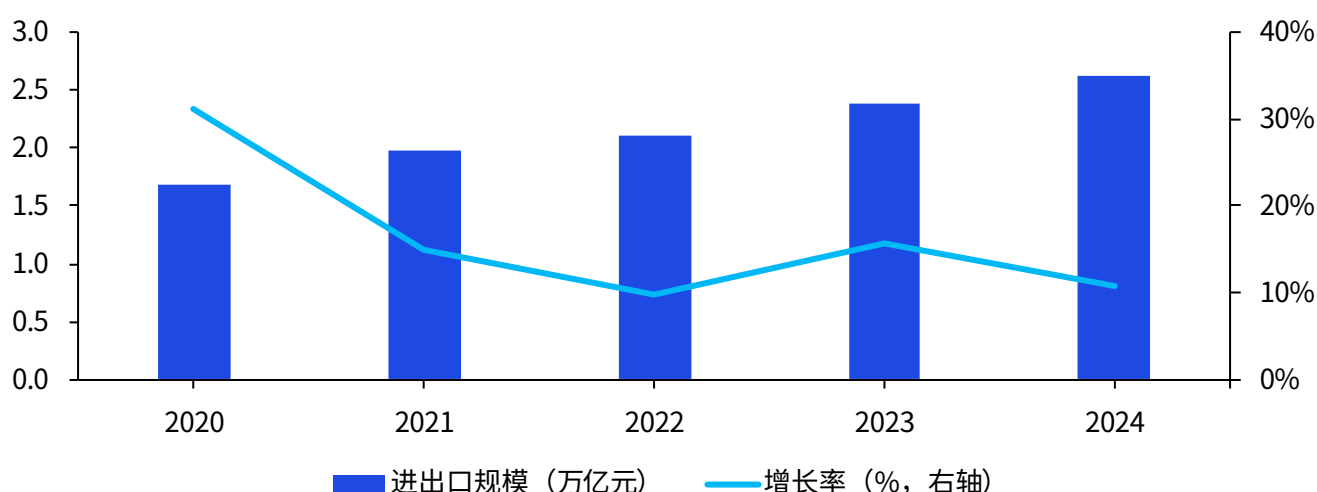
²² 关于加强商务和金融协同 更大力度支持跨境贸易和投资高质量发展的意见，商务部，中国人民银行，国家金融监督管理总局，国家外汇局，https://sg.mofcom.gov.cn/sxtz/zgyshj/art/2024/art_38c5ca54fd184bb3beab65bf47fa906.html

²³ 多措并举助力外贸稳增长，人民日报，<http://finance.people.com.cn/n1/2025/0114/c1004-40401245.html>

➤ 培育外贸新动能

跨境电商作为外贸新型业态和国际贸易的有生力量在我国呈现较为迅速的发展势头。过去五年间，面对新冠疫情的冲击以及严峻复杂的国内外形势，我国依然保持着全球经济正增长，外贸发展动能不断增强，特别是跨境电商等外贸新型业态中进一步释放“卖全球”潜力，并在“买全球”方向上持续打造中国优势²⁴。据初步统计，2024年我国跨境电商进出口规模达到2.63万亿元，比2020年增长近1万亿元。

图54 2020-2024年我国跨境电商全年进出口情况



数据来源：国务院新闻办公室，海关总署，毕马威分析

《通知》提出，积极促进跨境电商发展。推进海外智慧物流平台建设，探索建设跨境电商服务平台。扩大特色农产品等商品出口，指导和帮助企业积极应对国外不合理的贸易限制措施，推动绿色贸易、保税维修创新发展。为了进一步推动跨境电商高质量发展，海关总署在2024年11月发布《关于进一步促进跨境电商出口发展的公告》²⁵（以下简称《公告》）中提出“取消跨境电商出口海外仓企业备案”“简化出口单证申报手续”“扩大出口拼箱货物‘先查验后装运’试点”“推广跨境电商零售出口跨关区退货监管模式”等四项具体的优化措施。

无论是《通知》或是《公告》，在跨境电商这一业务上政策均期望在保证企业对电子数据或信息真实性负责的前提下以降低其进入国际市场的门槛，并为商家提供更具质量的出口管理服务，提升跨境电商贸易便利化水平，增强物流运作效率及客户满意度，从而促进跨境电商业务的发展。商务部副部长王受文在2024年11月的新闻发布会上亦指出，下一步将会在加强供需对接、做好合规建设、大力发展跨境电商赋能产业带、深化国际合作等多项举措上持续加大跨境电商工作力度，提供更好的发展环境²⁶。

²⁴ “中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会 介绍2024年全年进出口情况，国务院新闻办公室，<http://www.scio.gov.cn/live/2025/35357/tw/>

²⁵ 关于进一步促进跨境电商出口发展的公告，海关总署，<http://www.customs.gov.cn/customs/302249/2480148/6227035/index.html>

²⁶ 国务院政策例行吹风会 介绍促进外贸稳定增长的有关政策措施，国务院新闻办公室，<http://www.scio.gov.cn/live/2024/35121/tw/>

➤ 强化外贸企业服务保障

根据商务部数据，2024年，我国实际使用外资金额8,262.5亿元人民币，外资流入量较往年有所减少。然而，2024年新设立的外商投资企业数量却实现了同比增长9.9%，全年共设立外商投资企业59,080家，外国投资者对中国市场的兴趣和信心依然存在²⁷。

在这样的背景下，我国更需要强化外贸企业服务保障，稳定外商投资存量。

《通知》强调，要吸引并且便利商务人员的跨境往来，稳妥推进与更多国家商签互免签证协定。支持外贸企业与航运企业加强战略合作。加大对外贸企业减负稳岗支持力度，落实好失业保险稳岗返还、创业担保贷款及贴息等政策。

近段时间，外交部持续推出签证便利化等相关举措，不断研究改进外籍人士营商、旅游等来华体验。目前，中国已同包括新加坡、泰国、哈萨克斯坦等在内的157个国家和地区缔结了涵盖不同护照种类的互免签证协定，并允许外国人利用过境免签、邮轮免签及赴海南岛等特定区域免签政策来华开展商务活动，**畅通人员往来条件**；同时，中国通过推出新版中国签证申请表，优化简化34%的项目，大幅缩短填表时间，中国驻外使领馆还全面取消了签证预约制度，并阶段性调减25%的签证规费，**便利人员往来成本**；此外，我国积极参与APEC商务旅行卡计划，为湄公河国家商务人员签发五年多次“澜湄签证”，为港澳特区外籍居民签发五年多次签证，目标是进一步便利外籍人员来往中国大陆，**加强人员往来频率**。

另一方面，无论是空中运输、铁路运输，还是《通知》所重点提及的海上运输，我国外贸“朋友圈”呈现不断扩大的趋势，多地增开国际货运航线，立体交通外贸网络织密中国与世界的连接²⁸。从郑州航空港出发的高价值货物，12小时就能通达法兰克福、达拉斯、大阪、克拉克等全球主要节点城市，2024年郑州机场新开货航线19条，全年货邮吞吐量82.5万吨；依托“一带一路”商贸联结政策，2024开年以来每天从西安国际港站出发的中欧班列达到了十余列，而共建“一带一路”的国家占我国进出口的比重在2024年首次超过了50%；盐田港区在2024年也创下了亮眼的新成绩：年集装箱吞吐量超过1,500万标箱，该港区新增航线18条，覆盖了北美、南美、地中海、澳洲及亚洲等区域。

党的二十届三中全会指出，要稳步扩大制度型开放，深化外贸体制改革，加快培育外贸新动能²⁹。依托我国超大规模市场优势，在扩大国际合作中提升开放能力，并建设更高水平开放型经济新体制。2024年9月，商务部会同有关部门研究起草了《中华人民共和国对外贸易法（修订草案征求意见稿）》（以下简称《意见稿》），通过对接国际高标准经贸规则，结合外贸发展中所遇到的现实情况进行针对性的修改，进一步规范了对外贸易经营活动。在落实总体国家安全观的前提下，推动我国打造以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，更好地为外贸创新发展提供有力的法律指导，服务贸易高质量发展，为构建开放型世界经济贡献更大力量。

²⁷ 2024年全国吸收外资8262.5亿元人民币，商务部，
https://www.mofcom.gov.cn/xwfb/rcxwfb/art/2025/art_61cf09e39b644ca18e684a1d0f87d09a.html

²⁸ 空中海上齐发力 中国外贸“朋友圈”开年不断扩大，央视新闻，
<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1821813001701660667&wfr=spider&for=pc>

²⁹ 中共二十届三中全会在京举行，人民日报、新华社，
<http://paper.people.com.cn/rmrb/images/2024-07/19/01/rmrb2024071901.pdf>

国资委发布央企上市公司 市值管理工作意见

2024年12月17日，国务院国资委发布了《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》（以下简称《意见》）³⁰，从切实维护投资者权益出发，提出促进资本市场健康稳定发展，规范开展中央企业市值管理工作。

《意见》明确了市值管理目标和方向，并在细化《上市公司监管指引第10号——市值管理》（以下简称《指引》）要求的基础上，进一步阐明了市值管理工具箱，为中央企业控股上市公司市值管理提供了较为完整的政策体系。同月，在中央企业负责人会议上，国资委再次重申中央企业要“树牢市值管理理念，更好维护资本市场稳定”。

此前，监管部门已多次强调上市公司市值管理的重要性，密集出台多项政策举措，比如，2024年11月6日，证监会发布《指引》，要求上市公司加强市值管理工作，提升投资价值和投资者回报；10月，央行引导上市公司通过回购增持再贷款开展市值管理，并鼓励中央企业发挥带头作用等；9月，证监会鼓励具备条件的上市公司回购增持，有效提升其投资价值。密集的政策出台表明监管机构对上市公司、也包括国有控股上市公司的市场价值表现的重视程度日益加大，在此背景下，国资国企对于下属上市公司平台市值管理的重要性进一步提升。

2025年1月17日，在国新办举行的“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会上，国资委披露2024年中央企业市值管理成效明显，截至2024年底，中央企业控股的上市公司境内总市值同比增长了17.6%。发布会上，国资委强调2025年要切实抓好中央企业控股上市公司高质量发展，要求中央企业持续在提升质量效益上下功夫，不断改进和加强市值管理，优化上市公司国有股权管理。

在这样的大背景下，市值管理将成为国资央企下属上市公司2025年的重点工作之一。

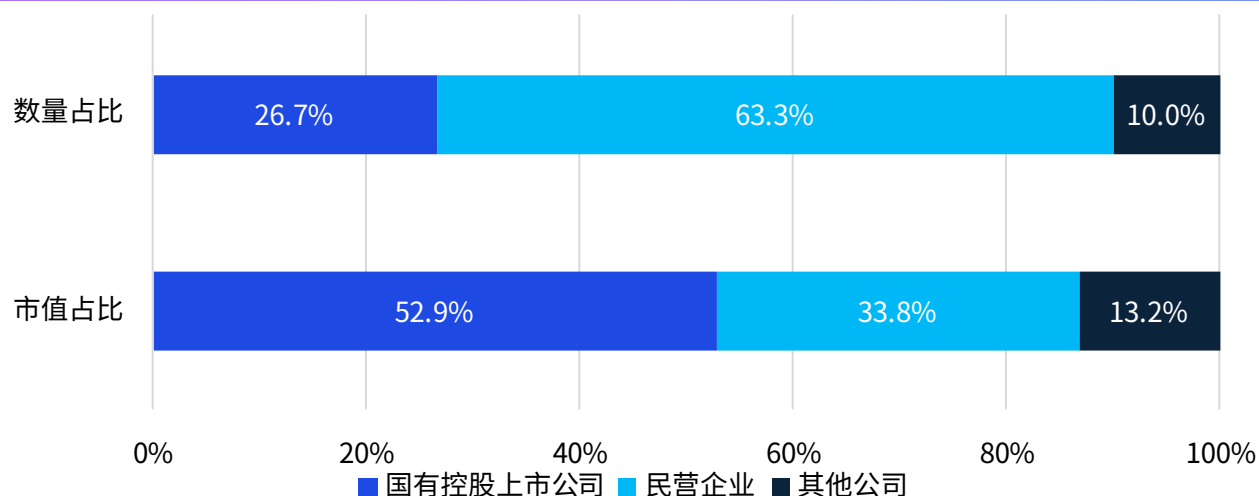
➤ 国资央企市值管理的责任与担当

从市值、资产规模看，国有控股上市公司、尤其是央企控股上市公司是A股市场的重要组成部分。Wind数据显示，截至2024年底，A股市场中共有1,436家国有控股上市公司（包括央企、地方国企控股上市公司），约占上市公司总数的27%；而其总市值约占A股总市值的53%，平均市值突破360亿元，显著高于非国有上市公司的平均值（118亿元）³¹（图55）。

³⁰ 《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，国务院国资委，2024年12月17日，
<http://www.sasac.gov.cn/n2588035/n2588320/n2588335/c32377016/content.html>

³¹ 非国有上市公司包括民营企业、外资企业、公众企业、集体企业和其他企业。

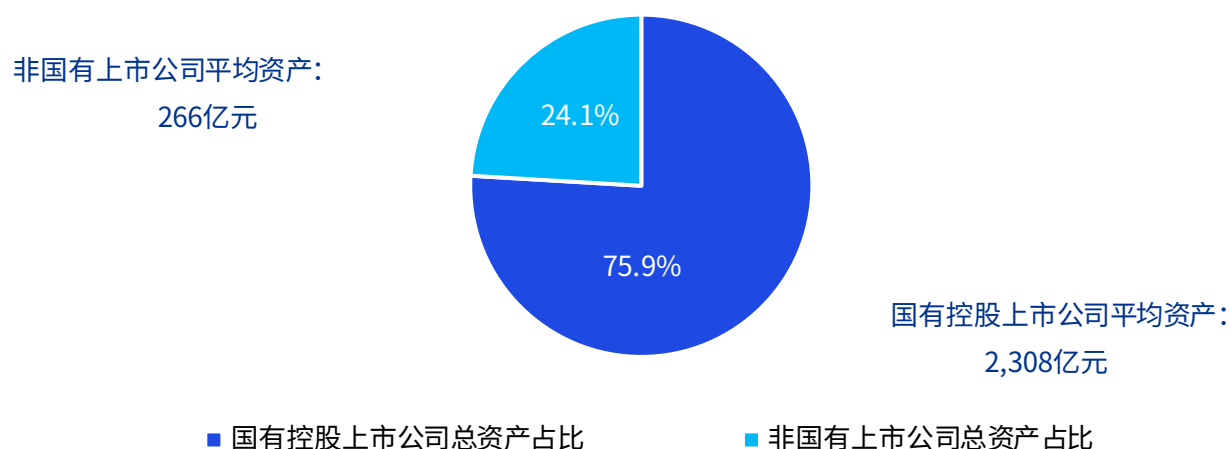
图55 A股各类上市公司数量、总市值占比对比（截至2024年12月底）



数据来源：Wind，毕马威分析

从资产规模看，截至2024年6月底，国有控股上市公司总资产约占A股上市公司总资产的76%，平均资产规模高达2,308亿元，约为非国有上市公司平均资产规模的8.7倍（图56）。

图56 A股国有控股与非国有控股上市公司资产占比对比（截至2024年6月底）



数据来源：Wind，毕马威分析

由此可见，国资央企是资本市场的重要力量，应运用好市值管理“工具箱”、多维度开展市值管理工作，肩负起切实维护投资者权益、促进资本市场健康稳定发展的社会责任与使命担当。

➤ 国有控股上市公司开展市值管理面临挑战

从行业分布看，截至2024年底，国有控股上市公司主要集中于石油化工、能源电力、建筑工程、运输物流等传统行业，市值较高、流通股本较大，市场化程度和成长性普遍偏弱，投资者对其盈利能力和发展前景认识不足，使得市值管理难度加大。

相比之下，民营企业主要集中在电子电气设备、专用设备、医药、信息技术、汽车等制造业和技术密集型行业，不仅规模相对较小，而且在市场活力和创新性方面往往更具优势，也更容易受到资本市场青睐。

正是由于这些原因，国有控股上市公司普遍面临股价被低估的问题。截至2024年底，A股国有控股上市公司的平均市净率为3.01，低于A股平均水平3.68；约15%的国有控股上市公司市净率小于1，表明仍有较多国有控股上市公司市值未能充分反映其实际净资产价值。

➤ 《意见》的主要内容

《意见》明确提出，中央企业要将市值管理作为一项长期战略管理行为，高度重视控股上市公司市场价值表现，以此作为提升企业综合实力和竞争力的关键举措；同时，要求中央企业以提高上市公司发展质量为基础，指导控股上市公司贯彻落实深化国资央企改革重大部署，增强核心功能，提升核心竞争力，着力打造一流上市公司。

《意见》明确了市值管理“工具箱”，包括并购重组、市场化改革、信息披露、投资者关系管理、投资者回报、股票回购增持等六方面。这些措施的目的旨在通过优化资源配置、提高信息披露质量、强化与投资者的沟通、合理分配投资收益等方式，提升企业核心竞争力和市场表现，进而加强控股上市公司市值管理工作。

《意见》强调了要强化工作制度机制建设，严守合规底线。央企需指导控股上市公司制定个性化的发展方案，即“一企一策”，并细化具体的年度实施方案及相应举措。同时，国务院国资委也将市值管理纳入到中央企业负责人的经营业绩考核体系中，以此强化正面激励机制。为确保合规性，《意见》还明确规定必须严格遵守国家资产管理、证券市场监管等相关法律法规，严格杜绝任何形式的信息披露操控、股价操纵和内幕交易的违法行为。

➤ 对国资央企开展市值管理的初步建议

开展具有战略价值的并购重组项目，是国资国企可考虑使用的、较为有效的市值管理手段。国资央企可利用上市平台的优势，统筹推进战略性重组和专业化整合，优化产业布局，加速新型生产力的培育和发展。同时，必须处置清理“两非”和“两资”，提升国有资产运行、配置效率，实现上市公司市值的优化提升，为稳定资本市场做出表率。

此外，国资央企还可以通过一系列积极的市值管理举措，增强市场认可度。例如，建立长效的市值管理机制确保内部领导权责清晰；对长期破净的公司，我们可通过分拆上市激发内生动力、引进资本与管理技术以及股份回购或增发红利等举措多管齐下，重振投资心理和价值评估，提升市场估值，详细内容可关注毕马威中国《国资国企月度热点事件》系列报告³²。

³² 《国资国企月度热点分析【2025年1月】》，毕马威中国，2025年2月

附表：主要经济指标

			2022	2023	2024					
	指标	单位	年度	年度	7月	8月	9月	10月	11月	12月
主要经济 活动指标	名义国内生产总值	万亿元	120.5	126.1	34.2			37.4		
	实际国内生产总值	同比，%	3.0	5.2	4.6			5.4		
	规模以上工业增加值	同比，%	3.6	4.6	5.1	4.5	5.4	5.3	5.4	6.2
	工业企业利润总额	累计同比，%	-4.0	-2.3	3.6	0.5	-3.5	-4.3	-4.7	-3.3
	社会消费品零售总额	同比，%	-0.2	7.2	2.7	2.1	3.2	4.8	3.0	3.7
	固定资产投资完成额	累计同比，%	5.1	3.0	3.6	3.4	3.4	3.4	3.3	3.2
	房屋新开工面积	累计同比，%	-39.4	-20.4	-23.2	-22.5	-22.2	-22.6	-23.0	-23.0
	商品房销售面积	累计同比，%	-24.3	-8.5	-18.6	-18.0	-17.1	-15.8	-14.3	-12.9
	商品房待售面积	累计同比，%	10.5	19.0	14.5	13.9	13.4	12.7	12.1	10.6
	中国制造业采购经理指数	指数	49.1	49.9	49.4	49.1	49.8	50.1	50.3	50.1
对外贸易 及投资	出口金额	同比，%	5.6	-4.7	6.9	8.6	2.4	12.7	6.6	10.7
	进口金额	同比，%	0.7	-5.5	6.8	0.2	0.2	-2.4	-4.0	1.0
	贸易差额	十亿美元	837.9	822.1	85.3	91.3	81.7	95.7	97.3	104.8
	实际使用外资金额(非金融类)	人民币同比，%	6.3	-8.0	-35.7	-49.4	-17.0	-21.5	6.0	-18.2
	对外直接投资(非金融类)	人民币同比，%	7.2	16.7	12.5	-11.1	0.1	5.6	17.2	6.6
金融市场	人民币汇率	美元/人民币	6.7	7.0	7.13	7.13	7.08	7.11	7.17	7.19
	人民币实际有效汇率指数	指数	102.1	93.8	91.3	91.3	91.4	92.0	91.5	91.6
	上证综合指数(期末值)	指数	3089.3	2974.9	2938.7	2842.2	3336.5	3279.8	3326.5	3351.8
	货币供应量(M2)	同比，%	11.8	9.7	6.3	6.3	6.8	7.5	7.1	7.3
	社会融资规模存量	同比，%	9.6	9.5	8.2	8.1	8.0	7.8	7.8	8.0
	新增社会融资规模	万亿元	32.0	35.6	0.8	3.0	3.8	1.4	2.3	2.9
	新增人民币贷款	万亿元	21.3	22.7	0.3	0.9	1.6	0.5	0.6	1.0
	DR007	%	1.76	1.94	1.83	1.79	1.79	1.66	1.67	1.71
价格	居民消费价格指数	同比，%	2.0	0.2	0.5	0.6	0.4	0.3	0.2	0.1
	工业生产者出厂价格指数	同比，%	204.1	197.0	-0.8	-1.8	-2.8	-2.9	-2.5	-2.3
	原油	美元/桶	94.3	77.6	80.6	75.4	69.6	71.5	69.5	69.7
	螺纹钢	元/吨	4529.8	4076.4	3720	3536	3558	3834	3686	3647
	70个大中城市新建商品住宅价格指数	同比，%	-1.0	-0.9	-5.3	-5.7	-6.1	-6.2	-6.1	-5.7

数据来源：Wind，毕马威分析

© 2025毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所 — 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

联系人



邹俊

北方区首席合伙人
毕马威中国
+86 (10) 85087038
jacky.zou@kpmg.com



杨洁

华东及华西区首席合伙人
毕马威中国
+86 (21) 22122466
tracy.yang@kpmg.com



李嘉林

华南区首席合伙人
毕马威中国
+86 (755) 25471218
ivan.li@kpmg.com



张颖娴

香港特区首席合伙人
毕马威中国
+852 29788136
ivy.cheung@kpmg.com



江立勤

客户与业务发展主管合伙人
毕马威中国
+86 (10) 85087077
michael.jiang@kpmg.com



蔡伟

经济研究院院长
毕马威中国研究院
+86 (21) 22123687
gary.cai@kpmg.com

研究团队

毕马威中国研究院

曾远、丁宇佳、周恺悦、陈剑虹、范嘉怡、林斯琦、王诗萌



kpmg.com/cn/socialmedia



如需获取毕马威中国各办公室信息，请扫描二维码或登陆我们的网站：
<https://home.kpmg.com/cn/en/home/about/offices.html>

本刊物所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。

© 2025 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所 — 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

毕马威的名称和标识均为毕马威全球组织中的独立成员所经许可后使用的商标。

二零二五年二月印刷