



海外政策走向分化，中国政策更加积极

——宏观经济月报（2025 年 1 月）

■ 海外经济方面，西方主要经济体走势继续分化，“美强欧弱”格局持续。拜登政府离任前加码财政扩张，美国经济依然景气，市场预期美联储降息终点可能高于 4%；制造业低迷继续拖累欧洲经济，薪资及通胀继续趋缓，市场预期欧央行年内降息幅度或达 100bp，终点利率接近 2%；日本经济及通胀形势持续向好，日央行重启加息，将短期政策利率调升 25bp 至 0.5%，市场预期日央行或于 7 月议息会议继续加息。

■ 国内实体经济方面，2024 年我国实现年初经济社会发展目标，GDP 首次突破 130 万亿，初步核算数为 134.9 万亿，名义增长 4.2%，以不变价计，实际增长 5%。结构上，2024 年经济运行呈现三大特征：供给好于需求，外需好于内需，消费好于投资。节奏上，GDP 增速“前高、中低、后扬”，经济运行在四季度明显反弹，实际 GDP 增长 5.4%，较三季度大幅上行。12 月当月，春节提前带来“抢生产”以及贸易摩擦导致“抢出口”对供需两端形成支撑，推动经济动能呈现超季节性增强。

■ 金融形势方面，信贷需求端，12 月新增人民币贷款 9,900 亿，隐性债务置换与企业内生需求偏弱，导致信贷整体仍弱于季节性。货币供给端，M2 同比增速上行 0.2pct 至 7.3%，专项债资金下发使用，拉动企业与居民存款同比多增，同时同业存款利率加强管理及资本市场边际降温，非银存款大幅减少；商品房销售持续改善，增加企业活期存款，拉动 M1 同比连续第 3 个月回升，上行 2.3pct 至 -1.4%。

■ 财政形势方面，2024 年全国财政收支整体呈现“减收短支”的特点，收支两端增速低于年初目标，预算完成进度低于往年均值。12 月全国财政收支有所改善，税收收入保持正增长，非税收入增速进一步大幅提升，国有土地出让收入年内首次转正。收入回暖叠加“稳增长”压力，支出加快，民生基建等重点领域支出表现有所分化。

■ 货币政策方面，央行召开四季度货币政策委员会例会，明确下一阶段货币政策思路，强调加大货币政策操作强度，同时在信贷政策与资金使用方面提出新要求。此外，央行宣告暂停国债买入，主要应对国债利率下行过快以及人民币汇率贬值压力，不改变货币政策适度宽松的主基调。财政政策方面，2025 年定调“更加积极”，将从力度、效率、时机三方面积极发力。

谭卓

招商银行研究院总经理助理

☎: 0755-83167787

✉: zhuotan@cmbchina.com

牛梦琦

宏观研究员

☎: 0755-89278076

✉: niumengqi@cmbchina.com

王天程

宏观研究员

☎: 0755-89278371

✉: wangtiancheng@cmbchina.com

张冰莹

宏观研究员

☎: 0755-83077969

✉: zhangbingying@cmbchina.com

刘阳

宏观研究员

☎: 0755-83085255

✉: lyladd@cmbchina.com

王蓁

宏观研究员

☎: 0755-83076519

✉: wangzhen2024@cmbchina.com

王欣恬

宏观研究员

☎: 0755-83199128

✉: xintianwang@cmbchina.com

栗国栋

资金营运中心市场研究员

☎: 021-20625824

✉: gortonlee@cmbchina.com

目录

一、海外经济：继续分化.....	1
（一）美国经济：依然景气	1
（二）日本经济：重启加息	5
（三）欧洲经济：继续降息	6
二、中国经济：如期达标，活力增强.....	7
三、宏观政策：正视困难，更加积极.....	10
（一）金融形势：财政发力，社融回升	10
（二）财政形势：收支进一步改善	11
（三）宏观政策：正视困难，更加积极	13
1. 货币政策：适度宽松，适时操作	13
（1）央行召开四季度货币政策委员会例会	13
（2）央行阶段性暂停在公开市场买入国债	13
2. 财政政策：高效落实，更加积极	14

图目录

图 1：拜登政府离任前加码财政扩张.....	1
图 2：收益率曲线在降息周期中大幅上移.....	1
图 3：美国股市继续走牛.....	2
图 4：美国经济继续超调扩张.....	2
图 5：居民可支配收入保持高速增长.....	2
图 6：居民部门资产负债表稳步扩张.....	2
图 7：企业部门利润及财富水平均在增长.....	3
图 8：竣工回落，开工增长.....	3
图 9：12 月美国就业数据超预期走强	4
图 10：美国申领失业金人数边际企稳.....	4
图 11：12 月美国 CPI 通胀读数反弹.....	4
图 12：市场预期本轮降息终点或将高于 4%.....	4
图 13：日央行将短期政策利率调升至 0.5%	5
图 14：日本薪资与物价保持正向循环.....	5
图 15：年内欧央行利率水平或降至 2%.....	6
图 16：欧元区制造业 PMI 稳定于收缩区间	6
图 17：2024 年欧元区服务通胀保持粘性	7
图 18：欧元区薪资增速边际回落.....	7
图 19：12 月“抢出口”提振外需，投资增速放缓	8
图 20：消费修复高于预期，地产降幅走阔.....	8



图 21: 12 月出口增速上扬, 进口增速小幅转正	9
图 22: 我国对美国、东盟、拉丁美洲出口提速	9
图 23: 房地产销售投资修复分化	9
图 24: 餐饮消费与商品消费的增速差扩大	9
图 25: 工业生产明显加快	10
图 26: PPI 通胀低位回升	10
图 27: 12 月信贷新增 9,900 亿, 同比少增 1,800 亿	11
图 28: 置换专项债集中发行拉动社融超季节性	11
图 29: M2 增速与社融均上行 0.2pct	11
图 30: M1 同比回升, M2-M1 剪刀差收窄	11
图 31: 广义口径下财政收支改善	13
图 32: 广义口径下财政收入进度明显偏慢	13



一、海外经济：继续分化

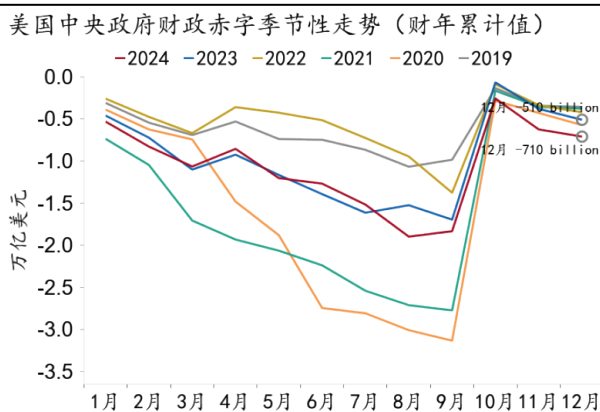
西方主要经济体走势继续分化，“美强欧弱”格局持续。拜登政府离任前加码财政扩张，美国经济依然景气，市场预期美联储降息终点可能高于 4%；制造业低迷继续拖累欧洲经济，薪资及通胀继续趋缓，市场预期欧央行年内降息幅度或达 100bp，终点利率接近 2%；日本经济及通胀形势持续向好，日央行重启加息，将短期政策利率调升 25bp 至 0.5%，市场预期日央行或于 7 月议息会议继续加息。

（一）美国经济：依然景气

拜登政府离任前加码财政扩张。2024Q4 美国中央政府财政赤字飙升至 \$7,100 亿，较 2023Q4 同比上升 \$2,000 亿（39.2%）。财政支出同比上升 \$1,760 亿（10.9%），其中医疗支出同比上升 \$646 亿，退伍军人福利同比上升 \$245 亿，自然资源与环境支出同比上升 \$238 亿。财政收入同比下降 \$240 亿（2.2%），其中企业所得税同比下降 \$405 亿。

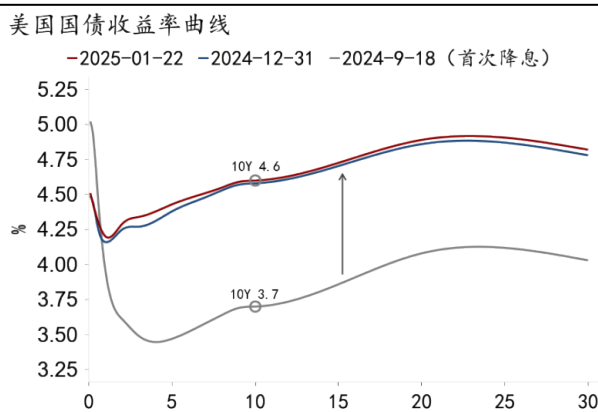
美国市场利率水平于降息周期逆势上行，尽管货币政策边际转松，但融资成本仍在提升。美联储已将政策利率从高点累计下调 100bp，但是收益率曲线在降息预期收敛及“特朗普交易”驱动下逆势上移。首次降息至今，10 年期美债收益率累计上行 90bp 至 4.6%。

图 1：拜登政府离任前加码财政扩张



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 2：收益率曲线在降息周期中大幅上移



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

长端利率上行抬高折现率，但“特朗普交易”提振盈利预期，美国股市继续走牛。1 月美股三大指数小幅上扬，涨幅分布在 3-5% 之间。

美股牛市一定程度上对冲了融资成本上行的紧缩影响，“宽财政”主导美国经济超调扩张。亚特兰大联储 GDPNOW 模型预测 2024Q4 美国实际 GDP 环比年化增速或达 3.0%，全年经济增速大概率超过 2.5%，远高于美联储预测的潜在年化增速（1.8%）。值得注意的是，财政力度边际上已在退坡，短期美国经济或温和转冷。

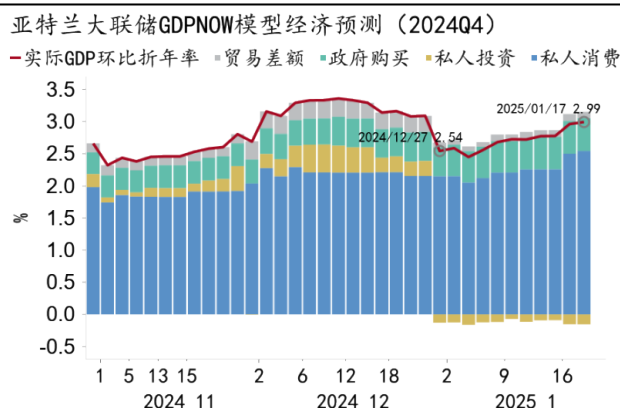


从结构看，消费加速扩张，投资再度收缩。一方面，居民消费（3.8%）仍在收入及财富效应支撑之下快速增长，结构上商品（6.1%）强于服务（2.7%），很大程度反映了前期商品通缩对消费的刺激作用。另一方面，私人投资（-0.9%）在融资成本上行压制下转向收缩，特别是设备投资增速大幅下降至-3.5%。需要强调的是，知识产权（5.2%）及地产（3.5%）投资继续扩张，反映企业部门内生动能依然强劲，人工智能及住房补库需求仍是强支撑。

图 3：美国股市继续走牛



图 4：美国经济继续超调扩张



居民部门方面，收入及财富效应支撑消费快速增长。GDPNOW 预测 2024Q4 居民消费环比年化增速达到 3.8%，较 2024Q3 再上行 0.1pct。收入方面，强就业支撑薪资增速，叠加转移支付再度回升，居民可支配收入保持高增。2024 年 11 月居民部门名义收入同比增速达到 5.2%，剔除 CPI 通胀后的实际收入同比增速达到 2.5%。财富方面，美股牛市未竟，楼市涨幅趋缓但仍在上行，居民部门资产负债表继续扩张，支撑消费倾向上行。2024 年 1-11 月居民部门储蓄率从 5.5% 震荡下行至 4.4%。前瞻地看，消费增速大幅高于收入增速的状态难以长期持续，未来或温和放缓。

图 5：居民可支配收入保持高速增长

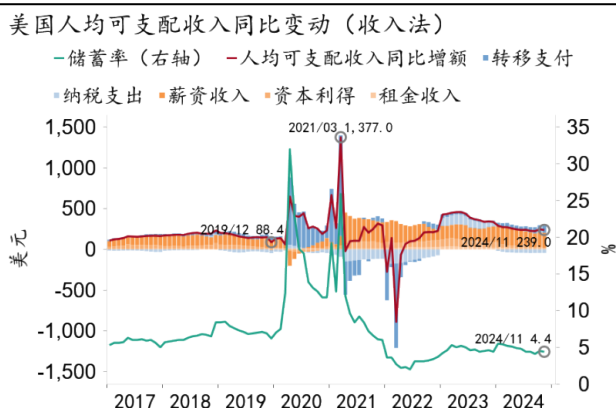
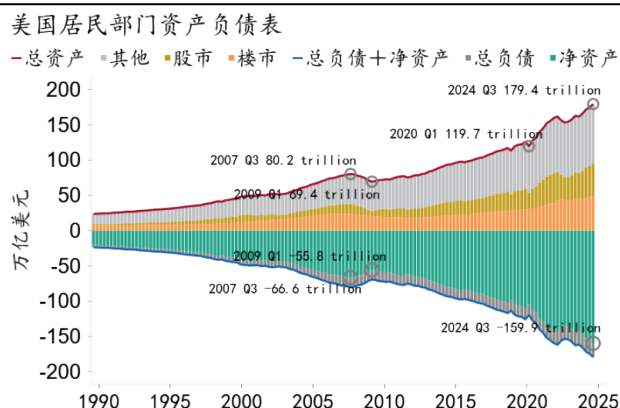


图 6：居民部门资产负债表稳步扩张

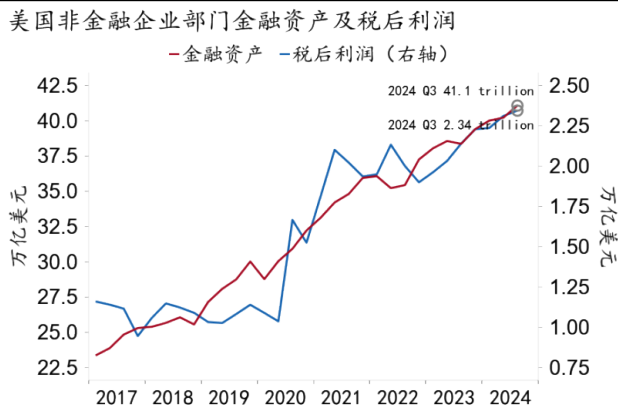


企业部门方面，高利率对投资活动形成阶段性压制。2024Q4 私人投资环比年化增速预测值跌至-0.9%，其中设备投资增速-3.5%，地产投资增速 3.5%，知识产权投资增速 5.2%。地产及知识产权投资逆势走强，反映企业部门内生动能不弱。一方面，新冠疫情以来企业部门利润及资产水平保持强劲增长。另



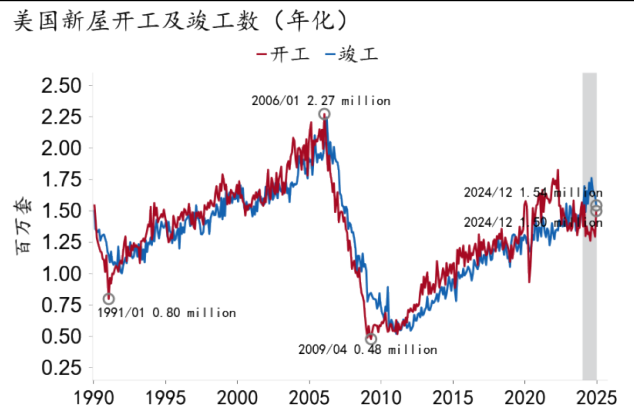
一方面，人工智能及地产长周期补库需求继续支撑相关行业投资高增。2024年美国地产投资转弱很大程度上来自于疫后竣工潮对新屋开工的挤出，随着竣工回落，开工数相应上行，地产投资再度转涨。

图 7：企业部门利润及财富水平均在增长



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 8：竣工回落，开工增长



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

政府部门方面，财政支出增长支撑政府购买继续扩张。2024Q4 政府购买环比年化增速预测值升至 3.0%。

总体而言，强经济、高利率、强美元与美股牛市之间的正向循环仍在持续，美联储“双目标”继续支持鹰派立场。

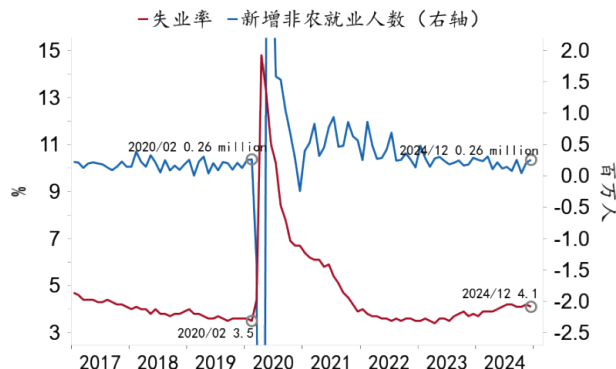
12 月美国非农就业数据强势反弹，超出市场预期。新增非农就业人数 25.6 万（市场预期 16.5 万），失业率 4.1%（市场预期 4.2%），劳动参与率 62.5%（市场预期 62.5%），平均时薪同比增速 3.9%（市场预期 4.0%）。从边际看，美国就业形势或已企稳，“正常化”进程基本结束。一是周频公布的申领失业金人数边际企稳，首次申领及持续申领人数均相对稳定。二是职位空缺比止跌。空缺职位与求职人数的比值已在 1.1 附近止跌，就业市场或将维持需求略大于供给的状态。三是失业结构变化。永久性失业下降 16.4 万至 170.7 万，主动离职增加 9.3 万至 94.7 万，反映劳动力市场趋势上正在转向卖方市场。从供需看，就业市场已无进一步转冷的条件。一是供给难再扩张。12 月劳动参与率维持在 62.5%，边际上基本企稳。与此同时，非法移民对劳动力供给的支撑仍在退坡。根据美国海关边境保护局（CBP）数据，11 月全美非法越境人数进一步下跌至 12.5 万，较 2023 年 12 月高点回落 63%。二是需求难再收缩。企业部门雇佣需求已经重回扩张，截至 2024 年 11 月，职位空缺水平已经连续两个月反弹，职位空缺数累计上升 72.6 万至 809.8 万，职位空缺率累计上升 0.4pct 至 4.8%。

前瞻地看，美国就业市场或已步入新的“动态均衡”，失业率可能维持低位。从短期看，财政政策的非常规力度不可持续，未来可能边际回落。但从中期看，特朗普即将重回白宫，移民政策可能冲击劳动力供给，去监管政策亦将继续提振企业部门动能与雇佣需求。总体而言，就业市场易强难弱。



图 9：12 月美国就业数据超预期走强

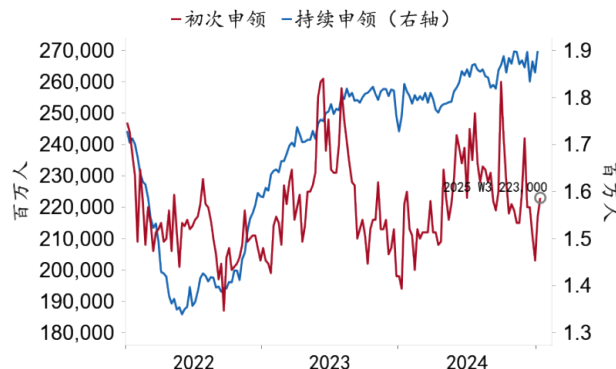
美国失业率与新增非农就业



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 10：美国申领失业金人数边际企稳

美国申领失业金人数（周频）



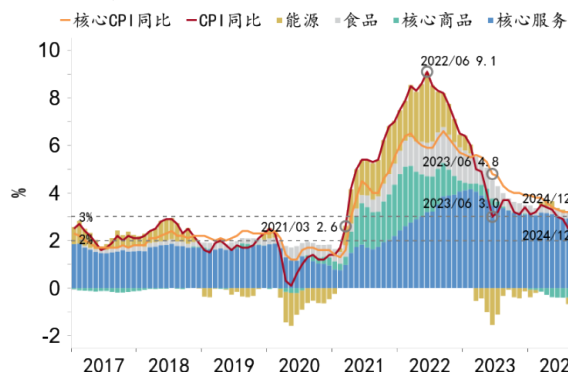
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

12 月美国 CPI 通胀数据略微低于预期，但距离 2% 目标仍有相当距离。CPI 同比增速上行 0.2pct 至 2.9%（市场预期 2.9%）；环比增速 0.4%（市场预期 0.4%）；核心 CPI 同比增速意外回落 0.1pct 至 3.2%（市场预期 3.3%），环比增速 0.2%（市场预期 0.3%）。从结构看，服务通胀高位回落，商品通胀转负为正。核心服务通胀回落 0.2pct 至 4.4%，住房服务与其他服务分项各贡献 0.1pct。一是楼市降温驱动住房服务通胀滞后回落，12 月再下行 0.2pct 至 4.6%。二是就业市场从过热回归均衡驱动非房服务通胀继续软化。12 月服务业平均时薪同比增速回落 0.1pct 至 3.7%，非房服务通胀回落 0.2pct 至 4.1%。美国商品通胀同比转正，上行 0.5pct 至 0.3%。一方面，国际油价驱动能源分项走出通缩。另一方面，消费扩张支撑汽车等其他商品价格。

前瞻地看，2025Q1 服务通胀仍将驱动美国通胀趋势性回落，总通胀及核心通胀均将回落至 2.5% 附近，不排除触及 2% 的可能性。但从中长期看，通胀仍无稳定于 2% 下方的条件。一是特朗普新政支撑下的再通胀问题，二是加州山火影响下的保险通胀问题，三是长期通胀预期逐步稳固于 2% 上方。

图 11：12 月美国 CPI 通胀读数反弹

美国 CPI 同比增速及构成



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 12：市场预期本轮降息终点或将高于 4%

联邦基金：期货利率预测的概率

数据来源：CME Group (20240122)

会议	远期利率	2.75-3	3-3.25	3.25-3.5	3.5-3.75	3.75-4	4-4.25	4.25-4.5
2025-01-29	4.33%						1.1%	88.9%
2025-03-19	4.30%					0.3%	24.6%	75.2%
2025-05-07	4.22%				0.1%	6.2%	38.9%	56.9%
2025-06-18	4.16%				2.5%	18.2%	44.7%	34.6%
2025-07-30	4.10%			0.4%	5.1%	22.6%	43.0%	28.9%
2025-09-17	4.03%		0.1%	1.5%	9.1%	27.3%	39.8%	22.2%
2025-10-29	4.00%		0.3%	2.5%	11.4%	28.9%	37.5%	19.4%
2025-12-10	3.94%		0.6%	3.7%	13.9%	30.1%	35.0%	16.7%

资料来源：Macrobond，招商银行研究院

美国经济形势稳健，市场降息预期回归理性。市场预期美联储年内仅剩 1 次 25bp 降息，终点利率位于 4% 上方。我们认为，加州山火带来的大规模重建与保险通胀，以及特朗普对本土科技及化石能源投资的推动，均构成年内利率的强支撑，市场当前对年内利率走势的预期基本符合实际情况。



(二) 日本经济：重启加息

日央行于 1 月议息会议宣布降息 25bp。这是继去年 7 月套息交易逆转风波后首次加息，创 2007 年 2 月以来最大加息幅度。短期政策利率水平升至 0.5%，创 2008 年 10 月以来新高。部分委员对加息仍存疑虑。中村丰明委员反对本次加息，他认为企业盈利的修复势头尚未得到充分确认。

日央行对日本经济及通胀形势的判断越发乐观，首次认可通胀水平或长期稳定于 2% 上方。

一是介于薪资与物价之间的正向循环愈发稳固，未来两年通胀预测值升至 2% 上方。2024 年 12 月日本 CPI 通胀升至 3.0%，11 月名义薪资同比增速达到 4.4%。2025Q1 日央行点阵图将 2025 财年 CPI 通胀预测值调升 0.5pct 至 2.4%，2026 财年预测值调升 0.2pct 至 2.1%。从投票结构看，日央行对未来通胀的判断亦在转鹰。已有过半票委（5/9）认可直至 2026 财年通胀水平均将位于 2% 上方，较 2024Q4 投票（4/9）增加 1 位。日央行指出，随着企业利润的修复与“劳工荒”的加剧，薪资与物价之间的正向循环已经相对稳固，多数企业在调查中表示将在今年“春斗”继续大幅涨薪。

二是介于企业与居民部门之间的正向循环已经建立，日本经济或延续稳步扩张态势。1 月服务业景气带动日本综合 PMI 指数加速扩张，服务业 PMI 升至 52.7，综合 PMI 升至 51.1。尽管日央行将 2024 财年经济增速预测值小幅下调 0.1pct 至 0.5%，但 2025-2026 财年预测值稳定在 1% 上方。日央行指出，居民收入增长正在支撑消费扩张，叠加海外需求强劲，企业利润快速增长，进而通过就业市场对居民部门形成提振。

图 13：日央行将短期政策利率调升至 0.5%

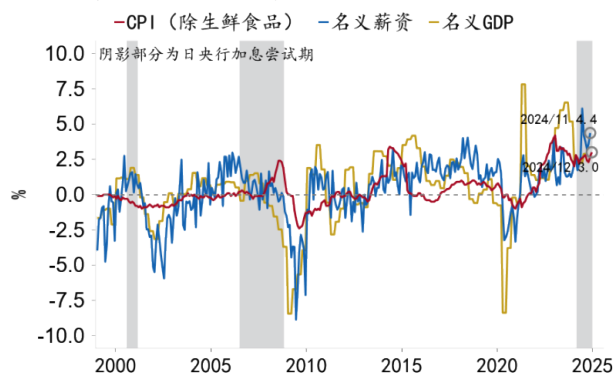
日央行货币政策



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 14：日本薪资与物价保持正向循环

日本经济关键名义指标同比增速



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

前瞻地看，日央行正在失去保持极低利率的宏观基础，加息节奏及幅度可能高于市场预期。利率水平或于年中升至 1% 附近，本轮加息终点可能接近 2%。一方面，薪资与物价之间的正向循环愈发稳固，通胀已经实质性修复。另一方面，企业与居民部门之间的正向循环正在建立，私人部门借贷意愿相应修复。日央行加息或对全球资产形成流动性压力，但类似于 2024 年 7-8 月的套息交易逆转冲击或难重现。

（三）欧洲经济：继续降息

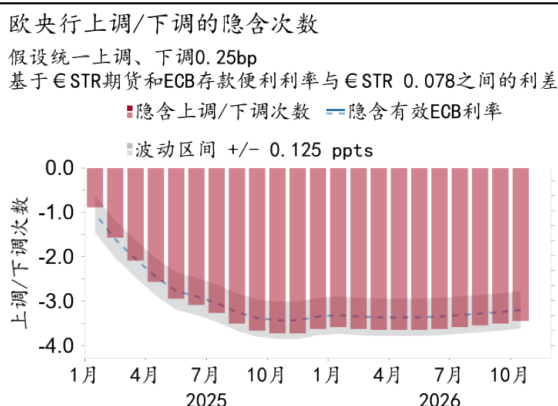
欧元区经济增长动力仍然孱弱，通胀粘性有望化解，从 2024 年开启的降息之路或将延续。

欧元区经济表现仍偏弱。2024 年全年欧元区服务业 PMI 表现尚可，12 月当月值 51.6 重返荣枯线以上，良好收官；但制造业 PMI 全年处于荣枯线以下，12 月当月值 45.1，连续三个月加速收缩，拖累整体经济增长。

剖析成因，欧元区的制造业低迷表现受累于多重因素综合影响，“冰冻三尺非一日之寒”。第一，出口面临新兴市场国家的挑战。德国作为欧洲经济的火车头，国内燃油车制造-出口产业链受到来自中国新能源汽车浪潮的挑战，对全球的机动车出口份额遭到蚕食。第二，政治危机。德国因执政党联盟失去议会多数席位，而在 2025 年 2 月将重新举行选举。法国短期经历频繁总理更迭，但财政预算问题仍迟迟得不到解决。在政治前景不稳的背景下，企业会趋于谨慎投资。第三，俄乌冲突后能源价格的创伤效应。俄乌冲突推动欧洲能源价格在 2022 年飙升，近年来尽管通过寻找替代供应国、加快储气设施建设等举措一定程度缓解了能源供应紧张局面，价格有所回落，但仍处历史相对高位，提高了德法等国企业的生产成本，削弱了竞争优势。

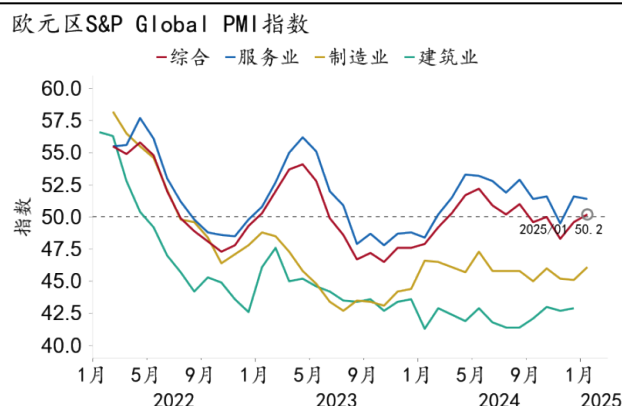
那么制造业前景在 2025 年预计如何？谈及复苏为时尚早，疲弱仍是主基调。从 PMI 细项角度看，领先指标新订单的降幅超过了前两个月；中间品库存也无重建迹象，显示企业预期需求将延续低迷，并不急于囤积原材料。从欧央行经济展望来看，欧央行在 12 月议息会议上下调了 24-26 年实际 GDP 增速预期，分别为 0.7%、1.1%、1.4%（9 月预测为 0.8%、1.3%、1.5%），显示其对未来经济增长前景预期不佳。

图 15：年内欧央行利率水平或降至 2%



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 16：欧元区制造业 PMI 稳定于收缩区间



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

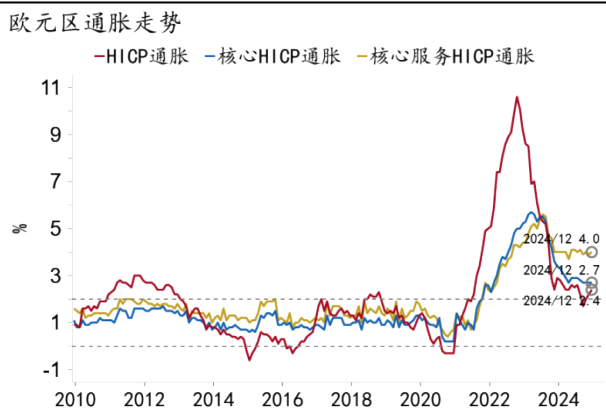
经济承压对降低利率提出诉求，而 2024 年持续存在的通胀粘性亦有望逐步化解，为连续降息进一步铺路。自 2023 年 11 月起，欧元区服务业通胀始终盘桓在 4% 附近，2024 年 12 月最新值为 3.97%，服务业通胀粘性为欧央行在 2023 年降息较为踌躇的主要原因。



而从薪资角度看，服务业通胀粘性在 2025 年或将松动，从而推动降息。从月频公布的 indeed 薪资增长数据看，2024Q4 薪资增长同比增速放缓。从欧央行构建的前瞻性薪资增速跟踪指标看，2025 年薪资增速也将处于放缓趋势。

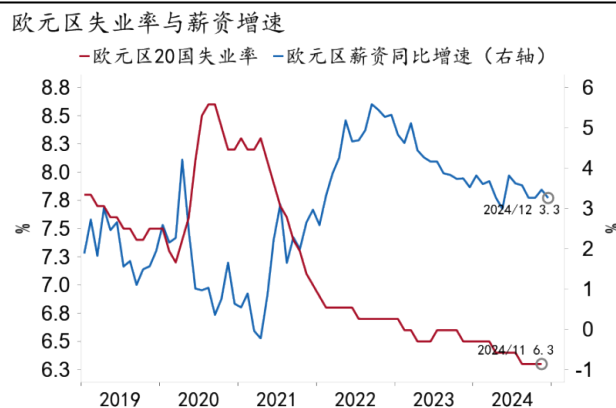
这一预期与欧央行公布的通胀展望也相符，其在 2024 年 12 月议息会议上下调了 24-26 年 HICP 增速预期，分别为 2.4%、2.1%、1.9%（9 月预测为 2.5%、2.2%、1.9%），显示其预计通胀压力亦在 2025 年有望减小。

图 17：2024 年欧元区服务通胀保持粘性



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 18：欧元区薪资增速边际回落



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

内部因素支持降息，外部环境的稳定也为降息创造了宝贵的窗口期。特朗普上台后，就职演讲中更多聚焦于优先解决国内矛盾，即移民和通胀（开发传统能源以拉低油价、降低通胀），对关税着墨不多，仅提及设立对外税收部，显示关税政策仍有后手。这缓解了市场对于“一上台就加征关税”的焦虑，美指走弱，对非美货币造成的外部压力减轻。趋稳的外部环境也创造了欧央行在 1 月降息的窗口。

因此，欧央行官员也适时吹风，与市场沟通货币政策预期，平滑市场波动。近期欧央行各管委密集在达沃斯论坛发表讲话，总体对 1 月末降息表达一致支持。欧央行 2025 年的连续降息之路即将开启。

二、中国经济：如期达标，活力增强

2024 年我国实现年初经济社会发展目标，GDP 首次突破 130 万亿，初步核算数为 134.9 万亿，名义增长 4.2%，以不变价计，实际增长 5%。支出法看，最终消费支出、资本形成总额，以及货物和服务净出口对经济增长贡献率分别为 44.5%、25.2%和 30.3%，分别拉动 GDP 增长 2.2pct、1.3 pct 和 1.5pct。

结构上，2024 年经济运行呈现三大特征：供给好于需求，外需好于内需，消费好于投资。一是供给端加速修复，规上工业增加值增速，高于 GDP、投资和消费，供需不平衡背景下，价格仍待合理回升。二是外需保持韧性，出口金额增速由负转正。三是居民人均消费支出增速和社零增速，均高于固定资产投资增速，后者主要受房地产投资拖累。

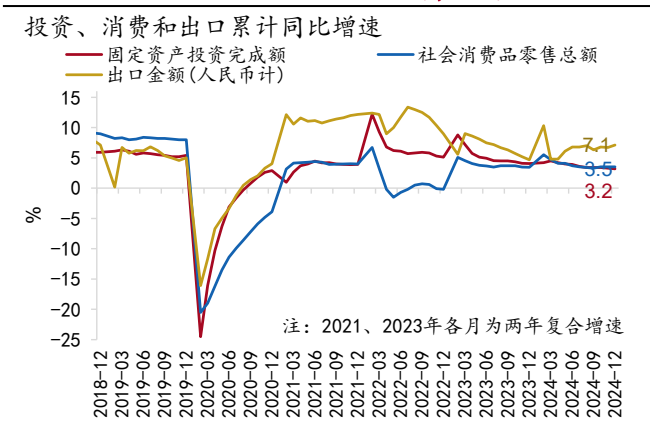
节奏上，GDP 增速“前高、中低、后扬”，经济运行在四季度明显反弹。四季度实际 GDP 增长 5.4%，较三季度大幅上行 0.8pct，高于前期市场预期中



枢（5.1%）。其中，工业生产和消费加速修复，投资保持平稳。这表明 924 政策系统性转向取得良好成效。但同时，政策效果能否持续仍存在不确定性，取决于私人部门的收入和预期能否实质上改善。四季度各行业修复冷热不均，直接相关的行业修复快于整体，而政策暂未覆盖行业增速仍处低位。居民消费能力和消费意愿出现分化。四季度居民人均可支配收入增速较三季度上行 0.6pct 至 5.6%，但居民消费信心指数（86.6）仍在历史极低位。

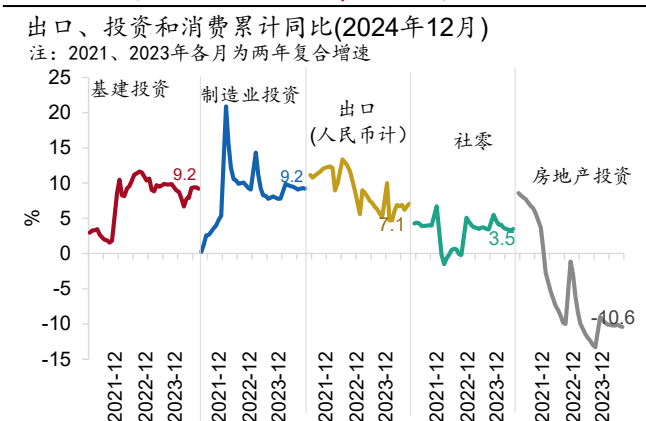
12 月当月，春节提前带来“抢生产”以及贸易摩擦导致“抢出口”对供需两端形成支撑，推动经济动能呈现超季节性增强。生产端，在传统淡季依然加快修复，12 月规模以上工业增加值同比增速较 11 月上升 0.8pct 至 6.2%。需求端，12 月出口增速上行至 10.7%；国内消费和投资增速相对平稳，社零增速上行 0.7pct 至 3.7%，高于市场预期（3.5%）；基建和制造业投资增速小幅放缓，房地产投资降幅扩张，对经济仍有拖累。

图 19：12 月“抢出口”提振外需，投资增速放缓



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 20：消费修复高于预期，地产降幅走阔



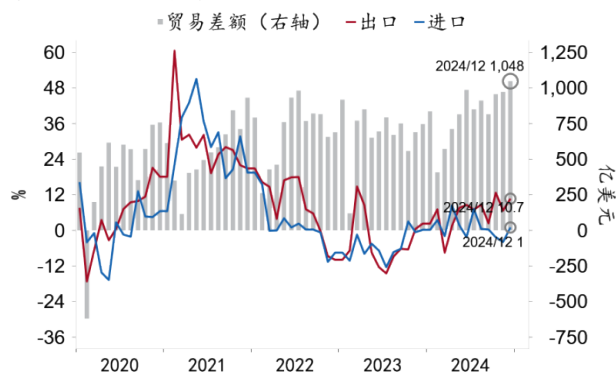
资料来源：Wind，招商银行研究院

外需方面，短期内“抢出口”仍将持续，出口或保持较快增长。12 月出口金额同比增速较 11 月上行 3pct 至 10.7%，除了年末海外节日消费的季节性支撑，还存在美对华加征关税前景下“抢出口”的提振。特朗普于 11 月下旬宣称将于就职后对华加征 10%的全面关税、对加拿大、墨西哥加征 25%的全面关税，预计将在一季度较快执行。未来中美贸易、以及中国参与的全球供应链关税成本不确定性大幅上升。10%的对华全面关税将使我国对美出口的平均关税水平升高接近一倍，企业成本优势将受到明显影响。



图 21：12 月出口增速上扬，进口增速小幅转正

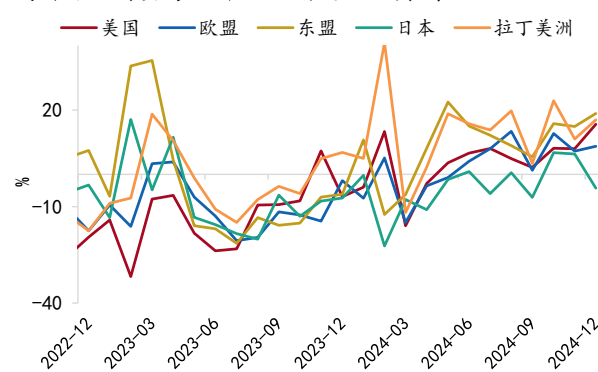
中国进出口当月同比增速及贸易差额



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 22：我国对美国、东盟、拉丁美洲出口提速

我国对主要贸易伙伴出口增速（当月同比）



资料来源：Wind，招商银行研究院

内需方面，投资微降，消费增速延续上行。12 月固定资产投资增长 2.2%，较 11 月下行 0.1pct。其中，房地产投资增速下行 1.7pct 至 -13.3%，单月增速降至 2023 年以来最低。资金偏紧制约投资修复，房企到位资金同比降幅再度扩张，分项中仅有个人按揭贷款增速上行。基建投资增速小幅下降至 7.4%，央地分化进一步收敛。制造业投资增速高位小幅放缓，同比增速下降 1.0pct 至 8.3%。装备制造业和下游消费品制造业投资保持较快增长，但有效需求不足、价格低迷、企业利润修复缓慢也对部分行业投资产生制约。社零增速较 11 月上行 0.7pct 至 3.7%，既有政策提振，也有年货采购提前的季节性因素。与政策直接相关的大宗商品增速继续上行，与节假日相关的金银珠宝、化妆品类商品增速转正。餐饮服务消费自三季度以来增速偏低趋势仍在持续。

图 23：房地产销售投资修复分化

房地产投资与商品房销售面积累计同比增速



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 24：餐饮消费与商品消费的增速差扩大

商品和餐饮消费当月同比增速



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

生产端进一步加快，与“抢生产”和消费需求提振有关。12 月规上工业增加值同比和季调环比增速分别为 6.2% 和 0.64%，分别较上月加快 0.8pct 和 0.18pct。供需格局边际优化，规上企业产销率提升 1.6pct 至 98.7%，为年内新高。服务业生产指数同比增长 6.5%，同为年内新高，租赁和商务服务、金融业等现代服务业增速上升，政策托举下房地产继续修复。

物价方面，12 月通胀数据符合市场预期。CPI 方面，CPI 通胀同比 0.1%，低于前值（0.2%），环比为 0%。食品对 CPI 通胀由拉动转为拖累，能源对 CPI 通胀的拖累减轻，核心 CPI 通胀的贡献进一步上升。PPI 方面，PPI 通胀同比-



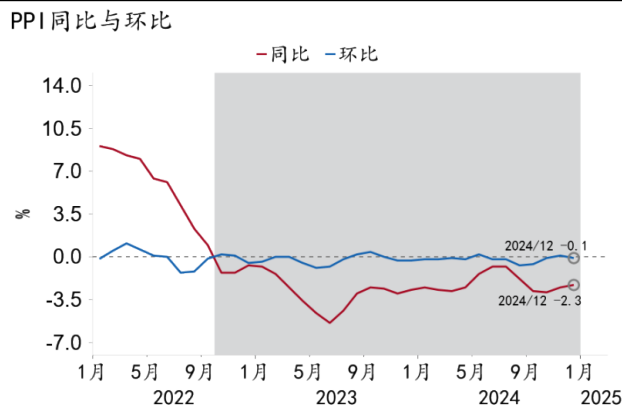
2.3%，环比季节性转负，录得-0.1%。从结构上看，工业品价格表现好于消费品，生产资料价格与上月持平，生活资料价格下降。国内工业生产进入淡季使产成品价格上涨动力不足，海外定价的大宗商品走势震荡。

图 25：工业生产明显加快



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 26：PPI 通胀低位回升



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

前瞻地看，根据当前部分省份公布的经济增长目标，2025 年全国 GDP 增速目标或继续锚定 5%；受去年基数效应的季度特征影响，2025 年 GDP 增速形态大概率呈现倒 U 型。一季度，GDP 实际增速或保持在 5%左右，经济动能有望持续增强。

三、宏观政策：正视困难，更加积极

（一）金融形势：财政发力，社融回升

隐性债务置换与企业内生需求偏弱，导致信贷整体仍然弱于季节性。12 月新增人民币贷款 9,900 亿，其中投向实体经济 8,402 亿，同比分别少增 1,800 亿与 2,690 亿。结构上，企业端偏弱，居民中长贷继续改善。

企业端，化债资金加快置换存量贷款，叠加年末储备项目推迟投放，新增信贷同比大幅少增。12 月制造业 PMI 环比回落 0.2pct 至 50.1%，同时春节较往年偏早使得年末项目开工进入淡季，信贷需求比较疲弱。非金融企业贷款新增 4,900 亿，同比少增 4,016 亿。其中，中长贷仅新增 400 亿，为 2013 年以来当月最低，连续第 10 个月同比少增，少增规模达 8,212 亿；短贷减少 200 亿，但时隔 1 年实现同比小幅回升（+435 亿）。货币政策委员会四季度例会要求加大信贷投放力度，同时金融机构着眼为来年开门红蓄力、年末推迟投放，使得票据融资新增 4,500 亿，同比多增 3,003 亿。月内票据利率低位运行，但随着开门红临近，月末票据利率季节性上行，带动国股行半年直贴利率中枢环比抬升 14bp 至 0.98%。

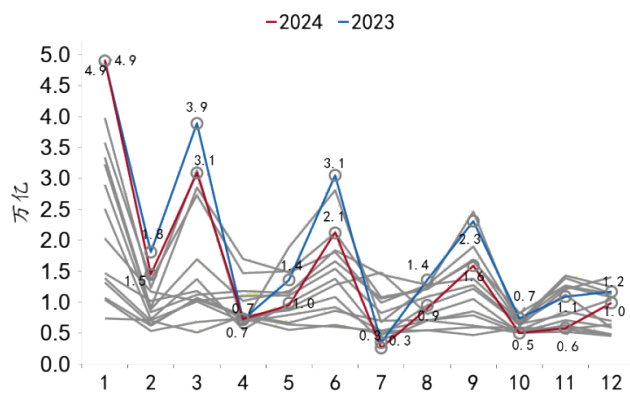
居民端，购房意愿改善下，中长贷表现依旧亮眼，而消费降温使短贷走弱。12 月居民贷款增加 3,500 亿，同比多增 1,279 亿。其中，存量房贷利率调降持续带动高线城市房地产热度，30 大中城市商品房销售面积同比增速维持在 19% 左右的高位，拉动居民中长贷新增 3,000 亿，同比多增 1,538 亿。短贷方面，



随着 2024 年“以旧换新”政策接近尾声，居民消费意愿边际降温，居民短贷增加 588 亿，同比少增 171 亿。

图 27：12 月信贷新增 9,900 亿，同比少增 1,800 亿

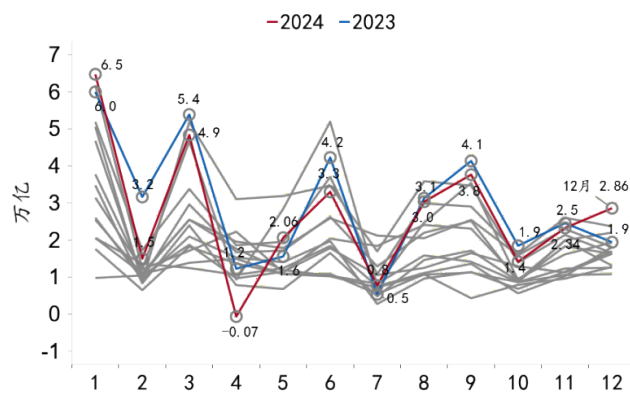
信贷的季节性



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 28：置换专项债集中发行拉动社融超季节性

新增社融的季节性

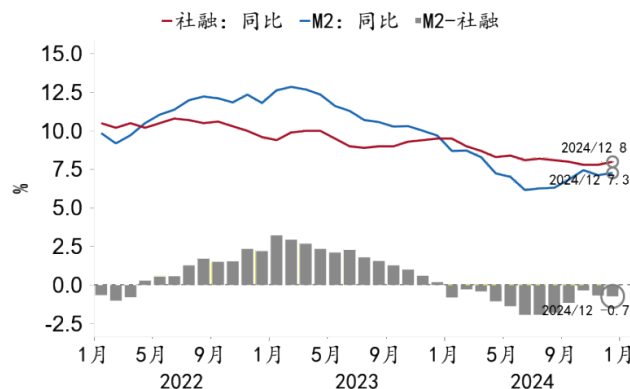


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

社融方面，政府债与企业债是主要支撑。12 月社融新增 2.85 万亿，高于市场预期；同比多增 9,181 亿，存量增速升至 8.0%，自 2024 年 7 月以来首度上行。结构上看，政府债与企业债是主要支撑。置换专项债继续集中发行，拉动政府债融资新增 1.8 万亿，同比多增 8,242 亿。利率快速下行叠加低基数效应，企业债减少 159 亿，同比少减 2,582 亿。

图 29：M2 增速与社融均上行 0.2pct

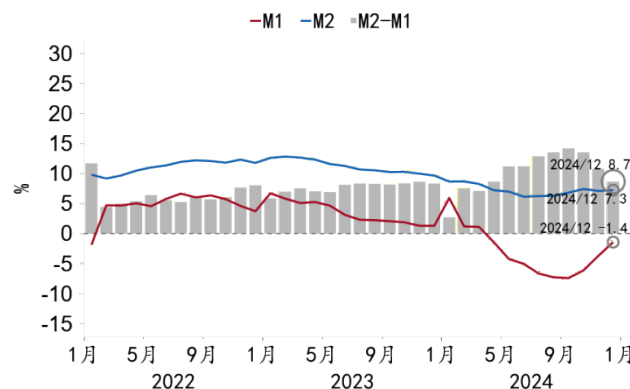
社融存量与 M2 存量增速



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 30：M1 同比回升，M2-M1 剪刀差收窄

M2-M1 增速剪刀差



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

货币供给方面，M2 同比增速上行 0.2pct 至 7.3%，非银存款减少、企业与居民存款增加。非银端，同业存款利率自律管理正式生效压降利率，同时资本市场边际降温，非银存款大幅减少 3.2 万亿，同比多减 2.6 万亿。政府端，专项债资金加快使用，财政存款同比多减 7,504 亿。资金由非银机构与公共部门流向企业与居民，推动企业存款增加 1.8 万亿，同比多增 1.5 万亿；居民存款增加 2.2 万亿，同比多增 2,120 亿。专项债资金下发叠加商品房销售持续改善，增加企业活期存款，拉动 M1 增速。M1 同比连续第 3 个月回升，上行 2.3pct 至 -1.4%。

（二）财政形势：收支进一步改善

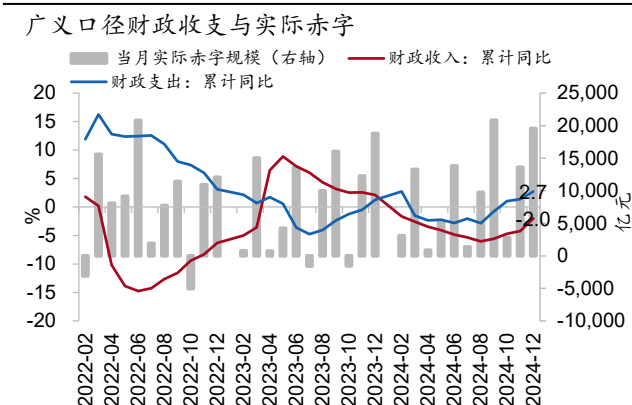
2024 年全国财政收支整体呈现“减收短支”的特点，收支两端增速低于年初目标，预算完成进度低于往年均值。广义口径下，全国财政收支增速分别为-2.0%和 2.7%，分别较年初预算增速低 4.5pct 和 5.2pct；收支预算完成进度分别为 95.6%和 95.2%，分别较 2019-2023 年均值水平低 4.1pct 和 0.2pct。其中，拖累主要来自于全国政府性基金收支，2024 年国有土地出让收入同比下降 16%，是主要制约因素。

2024 年全国一般公共预算收支增速分别为 1.3%和 3.6%，预算完成进度分别为 98.1%和 99.7%。**收入端**，受通胀低迷、内需不足、房地产市场下行等因素影响，税收收入同比下降 3.4%；非税收入高速增长 25.4%，有效补充政府财力。**支出端**，受收入不足掣肘，支出整体受限。但在财政多渠道筹集可用资金，用好用足政府债券资金等支撑下，基本完成年初预算目标。2024 年全国一般公共预算支出 28.5 万亿，较 2023 年增加 1 万亿，有力保障民生等重点领域支出强度。**节奏上**，上半年收入承压，增速降幅走阔，三季度有所企稳；9 月下旬以来，随着一揽子增量政策落地生效，经济动能回升，一般公共预算收入持续改善。9-12 月全国一般公共预算收入当月同比增速分别为 2.5%，5.5%，11.0%和 24.3%，其中 9 月为年内首次转正，11 和 12 月增速大幅提升。支出端整体受收入修复和政府债券发行使用影响，二、三季度支出放缓，四季度以来支出明显加快，月度增速波动较大。**支出结构上**，民生类和基建类支出占比分别为 40.8%和 23.3%，较 2023 年分别下降 0.9pct 和上升 0.6pct。在“稳增长”压力下，四季度以来支出更加倾向基建领域。

12 月全国财政收支进一步改善。**收入端**，全国一般公共预算收入增速大幅提升 13.3pct 至 24.3%，连续四个月增速提升。其中，税收收入同比增长 2.7%，较前值下降 2.6pct；非税收入同比增长 93.8%，较前值大幅上升 53.4pct，相关中央企业、特定金融机构等增加了利润和专项收益上缴或是重要支撑。主要税种中，受生产加快和社零消费修复支撑，国内增值税（6.6%）和国内消费税（6.8%）增速分别较前值上升 5.2pct 和 6.1pct，个人所得税（9.1%）增速小幅放缓 2.3pct。值得注意的是，企业所得税（95.8%）高速增长，增速较前值大幅增长 58.8pct。一方面，12 月为企业所得税纳税小月，增速波动较大；另一方面，或与加强税务征管、企业预缴增加有关。12 月进口有所改善，关税、进口环节增值税和消费税降幅收窄；“抢出口”效应及海外节日消费带动下，12 月出口金额增速提升，出口退税显著增加。12 月房地产一揽子增量政策效果持续显现，土地和房地产相关税收合计（1.3%）增速转正；土地成交热度有所回暖，国有土地出让收入同比增速（0.7%）年内首次转正，较前值大幅回升 20.7pct。

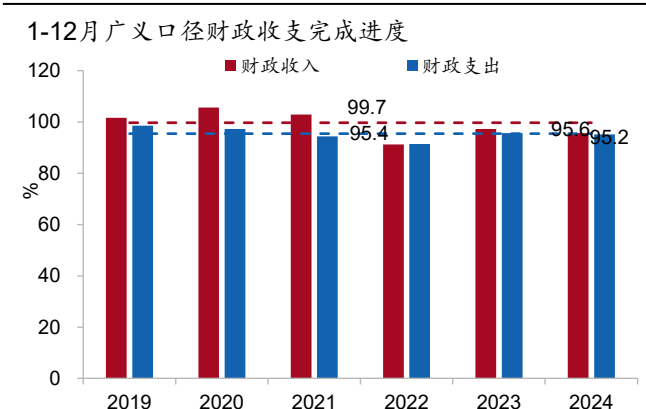
支出端，12 月全国一般公共预算支出提速，同比增长 9.6%，增速较前值提升 5.8pct。一方面，收入回暖对支出的掣肘减弱；另一方面，稳增长背景下支出加快赶进度。结构上，债务付息支出（20.8%）增速较高，基建和民生领相关支出表现分化。12 月全国政府性基金支出增速提升 6.3pct 至 12.6%，收入回暖叠加政府债券资金加快使用是主要支撑。

图 31：广义口径下财政收支改善



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 32：广义口径下财政收入进度明显偏慢



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

（三）宏观政策：正视困难，更加积极

1. 货币政策：适度宽松，适时操作

（1）央行召开四季度货币政策委员会例会

12月27日，央行召开四季度货币政策委员会例会，进一步明确下一阶段货币政策思路。

一是要求“加大货币政策调控强度”。使用“强度”而非“力度”，折射出当前货币政策工具所面临的内外部压力。近期央行操作密集，1月9日决定发行600亿离岸人民币央行票据，1月10日宣布暂停国债买入，1月13日上调跨境融资宏观审慎调节参数至历史高位1.75以及一系列强化汇率预期引导等，旨在应对国债收益率下行过快与人民币汇率贬值压力。考虑到央行明确“择机降准降息”，暂停买债后降准的可能性上升。

二是信贷政策导向调整。2024年信贷政策重在优化结构，人民币贷款增速较2023年下降3pct至7.6%的历史低位。此次会议将“引导信贷合理增长、均衡投放”调整为“加大货币信贷投放力度”，表明信贷扩张重要性上升，2025年信贷增速有望上行。

三是资金使用上新增“防范资金空转”。2024年央行也曾提出“防范资金沉淀空转”，后续通过禁止手工补息与加强同业存款利率管理规范市场秩序。

（2）央行阶段性暂停在公开市场买入国债

2025年1月10日，央行发布公告，表示鉴于近期政府债券市场持续供不应求，决定2025年1月起暂停开展公开市场国债买入操作，后续将视国债市场供求状况择机恢复。此举可从两个层面理解：

一是旨在稳定国债利率。2024年11-12月，受基本面偏弱与货币宽松预期影响，国债收益率快速下行，1Y、10Y国债利率分别下降34bp、47bp至1.08%、1.68%。国债利率下行过快，会从资产端挤压商业银行净息差，降低其风险抵补能力；同时导致资金涌入债券市场。此外，我国国债收益率下行或加深中美

利差倒挂，使得人民币汇率承压。央行暂停买入国债，将缓解市场供不应求的状况。

二是“适度宽松”仍是货币政策主基调。面对“稳增长”压力，在“低名义、高实际”的非典型利率环境下，2025 年我国货币政策将坚持适度宽松，兼顾内外部均衡。此次暂停国债买入就是对内面临国债利率下行过快、对外人民币汇率承压下的政策工具调整。年内央行仍可通过降准、买断式逆回购等方式进行流动性管理与基础货币投放。

2. 财政政策：高效落实，更加积极

1 月 10 号，国新办举行“中国经济高质量发展成效”新闻发布会，财政部副部长廖岷介绍 2024 年财政运行和财政政策阶段性进展情况，以及 2025 年财政工作的总体考虑。

2024 年四季度以来，财政高效落实一揽子增量政策，成效显著。

一是央地积极落实新一轮“6+4+2”化债方案。中央层面，财政部于 11 月 9 日分配下达了各地新增债务限额，额度向存量隐性债务规模较多（主要是经济大省）以及化债压力较大的省份（12 个化债重点省份）倾斜。地方层面，各地迅速组织用于化债的再融资专项债发行使用工作。在 11 月 15 日至 12 月 18 日一个月的时间内，2024 年 2 万亿额度就已经全部使用完毕。其中 12 个化债重点省份合计发行 6,856 亿，占比达 34.3%；6 个经济大省 合计发行 6,564 亿,占比达 32.8%。目前各地已经启动 2025 年 2 万亿的发行工作，预计节奏和进度也会较快。随着地方债务置换快速推进，地方政府短期还本付息等流动性压力大为减轻，推动基建投资加速。地方主导的公共设施管理、道路运输等行业投资降幅在四季度分别收窄 0.4pct 和 1.3pct。同时，四季度国内样本建筑工地资金到位率环比回升，12 月资金到位率均值为 65.5%，较 9 月上升 3.1pct。

二是支持推动房地产“止跌回稳”。一方面，调整优化房地产相关税收政策，降低房地产交易、开发环节的税收负担。包括明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税政策，优化住房交易契税优惠政策，相关征管政策等。另一方面，细化新增专项债用于土地储备和支持收购存量商品房用作保障性住房措施安排，改善土地供求关系，增强房企资金流动性。2025 年地方可根据需求，统筹安排用于土地储备和收购存量商品房用作保障性住房这两个方面的专项债项目，估计整体规模超 1 万亿。2024 年四季度房地产销售量价回暖，高线城市改善更为明显。四季度商品房销售面积和销售金额分别同比增长 0.3%和 1.0%，较三季度大幅上行 13pct 和 18.2pct；销售均价较三季度上升 5.8%，主要受一线城市支撑。

2025 年财政政策定调“更加积极”，财政将在力度、效率和时机三个方面积极发力。

在力度上，用好用足政策空间，加强逆周期调节力度，包括提高财政赤字率，增加政府债券发行规模，进一步扩大支出规模等。预计 2025 年财政赤字



率将提高至 4.0%，政府债券净融资规模达 15.5 万亿，包括 5.5 万亿赤字，5 万亿新增专项债，3 万亿特别国债（包括 2 万亿超长期和 1 万亿补充资本金），以及 2 万亿用于化债的再融资专项债。

在效率上，大力优化支出结构，财政支出更加倾向惠民生、促消费、增后劲。促进消费方面，预计 2025 年用于支持“两新”的超长期特别国债资金将大幅增加至 1 万亿，各 5,000 亿，较 2024 年至少翻倍。消费品“以旧换新”将更新汽车置换更新补贴标准，并扩展家电和数码产品品类，预计可拉动社零增速超过 1pct。

在时机上，发力主动靠前，加快支出进度。预计 2025 年政府债券发行使用将进一步加快，财政资金下达使用更加高效。

最后，化解债务风险，推进财税体制改革。短期看，2025 年将快速推进地方政府债务置换工作。长期看，加速推动财税体制改革。一是加强政府债务管理，优化央地债务结构，加快融资平台的市场化、专业化转型。二是完善央地关系，加强中央事权，增加地方自主可用财力。加速推进消费税、地方附加税改革，优化调整包括所得税、增值税等在内的共享税央地分成比例。

此外，财政仍有充足的空间和工具，将根据内外部形势变化相机出台。可想象的空间包括进一步增发政府债券规模，政策性银行加强发力，中央加力支持房地产“止跌回稳”等。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇