

信义山证汇通天下

证券研究报告

宏观

夯实基础，延续改善

——2024 年国内经济回顾及 2025 年展望

2025 年 2 月 11 日

宏观研究/主题报告

相关报告：

山证策略团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

电话：0351-8686977

邮箱：guorui@sxzq.com

张治

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com

投资要点：

➤ 展望 2025 年，在“保持经济稳定增长”的目标下，全年实际 GDP 增速有望维持 5.0% 左右。政策方面，狭义赤字和广义赤字规模均有望提升，预期管理重要性提升，政策连贯性或强于以往，需根据经济动能恢复情况和特朗普关税政策进展对国内的扰动相机抉择。内生动能恢复或仍偏慢。节奏上，四个季度 GDP 增速预计呈现“U”型，化债、专项债和特别国债加快使用、“两新”“两重”等政策加码支持一季度经济乘势而上，下半年外需影响或逐渐体现，政策预计加强对冲。结构上，消费、基建首先受益于政策驱动，制造业投资有韧性，地产投资拖累减弱，出口不确定性较大。价格端，政策聚焦人口民生消费，有望助推核心 CPI 改善；基建施工跟进、地产跌幅收窄叠加工业供给端的结构性优化，PPI 四季度有望结束跌势。

➤ 第一，2025 年我国“稳增长”政策将更加系统、积极、前瞻，并和改革协同发力，对冲制约发展的深层次障碍和外部挑战。但也要看到当前全球政治与经济秩序进入新的动荡变革期，我国长期性、结构性因素交织，债务压力加大，金融监管趋严、财政纪律强化。因此这轮稳增长，更需综合施策，狭义赤字和广义赤字规模均有望提升，方向上更聚焦提振预期、增强风险化解能力、支持民生消费以及科技创新等经济循环痛点。

➤ 第二，经济内生动能改善偏慢。逻辑上看，逆周期政策下，广义财政支出加快、货币宽松和促消费政策驱动需求扩大，在供给端相对稳定或收缩的情况下，价格信号改善，驱动企业利润和现金流改善，居民收入提升，就业情况改善，融资意愿和支出信心提升。价格、财富和预期将成为经济上行中后期的主要驱动力量。不过，当前我国房价增速低位、企业居民存款增速差偏低、收入改善偏慢等也反应了经济内生动能依然偏弱。价格改善偏慢是经济循环的主要痛点，物价关系到企业利润和居民的收入增长，房价则是居民资产的重要组成部分。

➤ 第三，2025 年，财政政策基调积极，我国有较大的举债空间和赤字提升空间。在经济新旧动能转换的背景之下，财政支持经济的方式不再是大规模基建，而更倾向于化债、稳定居民消费、支持收购存量商品房用作保障性住房、支持新质生产力等方面，这样的政策安排能够兼顾稳增长和调结构，助力中长期经济循环。

➤ 第四，2025 年，货币政策将适度宽松。一方面，外需面临较大不确定性，稳增长要求处于货币政策多个目标的首位，着力扩大内需、稳定预期、激发活力。但另一方面，货币政策依然面临净息差、汇率、风险三重约束。总体



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

看，适度宽松趋势不变，将适时降准降息，宽货币操作大概率会在人民币汇率相对稳定期实施。降准和央行购买国债等政策工具将提供充裕的货币流动性。

➤ 第五，针对需求不足的突出症结，“全方位扩大总需求”这一任务是 2025 年各项重点任务之首，提振居民消费是扩大内需的核心抓手。未来，消费将受益于政策的拉动、商品房销售改善带来的相关消费需求，不过当前资产价格、居民就业、收入等改善有限，消费倾向不足，消费的恢复过程或仍存波动。

➤ 第六，2025 年，我国出口增速或好于预期。特朗普加征关税政策将通过两个路径影响我国出口，一是，加征关税可能引发美国国内通胀升高，降息力度或方向改变，从而导致美国经济放缓；二是加征关税将使我国贸易条件变得不利。对第一条路径，我们认为美国经济有望保持韧性，美国制造业库存有望延续回补态势。对第二条路径，关税政策逐渐落地，或导致出口阶段性面临波动，不过近年来我国产品吸引力提升、出口占国际份额提升，同时，关税加征幅度、节奏可能不及预期，对我国出口影响程度或低于预期。

➤ 第七，2025 年，内需恢复趋势将带动通胀中枢进一步改善，不过弹性不宜高估。预计 CPI 有望回升到 1% 附近，PPI 有望四季度转为正增长。不确定性主要在于国内猪肉供给反复、消费品以旧换新政策可能导致降价促销等。

➤ **风险提示：**政策风险、居民预期不稳的风险、特朗普关税政策带来的外需回落风险。

目录

1. 宏观政策积极，更讲究针对性、有效性.....	7
2. 政策效果观察期，经济数据分化.....	7
3. 财政政策定调积极.....	9
4. 货币政策适度宽松.....	11
5. 需求：消费支撑、出口不确定性加大.....	14
5.1 提振居民消费成为扩大内需的核心抓手.....	14
5.2 基建增速有望维持.....	16
5.3 制造业投资增速或略有下滑.....	17
5.4 地产销售好转，投资跌幅继续扩大.....	18
5.5 出口面临较大不确定性.....	21
6. 供给：以市场化方式推动供需均衡.....	23
7. 价格：继续改善，幅度不宜高估.....	24
8. 2024 年国内经济：量稳价跌，边际好转.....	26
9. 2025 年国内经济：夯实基础，延续改善.....	28
10. 风险提示.....	29

图表目录

图 1: M1 增速拐点领先 PPI 和名义 GDP 增速.....	8
图 2: M1+居民活期存款增速.....	8
图 3: 社融增速领先 M1 增速.....	8
图 4: 我国实际利率仍处高位.....	8
图 5: 企业居民存款增速差处于低位.....	9
图 6: 消费者信心指数.....	9
图 7: (一般公共预算支出+政府性基金支出) 预算增速和实际增速.....	9
图 8: 一般公共预算支出增速.....	9
图 9: 政府性基金支出增速.....	10
图 10: 广义实际赤字规模及赤字率.....	10
图 11: 人民币即期汇率与美元指数走势.....	13
图 12: 人民币即期汇率与中美季度名义 GDP 增速差.....	13
图 13: 我国商业银行净息差.....	14
图 14: 10 年及 30 年期国债收益率.....	14
图 15: 我国商业银行法定存款准备金率.....	14
图 16: 7 天逆回购利率、1 年 MLF 利率及 LPR.....	14
图 17: 全国居民人均消费支出增速.....	15
图 18: 服务零售和商品零售增速.....	15
图 19: 家用电器和音像器材类、家具类、汽车类零售额增速.....	16
图 20: 全国居民人均可支配收入增速及消费倾向.....	16
图 21: 广义基建及狭义基建投资增速.....	17

图 22: 主要基建领域投资增速.....	17
图 23: 制造业投资月度增速测算.....	18
图 24: 设备工器具购置投资增速.....	18
图 25: 产能利用率与制造业投资增速.....	18
图 26: 规上工业企业利润增速和制造业投资增速.....	18
图 27: 商品房销售和资金来源增速跌幅趋缓.....	19
图 28: 房屋施工和地产开发投资增速跌幅仍在扩大.....	19
图 29: 2024 年四季度房价跌幅趋缓.....	20
图 30: 二手房价格及出售挂牌量同比.....	20
图 31: 百城住宅租金收益率和大型商业银行理财收益率比较.....	20
图 32: 商品房狭义库销比.....	20
图 33: 出口金额月度同比.....	22
图 34: 欧美及全球制造业 PMI.....	22
图 35: 美国就业市场及私营部门平均时薪有望维持个人消费支出增速的韧性.....	22
图 36: 美国 OECD 综合指标领先库存增速.....	22
图 37: 我国出口占国际市场份额.....	23
图 38: 我国对欧盟、美国、东盟出口增速.....	23
图 39: 当前我国工业产能利用率偏低.....	24
图 40: 我国能繁母猪存栏量变化领先猪价.....	25
图 41: 黑色金属和非金属 PPI 同比增速.....	25
图 42: 铜价和原油价格走势.....	25
图 43: PMI: 新订单-生产、新订单-产成品库存、PPI 同比的拐点较为接近.....	25
图 44: 实际 GDP 当季同比.....	27

图 45: 名义 GDP 当季同比.....	27
图 46: GDP 平减指数同比.....	27
图 47: 三大支出对 GDP 当季同比的拉动.....	27

1. 宏观政策积极，更讲究针对性、有效性

2024 年，国内政策基调根据不同的经济形势经历了三个阶段的微调。

第一个阶段是一季度。2023 年中央经济工作会议及 2024 年政府工作报告中，对高质量发展和稳增长持并重的态度，因此当时确定的全年政策基调偏积极但并非“大进”。

第二个阶段是 4 月中央政治局会议至 8 月。在 4 月中央政治局会议上确定了二十届三中全会的会议主题是重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。7 月中央政治局会议在二十届三中全会精神的基础上进一步突出强调发展新质生产力，强调以改革促发展，强调正确认识发展中、转型中的问题，并将新质生产力的要求贯穿于增强微观主体信心，增强经济持续回升向好态势的目标要求中。

第三个阶段以 9 月 24 日金融政策“组合拳”为标志，政策转向稳增长。随着 2024 年三季度我国经济下行压力进一步加大，在 9 月中央政治局会议“正视困难”的经济形势判断下，国内政策明确转向稳增长。12 月中央经济工作会议传达了“正视困难、坚定信心、综合施策、积极有为、加快改革、平稳转换”的精神。2025 年我国“稳增长”政策将更加系统、积极、前瞻，并和改革协同发力，对冲制约发展的深层次障碍和外部挑战。

一样的稳增长决心，不一样的综合施策。和 2008 年那一轮刺激政策侧重地方财力和基建投资并带来了巨大的乘数效应相比，当前全球政治与经济秩序进入新的动荡变革期，我国长期性、结构性因素交织，债务压力加大，金融监管趋严、财政纪律强化。中央经济工作会议指出必须统筹好“培育新动能和更新旧动能的关系”“提升质量和做大总量的关系”，这意味着实现新旧动能平稳接续转换是我们对经济工作的重要规律性认识之一。因此本轮稳增长，更需综合施策，狭义赤字和广义赤字规模均有望提升，方向上更聚焦提振预期、增强风险化解能力、支持民生消费以及科技创新等经济循环痛点。

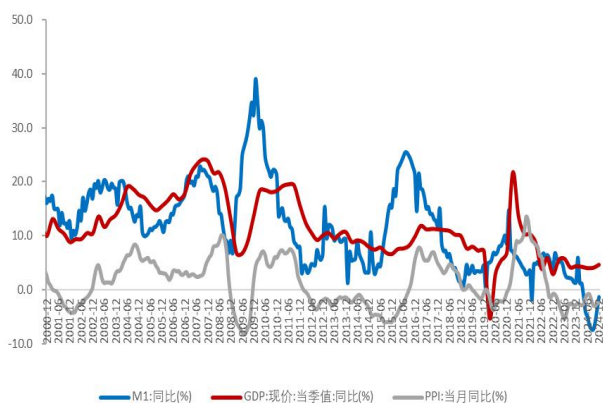
2. 政策效果观察期，经济数据分化

逻辑上看，逆周期政策下，广义财政支出加快、货币宽松和促消费政策驱动需求扩大，在供给端相对稳定或收缩的情况下，价格信号改善，驱动企业利润和现金流改善，居民收入提升，就业情况改善，融资意愿和支出信心提升。价格、财富和预期将成为经济上行中后期的主要驱动力。

2024 年 9 月末以来，随着存量政策的加快落地和增量政策推出，对经济形成阶段性推动，

M1 同比初步回升，资本市场信心也得到提振。不过，实际利率高位、社融同比低位等提示政策仍需加力支持，房价增速低位、企业居民存款增速差低位、收入改善偏慢等也反应了经济内生动能依然偏弱。其中，价格改善偏慢是经济循环的主要痛点，物价关系到企业的利润和居民的收入增长，房价则是居民资产的重要组成部分。

图 1：M1 增速拐点领先 PPI 和名义 GDP 增速



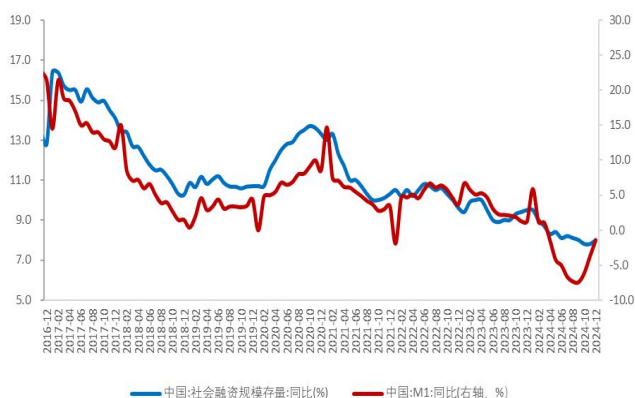
资料来源：中国人民银行，国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 2：M1+居民活期存款增速



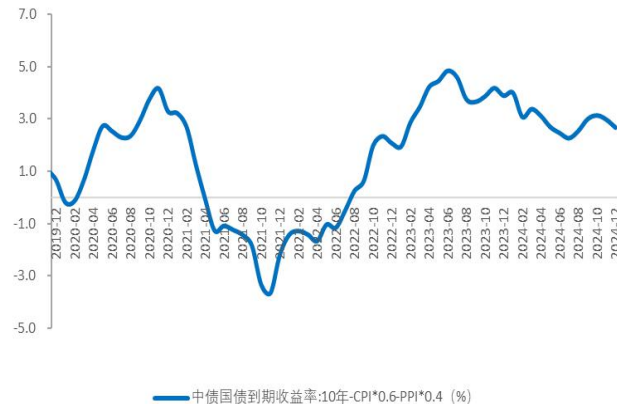
资料来源：中国人民银行，Wind，山西证券研究所

图 3：社融增速领先 M1 增速



资料来源：中国人民银行，wind，山西证券研究所

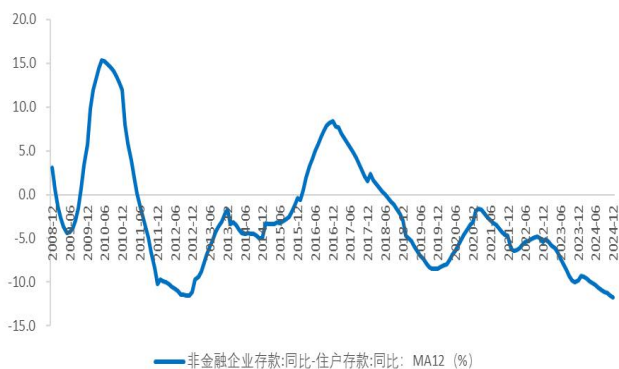
图 4：我国实际利率仍处高位



资料来源：中债估值中心，国家统计局，wind，山西证券研究所

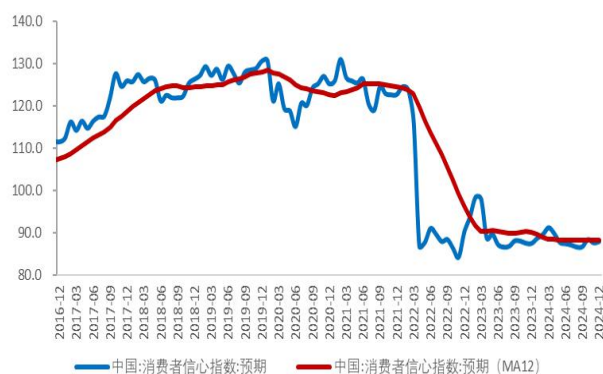
西证券研究所

图 5：企业居民存款增速差处于低位



资料来源：中国人民银行，Wind，山西证券研究所

图 6：消费者信心指数



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

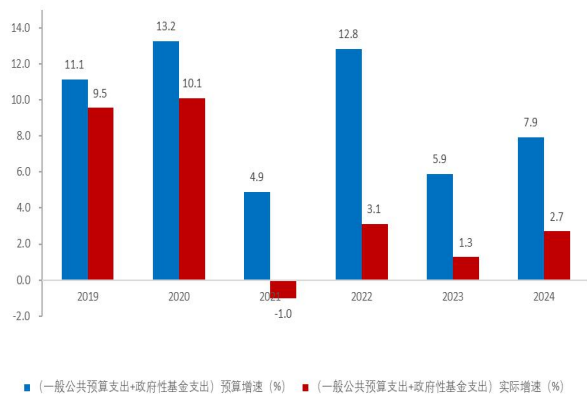
3. 财政政策定调积极

2025 年，财政政策基调积极，我国有较大的举债空间和赤字提升空间。在经济新旧动能转换的背景之下，财政支持经济的方式不再是大规模基建，而更倾向于化债、稳定居民消费、支持收购存量商品房用作保障性住房、支持新质生产力等方面，这样的政策安排能够兼顾稳增长和调结构，助力中长期经济循环。

2024 年，一般公共预算支出+政府性基金支出累计增速同比增长 2.7%，低于年初计划的 7.9%。其中，一般公共预算支出增速 3.6%，低于年初计划的 4.0%，政府性基金支出增速 0.2%，远低于年初计划的 18.6%。广义财政支出增速下降主要源于收入端的下降。2024 年，一般公共预算收入同比 1.3%，政府性基金收入同比-12.2%，均低于年初预算的收入增速。全年广义实际赤字合计 10.43 万亿元，其中公共财政实际赤字 6.5 万亿元，政府性基金实际赤字 3.9 万亿元。

图 7：（一般公共预算支出+政府性基金支出）预算增速和实际增速

图 8：一般公共预算支出增速



资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所



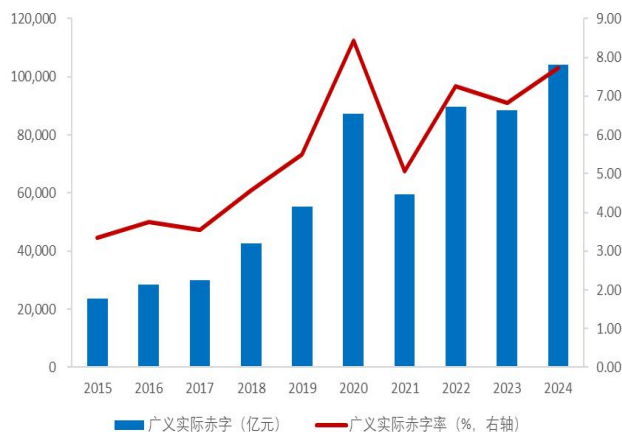
资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

图 9：政府性基金支出增速



资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

图 10：广义实际赤字规模及赤字率



资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

注：广义实际赤字规模=公共财政实际赤字+政府性基金实际赤字

2025 年，财政政策将更加积极，具体包括：

一是，提升赤字率。在 2025 年 1 月 10 日国新办介绍“财政高质量发展成效”新闻发布会中，提到财政赤字率提高的目的、条件，以及考虑的因素都有充分的论证。根据发布会内容，2025 年还会适度增加中央预算内投资规模，合理安排投向和重点。另外，加大对重点群体的支持保障力度。

二是，地方政府专项债增量扩围。2024 年，地方政府专项债券全年发行了 4 万亿元，包括 2024 年新增的 3.9 万亿元和 2023 年结转的 1000 亿元。预计 2025 年新增专项债额度 4.3 万亿左右。另外，合理扩大专项债券支持范围，适当扩大用作项目资本金的领域、规模和比例，主要包括：（1）研究完善专项债券投向清单管理，增加用作项目资本金的领域，最大限度扩大使用范围。2024 年 12 月，国办印发了《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，提出实行专项债券投向领域“负面清单”管理，未纳入“负面清单”的项目均可申请专项债券资金。（2）用好专项债券支持收购存量商品房用作保障性住房，支持房地产市场健康发展。（3）合理支持前瞻性、战略性新兴产业基础设施，推动新质生产力加快发展。

三是，扩大超长期特别国债规模。2024 年发行了 1 万亿元超长期特别国债专项用于国家重大战略和重点领域的安全能力建设。其中，7000 亿元支持“两重”建设，3000 亿元左右用于实施“两新”政策。2025 年，将扩大超长期特别国债规模，更大力度支持“两重”项目，加力扩围实施“两新”政策。

四是，发行特别国债支持国有大行补充核心一级资本。

五是，大力度支持地方化债。2024 年 10 月安排了近年来力度最大的一揽子化债方案，合计安排 12 万亿元政策资金，包括（1）从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。（2）全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，分三年安排，2024—2026 年每年 2 万亿元。（3）2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。

4. 货币政策适度宽松

展望 2025 年，一方面，外需面临较大不确定性，稳增长的要求处于货币政策多目标的首位。12 月中央经济工作会议提出“正视困难、坚定信心”，彰显推动经济持续回升向好的决心。货币政策基调转为适度宽松，着力扩大内需、稳定预期、激发活力。

2024 年，我国货币政策在稳定经济和通胀以及兼顾防风险、防空转、稳汇率、稳商业银行净息差、稳定资本市场等多目标中寻求平衡。货币政策总基调方面，上半年是“灵活适度、精准有效”，在经济运行稳定的情况下，央行货币政策目标的关注点经历了稳增长到防空转、稳息差，再到稳汇率、防风险的倾斜。

随着三季度经济边际下行压力加大，全年经济增速目标实现压力增加，9 月 26 日中央政治局会议提出加大货币政策逆周期调节力度，要降低存款准备金率，实施有力度的降息。12

月9日，中共中央政治局召开会议，提出明年要实施“适度宽松的货币政策”。此次货币政策基调由“稳健”调整“适度宽松”，是近十四年来的首次。12月16日，中国人民银行党委召开会议传达学习中央经济工作会议精神时指出，实施好适度宽松的货币政策。综合运用多种货币政策工具，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。

但另一方面，货币政策依然面临净息差、汇率、风险三重约束。总体看，适度宽松趋势不变，将适时降准降息，宽货币操作大概率会在人民币汇率相对稳定期实施。降准和央行购买国债等政策工具将提供充裕的货币流动性。

《2024年第三季度货币政策执行报告》专栏3指出，人民银行在货币政策调控过程中，始终注重兼顾支持实体经济增长和银行业自身健康性。当前经济运行需要加大逆周期调节力度，但进一步降息面临着净息差和汇率内外部双重约束。

受“特朗普交易”下美元指数走强的影响，2024年12月人民币汇率下跌压力加大。我们认为2025年人民币汇率波动对我国货币政策的影响或有限。首先，美国经济仍有望维持韧性，不过国内经济在一系列积极政策影响下已走出谷底，财政政策空间仍较大。中美经济基本面对比并不支持人民币持续贬值。其次，市场担忧美国“二次通胀”对美联储降息进程和人民币汇率的影响。这其中仍存在较大不确定性，一是特朗普对华关税加征的力度和节奏存在博弈空间。二是加征关税对美国经济、通胀和货币政策的影响可以分两种情形讨论，（1）若美国通胀相对温和，则降息周期不会中断，人民币汇率压力可控；（2）若极端情况下通胀水平较高，则可能面临降息幅度不及预期甚至加息，而这会引发美国经济“滞”的担忧，这种情况下人民币可能阶段性面临贬值压力。再次，我国货币政策近年来坚持以我为主，兼顾内外部均衡，稳汇率通常会综合施策，强化预期引导，宽货币操作大概率会在人民币汇率相对稳定期实施。

2024年第三季度，我国商业银行净息差1.53%，较二季度回落0.01个百分点，净息差存在压力，但回落幅度相对温和。央行指出，未来进一步增强金融机构资产端和负债端利率调整的联动性；引导银行通过市场化方式保持合理的资产收益和负债成本，避免净息差掣肘。

央行在2024年9月“金融支持经济高质量发展”新闻发布会上强调利率风险是金融机构风险管理的重要内容，并再次强调美国硅谷银行案例的意义，中长期仍需关注央行对长债利率的态度。2025年1月3日，央行货币政策委员会2024年第四季度例会继续提示关注长期收益率的变化。2024年12月国债收益率在机构抢跑下呈快速下行态势，不过这也对未来的行情有所透支。2025年国内稳增长政策效应、美国降息预期变化等将抬升债券市场波动性。

货币政策工具方面，将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息，结构性工具的补充性功能将不断完善。

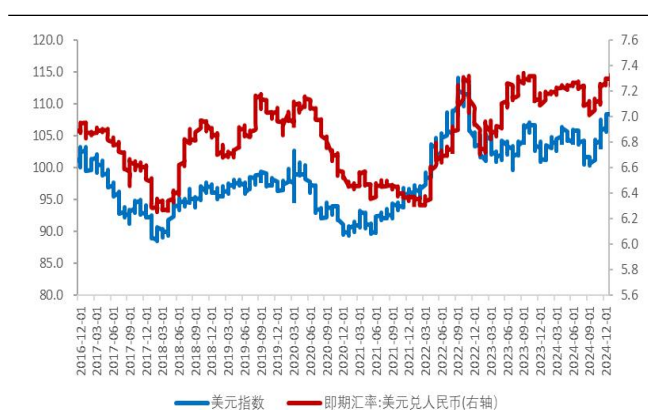
总量上：（1）降准方面，幅度可能有所扩大，预计在 100bp-150bp。（2）降息方面，由于降息仍有汇率、净息差、利率快速下行等掣肘，预计 OMO 降息幅度在 20bp-30bp，LPR 调降幅度较明显，在 35bp-50bp，存款利率将进一步调降。

结构上：（1）2024 年设立了 5000 亿元科技创新和技术改造再贷款，未来将进一步加大对科技创新、促进消费的金融支持力度。（2）支持积极的财政政策更好发力见效，国债买卖相关制度安排将进一步优化，国债或保持净买入趋势。（3）房地产方面，2024 年落地降低存量房贷利率、统一房贷最低首付比例、提高保障型住房再贷款中的中央资金支持比例（从 60%提高到 100%）等政策。央行指出，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力。必要时也可以由人民银行提供再贷款支持。

（4）资本市场方面，2024 年首次创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展，未来将用好用足支持资本市场的两项结构性货币政策工具，探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定运行。

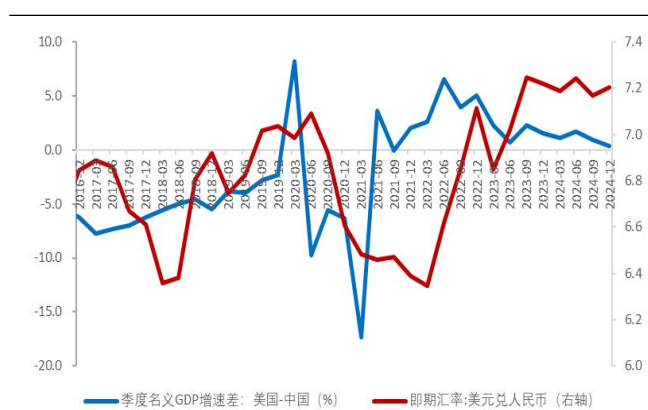
传导上：继续强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。

图 11：人民币即期汇率与美元指数走势



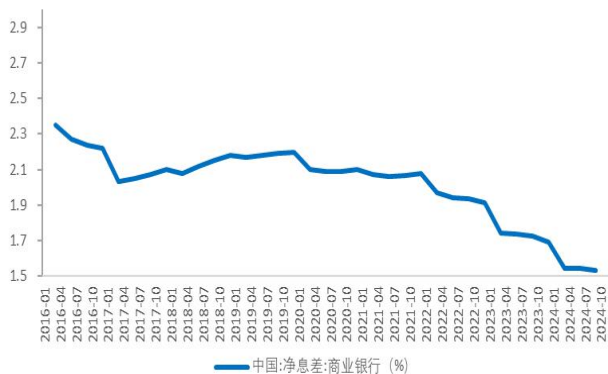
资料来源：中国货币网，Wind，山西证券研究所

图 12：人民币即期汇率与中美季度名义 GDP 增速差



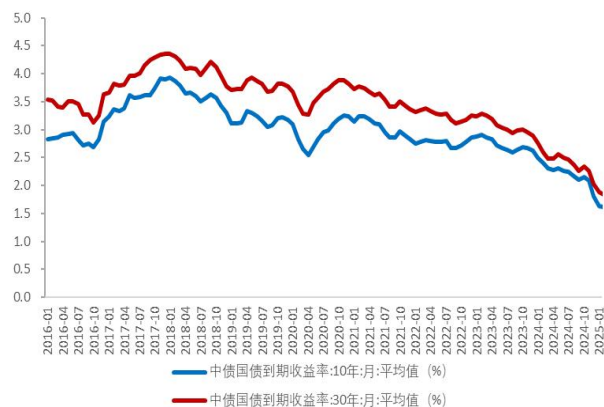
资料来源：美国经济分析局，国家统计局，中国货币网，Wind，山西证券研究所

图 13：我国商业银行净息差



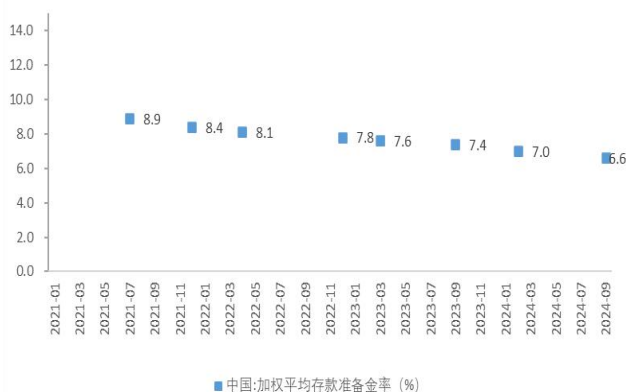
资料来源：国家金融监督管理局，Wind，山西证券研究所

图 14：10 年及 30 年期国债收益率



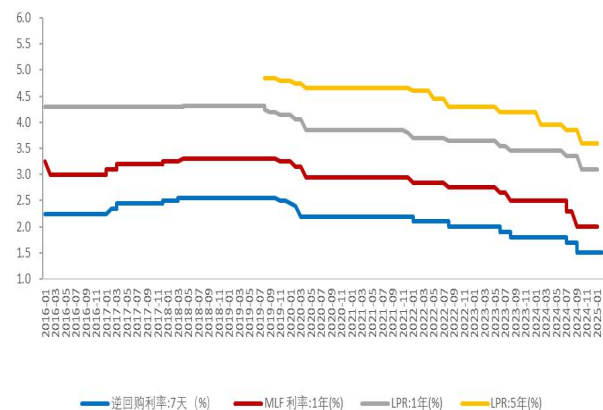
资料来源：中债估值中心，Wind，山西证券研究所

图 15：我国商业银行法定存款准备金率



资料来源：中国人民银行，Wind，山西证券研究所

图 16：7 天逆回购利率、1 年 MLF 利率及 LPR



资料来源：中国人民银行，Wind，山西证券研究所

5. 需求：消费支撑、出口不确定性加大

5.1 提振居民消费成为扩大内需的核心抓手

针对需求不足的突出症结，“全方位扩大总需求”这一任务是 2025 年各项重点任务之首，提振居民消费是扩大内需的核心抓手。未来，消费将受益于政策的拉动、商品房销售改善带

来的相关消费需求，不过当前资产价格、居民就业、收入等改善有限，消费倾向不足，消费的恢复过程或仍存波动。

回顾 2024 年，政策驱动下的消费呈脉冲式特征，高点在一、四季度。四个季度最终消费支出对 GDP 当季同比的拉动分别为 3.9%、2.3%、1.4%、1.6%；四个季度社零同比分别为 4.7%、2.6%、2.7%、3.8%；四个季度我国居民人均消费支出增速分别为 8.3%、5.0%、3.5%、4.5%。

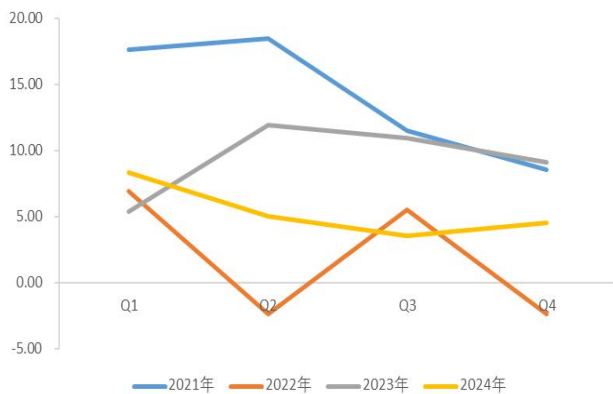
结构上看，受消费品以旧换新政策带动，2024 年四季度商品零售额平均增长 3.9%，增速比三季度加快 1.3 个百分点。其中，家用电器和音像器材类、家具类、汽车类零售额增速要大幅高于三季度。另外，受地产销售跌幅收窄的影响，四季度建筑及装潢材料类零售额跌幅也大幅放缓。

当前我国经济仍处于逆周期调节下的复苏前期，收入改善相对滞后。2024 年四季度全国居民人均可支配收入同比增速为 5.6%，较三季度进一步改善，不过从四个季度移动平均看，各季度是下滑的。同时，居民人均消费支出/人均可支配收入（4Q，TTM）也连续四个季度回落。

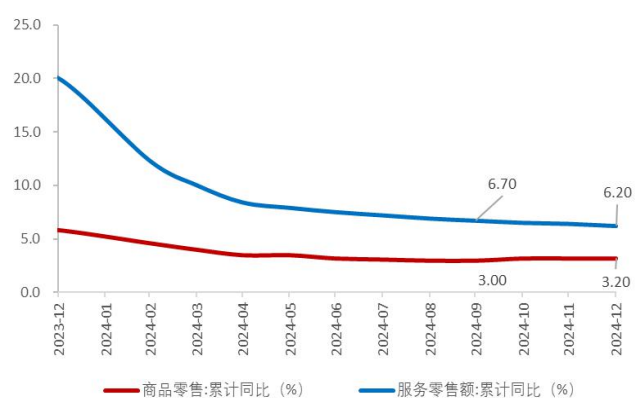
2025 年消费政策将进一步增量扩围。2024 年中央经济工作会议明确提出“实施提振消费专项行动”“加力扩围实施‘两新’政策”。根据 1 月 3 日国新办新闻发布会内容，2025 年加力扩围实施“两新”政策，主要包括增加资金规模，扩大支持范围，优化实施机制，放大撬动效应，深入推进“四大行动”。资金规模方面，2024 年用于支持消费品以旧换新政策的超长期特别国债规模是 1500 亿元，截止年底已基本使用完毕。2025 年超长期特别国债用于支持“两新”的资金总规模将大幅增加，关注两会公布的具体规模。支持范围方面，1）将符合条件的国四排放标准的燃油车纳入报废更新补贴范围。2）享受以旧换新补贴的家电产品由去年的 8 类增加到 2025 年的 12 类。3）将每位消费者购买空调产品最多补贴 1 件增加到 3 件。4）实施手机等数码产品购新补贴。5）继续大力支持家装消费品换新和电动自行车以旧换新。

图 17：全国居民人均消费支出增速

图 18：服务零售和商品零售增速



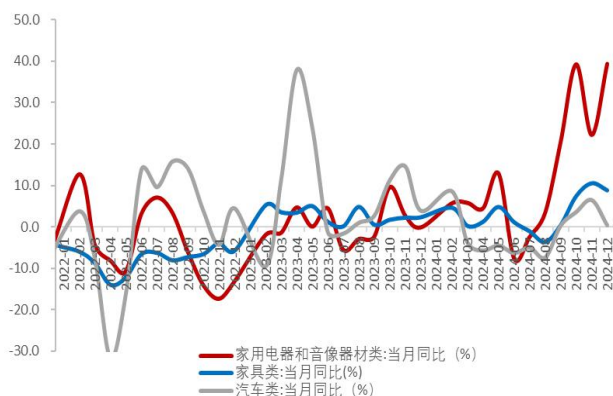
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 19：家用电器和音像器材类、家具类、汽车类零售额增速

图 20：全国居民人均可支配收入增速及消费倾向



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

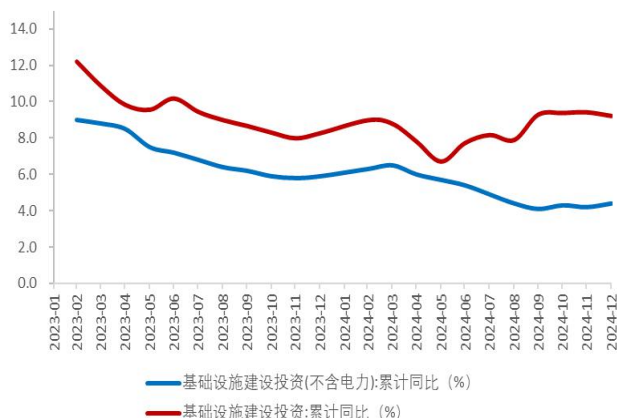
5.2 基建增速有望维持

2024 年基建投资实现较高增速，2025 年有望维持。2024 年 10 月以来，政策要求加快专项债券资金使用和项目建设进度，超长期国债也在陆续下达使用，这些资金有望驱动今年一季度实物工作量；全年看，基建支撑因素还包括：（1）专项债增量扩容和超长期特别国债扩大规模；（2）一揽子化债政策降低了地方债务利息支出负担，给地方腾挪出更多支持内需的空间。

2024 年，广义基建投资累计同比增长 9.2%，较上年增加 1.0 个百分点，狭义基建投资累

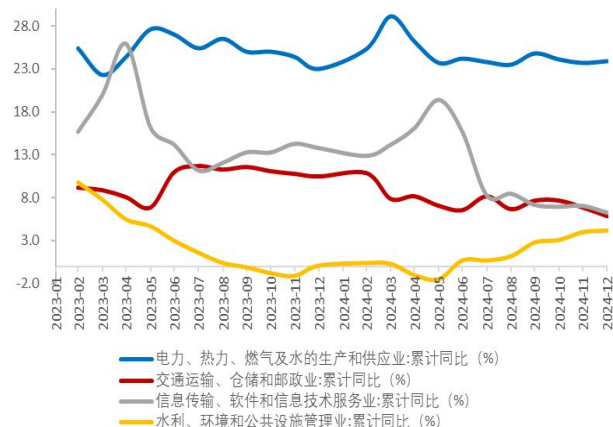
计同比增长 4.4%，较上年下降 1.5 个百分点。结构上，电力热力燃气及水的生产和供应业、水利环境和公共设施管理业投资增速均较上年加快。

图 21：广义基建及狭义基建投资增速



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 22：主要基建领域投资增速



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

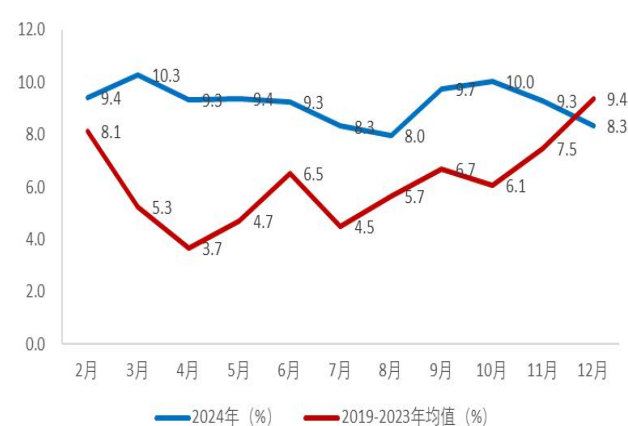
5.3 制造业投资增速或略有下滑

制造业投资增速或略有下滑，但有望维持韧性。一是，2024 年四季度我国制造业产能利用率有所企稳，经验上看，制造业产能利用率拐点领先制造业投资增速；二是，“两新”政策加力扩围实施，有助于支撑设备更新投资增速维持在较高水平。三是，综合整治“内卷式”竞争下，部分制造业供给扩张或受到约束。四是，2024 年规上工业企业利润同比-3.3%，企业盈利下滑是约束制造业投资最主要的因素。

2024 年制造业投资增速为 9.2%，较上年增加 2.7 个百分点。政策驱动下，一季度、9 月及 10 月表现较好。结构上看，大规模设备更新带动下，设备工器具购置投资增长 15.7%，比上年加快 9.1 个百分点；装备制造业投资增速加快，如通用设备制造业、汽车制造业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业等；高技术产业投资仍呈现了高增长。2024 年高技术产业投资增长 8.0%，其中高技术制造业、高技术服务业投资分别增长 7.0%、10.2%。

当前制造业产能利用率依然处于历史偏低水平，但已呈现企稳迹象。2024 年四个季度制造业产能利用率分别为 73.8%、75.2%、75.2%、76.4%，从 4 个季度移动平均值看，下半年已经企稳。

图 23：制造业投资月度增速测算



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 24：设备工器具购置投资增速



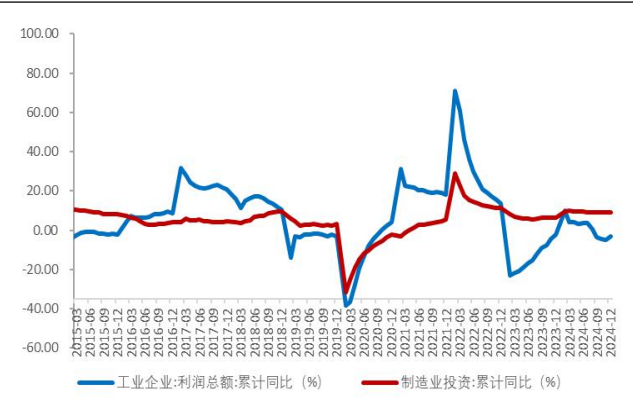
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 25：产能利用率与制造业投资增速



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 26：规上工业企业利润增速和制造业投资增速



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

5.4 地产销售好转，投资跌幅继续扩大

展望 2025 年，房地产市场的有利条件是，在房价未企稳之前，房地产政策尤其是消化存量房政策仍有优化的空间，这本身有利于预期、销售及房价的稳定；从投资价值看，百城住宅租金收益率已回到 2018 年水平，同时和存款利率、理财收益率相比优势凸显。但商品房库存和居民收入改善程度对房价驱动力仍不足。中长期看，经济新旧动能切换的主线没有改变。未来，房地产销售降幅和房价跌幅有望继续收窄，严控增量的政策下，地产投资表现则相对

滞后。

本轮稳地产政策路径主要围绕三个方面展开，重心是供给端“去库存”。一是，稳定房价预期。2024 年三季度以来地产政策持续优化，9 月中央政治局会议对房地产市场定调明确，首次在中央层面提出“促进房地产市场止跌回稳”，政策落脚点集中在供给端，“优化增量”的提法变为“严控增量”，对市场传递了明确的稳房价意图。二是，供给端“去库存”举措相继落地，包括利用专项债收储土地、利用专项债收购存量商品房用作保障性住房、优化保障性住房再贷款等。三是，需求端限制性政策已因城施策放松，并通过“四个降低”激发居民购房需求。

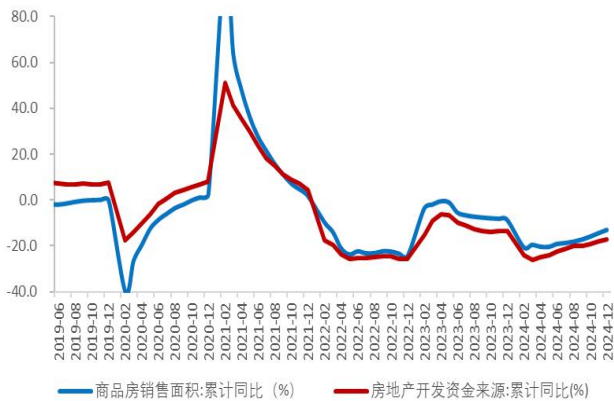
政策效果在销售端显现，但施工和投资增速跌幅仍扩大。2024 年 12 月，商品房销售累计同比下跌 12.9%，跌幅较 9 月收窄 4.2 个百分点；房地产资金来源同比下跌 17.0%，较 9 月收窄 3.0 个百分点，其中定金及预收款累计同比下跌 23.0%，跌幅较 9 月收窄 6.8 个百分点；房屋施工面积累计同比下跌 12.7%，跌幅较 9 月扩大 0.5 个百分点；房地产开发投资累计同比下跌 10.6%，跌幅较 9 月扩大 0.5 个百分点。

房价跌幅趋缓。2024 年 12 月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比-5.7%，二手住宅价格指数同比-8.1%，跌幅在四季度均收窄。

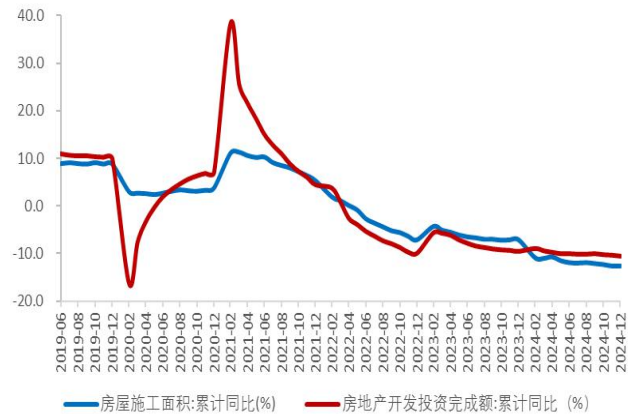
当前全国商品房库存依然偏高，二手房面临较大去化压力。截止至 2024 年 12 月，新建住宅狭义库存为 3.9 亿平方米，库销比持续攀升；二手房也面临较大去化压力，随着政策推动二手房价格跌幅趋缓，出售挂牌量出现了回升。2024 年 3 月、6 月、9 月、12 月二手房出售挂牌量指数同比增速（MA12）分别为-0.4%、9.6%、19.7%、18.4%。

图 27：商品房销售和资金来源增速跌幅趋缓

图 28：房屋施工和地产开发投资增速跌幅仍在扩大

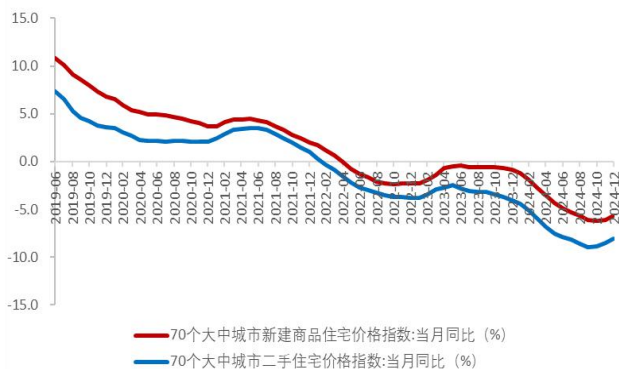


资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所



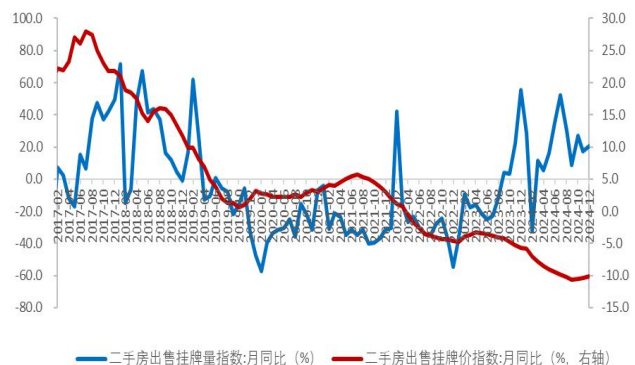
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 29：2024 年四季度房价跌幅趋缓



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

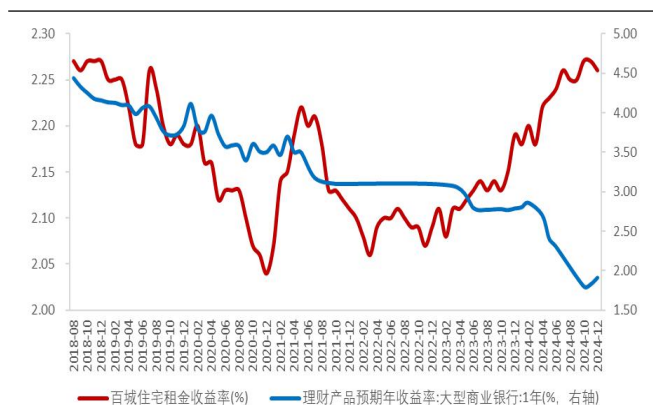
图 30：二手房价格及出售挂牌量同比



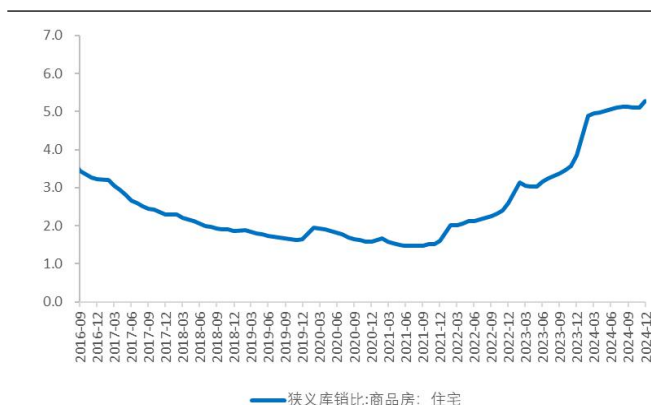
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 31：百城住宅租金收益率和大型商业银行理财收益率比较

图 32：商品房狭义库销比



资料来源: Wind, 山西证券研究所



资料来源: 国家统计局, Wind, 山西证券研究所

5.5 出口面临较大不确定性

2024 年,我国出口累计增速为 5.9%,高于 2023 年 10.6 个百分点。四个季度同比增速分别为 1.5%、5.7%、5.9%、9.9%,其中二、三季度出口同比增速回升主要原因是基数偏低。四季度出口同比增速回升尽管也有低基数原因,但环比 4.9%处于 2016 年来同期 63%分位水平。四季度出口节奏加快,有海外经济增长稳定、去年 9 月台风过后的船队排期顺延、今年春节假期比去年提前以及“抢出口”等因素的影响。

2025 年,我国出口下行幅度或好于预期。特朗普加征关税政策如落地,将通过两个路径影响我国出口,一是加征关税可能引发美国国内通胀升高,降息力度或方向改变,从而导致美国经济放缓;二是加征关税将使我国贸易条件变得不利。对第一条路径,我们认为美国经济有望保持韧性,美国制造业库存有望延续回补态势。对第二条路径,关税政策可能于下半年逐渐落地,或导致出口阶段性面临波动,不过近年来我国产品吸引力提升、出口占国际份额提升,同时,关税加征幅度、节奏可能不及预期,对我国出口影响程度低于预期。

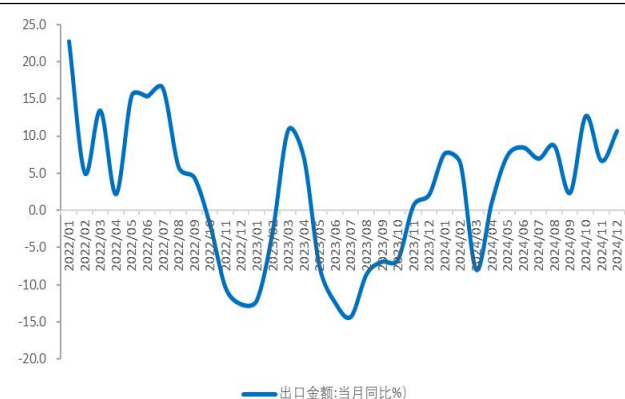
2025 年,美国经济有望保持韧性。多家主要机构预测美国 2025 年 GDP 增速高于 2%,如 IMF、世界银行、OECD 的预测值分别为 2.7%、2.3%、2.4%。尽管预测值较 2024 年有所下滑,但仍呈现温和增长态势。一是,美国就业市场及私营部门平均时薪有所弱化但仍维持韧性,因而个人消费支出增速也大概率是韧性状态;二是,美联储上半年预计继续降息,同时商业银行信贷标准转向宽松,工商业贷款增速有望持续回升。三是,加征关税对美国经济的有限。一方面特朗普对华关税加征的力度和节奏可能不及预期,同时特朗普拟通过企业减税政策提振国内制造业。另一方面,特朗普可能提高传统能源供给,通胀幅度可能较温和,对美国货币政

策影响可能是降低降息幅度而非加息。

2024 年 11 月及 12 月，美国制造业 PMI、非农就业、时薪水平等显示经济韧性较强。美国 OECD 综合指标自 2023 年二季度以来持续回升，从其领先性看，未来美国制造业 PMI、库存增速等仍有韧性。

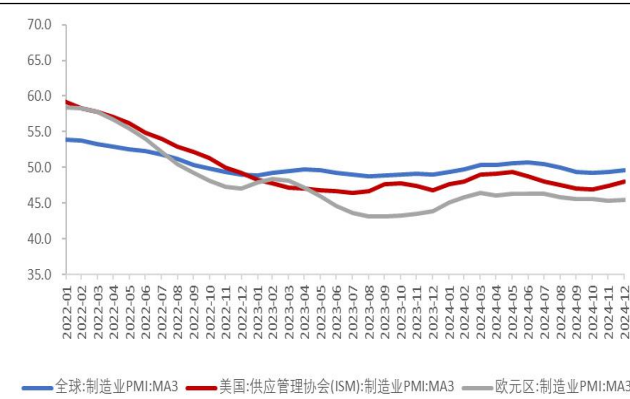
我国出口占国际市场份额提升。世界贸易组织最新数据显示，去年前三季度我国出口占国际市场份额为 14.5%，提升 0.3 个百分点。分国别看，2024 年，我国对东盟出口增长 12.0%；对拉美、非洲、中亚五国、中东欧等加强经贸合作，对其进出口分别增长 7.2%、6.1%、7.2%、7.5%；对欧盟、美国等传统市场也保持增势。

图 33：出口金额月度同比



资料来源：海关总署，Wind，山西证券研究所

图 34：欧美及全球制造业 PMI



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 35：美国就业市场及私营部门平均时薪有望维持个人消费支出增速的韧性

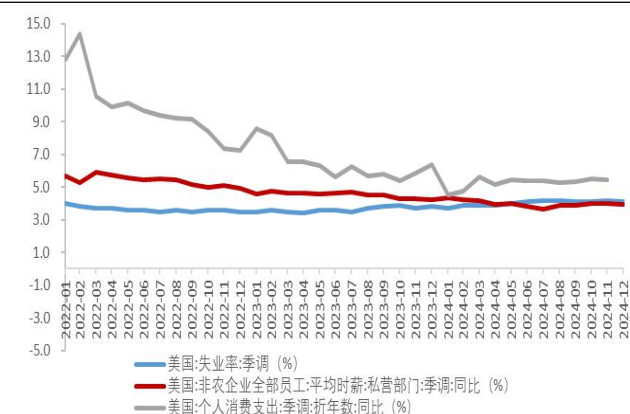


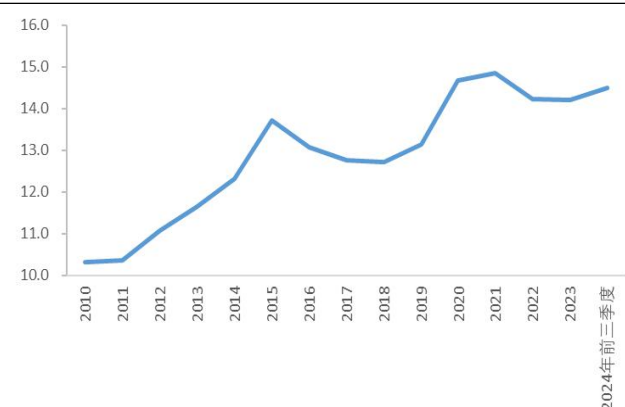
图 36：美国 OECD 综合指标领先库存增速



资料来源：美国经济分析局，美国劳工部，Wind，山西证券研究所

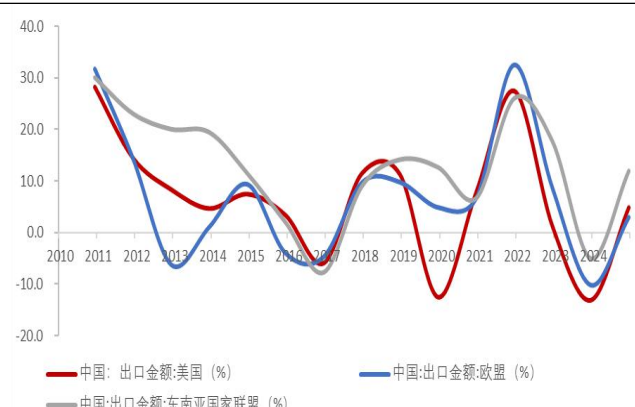
资料来源：OECD，美国人口普查局，Wind，山西证券研究所

图 37：我国出口占国际市场份额



资料来源：联合国贸易和发展会议，世界贸易组织，国新办，Wind，山西证券研究所

图 38：我国对欧盟、美国、东盟出口增速



资料来源：海关总署，Wind，山西证券研究所

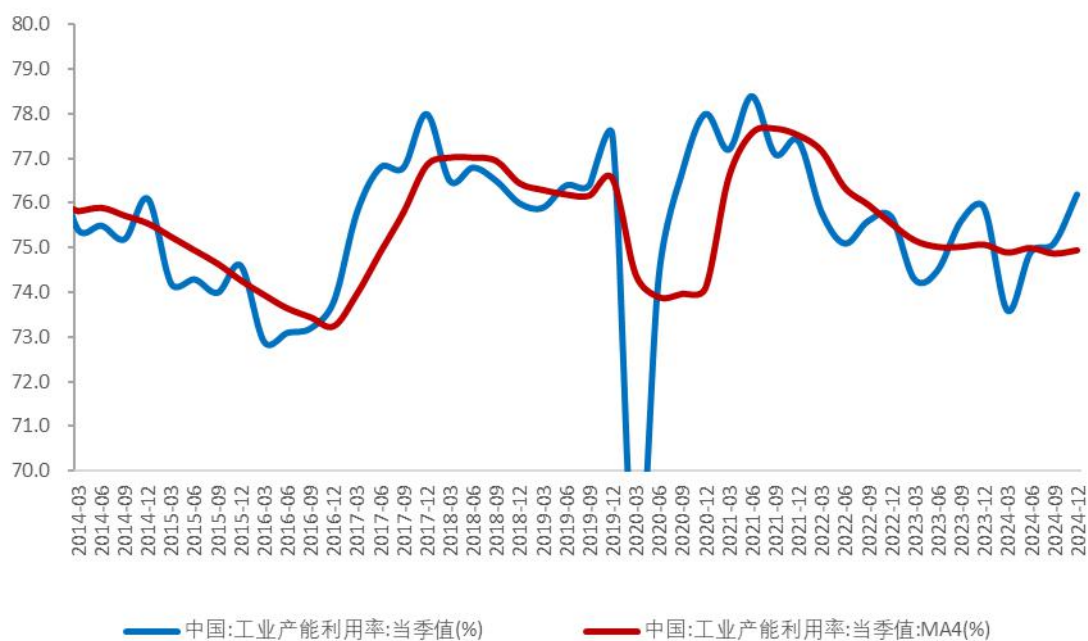
6. 供给：以市场化方式推动供需均衡

在经济结构调整和中美博弈大背景下，价格端仍面临较大不确定性，要实现“再通胀”，除需求端政策不断努力外，还需供给端的配合。中央经济工作会议也强调“必须统筹好总供给和总需求的关系，畅通国民经济循环”。2023年以来，我国工业产能利用率处于2014年来的偏低水平，2024年较2023年略有下滑，这是PPI压力较大的原因之一。

供给端减速带来两个方面影响，一方面有利于PPI的改善，另一方面也会带来就业压力，影响预期和需求。2022年来，中央层面对供给端形势的判断由“供给冲击”走向“部分行业产能过剩”。2025年，稳价格和稳就业均是经济发展的主要目标。因此这轮供给侧改革更可能倾向于通过市场化方式推动，而非大规模行政干预。一是在碳中和顶层设计下，在总量和行业层面对能耗、碳排放等细分指标进行量化约束，在产量调控、严格准入标准、加快节能降碳改造等举措实施过程中推动去产能。二是中央经济工作会议要求“综合整治‘内卷式’竞争”，关注能否出台约束供给端扩张的产业规范，从而缓解产能过剩和部分行业的低效经营问题。

2025 年 1 月 3 日发改委在新闻发布会上指出，将积极化解一些行业供大于求的阶段性矛盾。

图 39：当前我国工业产能利用率偏低



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

7. 价格：继续改善，幅度不宜高估

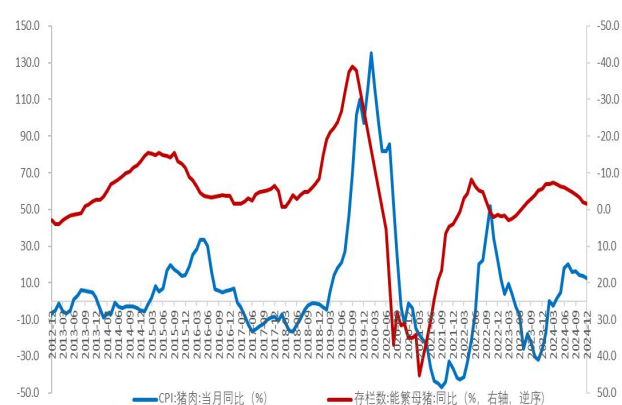
回顾 2024 年，12 月核心 CPI 同比是 8 月以来最高，但环比涨幅并未大幅强于季节性；内需敏感性工业品价格全年看也是台阶式回升，和政策驱动的节奏有关。2025 年，内需恢复趋势将带动通胀中枢进一步改善，不过弹性不宜高估。预计 CPI 有望回升到 1% 附近，PPI 有望四季度转为正增长。不确定性主要在于国内猪肉供给反复、消费品以旧换新政策可能导致降价促销等。

结构上，（1）今年 4 月以来我国能繁母猪存栏量同比增速跌幅趋缓，去产能节奏有所反复，猪肉价格持续回升的动力或不足。（2）黑色金属和非金属价格受国内稳增长政策推进力度影响较大。其中黑色金属产能利用率和库存均处于历史中位数水平，其价格表现主要受房地产、基建项目施工的影响，预计价格波动改善。非金属价格产能利用率处于低位，但水泥玻璃行业产能置换逐步推进对价格有支撑。（3）随着 2024 年四季度增量政策效果显现，物价改善已由政策驱动项向核心 CPI 扩散，尤其是服务项。（4）美国经济保持韧性，同时美联储仍处于降息周

期，特朗普拟通过企业减税政策提振国内制造业，全球定价的原油、有色价格存在反弹机会。

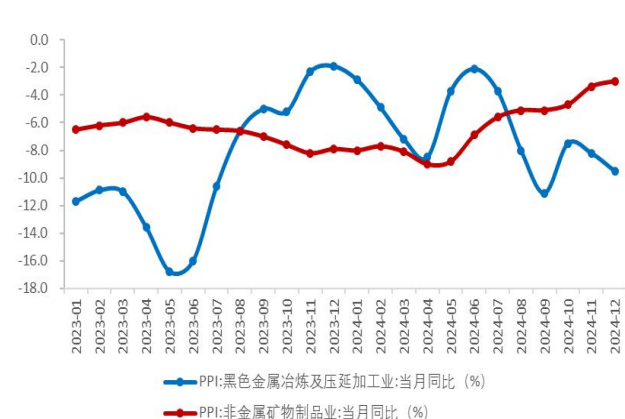
供给也是影响价格的重要变量。2024 年我国工业产能利用率逐季回升，尤其是四季度大幅回升，已高于 2022 年及 2023 年同期。另外，四季度产销率也明显提升。产能利用率和产销率提升主要是存量政策和一揽子增量政策协同发力驱动总需求。历史经验看，PMI：新订单-生产、新订单-产成品库存、PPI 同比的拐点较为接近，符合供需决定价格的常识。回顾 2024 年下半年，制造业生产增速、产成品库存增速相对于需求增速的调整加快，表现为 PMI：新订单-生产（MA12）的回升。

图 40：我国能繁母猪存栏量变化领先猪价



资料来源：国家统计局，农业农村部，Wind，山西证券研究所

图 41：黑色金属和非金属 PPI 同比增速



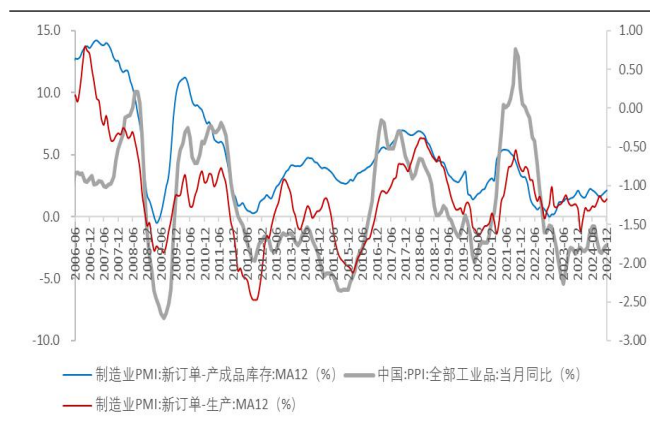
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 42：铜价和原油价格走势

图 43：PMI：新订单-生产、新订单-产成品库存、PPI 同比的拐点较为接近



资料来源：LME，Wind，山西证券研究所



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

8. 2024 年国内经济：量稳价跌，边际好转

2024 年，我国 GDP 增速 5.0%，较 2023 年降低 0.2 个百分点，四个季度呈现“U 型”走势。一季度主要依靠外需和国内政策对基建、制造业投资的支撑；二、三季度消费明显放缓，居民收入、价格预期等内生动能不足是主要原因；四季度一揽子稳增长政策效应显现，经济增速创全年最高。从价上看，前三季度 GDP 平减指数增速均下跌，四季度虽转正，但和 2016-2019 年同期均值（2.9%）相比差距仍较大，主要原因是需求偏弱，产能利用率较低，经济恢复的稳定性和持续性有待夯实。

一季度实际 GDP 同比增速为 5.3%，高于 2023 年四季度 0.1 个百分点。一季度总需求的回升主要依靠国内政策（大规模设备更新和消费品以旧换新、2023 年增发国债结转使用）、外需的驱动。

二季度实际 GDP 同比增速为 4.7%，低于一季度 0.6 个百分点，主要是消费大幅放缓。

三季度实际 GDP 同比增速为 4.6%，较二季度放缓 0.1 个百分点。三季度国内经济的主要拖累项依然是消费，其次是投资，外需表现好于上半年。9 月经济在政策转向稳增长背景下边际改善。

四季度实际 GDP 同比增速为 5.4%，好于预期值 5.1%，环比增速为 1.6%（2016-2024 年均值为 1.5%）。“三驾马车”表现均好于三季度。其中，货物和服务净出口对 GDP 当季同比的拉动为 2.5%，是全年最高；消费拉动 1.6%，比三季度提高 0.2 个百分点，但低于一、二季度；资本形成总额对 GDP 当季同比的拉动为 1.3%。

2024 年总体价格跌幅较 2023 年扩大，四季度 GDP 平减指数同比转正。2024 年 GDP 平减

指数同比-0.7%（2023 年为-0.5%）。价格跌幅扩大显示经济供需失衡，内生动能偏弱。四个季度名义 GDP 当季同比分别为 4.0%、4.1%、4.0%、7.4%，GDP 平减指数当季同比分别为-1.1%、-0.6%、-0.5%、1.9%。四季度 GDP 平减指数增速虽然转正，不过和 2016-2019 年同期均值（2.9%）相比差距仍较大，显示经济目前恢复的稳定性和持续性有待夯实。

图 44：实际 GDP 当季同比



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 45：名义 GDP 当季同比



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 46：GDP 平减指数同比



图 47：三大支出对 GDP 当季同比的拉动



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

9. 2025 年国内经济：夯实基础，延续改善

展望 2025 年，在“保持经济稳定增长”的目标下，全年实际 GDP 增速有望维持 5.0% 左右。政策方面，狭义赤字和广义赤字规模均有望提升，预期管理重要性提升，政策连贯性或强于以往，需根据经济动能恢复情况和特朗普关税政策进展对国内的扰动相机抉择。内生动能恢复或仍偏慢。节奏上，四个季度 GDP 增速预计呈现“U”型，化债、专项债和特别国债加快使用、“两新”“两重”等政策加码支持一季度经济乘势而上，下半年外需影响或逐渐体现，政策预计加强对冲。结构上，消费、基建首先受益于政策驱动，制造业投资有韧性，地产投资拖累减弱，出口不确定性较大。价格端，政策聚焦人口民生消费，有望助推核心 CPI 改善；基建施工跟进、地产跌幅收窄叠加工业供给端的结构优化，PPI 四季度有望结束跌势。

第一，2025 年我国“稳增长”政策将更加系统、积极、前瞻，并和改革协同发力，对冲制约发展的深层次障碍和外部挑战。但也要看到当前全球政治与经济秩序进入新的动荡变革期，我国长期性、结构性因素交织，债务压力加大，金融监管趋严、财政纪律强化。因此这轮稳增长，更需综合施策，狭义赤字和广义赤字规模均有望提升，方向上更聚焦提振预期、增强风险化解能力、支持民生消费以及科技创新等经济循环痛点。

第二，经济内生动能改善偏慢。逻辑上看，逆周期政策下，广义财政支出加快、货币宽松和促消费政策驱动需求扩大，在供给端相对稳定或收缩的情况下，价格信号改善，驱动企业利润和现金流改善，居民收入提升，就业情况改善，融资意愿和支出信心提升。价格、财富和预期将成为经济上行中后期的主要驱动力量。不过，当前我国房价增速低位、企业居民存款增速差偏低、收入改善偏慢等也反应了经济内生动能依然偏弱。价格改善偏慢是经济循环的主要痛点，物价关系到企业利润和居民的收入增长，房价则是居民资产的重要组成部分。

第三，2025 年，财政政策基调积极，我国有较大的举债空间和赤字提升空间。在经济新旧动能转换的背景之下，财政支持经济的方式不再是大规模基建，而更倾向于化债、稳定居民消费、支持收购存量商品房用作保障性住房、支持新质生产力等方面，这样的政策安排能够兼顾稳增长和调结构，助力中长期经济循环。

第四，2025 年，货币政策将适度宽松。一方面，外需面临较大不确定性，稳增长要求处于货币政策多个目标的首位，着力扩大内需、稳定预期、激发活力。但另一方面，货币政策依

然面临净息差、汇率、风险三重约束。总体看，适度宽松趋势不变，将适时降准降息，宽货币操作大概率会在人民币汇率相对稳定期实施。降准和央行购买国债等政策工具将提供充裕的货币流动性。

第五，针对需求不足的突出症结，“全方位扩大总需求”这一任务是 2025 年各项重点任务之首，提振居民消费是扩大内需的核心抓手。未来，消费将受益于政策的拉动、商品房销售改善带来的相关消费需求，不过当前资产价格、居民就业、收入等改善有限，消费倾向不足，消费的恢复过程或仍存波动。

第六，2025 年，我国出口增速或好于预期。特朗普加征关税政策将通过两个路径影响我国出口，一是，加征关税可能引发美国国内通胀升高，降息力度或方向改变，从而导致美国经济放缓；二是加征关税将使我国贸易条件变得不利。对第一条路径，我们认为美国经济有望保持韧性，美国制造业库存有望延续回补态势。对第二条路径，关税政策逐渐落地，或导致出口阶段性面临波动，不过近年来我国产品吸引力提升、出口占国际份额提升，同时，关税加征幅度、节奏可能不及预期，对我国出口影响程度或低于预期。

第七，2025 年，内需恢复趋势将带动通胀中枢进一步改善，不过弹性不宜高估。预计 CPI 有望回升到 1%附近，PPI 有望四季度转为正增长。不确定性主要在于国内猪肉供给反复、消费品以旧换新政策可能导致降价促销等。

10. 风险提示

政策风险：当前全球政治与经济秩序进入新的动荡变革期，我国长期性、结构性因素交织，债务压力加大，金融监管趋严、财政纪律强化，政策实施兼顾短期和中长期。我国经济内生动能目前仍偏弱，且未来经济运行中可能面临新的情况和问题，届时增量政策力度、方式和节奏将成为影响经济恢复持续性的重要因素。

居民预期不稳的风险：当前我国居民收入和企业盈利改善较为温和，房价企稳还需供需两端政策的传导，叠加地缘风险、外需扰动、国内新旧动能转换背景，居民预期改善过程或有反复。从消费者信心指数看，当前我国居民信心改善依然偏弱。

特朗普关税政策带来的外需回落风险：2025 年 2 月 1 日，美国政府宣布以芬太尼等问题为由对所有中国输美商品加征 10%关税。随着关税政策逐渐落地，或导致出口面临波动。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

