

宏观经济宏观季报

2024 年中国经济复盘与 2025 年展望

核心观点

2024 年中国经济复盘：2024 年中国实际 GDP 同比约为 5.0%，顺利实现年初既定的经济增长目标，并且在偏高基数背景下较上年经济增速仅小幅下行 0.2 个百分点，显示中国经济总量自 2023 年开启正常化之路以来，持续表现出稳中有进的运行特征。但在稳中有进的经济总量之外，2024 年中国的经济结构出现了失衡现象（工业表现强劲但服务业偏弱），这或不利于后续经济总量的健康增长：第三产业是居民获得新增就业的主要渠道，2024 年第三产业增长放缓，无疑对居民的就业和收入产生负面冲击，进而衍生出内需不足、价格低迷的经济格局。

内需不足——特别是消费需求不足的根本原因是分配问题。2024 年中国内需不足很可能表明国内对生产和投资的激励机制过于强大，因此 20% 的富裕人群获得了更多的总产出份额，但与此同时整个经济系统对于另外 80% 人群的负债能力却没有相应的扶持，由此产生了较大的供需失衡矛盾。

值得关注的是，由于国内对工业部门生产和投资的激励机制过于强大，因此在工业品价格下跌过程中，工业企业所有人基本不承担价格下跌带来的损失，反而服务业领域成为工业品价格下跌的受损方，这是 2024 年中国工业表现强劲但服务业偏弱的主要原因。

2025 年中国经济展望：2024 年 9 月以来，我们清晰地看到政策朝着出清工业领域落后低效产能、扩大需求刺激规模的方向转变，预计这将有力地推动 2025 年国内经济增长。实际上，2024 年中央已经开始约束地方政府的招商引资工作，此外，中央在出口退税方面也做出了结构性的调整，这些举措均能有效降低对工业部门生产和投资的过度激励，从而推动低效落后产能的出清，有利于 2025 年国内经济重回均衡。

此外，2024 年 12 月的政治局会议和中央经济工作会议均明确指出，2025 年国内将实施更加积极有为的宏观政策，全方位扩大国内需求，政府和普通居民负债能力或将得以改善。

在宏观政策发力以及落后低效产能出清的大背景下，预计 2025 年中国将逐渐走出通缩困境，不变价 GDP 同比增速将维持在 5.0% 附近。

风险提示：政策刺激力度减弱，海外经济政策的不确定性。

经济研究·宏观专题

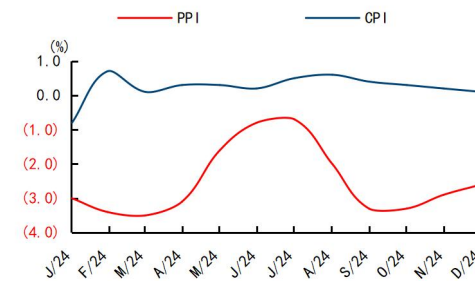
证券分析师：李智能
0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	3.20
社零总额当月同比	3.70
出口当月同比	10.70
M2	7.30

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《固定收益专题研究-初探天府——四川经济、财政现状分析》——2025-01-09
《宏观经济专题研究-投资总需求：民间需求与政府需求》——2025-01-02
《国信证券-债海观潮，大势研判（近期债市仍震荡偏强）》——2024-12-31
《两种情形下的降息路径推演》——2024-12-16
《2025 年宏观政策展望-拥抱非线性变化》——2024-11-22

内容目录

2024 年中国经济复盘与 2025 年展望	4
2024 年中国经济复盘	4
2025 年中国经济展望	11
风险提示	13

图表目录

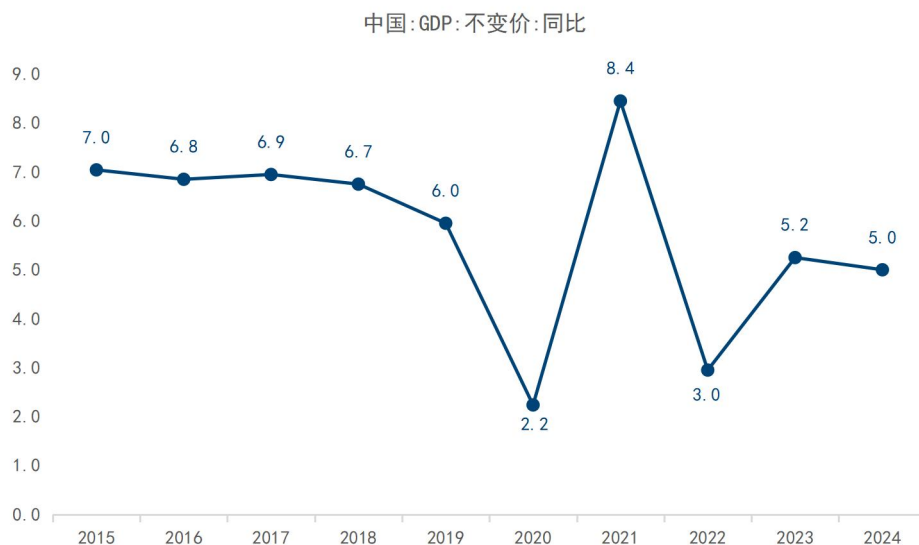
图1：中国不变价 GDP 年度同比走势一览	4
图2：中国第二产业与第三产业不变价 GDP 同比一览	5
图3：中国第二产业与第三产业从业人员数量变化一览	5
图4：中国内需和外需对 GDP 同比的拉动一览	5
图5：中国最终消费对 GDP 同比的拉动一览	6
图6：中国资本形成总额对 GDP 同比的拉动一览	6
图7：总产出的分配示意图	6
图8：工业产品的分配示意图	7
图9：中国整体 GDP 不变价同比一览	8
图10：中国三大产业实际 GDP 当季同比一览	8
图11：中国第二产业中不同分项实际 GDP 当季同比一览	8
图12：中国内需（消费+投资）对 GDP 当季同比的拉动一览	9
图13：中国最终消费对 GDP 当季同比的拉动一览	9
图14：中国资本形成总额对 GDP 当季同比的拉动一览	9
图15：中国货物和服务净出口对 GDP 当季同比的拉动一览	9
图16：中国实际 GDP 月度同比增速测算一览	10
图17：中国民间投资与政府投资同比走势一览	11
图18：中国民间投资与房地产开发投资同比走势一览	11
图19：中国生产法 GDP 同比一览	12
图20：中国 CPI 当月同比走势一览	12
图21：中国 PPI 当月同比走势一览	12

2024 年中国经济复盘与 2025 年展望

2024 年中国经济复盘

2024 年中国实际 GDP 同比约为 5.0%，顺利实现年初既定的经济增长目标，并且在偏高基数背景下较上年经济增速仅小幅下行 0.2 个百分点，显示中国经济总量自 2023 年开启正常化之路以来，持续表现出稳中有进的运行特征。

图1：中国不变价 GDP 年度同比走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

但在稳中有进的经济总量之外，2024 年中国的经济结构出现了失衡现象，这或不利于后续经济总量的健康增长：2024 年中国工业生产表现强劲，但服务业生产明显偏弱，工业与服务业的发展出现失衡。2024 年中国第三产业不变价 GDP 同比约为 5.0%，低于第二产业不变价 GDP 同比 5.3%，这是历史上除了疫情期间以外首次出现第三产业增速低于第二产业增速。

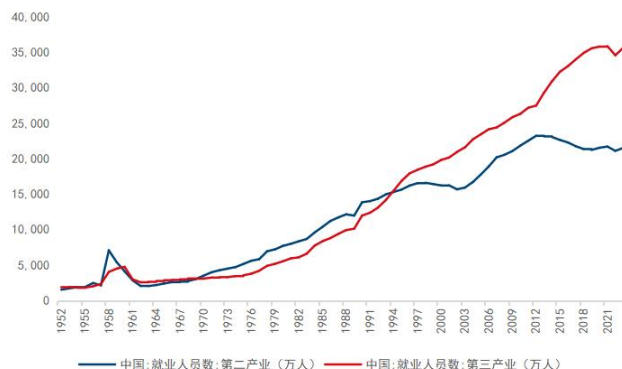
从国内就业人员数量分布情况来看，2013 年以来，受国内产业升级的影响，国内第二产业就业人员数量呈现逐步减少的趋势，第三产业成为居民获得新增就业的主要渠道。2024 年第三产业增长放缓，无疑对居民的就业和收入产生负面冲击，进而衍生出内需不足、价格低迷的经济格局。

图2: 中国第二产业与第三产业不变价 GDP 同比一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图3: 中国第二产业与第三产业从业人员数量变化一览

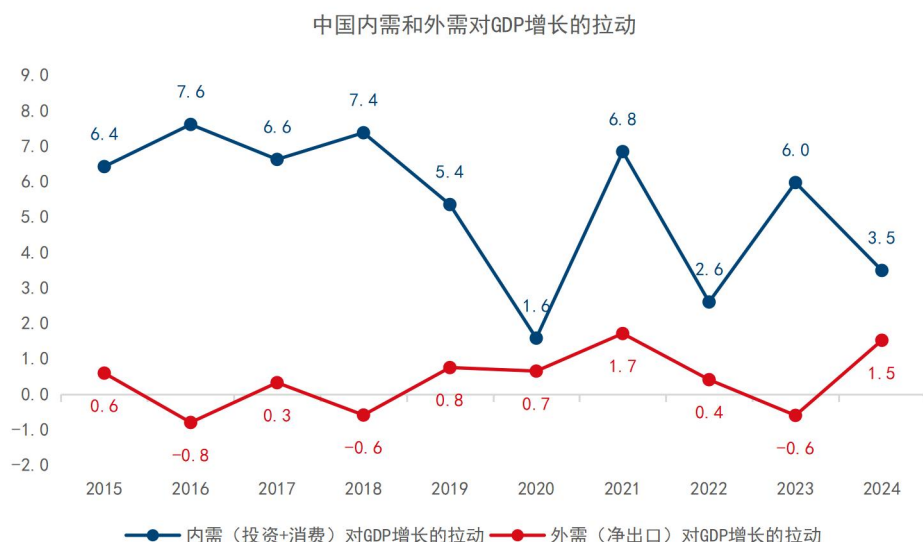


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

从需求角度来看, 2024 年最终消费是总需求最大的拖累分项, 净出口则是最大的拉动分项。2024 年最终消费对 GDP 同比的拉动约为 2.2%, 较 2023 年回落 2.4 个百分点; 资本形成总额对 GDP 同比的拉动约为 1.3%, 较 2023 年回落 0.1 个百分点; 货物和服务净出口对 GDP 同比的拉动约为 1.5%, 较 2023 年大幅抬升 2.1 个百分点。

整体来看, 2024 年中国内需(消费+投资)对 GDP 同比的拉动较 2023 年明显回落 2.5 个百分点至 3.5%, 处于历史较低水平, 显示 2024 年内需不足是中国经济循环不畅的主要堵点, 其中消费需求不足是最为突出的矛盾。2025 年内需有待更加积极的宏观政策来进一步提振。

图4: 中国内需和外需对 GDP 同比的拉动一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图5: 中国最终消费对 GDP 同比的拉动一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图6: 中国资本形成总额对 GDP 同比的拉动一览



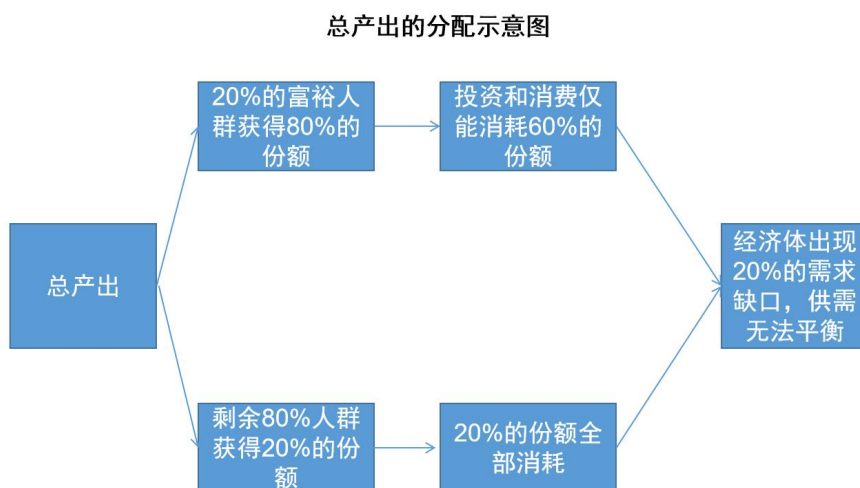
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

内需不足——特别是消费需求不足的根本原因是分配问题。任何一个以效率为优先的市场经济体，其分配大体都符合二八原则，即一年的总产出，大多数（例如 80%）份额会分配给少部分人（例如 20%，属于富裕人群），剩下大部分人（例如 80%，主要是政府和普通居民）仅获得少数（例如 20%）份额，由此可以提供非常强的激励，鼓励人们多生产和投资。

这种分配格局会逐渐产生需求不足的问题：由于 20% 的富裕人群没有办法通过投资和消费消耗掉 80% 的产出份额，因此整个经济体出现巨大的需求缺口。这个需求缺口只能通过让剩下 80% 的人通过负债消耗掉，或者借给国外居民消耗掉，由此整个经济才能达到供需均衡。

2024 年中国内需不足很可能表明国内对生产和投资的激励机制过于强大，因此 20% 的富裕人群获得了更多的总产出份额，但与此同时整个经济系统对于另外 80% 人群的负债能力却没有相应的扶持，由此产生了较大的供需失衡矛盾。

图7: 总产出的分配示意图



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

值得关注的是，由于国内对工业部门生产和投资的激励机制过于强大，因此在工业品价格下跌过程中，工业企业所有人基本不承担价格下跌带来的损失，反而服务业领域成为主要的工业品价格下跌的受损方，这是 2024 年中国工业表现强劲但

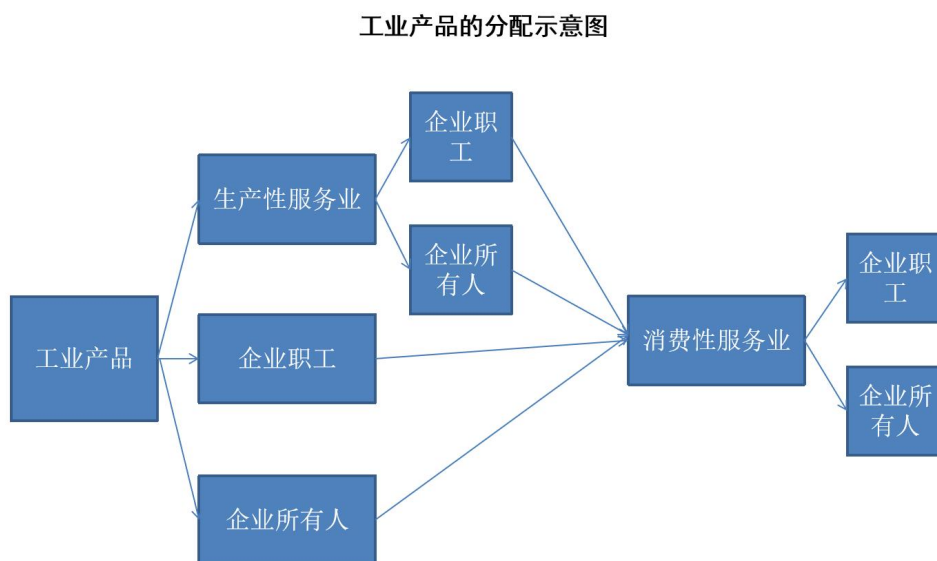
服务业偏弱的主要原因。工业品价格下跌与服务业偏弱的传导逻辑如下：

（1）工业品价格下跌导致工业企业营业收入受损，这个损失工业企业所有人基本不承担（因为在较充分竞争的市场中，企业所有人的收益与其承担的成本和风险相匹配，这时若进一步削减企业所有人的收益，则企业所有人的收益将小于其承担的成本和风险，此时企业所有人会选择关闭企业），因此收入损失集中地被工业企业职工以及生产性服务业所承担，这是工业品价格低迷背景下服务业受损的传导链条之一。

（2）其次，生产性服务业收入受损也更多地被生产性服务业企业职工所承担（原因与工业企业收入受损情形一致）。考虑到消费性服务业主要的服务对象是工业企业职工和生产性服务业企业职工，因此工业企业职工和生产性服务业企业职工的收入受损进一步传导至消费性服务业，导致消费性服务业受损，这是工业品价格低迷背景下服务业受损的传导链条之二。

值得一提的是，消费性服务业收入受损也更多地被消费性服务业企业职工所承担（原因与工业和生产性服务业企业收入受损情形一致），因此工业品价格低迷导致的最终结果是全体企业职工的收入均受损。企业职工的收入受损势必造成居民收入预期偏弱，消费低迷。

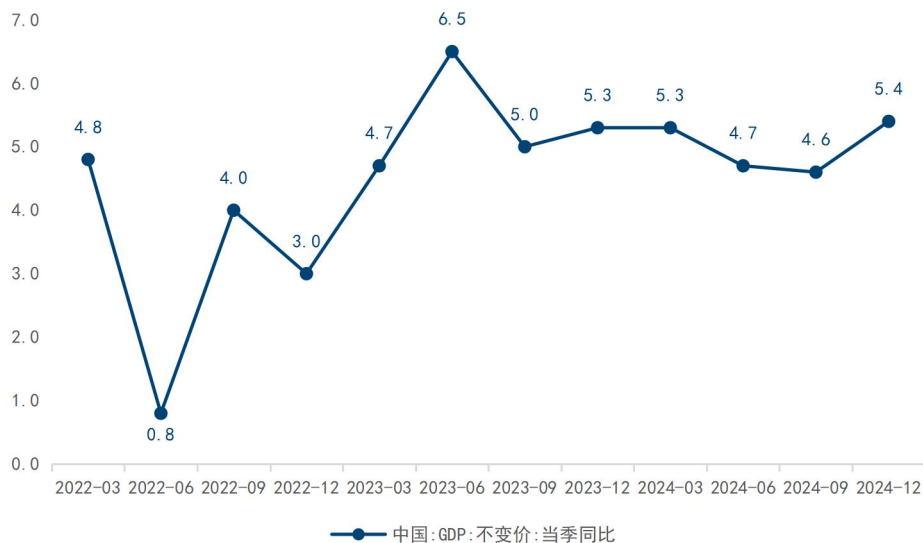
图8：工业产品的分配示意图



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

从季度间经济增速走势来看，2024 年中国呈现“两头高中间低”的格局。2024 年四个季度中国实际 GDP 同比分别为 5.3%、4.7%、4.6%、5.4%，四季度中国经济增速明显反弹并创年内最高水平。

图9：中国整体 GDP 不变价同比一览

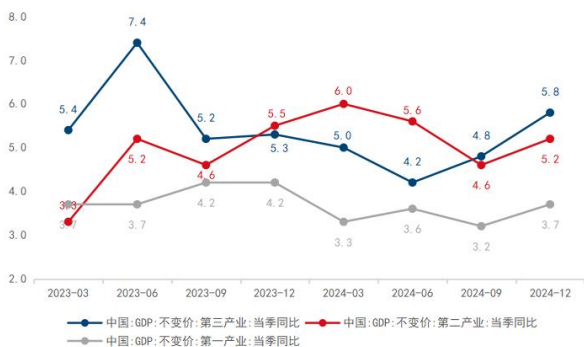


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

从三大产业的 GDP 增速来看，2024 年四季度中国三大产业 GDP 增速均有所上行，其中第三产业 GDP 增速回升幅度最大。

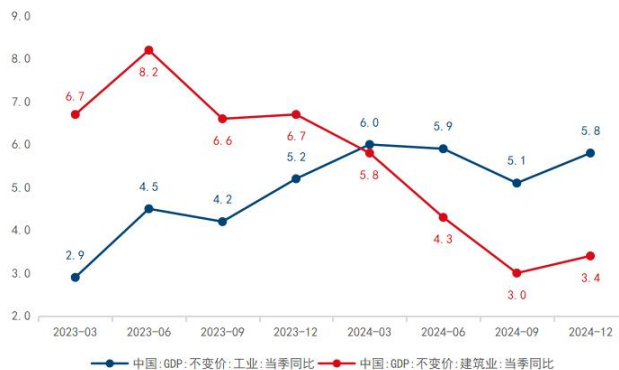
第二产业中，三季度中国工业 GDP 和建筑业 GDP 增速均有所回升，但工业 GDP 增速回升幅度大于建筑业，显示四季度除了与建筑相关的传统产业以外，新经济也构成经济回暖的重要驱动力。

图10：中国三大产业实际 GDP 当季同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

图11：中国第二产业中不同分项实际 GDP 当季同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

从需求角度来看，2024 年四季度最终消费、资本形成总额、货物和服务净出口均向上拉动经济增速，其中货物和服务净出口向上拉动幅度仍然最大。四季度最终消费对 GDP 当季同比的拉动约为 1.6%，较三季度回升 0.2 个百分点；四季度资本形成总额对 GDP 当季同比的拉动约为 1.3%，较三季度回升 0.1 个百分点；四季度货物和服务净出口对 GDP 当季同比的拉动约为 2.5%，较三季度继续抬升 0.4 个百分点。

整体来看，2024 年四季度中国内需（消费+投资）对 GDP 当季同比的拉动较三季度回升 0.3 个百分点至 2.9%，但 2.9%仍是 2021 年以来的较低水平，显示 2024

年四季度中国内需虽然有所回暖但仍处于偏低水平，未来内需有待更加积极有为的宏观政策进一步提振。

图12: 中国内需（消费+投资）对 GDP 当季同比的拉动一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图13: 中国最终消费对 GDP 当季同比的拉动一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图14: 中国资本形成总额对 GDP 当季同比的拉动一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图15: 中国货物和服务净出口对 GDP 当季同比的拉动一览

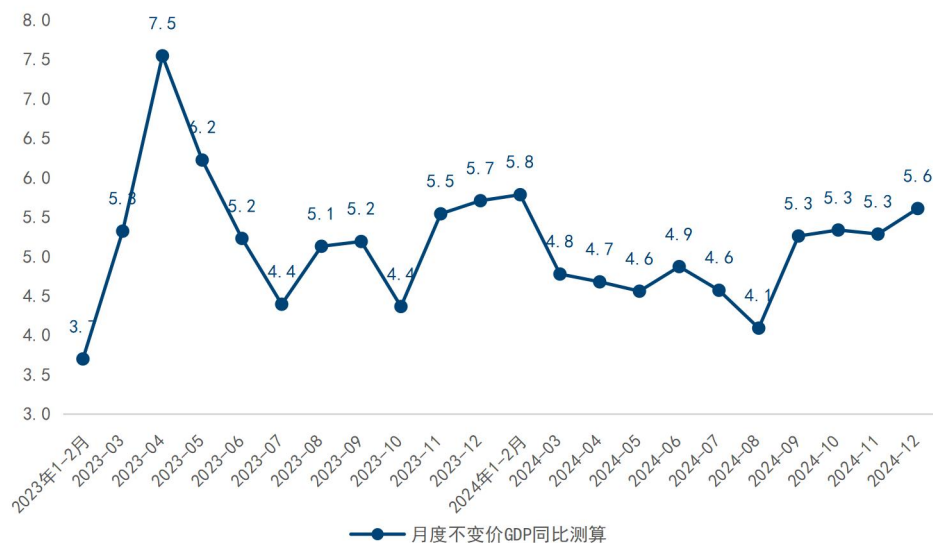


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

从月份角度来看，2024 年 12 月中国民间投资明显回暖，或表明总需求改善具备较好的持续性。

基于生产法测算的月度 GDP 同比增速在 2024 年 12 月份约为 5.6%，较 11 月上升 0.3 个百分点，表明 12 月国内供给仍偏强，其中工业、服务业均构成向上拉动，建筑业小幅拖累。需求方面，12 月国内消费、出口当月同比明显上升且环比偏高，12 月投资当月同比小幅回落主要受高基数影响，实际上投资 12 月环比表现较强劲。整体来看，12 月中国内需和外需均出现较明显的回暖现象。

图16: 中国实际 GDP 月度同比增速测算一览



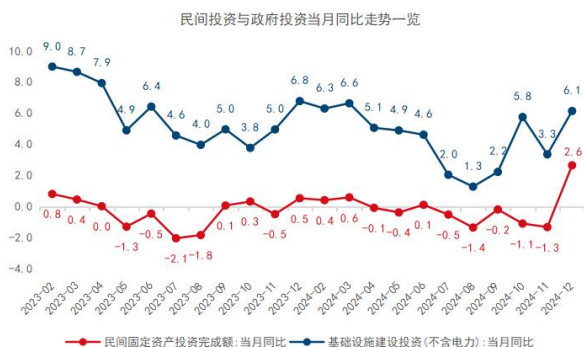
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和测算

2024 年 9 月底以来, 国内政府需求走强是较确定的事实, 但政府需求的走强能否撬动民间需求改善, 这是总需求回升是否具备持续性的根本。不含电力的基础设施建设投资增速是政府需求代表性的跟踪指标, 而民间固定资产投资增速是民间需求代表性的跟踪指标。

2024 年前三季度, 不含电力的基础设施建设投资增速持续回落, 但 2024 年 9 月以来, 不含电力的基础设施建设投资增速持续上升, 2024 年 12 月回升至 6.1%, 创 2024 年 4 月以来新高水平。2024 年 1-11 月, 民间固定资产投资大部分时间均处于同比负增长状态中, 其中 10、11 月持续回落; 但随着 2024 年 9 月以来政府需求持续回暖, 2024 年 12 月民间固定资产投资当月同比明显反弹至 2.6%, 创下 2023 年以来的最高水平, 表明政府需求的走强在 2024 年 12 月开始撬动民间需求改善, 这也意味着这一轮总需求回升很可能具备较强的持续性。

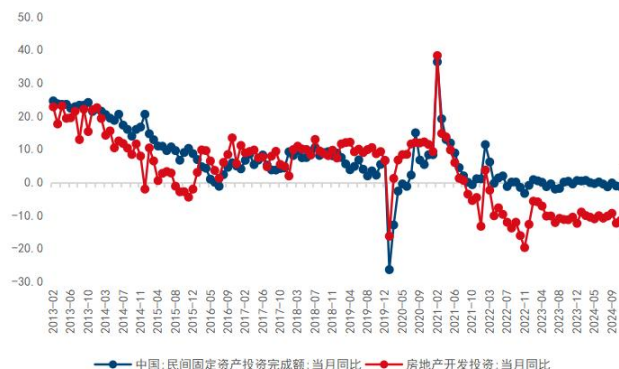
此外值得关注的是, 历史上民间固定资产投资增速与房地产开发投资增速大体同向运行, 但 2024 年 12 月民间固定资产投资增速明显反弹而房地产开发投资增速却继续回落打破了这一趋势, 这很可能与当前房地产“严控增量”政策对房地产开发投资的抑制作用有关。随着房地产去库存进程的推进, 预计“严控增量”政策将逐渐消退, 届时房地产开发投资增速或也将出现较明显的回升改善。

图17: 中国民间投资与政府投资同比走势一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

图18: 中国民间投资与房地产开发投资同比走势一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

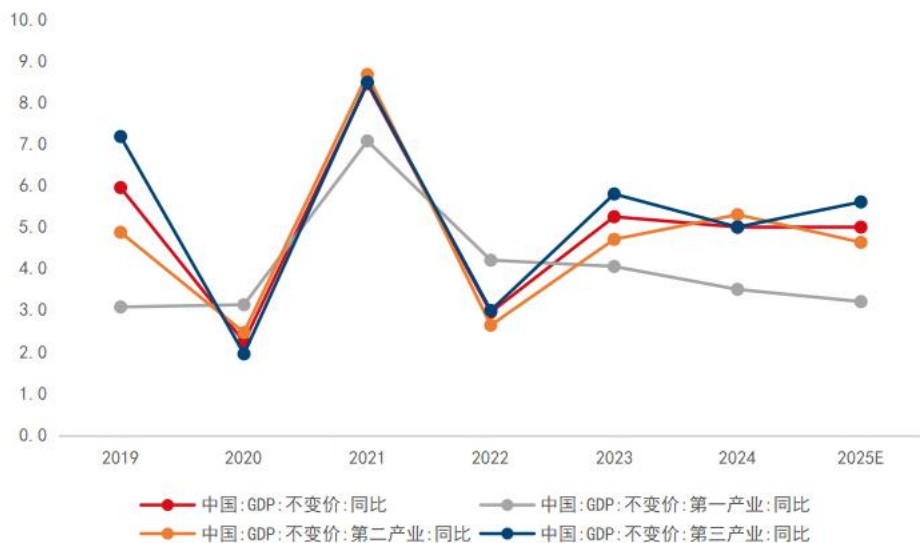
2025 年中国经济展望

2024 年 9 月以来, 我们清晰地看到政策朝着出清工业领域落后低效产能、扩大需求刺激规模的方向转变, 预计这将有力地推动 2025 年国内经济增长。实际上, 2024 年中央已经开始约束地方政府的招商引资工作, 此外, 中央在出口退税方面也做出了结构性的调整, 这些举措均能有效降低对工业部门生产和投资的过度激励, 从而推动低效落后产能的出清, 有利于 2025 年国内经济重回均衡。

此外, 2024 年 12 月的政治局会议和中央经济工作会议均明确指出, 2025 年国内将实施更加积极有为的宏观政策, 全方位扩大国内需求, 政府和普通居民负债能力或将得以改善。

在宏观政策发力以及落后低效产能出清的大背景下, 预计 2025 年中国将逐渐走出通缩困境, 不变价 GDP 同比增速将维持在 5.0% 附近, 其中第一产业、第二产业、第三产业不变价 GDP 同比或分别为 3.2%、4.6%、5.6%; 2025 年中国出口、固定资产投资完成额、社会消费品零售总额同比或分别约为 1.0%、4.5%、4.5%; 预计 2025 年中国 CPI 当月同比均值约为 0.5%, PPI 当月同比均值约为 -0.8%, 综合通胀同比继续温和上升。

图19: 中国生产法 GDP 同比一览



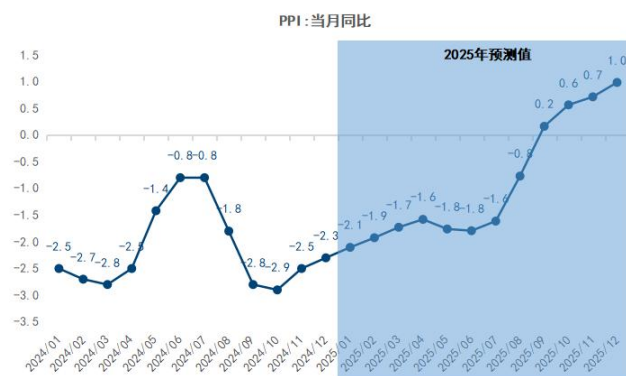
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图20: 中国 CPI 当月同比走势一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图21: 中国 PPI 当月同比走势一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

风险提示

政策刺激力度减弱，海外经济政策的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032