

信义山证汇通天下

证券研究报告

宏观

经济持续恢复，动能仍待夯实

——2024 年 12 月经济数据点评

2025 年 1 月 20 日

策略研究/事件点评

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：

- 2024 年 GDP 增长 5.0%，符合预期。节奏上看，经济呈“U”型，四个季度 GDP 增速分别为 5.3%、4.7%、4.6%、5.4%。消费依然是四季度经济的主要拉动项。但全年价格跌幅较 2023 年扩大，显示供需失衡，内生动能偏弱。四季度 GDP 平减指数同比转正，但和 2016-2019 年同期均值（2.9%）相比差距仍较大。同时四季度各月消费、投资等数据呈波动态，表明政策驱动下经济恢复的稳定性和持续性有待夯实。
- 边际看，随着稳增长一揽子政策效果不断显现，12 月主要经济数据呈恢复态势，价格略有改善。不过经济内生动能依然偏弱，如部分日常类消费增速有所放缓、实际利率仍高。具体看：
 - 第一，“实施提振消费专项行动”“加力扩围实施‘两新’政策”“更大力度支持‘两重’项目”等政策，在释放消费潜力、拉动投资增长方面继续发挥了积极作用。但也要看到 11 月及 12 月社零同比、制造业投资同比较 10 月有所下滑，显示政策驱动下，经济恢复态势依然不稳定。
 - 第二，工业增加值增速加快，部分受益于低基数，不过产销率和产能利用率均回升。
 - 第三，供需情况改善，价格略恢复。PPI 改善力度不足，生产淡季对价格有支撑，内需敏感性工业品价格改善的持续性有待观察。
 - 第四，房地产销售回暖、价格趋稳，带来房企资金来源改善，但房地产投资增速跌幅仍扩大。
- **风险提示：**稳增长政策力度不及预期、特朗普政策对我国外需及货币政策影响超预期。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

2024 年 GDP 增长 5.0%，符合预期。节奏上看，经济呈“U”型，四个季度 GDP 增速分别为 5.3%、4.7%、4.6%、5.4%。

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%，表现不及预期和一季度。需求结构上看，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是消费，主要原因是政策推进偏慢、居民信心和收入改善不足。

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%）。消费依然是主要拉动项，四季度拉动 1.6 个百分点，比三季度提高 0.2 个百分点。

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%。四季度制造业 PMI 生产和新订单分项显示，需求扩大，同时供给扩张减速，利于价格修复。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，经济目前恢复的稳定性和持续性有待夯实。

12 月经济数据主要呈现以下特征：

第一，“实施提振消费专项行动”“加力扩围实施‘两新’政策”“更大力度支持‘两重’项目”等政策，在释放消费潜力、拉动投资增长方面继续发挥了积极作用。不过也要看到 11 月及 12 月社零同比、制造业投资同比较 10 月有所下滑，显示政策驱动下，经济恢复态势依然不稳定。

社零方面，12 月社会消费品零售总额同比增长 3.7%，增速比上月加快 0.7 个百分点。受消费品以旧换新政策带动，商品零售额同比增长 3.9%，增速比上月加快 1.1 个百分点。12 月限额以上单位家用电器和音像器材类零售额增长 39.3%，较上月加快 17.1 个百分点；家具类零售额增长 8.8%，今年以来仅次于 11 月；通讯器材类零售额增长 14.0%，保持了较高增速。2024 年服务零售额同比增长 6.2%，增势依然较好，12 月服务业生产指数同比增长 6.5%，增速比上月加快 0.4 个百分点。

基建投资方面，“两重”建设带动下，2024 年基础设施投资增长 4.4%，比前三季度加快

0.3 个百分点，测算 12 月当月基建（不含电力）增速为 6.3%，高于 10 月及 11 月。

制造业投资方面，2024 年制造业投资增长 9.2%，比 1-11 月放缓 0.1 个百分点。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投资增速均较 1-11 月加快。二是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%。

第二，工业增加值增速加快，部分受益于低基数，不过产销率和产能利用率均回升。

12 月规模以上工业增加值同比增长 6.2%，比上月加快 0.8 个百分点，其改善部分受益于低基数。结构上看，一是装备制造业增势较好。12 月通用设备制造业、专用设备制造业、汽车制造业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、电气机械及器材制造业工业增加值均较上月加快。二是工业新动能加快成长。12 月高技术产业工业增加值增长 7.9%。

12 月规模以上工业产品产销率 98.7%，比上月回升 1.6 个百分点，工业产能利用率 76.2%，比上月回升 1.1 个百分点。

第三，供需情况改善，价格略恢复。

12 月核心 CPI 有所改善，一方面是 9 月末以来的稳增长政策效应向后端传导，另一方面是消费品促销政策的持续带动。但核心 CPI 环比涨幅并未大幅强于季节性。同时，食品项继续扰动整体 CPI。PPI 改善力度不足，生产淡季对价格有支撑，内需敏感性工业品价格改善的持续性有待观察。

第四，房地产销售回暖、价格趋稳，带来房企资金来源改善，不过房地产投资增速跌幅仍扩大。

一是，一揽子政策连续落地，有效的降低了居民购房门槛，减轻了还贷压力，居民购房意愿提升，房地产销售好转。2024 年下半年以来全国新建商品房销售面积降幅持续收窄，12 月商品房销售面积累计同比-12.9%，较 9 月收窄 4.2 个百分点。二是，房价回稳迹象初步显现。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%，跌幅均较 11 月收窄 0.4 个百分点。三是，销售回暖、价格趋稳，带来房企资金来源改善。12 月房地产开发资金来源累计同比-17.0%，降幅较上月收窄 1.0 个百分点，其中个人按揭贷款收窄 2.5 个百分点。四是，房地产投资增速跌幅仍扩大。12 月我国房地产开发投资完成额累计同比-10.6%，跌幅较上月扩大 0.2 个百分点。

风险提示：稳增长政策力度不及预期、特朗普政策对我国外需及货币政策影响超预期。

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