

乘胜追击“5%”，增量政策效应显著

——2024年12月经济数据点评

摘要

- **四季度经济超预期回升，2025年5%或仍是目标。**初步核算，2024年国内生产总值约为134.9万亿元，按不变价格计算，同比增长5.0%，高于前三季度累计增速4.8%，单四季度超预期实现5.4%的同比增长，为年内单季度最高增速，较三季度回升0.8个百分点。分产业看，全年第一、二、三产业分别同比增长3.5%、5.3%和5%，三大产业四季度增速均较三季度有所升高，第三产业GDP增速较三季度升高1个百分点至5.8%，二季度增速升高0.6个百分点至5.2%，一季度增速升高0.5个百分点至3.7%。今年前三季度经济增速边际走低，然而9月份一揽子增量政策陆续出台，逆周期政策逐步起效，带动消费和生产改善，四季度经济明显回升。2024年12月，中央经济工作会议指出2025年要保持经济稳定增长，实施更加积极的财政政策以及适度宽松的货币政策，打好政策“组合拳”，大力提振消费并提高投资效益。财政政策方面，我们预计2025年财政预算赤字率有望提升至3.6%-4%，超长期特别国债发行增加至1.5-2万亿元，地方政府专项债券发行增加至4.3万亿元左右；货币政策方面，预计降准降息仍有可能，但同时也将综合考虑汇率波动的影响；产业政策方面，鼓励地方加快地产收储，“两新”政策加力扩围；外需方面，特朗普上台后或增大中美贸易不确定性，但短期内“抢出口”或对经济有所支撑。预计2025年逆周期调节政策持续发力，2024年三季度推出的一系列增量政策效果也将继续显现，2025年经济增长目标或继续定在5%左右。
- **居民收入增速回升，但向消费传导有一定时滞。**从收入来看，2024年，全国居民人均可支配收入41314元，同比名义增长5.3%，较前三季度增速回升0.1个百分点，扣除价格因素实际增长5.1%，较前三季度回升0.2个百分点。居民收入增速回升或主要因四季度经济增长加快，以及股市上涨、楼市企稳带动居民财产净收入增加。分城乡看，城镇居民人均可支配收入同比名义增长4.6%，实际增长4.4%；农村居民人均可支配收入同比名义增长6.58%，实际增长6.3%，与前三季度相比，城镇居民收入增速回升，农村居民收入增速保持平稳。从收入来源看，全国居民人均工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入分别名义增长5.8%、5.6%、2.2%、5.3%，其中财产净收入增速回升幅度较大，为1个百分点，工资性收入和转移净收入增速也分别回升0.1和0.4个百分点，而经营净收入增速下滑0.8个百分点。从消费支出看，2024年，全国居民人均消费支出28227元，比上年名义增长5.3%，增速较前三季度下滑0.3个百分点，实际增长5.1%，增速下滑0.2个百分点，其中衣着、食品烟酒和交通通信同比增速下滑较多，分别走低2.28、1.75和1.11个百分点至2.84%、5.36%和8.87%，居住、生活用品和服务同比增速则分别回升1.74、1.64个百分点至2.76%、1.38%。就业方面，2024年，全国城镇调查失业率平均值为5.1%，比2023年下降0.1个百分点，12月份，全国城镇调查失业率为5.1%，较11月小幅回升0.1个百分点，与去年同期持平。目前国内就业形势总体稳定，并且居民收入也有所改善，但向消费传导有一定时滞，后续随着政策逐步落地见效，居民收入持续改善，有望助力居民消费增长。
- **“两新”叠加“抢出口”，工业生产增速边际上行。**2024年1-12月，全国规

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-57631106
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

1. 稳汇率信号持续释放，美国核心通胀回落（2025-01-17）
2. 社融稳中有升，结构中有喜有忧——12月社融数据点评（2025-01-15）
3. 贸易顺差继续扩大，“抢出口”效应正显现——12月贸易数据点评（2025-01-14）
4. 通胀低位波动，但回升或可期——12月通胀数据点评（2025-01-10）
5. 降息后美国地产该如何展望？——需求、供给以及房价的三维解析（2025-01-06）
6. 央行持续释放流动性，俄罗斯又断供天然气（2025-01-03）
7. 制造业平稳收官，非制造业超预期改善——12月PMI数据点评（2025-01-02）
8. 地方专项债管理优化，美国政府再次避免停摆（2024-12-27）
9. 加强央企市值管理，美联储降息但放鹰（2024-12-21）
10. 地产销售同比转涨，消费增速边际回落——11月经济数据点评（2024-12-17）



规模以上工业增加值同比增长 5.8%，较 1-11 月增速持平，但较 2023 年上升 1.2 个百分点。其中采矿业、制造业和电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增速较 2023 年分别回升 0.8、1.1 和 1 个百分点至 3.1%、6.1% 和 5.3%。12 月，全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%，增速较 11 月上升 0.8 个百分点，连续 2 个月增速上行。其中，制造业增加值同比升高 1.4 个百分点至 7.4%，采矿业、电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比分别下降 1.8 和 0.5 个百分点至 2.4% 和 1.1%。制造业生产表现较好，或主要受国内“两新”政策以及“抢出口”效应的带动。12 月规模以上工业企业实现出口交货值同比名义增长 8.8%，较 11 月继续升高 1.4 个百分点，为 2022 年 7 月份以来的最高增速。分行业看，2024 年，计算机、通信和其他电子设备制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、有色金属冶炼和压延加工业、汽车制造业同比增长较快，增速均在 9% 以上，而非金属矿物制品业下降 1.4%。12 月单月，41 个大类行业中有 34 个行业增加值保持同比增长，较上月一致，增速升高较多的有汽车制造业、电气机械和器材制造业、通用设备制造业等。制造业中，规模以上装备制造业增加值增长 7.7%，高技术制造业增加值增长 8.9%，增速分别快于全部规模以上工业 1.9 和 3.1 个百分点。“抢出口”短期内可能延续，但中期来看，特朗普上台后征收关税对我国出口影响的不确定性较大，然而国内“两新”政策在 2025 年有望加量扩围，继续支撑制造业生产，后续国内生产有望维持平稳增长态势。

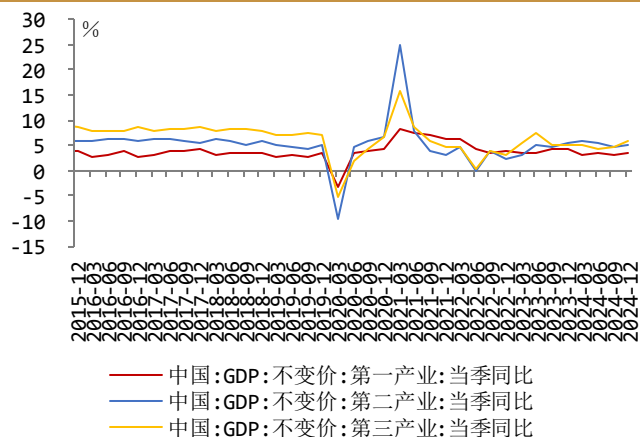
- **“暖冬”叠加项目清单提前下达，狭义基建增速回升而广义走低。**2024 年 1-12 月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 3.2%，小幅低于市场预期，增速较 1-11 月下降 0.1%，但较 2023 年回升 0.2 个百分点。分区域来看，东中西部和东北地区全年固定资产投资分别增长 1.3%、5%、2.4%、4.2%，中部和东北地区增长最快，东北、中部和西部地区增速较 2023 年回升，而东部地区增速下降。基建投资方面，狭义基建投资同比增长 4.4%，增速上升 0.2 个百分点，广义基建投资同比增长 9.19%，较 1-11 月减慢约 0.2 个百分点。其中，公共设施管理业投资同比下降 3.1%，降幅较 1-11 月扩大 0.2 个百分点，道路运输业投资同比降幅收敛 0.8 个百分点至 -1.1%，铁路运输业、水利管理业投资继续高增长，分别增长 13.5%、41.7%，涨幅分别回落 1.5 和扩大 0.8 个百分点。12 月单月，狭义、广义基建投资同比分别增长 6.26%、7.42%，较 11 月上升约 2.9 和回落 2.3 个百分点。狭义基建投资增速升高或主要因为 1000 亿元中央预算内投资计划和 1000 亿元“两重”建设项目清单提前下达，支持地方开展前期投资工作，加之今年冬天气候相对温暖，地方基建项目加快开工。而广义基建投资增速回落，或因天气温暖、供暖需求相对偏弱。从高频数据来看，截至 2025 年 1 月 15 日，当周石油沥青装置开工率为 29.3%，较年初以来持续回升，但总体仍在低位运行，2025 年 1 月平均值（26.8%）低于 2024 年 1 月平均水平（28.9%）。开年以来，全国多地掀起重大项目“开工潮”，据不完全统计，目前已有至少 14 个地区公布一季度开工项目超 8000 个，总投资额据估算不低于 4 万亿元。2024 年 12 月中央经济工作会议定调财政“更加积极”，尤其在赤字率、超长期特别国债和地方专项债方面，2025 年基建投资预计将保持较快增长态势，广义基建投资增速或达到 9%，继续起到对经济的托底作用。
- **地产投资仍保持在低位，但销售降幅持续收敛。**2024 年 1-12 月，全国房地产开发投资同比下降 10.6%，降幅较 1-11 月扩大 0.2 个百分点。其中，供给端，房屋施工面积、新开工面积和竣工面积分别同比下降 12.7%、23% 和 27.7%，销售端，商品房销售面积和销售额分别同比下降 12.9% 和 17.1%，但降幅已经分别连续 7 个月和 8 个月收敛。12 月单月，房地产开发投资同比下降 13.33%，较 11 月同比降幅扩大 1.76 个百分点。其中，房屋施工面积、新开工面积和竣工面积分别同比下降 12.7%、23% 和 30.4%，降幅均较 11 月有所收窄。在房地产政策刺激下，商品房销售延续回暖态势，商品房销售额同比增长 2.4%，涨幅扩大 1.4 个百分点，而商品房销售面积同比由上涨 3.2% 转为下降 0.5%。



12 月份，国房景气指数为 92.78，较 11 月继续回升 0.16 个点，连续 8 个月回升。此外，价格端也有所改善，12 月 70 个大中城市中，一线城市商品住宅销售价格环比上涨，二三线城市环比总体降幅收窄；一二三线城市同比降幅均继续收窄。从高频数据来看，截至 2025 年 1 月 15 日，1 月份 30 大中城市商品房成交面积累计约为 426.29 万平方米，高于 2024 年同期的 398.48 万平方米，2025 年 1 月商品房销售同比有望上涨。2025 年，地产需求端刺激政策仍有空间，供应端，地方政府收储有望加快，地产销售和价格有望逐步企稳，地产投资对经济的拖累作用也将减轻，预计全年房地产投资增速回升至 -3% 左右。

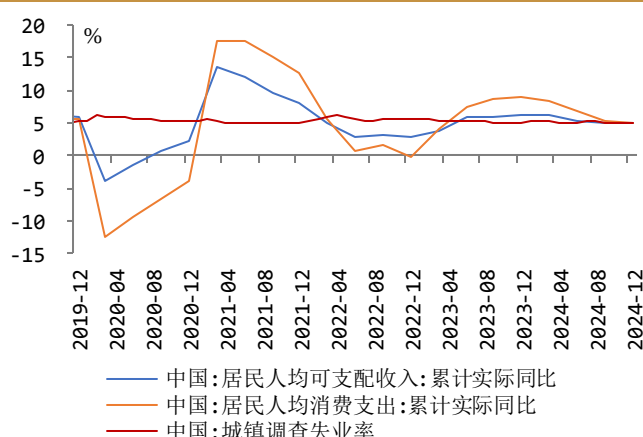
- **制造业投资增速小幅下降，中游制造业投资增速回升较多。**2024 年 1-12 月，制造业投资同比增长 9.2%，增速较 1-11 月份下降 0.1%，比全国固定资产投资同比增速高 6 个百分点，保持较快增长态势。13 个主要行业中，医药制造业、金属制品业、通用设备制造业、汽车制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业这 5 个行业同比增速较 1-11 月升高，多为中游制造行业，其余增速均不同程度下滑。1-12 月，高技术产业投资同比增长 8%，增速较前值回落 0.8 个百分点，比全国固定资产投资同比增速高 4.8 个百分点。其中，高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 7.0%、10.2%。高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业投资分别增长 39.5%、7.1%；高技术服务业中，专业技术服务业、科技成果转化服务业投资分别增长 30.3%、11.4%。12 月单月，制造业投资同比增长 8.3%，增速较 11 月份下降 0.95%。国内外补库及“两新”政策下，预计后续制造业投资仍保持较高水平，但受特朗普制定新关税政策的不确定因素影响，制造业投资增速边际可能会有所放缓，乐观估计 2025 年制造业投资增速有望达到 8% 左右。
- **政策叠加假期效应，12 月消费增速超预期加快。**2024 年 1-12 月，社会消费品零售总额同比增长 3.5%，增速持平 1-11 月。其中，增长最快的包括家用电器和音像器材、体育娱乐用品、粮油食品、通讯器材等，同比增速均在 9% 以上。12 月单月，社会消费品零售总额同比增长 3.7%，超过市场预期，增速比 11 月上升 0.7 个百分点，或主要因为临近元旦和春节，家庭对消费品的需求上升。其中，12 月份限额以上单位 16 个商品类别中 11 类零售额同比保持正增长，较 11 月份增加 4 类。其中，家用电器和音像器材类、体育、娱乐用品类、通讯器材类、烟酒类零售同比增速最高，增速分别上升 17.1、13.2、21.7 和 13.5 个百分点至 39.3%、16.7%、14%、10.4%，消费品以旧换新补贴效应持续释放。另外，化妆品类零售同比涨幅扩大最多，涨幅扩大 27.2 个百分点至 0.8%，主要是由于 11 月同比增速下降较多；文化办公用品类零售同比由下降 5.9% 转为上涨 9.1%；粮油食品类、中西药品类零售同比增速较平稳；汽车类零售同比降幅最大，同比增速下降 6.1 个百分点至 0.5%，但量上却有明显增加，12 月乘用车市场零售同比去年增长 11%，量价走势分化或因乘用车市场价格竞争激烈。1 月 8 日，国家发改委、财政部发布关于 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，将新增微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲等 4 类家电、手机、平板、智能手表手环等 3 类数码产品以及符合条件的国四排放标准的燃油车参与以旧换新补贴中。随着“两新”政策进一步加量扩面，2025 年预计全国社会消费品零售总额增速或回升至 5% 左右。
- **风险提示：**国内政策节奏不及预期，海外经济超预期波动。

图 1：2024 年第四季度 GDP 同比增速回升



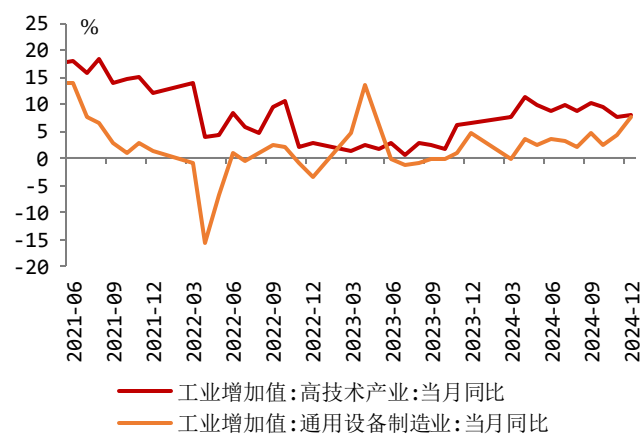
数据来源: wind、西南证券整理

图 2：居民人均可支配收入增速回升



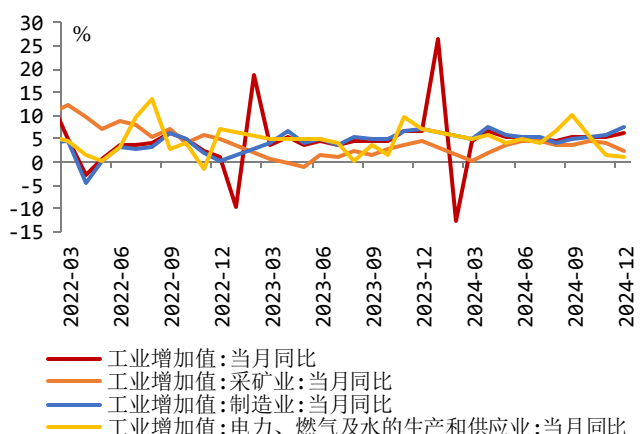
数据来源: wind、西南证券整理

图 3：通用设备制造业增加值增速加快



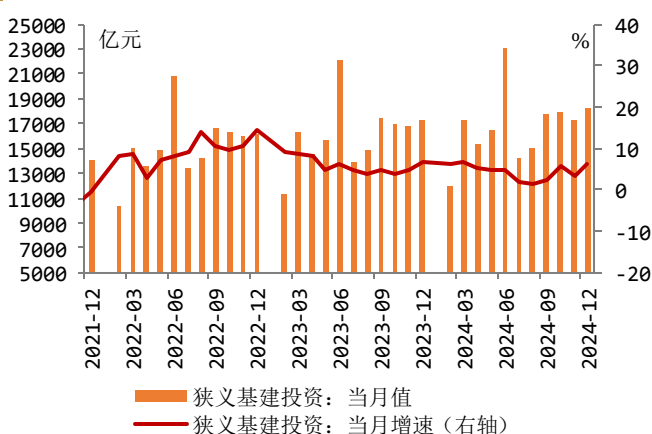
数据来源: wind、西南证券整理

图 4：三大门类增加值增速走势分化



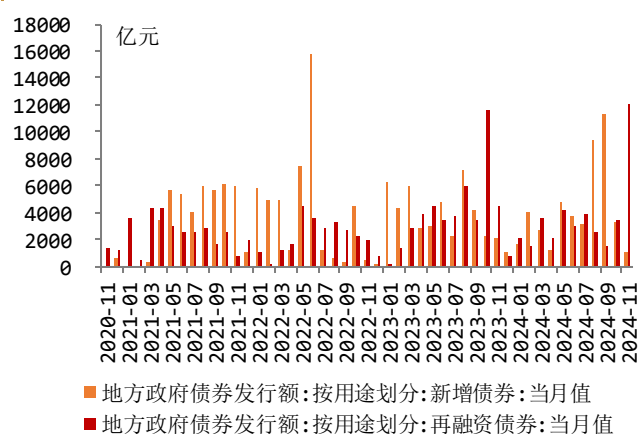
数据来源: wind、西南证券整理

图 5：狭义基建投资增速加快



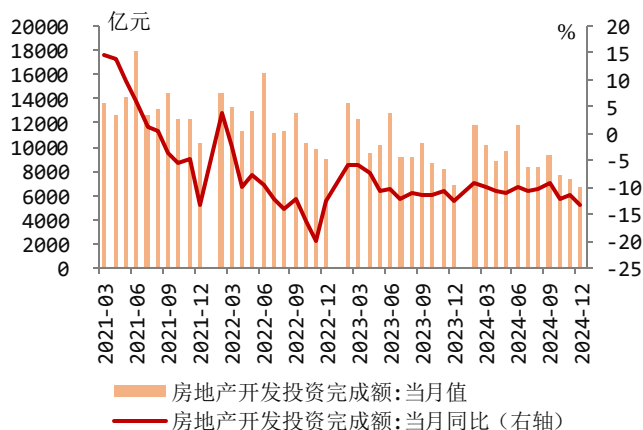
数据来源: wind、西南证券整理

图 6：11 月再融资债券发行加快



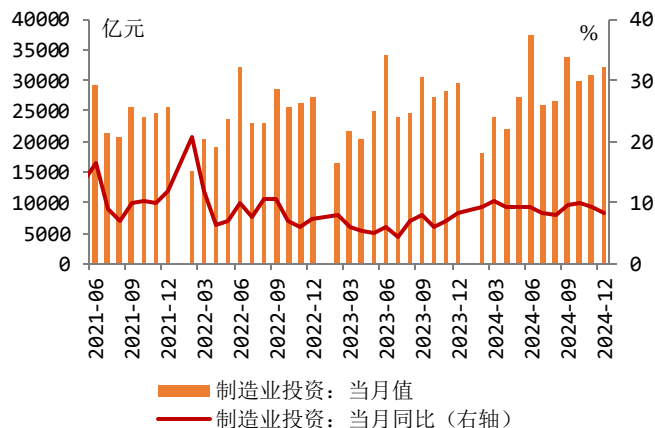
数据来源: wind、西南证券整理

图 7：房地产开发投资同比降幅扩大



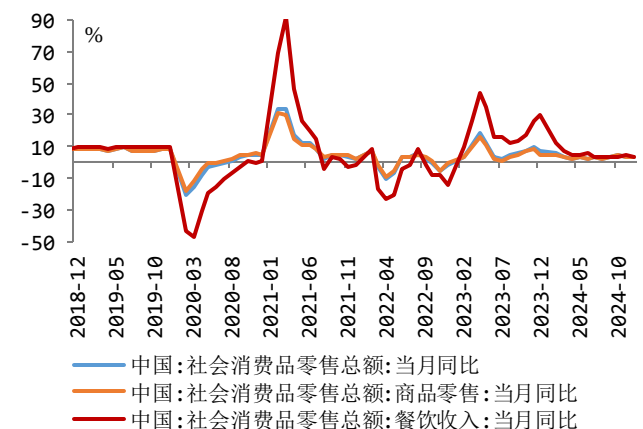
数据来源：wind、西南证券整理

图 9：制造业投资增速回落



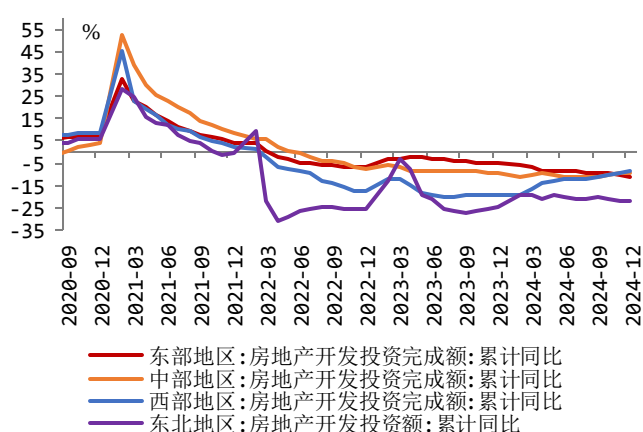
数据来源：wind、西南证券整理

图 11：社零总额增速回落，商品零售和餐饮收入增速加快



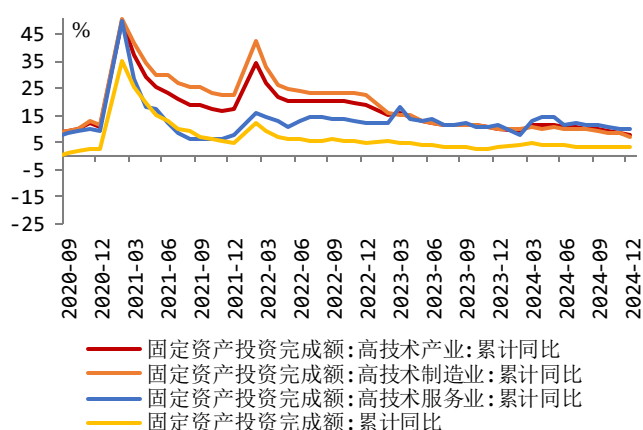
数据来源：wind、西南证券整理

图 8：不同地区房地产开发投资情况



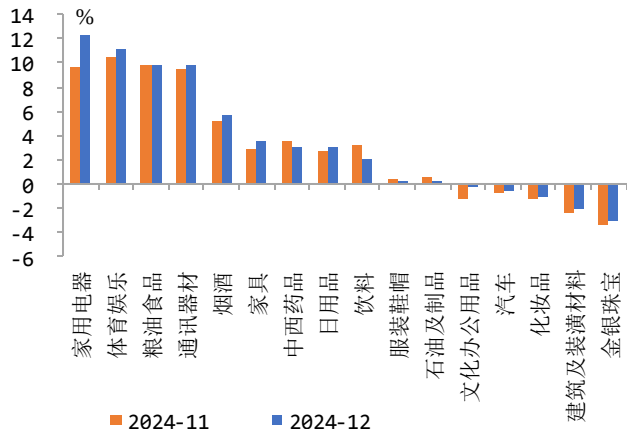
数据来源：wind、西南证券整理

图 10：高技术制造业保持高增长



数据来源：wind、西南证券整理

图 12：主要品类消费累计同比增速对比



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn