



● 主要结论

2024 年 GDP 目标顺利完成，经济结构性矛盾显著改善。2024 年 GDP 同比增长 5.0%，顺利完成年初预期目标。2024 年，社零底部徘徊、出口补齐缺口、固投相对偏弱。值得注意的是，至 2024 年末，物价水平和货币供应结构性矛盾显著改善。

顺利完成全年 GDP 目标。2024 年 GDP 同比增长 5.0%，四季度增长 5.4% 表现较好。2024 年，规上工业增加值比上年增长 4.6%，12 月增长 6.2% 延续回升。2024 年，社零比上年增长 3.5%，12 月同比增长 3.7%，总体底部徘徊。2024 年，出口比上年增长 5.9%，12 月同比增长 10.7%，出口已补齐缺口。2024 年，固投比上年增长 3.2%，相对走弱；其中，民间投资比上年下降 0.1%，仍需提升。

经济结构性矛盾显著改善。物价水平方面，2024 年物价水平总体偏低，全年 CPI 比上年上涨 0.2%、PPI 比上年下降 2.2%；其中，12 月物价水平略有改善，CPI 同比上涨 0.1%，PPI 跌幅收窄至下跌 2.3%。货币供需方面，12 月末，M2 同比增长 7.3%，M1 同比下降 1.4%，降幅较 11 月收窄 2.3 个百分点，连续 3 个月跌幅收窄；2024 年末社融存量同比增长 8.0%，社融增量累计为 32.26 万亿元，比上年少 3.32 万亿元；其中，12 月份，社融增量为 2.86 万亿元，延续高增长。去年 9 月底后，系列增量宏观利好政策相继落地，M1 跌幅持续收窄，货币交易需求逐步回升，物价水平相对回升，经济结构性矛盾显著改善。景气度方面，12 月官方制造业 PMI 连续 3 个月扩张，非制造业商务活动指数升幅突出，景气度持续向好。

美联储宽松遭打压，人民银行稳汇率信号明确。美联储方面，近期，美元指数走势相对偏强，英镑兑美元和欧元兑美元分别走贬至近 1 年和近 2 年的新低。美国 12 月新增非农就业较为强劲、物价水平总体变化不大；随着特朗普就任美国总统，其政策措施或引发美国再通胀，或进一步打压美联储 2025 年降息节奏和幅度。截至当地时间 1 月 18 日，根据 CME 利率期货显示，美联储 1 月底高达 97.9% 的概率维持利率不变。中国人民银行方面稳汇率信号明确，1 月 10 日，人行暂停国债买入，可维持短期国债利率相对稳定，进而有利于维持人民币汇率相对稳定；1 月 13 日，人行决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.5 上调至 1.75，可增大境内企业境外融资上限，增大外汇市场美元供给，缓解人民币走贬压力。从走势上来看，在岸美元兑人民币，上方 7.35 仍有较强阻力。因此，2025 年人民币汇率或由绝对走贬至相对走强。同时为应对 2026 年对外贸易压力留足一定空间。

国信期货交易咨询业务资格
证监许可【2012】116 号

分析师：夏豪杰
从业资格号：F0275768
投资咨询号：Z0003021
电话：0755-23510053
邮箱：15051@guosen.com.cn

分析师助理：张俊峰
从业资格号：F03115138
电话：021-55007766-30516
邮箱：15721 @guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



一、重要会议和政策

表：2025 年 1 月重要会议和政策

时间	重要会议和政策
1 月 2 日	(1) 证监会答记者问。1 月 2 日证监会新闻发言人王利答记者问。问：今日有市场传言，监管部门指导上市公司 1 月 15 日之前释放全部利空，以及保险公司大额赎回公募基金，请问证监会怎么看？答：这些信息都是谣言。我会已关注到相关虚假信息，已布置依法追查消息来源，并将依法严厉打击编造、传播股市谣言的行为，持续净化资本市场信息传播环境。(2) 证券、基金、保险公司互换便利(SFISF)。根据中国人民银行 1 月 2 日消息，根据参与机构需求情况，中国人民银行启动了第二次互换便利操作，并于 2025 年 1 月 2 日完成招标。本次操作金额为 550 亿元，采用费率招标方式，20 家机构参与投标，最高投标费率 30bp，最低投标费率 10bp，中标费率为 10bp。
1 月 3 日	。根据中国人民银行消息。(1) 中国人民银行货币政策委员会 2024 年第四季度（总第 107 次）例会于 12 月 27 日召开。会议研究了下一阶段货币政策主要思路，建议加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，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。(2) 2025 年中国人民银行工作会议 1 月 3 日-4 日召开。会议指出，2025 年重点工作包括，综合运用多种货币政策工具，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，保持流动性充裕。
1 月 8 日	国新办举行国务院政策例行吹风会，介绍加力扩围实施“两新”政策有关情况。国家发展改革委副主任赵辰昕表示，(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，统一规范全国汽车置换更新最高补贴限额。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，单件最高可享受销售价格 20% 的补贴；(2) 至于今年支持“两新”的资金总规模到底有多大？我可以肯定地告诉大家，今年超长期特别国债用于支持“两新”的资金总规模比去年有大幅增加。请大家有一点耐心，具体数额将在今年全国两会时向社会公布。
1 月 10 日	根据中国人民银行微信公众号的消息，鉴于近期政府债券市场持续供不应求，中国人民银行决定，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。
1 月 10 日	国新办举行“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会介绍财政高质量发展成效。财政部副部长廖岷表示，2025 年，财政部门将按照中央经济工作会议部署，实施更加积极的财政政策；更加积极的财政政策未来可期，主要体现在“力度、效率、时机”三个方面。我们将密切跟踪国际国内形势，适时进行科学设计和动态调整，梯次拿出我们的政策“后手”，为经济社会发展提供强有力的支持。
1 月 11 日	根据央视新闻的报道，美国候任总统特朗普在本周的一次私人会议中向国会共和党参议员介绍了他上任之后即将采取的一系列措施。特朗普预计在其就任第一天（即 1 月 20 日）宣布 100 多项行政命令，涉及边境安全、移民执法措施和能源开发等优先事项。
1 月 13 日	根据中国人民银行微信公众号的消息，为进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理，继续增加企业和金融机构跨境资金来源，引导其优化资产负债结构，中国人民银行、国家外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.5 上调至 1.75，于 2025 年 1 月 13 日实施。
1 月 13 日	中国证监会召开 2025 年系统工作会议，总结 2024 年工作，深入推进巡视整改，研究部署 2025 年重点工作。会议指出，2025 年我国宏观政策取向更加积极有为，超预期逆周期调节力度加大，各方合力稳市机制更加健全，资本市场自身投资价值进一步凸显。
1 月 14 日	国新办举行“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会介绍金融支持经济高质量发展有关情况。(1) 货币政策。中国人民银行副行长宣昌能表示，下一阶段，宏观经济政策还将进一步



	强化逆周期调节，我们将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏。（2）支持资本市场稳定发展的两项工具。截至 2024 年末，证券、基金、保险公司互换便利累计操作超过 1000 亿元，金融机构已经和超过 700 家上市公司或者是主要股东签订了股票回购、增持贷款合同，金额超过 300 亿元，2024 年全市场披露回购、增持计划上限接近 3000 亿元。
1 月 15 日	根据央视新闻 1 月 15 日的报道，当地时间 1 月 14 日，美国当选总统特朗普在其社交媒体平台上表示，他将成立一个名为“对外税务局”（External Revenue Service）的新政府机构。该机构将负责征收关税、税费和所有来自外国的收入。特朗普称，美国一直依赖国税局（Internal Revenue Service）对内征税，他将于当地时间 1 月 20 日就职当天成立对外税务部门。
1 月 17 日	根据新华社的报道，国家主席习近平应约同美国当选总统特朗普通电话。习近平祝贺特朗普再次当选美国总统，指出我们都高度重视彼此互动，都希望中美关系在美国总统新任期有一个好的开始，愿推动中美关系在新的起点上取得更大进展。特朗普感谢习近平主席的祝贺，表示很珍视同习主席的伟大关系，希望继续保持对话沟通，期待尽快同习主席见面。美中是当今世界最重要国家，应保持长久友好，共同维护世界和平。两国元首就乌克兰危机、巴以冲突等共同关心的重大国际和地区问题交换意见。两国元首同意建立战略沟通渠道，就两国共同关心的重大问题保持经常性联系。
1 月 17 日	根据央视新闻的报道，当地时间 17 日，以色列安全内阁表决通过加沙地带停火协议。以色列与巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）15 日就加沙地带停火达成协议。停火协议将分三阶段实施。第一阶段将于 1 月 19 日开始实施，哈马斯将释放 33 名被扣押人员，以交换以色列释放巴勒斯坦被扣押人员。协议第二阶段和第三阶段的详细内容将在第一阶段完成后公布。

数据来源：证监会等、国信期货

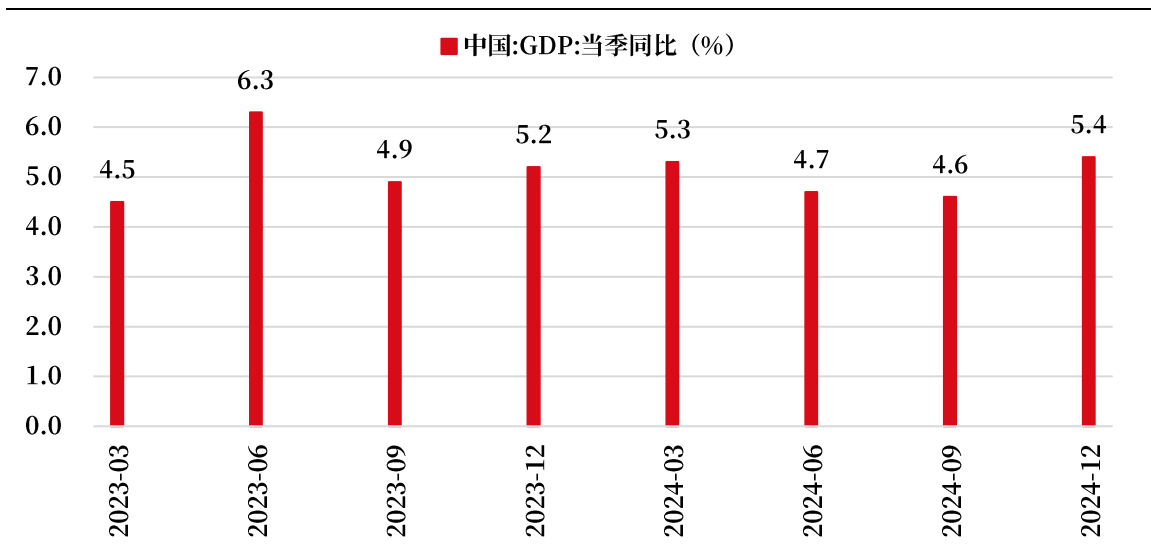
二、经济基本面

2024 年 GDP 目标顺利完成，结构性矛盾显著改善。2024 全年，国内生产总值（GDP）134.91 万亿元，按不变价格计算，比 2023 年增长 5.0%。分产业看，第一产业增加值 9.14 万亿元，比上年增长 3.5%；第二产业增加值 49.21 万亿元，比上年增长 5.3%；第三产业增加值 76.56 万亿元，比上年增长 5.0%。分季度看，一季度 GDP 同比增长 5.3%，二季度同比增长 4.7%，三季度同比增长 4.6%，四季度同比增长 5.4%。从环比看，四季度 GDP 增长 1.6%，表现较好。

综合来说，2024 年 GDP 实际增长 5.0%，顺利完成年初预期目标。受到基数的一定影响，经济走势由年初开门红，年中略有回调，年末超预期；四季度 GDP 在系列利好宏观政策的支撑下表现较好，更重要的是，诸如物价水平较低、货币交易需求不高等宏观经济结构性矛盾显著改善。2025 年，预计 GDP 目标仍有望设定为 5.0%左右。



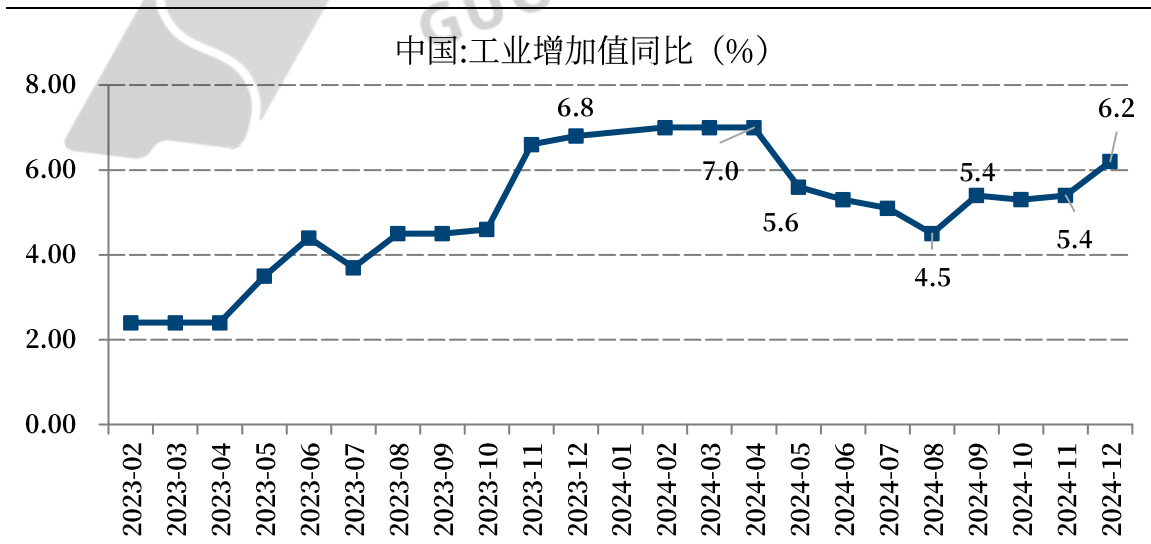
图 1：国内生产总值



数据来源: wind 国信期货

规上工业增加值显著改善，外资企业增速大幅回升。2024 全年，全国规模以上工业（简称“规上工业”）增加值比上年增长 5.8%；其中，12 月同比增长 6.2%，增速较 11 月加快 0.8 个百分点。分三大门类看，2024 年，采矿业增加值增长 3.1%，制造业增长 6.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.3%。分经济类型看，2024 年，国有控股企业增加值增长 4.2%；股份制企业增长 6.1%，外商及港澳台投资企业增长 4.0%；私营企业增长 5.3%。分主要行业增加值看，2024 年，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 11.8%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 10.9%，有色金属冶炼和压延加工业增长 9.7%，汽车制造业增长 9.1%，增速较好。

图 2：工业增加值



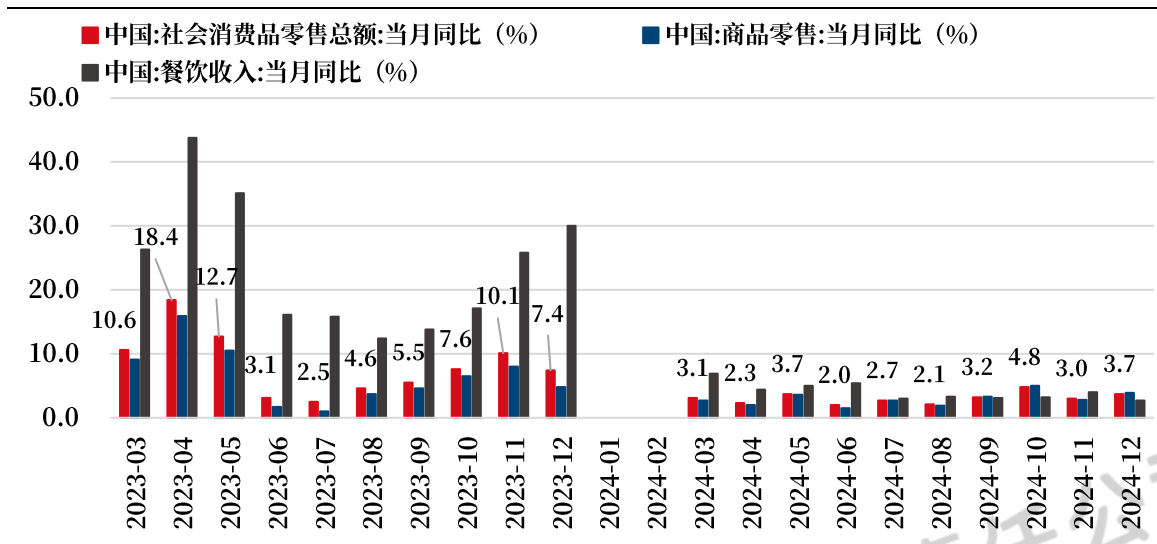
数据来源: choice 国信期货

消费总体底部徘徊，“两新”政策仍有重要支撑。2024 全年，社会消费品零售（简称“社零”）总额 48.79 万亿元，比上年增长 3.5%；12 月同比增长 3.7%，增速较 11 月加快 0.7 个百分点。按经营地分，城镇比上年增长 3.4%，乡村比上年增长 4.3%。按消费类型分，商品零售比上年增长 3.2%，餐饮收入比上年增长 5.3%。从商品零售的具体商品类型情况来看，2024 年增速较好的有，家用电器和音像器材类增长 12.3%，体育、



娱乐用品类增长 11.1%，粮油、食品类增长 9.9%，通讯器材类增长 9.9%，反映出 2024 年“两新”政策的重要支撑作用；2024 年跌幅较大的商品有，建筑及装潢材料类下跌 2.0%，金银珠宝类下跌 3.1%，反映出全年房地产市场整体仍未有显著好转。

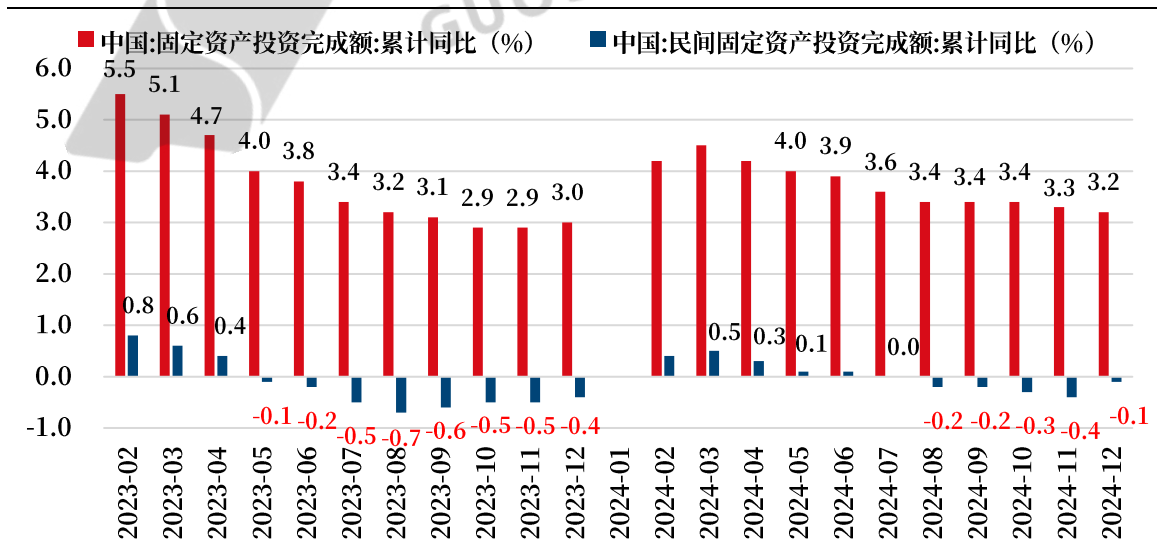
图 3：社会消费品零售



数据来源: choice 国信期货

固投增速相对走弱，民间投资仍需改善。2024 全年，全国固定资产投资（不含农户，简称“固投”）51.44 万亿元，比上年增长 3.2%，增速与 1-11 月持平；其中，民间固定资产投资 25.76 万亿元，比上年下降 0.1%；跌幅较 1-11 月收窄 0.1 个百分点。

图 4：固定资产投资

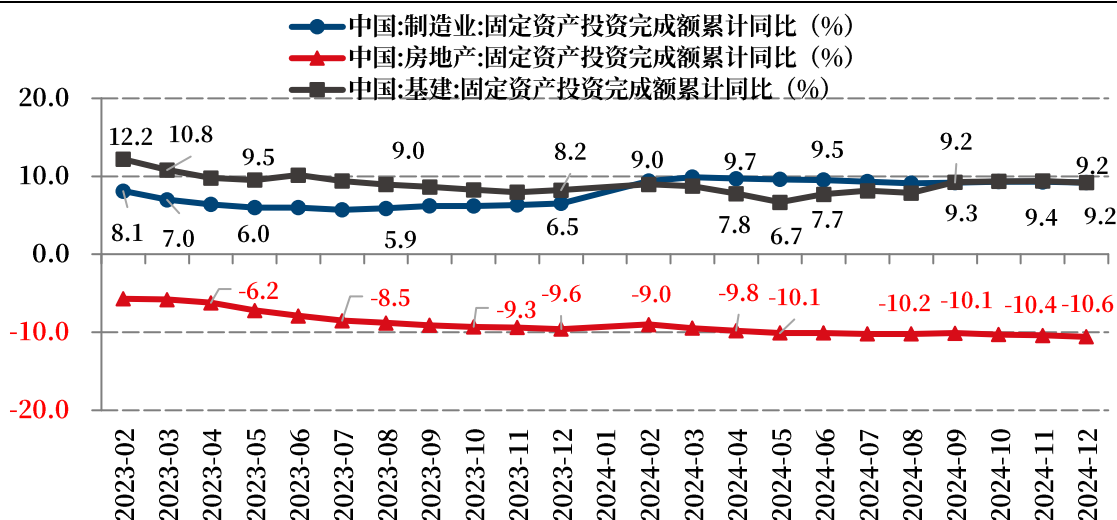


数据来源: choice 国信期货

分三大产业来看，2024 年，制造业投资增长 9.2%，增速较今年 1-11 月收窄 0.1 个百分点，较去年同期加快 2.7 个百分点，相对较好；基础设施投资增长 9.2%，增速较今年 1-11 月收窄 0.2 个百分点，较去年同期加快 0.9 个百分点，增速相对稳固；房地产开发投资下降 10.6%，降幅较今年 1-11 月扩大 0.2 个百分点，较去年同期扩大 1.0 个百分点，仍未有显著改善。



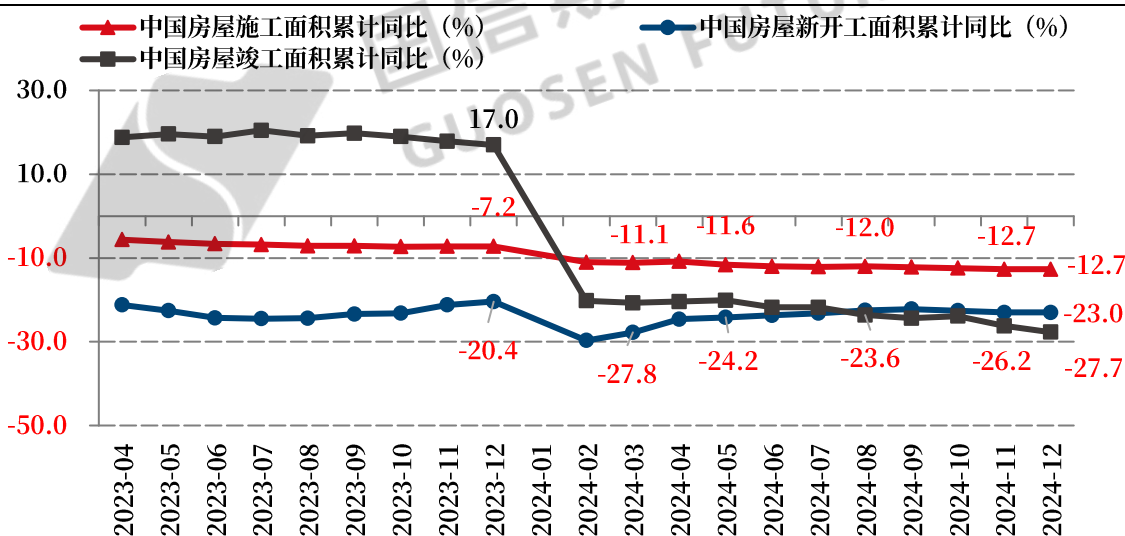
图 5：分行业固定资产投资



数据来源: choice 国信期货

房地产供需总体不佳。房地产供给侧方面，2024 年，房地产开发企业房屋施工面积同比下降 12.7%；房屋新开工面积同比下降 23.0%；房屋竣工面积同比下降 27.7%；房地产开发企业到位资金同比下降 17.0%。房地产需求侧方面，2024 年，新建商品房销售面积同比下降 12.9%；新建商品房销售额同比下降 17.1%；2024 年末，商品房待售面积同比增长 10.6%。

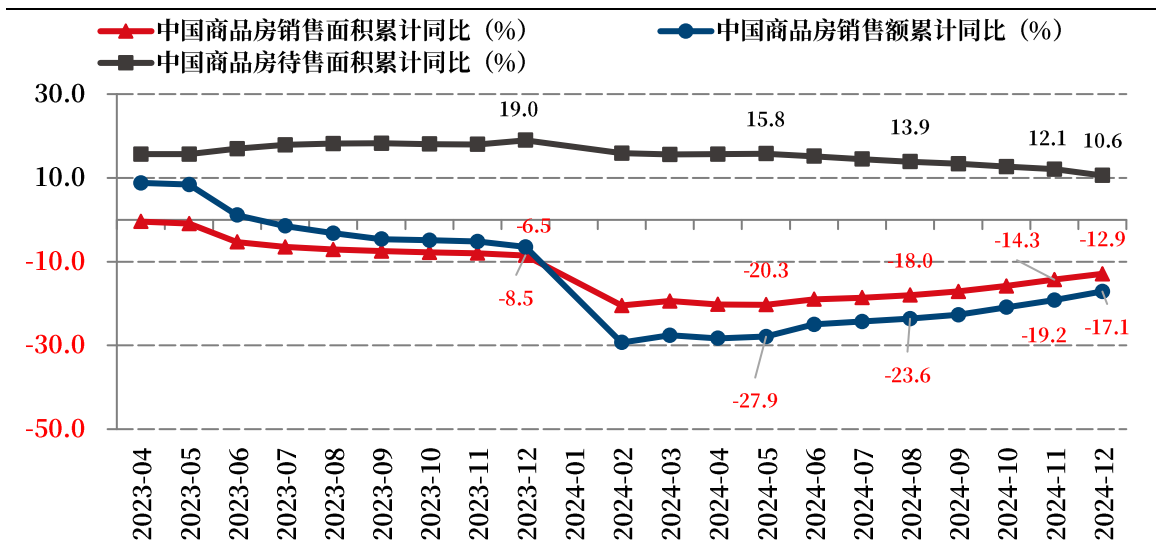
图 6：房地产施工、新开工和竣工



数据来源: choice 国信期货



图 7：商品房销售面积、销售金额、待售面积

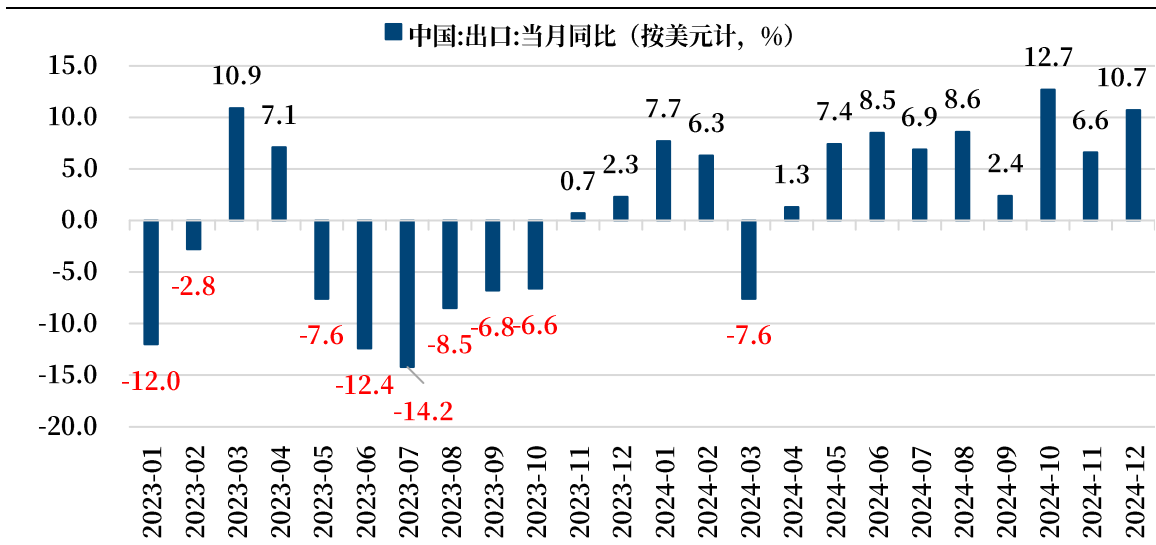


数据来源：choice 国信期货

2024 年我国出口已补齐缺口,2025 年美国加征关税或为最大不确定性。根据海关总署数据,按美元计,2024 年全年我国货物贸易进出口总值 6.16 万亿美元,同比上涨 3.8%;其中,出口 3.58 万亿美元,同比上涨 5.9%;进口 2.59 万亿美元,同比上涨 1.1%;贸易顺差 9922 亿美元。其中,12 月进出口总值同比上涨 6.5%,出口同比上涨 10.7%,进口同比上涨 1.0%,贸易顺差 1048 亿美元,贸易顺差为单月历史最大值,首次突破 1000 亿美元。

综合来说,2024 年全年,我国出口已经补齐 2023 年的缺口,出口规模已经略超 2022 年,整体表现较好。从地区来看,对主要贸易伙伴出口均相对修复。从产品来看,自动数据处理设备及其零部件、集成电路以及船舶表现较好。2025 年,我国出口主要不确定性来自美国特朗普政府对贸易伙伴加征关税的时间和幅度,为此,可通过提高中欧、中国与东盟等之间的对外贸易降低相关冲击。同时,特朗普政府加征关税或采取渐进式操作,对 2025 年我国出口的影响或相对较小,主要影响或在 2026 年。近期,人行稳汇率信号较为突出;2025 年,人民币汇率或由绝对走贬至相对走强。

图 8：出口



数据来源：choice 国信期货



从地区来看，对主要贸易伙伴出口均相对修复。按美元计，2024 年全年，对东盟出口 5865 亿美元，同比上涨 12.0%；对欧盟出口 5165 亿美元，同比上涨 3.0%；对美国出口 5247 亿美元，同比上涨 4.9%。对以上三个经济体出口金额合计 1.63 万亿美元，占 2024 年全年出口总额的 45.53%。按美元计，2024 年全年，进出口总额来看，东盟 9823 亿美元、欧盟 7858 亿美元以及美国 6883 亿美元，东盟仍然是我国第一大贸易伙伴。此外，按美元计，2024 年对巴西出口 721 亿美元，增长 22.0%，增速较高。

从月度来看，总体表现为低基数下的相对修复。2024 年的出口，在 2023 年低基数的利好支撑下，总体表现为相对修复，已经补齐 2023 年下降的缺口，成果突出。从季度来看，第一至第二季度出口增速先抑后扬，第三季度略有冲高后显著回落；第四季度恢复较高增速。其中，受基数影响，3 月出口同比跌幅较大为下跌 7.9%，10 月出口增速大幅超预期，为同比上涨 12.7%，是 2022 年 7 月以来的单月同比最高增速。

从产品来看，自动数据处理设备及其零部件、集成电路以及船舶表现较好。2024 年出口规模较高的产品有，自动数据处理设备及其零部件出口 2060 亿美元，集成电路出口 1595 亿美元，服装及衣着附件出口 1591 亿美元，纺织纱线、织物及其制品出口 1420 亿美元，手机出口 1344 亿美元，汽车（包括底盘）出口 1174 亿美元，塑料制品出口 1061 亿美元，家用电器出口 1001 亿美元，以上产品出口金额均超 1000 亿美元，合计 11245 亿美元，占全年出口总金额的 31.44%。2024 年出口增速较高的商品是，船舶出口增长 57.0%，集成电路出口增长 17.4%，汽车（包括底盘）出口增长 15.5%，未锻轧铝及铝材出口增长 15.2%。2024 年出口跌幅较大的商品是，稀土出口下跌 36.0%，粮食出口下跌 18.9%，陶瓷产品出口下跌 15.6%。

美国加征关税为 2025 年最大不确定性。2025 年，我国出口主要不确定性来自美国特朗普政府对贸易伙伴加征关税的时间和幅度，为此，可通过提高中欧、中国与东盟等之间的对外贸易降低相关冲击。更重要的是，由于特朗普政府加征关税或针对其全部贸易伙伴，因此，提高与中国之间的贸易规模，也符合欧盟、东盟等经济体的诉求。同时，特朗普政府加征关税或采取渐进式操作，对 2025 年我国出口的影响或相对较小，主要影响或在 2026 年。

三、宏观核心指标

（一）物价水平

12 月物价水平略有改善，CPI 微幅上涨 PPI 跌幅收窄。根据国家统计局数据，2024 年 12 月全国居民消费价格指数(CPI)同比上涨 0.1%，涨幅较 11 月收窄 0.1 个百分点；12 月工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下跌 2.3%，跌幅较 11 月收窄 0.2 个百分点。2024 年全年，CPI 比上年上涨 0.2%，PPI 比上年下降 2.2%。

综合来看，12 月物价水平略有改善，CPI 同比维持微幅上涨，PPI 同比跌幅延续收窄。CPI 中，猪肉价格向上拉动作用逐步降低，鲜菜价格向上的拉动作用显著降低，牛肉价格和鲜果价格跌幅再次扩大；受国际原油价格相对上行，交通通信同比跌幅有所收窄。PPI 跌幅延续收窄，其中，生产资料价格影响 PPI 下降约 1.93 个百分点，向下拉动 PPI 影响有所减小；PPI 中生活资料价格影响 PPI 下降约 0.36 个百分点，一般日用品价格有所回升，耐用消费品价格跌幅未有显著好转。2024 全年，CPI 录得微幅上涨，PPI 跌幅相对较大，物价水平的结构性问题，仍是当前中国经济突出的结构性矛盾。自 2024 年 9 月以来，随着系列增量利好宏观政策的落地，物价水平的结构性问题正相对好转。2025 年，我国将实施更加积极的财政政策以及适度宽松的货币政策，对物价水平的改善将起到重要利好作用。

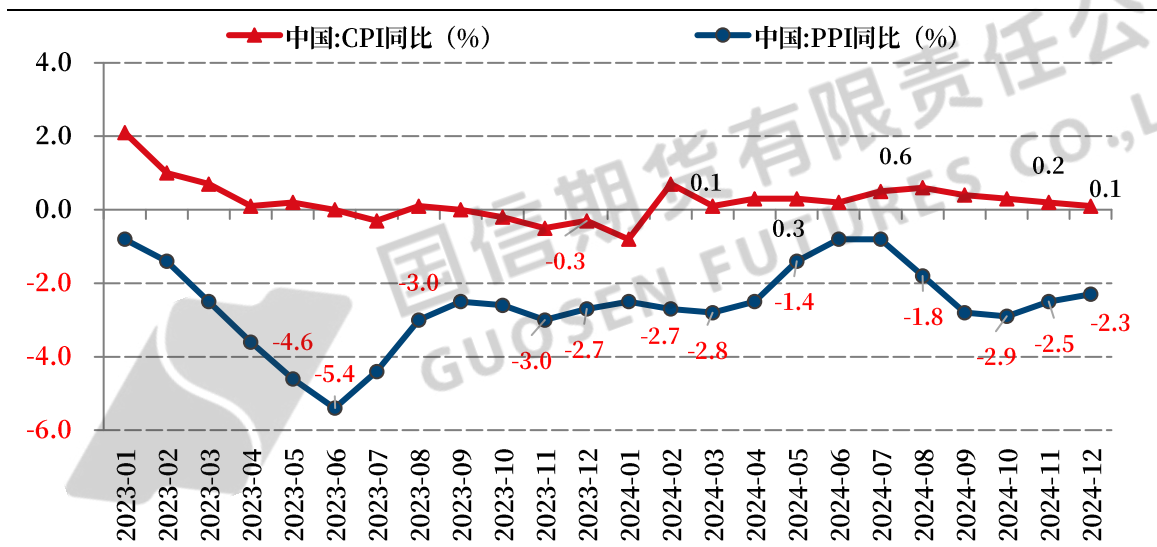
CPI 同比方面。12 月 CPI 同比上涨 0.1%，从 CPI 分大类来看，其他用品及服务上涨 4.9%、衣着上涨 1.2%、教育文化娱乐上涨 0.9%、医疗保健上涨 0.9%、居住上涨 0.1%、食品烟酒持平；交通通信下跌 2.2%、



生活用品及服务下跌 0.7%。食品中，畜肉类价格上涨 1.7%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点，其中猪肉价格上涨 12.5%，影响 CPI 上涨约 0.15 个百分点，对 CPI 向上拉动作用逐步收窄；牛肉价格下跌 13.8%，跌幅扩大为历史最大下跌幅度；鲜菜价格上涨 0.5%，影响 CPI 上涨约 0.01 个百分点，鲜菜向上的拉动作用显著降低；鲜果价格下降 3.0%，影响 CPI 下降约 0.06 个百分点，鲜果向下拉动的作用再度扩大。12 月，受国际原油价格相对上行，交通通信同比跌幅有所收窄。

PPI 同比方面。12 月 PPI 同比下降 2.3%。分 PPI 的两个大项来看，生产资料价格同比下降 2.6%，跌幅较 11 月收窄 0.3 个百分点，影响 PPI 下降约 1.93 个百分点，向下拉动 PPI 影响有所减小。其中，采掘工业跌幅略有收窄，录得下跌 4.6%，跌幅较 11 月收窄 0.3 个百分点；原材料工业录得下降 2.2%，跌幅较 11 月收窄 0.7 个百分点；加工工业下跌 2.7%，跌幅与 11 月相同。PPI 两个大项的另一项为生活资料价格，12 月 PPI 的生活资料价格同比下降 1.4%，跌幅与 11 月持平，影响 PPI 下降约 0.36 个百分点；其中，12 月，一般日用品价格有所回升至上涨 0.6%，耐用消费品价格跌幅未有显著好转，为下跌 3.1%。从 PPI 分行业来看，12 月同比跌幅较大的行业有，黑色金属矿采选业下跌 11.4%，黑色金属冶炼和压延加工业下跌 9.5%，石油、煤炭及其他燃料加工业下跌 8.7%，煤炭开采和洗选业下跌 8.0%；12 月 PPI 同比涨幅居前的行业有，有色金属矿采选业上涨 19.1%，有色金属冶炼和压延加工业上涨 10.0%。

图 9：物价水平



数据来源：choice 国信期货

（二）货币供需

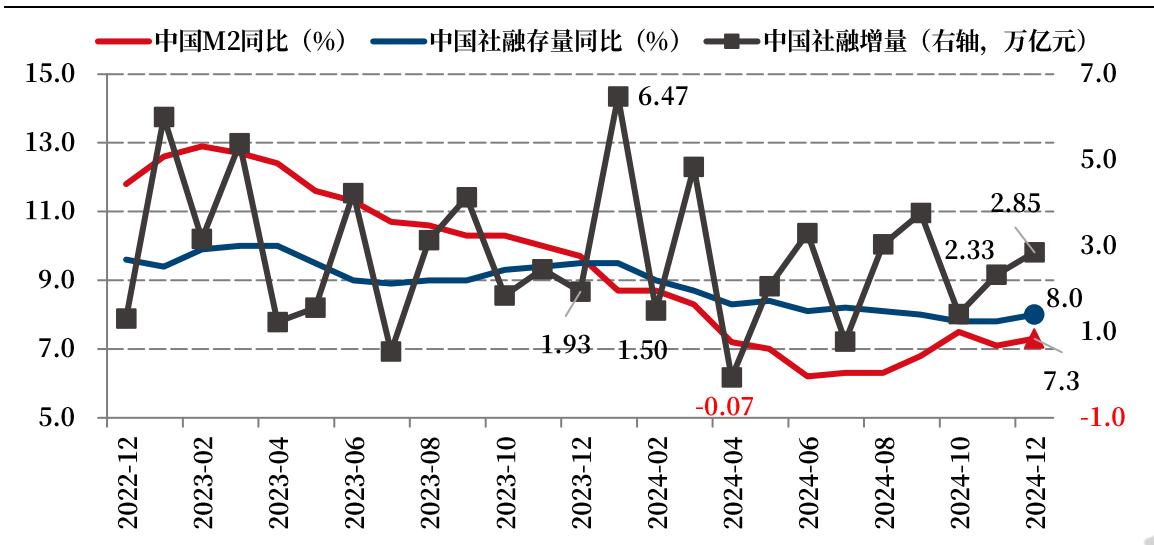
货币供给结构性矛盾显著改善，择机调整优化政策力度和节奏。根据中国人民银行（简称“人行”）2025 年 1 月 14 日数据，2024 年 12 月末，广义货币（M2）余额同比增长 7.3%；狭义货币（M1）余额同比下降 1.4%，降幅较 11 月收窄 2.3 个百分点，连续 3 个月跌幅收窄；流通中货币（M0）余额同比增长 13.0%；全年净投放现金 1.47 万亿元。2024 年末社会融资规模存量（简称“社融存量”）为 408.34 万亿元，同比增长 8.0%；2024 年全年社会融资规模增量（简称“社融增量”）累计为 32.26 万亿元，比上年少 3.32 万亿元；其中，12 月份，社融增量为 2.86 万亿元，延续高增长。

综合来说，2024 年货币供给总量增速相对收窄，货币供给结构性矛盾相对突出。去年 9 月底后，系列增量宏观利好政策相继落地，货币供给结构性矛盾显著改善，M1 跌幅持续收窄，货币交易需求逐步回升。当前，人民币汇率有所走贬，人行价格型货币政策操作或相对减少，考虑到人行暂停国债买入操作，或以降准和买断式逆回购进行基础货币投放。人行近期稳汇率信号较为突出，2025 年人民币汇率或由绝对走贬



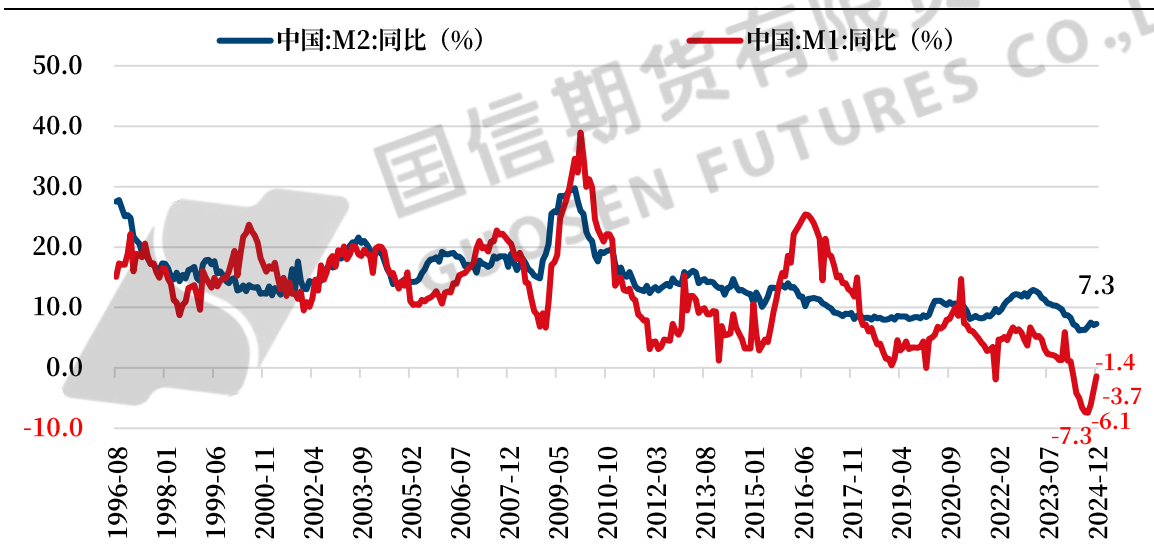
至相对走强。

图 10：社融和 M2



数据来源：choice 国信期货

图 11：M1 和 M2



数据来源：choice 国信期货

货币供应总量增速相对收窄，结构性矛盾显著改善。从 M2 增速与社融存量增速来看，12 月末 M2 同比增速为 7.3%，较 11 月末增速加快 0.2 个百分点；与此同时，12 月末社融存量同比增长 8.0%，较 11 月末扩大 0.2 个百分点。因此，M2 与社融存量同比的差值，由 2024 年初的 -0.8 下降至年中的 -1.9，后逐步抬升至 -0.3，至四季度维持不变。该差值越小，说明社融增速相对越高，宽信用相对越好。但需要特别注意的是，由于 2024 年，货币供给总量增速相对降低，该差值仅代表宽信用的相对好转，并非绝对改善，即货币总量指标所反映出的货币供应情况相对不足。以上不足，在 M2 增速与 M1 增速之间的差值同样存在。当然，从 2024 年具体情况来看，仍然符合“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”。2024 年货币供应更多的是结构性矛盾，尤其是三季度 M1 同比跌幅较大，反映出市场主体交易需求较低，货币供给对物价水平的拉动作用明显减弱，致使物价水平同样较低。2024 年 9 月后，系列增量宏观利好政策相继落地，M1 同比跌幅持续收窄，至 12 月收窄至同比下跌 1.4%，结构性矛盾显著改善。



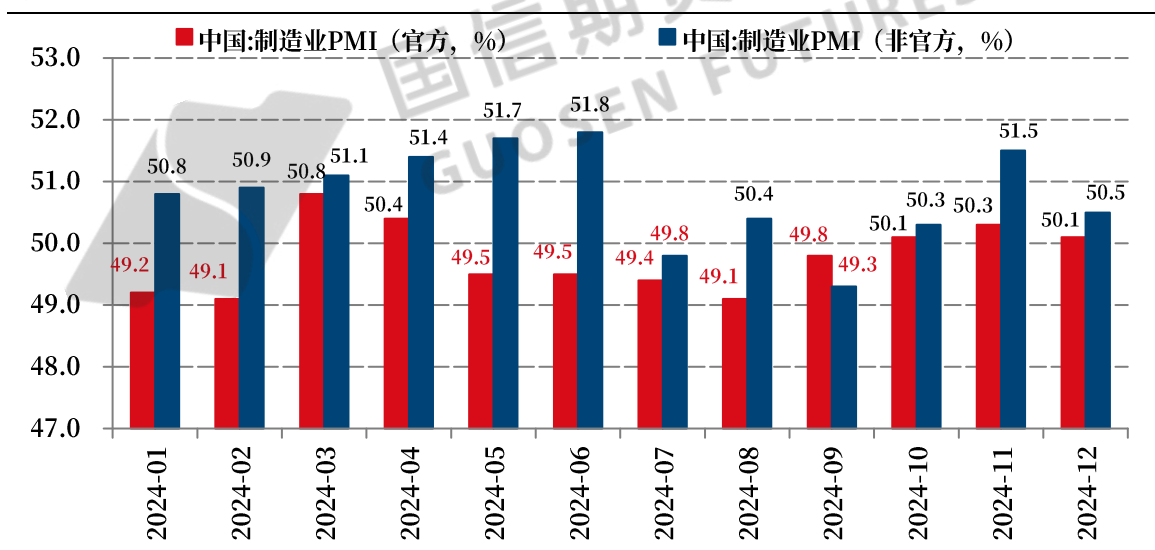
人民币短期贷款及政府债券发行较好，社融增量延续高增长。2024 年 12 月社融增量为 2.85 万亿元，延续 11 月的高增长；其中，12 月新增人民币贷款录得 8402 亿元，去年同期少增 2690 亿元，规模相对适中；12 月政府债录得新增 17566 亿元，较去年同期多增 8242 亿元，是带动今年 12 月社融增量维持较高规模的主要因素。12 月社融增量其余分项的表现均相对不佳，其中未贴现银行承兑汇票收缩 1332 亿元、企业债券收缩 159 亿元、外币贷款收缩 675 亿元、委托贷款收缩 20 亿元、信托贷款新增 151 亿元。金融机构新增人民币贷款方面，从分项来看，12 月短期贷款表现较好，扩大至 4888 亿元，较去年同期多增 3267 亿元；中长期贷款相对不佳，录得新增 3400 亿元，较去年同期少增 6674 亿元。此外，非金融性公司及其他部门票据融资表现较好，新增 4500 亿元，较去年同期多增 3003 亿元。

（三）景气指数

官方制造业 PMI 连续 3 个月扩张，景气度持续向好。2024 年 12 月官方制造业 PMI 为 50.1%，较 11 月的 50.3% 回落 0.2 个百分点，连续 3 个月处于扩张区间。12 月非官方的财新制造业 PMI 为 50.5%，较 11 月的 51.5% 回落 1.0 个百分点。从官方制造业 PMI 分类指数来看，12 月，生产指数为 52.1%，新订单指数为 51.0%（新出口订单 48.3%），原材料库存指数为 48.3%，从业人员指数为 48.1%，供应商配送时间指数为 50.9%。从非制造业商务活动指数来看，12 月为 52.2%，较 11 月的 50.0% 回升 2.2 个百分点，升幅较为突出。

12 月制造业 PMI 势头仍然相对不强，但是连续 3 个月的扩张，显示出经济向好趋势较为好，也说明近期系列利好宏观政策的效应正逐步显现。当然，12 月新出口订单仍处于收缩区间，对后期出口仍有一定压制。

图 12：制造业 PMI



数据来源: choice 国信期货

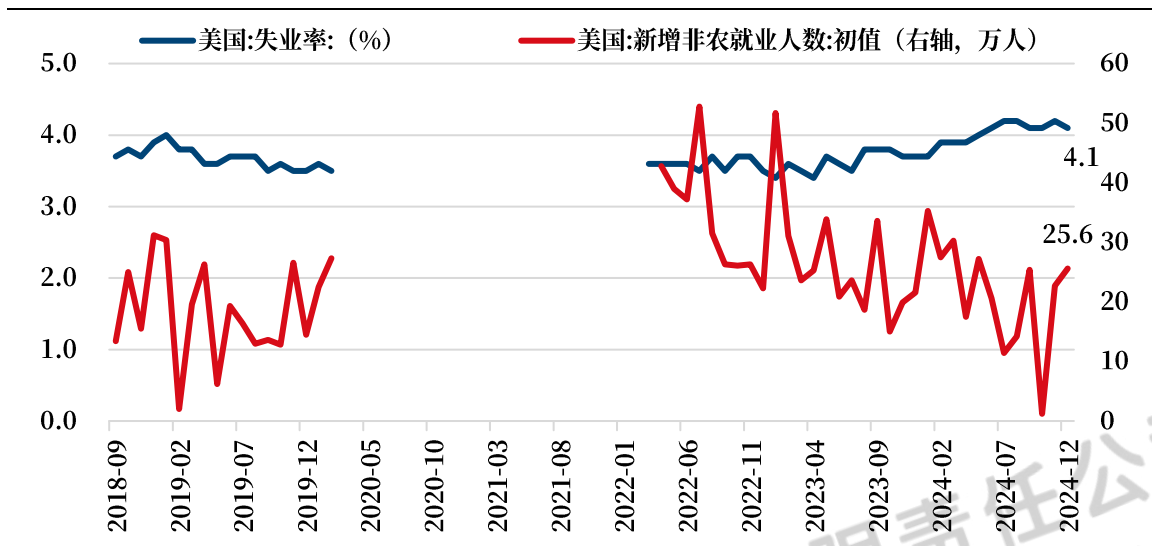
（四）人民币汇率

美国再通胀担忧仍在，美联储宽松遭打压。美国物价水平方面，美国 2024 年 12 月 CPI 同比 2.9%、预期 2.9%、前值 2.7%，12 月核心 CPI 同比 3.2%、预期 3.3%、前值 3.3%。12 月失业率虽然仍然高于 4.0%，但是相对下滑；尤其是新增非农就业较为强劲，突破 20.0 万人；将打压美联储在北京时间 1 月 30 日降息的可能。美国劳动力市场方面，根据美国劳工部数据，美国 2024 年 12 月失业率 4.1%、预期 4.2%、前值 4.2%；新增非农就业人口 25.6 万人、预期 16.5 万人、前值由 22.7 万人修正为 21.2 万人。美国 12 月 CPI 同比相对升高，核心 CPI 略有走低，物价水平总体变化不大，美联储 1 月底大概率维持利率不变。近期，



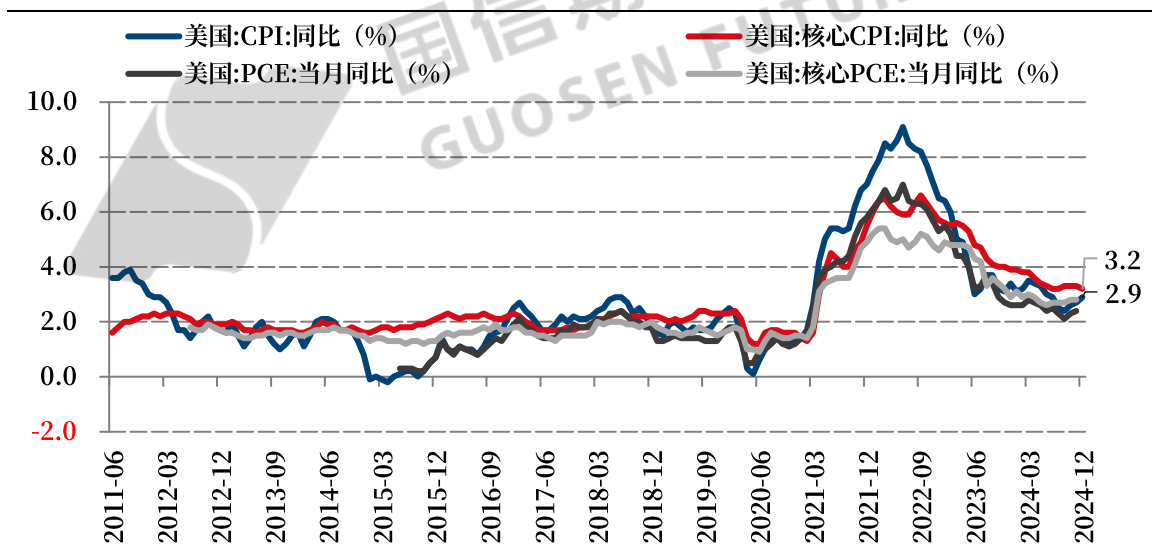
美元指数走势相对偏强，英镑兑美元和欧元兑美元分别走贬至近 1 年和近 2 年的新低。截至当地时间 1 月 18 日，根据 CME 利率期货显示，美联储 1 月底降息的概率仅为 2.1%，高达 97.9% 的概率维持利率不变。更重要的是，随着特朗普就任美国总统，其政策措施或引发美国再通胀，或进一步打压美联储 2025 年降息节奏和幅度。当然，美元指数由 110.18 的高点略有回落。

图 13：美国劳动力市场



数据来源：choice 国信期货

图 14：美国物价水平



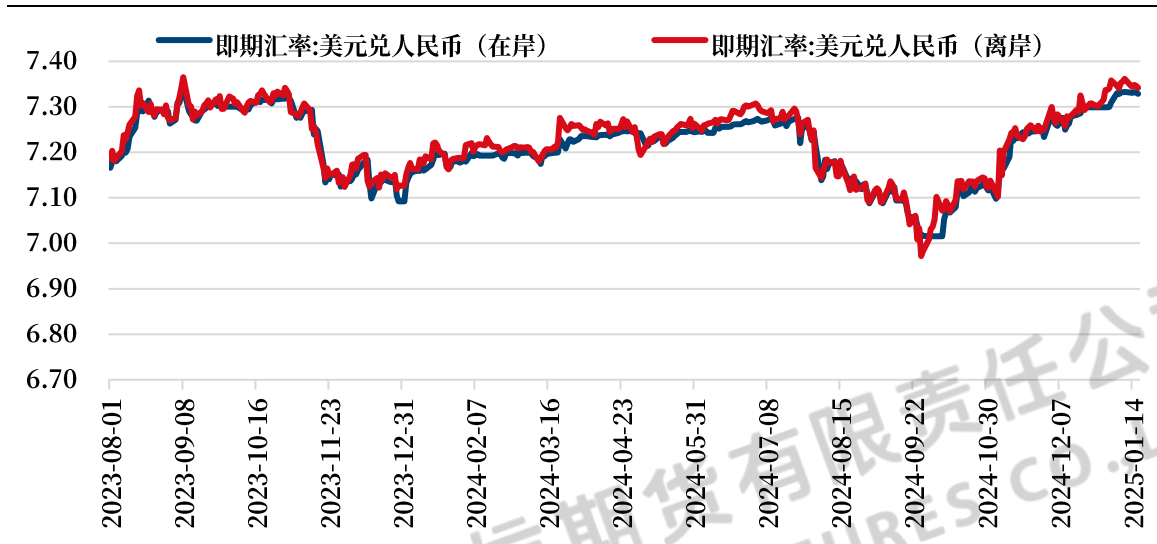
数据来源：choice 国信期货

中国人民银行择机调整优化政策力度和节奏，人民币或由绝对走贬至相对走强。首先，2025 年适度宽松货币政策，人行表示择机调整优化政策力度和节奏。根据 2024 年中央经济工作会议要求，2025 年将实施适度宽松的货币政策，是近 14 年来货币政策基调由“稳健”首次转向。1 月 14 日，国新办举行“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会介绍金融支持经济高质量发展有关情况。中国人民银行副行长宣昌能表示，下阶段，宏观经济政策还将进一步强化逆周期调节，我们将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏。1 月 10 日中国人民银行决定暂停开展公开市场国债买入操作，但是仍然保留国债卖出，总体将形成国债净卖出，进而从市场收回流动性。基础货币投放渠道仍可通过降



准、买断式逆回购进行操作。近期，2025 年提前批地方政府专项债已经开始发行，叠加春节前取款需求等因素，人行降准或可落地。其次，人民币汇率相对承压，但仍可由绝对走贬至相对走强。近期，美元走势相对较强，非美货币相对承压。1 月 13 日人行决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.5 上调至 1.75，可增大境内企业境外融资上限，增大外汇市场美元供给，缓解人民币走贬压力。从走势上来看，在岸美元兑人民币，上方 7.35 仍有较强阻力。因此，2025 年人民币汇率或由绝对走贬至相对走强。同时为应对 2026 年对外贸易压力留足一定空间。综合来说，货币政策或更偏向数量型操作，以降低价格型操作对汇率的影响。

图 15：人民币汇率



数据来源：choice 国信期货

四、总结

2024 年 GDP 目标顺利完成，经济结构性矛盾显著改善。2024 年 GDP 同比增长 5.0%，顺利完成年初预期目标。2024 年，社零底部徘徊、出口补齐缺口、固投相对偏弱。值得注意的是，至 2024 年末，物价水平和货币供应结构性矛盾显著改善。

顺利完成全年 GDP 目标。2024 年 GDP 同比增长 5.0%，四季度增长 5.4% 表现较好。2024 年，规上工业增加值比上年增长 4.6%，12 月增长 6.2% 延续回升。2024 年，社零比上年增长 3.5%，12 月同比增长 3.7%，总体底部徘徊。2024 年，出口比上年增长 5.9%，12 月同比增长 10.7%，出口已补齐缺口。2024 年，固投比上年增长 3.2%，相对走弱；其中，民间投资比上年下降 0.1%，仍需提升。

经济结构性矛盾显著改善。物价水平方面，2024 年物价水平总体偏低，全年 CPI 比上年上涨 0.2%、PPI 比上年下降 2.2%；其中，12 月物价水平略有改善，CPI 同比上涨 0.1%，PPI 跌幅收窄至下跌 2.3%。货币供需方面，12 月末，M2 同比增长 7.3%，M1 同比下降 1.4%，降幅较 11 月收窄 2.3 个百分点，连续 3 个月跌幅收窄；2024 年末社融存量同比增长 8.0%，社融增量累计为 32.26 万亿元，比上年少 3.32 万亿元；其中，12 月份，社融增量为 2.86 万亿元，延续高增长。去年 9 月底后，系列增量宏观利好政策相继落地，M1 跌幅持续收窄，货币交易需求逐步回升，物价水平相对回升，经济结构性矛盾显著改善。景气度方面，12 月官方制造业 PMI 连续 3 个月扩张，非制造业商务活动指数升幅突出，景气度持续向好。

美联储宽松遭打压，人民银行稳汇率信号明确。美联储方面，近期，美元指数走势相对偏强，英镑兑



美元和欧元兑美元分别走贬至近 1 年和近 2 年的新低。美国 12 月新增非农就业较为强劲、物价水平总体变化不大；随着特朗普就任美国总统，其政策措施或引发美国再通胀，或进一步打压美联储 2025 年降息节奏和幅度。截至当地时间 1 月 18 日，根据 CME 利率期货显示，美联储 1 月底降息的概率仅为 2.1%，高达 97.9% 的概率维持利率不变。中国人民银行（简称“人行”）方面稳汇率信号明确，1 月 10 日，人行暂停国债买入，可维持短期国债利率相对稳定，进而有利于维持人民币汇率相对稳定；1 月 13 日，人行决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.5 上调至 1.75，可增大境内企业境外融资上限，增大外汇市场美元供给，缓解人民币走贬压力。从走势上来看，在岸美元兑人民币，上方 7.35 仍有较强阻力。因此，2025 年人民币汇率或由绝对走贬至相对走强。同时为应对 2026 年对外贸易压力留足一定空间。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。