

宏观

四季度 GDP 超预期但依然量价背离

2025 年 01 月 20 日

宏观周报（1 月第 3 周）

分析师：陈江月

执业证书：S1030520060001

电话：0755-83199599-9055

邮箱：chenjy@cscsco.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

核心观点：

- 1) **权益：上周市场放量上涨。**①基本面方面，12 月出口数据超预期，抢出口效应显现，但今年潜在贸易摩擦影响下，对市场情绪的助力有限。12 月金融数据超预期，但结构上同比多增主要由政府债发行同比高增贡献，结构上亮点不多，依然是 10 月以来 M1 继续反弹和居民中长贷改善。四季度 GDP 5.4%高于市场预期，带动全年 GDP 完成 5%的增长，但价格仍然偏弱，名义增长偏弱也减弱了市场对量层面超预期数据的反应。从 12 月边际变化上来看，偏积极的方面有内外需支撑下生产偏强，地方主导基建在化债节奏带动下走强，房地产价格呈现积极变化，社零继续修复。②海外方面，美国 CPI 降温带动降息预期反弹，人民币贬值压力边际有所缓解，对市场情绪有所支撑。
- 2) **固收：上周债市收益率上行。**①当周催化方面，一是资金面方面，央行和外管局宣布将跨境融资宏观审慎调节参数从 1.5 上调至 1.75，人民币中间价上调，稳汇率意图明显，全周资金面偏紧；二是全周债市监管情绪紧张，监管相关的传闻层出不穷，对债市情绪有所压制。②当前基本面暂未大幅反弹，债市中期风险仍然有限，短期受到稳汇率需求下资金面边际收紧以及监管态势的冲击，但市场已经有所调整，交易盘仓位偏低，在对央行难以持续收紧资金的判断下，债市进一步调整的空间或相对有限。
- 3) **海外：美股上涨、美债利率下行、美元指数下行、人民币升值。**美国核心 CPI 意外降温，核心 CPI 同比 3.2%，低于前值和预期的 3.3%；环比 0.2%，低于预期和前值的 0.3%，推升美联储降息预期。美国 2024 年 12 月零售销售环比升 0.4%，为 2024 年 8 月以来新低，预期升 0.6%，前值升 0.7%。美国上周初请失业金人数 21.7 万人，预期 21 万人，前值从 20.1 万人修正为 20.3 万人。美国经济、就业数据边际上也小幅降温，缓和此前降息预期的收缩。
- 4) **上周事件：12 月出口数据高于预期，抢出口效应较为显著；12 月金融数据高于预期但结构亮点有限；四季度 GDP 超预期但依然量价背离。**
- 5) **风险提示：基本面恢复不及预期、稳增长政策不及预期、美联储超预期鹰派。**

正文目录

一、 市场宏观变量回顾 3

二、 上周宏观事件分析 4

 2.1 12 月出口数据高于预期，抢出口效应较为显著 4

 2.2 12 月金融数据高于预期但结构亮点有限 5

 2.3 四季度 GDP 超预期但依然量价背离..... 6

三、 当周关注 9

图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾..... 3

Figure 2 出口同比增速对比..... 5

Figure 3 出口环比增速对比..... 5

Figure 4 社融分项..... 5

Figure 5 信贷分项..... 5

Figure 6 社融存量增速及规模..... 6

Figure 7 M1、M2 同比增速 6

Figure 8 工业增加值季调环比多年对比..... 7

Figure 9 固定资产投资增速变动 (%) 7

Figure 10 房地产相关增速变动 (%) 8

Figure 11 社零季调环比多年对比..... 8

Figure 12 社零总量及分项增速变动 (%) 8

一、市场宏观变量回顾

Figure 1 市场宏观变量周度回顾

大类市场	市场复盘	宏观变量点评
权益	上周市场放量上涨，周均成交额 12008 亿元，环比放量 587 亿元。上证指数 2.31%，深证成指 3.73%，创业板指 4.66%，万得全 A 3.61%；沪深 300 2.14%，小市值指数 5.63%；恒生指数 2.73%，恒生科技指数 5.13%。板块上，社会服务、传媒、计算机表现靠前，家用电器、银行、公用事业表现靠后。风格上，成长好于价值、小盘好于大盘。	1) 基本面方面，12 月出口数据超预期，抢出口效应显现，但今年潜在贸易摩擦影响下，对市场情绪的助力有限。12 月金融数据超预期，但结构上同比多增主要由政府债发行同比高增贡献，结构上亮点不多，依然是 10 月以来 M1 继续反弹和居民中长贷改善。四季度 GDP 5.4% 高于市场预期，带动全年 GDP 完成 5% 的增长，但价格仍然偏弱，名义增长偏弱也减弱了市场对量层面超预期数据的反应。从 12 月边际变化上来看，偏积极的方面有内外需支撑下生产偏强，地方主导基建在化债节奏带动下走强，房地产价格呈现积极变化，社零继续修复。2) 海外方面，美国 CPI 降温带动降息预期反弹，人民币贬值压力边际有所缓解，对市场情绪有所支撑。
固收	上周债市收益率整体上行。全周 T2503 下跌 0.06%，TL2503 上涨 0.25%，TF2503 上涨 0.02%。现券来看，10 年国债活跃券上行 2.25BP，30 年国债活跃券上行 1.5BP，10 年国开活跃券上行 1.3BP，5 年国开上行 1.5BP，3 年国开下行 2.5BP，1 年国开上行 10BP。上周全口径净投放 5789 亿元。本周央行公开市场将有 14848 亿元逆回购到期。	1) 当周催化方面，一是资金面方面，央行和外汇局宣布将跨境融资宏观审慎调节参数从 1.5 上调至 1.75，人民币中间价上调，稳汇率意图明显，全周资金面偏紧；二是全周债市监管情绪紧张，监管相关的传闻层出不穷，对债市情绪有所压制。2) 当前基本面暂未大幅反弹，债市中期风险仍然有限，短期受到稳汇率需求下资金面边际收紧以及监管态势的冲击，但市场已经有所调整，交易盘仓位偏低，在对央行难以持续收紧资金的判断下，债市进一步调整的空间或相对有限。
海外及其他	上周道指涨 3.69%，标普 500 指数涨 2.91%，纳指涨 2.45%。美债方面，2 年期美债收益率下行 9bp 至 4.30%，10 年美债收益率下行 13bp 至 4.64%。汇率方面，美元指数周跌 0.25% 报 109.3792，离岸人民币兑美元涨 225 个基点报 7.341。大宗方面，美油期货涨 1.04%，COMEX 黄金期货涨 0.92%，LME 期铜涨 0.99%。	美国核心 CPI 意外降温，核心 CPI 同比 3.2%，低于前值和预期的 3.3%；环比 0.2%，低于预期和前值的 0.3%，推升美联储降息预期。美国 2024 年 12 月零售销售环比升 0.4%，为 2024 年 8 月以来新低，预期升 0.6%，前值升 0.7%。美国上周初请失业金人数 21.7 万人，预期 21 万人，前值从 20.1 万人修正为 20.3 万人。美国经济、就业数据边际上也小幅降温，缓和此前降息预期的收缩。

资料来源：wind、世纪证券研究所

请务必阅读文末重要声明及免责条款

市场有风险 入市需谨慎

二、上周宏观事件分析

2.1 12 月出口数据高于预期，抢出口效应较为显著

事件：

中国 12 月以美元计价出口同比增长 10.7%，预期为增长 7.5%；进口同比增长 1%，预期为下滑 1%。中国 12 月贸易顺差 1,048.4 亿美元，预期为顺差 1,000 亿美元。

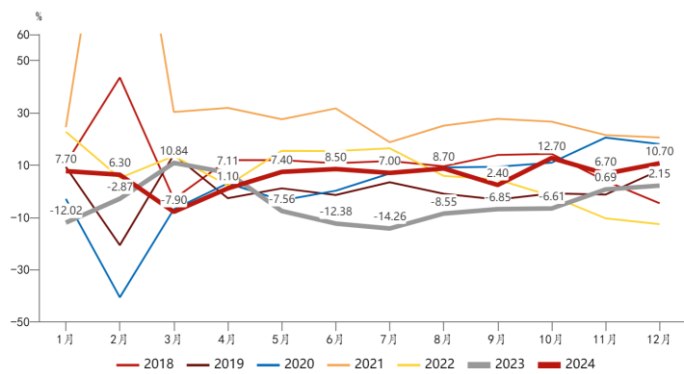
中国 1-12 月份以美元计价出口同比增长 5.9%，进口同比增长 1.1%，贸易顺差 9,921.6 亿美元。

点评：

从 12 月出口数据来看，12 月出口环比 7.6%，显著强于季节性水平，与 12 月高频集装箱运价指数等整体强势指引一致。从国别结构来看，对美国出口环比 3.2%，显著高于季节性水平，同比也从前值 8.0%回升至 15.6%，弹性显著高于整体出口，显示出较为显著的抢出口效应。另外，对东盟出口保持对总体出口的第一贡献，且环比 11.2%亦强于季节性水平，同比也从前值 14.9%回升至 18.9%，或反映出对潜在贸易摩擦风险的贸易对冲需求。从主要产品来看，通用机械设备、汽车、家电、纺织、服装边际同比拉动抬升较为明显，手机、自动数据处理设备及其零部件、集成电路等则边际同比拉动回落较为明显。

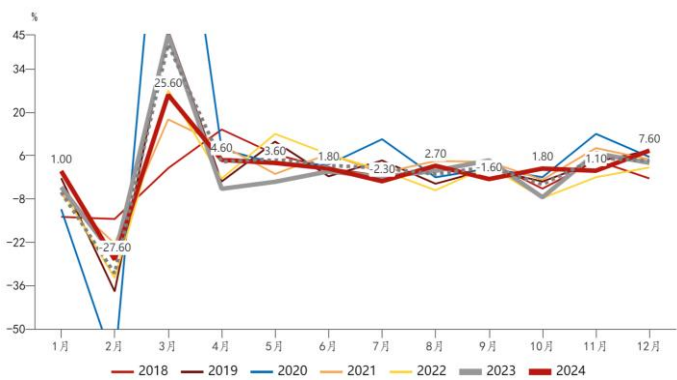
从全年数据来看，24 年全年同比增长 5.9%，较 2023 年的增速抬升 10.6 个百分点，对 24 年经济起到了重要支撑，一是在全球降息和补库周期下，经济和贸易周期性修复，二是受到出海优势产品竞争力的带动，如汽车、家电、船舶、集成电路等。25 年美联储降息预期在通胀预期抬升的情况下有所收缩，叠加潜在贸易摩擦的影响，对上述两条逻辑都有削弱。从 PMI 新出口订单的指向以及对加关税落地时点的预期来看，一季度或能维持抢出口效应对出口的支撑，二季度贸易摩擦的冲击或开始显现，到三季度出口或有明显转弱的风险。

Figure 2 出口同比增速对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 出口环比增速对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

2.2 12 月金融数据高于预期但结构亮点有限

事件：

12 月新增社融 2.86 万亿元，去年同期 1.93 万亿元，预期 2.10 万亿元。

12 月新增人民币贷款 9900 亿元，去年同期 11700 亿元，预期 8430 亿元。

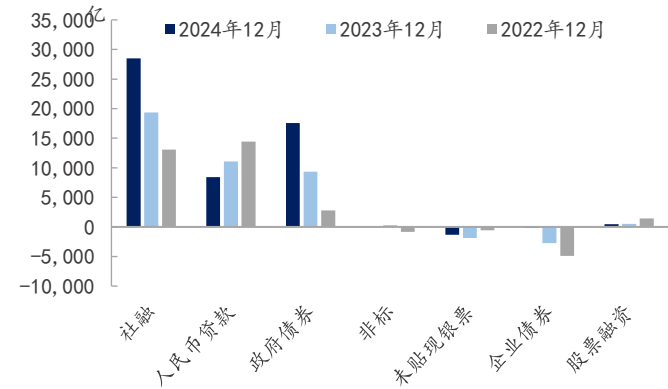
12 月 M2 同比增长 7.3%，前值 7.1%，预期 7.3%。

12 月 M1 同比增长-1.4%，前值-3.7%，预期-3.7%。

点评：

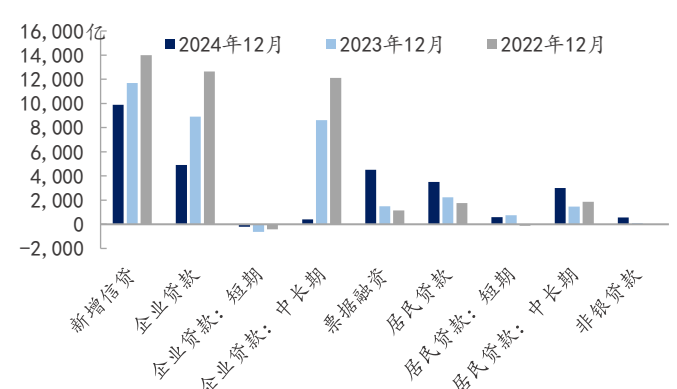
从 12 月的金融数据来看，12 月社融同比多增且高于预期，但结构上同比多增主要由政府债券发行同比大幅多增贡献，其他亮点主要是 10 月以来持续的 M1 继续反弹和居民中长贷延续改善，反映出的宏观逻辑是化债推进+楼市阶段回暖，但企业信贷和居民消费等内生性扩张意愿仍未全面走暖，企业贷款依旧偏弱，票据冲量仍然较为显著，贷款余额增速走弱，M2 增速未超预期。

Figure 4 社融分项



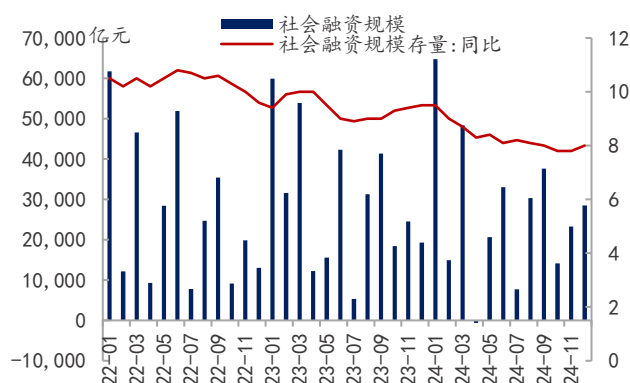
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 信贷分项



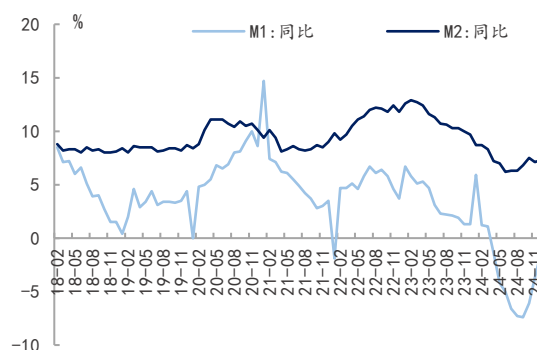
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 6 社融存量增速及规模



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 7 M1、M2 同比增速



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

2.3 四季度 GDP 超预期但依然量价背离

事件：

2024 年，国内生产总值（以不变价计算）较上年增长 5%；四季度 GDP 同比 5.4%，预计 5%，前值 4.6%。

中国 12 月规模以上工业增加值同比增 6.2%，预期 5.5%，前值 5.4%。

中国 1-12 月固定资产投资同比增 3.2%，预期 3.4%，前值 3.3%。其中，中国 1-12 月房地产开发投资同比-10.6%，预计-10.4%，前值-10.4%。

中国 12 月社会消费品零售总额同比增 3.7%，预期 3.5%，前值 3%。

点评：

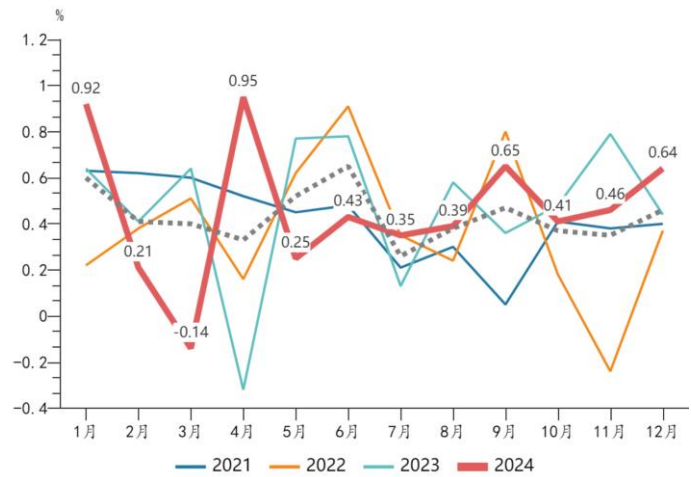
四季度 GDP 达到同比 5.4%，带动全年 GDP 完成 5%的增长。四季度 GDP 量层面的弹性，受到内部新一轮稳增长政策带动和外部抢出口需求显现共同带动。两新政策和出口需求较为旺盛带动汽车、家电、通信电子、设备类等行业生产较为旺盛，带动工业生产活动回暖；化债政策带动地方主导基建弹性显著回升，对建筑业有所支撑；存量房贷利率下调等新一轮房地产政策带动地产销售回暖，带动三产房地产业增速转正（从三季度-1.9%到四季度 2.0%）；稳市场政策带动股市交易热度上升，带动金融业回升；工业活动叠加居民预期回升带动社零修复，带动三产批发零售、交通邮政、住宿餐饮有所修复。

但四季度 GDP 呈现量价背离的情况。全年名义 GDP 增速 4.2%，对应平减指数-0.8%，较 23 年-0.4%继续走阔。四季度平减指数预计从三季度-0.5%进一步下滑至-0.7%。24 年以来在需求不足的情况下，无论是内需部门还是出口部门，无论是传统行业还是新型行业，以价换量现象较为普遍。价格依

旧偏弱也减弱了市场对量层面超预期数据的反应。今年价格的好转，有赖于超常规的货币和财政政策带动下的内需实质性好转，并且需要对出口风险形成对冲，从 12 月单月数据来看，社零同比 3.7%、固定资产投资同比 2.2% 对应的内需水平仍然偏弱，也不足以对冲出口风险。另外过剩供给侧的局部出清，也有利于价格层面的传导。

从 12 月边际变化上来看，12 月工业增加值同比增长达 6.2%，环比 0.64%，均显著高于前值，也明显好于季节性，同月出口偏强对此有支撑。另外受到化债节奏带动，地方主导小口径基建也明显加速，当月同比增速从 11 月的 3.4% 抬升至 12 月的 6.3%。房地产方面，地产销售面积增速略低于前值但销售额增速高于前值，投资端传导依然有限，但价格层面呈现出较为积极的变化，12 月 70 大中城市新建商品住宅销售价格指数同环比降幅收窄，其中一线城市环比转正。社零 12 月同比略高于前值，环比季调则低于前值，结构分化依然较为明显，主要高增的板块家电、体育娱乐、文化办公、通讯器材、食品烟酒等，主要是受到消费政策、消费趋势、春节假期临近等影响。

Figure 8 工业增加值季调环比多年对比



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 9 固定资产投资增速变动 (%)

指标名称	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2023-12	2023-11
固定资产投资:当月同比	2.11	2.29	3.40	3.40	2.01	1.90	3.55	3.29	3.40	4.80	4.20	4.00	2.90
固定资产投资:季调:环比	0.33	0.09	-0.15	0.72	0.16	-0.05	0.34	0.07	0.01	0.92	-0.01	-0.13	-0.05
基础设施建设:当月同比	7.42	9.74	10.03	17.50	6.19	10.73	10.18	3.78	5.92	8.61	8.96	10.75	5.37
基础设施建设(不含电力):当月同比	6.26	3.35	5.79	2.22	1.24	2.04	4.61	4.89	5.06	6.64	6.30	6.84	4.95
制造业投资:当月同比	8.35	9.30	10.03	9.74	7.95	8.32	9.26	9.37	9.32	10.28	9.40	8.23	7.10

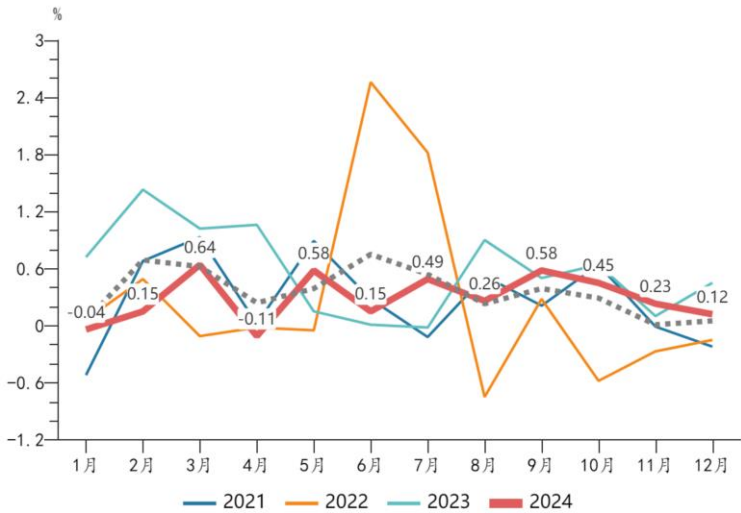
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 10 房地产相关增速变动 (%)

指标名称	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2023-12	2023-11
房地产开发投资:当月同比	-13.63	-11.58	-12.32	-9.36	-10.20	-10.84	-10.10	-11.15	-10.62	-10.06	-9.00	-12.34	-10.55
房屋新开工面积:当月同比	-23.00	-26.83	-26.69	-19.87	-16.74	-19.68	-21.74	-22.73	-13.73	-25.36	-29.70	-10.43	5.02
房屋竣工面积:当月同比	-30.53	-38.78	-20.12	-31.43	-36.59	-21.80	-29.58	-18.39	-19.03	-21.76	-20.20	15.36	12.30
房屋施工面积:累计同比	-12.70	-12.70	-12.40	-12.20	-12.00	-12.10	-12.00	-11.60	-10.80	-11.10	-11.00	-7.20	-7.20
商品房销售面积:当月同比	-0.37	3.21	-1.62	-10.97	-12.59	-15.22	-14.38	-20.73	-23.32	-18.28	-20.50	-12.66	-10.21
商品房销售额:当月同比	2.46	1.05	-1.08	-16.25	-17.20	-18.30	-14.15	-26.32	-30.62	-25.86	-29.30	-17.02	-8.53

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 11 社零季调环比多年对比



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 12 社零总量及分项增速变动 (%)

消费	指标名称	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2023-12	2023-11
总量	社零总额:当月同比	3.70	3.00	4.80	3.20	2.10	2.70	2.00	3.70	2.30	3.10	5.50	7.40	10.10
	社零总额:季调:环比	0.12	0.23	0.45	0.58	0.26	0.49	0.15	0.58	-0.11	0.64	0.15	0.45	0.10
必选	粮油、食品类	9.90	10.10	10.10	11.10	10.10	9.90	10.80	9.30	8.50	11.00	9.00	5.80	4.40
	饮料类	-8.50	-4.30	-0.90	-0.70	2.70	6.10	1.70	6.50	6.40	5.80	6.90	7.70	6.30
	烟酒类	10.40	-3.10	-0.10	-0.70	3.10	-0.10	5.20	7.70	8.40	9.40	13.70	8.30	16.20
	日用品类	6.30	1.30	8.50	3.00	1.30	2.10	0.30	7.70	4.40	3.50	-0.70	-5.90	3.50
	中西药品类	-0.90	-2.70	1.40	5.40	4.30	5.80	4.50	4.30	7.80	5.90	2.00	-18.00	7.10
可选	化妆品类	0.80	-26.40	40.10	-4.50	-6.10	-6.10	-14.60	18.70	-2.70	2.20	4.00	9.70	-3.50
	服装鞋帽针纺织品类	-0.30	-4.50	8.00	-0.40	-1.60	-5.20	-1.90	4.40	-2.00	3.80	1.90	26.00	22.00
	金银珠宝类	-1.00	-5.90	-2.70	-7.80	-12.00	-10.40	-3.70	-11.00	-0.10	3.20	5.00	29.40	10.70
	体育、娱乐用品类	16.70	3.50	26.70	6.20	3.20	10.70	-1.50	20.20	12.70	19.30	11.30	16.70	16.00
	文化办公用品类	9.10	-5.90	18.00	10.00	-1.90	-2.40	-8.50	4.30	-4.40	-6.60	-8.80	-9.00	-8.20
	通讯器材类	14.00	-7.70	14.40	12.30	14.80	12.70	2.90	16.60	13.30	7.20	16.20	11.00	16.80
地产相关	家具类	8.80	10.50	7.40	0.40	-3.70	-1.10	1.10	4.80	1.20	0.20	4.60	2.30	2.20
	家用电器和音像器材类	39.30	22.20	39.20	20.50	3.40	-2.40	-7.60	12.90	4.50	5.80	5.70	-0.10	2.70
	建筑及装潢材料类	0.80	2.90	-5.80	-6.60	-6.70	-2.10	-4.40	-4.50	-4.50	2.80	2.10	-7.50	-10.40
汽车	汽车类	0.50	6.60	3.70	0.40	-7.30	-4.90	-6.20	-4.40	-5.60	-3.70	8.70	4.00	14.70
石油	石油及制品类	-2.80	-7.10	-6.60	-4.40	-0.40	1.60	4.60	5.10	1.60	3.50	5.00	8.60	7.20
餐饮	餐饮	2.70	4.00	3.20	3.10	3.30	3.00	5.40	5.00	4.40	6.90	12.50	30.00	25.80

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

三、当周关注

日期	事件
1 月 20 日（周一）	09:00 中国贷款市场报价利率(LPR):1 年：前值 3.10
	09:00 中国贷款市场报价利率(LPR):5 年：前值 3.60
1 月 23 日（周四）	21:30 美国 1 月 18 日初请失业金人数:季调((人)：前值 217,000.00

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。