

2025年01月19日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

扩内需仍待政策加力

——宏观双周报（20250106-20250117）

投资要点

- **核心观点：2024年全年经济数据基本披露完毕，“924”以来一系列的政策落地，推动Q4GDP增速超预期走高，但从12月的数据来看，供强于需的特征仍然明显，内需修复上仍需政策加力。**特朗普即将宣誓就职，关注其政策主张的兑现。从近期的一些事件上中美关系或存阶段性缓和的可能，这或使即将迎来关税压力的出口短期压力不会太大。国内货币政策来看，汇率的约束仍然相对较强，未来美国通胀若能延续回落，降息预期提前或缓解汇率压力。央行暂停国债买入，10Y国债收益率反弹，近两周红利调整，A股小市值风格相对占优。
- **金融数据边际改善。**从12月金融数据的结构上来看，化债依然是主要线索，政府债券融资维持高增，居民贷款边际改善，但企业中长期贷款低增，反映融资需求仍然不强。在企业流动性改善下，M1、M2增速降幅继续收窄；在地方政府债高增的支撑下，社融增速也有所提升。
- **稳汇率仍是近期重点。**国内来看，1月14日国新办发布会上，央行提到保持人民币汇率基本稳定的目标不会改变，延续Q4货币政策报告提到的“三个坚决”的精神。近期，央行多措并举稳汇率，包括在离岸市场发行600亿央票，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，以及暂停公开市场买入国债操作隐含的稳汇率作用。国外来看，降息预期的波动对汇率约束也存在影响。此前超预期的12月非农数据以及ISM非制造PMI，均推升了市场交易再通胀的逻辑，但12月美国核心通胀的回落使市场预期美联储降息的节奏重新有所提前。从全年来看，特朗普的政策依然使美国通胀存在不确定性，也将影响市场的交易逻辑在降息和再通胀之间来回切换，汇率约束下，这将影响国内货币政策的窗口期。
- **Q4经济增速超预期，但仍需政策呵护。**2024年Q4GDP不变价当季同比5.4%，高于wind一致预期的5.07%，全年实现两会既定的5%左右的增长目标。名义GDP增速有较大幅度的改善，Q4当季同比大幅回升至7.43%，反映价格水平的单季度GDP平减指数在连续6个季度为负后重新转正。结构上，第三产业在四季度的支撑明显。12月的经济数据反映供给仍然强于需求。总的来看，2024Q4GDP增速明显回升，是“924”以来一系列政策组合拳落地效果的验证。从2025年来看，预计GDP增速目标或仍维持5%左右安排，扩内需一方面需要政策的持续性，另一方面也需要政策力度上的进一步加码。
- **2024年顺差创新高，关注中美关系阶段性缓和的可能性。**2024年12月出口当月同比10.7%，增速再次来到年内高位，全年实现贸易顺差9921.55亿美元，创历史新高。在外需仍保持相对韧性的情况下，“抢出口”进一步推动了出口增速的走高。美国普遍性关税的落地可能性增加。1月14日，美国新当选总统特朗普表示，他将设立“对外税务局”，负责征收“关税、各种税和所有来自外国的收入”。虽然尚未明确其中细节，但从单独设立对外税务局的角度来考虑，其关税政策落地的节奏可能较快，且兑现其承诺对所有进口商品加征关税的可能性较大。中美关系有阶段性缓和的可能。1月17日晚，国家主席习近平应约与美国当选总统特朗普通电话，中国此次由国家副主席韩正赴美出席总统就职典礼，均释放了一定的积极信号。美国方面，当地时间1月15日，美国当选总统特朗普正在考虑在上任后发布一项行政命令，暂停执行TikTok销售或禁止法60至90天。中美关系的阶段性缓和可能，普遍性关税背景下中国与非美国国家的贸易关系存在提升的可能，虽然出口仍面临不确定性，但短期维持韧性的可能性在增加。

- **近两周A股小市值风格占优。**近10个交易日，上证指数上涨0.95%，同期创业板指上涨2.54%，科创50指数上涨2.56%。近两周，发改委、央行、财政部等多部门召开国新办新闻发布会，但增量政策仍可能需要等待两会后落地。从市场风格来看，10Y国债收益率有所反弹，大市值风格的红利指数震荡调整，小市值风格总体占优。
- **风险提示：地缘政治风险；政策落地不及预期的风险。**

正文目录

1. 金融数据边际改善，稳汇率仍是近期重点	5
2. Q4 经济增速超预期，但仍需政策呵护	6
3. 2024 年顺差创新高，关注中美关系阶段性缓和的可能性.....	7
4. 近两周 A 股小市值风格占优.....	8
5. 下周关注	8
6. 风险提示	9

图表目录

图 1 新增社融规模及存量同比，亿元，%.....	5
图 2 12/11 月社融规模同比多增结构，亿元.....	5
图 3 美元兑人民币及中美 10Y 国债利差，%.....	6
图 4 美国 CPI 分项环比变化情况，%.....	6
图 5 名义、实际 GDP 增速与平减指数，%，%.....	7
图 6 第一、二、三产业 GDP 当季同比，%.....	7
图 7 贸易差额，亿美元.....	8
图 8 出口金额当月同比，%.....	8
图 9 申万一级行业周涨跌幅（2025/1/6-2024/1/17）.....	8

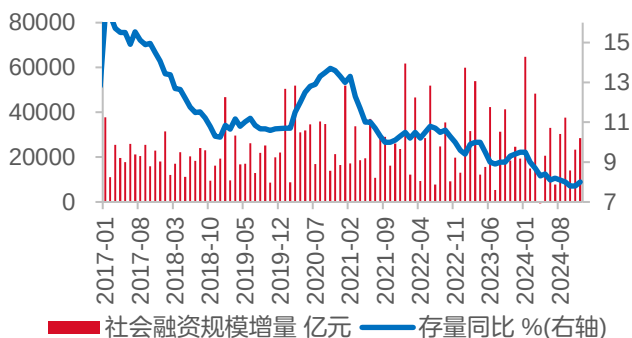
1.金融数据边际改善，稳汇率仍是近期重点

化债依然是金融数据的主要线索。2024 年 12 月新增人民币贷款 9900 亿元，同比少增 1800 亿元，新增社融 2.85 万亿元，同比多增 9181 亿元，社融、M2、M1 增速均较前值有所回升。从金融数据的结构上来看，化债依然是主要线索，政府债券融资维持高增，居民贷款边际改善，但企业中长期贷款低增，反映融资需求仍然不强。在企业流动性改善下，M1、M2 增速降幅继续收窄；在地方政府债高增的支撑下，社融增速也有所提升。

国内来看，央行采取多种措施维护汇率稳定。1 月 14 日国新办发布会上，央行提到保持人民币汇率基本稳定的目标不会改变，延续 Q4 货币政策报告提到的“三个坚决”的精神。近期，央行采取了多种措施维护汇率稳定，包括离岸市场发行 600 亿央票，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，以及暂停公开市场买入国债操作隐含的稳汇率作用。

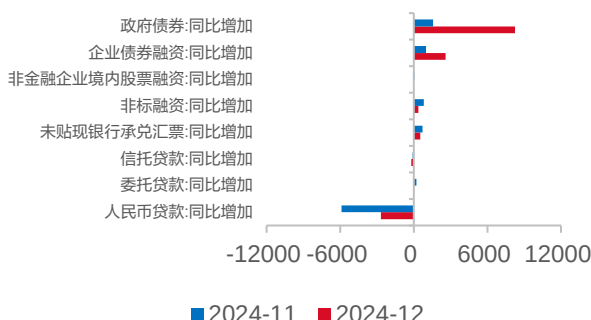
国外来看，降息预期的波动对汇率约束也存在影响。受能源价格明显上涨的影响，美国 12 月 CPI 环比涨幅扩大，但核心 CPI 环比涨幅回落。此前超预期的 12 月非农数据以及 ISM 非制造 PMI，均推升了市场交易再通胀的逻辑，10Y 美债收益率明显上行，美元指数最高升至 110 以上，美股也进入调整。核心通胀的回落使市场预期美联储降息的节奏重新有所提前。但从全年来看，特朗普的政策依然使美国通胀存在不确定性，也将影响市场的交易逻辑在降息和再通胀之间来回切换，汇率约束下，这将影响国内货币政策的窗口期。

图1 新增社融规模及存量同比，亿元，%



资料来源：央行，东海证券研究所

图2 12/11 月社融规模同比多增结构，亿元



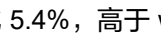
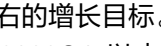
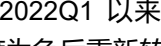
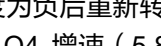
资料来源：央行，东海证券研究所

图3 美元兑人民币及中美 10Y 国债利差，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 美国 CPI 分项环比变化情况，%

	2024年7月	2024年8月	2024年9月	2024年10月	2024年11月	2024年12月	趋势	权重
CPI	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4		100.0
1. 食品	0.2	0.1	0.4	0.2	0.4	0.3		13.5
1.1 家庭食品	0.1	0.0	0.4	0.1	0.5	0.3		8.7
1.2 非家用食品	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3		4.8
2. 能源	0.0	-0.8	-1.9	0.0	0.2	2.6		6.9
2.1 能源类商品	0.1	-0.6	-4.0	-1.0	0.5	4.3		3.5
2.1.1 汽油（所有种类）	0.0	-0.6	-4.1	-0.9	0.6	4.4		0.2
2.1.2 燃油	0.9	-1.9	-6.0	-4.6	0.6	4.4		3.3
2.2 能源服务	-0.1	-0.9	0.7	1.0	-0.1	0.8		3.4
2.2.1 电力	0.1	-0.7	0.7	1.2	-0.4	0.3		2.5
2.2.2 管道燃气服务	-0.7	-1.9	0.7	0.3	1.0	2.4		0.9
核心CPI	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2		79.5
1. 商品不包含能源和食品	-0.3	-0.2	0.2	0.0	0.3	0.1		21.4
1.1 新车	-0.2	0.0	0.2	0.0	0.6	0.5		4.3
1.2 二手汽车和卡车	-2.3	-1.0	0.3	2.7	2.0	1.2		2.7
1.3 服装	-0.4	0.3	1.1	1.5	0.2	0.1		2.5
1.4 医疗类商品	0.2	-0.2	-0.7	-0.2	-0.1	0.0		1.5
2. 服务不包含能源服务	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3		58.2
2.1 住房	0.4	0.5	0.2	0.4	0.3	0.3		34.4
2.2 运输服务	0.4	0.9	1.4	0.4	0.0	0.5		5.8
2.3 医疗服务	-0.3	-0.1	0.7	0.4	0.4	0.2		6.7

资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

2.Q4 经济增速超预期，但仍需政策呵护

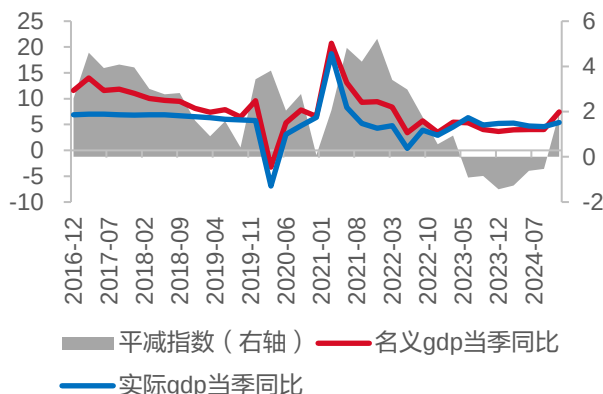
2024Q4GDP 增速超预期。2024 年 Q4GDP 不变价当季同比 5.4%，高于 wind 一致预期的 5.07%，为 2023 Q2 以来新高，全年实现两会既定的 5% 左右的增长目标。名义 GDP 增速有较大幅度的改善，Q4 当季同比大幅回升至 7.43%，为 2022Q1 以来新高，前值 4.04%，而反映价格水平的单季度 GDP 平减指数在连续 6 个季度为负后重新转正。结构上，第三产业在四季度的支撑明显，从不变价的角度来看，第三产业 Q4 增速（5.8%）以及改善的幅度（+1.0pct）均为最高。从平减指数的角度来看，第三产业平减指数同比大幅回升至 6.71%，较前值改善了 5.74pct，同样在三大产业中表现最好。

12 月的经济数据反映供给仍然强于需求。供给方面，出口以及两新政策的带动下，规模以上工业增加值增速进一步上升。需求方面：消费来看，政策对家电等相关耐用品消费

的带动仍然明显，但整体消费仍有待从“点”到“面”的恢复；投资来看，设备更新政策支撑制造业投资增速依然维持相对高位，狭义基建投资增速小幅回升，地产投资和销售的分化仍然明显。

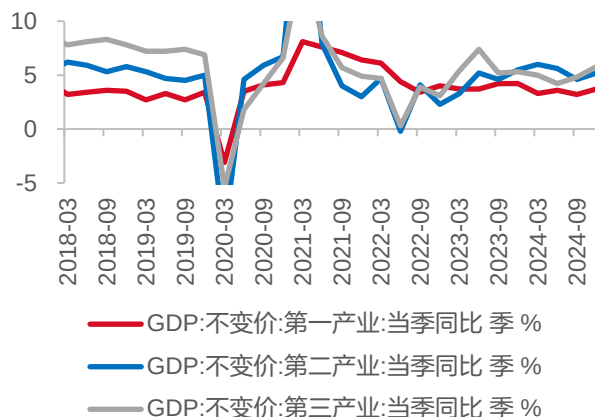
总的来看，2024Q4 GDP 增速明显回升，是“924”以来一系列政策组合拳落地效果的验证。从 2025 年来看，预计 GDP 增速目标或仍维持 5% 左右安排，扩内需一方面需要政策的持续性，另一方面也需要政策力度上的进一步加码。

图5 名义、实际 GDP 增速与平减指数，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 第一、二、三产业 GDP 当季同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

3.2024 年顺差创新高，关注中美关系阶段性缓和的可能性

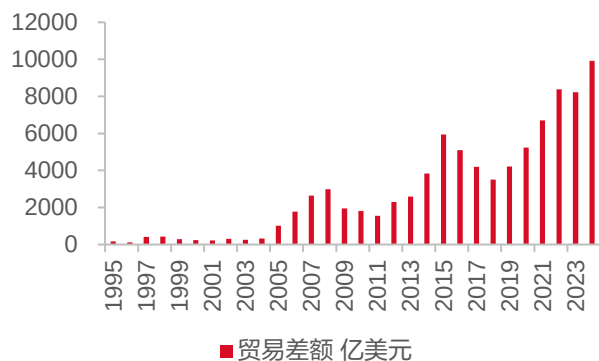
2024 年 12 月出口当月同比 10.7%，增速再次来到年内高位，全年实现贸易顺差 9921.55 亿美元，创历史新高。在外需仍保持相对韧性的情况下，“抢出口”进一步推动了出口增速的走高。

美国普遍性关税的落地可能性增加。1 月 14 日，美国新当选总统特朗普表示，他将设立“对外税务局”，负责征收“关税、各种税和所有来自外国的收入”。虽然尚未明确其中细节，但从单独设立对外税务局的角度来考虑，其关税政策落地的节奏可能较快，且兑现其承诺对所有进口商品加征关税的可能性较大。

中美关系有阶段性缓和的可能。虽然此前特朗普也表示，将提高自中国进口商品的关税税率，但近期的一些事件上，反映中美关系在其上任后或出现阶段性缓和的可能。1 月 17 日晚，国家主席习近平应约与美国当选总统特朗普通电话，中国此次由国家副主席韩正赴美出席总统就职典礼，均释放了一定的积极信号。美国方面，当地时间 1 月 15 日，美国当选总统特朗普正在考虑在上任后发布一项行政命令，暂停执行 TikTok 销售或禁止法 60 至 90 天。

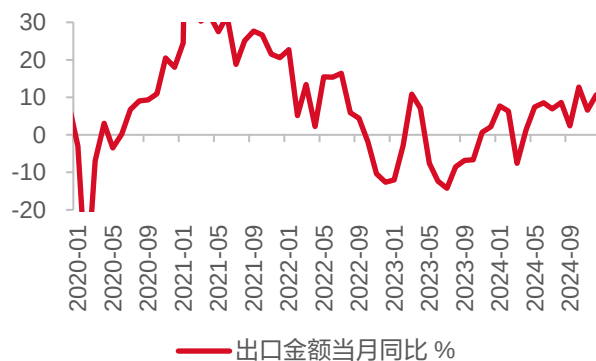
虽然长期来看，中美关系尚难有根本性改变，尤其是在高科技产业方面的限制。但中美关系的阶段性缓和可能，普遍性关税背景下中国与非美国国家的贸易关系也存在提升的可能，虽然出口仍面临不确定性，但短期维持韧性的可能性在增加。

图7 贸易差额, 亿美元



资料来源: 海关总署, 东海证券研究所

图8 出口金额当月同比, %

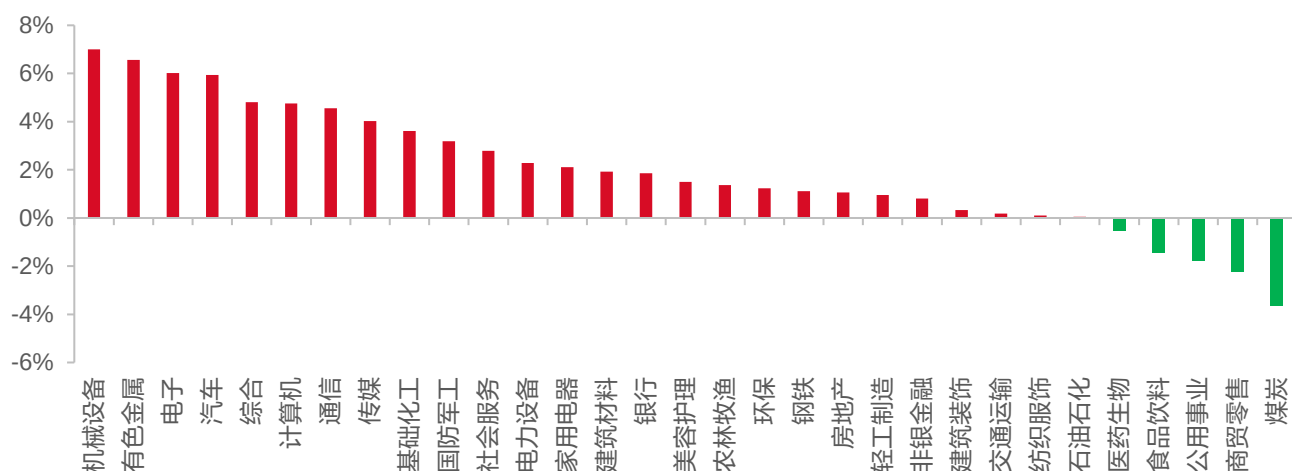


资料来源: 海关总署, 东海证券研究所

4. 近两周 A 股小市值风格占优

近两周, 小市值风格占优。近 10 个交易日, 上证指数上涨 0.95%, 同期创业板指上涨 2.54%, 科创 50 指数上涨 2.56%。近两周, 发改委、央行、财政部等多部门召开国新办新闻发布会, 但增量政策仍可能需要等待两会后落地。从市场风格来看, 10Y 国债收益率有所反弹, 大市值风格的红利指数震荡调整, 小市值风格总体占优。根据 Wind 热门概念指数分类, 近两周涨幅居前的概念板块分别是减速器 (13.81%)、人形机器人 (13.57%)、机器人 (12.02%)、工业 4.0 (11.01%)、汽车精选配件 (10.58%)。

图9 申万一级行业周涨跌幅 (2025/1/6-2024/1/17)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

5. 下周关注

- 1) 美国当选总统特朗普就职
- 2) 国内 1 月 LPR 报价;
- 3) 日本央行利率决议
- 4) 日本 2024 年 12 月 CPI;

6.风险提示

- 1) 地缘政治风险，导致原油价格大幅上涨的风险，进而影响美国再通胀压力，降息时间点再推后可能扩大中美息差压力。
- 2) 政策落地不及预期的风险，影响投资以及消费的复苏，导致国内经济恢复速度整体偏慢。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在 -20%—20% 之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在 -10%—10% 之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15% 之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在 -5%—5% 之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15% 之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089