

美联储降息预期小幅回升，我国去年 Q4 经济动能明显回升

2024 年 1 月 13 日-2025 年 1 月 19 日周报

◆ 2024 年四季度经济动能明显回升

2024 年 Q4 GDP 不变价同比+5.4%，超过市场预期的+5.1%，较去年 Q1-Q3 的+5.3%、+4.7%和+4.6%显示出明显的经济动能回升。具体行业角度，除占比较小的第一产业外，第二产业中的工业和第三产业中除房地产业外的其余行业 GDP 增速均超 GDP 总体增速，第二产业中的建筑业和第三产业中的房地产业低于 GDP 总体增速。

支出法角度：2024 年 Q4 表现最好的是出口，增速总体较 Q3 明显提升，或与特朗普上台带来的关税预期下“抢出口”效应相关；制造业投资相对平稳，增速较二季度变化不大；消费与 Q3 相比亦有改善，总体增速抬升；房地产投资下滑幅度与 Q3 相比并无明显改善。值得注意的是，相比 Q4 房地产投资增速持续的下行，Q4 房地产业 GDP 实际增速实现 6 个季度以来的首次转正。我们认为这两个数据的差异主要缘于生产法下房地产行业 GDP 中不计入土地购置费项目所产生的扰动。今年前 11 个月土地购置费占房地产开发投资比例接近 4 成，而从已公布的 10 月和 11 月数据看，今年 Q4 土地购置费同比下滑幅度较 Q3 有所加深。因此，Q4 生产法下房地产业实际 GDP 同比转正，而房地产开发投资完成额下滑幅度仍然较大的主要原因在于四季度在新一轮稳房地产政策下房企加快施工（计入生产法下 GDP），但因为预期仍待改善房企购地仍然维持弱势所致。

综合来看，2024 年 Q4 我国经济动能明显回升，稳增长政策效果明显，带动 2024 年全年完成+5.0%的增速目标殊为不易。但另一方面，当前经济数据也反映出 2025 年我国经济仍面临着进一步提升内需的任务：一是 4 季度居民消费倾向虽然回升但离稳态值（疫情前）仍有一定差距；二是 2024 年全年名义增速+4.2%，Q4 名义增速+4.6%，与全年和 Q4 的实际增速仍有差距，反映出内需不足导致的价格弱势之下，实际经济增速和居民体感增速间的差值仍需进一步弥合；三是 Q4 需求端对外需依赖较强，2025 年外贸面临的不确定性较大，外需支撑力或减弱。2025 年的财政刺激规模（尚待两会明确）、新一轮稳消费政策力度仍对经济动能回升至关重要，Q1 为重要观察窗口：

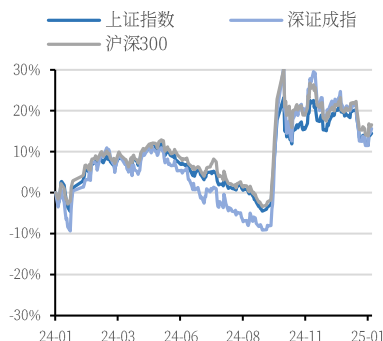
(1) 2024 年 12 月消费边际回升

2024 年 12 月，社零同比录得+3.7%，较 11 月+0.7PCTS，超过市场预期的+3.5%。2024 年 12 月，餐饮收入和商品零售同比分别为+2.7%和+3.9%，分别较上月-1.3PCTS 和+1.1PCTS，占社零比重约为 90%的商品零售增速回升是 2024 年 12 月社零增速较 11 月回升的直接原因。从限额以上企业各类别商品零售额角度，

主要数据

上证指数	3241.8212
沪深 300	3812.3429
深证成指	10161.3212

主要指数走势图



作者

符旸 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyys@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

刘倩 分析师
SAC 执业证书: S0640524090002
联系电话: 010-59562515
邮箱: liuqian@avicsec.com

相关研究报告

财政发力主导社融修复，市场主体融资意愿仍需改善 —2025-01-16
金融市场分析周报 —2025-01-16
核心 CPI 回升明显，稳增长政策初见成效 —2025-01-12

2024 年 12 月有 5 类商品销售额同比增速为负，较 11 月的 9 类明显减少。从环比角度，2024 年 12 月社零环比为+0.12%，自 2012 年以来，在历年 10 月社零环比中排在倒数第 3 位，与历年同月相比不算强。

总体来看，2024 年 12 月消费边际改善，但往后看消费仍需进一步修复：2024 年居民消费倾向为 68.3%，较 Q1 至 Q3 值恢复，但与疫情前普遍的 70% 以上仍有差距。从居民收入增速角度，居民工资、经营、财产和转移净收入增速与 2019 年前相比均有差距，其中财产收入差距最大。后续消费进一步修复，仍需居民收入增速、尤其是房地产和资本市场代表的财产性收入增速回升作为支撑。2025 年进一步的促居民增收、稳居民消费政策值得期待。

(2)2024 年 12 月固投增速表现相对平稳

2024 年 12 月，固投同比+2.2%，较 11 月-0.1PCTS，带动 2024 年固投累计同比录得+3.2%，较 2024 年前 11 月略降 0.1PCTS，总体表现平稳。

2024 年 12 月制造业投资保持高增速：

2024 年 12 月，制造业投资录得+8.3%，增速虽较 11 月下降 1.0PCTS，但仍为相对高增速，在近 60 个月中依然排在第 19 位，显示出“大规模设备更新改造”政策的持续性影响。2024 年设备工器具购置投资增速录得+15.7% 的近 10 年最高增速，明显高于固投和制造业投资增速。

2025 年，出口面临的不确定性加大对制造业投资将产生一定负面影响，但制造业投资仍有支撑：其一，2025 年财政发力力度已经确定将较 2024 年进一步提升，且当前政策已明确大规模设备更新改造政策在 2025 年将扩围实施（国家发展改革委、财政部已正式印发《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》）；其二，从各制造业子行业产能利用率看，当前汽车制造、计算机通信和电子等行业产能利用率已经处在疫情以来高位，相关行业在 2025 年的投资需求有望对制造业投资产生一定支撑。总提来看，2025 年制造业投资仍有希望录得+7% 以上增速。

2024 年 12 月房地产投资增速仍处低位，但相关数据已现改善信号：

2024 年 12 月，房地产投资增速为-13.3%，较 11 月-1.8PCTS。2024 年 12 月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-10.5%、-23.1%和-17.5%。

总体来看，2024 年 12 月房地产投资仍然录得 10% 以上的较大跌幅，但整个房地产相关数据已见边际改善：首先是 2024 年 12 月商品房销售金额连续第 2 个月同比为正，商品房销售面积同比虽然为负，但降幅仅为 0.5% 的较小值，大的趋势看仍在改善通道中；其次是房企开发资金来源自 2023 年 5 月以来同比首次转正。2024 年 12 月，房企国内贷款同比增速近+30%，定金及预收款同比增速+9%，个人按揭贷款同比+16.1%，显示 2024 年 12 月房企资金改善主要来自商品房销售改善和金融支持力度加大两个方面的支撑。

从政策效果看，2024 年 10 月以来居民购房已按照二手房到一手房、一线到三线城市的先后顺序出现边际改善，释放了房地产价值链条企稳的信号。2025 年，房地产价值链条的进一步修复，仍需要诸多稳房地产政策形成合力、协同发力。理想情况下的演绎过程是：通过提高地方政府的稳房地产能力和对房企的资金支持解决房企阶段性困境，在此过程中居民购房、特别是居民购买一手房的意愿和能

力随着政策的发力和经济的回暖而出现明显回升，房地产整个价值链条摆脱目前下降的趋势。综合土地购置费和建安工程相关投资趋势，预计 2025 年房地产投资降幅有望缩窄至 8% 左右，较 2024 年呈现弱修复。节奏上看，当前地产投资增速大概率已经见底，后续或呈现缓步回升趋势。

2024 年 12 月基建投资保持平稳：

2024 年 12 月，基建投资同比+7.4%，较 11 月-3.3PCTS，累计同比+9.2%，较前 11 月-0.1PCTS。

2024 年 12 月单月基建增速虽较 11 月有所下滑，我们认为主要原因在于年末施工力度减弱以及为明年储备项目。展望 2025 年，在财政发力力度已明确较 2024 年进一步提升的基础上，基建投资保持力度已经是相对确定性的事件。数值上，因 2024 年的高基数，2025 年基建投资虽然同比增速难以较 2024 年大幅上升，但维持 9% 左右难度不大。

2024 年 12 月“抢出口”下出口同比增速超预期，进口同比转正：

据海关统计，以美元计价，2024 年 12 月，我国实现出口总值 3356.30 亿美元，同比增长 10.70%，超出市场预期(+7.14%)，同比增速较上月上行 4.00 PCTS。10 月实现进口总值 2307.90 亿美元，同比上升 1.00%，同比增速较上月上行 4.90PCTS，超出市场预期(-1.02%)。除了去年同期低基数因素外，特朗普关税政策引发的“抢出口”热潮或是本次出口数据大幅超预期的主因。从产品品类看，劳动密集型产品、交通运输设备类产品对出口同比增速的拉动力上行是本月同比增速上行的重要因素。从出口对象看，12 月我国对主要的三大贸易对象美国、欧盟和东盟的出口拉动力均上行，尤其是对美出口拉动力较 11 月上行 0.97PCTS，居各个出口对象之首。

进口方面，时隔两个月进口同比增速再次回正，结合此前 PMI 指数连续 3 个月位于荣枯线之上，显示 9 月底以来系列稳增长政策效果初显，国内消费和投资需求有所改善。往后看，随着特朗普政府正式上台，关税政策或逐步落地，美国将在全球掀起新一轮贸易摩擦，中国或首当其冲，全球贸易保护主义再度升温，国际贸易将受到抑制，全球贸易链和供应链或将根据关税情况进行相应的区域性调整，抢出口对出口的贡献边际递减。全年来看，我国出口或呈现前高后低走势。但从积极的方面来看，也有望倒逼我国出口企业加快提升产品技术含量和附加值，推动我国出口产业结构升级。

◆ 央行投放收紧，资金利率骤涨

截止 1 月 17 日，DR007 报收 2.12%，较上周五大幅上行 37BP；SHIBOR1W 报收 2.04%，较上周五上行 35BP。截止 1 月 17 日，1 年期同业存单到期收益率报收 1.70%，较上周五上行 7BP。为了平衡债市需求，遏制国债收益率快速下行，1 月 10 日央行发布公告，阶段性暂停在公开市场买入国债。受到央行资金投放边际变化的影响，本周资金利率趋紧，央行随之增加 7D 逆回购的操作规模，以对冲市场资金需求。本周通过 7D 逆回购累计投放流动性 14848.00 亿元，利率 1.50%；7D 逆回购到期量共计 309.00 亿元，本周通过逆回购累计净投放流动性 14539.00 亿元。

◆ 美国核心 CPI 下行，市场降息预期小幅回暖

美国 12 月核心通胀降温。数据显示，12 月 CPI 同比增速 2.9%，连续三个月出现反弹；核心 CPI 同比增速回落至 3.2%，自 2024 年 6 月以来再次下行，增速回落超出市场预期。美国核心通胀的降温激发了部分乐观情绪，美联储理事沃勒表示，美国 CPI

数据非常不错，如果继续获得更多这样的数据，可能会看到美联储 FOMC 在 2025 年上半年降息，甚至不排除 3 月降息的可能性。

另一方面，特朗普提名的财政部长贝森特在听证会上为特朗普政策辩护，预计特朗普的政策不会推升通胀。在 1 月 16 日举行的参议院银行业委员会听证会上，贝森特表示联邦政府存在严重的支出问题，须优先考虑能够促进经济增长的有效投资，而不是导致通货膨胀的浪费性支出。贝森特表示，预计特朗普出台的政策不会推升通胀，反而会让通胀“更接近”美联储的目标 2%。他暗示，为了强迫俄罗斯通过外交谈判结束俄乌冲突，特朗普政府将考虑加码制裁俄罗斯、尤其是石油业。因此特朗普上任后，通胀风险在方向上可能会有所提升，但幅度上或不及市场预期，今年长期通胀仍有望延续缓慢回落的趋势。

美联储降息预期回暖，周内美元指数波动下行。截止 1 月 17 日，美元指数报收 109.38，较上周五下行 0.25%；人民币兑美元即期汇率报收 7.3284，汇率压力仍处于高位。

风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 2020年Q4以来GDP生产法计各项目各季度实际增速(%)

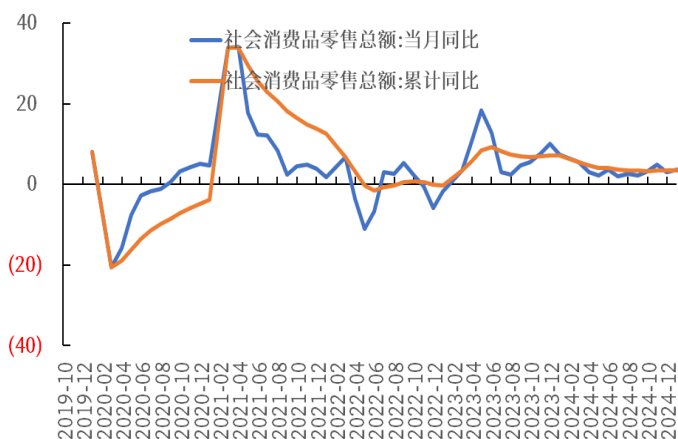
	2024-12	2024-09	2024-06	2024-03	2023-12	2023-09	2023-06	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03	2020-12
GDP	5.40	4.60	4.70	5.30	5.30	5.00	6.50	4.70	3.00	4.00	0.80	4.80	4.50	5.50	8.10	13.90	6.50
第一产业	3.70	3.20	3.60	3.30	4.20	4.20	3.70	3.70	4.00	3.40	3.40	6.10	6.40	7.10	7.60	8.10	4.30
第二产业	5.20	4.60	5.60	6.00	5.50	4.60	5.20	3.30	2.30	4.10	0.20	4.70	3.00	4.00	7.90	24.90	6.70
工业	5.80	5.10	5.90	6.00	5.20	4.20	4.50	2.90	1.80	3.80	0.40	5.60	4.60	5.60	9.60	25.20	6.80
制造业	6.20	5.00	6.20	6.40	5.30	4.50	4.90	2.80	1.10	3.80	1.50	4.80	4.60	6.10	10.60	28.40	7.40
建筑业	3.40	3.00	4.30	5.80	6.70	6.60	8.20	6.70	4.50	5.30	1.10	1.20	3.20	2.80	0.70	21.70	5.80
第三产业	5.80	4.80	4.20	5.00	5.30	5.20	7.40	5.40	3.10	3.90	0.30	4.70	4.90	5.70	8.60	15.90	6.60
批发和零售业	5.70	5.00	5.30	6.00	6.60	5.10	7.60	5.50	1.90	3.20	0.20	5.50	5.70	7.30	9.30	26.30	6.80
交通运输、仓储和邮政业	7.90	6.60	6.50	7.30	9.40	8.50	8.80	4.80	2.50	4.10	2.10	3.60	6.60	8.90	15.50	36.10	8.00
住宿和餐饮业	6.60	5.90	5.90	7.30	14.80	12.70	17.50	13.60	6.40	2.20	5.80	0.80	5.80	6.80	18.30	45.10	0.80
金融业	6.50	6.20	4.30	5.20	6.00	6.40	7.70	6.90	3.40	3.00	3.40	2.50	4.70	3.20	3.30	4.60	5.90
房地产业	2.00	1.90	4.60	5.40	2.70	2.70	1.20	1.30	5.90	3.00	5.80	0.70	4.50	3.10	5.40	19.50	4.90
信息传输、软件和信息技术服务业	9.60	10.00	10.20	13.70	11.20	10.30	14.60	11.20	13.00	11.00	10.60	13.90	11.70	16.80	19.80	21.40	21.00
租赁和商务服务业	11.00	10.80	8.70	10.80	8.60	8.50	14.70	6.00	6.40	6.20	2.50	6.00	10.40	10.70	10.80	13.10	4.80
其他行业	3.80	3.00	3.10	3.80	2.70	3.90	6.20	4.00	6.50	3.20	0.60	3.70	5.50	5.80	5.80	9.40	4.40

资料来源: wind, 中航证券研究所

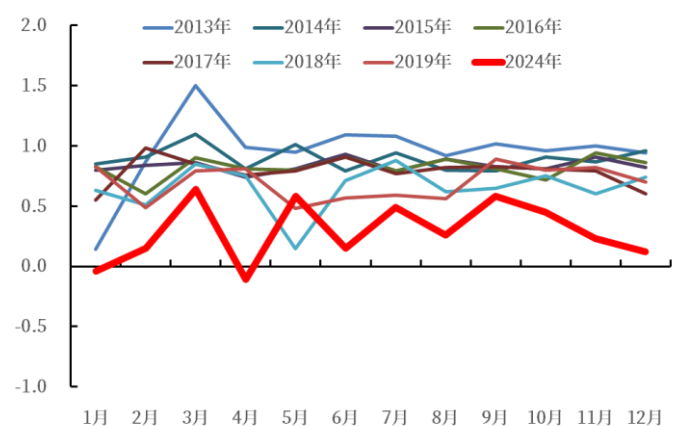
图2 月度经济数据情况

	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12
社零(当月同比)	3.7%	3.0%	4.8%	2.0%	3.7%	2.3%	3.1%	5.5%	7.4%	10.1%	7.6%	5.5%	4.6%
社零: 商品零售(当月同比)	3.9%	2.8%	5.0%	1.5%	3.6%	2.0%	2.7%	4.6%	4.8%	8.0%	6.5%	4.6%	3.7%
社零: 餐饮(当月同比)	2.7%	4.0%	3.2%	5.4%	5.0%	4.4%	6.9%	12.5%	30.0%	25.8%	17.1%	13.8%	12.4%
固投(累计同比)	3.2%	3.3%	3.4%	3.9%	4.0%	4.2%	4.5%	4.2%	3.0%	2.9%	2.9%	3.1%	3.2%
制造业投资(累计同比)	9.2%	9.3%	9.3%	9.5%	9.6%	9.7%	9.9%	9.4%	6.5%	6.3%	6.2%	6.2%	5.9%
基建投资(累计同比)	9.2%	9.4%	9.4%	7.7%	6.7%	7.8%	8.8%	9.0%	3.2%	3.0%	3.3%	3.6%	9.0%
房地产开发投资(累计同比)	-0.6%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.8%	-0.5%	-0.0%	-0.6%	-0.4%	-0.3%	-0.1%	-0.8%
固投(当月同比)	2.20%	2.30%	3.40%	3.4%	2.0%	1.9%	3.6%	3.4%	3.5%	4.8%	4.2%	4.1%	2.9%
制造业投资(当月同比)	8.30%	9.30%	10.00%	9.7%	8.0%	8.3%	9.3%	9.4%	9.3%	10.3%	9.4%	8.2%	7.1%
基建投资(当月同比)	7.40%	9.70%	10.00%	17.5%	6.2%	10.7%	10.2%	3.8%	5.9%	8.6%	9.0%	10.7%	5.4%
房地产开发投资(当月同比)	-13.30%	-11.60%	-12.30%	-9.4%	-10.2%	-10.8%	-10.1%	-1.0%	-0.5%	-10.1%	-9.0%	-12.5%	-10.6%
出口金额(美元, 当月同比)	10.7%	6.6%	12.7%	2.4%	7.6%	1.4%	7.6%	7.1%	2.3%	0.5%	6.4%	6.2%	8.8%
进口金额(美元, 当月同比)	1.0%	4.0%	2.4%	0.2%	1.8%	8.3%	1.9%	3.5%	0.2%	0.6%	3.0%	6.3%	7.3%
工业增加值(当月同比)	5.2%	5.4%	5.3%	5.4%	5.6%	6.7%	4.5%	7.0%	6.8%	6.6%	4.6%	4.5%	4.5%
服务业生产指数(当月同比)	6.5%	6.1%	6.3%	5.1%	4.8%	3.5%	5.0%	5.8%	8.5%	9.3%	7.7%	6.9%	6.8%

资料来源: wind, 中航证券研究

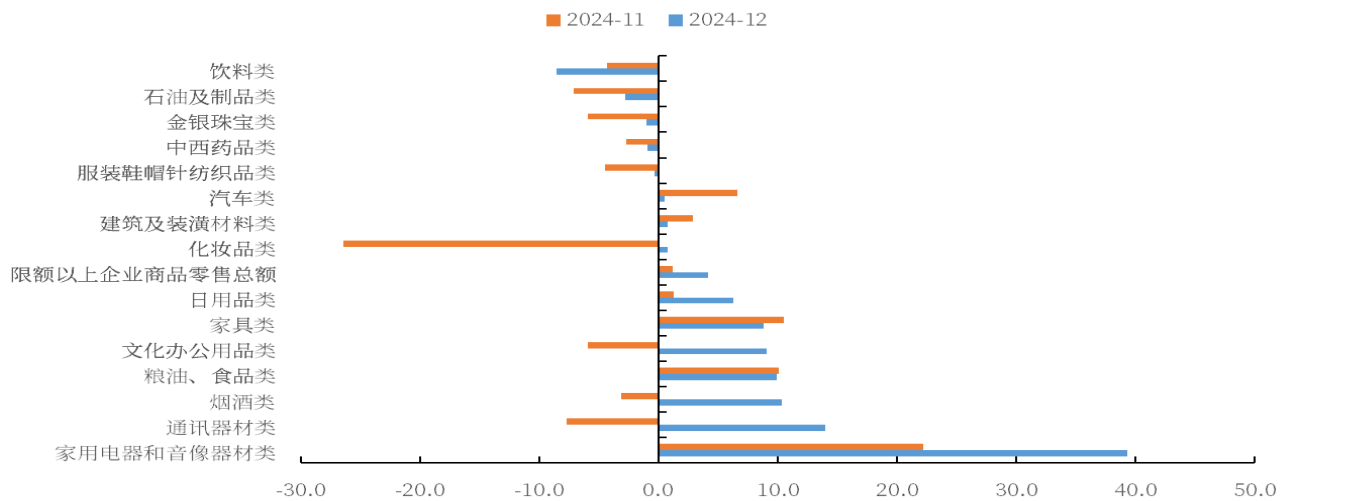
图3 社零同比走势(%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 历年各月社零环比(%)


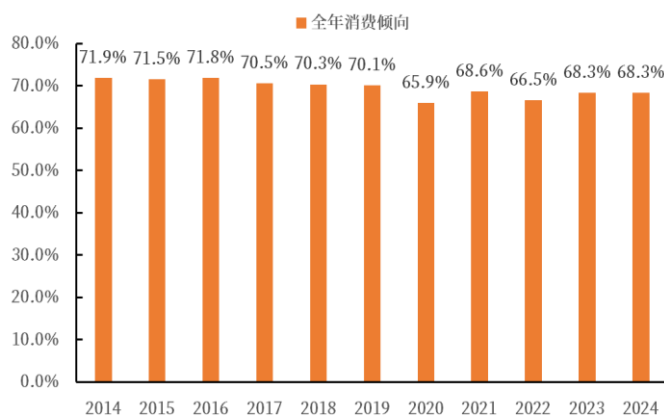
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 2024年11月和12月各商品类别零售额当月同比增速(%)



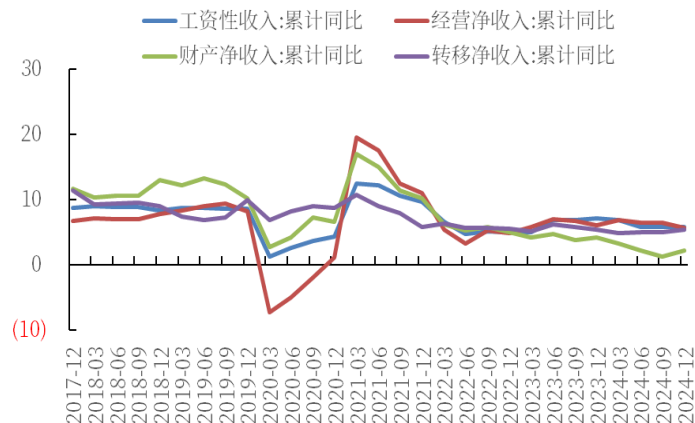
资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 历年居民消费倾向(%)



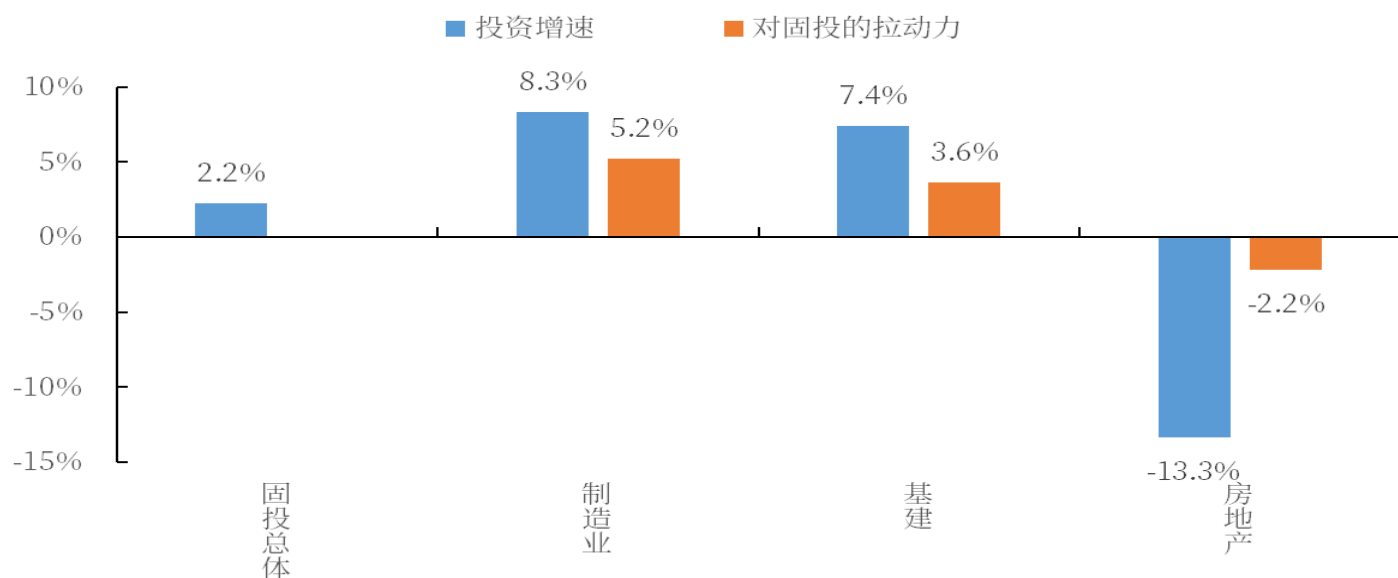
资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 居民收入增速(%)



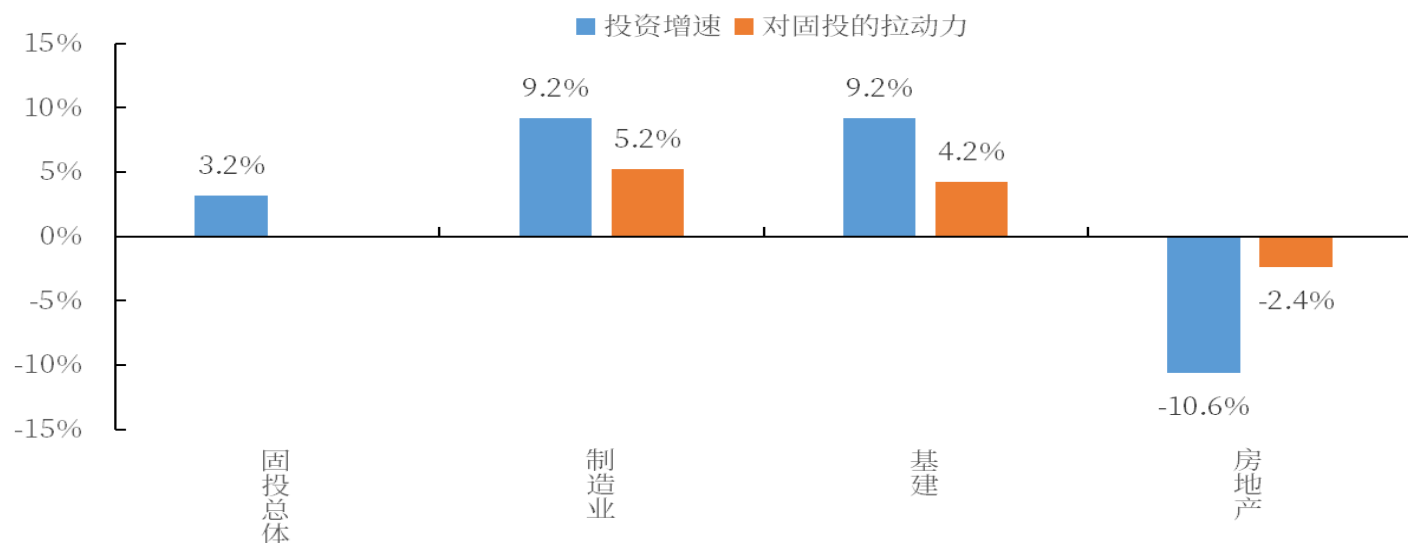
资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 2024年12月固投及主要分项投资增速及拉动力



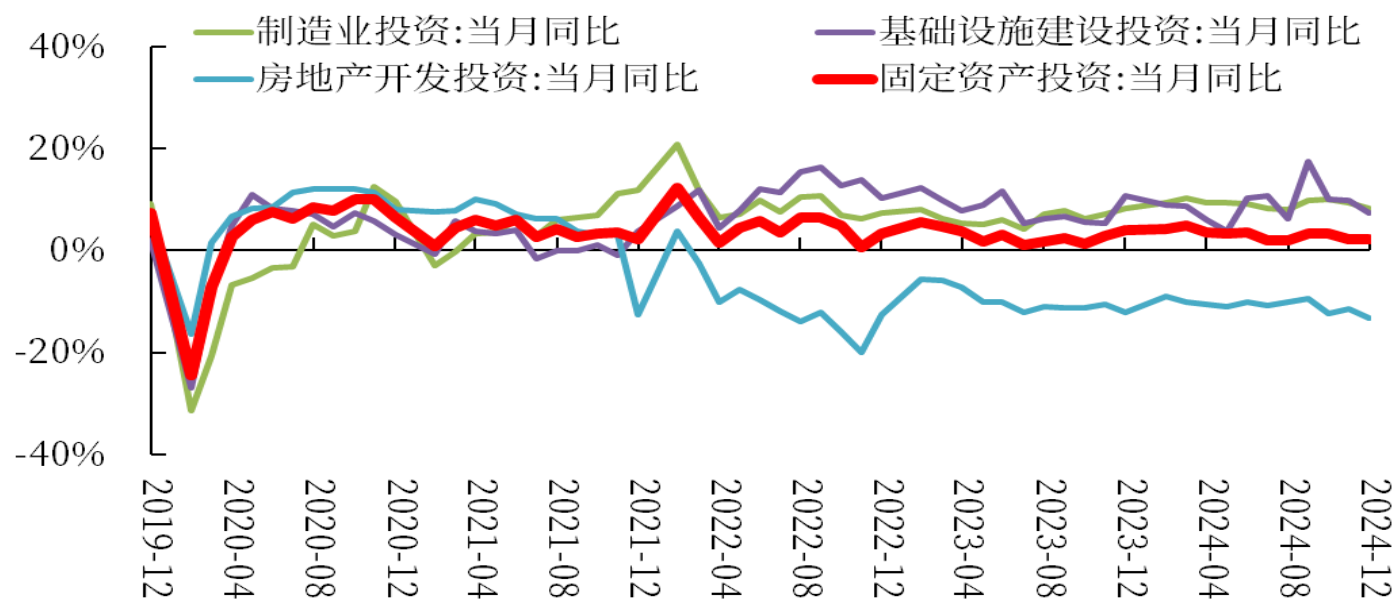
资料来源: wind, 中航证券研究所

图9 2024 年固投及主要分项投资增速及拉动力



资料来源：wind，中航证券研究所

图10 固投及主要分项当月同比走势



资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021 年为两年复合增速）

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

李裕淇, 18674857775, liyuuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传真：010-59562637