

经济形势跟踪： 财政政策接棒进行中

- 从近期发布的 2024 年 12 月经济数据，以及 2025 年 1 月上半月高频经济数据来看，我国实体经济景气度略有回落，但同时财政政策力度有所加大，政策接棒的效果，还需后续数据的验证。2024 年 4 季度国内经济在政策转向之后的自发改善，以及“抢出口”对外需的带动，是 4 季度我国经济增速明显提升的原因。展望未来，2025 年 1 季度我国 GDP 同比增速会因为 2024 年 1 季度的高基数而有下行压力。国内增量政策在实体经济中的直接效果是否能够更明显地体现出来，特别是财政政策带动实体经济有效需求的效果，决定了当前经济复苏的持续性。
- 在财政政策发力的同时，实体经济的自发复苏动能有减弱迹象。2024 年 12 月制造业 PMI 的回落已经表明，实体经济自发修复动能有减弱迹象。而在 2025 年 1 月上半月，我国 30 城市商品房周度销售面积回落。这一回落是否代表未来地产销售的趋势，还需要观察更多数据。另一方面，东南亚航线出口集装箱运价指数的回落，预示我国出口未来可能承受更大压力。
- 2025 年 1 月上半月，人民银行稳定人民币汇率的态度更为明朗。人民币汇率虽继续面临贬值压力，但在国内“逆周期调节因子”，和离岸市场人民币银根紧缩等措施的支持下，汇率保持稳定。在国内财政政策力度提升，国外人民币贬值压力不低的情况下，国内政策决策者估计会对汇率稳定目标赋予更大的权重。
- 相比国内实体经济的状况，当前国内长期债券的收益率显得有些过低。导致长期债券收益率过低的重要原因是，2024 年以来的我国实体经济融资利率敏感性的下降。当利率下降到低位仍不能刺激实体经济融资需求时，利率就难以从低位回升。从预判债券收益率的走势来看，当前财政政策是最值得关注的方向。另外，随着决策者对汇率的关注，国内货币政策态度也在发生微调。在财政发力、央行稳汇率的大背景下，债券投资者需要高度关注债券收益率反弹的可能性。

（风险提示：宏观经济走势具有不确定性，宏观政策可能超预期变化。）

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：徐高

(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

证券分析师：郭军

(8610)66229081

jun.guo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519070001

证券分析师：李晨希

chenxi.li@bocichina.com

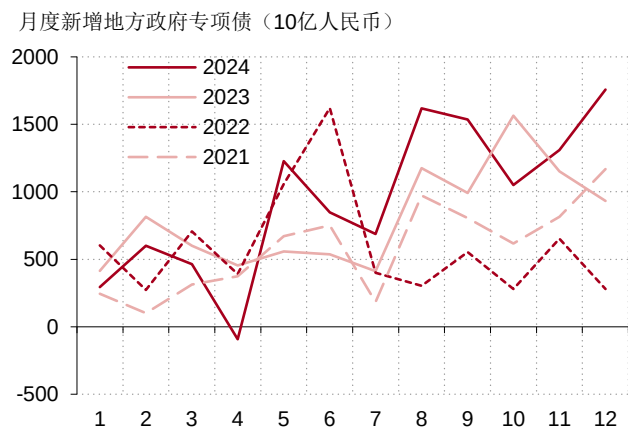
证券投资咨询业务证书编号：S1300525010002

从近期发布的 2024 年 12 月经济数据，以及 2025 年 1 月上半月高频经济数据来看，我国实体经济景气度略有回落，但同时财政政策力度有所加大，本月初我们做的“政策预期与政策效果进入交棒期”之判断开始在经济数据上体现。但政策接棒的效果，还需后续数据的验证。

2024 年 4 季度单季 GDP 同比增长 5.4% (明显高于 2024 年 3 季度 4.6% 的单季同比增速)，2024 年全年 GDP 增长 5%，均小幅超过之前市场预期。2024 年 4 季度国内经济在政策转向之后的自发改善，以及“抢出口”对外需的带动，是 4 季度我国经济增速明显提升的原因。展望未来，2025 年 1 季度我国 GDP 同比增速会因为 2024 年 1 季度的高基数而有下行压力。国内增量政策在实体经济中的直接效果是否能够更明显地体现出来，特别是财政政策带动实体经济有效需求的效果，决定了当前经济复苏的持续性。

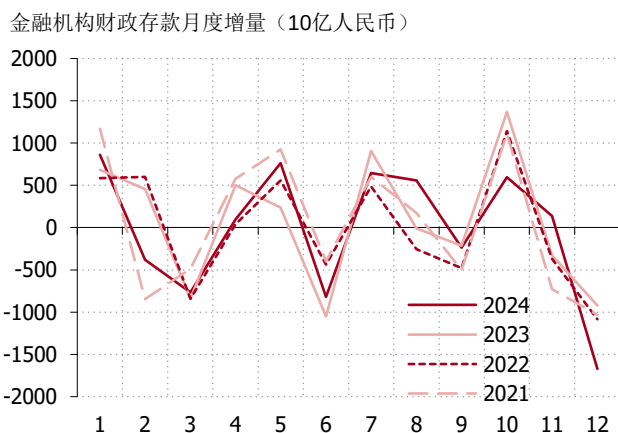
好消息是，在 2024 年 12 月的经济数据中，可以看到财政政策发力的信号。目前已经发布的 2024 年 12 月经济数据中，最值得关注的是金融数据中所反映的财政政策之信息。2024 年 12 月，地方政府专项债增量超季节性上升，创出历史新高。同月，财政存款超季节性下降，降幅也创历史新高。在财政发债规模更大的同时，财政存款却在以更大幅度下降，表明财政支出力度在明显放大。受更为积极的财政支出的拉动，非专项债社融增长小幅度改善，反映实体经济融资利率敏感性有所修复。这对于引导金融市场资金进入实体经济，以及在实体经济中创造需求以稳定经济增长来说，都是好消息。

图表 1. 2024 年 12 月社融中地方政府专项债增量超季节性上升



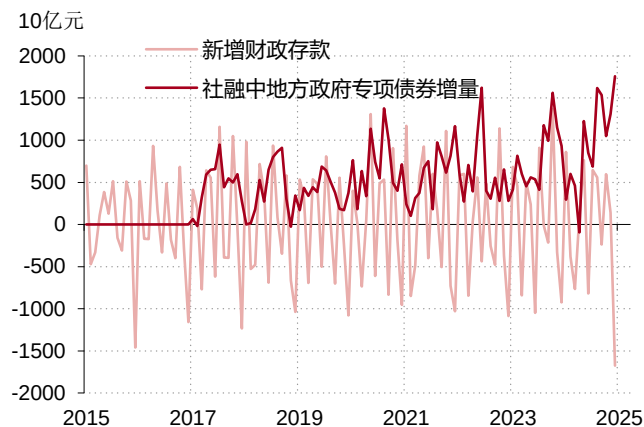
资料来源：万得

图表 2. 2024 年 12 月财政存款超季节性下降



资料来源：万得

图表 3. 2024 年 12 月地方政府专项债增量和财政存款降幅均创历史新高



资料来源：万得

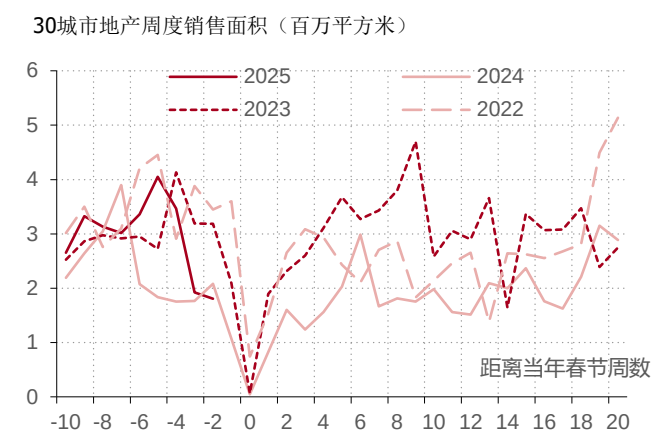
图表 4. 非专项债社融增幅有所回升，实体经济融资利率敏感性有所修复



资料来源：万得

在财政政策发力的同时，实体经济的自发复苏动能有减弱迹象。2024 年 9 月政策转向之后，实体经济预期改善，带动了一波经济的自发修复。但 2024 年 12 月制造业 PMI 的回落已经表明，实体经济自发修复动能有减弱迹象。而在 2025 年 1 月上半月，我国 30 城市商品房周度销售面积回落。这一回落是否代表未来地产销售的趋势，还需要观察更多数据。另一方面，尽管我国出口在 2024 年 11 月和 12 月保持稳健，但我国东南亚航线的出口集装箱运价指数在 1 月上半月明显回落。在最近一年多时间里，对东南亚出口一直是我国出口的引领者。东南亚航线出口集装箱运价指数的回落，预示我国出口未来可能承受更大压力。因此，2024 年年底我国较为稳健的出口可能跟“抢出口”有关，2025 年出口可能会面临更大下行压力。

图表 5. 30 城市商品房销售面积在近期回落，其未来走势值得关注



资料来源：万得

图表 6. 我国东南亚航线出口集装箱运价指数明显回落，预示出口在未来可能承压



资料来源：万得

2025 年 1 月上半月，人民银行稳定人民币汇率的态度更为明朗。人民币汇率虽继续面临贬值压力，但在国内“逆周期调节因子”，和离岸市场人民币银根紧缩等措施的支持下，汇率保持稳定。在国内财政政策力度提升，国外人民币贬值压力不低的情况下，国内政策决策者估计会对汇率稳定目标赋予更大的权重。

图表 7. 我国继续采取有力措施来稳定人民币汇率



资料来源：万得

整体看，2025 年 1 月上半月发布经济数据有亮点，也有值得关注的地方。亮点是 2024 年 4 季度 GDP 增幅反弹，以及 2024 年 12 月财政政策力度加大，实体经济融资利率敏感性修复。值得关注的地方则是国内实体经济自发修复动能的减弱迹象。接下来，财政政策估计会进一步发力，让增量政策的效果更多地在实体经济中显现出来，从预期改善手中接过经济复苏的“接力棒”，如此可保持经济复苏势头的延续。而在外部贬值压力较为明显，内部又有财政发力支持实体经济的情况下，决策者估计会将更多注意力放在稳定汇率之上。

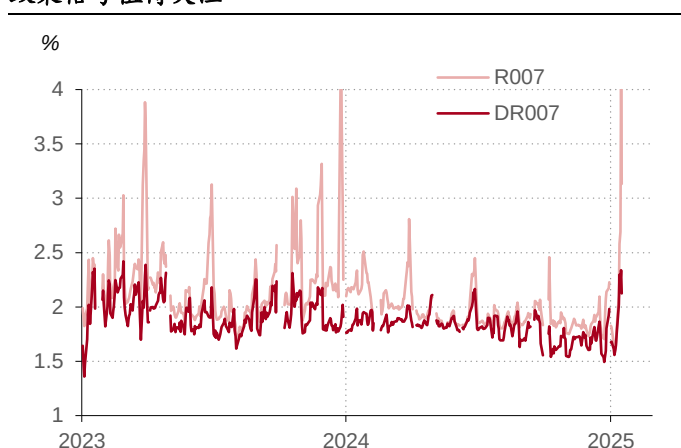
相比国内实体经济的状况，当前国内长期债券的收益率显得有些过低。导致长期债券收益率过低的重要原因是，2024 年以来的我国实体经济融资利率敏感性的下降。当利率下降到低位仍不能刺激实体经济融资需求时，利率就难以从低位回升。从预判债券收益率的走势来看，当前财政政策是最值得关注的方向。因为财政在实体经济中的发力，可以提升实体经济融资需求，修复实体经济融资利率敏感性缺失的局面。考虑到 2024 年 12 月数据显示，财政力度已经明显提升，过去一年以来因融资利率敏感性偏低所导致的偏低利率水平，有不小的回升可能。另外，随着决策者对汇率的关注，国内货币政策态度也在发生微调。上周，国内 7 天回购利率（DR007 和 R007）均明显走高，超越 2024 年的高点，反映银行间市场短期资金面明显收紧。这一短期利率走势中很可能包含着货币政策下一步走势的信号，值得关注。在财政发力、央行稳汇率的大背景下，债券投资者需要高度关注债券收益率反弹的可能性。

图表 8. 国内长期债券收益率有些偏低



资料来源：万得

图表 9. 国内银行间市场短期利率在近期明显走高，包含的政策信号值得关注



资料来源：万得

附录：近两周（1月6日-1月17日）金融市场跟踪：股票市场企稳反弹，债券收益率震荡上行

股票方面，经过跨年的回调，随着本周一（1月13日）央行明确表态稳汇率¹以及超预期经济数据的发布，本周（1月13日-1月17日）市场企稳反弹。1月13日上午A股触及本次回调低点，沪深300指数最低触及3704点，补了9月27日的缺口。本周二（1月14日）A股全面反弹，当天5328家公司上涨，仅38家公司下跌。整体看近两周小盘股表现好于大盘股，涨幅主要集中在本周（1月13日-1月17日）。近两周中证2000上涨5.5%，中证1000上涨3.9%，沪深300上涨1.0%，上证50下跌0.2%。北证50在经过11月以来持续下跌后本周（1月13日-1月17日）上涨10%，也反映了风险偏好有所上升。行业方面近两周科技、制造以及周期类板块涨幅领先。（图表10）

成交额看，近两周成交额整体继续下降，全A日均成交额1.17万亿。1月13日单日成交额9762亿元，是2024年10月以来首次低于1万亿元，之后随着1月14日市场全面上涨，交易额重回1万亿元以上。以2015年以来周度换手率看，近两周沪深300换手率ZScore连续两周低于-0.25，中证1000换手率ZScore上周（1月6日-1月10日）自2024年10月以来首次低于0（低于2015年以来周均换手率）。（图表11）

债市方面，近两周国债收益率震荡上行，短端收益率上升较多。近两周10年期活跃券收益率上行4bp，收盘至1.64%，30年期活跃券收益率上行3bp，收盘至1.89%，1年期活跃券收益率上行至1.23%，收益率期限结构明显变平。1月6日-1月9日10年国债收益率围绕1.6%附近震荡。1月10日上午央行决定阶段性暂停在公开市场买入国债²，收益率开始快速上行，10年活跃券收益率最高上行至1.67%，之后虽有所下行，但仍在1.6%上方。之后资金面持续紧张成为影响市场的主要因素，在资金面紧张影响下，债券收益率震荡上行，相对来说短端收益率上行更多。（图表12、图表13）

¹ 1月13日央行宣布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

<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5562705/index.html>

同日，潘功胜行长在亚洲金融论坛开幕式上的致辞中表示人民银行、国家外汇局作为外汇市场的监管者，在面对市场变化时更加从容，经验更加丰富，有信心、有条件、有能力维护外汇市场的稳定运行。我们将坚持市场在汇率形成中起决定性作用，有效发挥汇率的宏观经济和国际收支自动稳定器功能。同时，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5564111/index.html>

² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5562705/index.html>

图表 10. 双周市场数据

年度周数	39	41	43	45	47	49	51	1	3
指标	09-27	10-11	10-25	11-08	11-22	12-06	12-20	01-03	01-17
涨跌幅 (%)									
上证指数	14.2	4.2	2.5	4.6	-5.4	4.2	-1.1	-4.7	1.0
深证成指	19.2	5.7	5.6	5.1	-6.5	3.4	-1.3	-7.0	2.7
万得全A	16.6	5.3	5.9	6.1	-5.9	4.5	-1.3	-7.6	2.6
上证50	16.5	4.2	0.1	3.1	-5.9	2.4	-0.6	-2.3	-0.2
沪深300	17.3	4.9	1.8	3.7	-5.8	2.8	-1.1	-3.9	1.0
中证A500	17.1	5.0	3.1	4.4	-6.0	2.8	-1.2	-4.9	1.5
中证500	16.9	5.2	6.2	7.1	-7.6	4.0	-1.0	-8.3	2.9
中证1000	16.4	5.5	10.3	7.5	-6.1	5.3	-1.2	-10.3	3.9
中证2000	15.0	4.9	12.3	8.0	-4.5	8.4	-1.0	-13.2	5.5
万得微盘股指数	14.6	6.2	13.4	8.0	-1.6	11.0	-0.9	-15.7	6.9
创业板指	22.8	11.5	6.6	3.7	-6.3	4.2	-2.5	-8.8	2.5
科创50	13.0	21.5	10.2	3.5	-5.6	4.6	-0.3	-6.8	2.5
北证50	18.1	22.9	42.9	10.5	-6.8	-0.2	-9.4	-13.1	10.3
周期	16.8	2.2	4.1	5.1	-4.7	2.9	-3.3	-5.4	3.3
制造	14.7	5.4	8.1	5.0	-5.7	4.0	-2.2	-7.1	4.0
基础设施与地产	14.4	2.1	3.7	6.5	-5.4	4.5	-2.7	-6.1	-0.2
消费	22.1	0.6	1.8	7.5	-6.5	4.9	-	-6.3	-0.6
科技	16.3	10.7	10.9	8.0	-6.0	5.4	2.3	-12.4	5.3
医疗健康	14.5	4.6	4.0	3.4	-6.2	4.5	-3.0	-7.3	-0.6
金融	18.6	6.8	1.7	6.0	-7.3	4.9	-1.9	-4.2	1.6
大盘指数(申万)	17.5	5.1	1.5	4.0	-5.9	2.8	-1.2	-3.6	0.8
中盘指数(申万)	16.9	5.1	6.0	6.0	-7.5	3.5	-1.2	-7.5	3.1
小盘指数(申万)	16.6	5.7	8.8	7.0	-6.4	4.9	-1.4	-9.4	3.8
高市盈率指数(申万)	16.2	13.2	13.4	10.5	-7.1	4.5	-0.9	-11.3	6.0
中市市盈率指数(申万)	15.0	3.9	5.9	4.7	-5.3	4.0	-1.1	-7.7	3.0
低市盈率指数(申万)	16.6	4.2	0.9	1.6	-5.4	3.7	-1.4	-1.2	1.0
高市净率指数(申万)	17.7	8.3	5.1	5.8	-7.1	3.3	-0.7	-8.1	3.2
中市净率指数(申万)	16.5	4.2	6.8	4.2	-5.5	3.1	-0.5	-7.7	3.8
低市净率指数(申万)	16.4	4.0	2.4	4.3	-4.7	5.5	-1.9	-3.3	1.0
高价股指数(申万)	18.8	7.8	2.9	3.0	-6.5	2.9	-0.2	-5.5	2.2
中价股指数(申万)	17.2	4.4	8.4	5.7	-5.4	4.7	-2.0	-9.3	3.1
低价股指数(申万)	16.9	2.1	8.8	23.0	-8.9	17.4	-4.2	-13.9	1.6
亏损股指数(申万)	18.2	6.6	15.3	11.4	-6.3	7.8	-3.1	-14.8	3.9
微利股指数(申万)	15.2	4.4	11.3	12.0	-5.5	5.7	-3.1	-13.4	4.5
绩优股指数(申万)	20.0	4.3	-0.7	1.6	-7.0	2.1	-1.1	-2.7	0.3
恒生指数	18.8	3.0	-3.1	0.7	-7.2	3.3	-0.7	0.2	-0.9
纳斯达克中国金龙指数	28.8	4.2	-8.1	-0.2	-5.9	5.2	-0.2	-1.6	0.8
标普500	2.0	1.3	-0.1	3.2	-0.5	2.0	-2.6	0.2	0.9
纳斯达克100	2.5	1.3	0.4	3.8	-1.6	4.1	-1.5	0.2	0.5
日经225	8.9	-0.6	-4.3	4.2	-3.1	2.1	-1.0	3.1	-3.6
韩国综合指数	2.9	-2.0	-0.5	-0.9	-2.3	-2.9	-1.0	1.6	3.4
美元兑离岸人民币	-1.7	1.3	0.9	0.9	0.8	0.3	0.1	0.9	-0.2
美元指数	-0.7	2.5	1.4	0.6	2.4	-1.4	1.8	1.0	0.4
收益率(%)									
10Y国债活跃	2.18	2.13	2.14	2.11	2.08	1.96	1.70	1.60	1.64
30Y国债活跃	2.35	2.30	2.36	2.28	2.27	2.16	1.95	1.86	1.89

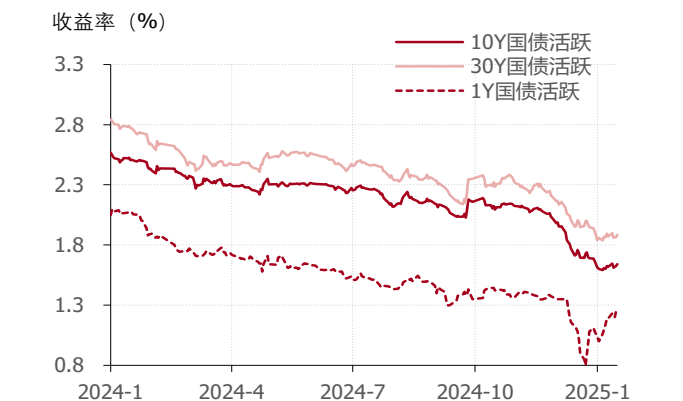
资料来源：万得

图表 11. 近两周代表指数换手率均下降至 2015 年以来平均水平以下



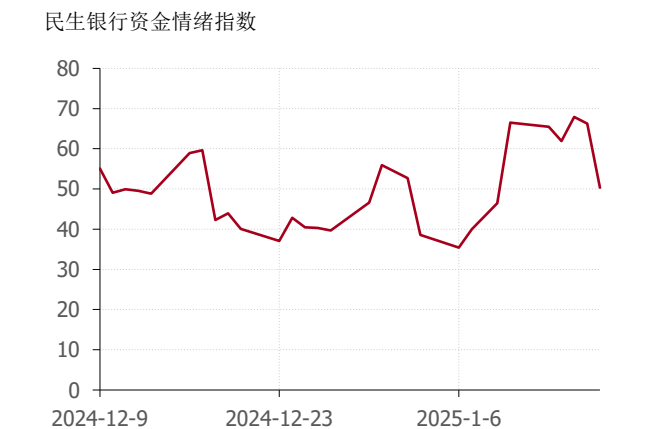
资料来源：万得

图表 12. 国债收益率低位震荡上行，短端收益率上升较多



资料来源：万得

图表 13. 1 月 10 日以来资金情绪持续紧张



资料来源：万得

(风险提示：宏观经济走势具有不确定性，宏观政策可能超预期变化。)

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371