



宏观研究

【粤开宏观】复盘 2024 年中国经济，力争 2025 年一季度“开门红”

2025 年 01 月 19 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】化债之后需要考虑的三个问题——效果与长效机制构建》2025-01-14

《【粤开宏观】财政如何提振消费？》2025-01-12

《【粤开宏观】如何全方位扩大内需稳增长？》2025-01-05

《【粤开宏观】稳增长与防风险——专项债 2024 年回顾与 2025 年展望》2025-01-01

《【粤开宏观】宏观经济治理视角下的增值税改革：目标、问题与路径》2024-12-29

摘要

2024 年中国经济总量达到 134.9 万亿元，首次突破 130 万亿元，同比增长 5%。除了经济增速外，人口也有新变化。其中，从出生率看，受“龙宝宝”影响，2024 年出生人口 954 万人，比上年多 52 万人，为 2016 年以来首次反弹；从人口老龄化程度看，65 岁以上的人口占比为 15.6%，老龄化率继续上升；从常住人口城镇化率看，2024 年达到 67%，继续上升。

一、2024 年中国经济复盘：成绩与不足

2024 年中国经济实现 5% 的增长，在内外复杂严峻形势下实现了年初设定的经济增长目标，成绩来之不易。从节奏看，全年经济总体呈现出“U 型”走势，一至四季度 GDP 同比分别为 5.3%、4.7%、4.6% 和 5.4%，一季度开门红、四季度是全年增速高点。主要是进入四季度以来，经济总体延续 926 政治局会议以来的企稳回升态势。926 一揽子增量政策的核心逻辑是激发了微观主体的积极性，其中，活跃资本市场为契机，修复居民和企业资产负债表、激发居民和企业的积极性；以化债为契机，激发地方政府发展积极的能力和积极性。这些是促成四季度成为全年经济增速高点乃至可能延续到 2025 年的主要因素。

2024 年中国经济分别受到三大支撑和三大拖累。支撑方面，一是出口超预期回暖及韧性，二是设备更新带动制造业投资，三是中央政府加杠杆带动中央基建投资。拖累方面，一是居民消费仍有待提振，二是地方基建投资下滑，三是房地产市场仍较低迷。

2024 年中国经济还有一个突出特征：名义增速 4.2% 低于实际增速 5.0%，导致宏观数据与微观感受背离。建议 2025 年经济增速目标可设置为“双 5”，即名义增速和实际增速均达到“5% 左右”，努力实现有就业的增长、有收入的增长、有获得感的成长。

二、四季度经济超预期回升，12 月延续回升向好态势

2024 年四季度 GDP 同比增长 5.4%，显著高于三季度的 4.6% 和市场预期的 5.1%。四季度经济超预期回升来自于三股力量：一是“两重”“两新”政策持续生效，带动相关消费、投资回暖；二是稳地产政策持续加码，房地产市场止跌回稳初见成效；三是受外需回暖和“抢出口”短期驱动，出口增速回升。

需求扩张带动生产加快，产能利用率上升。四季度制造业增加值同比达 6.2%，显著高于三季度的 5%；四季度工业产能利用率升至 76.2%，高于 2022 和 2023 年同期水平。



三、力争 2025 年一季度经济“开门红”

2025 年一季度经济建设具有三大有利条件：一是“两新”政策加力扩围，提振居民消费和企业投资；二是中央和地方抓紧推动项目开工和建设，加快形成实物工作量；三是房地产市场显露止跌回稳迹象，对经济的拖累减弱。

但是，一季度经济也面临内外部环境的风险和挑战。内部，房企债务和流动性风险仍未有效化解，保供给、促需求和稳房价仍是核心任务，房企拿地和新开工的积极性和能力有待增强。**外部，**特朗普 2.0 将对华征收更高水平关税，对我国出口和资产价格等造成不利冲击。1 月 20 日特朗普就职之后，或较快推出加征关税政策，若一季度便生效实施，将对我国出口造成较大扰动。

有必要推出一揽子稳增长专项行动，力争一季度经济“开门红”。建议抓住春节返乡购物潮、近期部分国际东南亚游客可能回流国内旅游、“金三银四”楼市传统旺季等有利时机，促消费、稳楼市；加快政府债券发行和使用，加大对资本市场支持力度等。

风险提示：稳增长政策超预期、外部冲击超预期



目 录

一、2024 年中国经济复盘：成绩与不足	4
二、四季度经济超预期回升，12 月延续回升向好态势	5
三、力争 2025 年一季度经济“开门红”	6

图表目录

图表 1： 2024 年中国经济总体呈 U 型走势	4
图表 2： GDP 平减指数连续 7 个季度为负	5
图表 3： 2024 年四季度出口同比明显加快	6
图表 4： 2024 年四季度工业产能利用率明显回升	6



一、2024 年中国经济复盘：成绩与不足

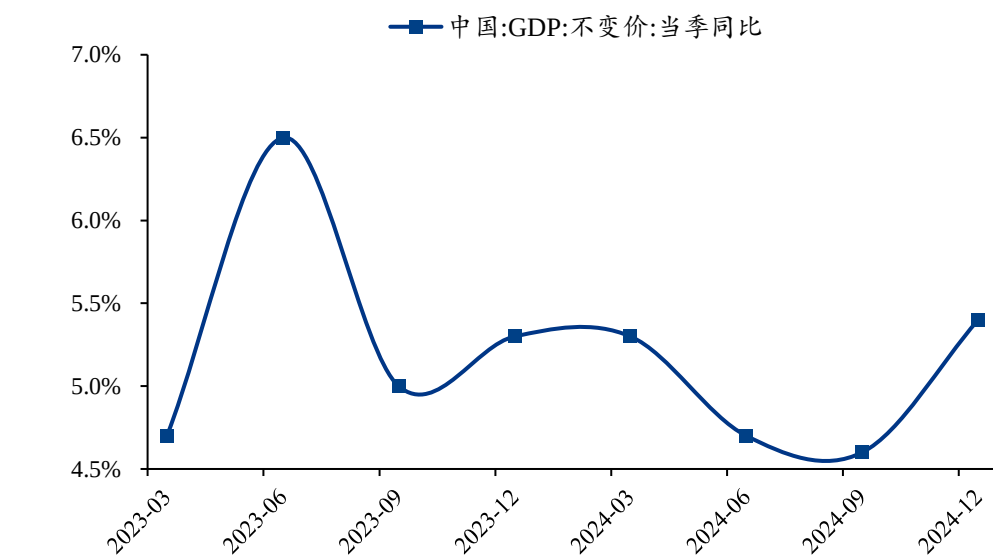
2024 年中国实际 GDP 较上年增长 5%，顺利完成全年经济增速目标，成绩来之不易。分季度看，全年经济总体呈“U 型”走势，一至四季度 GDP 同比分别为 5.3%、4.7%、4.6%和 5.4%。一季度经济“开门红”，各部门和地方政府积极落实中央经济工作会议部署，政策靠前发力；二季度和三季度经济增速放缓，总需求不足、预期不振的问题仍然存在，经济回升的基础并不牢固；四季度经济显著回升，924 一揽子金融新政和 926 政治局会议之后，市场预期和信心明显提振，股票和房地产市场活跃度上升。

2024 年中国经济分别受到三大支撑和三大拖累。支撑方面，一是出口超预期回暖及韧性，2024 年出口同比由 2023 年的-4.5%回升至 5.9%，货物和服务净出口对 GDP 同比的拉动由 2023 年的-0.6 个百分点大幅升至 1.5 个百分点。二是设备更新带动制造业投资，2024 年设备工器具购置和制造业投资同比分别达 15.7%和 9.2%，显著高于 2023 年的 6.6%和 6.5%。三是中央政府加杠杆带动中央基建投资，全年中央财政主导的铁路运输业和水利管理业投资同比达 13.5%和 41.7%，是广义基建投资实现 9.2%高增速的重要力量。

拖累方面，一是居民消费仍有待提振，2024 年社会消费品零售总额同比和居民平均消费倾向（人均消费支出/人均可支配收入）分别为 3.5%和 68.3%，均低于 2019 年的 8%和 70.1%。二是地方基建投资下滑，受地方财政紧平衡和化债压力影响，全年地方财政主导的道路运输业和公共管理业投资同比分别仅为-1.1%和-3.1%。三是房地产市场仍较低迷，2024 年商品房销售面积、销售额和房地产投资同比分别为-12.9%、-17.1%和-10.6%，降幅较 2023 年继续扩大。

2024 年中国经济还有一个突出特征：名义增速 4.2%低于实际增速 5%，导致宏观数据与微观感受背离。截至 2024 年四季度，名义 GDP 增速已连续 7 个季度低于实际 GDP 增速。名义增速偏低，影响政府收入、企业利润和居民收入，扩大宏观数据与微观感受之间的差距。建议 2025 年经济增速目标可设置为“双 5”，即名义增速和实际增速均达到“5%左右”，更加强调增长的就业导向，以就业和物价作为政策是否需要继续和加大力度的重要标准，努力实现有就业的增长、有收入的增长、有获得感的成长。

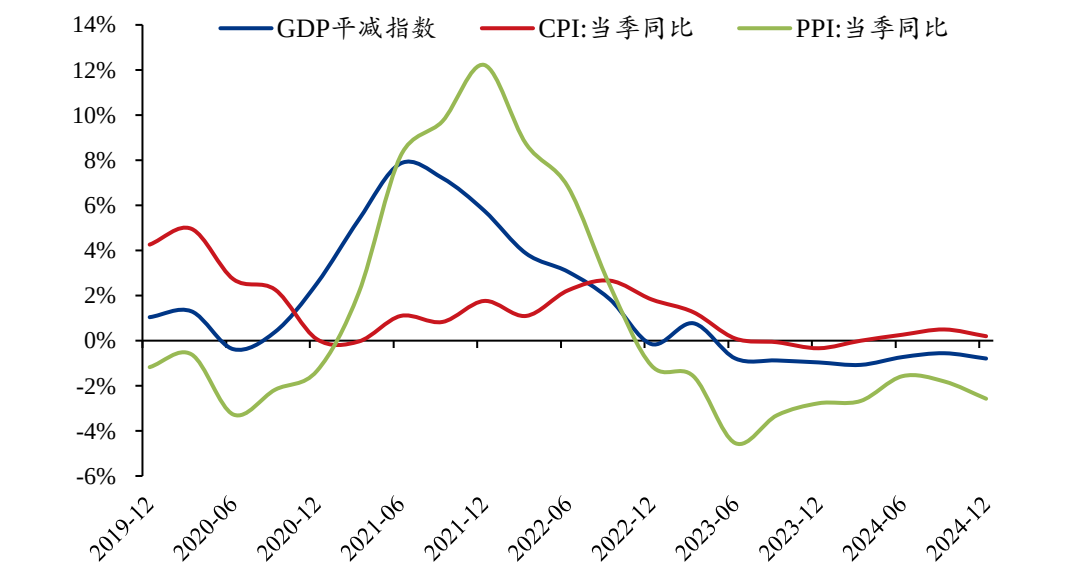
图表1：2024 年中国经济总体呈 U 型走势



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表2: GDP 平减指数连续 7 个季度为负



资料来源: Wind、粤开证券研究院

二、四季度经济超预期回升，12 月延续回升向好态势

2024 年四季度 GDP 同比增长 5.4%，显著高于第三季度的 4.6%和市场预期的 5.1%。四季度处于经济的“U 型”反弹阶段，8 月是全年经济的底部，9 月是筑底企稳的起点，10-12 月持续回升。

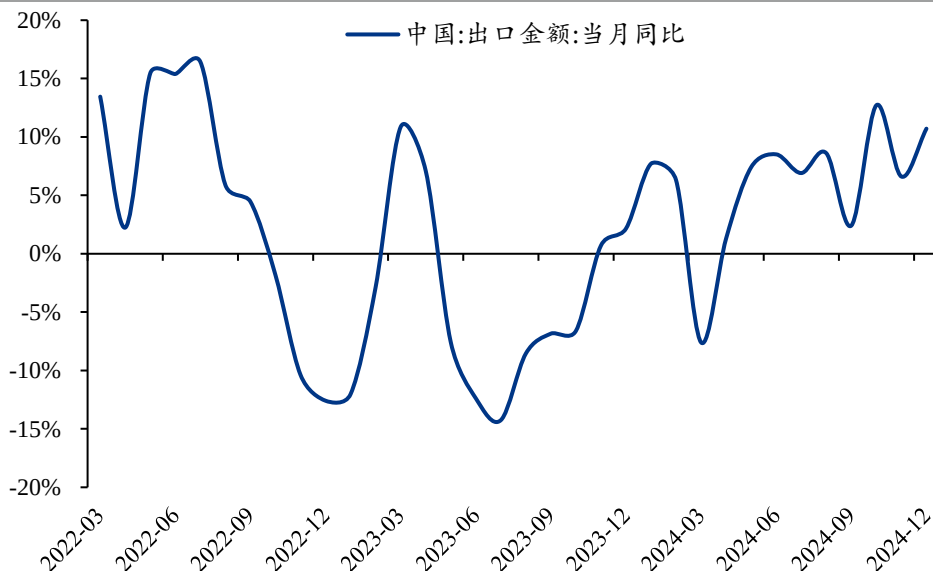
四季度经济超预期回升来自于三股力量。一是“两重”“两新”政策持续生效，带动相关消费、投资回暖。1-12 月社零消费和商品零售累计同比分别为 3.5%和 3.2%，均较 1-9 月加快 0.2 个百分点，其中家电、家具、汽车等零售额同比增速提升明显；制造业投资累计同比保持 9%以上的高增；中央基建延续高增，地方基建降幅收窄。二是稳地产政策持续加码，房地产市场止跌回稳初见成效。11 月商品房销售额当月同比由负转正，12 月增速进一步加快；四季度房地产业增加值当季同比也由负转正，从第三季度的-1.9%回升至 2.0%。三是受外需回暖和“抢出口”短期驱动，出口增速回升。美国经济韧性仍强，12 月制造业 PMI 由 10 月的 46.5%回升至 49.3%；特朗普再度胜选，中美贸易摩擦风险上升，引发四季度的“抢出口”，出口累计同比由 1-9 月的 4.5%升至 1-12 月的 5.9%。

需求扩张带动生产加快，产能利用率上升。四季度制造业增加值同比达 6.2%，显著高于第三季度的 5.0%；批发零售业、住宿餐饮业、建筑业、金融业增加值同比分别较三季度加快 0.7、0.7、0.4 和 0.3 个百分点。四季度工业产能利用率升至 76.2%，高于 2022 和 2023 年同期水平。

12 月经济总体延续前两月的回升向好态势，但也有一些不同。一是消费方面，受春节临近影响，烟酒类零售额同比由 11 月的-3.1%大幅升至 10.4%；或受部分地区以旧换新补贴额用尽影响，汽车零售额同比由 11 月的 6.6%回落至 0.5%。二是投资方面，制造业投资、广义基建投资、房地产投资累计同比较 1-11 月小幅回落，可能受气温降低影响施工、为来年储备项目、综合整治“内卷式”竞争等影响。

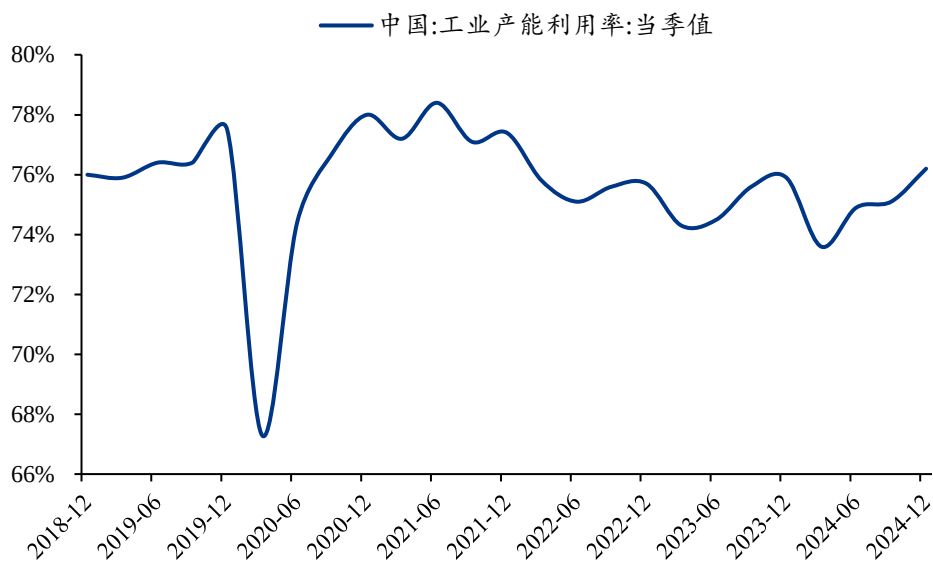


图表3：2024 年四季度出口同比明显加快



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表4：2024 年四季度工业产能利用率明显回升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、力争 2025 年一季度经济“开门红”

2025 年一季度经济建设具有三大有利条件：

一是“两新”政策加力扩围，提振居民消费和企业投资。1 月 8 日发改委在政策例行吹风会上表示，加力扩围实施“两新”政策的总体考虑是增加资金规模、扩大支持范围、优化实施机制、放大撬动效应；考虑到元旦、春节期间群众消费需求，已经预下达今年第一批消费品以旧换新资金，保障“两新”政策顺利接续实施。



二是中央和地方抓紧推动项目开工和建设，加快形成实物工作量。中央经济工作会议提出，加强自上而下组织协调，更大力度支持“两重”项目，及早谋划“十五五”重大项目。新一轮债务置换将有力地缓解地方政府财政债务压力，提高地方政府发展经济的积极性和能力。

三是房地产市场显露止跌回稳迹象，对经济的拖累减弱。2024 年 12 月，商品房销售额当月同比已连续 2 个月正增长，一线城市新房平均价格环比首次转正，二手房平均价格环比连续 3 个月正增长。“金三银四”是房地产销售旺季，一季度房地产销售或重现“小阳春”。

但是，一季度经济也面临内外部环境的风险和挑战。

内部，房企债务和流动性风险仍未有效化解，保供给、促需求和稳房价仍是核心任务，房企拿地和新开工的积极性和能力有待增强。

外部，特朗普 2.0 将对华征收更高水平关税，对我国出口和资产价格等造成不利冲击。根据特朗普 1.0 时期的经验，加征关税生效之前，会出现一轮“抢出口”，短期出口冲高；但之后受前期“抢出口”透支需求以及关税落地影响，出口增速将大幅下滑。1 月 20 日特朗普就职之后，或较快推出加征关税政策，若一季度便生效实施，将对我国出口造成较大扰动。

有必要推出一揽子稳增长专项行动，力争一季度经济“开门红”。

第一，抓住春节返乡购物潮的有利时机，充分发挥消费品“以旧换新”政策的刺激作用，鼓励商家促销让利，促进汽车、家电等大件消费。

第二，抓住近期部分国际东南亚游客可能回流国内旅游的契机，考虑由中央财政与地方财政联动发放餐饮、文旅消费券，开发特色文化游、短途乡村游等产品，推出年夜饭、团圆饭等节日餐饮服务，加强市场监管，保障消费体验。

第三，抓住“金三银四”楼市传统旺季，推动个别一线城市进一步放开郊区房地产市场的限购举措，释放中央财政后续将加大收储、保交楼等力度，促进房地产市场春节前后的回升，带动家电家具等消费。

第四，加快政府债券发行和使用，尽快形成实物工作量，同时要及时根据形势变化做出是否追加预算的调整并在当年使用，提振信心和预期。

第五，近期加大对资本市场支持力度，研究并释放建立股市平准基金的信号，提振资本市场，形成财富效应。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com