

2025年01月17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

Q4GDP超预期，第三产业支撑明显

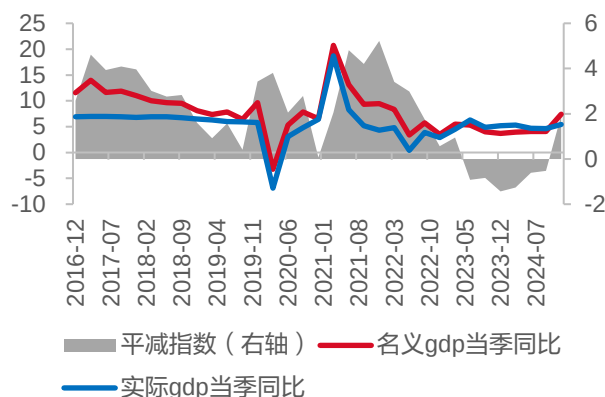
——国内观察：2024年12月经济数据及全年GDP数据

投资要点

- **事件：**1月17日，国家统计局公布2024年四季度GDP数据及2024年12月经济数据。2024年Q4GDP不变价同比5.4%，前值4.6%，全年GDP不变价同比5.0%。12月社零总额当月同比3.7%，前值3.0%；固投累计同比3.2%，前值3.3%；规上工业增加值当月同比6.2%，前值5.4%。
- **核心观点：**四季度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，全年顺利完成5%左右的增长目标。分产业来看，第三产业增速明显回升，可能是主要支撑因素。而从2025年来看，预计GDP增速目标或仍维持5%左右安排，三驾马车中出口面临较大的不确定，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。货币政策来看，稳汇率约束下，更需关注海外美联储降息节奏波动下的窗口期机会；财政政策来看，关注两会期间公布的赤字率、特别国债规模，地方政府专项债规模安排，从财政部公开场合的表述来看，超预期的概率并不小。
- **四季度GDP增速超预期，平减指数转正。**四季度GDP不变价当季同比5.4%，高于wind一致预期的5.07%，为2023年Q2以来新高，环比1.6%，高于近5年同期均值的1.48%，总体反映出“924”以来政策加码后的提振作用，也顺利实现两会既定的全年5%左右的增长目标。此外，更为积极的是名义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。
- **第三产业支撑明显。**从不变价的角度来看，2024Q4第一、二、三产业增速均较前值有所增加，其中第三产业增速（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。从第三产业的结构上来看，服务业四季度增加值同比增长5.8%，前值4.8%。其中，批发和零售业、交通运输仓储和邮政业、金融业增加值分别增长5.7%、7.9%、6.5%，分别加快0.7、1.3、0.3个百分点，房地产业增加值由三季度下降1.2%转为增长2%，由负转正。上述行业的转好或走强，或是带动第三产业的主要因素。
- **出口以及两新政策拉动是贯穿2024年全年工业生产的重要线索。**12月规模以上工业增加值当月同比6.2%，为8个月来新高，或受到了“抢出口”的影响，特朗普胜选以来，出口交货值增速连续两个月回升，11月、12月分别升至7.4%和8.8%。另一方面，从产品结构上来看，12月中游设备制造以及汽车制造依然表现较好，主要仍受益于两新政策。发改委也曾表示，11月的工业增加值中装备制造业的贡献率接近50%。2024年全年来看，工业增加值同比5.8%，供给端表现相对较好，一是出口外需、二是两新政策的拉动，都是贯穿2024年工业生产的重要线索。
- **消费的恢复需要由“点”到“面”。**12月社零当月同比回升至3.7%，Q4均值3.8%，明显高于Q2和Q3。从结构上来，12月餐饮增速略有下滑（2.7%，-1.3pct），但除汽车以外的零售增速有所回升（4.2%，+1.7pct）。细分产品上，家电40%左右的高增速，以旧换新政策的效果依旧明显，而政策的扩容后续或带动通讯器材等相关产品的零售增速；必选消费中的烟酒、粮油食品、日用品表现相对较好。2024年全年来看，社零增速同比3.5%，两年平均同比5.3%，距离2020年前的中枢水平依然有距离。关注2025年两新政策加码扩容下，正反馈的效果是否能够得到提升。

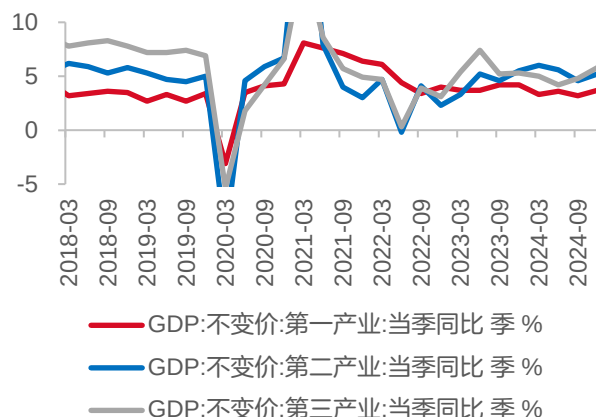
- **投资增速继续小幅下行。**12月固投累计同比继续下行0.1pct至3.2%，但从环比0.33%，略强于近五年同期水平。从测算的当月同比来看，下行0.1pct至2.2%，去年同期基数走高或有一定影响。从分项上的当月同比来看，制造业及基建投资均小幅回落，地产投资降幅有所扩大。
- **地产销售与投资依然存在分化。**12月商品房销售面积继续维持正增长（0.3%），整个Q4增速0.5%，“924”后地产相关政策对销售端改善的作用明显。全年来看，实现销售面积9.74亿平方米，累计同比-12.9%。虽然销售量上有企稳的趋势，但考虑到销售到投资的传导，以及土地购置费的滞后影响，投资增速依然在低位，尚无明显改善。据测算的12月房地产开发投资完成额当月同比-13.3%，较前值降幅扩大1.8pct。2025年依然需要关注收储、保交楼等相关政策的推进对稳地产投资的作用，另外销售对投资的传导前提是改善具备持续性，这一点上可能需要政策继续加力。
- **狭义基建投资增速小幅回升。**12月当月来看，广义基建投资增速（7.4%，-2.3pct）小幅下滑，而狭义基建投资增速（6.3%，+2.9pct）出现小幅回升。三季度专项债加速发行后的项目落地，以及地方政府化债后财力约束减轻，可能共同在推动实物工作量提速形成，12月建筑业PMI也有超预期的表现，不过持续性仍需要继续验证。2024年全年基建投资增速9.2%，略高于2023年。2025年考虑到出口面临的不确定性，内需方面可能仍需要基建发挥稳增长的重要作用。
- **设备更新政策带动下，制造业投资增速维持相对高位。**12月制造业投资增速8.4%，较前值回落1.0pct，虽然Q4制造业投资增速小幅放缓，但依然维持在相对较高水平。从2024全年来看，主要行业中，设备类制造行业投资增速多数在两位数以上，其中运输设备增速34.9%，设备更新政策带动作用明显，设备工器具投资增速15.7%，为2013年以来新高，两新政策加码的预期下，2025年有望维持这一趋势。
- **风险提示：政策落地不及预期；房地产继续下行风险；美国经济衰退风险。**

图1 名义、实际 GDP 增速与平减指数, %, %



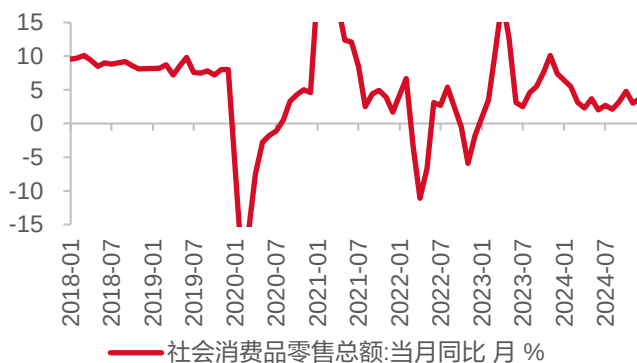
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 第一、二、三产业 GDP 当季同比, %



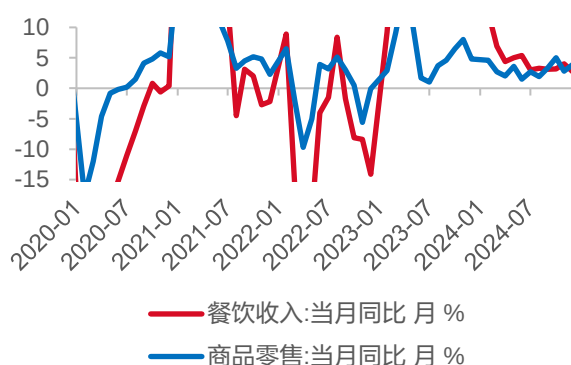
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 社会消费品零售总额当月同比, %



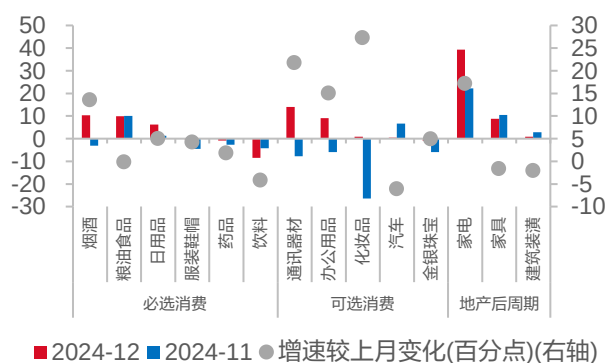
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 餐饮收入及商品零售当月同比, %



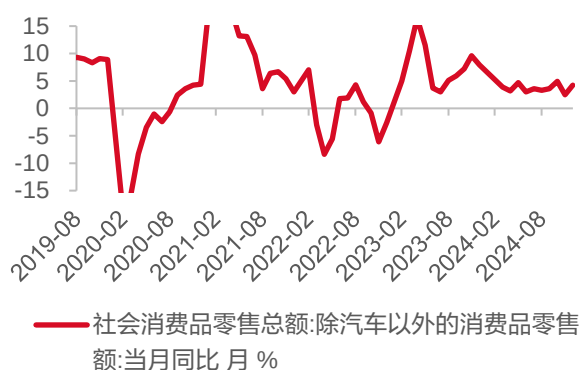
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 社零主要分项当月同比及较上月变化, %, %



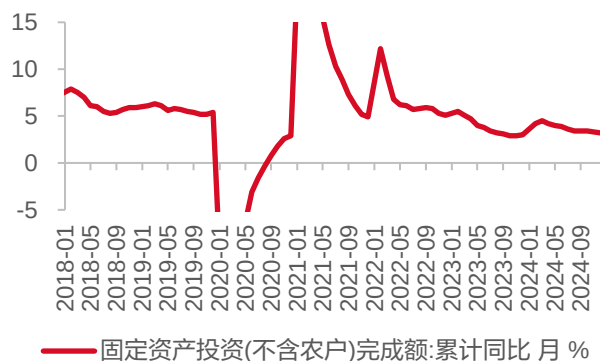
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 除汽车以外的消费品零售总额当月同比, %



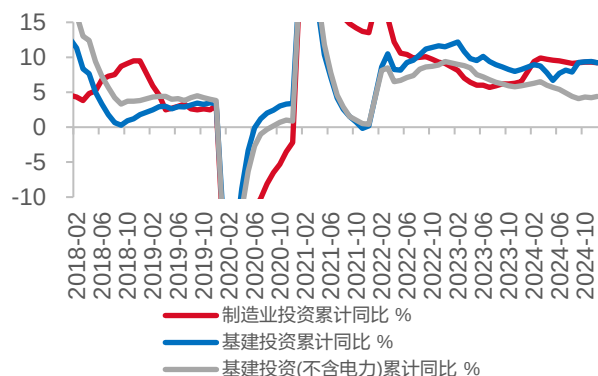
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 固定资产投资完成额累计同比, %



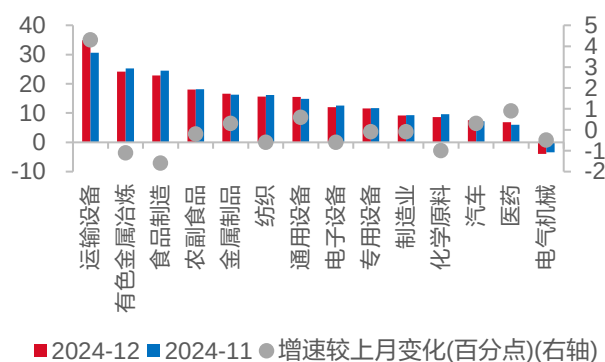
资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

图8 制造业、基建投资累计同比, %



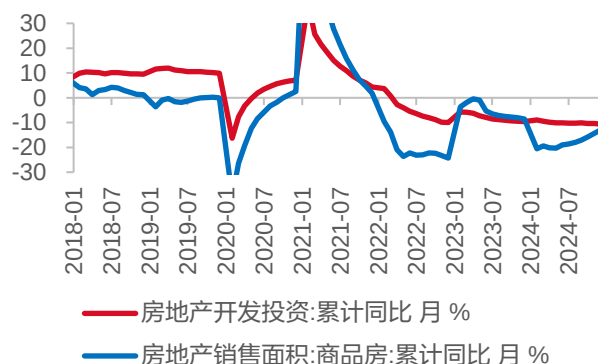
资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

图9 分行业制造业投资累计同比, %, %



资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

图10 房地产开发投资、商品房销售面积累计同比, %



资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

图11 规模以上工业增加值当月同比, %



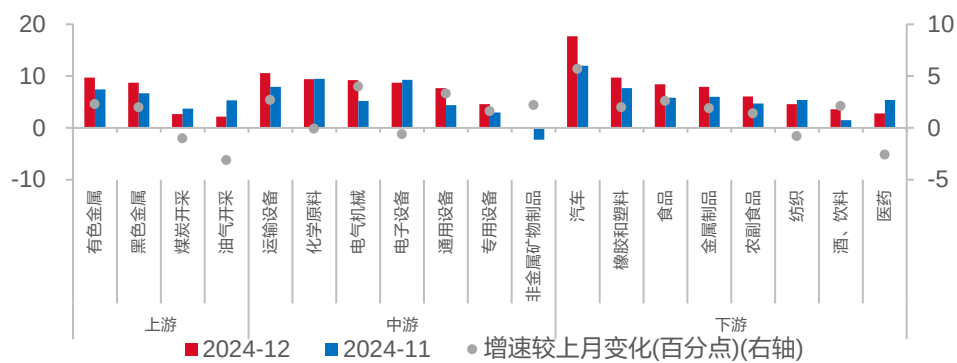
资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

图12 服务业生产指数当月同比, %



资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

图13 分行业工业增加值当月同比，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

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