



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**1 月 17 日，国家统计局发布数据显示，初步核算，2024 年国内生产总值 1349084 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.0%。分季度看，一季度同比增长 5.3%，二季度增长 4.7%，三季度增长 4.6%，四季度增长 5.4%。

➤ **四季度 5.4% 的增速，靠的是什么？**“以旧换新”政策下的消费，发挥“定海神针”作用的制造业，成交量攀升的股市，均对四季度 5.4% 的增速起了不小的拉动作用。但这些可能无法勾勒出 2024 年经济的“全貌”，全年 5% 的增速成绩实属不易，这背后讲述的是旧动能矛盾、新动能崛起的故事。

➤ **回顾全年，出口、传统投资与商品消费成为了 2024 年经济的三块拼图。但这背后既有机遇，也有风险：**

➤ **出口方面，**美方正式加征关税前的“抢跑”，带动了 2024 年出口增速的上升，但后续海外风险的加剧会为出口施压。

➤ **传统投资方面，**考虑到地产投资拐点未现，制造业和基建成为经济的中流砥柱。不过债务驱动传统投资增长的模式已经成为过去时，产能焕新亟需进一步加速。

➤ **消费方面，**比起服务消费，拉动消费增长的因素更在于商品消费，这也给未来消费留下了更多的想象空间，消费结构的优化、以及财政对消费的助力，都将成为 2025 年的重中之重。

➤ **“新质”的方向仍将继续，增量在于财政如何“惠民生、提消费”，这也构成了 2025 年的两大看点。**投资方面，由于当前“新质”行业仍无法完全取代传统行业，因此“新质生产力”的发展有望加速，成为拉动经济增长的新动能。消费方面，拉开我国与别国消费差距的核心在于服务消费，在商品消费趋于饱和之际，进一步支持文旅、扩大养老托育等服务消费或将成为 2025 年“5%”增速的另一大看点。

➤ **工业：年前开工力度不减。**12 月工业增加值环比增速从 0.46% 升至 0.64%、同比增速从 5.4% 升至 6.2%，无论从环比还是同比上，工业生产均显示出加速态势，背后主要由汽车、电气机械、非金属制造、通用设备等板块所拉动。

比起工业生产的加速，产能利用率的抬升更值得关注。四季度产能利用率从此前的 75.1% 进一步升至 76.2%，近几个月生产进度加快、但产能利用率不减反增，说明前期产能过剩问题开始逐步修复，接下来厂商生产意愿可能会逐步修复。

➤ **制造业：投资端的中流砥柱。**虽然 12 月制造业投资增速略有下滑，但纵观 2024 年全年来看，制造业当月同比增速一直保持在 8%-10% 附近，是全年当之无愧的亮眼项。

与更依靠中央投资的基建、以及拐点未现的房地产相比，制造业成为 2024 年投资端的最大亮点。不过，2024 年制造业传统领域的投资增势比“新质”领域更加明显，说明当前逆周期调节的重任仍是落在传统产业肩上，“新质生产力”的成长空间还很大。如何加快渡过新旧动能转换的阵痛期，将成为 2025 年制造业端的一大关注点。

相关研究

1. 经济数据点评：美国通胀“泼冷水”：拐点的“预演”？-2025/01/16
2. 新质生产力系列（二）：“增新质”与“挑大梁”-2025/01/13
3. 美国非农就业数据点评：谁更中意非农？特朗普 or 美联储-2025/01/11
4. 美国财政分析：精兵简政：马斯克的前车之鉴-2025/01/07
5. 市场点评：特朗普新闻：“防伪”指南-2025/01/07

➤ **基建：广义与狭义基建增速差距渐小。**2024 年以来基建端持续存在广义与狭义基建增速分化的现象，但根据 12 月最新的数据来看，两者之间的差距正在逐步缩小。这说明中央投资拉动作用逐步减小的同时，基建自身的情况出现小幅边际改善。

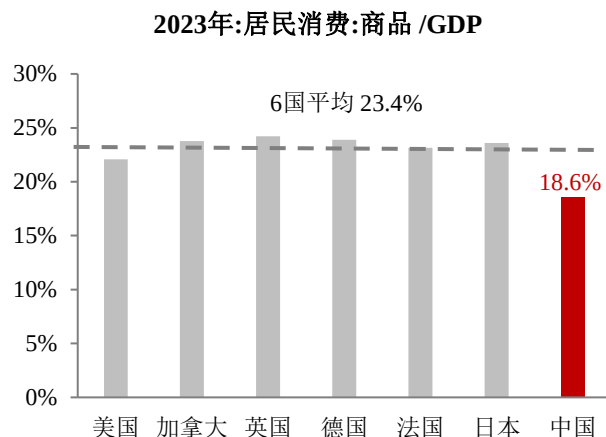
预计 2025 年基建不会太强，也不会太弱。不会太强，是因为当前大多财政资源已从基建转移到化债、消费等领域，比如新增专项债开始用于化债，比如超长期特别国债加大对“两新”的支持力度。**不会太弱**，是因为以中央投资为主导的公用事业板块依旧会对基建形成有力支撑，特别国债支持的“两重”投资也将为基建“充电”。

➤ **消费：“以旧换新”的含量颇高。**12 月社零走出了电商促销的错位效应，其增速基本符合预期。分结构来看，家用电器、通讯器材、日用品等“以旧换新”相关项目依旧是拉动社零增长的关键项目，而油价回落拖累石油用品零售。同时考虑到 2025 年春节时间相对较早，节前消费旺季也可能对 12 月消费形成支撑。**展望 2025 年，延续“以旧换新”正反馈的同时，对文旅、养老、托育等服务消费的提振或将是另一政策重心。**

➤ **地产：投资偏弱、销售回暖的态势延续。**12 月开工与竣工面积同比降幅依旧显著，地产端的亮点仍在于销售房价的回暖。当前房价回暖已持续三个月之久，这在一定程度上反映了居民预期的修复。但想要真正改善销售与竣工的分化局面并非易事，政策的加码有待延续。

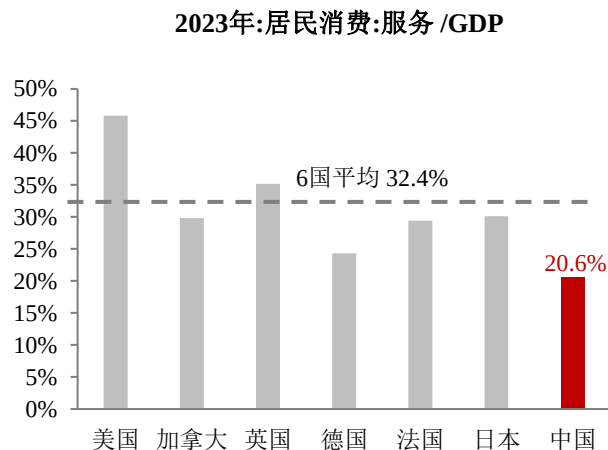
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：我国居民商品消费水平和发达国家相对接近



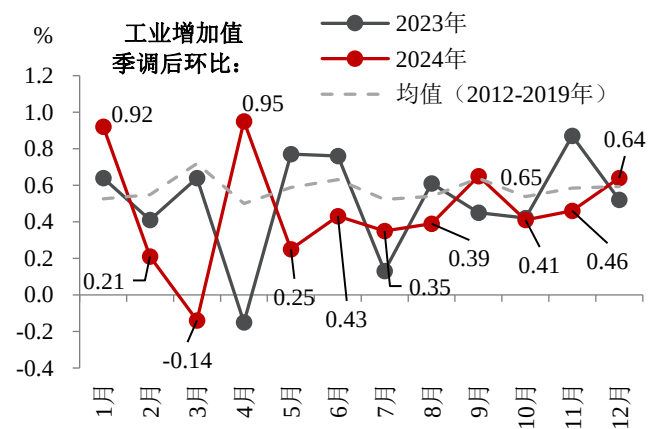
资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

图2：我国居民服务消费水平与发达国家距离较大



资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

图3：12月工业增加值环比增速上升



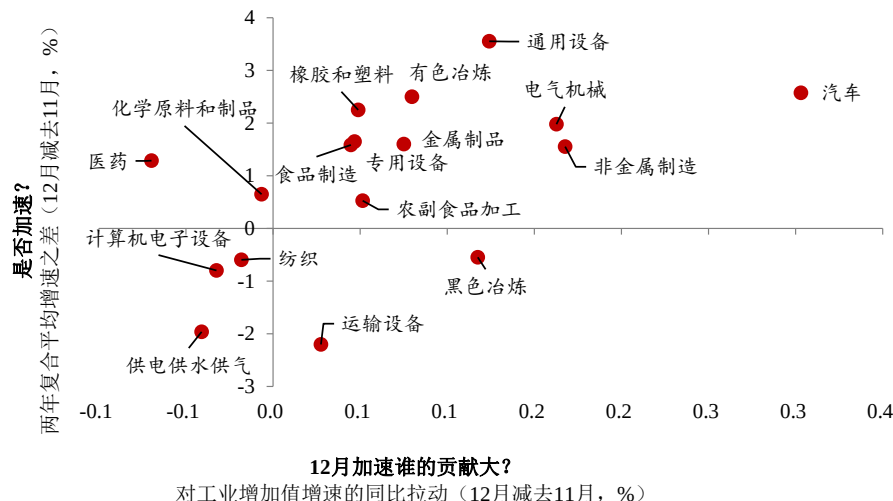
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：工业产能利用率上升态势进一步显现



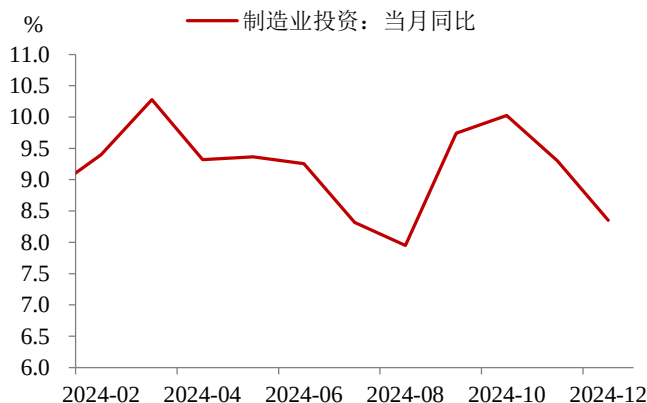
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：哪些行业是 12 月工业生产加速的“幕后推手”？



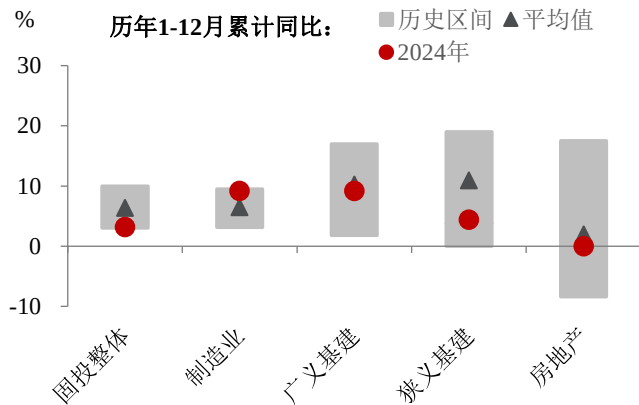
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：2024 年全年制造业投资增速都偏强



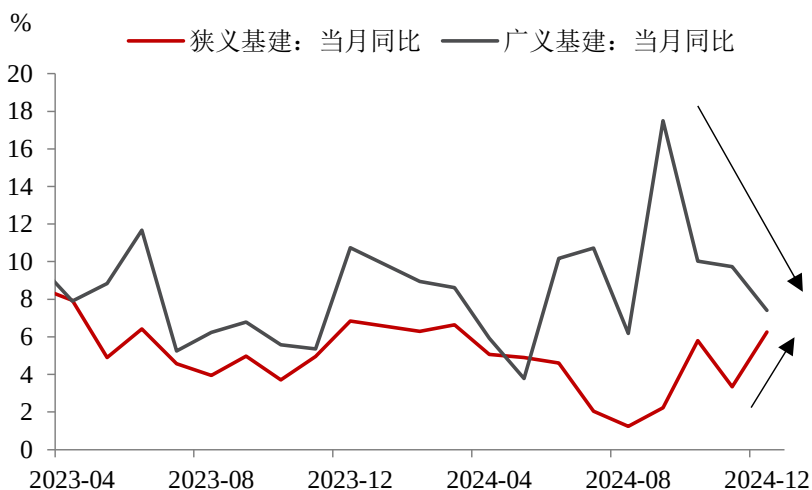
资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：2024 年制造业是投资端的一大亮眼项



资料来源：Wind，民生证券研究院

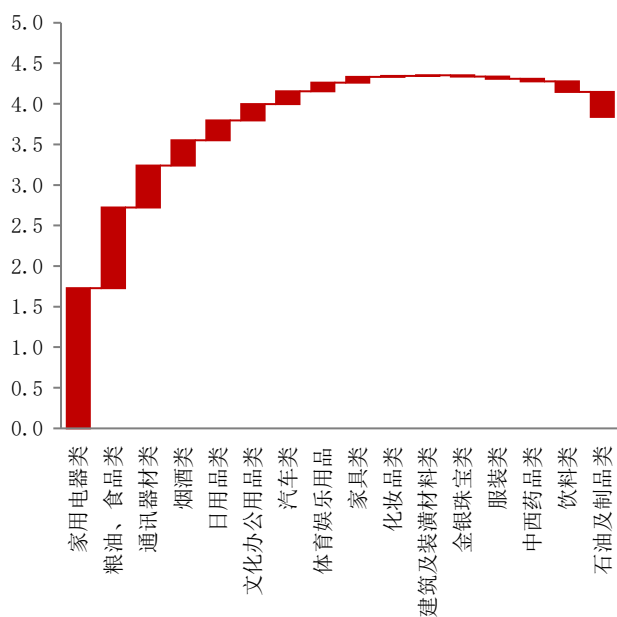
图8：广义与狭义基建增速之间的差距正在逐步缩小



资料来源：Wind，民生证券研究院

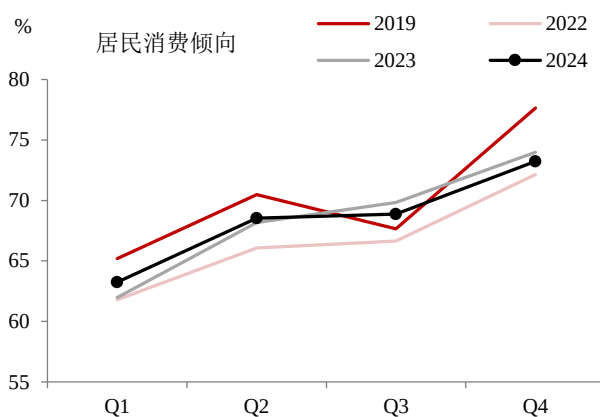
图9：2024年12月限额以上社零分项拉动情况

2024年12月主要产品对限额以上社零同比增速拉动（%）



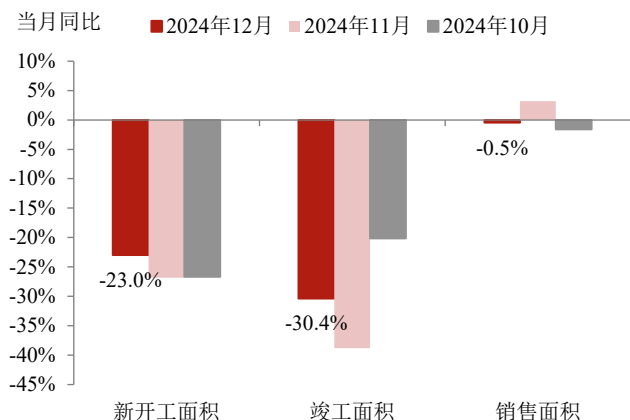
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2024年Q4居民消费倾向不及2023年同期



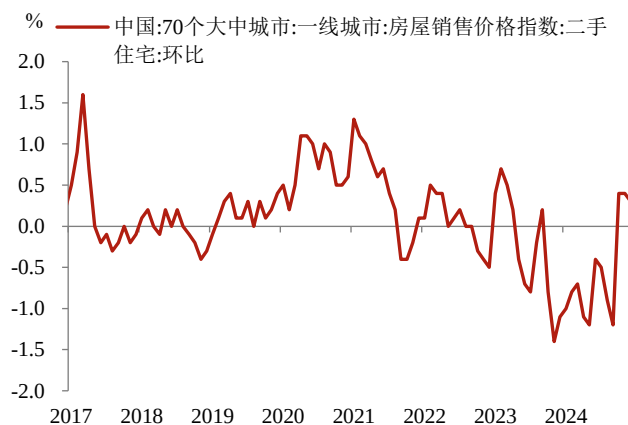
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：12月地产销售同比基本持平



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：12月一线城市二手房房价持续环比改善



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048