

四季度 GDP 增速超预期，“一揽子增量政策”有效带动经济增长动能回升

——2024 年四季度宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 研究发展部执行总监 冯琳

事件：据国家统计局 2025 年 1 月 17 日公布的数据，2024 年四季度 GDP 同比为 5.4%，三季度为 4.6%；全年累计增速为 5.0%，上年全年为 5.2%；12 月规模以上工业增加值同比实际增长 6.2%，11 月为 5.4%，全年累计同比为 5.8%，上年全年累计为 4.6%；12 月社会消费品零售总额同比增长 3.7%，11 月为 3.0%，全年累计同比为 3.5%，上年全年为 7.2%；2024 年 1-12 月全国固定资产投资累计同比增长 3.2%，前值为 3.3%，上年全年为 3.0%。

基本观点：

整体上看，受以旧换新等存量政策和一揽子增量政策带动，四季度 GDP 增速大幅回升，超出市场普遍预期。其中，伴随市场信心改善，资本市场和房地产市场活跃度显著上升，四季度金融业增加值增速加快，房地产行业下行放缓，带动此前持续偏低的服务业生产增速显著上行 1 个百分点，达到 5.8%，是四季度经济增速大幅反弹的主要原因。需求端方面，在以旧换新等存量政策和一揽子增量政策共同发力下，10 月以来居民消费增速加快，广义基建投资和制造业投资保持接近两位数高增，加之外需韧性超出市场预期，共同推动四季度工业生产及整体经济增长动能显著改善。

展望 2025 年，经济增长目标会继续定在“5.0%左右”，主要的挑战是外部经贸环境变数加大，外需对经济增长的贡献可能会显著减弱，与此同时，促进房地产市场止跌回稳，政策上也需要进一步加力。我们判断，2025 年经济运行会展现强大韧性，主要支撑来自超常规逆周期调节，新质生产力发展以及出口企业在贸易战中的抗压力能力。预计 2025 年 GDP 增速会在 4.7%左右，继续处在中高速增长平台。

具体解读如下：

一、一揽子增量政策显效，四季度 GDP 增速大幅反。

2024 年四季度 GDP 同比达到 5.4%，比上季度加快 0.8 个百分点，超出市场普遍预期。9 月末之后，一揽子增量政策陆续推出，市场信心受到提振，经济景气度回升，四季度官方制造业 PMI 指数连续处于扩张区间。伴随市场信心改善，资本市场和房地产市场活跃度显著上升，四季度金融业增加值增速加快，

房地产行业下行放缓，带动此前持续偏低的服务业生产增速上行至 5.8%，比上季度大幅加快 1 个百分点，四季度市场信心改善及促消费政策显效，叠加出口增速加快，带动工业生产加速，各月平均增速也比上季度加快 0.6 个百分点。需求端方面，在以旧换新等存量政策和一揽子增量政策共同发力下，10 月以来居民消费增速加快，广义基建投资和制造业投资保持接近两位数高增，加之外需韧性超出市场预期，共同推动四季度经济增长动能显著改善。

全年来看，经济走势大致可概括为：上半年“前高后低”，下半年“前低后高”。受 2023 年四季度增发 1 万亿国债资金主要在 2024 年初使用等影响，一季度 GDP 增速达到 5.3%，延续了去年四季度以来的较快增长势头。进入二季度，增发国债资金支持效应减弱，投资增速下行，更为重要的是，二季度房地产市场调整有所加剧，并拖累居民消费增速走低，内需不足问题凸显。由此，二季度经济增长动能有所转弱，当季 GDP 增速降至 4.7%。这一态势一直延续到三季度。可以看到，5 月至 9 月代表宏观经济景气水平的官方制造业 PMI 指数持续处于收缩区间。伴随 9 月末之后出台一揽子增量政策，逆周期调节全面发力，四季度经济增速大幅加快，最终顺利完成全年经济增长目标。值得一提的是，2024 年以新能源汽车等高技术制造业为代表的新质生产力发展势头强劲，对经济增长形成了比较强的拉动，同时 2024 年外需回暖也是一个重要支撑点。

展望 2025 年，经济增长目标会继续定在“5.0%左右”，主要的挑战是外部经贸环境变数加大，外需对经济增长的贡献可能会显著减弱，与此同时，促进房地产市场止跌回稳，政策上也需要进一步加力。我们判断，2025 年经济运行会展现强大韧性，主要支撑来自超常规逆周期调节，新质生产力发展以及出口企业在贸易战中的抗压力能力。预计 2025 年 GDP 增速会在 4.7% 左右，继续处在中高速增长平台。

宏观政策方面，2025 年，更加积极的财政政策会全面发力，其中赤字率会上调到 4.0%，新增专项债和超长期特别国债额度都会扩大，央行会实施有力度的降息降准，其中降息幅度有可能达到 50 个基点，带动企业和居民贷款利率更大幅度下调。我们判断，2025 年会对居民房贷实施定向降息，存量房贷利率也会继续下调，这是促进房地产市场止跌回稳的关键一招。

二、工业生产：12 月制造业生产提速带动工业增加值增速上扬，背后是伴随一揽子增量政策出台，市场信心修复带动企业扩产，以及近期出口偏强。全年工业生产增速较上年加快，主要拉动力在于出口强势弥补内需不足，以及政策面支持新质生产力发展。展望 2025 年，出口下行压力加大，将拖累工业生产增速放缓，但内需有望对工业生产形成一定支撑。预计 2025 年全年工业增加值增速将降至 4.4% 左右。

12 月工业增加值同比增长 6.2%，增速较上月加快 0.8 个百分点。从三大门类来看，主要拉动力是制

制造业生产较快增长，12月制造业增加值同比增速较上月加快1.4个百分点至7.4%。背后主要是伴随一揽子增量政策出台，市场信心修复带动企业扩产。可以看到，12月官方制造业PMI指数中的生产指数录得52.1%，连续第3个月处于扩张区间。另外，近期出口依然偏强，12月规上工业企业出口交货值同比增长8.8%，增速较上月加快1.4个百分点，也对制造业生产有较强支撑。

从具体行业来看，12月汽车生产进一步提速，行业增加值同比增速较上月加快5.7个百分点至17.7%；钢铁、有色、通用设备、专用设备等行业增加值同比分别增长8.7%、9.7%、7.7%和4.6%，增速与上月相比均有所加快；另外，12月水泥产量降幅明显收窄，也带动非金属矿物制品业增加值同比降幅收敛至-0.1%。

从全年来看，2024年工业增加值累计同比增长5.8%，增速较上年加快1.2个百分点，主要受两方面因素提振：一是2024年出口保持强势，一定程度上对冲了内需不足的影响，对制造业生产拉动作用较强。例如，在出口高增支撑下，2024年新能源汽车、太阳能电池、集成电路产量分别增长38.7%、15.7%和22.2%，其中新能源汽车和集成电路产量增长与上年相比均明显加速。二是2024年以来，政策面支持新质生产力发展，也对工业生产起到了较强的拉动作用。可以看到，2024年高技术制造业增加值累计同比增长8.9%，较上年增速大幅加快6.2个百分点，快于全部工业增加值整体增速3.1个百分点。

值得一提的是，2024年工业增加值累计同比增速超出全年GDP增速0.8个百分点，宏观经济表现出较为明显的“供强需弱”特征。我们认为，这也是2024年CPI和PPI持续偏弱的重要原因。

展望未来，外部经贸环境变数加大，2025年我国出口有可能明显减速，但在“全方位扩大国内需求”的宏观政策取向下，内需将对工业生产形成一定支撑。我们预计，2025年全年工业生产增速将降至4.4%左右。不过，1-2月“抢出口”效应会比较明显，开年稳增长政策频出有望提振市场信心，预计工业生产增速将在5.0%左右。

三、消费：12月社零同比提速，主因短期扰动因素退去，社零增速自然回升，环比增速则要弱于季节性。全年来看，2024年社零增速明显低于疫情前水平，主因房地产市场持续调整抑制居民消费信心，加之居民收入增速下行对消费能力形成一定影响，居民消费动能明显偏弱。展望未来，大力提振消费被列为2025年经济工作的首要任务，预计在促消费政策加码带动下，2025年社零增速有望回升至5.5%左右。

12月社零同比增长3.7%，增速较上月加快0.7个百分点，主要原因是“双十一”促销活动提前对居民消费节奏的扰动退去，社零增速自然回升。这也反映于，作为“双十一”重要消费品类，化妆品、体

育娱乐用品、文化办公用品、通讯器材、家电等类别消费品零售额同比增速在 11 月显著放缓，12 月则实现大幅反弹，对社零整体增速的拉动作用明显。而从边际增长动能来看，12 月社零季调环比增速为 0.12%，表现要弱于季节性（过去 10 年同期社零季调环比增速均值为 0.56%），背后主要是随着上一轮支持耐用消费品以旧换新政策的促消费效应减弱，社零实际表现开始向消费内生增长动能回归，而当前居民消费内生增长动能依然偏弱。可以看到，12 月汽车零售额同比增速较上月下滑 6.1 个百分点至 0.5%。

从全年来看，2024 年社零累计同比增长 3.5%，增速较上年放缓 3.7 个百分点，更是明显低于疫情前 5 年年均 9.5% 的增长水平。主要原因是受房地产市场持续调整造成的资产缩水效应抑制居民消费信心，以及前期居民收入增速下行也对消费能力形成一定影响，2024 年消费动能明显偏弱。2024 年 11 月，消费者信心指数录得 86.2，较 10 月下滑 0.7 个百分点，持续大幅向下偏离 100 的历史中值水平；同时，2024 年居民人均可支配收入累计名义同比增长 5.3%，增速较上年放缓 1.0 个百分点，明显低于疫情前 9.0% 左右的增长水平。

值得一提的是，四季度社零同比增长 3.8%，增速较三季度加快 1.1 个百分点，为 2024 年各季度最快增速。我们认为，主要原因是支持耐用消费品以旧换新政策的促消费效应得到有效发挥，同时，四季度房地产销售在政策加码提振下升温，这在直接拉动涉房消费的同时，也有利于稳定居民消费信心。根据我们测算，四季度汽车、家电、家具、建筑装潢材料零售额同比分别增长 7.3%、38.4%、15.1% 和 7.6%，增速较三季度大幅加快 7.9、27.9、13.6 和 5.4 个百分点。

展望未来，外部经贸环境变数加大，消费内生增长动力仍然偏弱，扩消费政策需要进一步加码。在 2024 年 12 月召开的中央经济工作会议上，大力提振消费被列为 2025 年经济工作的首要任务。我们预计，2025 年用于支持消费品“购新”或“换新”的特别国债规模将增加至 3000 亿，同时，包括在全国范围内发放消费券、将支持消费范围从耐用消费品扩大至一般消费品及服务消费等在内，促消费政策还有较大发力空间，2025 年社零增速有望回升至 5.5% 左右。

从年初情况来看，由于政策接续出现一段空窗期，等待新政的观望情绪可能会对消费有一定抑制，这在 1 月中上旬汽车销售中已有所体现。不过，1 月 13 日，商务部等 4 部门发布关于做好 2025 年家电以旧换新工作的通知，同时，手机等数码产品购新补贴将从 1 月 20 日开始陆续实施，预计 1 月下旬起新一轮促消费政策刺激效果将开始释放，这将对 1-2 月整体消费增速起到支撑作用。综合考虑上年同期基数等因素，预计 1-2 月社零累计增速将在 4.0% 左右。

四、投资：2024 年 1-12 月固定资产投资增速为 3.2%，较前值下行 0.1 个百分点，延续小幅回落态

势，12月当月三大投资板块增速都有不同程度下行。其中，四季度楼市回暖向投资端传导还需要时间，12月房地产投资数据降幅依然较大；受上年同期投资基数抬高影响，12月制造业投资高位小幅下行；12月各地稳增长力度加大，狭义基建投资（不含电力）增速加快，但广义基建投资增速下行。2024年固定资产投资增速较上年加快0.2个百分点。背后主要是广义基建和制造业投资高增，有效对冲了房地产投资大幅下滑的影响，体现了稳增长政策加力，以及持续推动制造业转移升级和培育新质生产力的政策取向。

具体来看，1-12月基建投资（不含电力）同比增速为4.4%，较前值上行0.2个百分点，低于上年全年5.9%的增长水平。不过，据我们测算，12月当月基建投资（不含电力）增速为6.3%，较11月大幅加快3个百分点。10月8日国家发改委在新闻发布会上表示，将提前下达明年1000亿元中央预算内投资计划和1000亿元“两重”建设项目清单，并要求在四季度形成实物工作量。另外，年底前各地为完成全年经济增长目标，也会在基建投资领域集中发力。不过，1-12月广义基建投资增速较前值略有下滑，但仍保持9.2%的高增状态，较上年全年增速加快0.9个百分点。整体上看，四季度广义基建投资高增，狭义基建投资增速明显加快，是一揽子增量政策发力的一个集中体现。

展望未来，2025年稳增长要求“要与各种不确定因素抢时间，对已经确定的工作能早则早、宁早勿晚、加快推进，不断巩固经济回升向好势头”，这意味着年初基建投资将继续保持较高增长水平，我们估计增速将在8.0%左右。之所以预计1-2月基建投资增速略有下滑，一方面源于上年同期基数抬高，另一方面则与2025年宏观政策取向有关，即今年的重点是大力提振消费，投资则要“提高效益”，而非推高增速。另外，2025年房地产投资降幅有望收窄，也会降低基建投资的对冲需求。

制造业投资方面，1-12月累计同比增速为9.2%，较前值回落0.1个百分点，但较上年全年增速显著加快2.7个百分点。2024年支持制造业投资提速的因素主要包括：一是政策面持续加大对培育新质生产力、推动制造业转型升级、解决“卡脖子”问题的支持力度，制造业中长期贷款高增，以及中央财政对大规模设备更新采取贷款贴息等具体措施。二是7月以来大规模设备更新支持政策加码，对下半年制造业投资形成较强拉动。

展望未来，2024年12月中央政治局会议提出“要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系”。这意味着2025年制造业投资还会受到政策倾斜，而支持大规模设备更新政策已明确接续，这些都意味着1-2月制造业投资还会保持较高水平。不过，1月美国新政府即将上台，市场会密切关注其贸易政策进展。考虑到外部经贸环境变数加大，2025年以民间投资为主的制造业投资增速有可能小幅回落，我们预计1-2月制造业投资同比增速将在7.0%左右，但随着促进新质生产力发展，推动新旧增长动能转

换，高技术制造业投资会延续高增状态。

2024 年 1-12 月房地产投资累计同比下降 10.6%，降幅较前值扩大 0.2 个百分点。据我们测算，12 月当月房地产投资同比为-13.3%，降幅较上月扩大 1.7 个百分点，与当月房地产施工数据降幅仍然较大相印证。这意味着 2024 年四季度楼市回暖向投资端传导还需要时间，同时房地产“白名单”项目信贷资金拨付也需要进一步加快。2024 年房地产投资降幅较上年扩大 1 个百分点，主要原因是房地产市场持续调整，且 2024 年房价降幅还有明显加快。

展望未来，外部冲击风险加大，稳楼市迫切性进一步上升，2025 年房地产市场存在止跌回稳的基础，关键是要解决计入物价因素后，当前居民实际房贷利率依然偏高问题。具体到房地产投资方面，2024 年底前“白名单”项目贷款审批通过金额已翻倍至超过 5 万亿元。高频数据显示，1 月银行信贷投放显著加速，这意味着“白名单”项目贷款拨付也在加快，房地产投资的资金来源改善，再加上上年同期基数下沉，预计 2025 年 1-2 月房地产投资降幅会收窄至-9.0%左右。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。