

1 月金股组合

| 股票代码      | 股票名称 |
|-----------|------|
| 002120.SZ | 韵达股份 |
| 601857.SH | 中国石油 |
| 688019.SH | 安集科技 |
| 300750.SZ | 宁德时代 |
| 688085.SH | 三友医疗 |
| 000848.SZ | 承德露露 |
| 605108.SH | 同庆楼  |

市场指数

| 指数名称   | 收盘价      | 涨跌%  |
|--------|----------|------|
| 上证综指   | 3236.03  | 0.28 |
| 深证成指   | 10101.10 | 0.41 |
| 沪深 300 | 3800.38  | 0.11 |
| 中小 100 | 6199.62  | 0.26 |
| 创业板指   | 2051.35  | 0.66 |

行业表现（申万一级）

| 指数名称 | 涨跌%  | 指数名称 | 涨跌%    |
|------|------|------|--------|
| 通信   | 2.47 | 食品饮料 | (0.85) |
| 综合   | 1.95 | 电子   | (0.81) |
| 有色金属 | 1.78 | 交通运输 | (0.21) |
| 商贸零售 | 1.65 | 国防军工 | (0.01) |
| 煤炭   | 1.47 | 医药生物 | 0.01   |

资料来源：万得，中银证券

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军

(8621)20328310

jun.wang\_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

# 中银晨会聚焦-20250117

## ■重点关注

【宏观经济】中国经济的逻辑与出路\*徐高。本文从“中国经济发展的源泉是什么”这个根本性问题出发，梳理中国经济的逻辑，揭示当前中国经济发展的核心障碍所在，指出我国经济的出路。在以提升居民福利为经济发展目标的前提下，经济发展的源泉有三：（1）居民对更好生活之欲望的扩张；（2）生产能力的扩张；（3）“有效需求”的扩张。我国经济发展的主要障碍在有效需求不足，而非生产能力不足。

【宏观经济】12 月金融数据点评\*张晓娇 朱启兵。2024 年 12 月新增社融和新增信贷均好于万得一致预期；政府债券融资多增是支撑新增社融的主要因素；居民新增中长期贷款持续好转，房地产销售向好趋势延续；财政存款少增，表明政府支出力度加大、速度加快，一定程度上缓解了企业融资需求。

## 重点关注

### 【宏观经济】中国经济的逻辑与出路

徐高

本文从“中国经济发展的源泉是什么”这个根本性问题出发，梳理中国经济的逻辑，揭示当前中国经济发展的核心障碍所在，指出我国经济的出路。在以提升居民福利为经济发展目标的前提下，经济发展的源泉有三：（1）居民对更好生活之欲望的扩张；（2）生产能力的扩张；（3）“有效需求”的扩张。我国经济发展的主要障碍在有效需求不足，而非生产能力不足。

对经济有影响的需求，是购买力与支出欲望相结合所形成的“有效需求”。我国的需求不足，其实是国内有效需求不足（即内需不足）。有效需求不足归根结底是个收入分配问题，产生于收入分配结构所导致的购买力和支出欲望的错配——有购买力的经济主体缺乏支出欲望，有支出欲望的经济主体缺乏购买力。我国企业部门向居民部门的分红偏少，企业收入向居民的转移不足，从而导致居民收入占经济总收入比重偏低，因而产生了消费不足的问题。而在投资回报率下降到低位，明显抑制企业投资意愿后，企业收入难以向居民转移的情况就会催生内需不足的问题。

我国完全有办法解决当前因需求不足而产生的经济增长下行压力。化解需求不足的“上策”是优化国内收入分配结构，增加居民收入占经济的比重。在长期，这可以通过“全民国企持股计划”来实现。在短期，可以通过加大国有资本向社保基金的划转来提振居民收入和消费。在“上策”还未走通的时候，靠投资创造需求的“中策”是我国经济的一条不坏的，并且可以持续出路。

（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。）

### 【宏观经济】12月金融数据点评—关注2025年初央行是否“择机降准降息”

张晓娇 朱启兵

**2024年12月新增社融和新增信贷均好于万得一致预期；政府债券融资多增是支撑新增社融的主要因素；居民新增中长期贷款持续好转，房地产销售向好趋势延续；财政存款少增，表明政府支出力度加大、速度加快，一定程度上缓解了企业融资需求。**

2024年12月新增社融2.85万亿元，新增人民币贷款8402亿元。细项看，较2023年同期多增规模较大的主要是政府债券和企业债券，较2023年同期少增规模较大的是人民币贷款。影响政府债券融资多增和企业债同比多增的主要原因与11月相同，仍是地方政府专项债发行速度加快和低利率环境的影响；另一方面，新增人民币贷款较2023年同期少增，且新增汇票融资少增，表明实体经济融资需求依然偏弱。

2024年12月M2同比增长7.3%，M1同比下降1.4%，M0同比增长13.0%；单位活期存款同比下降4.29%，准货币同比增长9.91%。一方面，2024年12月货币供应量数据较11月出现较全面的好转，其中M1同比增速上行幅度最大，同时单位活期存款同比增速也较11月出现较大上行，表明企业单位流动性边际好转的趋势延续；另一方面，居民部门流动性较11月小幅下降，我们认为主要是受春节假期前居民消费季节性增加的影响。

2024年12月新增存款少增1.4万亿元，少增主要来自非银存款和财政存款。我们认为非银存款少增的原因是，2024年11月28日市场利率定价自律机制审议通过了《关于优化非银同业存款利率自律管理的自律倡议》和《关于在存款服务协议中引入“利率调整兜底条款”的自律倡议》，一定程度上从利率定价上限限制了新增非银存款；在政府债发行同比多增的情况下，财政存款少增的原因或在于政府支出加速，这也可能是提振M1增速和M2增速，以及不同程度上影响企业年底融资需求的原因。

2024年12月金融机构新增贷款9900亿元，从贷款构成看，较2023年同期多增的主要是短贷及票据，以及居民贷，少增的主要是中长贷和企业贷。12月新增信贷有以下几个特点：一是新增贷款规模高于万得一致预期的8430亿元，二是从期限看，短贷表现好于中长贷，三是从部门看，居民部门表现好于企业部门，四是居民中长贷较2023年同期多增1538亿元，表明房地产销售或延续向好趋势，五是企业中长期贷款表现偏弱，可能与政府财政支出加速，部分缓解了企业融资需求有关。

关注2025年初央行是否“择机降准降息”。2025年1月4日，央行召开2025年工作会议，提出2025年工作重点包括“择机降准降息”、“保持流动性充裕、金融总量稳定增长，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配”、“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，坚决防范汇率超调风险”、“用好用足支持资本市场的两项结构性货币政策工具，探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定运行”等等。2025年1月15日MLF到期9950亿元，但央行选择采取投放7天逆回购9595亿元的方式对冲，而非降准，我们认为其中一个重要的原因，是在美元指数持续走强的现阶段情况下，降准可能给人民币汇率带来压力，建议关注短期内两个重要事件，一是1月20日美国当选总统特朗普就任后，美国经济政策可能发生的变化，二是1月30日美联储议息会议是否暂停降息。国内方面，则建议关注春节假期期间居民消费的增长情况，以及春节假期后，企业端生产复工的情况，和企业融资需求是否能够持续恢复。

风险提示：全球通胀二次上行；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

## 中银证券研究部

### 首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

### 全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

### 宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com

张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com

刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com

陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com

### 固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com

张鹏 S1300520090001 peng.zhang\_bj@bocichina.com

### 策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com

徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com

郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com

徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com

高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

### 金融工程研究团队

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com

李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com

陈亮 S1300122090029 liang.chen@bocichina.com

宋坤笛 S1300123070004 kundi.song@bocichina.com

杨依晨 S1300123050021 yichen.yang@bocichina.com

郭军 S1300519070001 Jun.guo@bocichina.com

### 非银金融研究团队

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

### 建筑建材研究团队

陈浩武 S1300520090006 haowu.chen@bocichina.com

### 医药生物研究团队

刘恩阳 S1300523090004 enyang.liu@bocichina.com

梁端玉 S1300523090003 duanyu.liang@bocichina.com

### 电新研究团队

武佳雄 S1300523070001 jiexiong.wu@bocichina.com

李扬 S1300523080002 yang.li@bocichina.com

### 机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com

曹鸿生 S1300523070002 hongsheng.cao@bocichina.com

### 化工研究团队

余嫿嫿 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com

徐中良 S1300524050001 zhongliang.xu@bocichina.com

赵泰 S1300123070003 tai.zhao@bocichina.com

### 食品饮料研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

### 社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com

宋环翔 S1300524080001 huanxiang.song@bocichina.com

纠泰民 S1300524040001 taimin.jiu@bocichina.com

### 计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com

### 电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com

李圣宣 S1300123050020 shengxuan.li@bocichina.com

茅珈恺 S1300123050016 jiakai.mao@bocichina.com

### 通信研究团队

庄宇 S1300520060004 yu.zhuang@bocichina.com

吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

### 交通运输研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com

刘国强 S1300524070002 guoqiang.liu\_01@bocichina.com

### 地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com

许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

## 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由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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）68604866  
传真：（8621）58883554

## 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）39886333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065  
新加坡客户请拨打：8008523392  
传真：（852）21479513

### 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）39886333  
传真：（852）21479513

### 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）83262000  
传真：（8610）83262291

### 中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话：（4420）36518888  
传真：（4420）36518877

### 中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7BryantPark 15 楼  
NY 10018  
电话：（1）2122590888  
传真：（1）2122590889

### 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）66926829/65345587  
传真：（65）65343996/65323371