

## 证券研究报告

## 宏观研究

## 专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师  
执业编号: S1500524070002  
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅  
大厦B座  
邮编: 100031

# 如何看待超预期的经济增长?

2025年1月18日

- **四季度是高增长和低物价的组合。**去年四季度实际经济增速从前值的4.6%回升至5.4%，显著好于市场预期的5%，四季度经济实现超预期的高增。但随着四季度经济增长提速下，我们却观察到物价中枢走低，包括CPI和PPI。总体上看，这一季度的表现可归结为高增长与低物价的组合，这一组合更多是受到供给端发力的影响。由于受经济增长目标的影响，这一季度的数据高增对后续经济复苏的指示意义有所下降，但这也说明政策在拉动经济增长上的工具箱较足。
- **目前经济仍有两个薄弱环节。**2025年特朗普重新入主白宫，关税政策存在较大的不确定性，出口作为2024年重要的增长动力也因此被蒙上一层“阴影”。出口不确定性增加之下，今年的增长动力或需转向消费和基建。而目前今年消费和投资各有其薄弱环节，薄弱环节之一：居民消费倾向没有进一步修复。不仅如此，这相比于疫情之前的消费倾向，仍有1个百分点以上的差距。薄弱环节之二：地产一直拖累投资增速。从三大分类来看，12月投资增速的下滑主要是受到地产投资回落的拖累。
- **无论快变量还是慢变量，政策刺激都不可或缺。**继四季度超预期后，并不意味着政策可以退出。针对当前经济存在的薄弱环节，需要加以巩固或对冲，即巩固消费、对冲地产。消费倾向修复而言，其非一朝一夕之变。想要加速消费的修复，新的刺激必不可少。由于地产投资的拐点尚未出现，2025年地产投资出现降幅收窄的概率较大，但靠地产投资扭转局面的难度仍不小，我们认为靠拉动基建这一快变量对冲地产投资或是较好的方法。当前新增专项债用于化债后，需要更多资金工具支撑基建。
- **风险因素：**消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

## 目录

一、四季度是高增长和低物价的组合 .....	3
二、经济增长的两个薄弱之处 .....	6
三、后续政策刺激不可或缺 .....	7
风险因素 .....	8

## 图目录

图 1: 去年四季度经济增长走高 .....	3
图 2: 去年四季度物价中枢走低 .....	3
图 3: 12 月制造业工业增加值增速继续回升 .....	4
图 4: 四季度出口交货值增长提速 .....	4
图 5: 社零环比与 2022 年同期类似 .....	5
图 6: 2024 年全年消费倾向与前值基本持平 .....	6
图 7: 固投累计增速下滑受地产拖累较多 .....	6
图 8: 2025Q1 各省地方债发行计划 .....	7

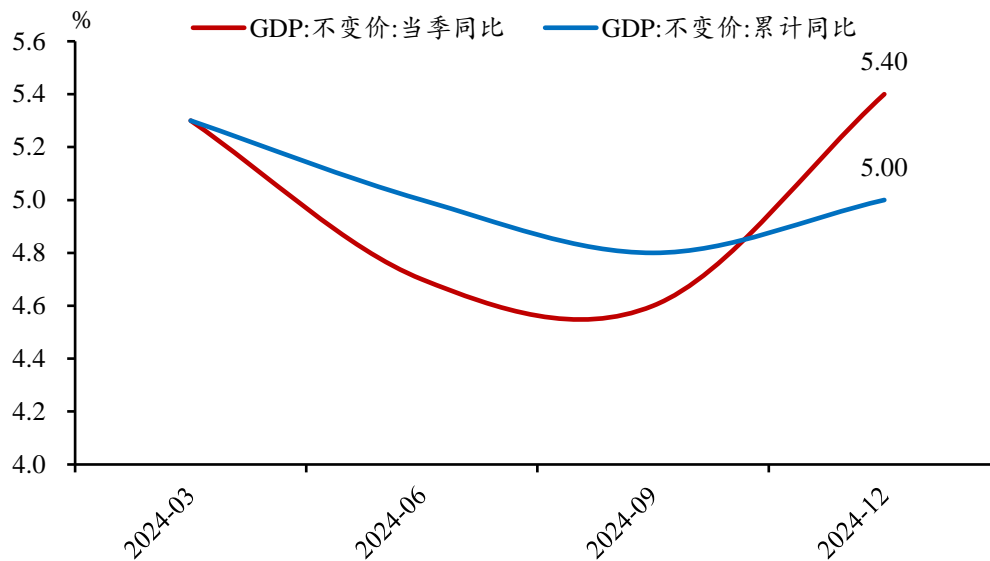
## 一、四季度是高增长和低物价的组合

2024年四季度实际经济增速高于预期，全年实现5%的经济增长目标，这份年度数据可谓来之不易。

首先，四季度经济实现超预期的高增。去年四季度经历一波生产端发力后，实际经济增速从前值的4.6%回升至5.4%，显著好于市场预期的5%，这甚至比我们前期在年度策略报告预期的5.3%略高（见《中美博弈，消费修复——2025年中国宏观展望》）。累计来看，经济增速也从前第三季度的4.8%回升至5.0%，2024年全年顺利实现了5%的经济增长目标。

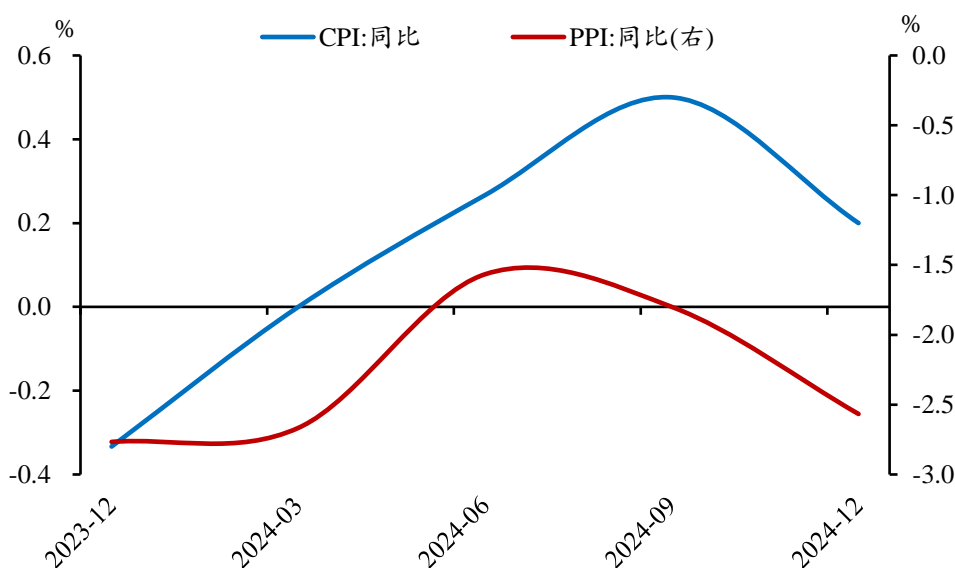
其次，高增长下四季度的物价中枢走低。在超预期的经济增速背后，我们却观察到物价中枢走低，包括CPI和PPI。2024年Q4的CPI中枢从前值的0.5%回落至0.2%，基本符合我们的预期；PPI的中枢从前值的-1.8%下滑至-2.57%，略低于我们的预期（见《中美博弈，消费修复——2025年中国宏观展望》）。

图 1：去年四季度经济增长走高



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：去年四季度物价中枢走低

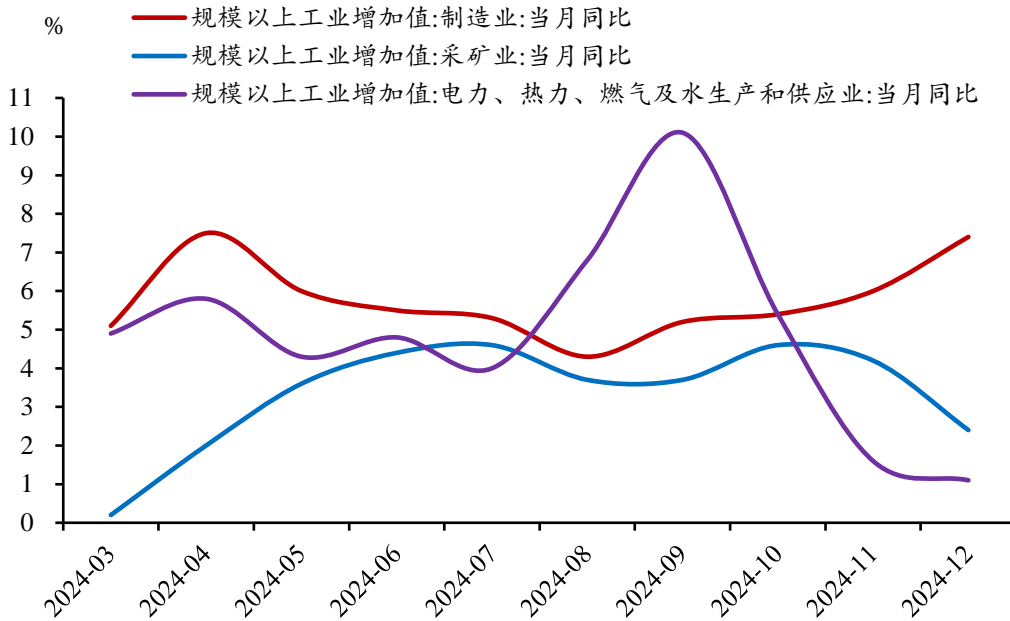


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**全年经济增长目标得以实现的关键——四季度强生产脉冲。**前三季度的下滑主因在于内需的下滑，四季度强生产脉冲下，工业生产增速较好，带动了经济增速的回升。12月的工业增加值增速6.2%，较11月的5.4%出现明显增长。四季度工增进一步发力，或更多受到制造业的带动。不仅如此，去年四季度的工业产能利用率也比三季度高1.1个百分点，这一特征和我们一直强调的四季度生产脉冲相吻合。

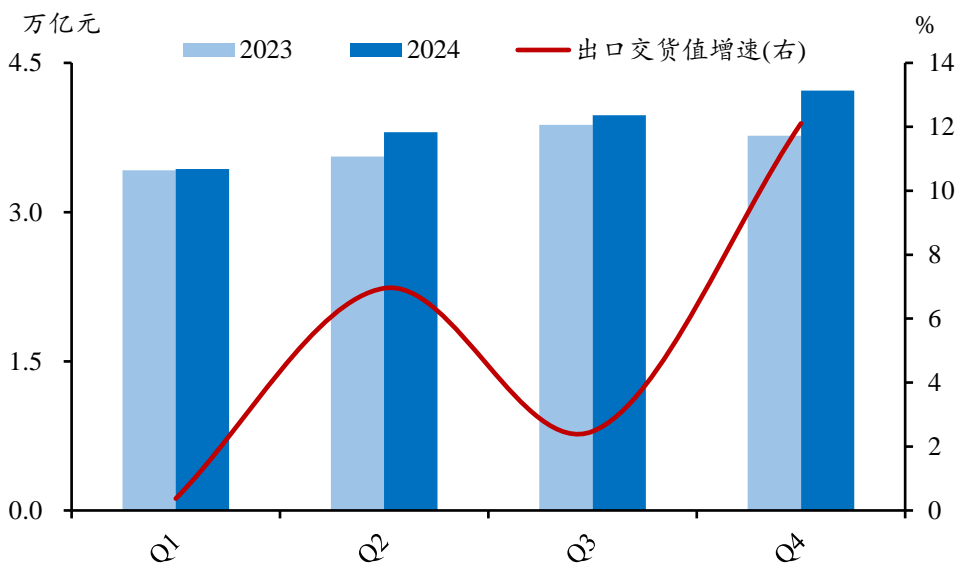
**12月社零提速部分有年货购置的助推。**12月的社零增速3.7%，较11月的3.0%提升7个百分点，2024年全年社零累计同比增速3.5%。我们认为，12月社零提速，部分源自临近春节的年货购置助推消费品增速提升。12月社零环比3.2%，高于2020-2023年均值。这一提速部分源自以旧换新政策效果，部分源自节前年货消费。由于2025年春节较早，落在1月，2023年的春节也落在1月，故节前的社零环比表现与2022年同期类似。

**图 3：12月制造业工业增加值增速继续回升**

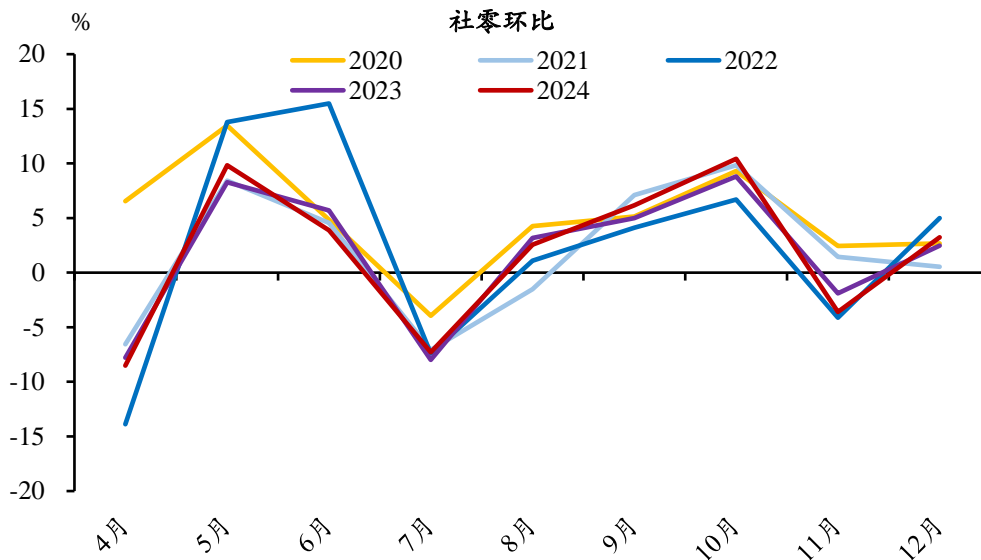


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图 4：四季度出口交货值增长提速**



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图 5：社零环比与 2022 年同期类似**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**实际的内需格局或仍偏弱。**从数据看，12月社零和工业增加值增长提速且数据超预期，但整体投资仍有下滑。整个四季度，制造业生产 PMI 都维持在 52% 以上。而企业强生产之后得产品有两个流向，若产品卖出则后成为营收，若产品没卖出则成为存货。由于企业利润数据暂未公布，但我们认为 12 月的企业利润或仍相对偏弱。

去年四季度的经济是高增长和低物价的组合，由于受经济增长目标的影响，这一季度的数据高增对后续经济复苏的指示意义有所下降，但也说明政策在拉动经济增长上的工具箱较足。

## 二、经济增长的两个薄弱之处

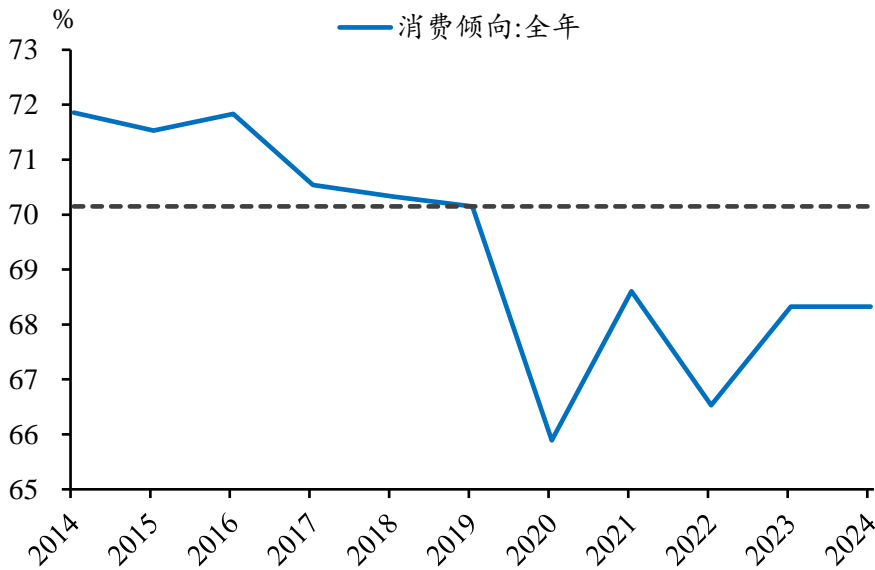
2025 年特朗普重新入主白宫，关税政策存在较大的不确定性，出口作为 2024 年重要的增长动力也因此被蒙上一层“阴影”。出口不确定性增加之下，今年的增长动力或需转向消费和基建。

目前今年消费和投资有两个薄弱环节，2025 年的增长动力或需要一个慢变量和一个快变量。

**薄弱环节之一：居民消费倾向没有进一步修复。**2024 年居民消费倾向 68.32%，和前值基本持平，没有实现进一步的修复。不仅如此，相比于疫情之前的消费倾向，仍有 1 个百分点以上的差距。

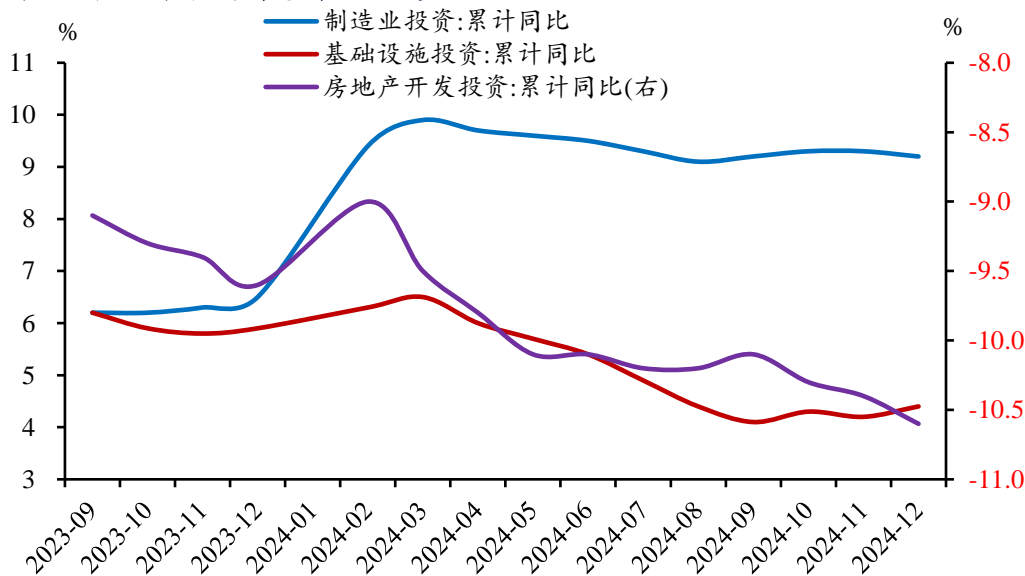
**薄弱环节之二：地产一直拖累投资增速。**12 月的固投累计增速 3.2%，较前值的 3.3% 仍有下滑。从三大分类来看，12 月投资增速的下滑主要是受到地产投资回落的拖累。12 月狭义基建投资增速 4.4%，较前值 4.2% 略有上升。制造业投资增速较前值下滑 0.1 个百分点，地产投资增速较前值下滑 0.2 个百分点。

图 6：2024 年全年消费倾向与前值基本持平



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 7：固投累计增速下滑受地产拖累较多



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

### 三、后续政策刺激不可或缺

在今年的增长中，巩固这两个薄弱环节靠一个慢变量和一个快变量。

慢变量就是居民消费的修复，但就消费倾向修复而言，其非一朝一夕之变。想要加速消费的修复，新的刺激必不可少。中央经济工作会议提出，2025 年要加力扩围实施“两新”政策，有望推动居民消费倾向有望在 2024 年基础上进一步修复，从而促进消费复苏。

快变量就是投资，由于地产投资的拐点尚未出现，2025 年地产投资出现降幅收窄的概率较大，但靠地产投资扭转局面的难度仍不小，我们认为靠拉动基建这一快变量对冲地产投资或是较好的方法。截至目前来看，各省地方政府的发债计划重点是再融资债，其次是新增专项债，当前新增专项债用于化债后，需要更多资金工具支撑基建。

图 8：2025Q1 各省地方债发行计划

地区	发行年度	计划月份	合计(亿)	新增一般债(亿)	新增专项债(亿)	再融资一般债(亿)	再融资专项债(亿)
福建省	2025	2	446.00			446.00	
甘肃省	2025	2	300.00				300.00
	2025	3	143.00				143.00
贵州省	2025	3	350.89	10.89		274.00	66.00
海南省	2025	1	80.00	30.00			50.00
	2025	3	173.90		100.00	40.10	33.80
河北省	2025	1	12.62				12.62
	2025	2	4.46				4.46
	2025	3	68.55			23.40	45.15
湖南省	2025	1	143.00			108.00	35.00
	2025	2	100.00	100.00			
	2025	3	300.00	100.00	200.00		
宁波市	2025	2	249.00				249.00
山东省	2025	1	330.00				330.00
	2025	2	300.00		300.00		
	2025	3	345.00		300.00		45.00
山西省	2025	1	231.00				231.00
	2025	2	179.00			25.00	154.00
	2025	3	57.00			57.00	
四川省	2025	1	650.00	200.00	400.00	27.00	23.00
	2025	2	314.00			14.00	300.00
	2025	3	531.00		300.00	47.00	184.00
云南省	2025	1	33.00				33.00
	2025	3	31.70			25.37	6.33
重庆市	2025	2	510.75		200.00		310.75
	2025	3	500.00		300.00		200.00
<b>合计</b>			<b>6383.87</b>	<b>440.89</b>	<b>2100</b>	<b>1086.87</b>	<b>2756.11</b>

资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 截至 2025 年 1 月 17 日

## 风险因素

---

消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。



## 研究团队简介

解运亮，信达证券研发中心宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。