

政策发力支撑四季度经济超预期回升

投资观点：

报告日期 2025-01-17

- 9.24 以来一系列增量政策持续发力，国内经济出现了明显的改善，四季度 GDP 同比大幅回升至 5.4%，明显好于市场预期，其中，出口和消费改善是四季度经济改善的主要驱动力。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，预计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。在此背景下，扩大内需将是推动经济回升向好的重要力量，稳增长政策有望持续加码，财政货币将共同发力，预计制造业投资小幅下滑、基建投资小幅回升、房地产投资降幅明显收窄；在提振消费政策和内生动能修复的共同发力下，社会消费有望持续复苏，成为经济增长的主要贡献。
- 主要经济数据：
 - (1) 四季度 GDP 同比增长 5.4%，明显超过市场预期的 5%，好于第三季度的 4.6%；从环比来看，四季度 GDP 环比增 1.6%，与市场预期持平，高于前值的 0.9%。2024 年全年 GDP 同比增长 5.0%，符合年初确定的增速目标。
 - (2) 生产端：工业生产增速明显回升。中国 12 月规模以上工业增加值同比 6.2%，预期 5.40%，前值 5.40%。2024 年全年，规模以上工业增加值比上年增长 5.8%，与 1-11 月的增速持平，高于 2023 年全年的 4.6%。
 - (3) 需求端：
 - 1) 12 月固定资产投资增速小幅回落。1-12 月城镇固定资产投资同比 3.2%，预期 3.3%，前值 3.3%，略高于 2023 年的 3.0%。其中，制造业投资同比增长 9.2%，涨幅较前值回落 0.1 个百分点；房地产开发投资同比下降 10.6%，降幅较前值扩大 0.2 个百分点；基础设施投资（不含电力）同比增长 4.4%，涨幅较前值回升 0.2 个百分点。
 - 2) 社会消费表现好于预期。中国 12 月社会消费品零售总额同比 3.7%，预期 3.5%，前值 3.00%。2024 年，社会消费品零售总额比上年增长 3.5%，涨幅与前值持平，低于 2023 年的 7.2%。

宏观

专题报告

分析师：郑建鑫

从业资格证号：F3014717

投资咨询证号：Z0013223

国贸商品指数



数据来源：国贸期货

往期相关报告

- 1、【ITF-宏观】抢出口效应显现，出口增速改善 20250113
- 2、【ITF-宏观】CPI 同比回落，PPI 降幅收窄——12 月通胀数据解读 20250109
- 3、【ITF-宏观】缺乏明确指引，或继续震荡运行 20250105
- 4、【ITF-宏观】制造业 PMI 指数小幅回落——12 月 PMI 数据点评 20241231

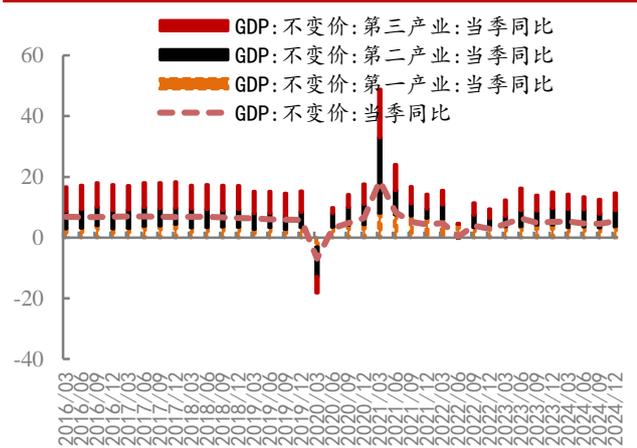
1 四季度GDP回升幅度超预期

国家统计局公布的数据显示，初步核算，2024年全年国内生产总值1349084亿元，按不变价格计算，比上年增长5.0%。分产业看，第一产业增加值91414亿元，比上年增长3.5%；第二产业增加值492087亿元，增长5.3%；第三产业增加值765583亿元，增长5.0%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长5.3%，二季度增长4.7%，三季度增长4.6%，四季度增长5.4%。从环比看，四季度国内生产总值增长1.6%。

其中，四季度GDP同比增长5.4%，明显超过市场预期的5%，好于第三季度的4.6%；从环比来看，四季度GDP环比增1.6%，与市场预期持平，高于前值的0.9%。

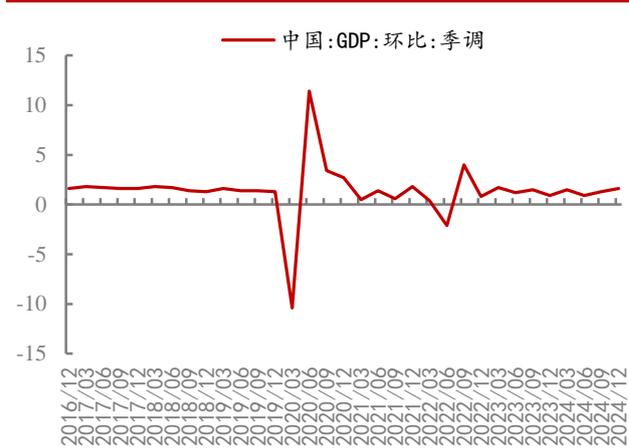
整体来看，随着9.24一揽子增量政策持续落地，四季度经济出现了明显改善，出口、消费是最主要的贡献。此外，房地产也出现了一些积极的迹象，需求端量价均出现改善。

图表 1、GDP 当季同比增速



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 2、GDP 环比增速



资料来源：Wind、国贸期货研究院

2 工业生产增速明显回升

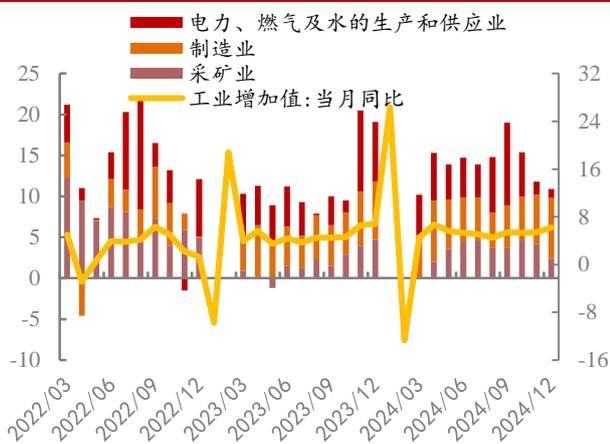
中国12月规模以上工业增加值同比6.2%，预期5.40%，前值5.40%。从环比上看，12月规模以上工业增加值环比增长0.64%，前值为增长0.46%。2024年，规模以上工业增加值比上年增长5.8%，与1-11月的增速持平，高于2023年全年的4.6%。

从主要行业来看，12月份，41个大类行业中有34个行业增加值保持同比增长。其中，上游方面，黑色金属冶炼及压延加工业同比增长4.0%，较前值回升0.4个百分点，有色金属冶炼及压延加工业同比增长9.7%，与前值持平，非金属矿物制品业同比下降1.4%，降幅较前值收窄0.1个百分点；下游方面，通用设备制造业同比增长3.6%，较前值回升0.5个百分点；专

用设备制造业同比增长 2.8%，较前值回升 0.2 个百分点；汽车制造业同比增长 9.1%，较前值回升 1.0 个百分点。

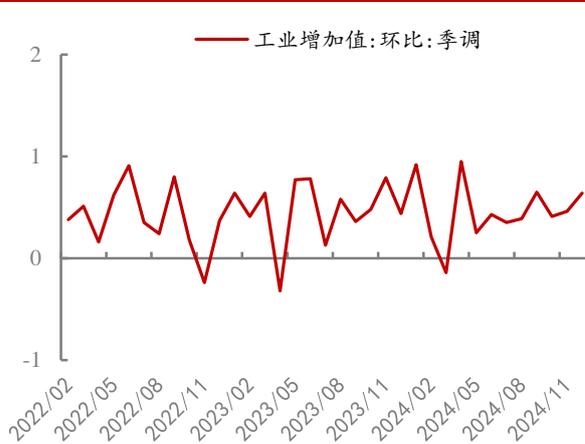
12 月工业生产增速明显改善，同比增速明显改善，环比增速明显好于过去五年均值 0.49%，表明工业企业年底前处于加速生产的状态。这背后的原因，一是，国内一揽子增量政策加快落地，消费等内需出现了改善；二是，特朗普上台前，抢出口效应明显，出口改善带动工业生产加速释放。展望未来，1-2 月两个月由于春节、基数等因素的扰动，同比增速或有较大的变化，从全年来看，考虑到关税战的影响，出口面临一定的压力，但内需有望在政策加力支持下回暖，预计工业生产或保持稳定。

图表 3、工业生产有所加速



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 4、工业增加值环比增速



资料来源：Wind、国贸期货研究院

3 固定资产投资增速较前值小幅回落

中国 1-12 月城镇固定资产投资同比 3.2%，预期 3.3%，前值 3.3%，略高于 2023 年的 3.0%。从环比增速来看，中国 12 月城镇固定资产投资环比 0.33%，前值 0.1%。其中，1-12 月民间固定资产投资同比下降 0.1%，降幅较前值收窄 0.1 个百分点。

从三大门类来看，1-12 月制造业投资同比增长 9.2%，涨幅较前值回落 0.1 个百分点；房地产开发投资同比下降 10.6%，降幅较前值扩大 0.2 个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.4%，涨幅较前值回升 0.2 个百分点。其中，水利管理业投资增长 41.7%，航空运输业投资增长 20.7%，铁路运输业投资增长 13.5%。

(1) 基建投资累计增速有所回升。1-12 月基建（不含电力）投资增速为 4.4%，较前值小幅回升，据测算，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，主要原因一是发改委提前下达 2025 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；二是，年底前各地为完成全年经济增长目标，在基建投资领域集中发力。

展望 2025 年，财政部推出 10 万亿化债方案，地方政府偿债压力得到缓解，将能够推动地方政府释放更多的稳增长动能，不过，地方城投平台在化债期间融资将持续受限，且土地市场回暖尚需时日，或继续对基建投资带来负面影响。当然，由于稳增长的需要，财政政策对基建投资的支持力度有望加大，特别是中央预算内资金。综合来看，我们预计基建投资增速在 2025 年将小幅回升。

(2) 12 月制造业投资增速略有回落。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主要原因在于，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。

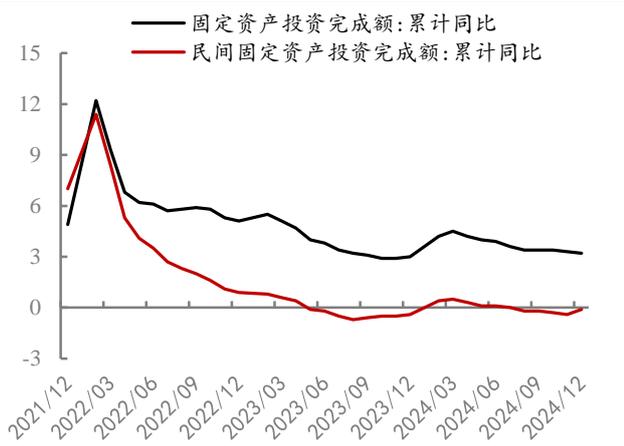
展望 2025 年，中央经济工作会议表示“增加发行超长期特别国债，持续支持‘两重’项目和‘两新’政策实施”。在大规模设备更新改造的政策支持下，预计设备更新对制造业投资的促进作用将继续，然而考虑到高基数效应、产能利用率不高、以及预计 2025 年出口增速的下滑，制造业投资增速或较 2024 年出现小幅的下滑。

(3) 房地产投资降幅继续扩大。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 2025 年，销售端的改善将最终传导到投资端，考虑到房地产投资的改善一般要滞后于房屋销售改善约半年，房屋销售的改善或将在 2025 年二季度传导至投资上，预计房地产投资同比跌幅将在 2025 年收窄。不过，本轮房地产“控制增量、去化存量”的政策导向较为明确，预计房地产新开工、投资改善的幅度或比较有限。

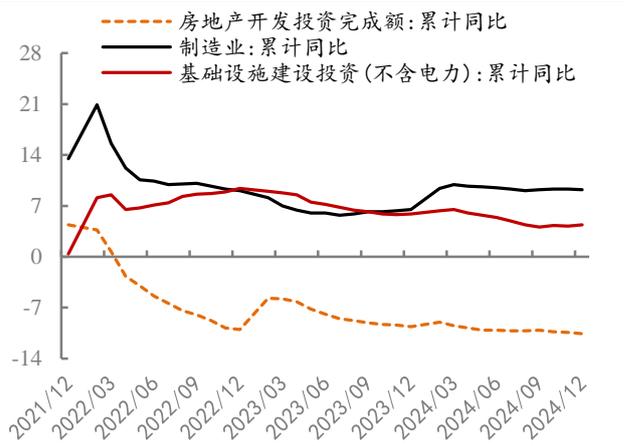
全年来看，2024年固定资产投资增速较上年加快0.2个百分点。背后主要是广义基建和制造业投资高增，有效对冲了房地产投资大幅下滑的影响，体现了稳增长政策加力，以及持续推动制造业转移升级和培育新质生产力的政策取向。展望2025年，随着扩大内需政策全力发力，预计固定资产投资将小幅回暖，其中，制造业投资小幅下滑、基建投资小幅回升、房地产投资降幅明显收窄。

图表 5、固定资产投资累计增速小幅下滑



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 6、三大门类投资增速分化



资料来源：Wind、国贸期货研究院

4 房地产销售单月增速继续正增长

国家统计局数据显示，2024年，新建商品房销售面积比2023年下降12.9%，降幅较1-11月收窄1.4个百分点。新建商品房销售额同比下降17.1%，较前值收窄2.1个百分点，其中住宅销售额下降17.6%。2024年末，商品房待售面积75327万平方米，比上年末增长10.6%。其中，住宅待售面积增长16.2%。

2024年，房地产开发企业房屋施工面积比2023年下降12.7%，降幅与前值持平。房屋新开工面积同比下降23.0%，降幅与前值持平。房屋竣工面积同比下降27.7%，降幅较前值扩大1.5个百分点。

2024年，房地产开发企业到位资金107661亿元，比2023年下降17.0%，降幅较前值收窄1个百分点。其中，国内贷款15217亿元，下降6.1%；利用外资32亿元，下降26.7%；自筹资金37746亿元，下降11.6%；定金及预收款33571亿元，下降23.0%；个人按揭贷款15661亿元，下降27.9%。

据测算，商品房销售延续回稳势头，12月商品房销售面积继续维持正增长（0.3%），整

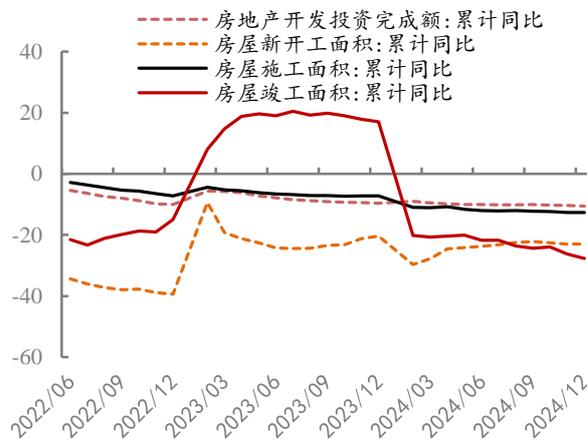
个 Q4 增速 0.5%，“924”后地产相关政策对销售端改善的作用明显。全年来看，实现销售面积 9.74 亿平方米，累计同比-12.9%。房价延续回稳趋势，12 月 70 城商品住宅销售数据显示，总体房价指数跌 0.1%，降幅连续 3 个月收窄，其中一线城市商品房价格环比上涨，二、三线城市环比总体降幅收窄。房价环比转正的城市数量自 2024 年 9 月以来持续增加。2025 年 1 月 10 日财政部表示地方可根据需要在 2025 年新增发行的专项债额度内，统筹安排用于土地储备和收购存量商品房用作保障性住房的专项债项目，预计政策将加快推动存量商品房去化，政策效果有望在 2025 年逐步释放，加快房地产市场回稳。

图表 7、商品房销售累计降幅收窄



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 8、房地产开发投资持续负增长



资料来源：Wind、国贸期货研究院

5 社会消费表现好于预期

中国 12 月社会消费品零售总额同比 3.7%，预期 3.5%，前值 3.00%。其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 4.2%，较前值回升 1.7 个百分点。2024 年，社会消费品零售总额比上年增长 3.5%，涨幅与前值持平，低于 2023 年的 7.2%。其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 3.8%，涨幅较前值扩大 0.1 个百分点。

按消费类型分，12 月份，商品零售额同比增长 3.9%，涨幅较前值回升 1.1 个百分点；餐饮收入同比增长 2.7%，涨幅较前值回落 1.3 个百分点。2024 年，商品零售额比上年增长 3.2%，涨幅与前值持平；餐饮收入同比增长 5.3%，涨幅较前值回落 0.4 个百分点。

从主要商品限额以上零售额增速来看，12 月多数商品消费增速回升，化妆品、通讯器材、家电、文化办公用品消费增速回升最多，与 11 月变动方向相反，应是与双十一促销活动提前的透支效应的扰动减退有关；汽车消费增速回落，可能与年末部分地区以旧换新补贴活动结

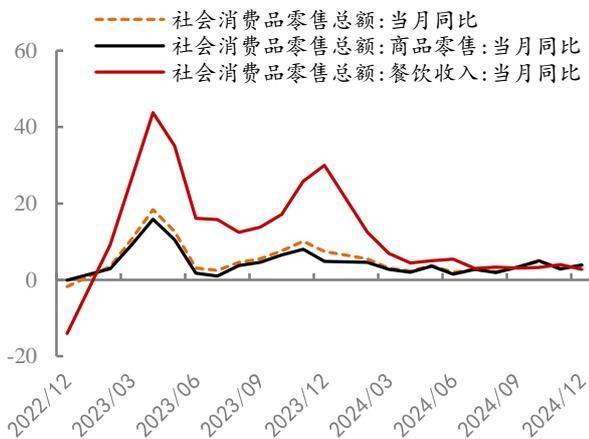
束有关。

从2024年全年来看，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.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。

展望2025年，2024年中央经济工作会议把“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。”作为2025年九大重点任务之首。这表明了高层在2024年推动的重点工作将以扩内需为主，而大力提振消费将是重中之重。对于如何提振消费，会议指明了刺激消费重点领域：一是加力扩围实施“两新”政策；二是惠民生，稳保障，会议要求推动“中低收入群体增收减负”、“提高养老金”，这些举措有助于解决民众消费的后顾之忧；三是，通过“稳住楼市股市”将改善居民资产负债表，激活居民的财富效应。

从内生消费动能来看：一是，劳动力市场近期已经出现改善的信号，9月以来失业率连续两月下降。劳动力市场的改善有助于增加收入，叠加政府一系列改善居民收入的政策支持，或有助于形成消费的正反馈循环；二是，“稳楼市稳股市”的政策持续发力，房地产市场有望在2025年实现真正的止跌回稳，从而改善居民的资产负债表。进一步的，对房地产和就业市场信心的改善或有助于居民释放其超额储蓄。

图表 9、社会消费继续改善



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 10、居民收入增速恢复偏慢



资料来源：Wind、国贸期货研究院

6 政策发力支撑四季度经济超预期回升

整体来看，9.24 以来一系列增量政策持续发力，国内经济出现了明显的改善，四季度 GDP 同比大幅回升至 5.4%，明显好于市场预期，其中，出口和消费改善是四季度经济改善的主要驱动力。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，预计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。在此背景下，扩大内需将是推动经济回升向好的重要力量，稳增长政策有望持续加码，财政货币将共同发力，预计制造业投资小幅下滑、基建投资小幅回升、房地产投资降幅明显收窄；在提振消费政策和内生动能修复的共同发力下，社会消费有望持续复苏，成为经济增长的主要贡献。

附：品种观点评价体系

观点评级	短期（1个月以内）	中期（1-3个月）	长期（3个月以上）
强烈看多	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看多	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%
看空	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%
强烈看空	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

重要声明**分析师声明**

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。分析师对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和意见不会发生任何变化，本报告中的信息和意见仅供参考。

免责声明

国贸期货有限公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2012】31号。

本报告由国贸期货有限公司撰写及发布。本报告中的信息均来源于公开资料或合规渠道，国贸期货力求准确、客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，国贸期货不承诺交易者一定获利，不与交易者分享交易收益，也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。交易者务必注意，其据此做出的任何交易决策与国贸期货无关。

本报告仅供特定客户作参考之用，国贸期货不会因接收人收到本报告而视其为国贸期货的当然客户。未经国贸期货书面授权，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权。如欲引用或转载本报告，务必联络国贸期货并获得书面许可，并需注明出处为国贸期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用或删改。如未经国贸期货授权，私自转载或者引用本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或引用者承担，国贸期货保留追究其法律责任的权利。

风险提示

期货市场具有潜在风险，交易者在进行期货交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险，建议交易者应当充分深入地了解期货市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对交易者的任何交易建议及入市依据，交易者应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

期市有风险，投资需谨慎