

“抢出口”成为重要宏观线索 - 2024 年 12 月中国经济数据解读



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

股指: 震荡

报告日期:

2025 年 01 月 19 日

★2024 年 12 月经济数据解读:

1、一揽子增量政策效果显现,中国 2024 年第四季度 GDP 增长大超预期,同比增速达到 5.4%,拉动全年 GDP 增速完成 5% 的既定目标。从环比看,1.6% 的环比增速也超过季节性均值,显示了年末经济修复斜率加快。2024 年 GDP 总量达到 134.9 万亿,预计在此基础上 2025 年赤字率若设定为 4%,则赤字规模将达到 5.77 万亿元,为稳经济工作提供支撑。

2、“抢出口”成为 12 月经济修复的关键线索。其体现在几个方面:一是工业增加值超预期上行至 6.2%,主要原因在于出口高增。二是民营经济应对“抢出口”体现出更强活力。无论是民营企业工业增加值增速,还是民营企业固定资产投资增速,均在 12 月份表现好于国有企业。

3、需求端方面,社零增速回升主因消费品依旧换新政策支撑。投资端财政支出速度加快,狭义基建走强。房地产投资仍弱,房价初步呈现止跌迹象,持续性仍有待观察。

★投资建议

2024 年 GDP 增速完成既定目标,对市场信心形成一定支撑。近期 A 股主要股指均有所反弹,市场交易重点逐渐切换向美国特朗普接任总统后的一系列对华政策变化,因而对国内宏观基本面定价稍有减弱。对于特朗普加征关税的预期,A 股市场投资者也逐渐开始定价从“一次性”加征 60% 的方式转变为“分阶段、小步幅、可谈判”的加征方式。我们认为以贸易战为代表的外部冲击目前仍具有较大不确定性,且 A 股年报预告进入密集披露期,市场波动将进一步加大。若关税确实分阶段落地,则市场乐观情绪有望延续,但若加关税力度超出预期,则股指存在调整风险。建议投资者以右侧交易为主,做好敞口对冲。

★风险提示:

中美贸易战升级。

王培丞

高级分析师(股指)

从业资格号: F03093911

投资咨询号: Z0017305

Tel: 8621-63325888

Email: peicheng.wang@orientfutures.com



扫描二维码,微信关注“东证繁微”小程序

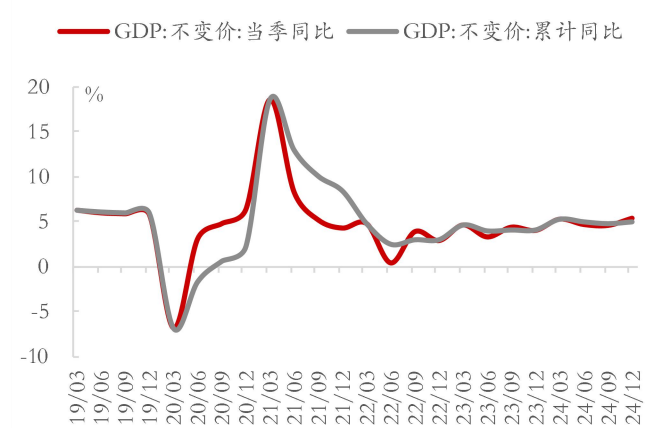
1月17日，国家统计局发布了2024年12月及全年经济数据，对此我们做如下解读。

注：由于2023年数据存在由基数扰动造成的波动，故本文同比数据中，如无特殊指明，2023年同比数据均为以2021年为基数的两年平均值，2024年数据则不做调整。

1、四季度GDP超预期走强，带动全年目标顺利实现

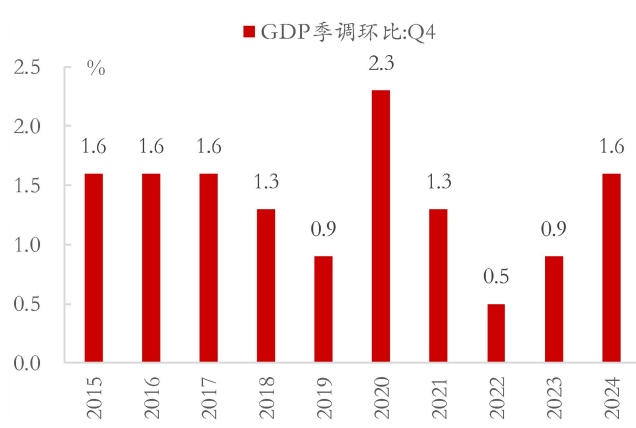
一揽子增量政策效果显现，中国2024年第四季度GDP增长大超预期，同比增速达到5.4%，拉动全年GDP增速完成5%的既定目标。从环比看，1.6%的环比增速也超过季节性均值，显示了年末经济修复斜率加快。

图表 1：2024 年四季度 GDP 同比增速翘尾



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

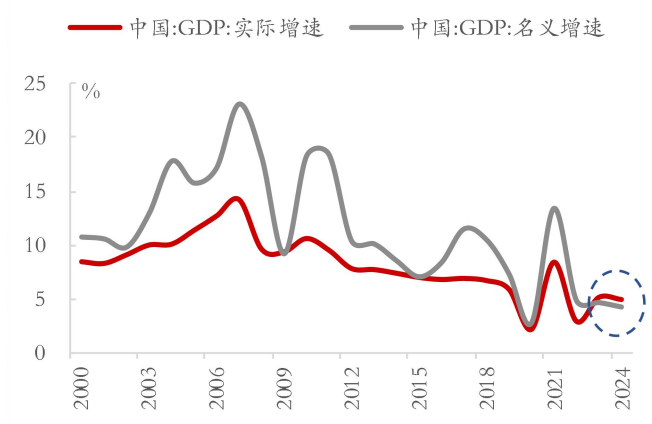
图表 2：环比看，四季度增速超历史均值



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

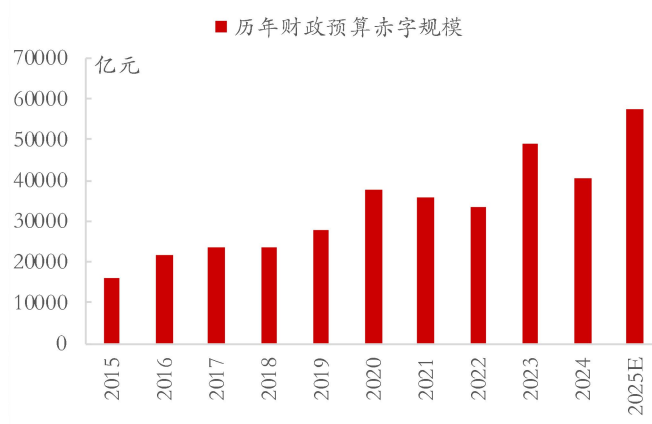
从绝对量角度看，2024年GDP总量达到134.9万亿，相较于2023年的129.4万亿，增量达到5.5万亿。2024年GDP名义增速为4.23%，为连续第二年低于实际GDP增速，且与实际GDP增速差走阔至-0.77%，显示2024年国内通缩压力进一步加深。但另一方面，名义经济总量达到近135万亿，也为2025年财政加码提供支撑。2025年宏观调控政策积极应对，力度持续扩大，假设2025年GDP增速目标设定在5%，通胀设定在2%，赤字率上调至4%，则2025年预算赤字规模或将达到5.77万亿，比2024年的4.06万亿高出近1.7万亿，将成为历史上增量最大的一年，为稳经济工作提供支撑。

图表 3：2024 年 GDP 名义增速仍低于实际增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：2025 年财政预算赤字或将增至 5.7 万亿



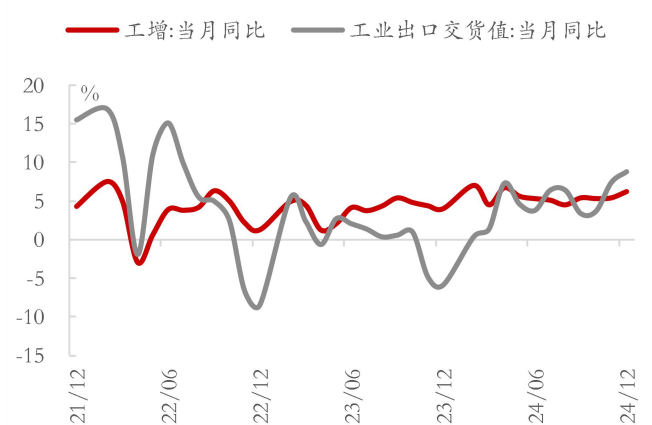
资料来源：Wind，东证衍生品研究院（2023 年包含了增发国债）

2、“抢出口”成为串联起 12 月经济修复的重要线索

从边际看，12 月经济呈现供给端强于需求端、消费端强于投资端的特征。供给端方面，12 月工业增加值同比增长 6.2%，预期 5.5%，前值 5.4%，服务业生产指数同比 6.5%，前值 6.1%。而需求端方面，社零同比 3.7%，预期 3.5%，前值 3%，1-12 月固定资产投资同比增 3.2%，预期 3.4%，前值 3.3%。即总体上看，供给端无论是工业供给还是服务业供给，均进一步走阔，单月增速站上“6%”，而需求端方面，社零增速回升，但固定资产投资增速下滑，二者总体水平仍在“3%”左右。

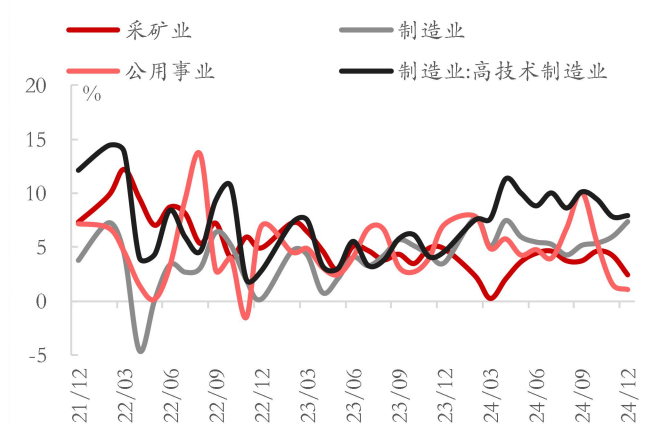
“抢出口”成为 12 月经济修复的关键线索。其体现在几个方面：一是工业增加值超预期上行至 6.2%，主要原因在于出口高增。12 月份工业出口交货值增速大幅上行至 8.8%，带动工业生产走强。从工增结构中可得到同样结论，制造业高增长是主要拉动力，而采矿业、公用事业产出强度则因进入季节性淡季而明显下滑。

图表 5：出口高增拉动工业产出走强



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 6：12 月制造业产出增速大幅走强



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

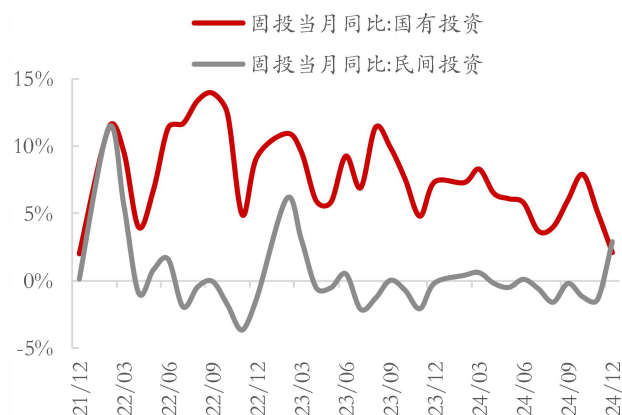
二是民营经济应对“抢出口”体现出更强活力。无论是民营企业工业增加值增速，还是民营企业固定资产投资增速，均在12月份表现好于国有企业，二者表现出明显的背离。我们理解，民营企业在应对美国加征关税的不确定更为积极，成为“抢出口”主力，而国有企业则表现相对平稳。

图表 7：民营企业工业产出增速好于国企



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 8：民间投资增速大幅走阔，超过国企投资

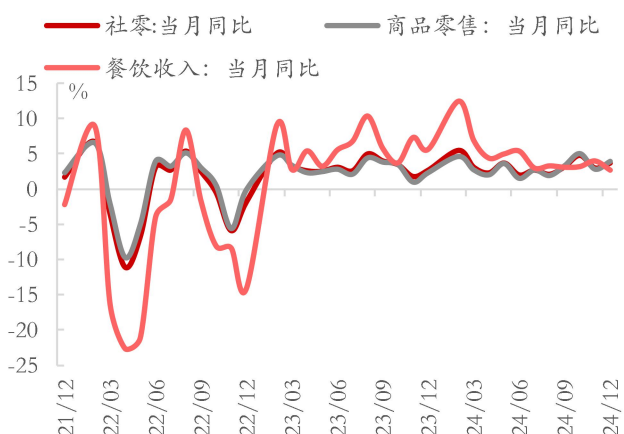


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

3、消费端：政策效果持续显现

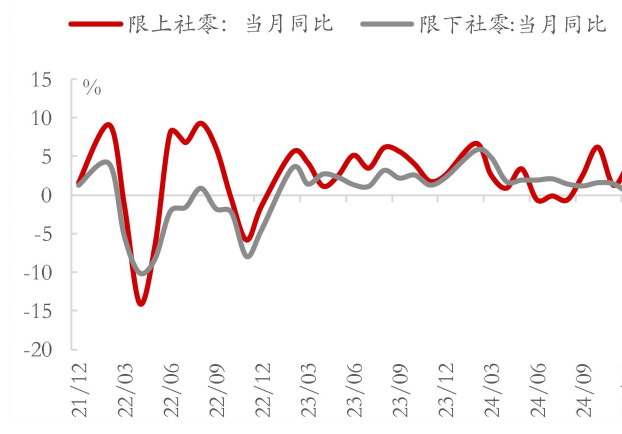
除因“抢出口”而走强的外贸部门之外，国内需求在12月总体表现平淡。社零增速虽然回升至3.7%，但总体水平依旧偏弱。其中主要依靠商品零售增速走强支撑，而虽然冬季旅游旺季到来，但餐饮收入增速则出现明显回落。我们理解这种现象或与各地促销活动、消费补贴持续推进有关，统计局数据也显示限上社零增速好于限下，高单品的价格的商品更受益于消费补贴政策。

图表 9：社零增速小幅波动，商品零售表现较好



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

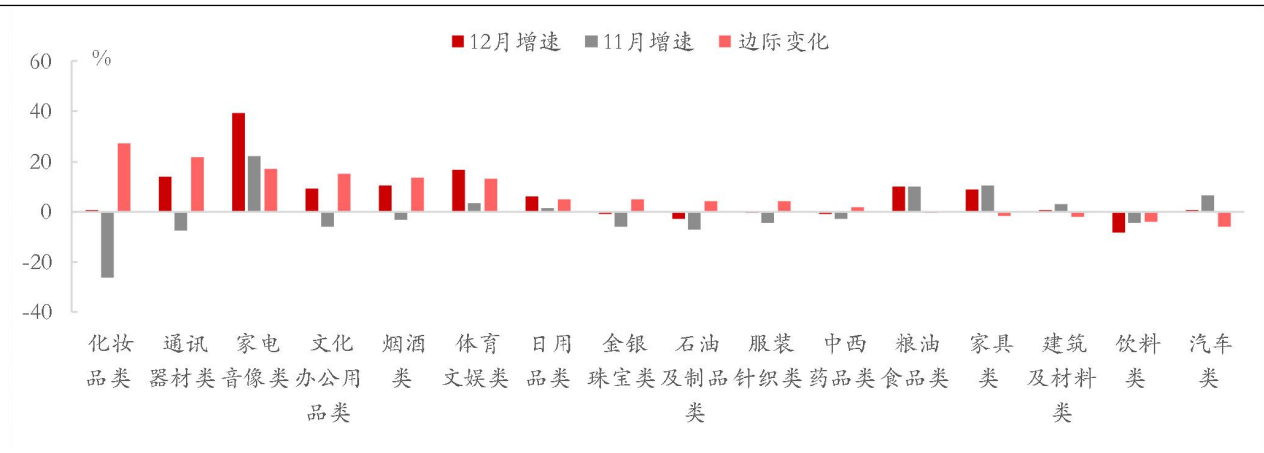
图表 10：相对高单品的价格的限上社零明显反弹



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

从重点品类看，12月零售增速扩张较为明显的类别集中于化妆品、通讯器材、家电、文娱用品等，或与重点电商平台双十二大促有关。

图表 11：主要商品零售当月增速及边际变化

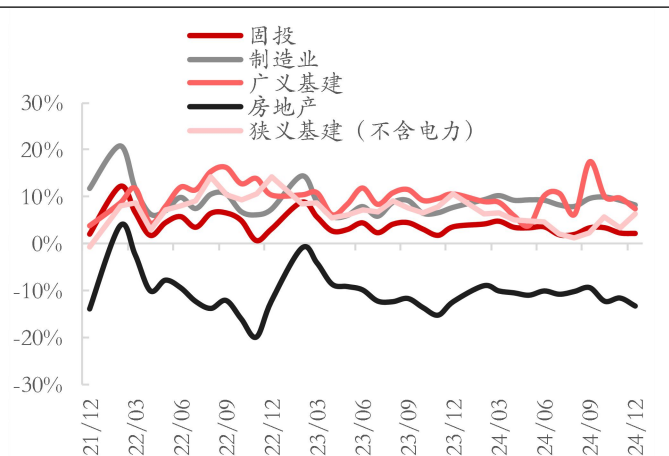


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4、投资端：财政支出加快，狭义基建托举投资端，但房地产投资仍弱

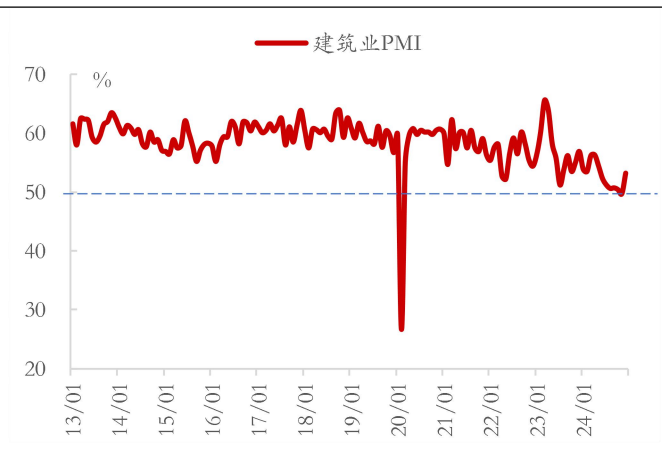
投资端来看，12月固定资产投资增速当月同比录得2.2%，较11月回落0.1个百分点。12月投资端最突出特征在于狭义基建与广义基建的分化。12月广义基建投资当月增速录得7.4%、狭义基建投资增速录得6.3%，分别较上月变化-1.7%、+3%。狭义基建与广义基建走之间的分化收敛。我们认为狭义基建增速走阔或与地方化债专项债额度快速落地缓解部分上下游建筑企业现金流压力、以及前期用于项目建设的专项债落地进度加快有关。从12月建筑业PMI逆季节性走高、财政存款大幅减少可得到印证。

图表 12：固定资产投资分类别增速



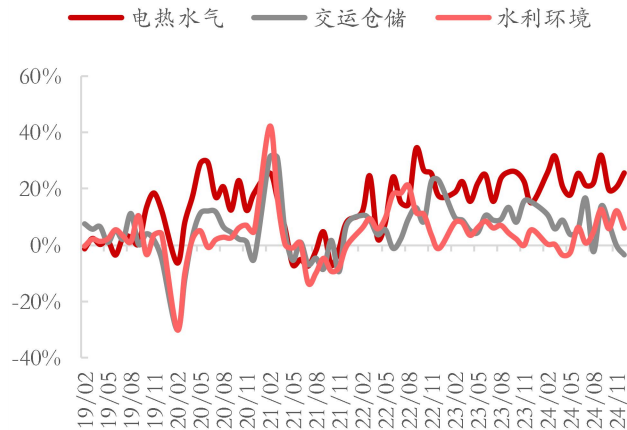
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 13：12月建筑业PMI大幅上行



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 14: 基建投资三大类别当月增速



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

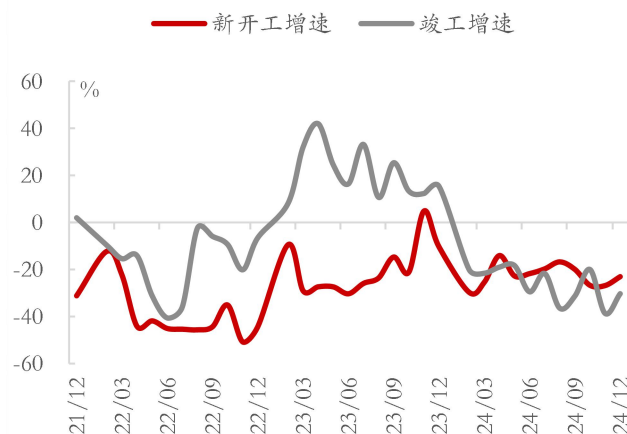
图表 15: 2024 年 12 月财政支出加快, 财政存款减少



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

房地产方面, 12 月最积极的信号在于房价跌幅收窄。70 大中城市一手房和二手房价格 12 月同比增速分别录得-5.7%、-8.1%, 均较上个月回升 0.4 个百分点。房价的跌幅收窄也反映在销售端, 12 月商品房销售面积增速录得-0.5%, 再次转负, 较 11 月回落 3.7 个百分点, 但商品房销售额增速却同比增长 2.4%, 比 11 月回升 1.4 个百分点。房价呈现出初步止跌迹象, 但能否稳住仍需要进一步观察。投资端方面, 12 月房地产投资增速录得-13.3%, 较 11 月回落 1.7 个百分点, 仍处于寻底过程中。新开工与竣工增速低位波动, 二者增速分别录得-23%和-30.4%。12 月房企资金来源同比增速-7.1%, 较上月回落 2.3%。从结构上看, 定金及预收款一项成为最大拖累, 12 月增速录得-1.2%, 较上月回落 6.2%, 我们认为或与地方推进现房销售制度有关。12 月末全国住建工作会议召开, 将“大力推进商品住房销售制度改革, 有力有序推行现房销售”列为 2025 年重点抓好的工作之一。

图表 16: 房地产新开工和竣工增速仍在低位徘徊



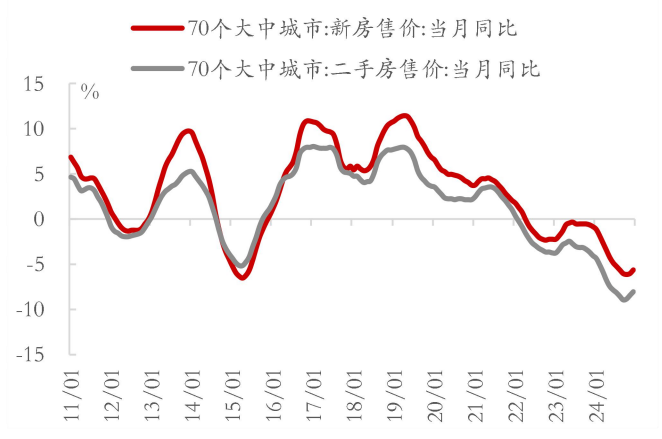
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 17: 房地产销售面积增速回落, 但销售额走高



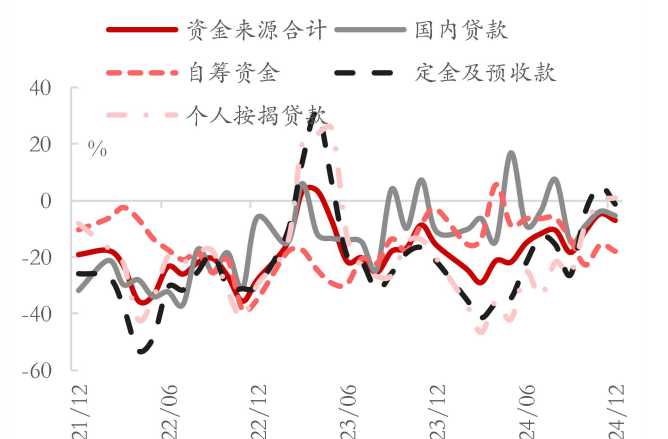
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 18: 70 大中城市房价跌幅收窄



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 19: 定金及预收款大幅回落, 拖累房企资金来源



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

5、投资建议

2024 年 GDP 增速完成既定目标, 对市场信心形成一定支撑。近期 A 股主要股指均有所反弹, 市场交易重点逐渐切换向美国特朗普接任总统后的一系列对华政策变化, 因而对国内宏观基本面定价稍有减弱。从近期形势看, 1 月 17 日晚, 国家领导人应约同美国当选总统特朗普通电话, 两国元首同意建立战略沟通渠道, 就两国共同关心的重大问题保持经常性联系。该事件一定程度上缓和了市场的紧张情绪, 对权益市场的风险偏好形成支撑。对于特朗普加征关税的预期, A 股市场投资者也逐渐开始定价从“一次性”加征 60% 的方式转变为“分阶段、小步幅、可谈判”的加征方式。我们认为以贸易战为代表的外部冲击目前仍具有较大不确定性, 且 A 股年报预告进入密集披露期, 市场波动将进一步加大。若关税确实分阶段落地, 则市场情绪有望延续, 但若超出市场预期, 则股指存在调整风险。建议投资者以右侧交易为主, 做好敞口对冲。

6、风险提示

中美贸易战升级。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	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%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持以金融科技助力衍生品发展为主线,通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力,坚持市场化、国际化、集团化发展方向,朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本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【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com