

宏观经济信用观察

(二〇二四年年报)

经济运行稳中有进 增长目标如期实现

主要经济指标情况

指标名称	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4
GDP 当季值(万亿元)	35.7	30.5	32.9	34.2	37.4
GDP 当季同比(%)	5.3	5.3	4.7	4.6	5.4
工业增加值增速(%)	4.6	6.1	6.0	5.8	5.8
固定资产投资增速(%)	3.0	4.5	3.9	3.4	3.2
房地产投资增速(%)	-9.6	-9.5	-10.1	-10.1	-10.6
基建投资增速(%)	5.9	6.5	5.4	4.1	4.4
制造业投资增速(%)	6.5	9.9	9.5	9.2	9.2
社零增速(%)	7.2	4.7	3.7	3.3	3.5
出口总额增速(%)	-4.7	1.5	3.7	4.5	5.9
进口总额增速(%)	-5.5	1.6	2.0	2.1	1.1
CPI 涨幅(%)	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2
PPI 涨幅(%)	-3.0	-2.7	-2.1	-2.0	-2.2
财政收入增速(%)	6.4	-2.3	-2.8	-2.2	1.3
财政支出增速(%)	5.4	2.9	2.0	2.0	3.6
调查失业率均值(%)	5.0	5.2	5.0	5.2	5.0
社融存量增速(%)	9.5	8.7	8.1	8.0	8.0

注：1.GDP 当季值按现价计算，同比增速按不变价格计算；2.工业增加值、固定资产投资、社零（社会消费品零售总额）、进出口、价格指数、财政收入（一般公共预算收支）数据均为累计同比增速，基建投资不含电力；3.调查失业率为季度均值；4.社融存量增速为期末值；5.出口、进口数据均以美元计价

数据来源：国家统计局、中国人民银行、Wind，联合资信整理

摘要：

- 2024 年经济运行稳中有进，主要发展目标顺利实现。面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，发展成果的取得实属不易。初步核算，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%。分季度看，一季度增长 5.3%，二季度增长 4.7%，三季度增长 4.6%，四季度增长 5.4%。9 月 26 日中央政治局会议部署一揽子增量政策，四季度 GDP 同比增速明显回升。2025 年，出口可能受阻，加快经济体制改革、扩大内需、促进转型的任务更加迫切。2025 年经济增长目标依然有能力保持在 5.0% 左右，要落实好二十届三中全会决定，加快释放中长期增长动能，用好超长期特别国债，加大力度推进“两重两新”工作。
- 信用环境方面，2024 年，人民银行先后四次实施比较重大的货币政策调整。运用多种货币工具，促进社会融资规模合理增长；设立科创再贷款、保障性住房再贷款、两项资本市场支持工具；引导债市利率，保持汇率稳定。人民银行 2025 年将落实好适度宽松的货币政策，择机降准降息，加快金融改革步伐，做好金融五篇大文章，进一步为稳楼市股市提供流动性资金支持。
- 政策环境方面，2024 年，宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月、9 月政治局会议精神，降低实体经济融资成本，财政政策持续加码，推进经济体制改革，加快资本市场“1+N”政策体系建设，采取多种措施稳定楼市股市。2025 年，宏观政策按照 12 月政治局会议安排，落实好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，不断推进 9 项工作任务，将扩大消费作为经济工作重点。

联合资信研究中心

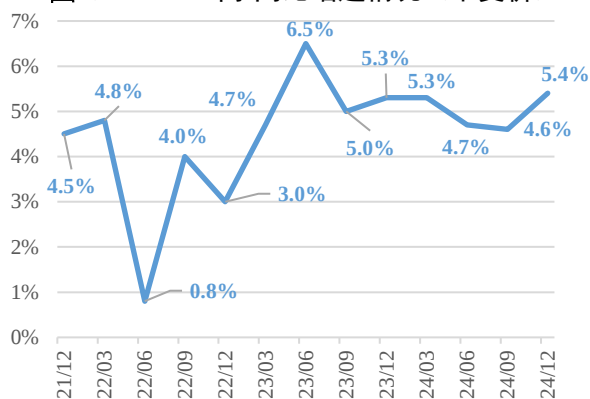
张 振 zhangzhen@lhratings.com



一、宏观经济与行业运行情况

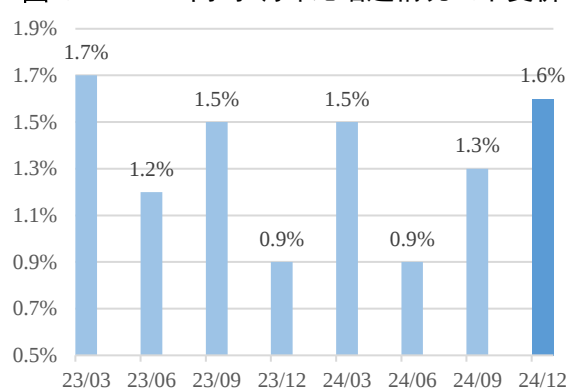
2024 年经济运行稳中有进，主要发展目标顺利实现。2024 年，面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，各地区各部门坚持稳中求进工作总基调，国民经济运行总体平稳、稳中有进。初步核算，全年国内生产总值 1349084 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.0%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长 5.3%，二季度增长 4.7%，三季度增长 4.6%，四季度增长 5.4%。受多方面因素影响，2024 年一季度国民经济开局良好，二季度、三季度增速放缓，PMI 出现大幅下滑，社会预期不稳。对此，9 月 26 日中央政治局会议部署一揽子增量政策，四季度 GDP 同比增速明显回升。此次宏观调控提出稳楼市股市的政策方针将在未来很长时间提振市场信心。

图1. GDP 当季同比增速情况（不变价）



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图2. GDP 当季季调环比增速情况（不变价）



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

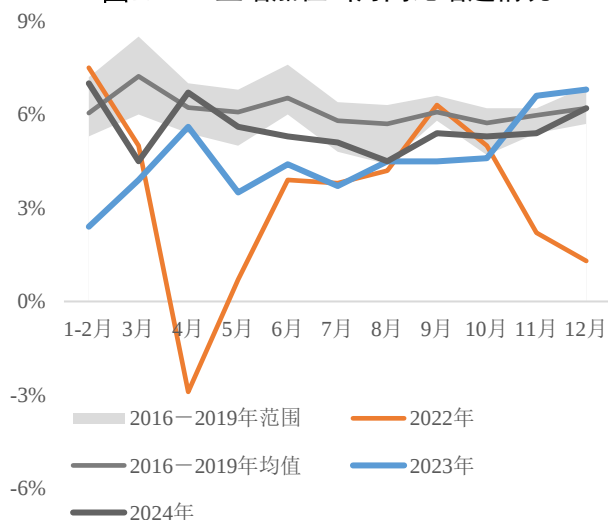
展望 2025 年，出口可能受阻，加快经济体制改革、扩大内需、促进转型的任务更加迫切。2025 年是“十四五”规划的收官之年，美国新政府奉行孤立主义严重干扰全球货物、服务和资金往来，外部环境变化带来的不利影响可能会加深，但是我国经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，经济高质量发展大势也没有变，有利条件强于不利因素。2025 年经济增长目标依然有能力保持在 5.0%左右，关键是稳楼市股市，提振通胀预期，加快化解地方政府债务风险。要落实好二十届三中全会决定，加快释放中长期增长动能，用好超长期特别国债，加大力度推进“两重两新”工作。

1. 生产端：工业生产增势较好，现代服务业发展良好

工业生产增势较好，装备制造业和高技术制造业增长较快。2024 年，工业生产稳步加快，产能利用率逐季回升，工业品出口较快增长，制造业高端化、智能化、绿色化发展不断取得新成效。2024 年全国规模以上工业增加值比上年增长 5.8%。分三大门类看，采矿业增加值增长 3.1%，制造业增长 6.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.3%。装备制造业增加值增长 7.7%，高技术制造业增加值增长 8.9%，增速分别快于规模以上工业 1.9 个百分点、3.1 个百分点。分产品看，新能源汽车、集成电路、工业机器人产

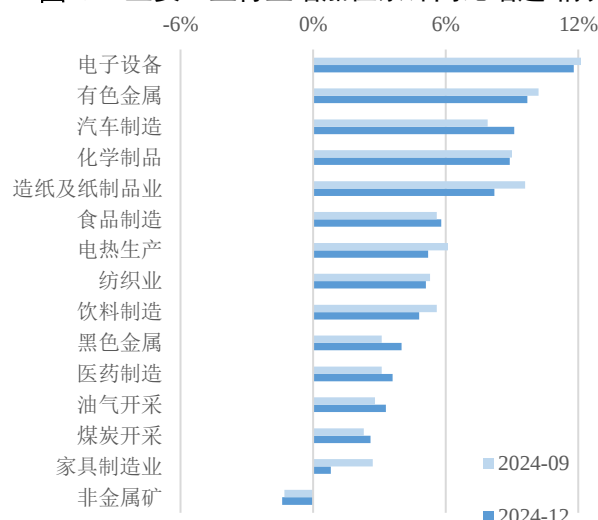
品产量分别增长 38.7%、22.2%、14.2%。分季度看，一、二、三、四季度增加值同比分别增长 6.1%、5.9%、5.0%、5.7%。四季度，规模以上工业增加值同比增速比三季度加快 0.7 个百分点。其中，设备更新政策带动下规模以上装备制造业增加值增长 8.1%，比三季度加快 1.1 个百分点。产能利用状况也在改善，四季度规模以上工业产能利用率 76.2%，比三季度提高 1.1 个百分点。全年工业产品出口积极因素增多，对工业高增速起到关键作用。2024 年，全国规模以上工业企业实现出口交货值较上年增长 5.1%，2023 年为同比下降 3.9%。分季度看，2024 年一、二、三、四季度出口交货值同比分别增长 0.8%、5.2%、5.3%、6.6%，增速自 2023 年二季度起已连续 7 个季度回升。积极因素一方面是中国工业品国际竞争力不断提升，另一方面是 2025 年国际贸易不确定性加剧了贸易商在 2024 年补库存动力。关税不确定性提高对于 2025 年工业增速带来不利因素，因此国内新能源车和绿色能源的消费能力需要进一步提高。

图3. 工业增加值当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图4. 主要工业行业增加值累计同比增速¹情况



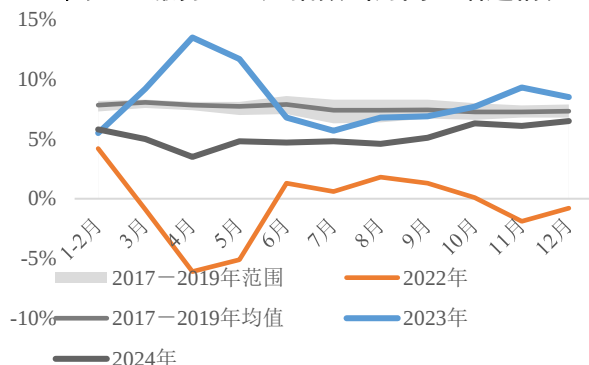
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

服务业持续增长，现代服务业发展良好。2024 年，服务业经济实现较快增长，转型升级成效明显，市场预期持续改善，向好态势持续显现。2024 年服务业增加值比上年增长 5.0%。其中，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮政业，住宿和餐饮业，金融业，批发和零售业增加值分别增长 10.9%、10.4%、7.0%、6.4%、5.6%、5.5%。四季度以来，随着政策组合效应持续释放，市场预期和信心明显改善，资本市场、房地产市场出现积极变化。股票成交较为活跃，推动房地产市场止跌回稳政策效果显现。四季度，服务业增加值同比增长 5.8%，比三季度加快 1 个百分点。其中，批发和零售业、交通运输仓储和邮政业、金融业增加值分别增长 5.7%、7.9%、6.5%，分别加快 0.7 个百分点、1.3 个百分点、0.3 个百分点，房地产业增加值由三季度下降 1.2%转为增长 2%，由负转正。中国高水平对外开放

¹图中有色金属为有色金属冶炼及压延加工业；化学制品为化学原料及化学制品制造业；黑色金属为黑色金属冶炼及压延加工业；电热生产为电力、热力的生产和供应；油气开采为石油和天然气开采业；煤炭开采为煤炭开采和洗选业；饮料制造为酒、饮料和精制茶制造业；电子设备为计算机、通信和其他电子设备制造业，下同。

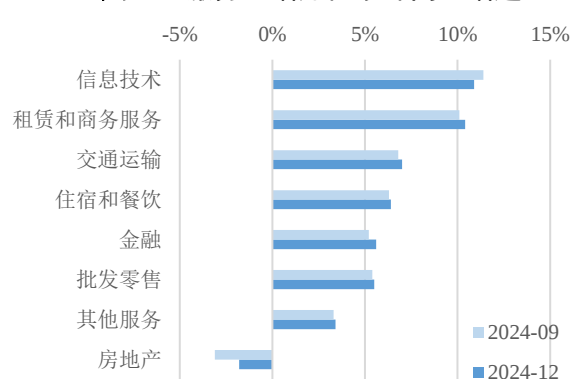
持续推进，中国服务贸易快速扩张成为 2024 年一大特色。2024 年，我国服务进出口总额同比增长 14.4%。全年出入境外国人 6488.2 万人次，比上年增长 82.9%。2024 年，旅行服务进出口同比增长 38.1%，为服务贸易第一大领域。相较工业，服务业企业营业收入和利润仍然保持扩张水平；显示服务业作为扩大内需的重要抓手，仍然可以通过加快经济体制改革来释放产业发展潜力，进一步维持行业营业收入和利润的可持续扩张。这对于恢复经济整体价格预期，增加就业收入具有重大作用。

图5. 服务业生产指数当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图6. 服务业增加值累计同比增速²



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2. 需求端：房地产市场新发展模式加快建设，投资延续增长，消费和出口延续扩张

2024 年，固定资产投资规模延续增长态势，有力支持了宏观逆周期调控。各地区各部门聚焦关键领域和薄弱环节加大投资力度，统筹有效使用各类政府投资资金，扩大地方政府专项债使用范围，大规模发行地方政府隐性债务置换债券，多方面盘活存量资产、筹集有效资金，用好国家超长期特别国债资金持续推进“两重两新”工作，积极扩大有效投资。全年完成固定资产投资（不含农户）51.44 万亿元，比上年增长 3.2%；扣除价格因素影响，实际增长 4.8%。这是完成 2024 年经济增长目标的重要基本盘，也是支持 2025 年经济延续恢复态势的主要发力方向。分领域看，基础设施投资增长 4.4%，制造业投资增长 9.2%，房地产开发投资下降 10.6%。2025 年，要适度增加中央预算内投资，增加发行超长期特别国债和地方政府专项债券，加力扩围实施“两新”政策，更大力度支持“两重”项目，支持宏观逆周期调控，推动经济延续恢复增长态势，提振社会信心。

房地产新发展模式加快建设，投资增速逐步向新平衡靠拢，商品房销售量价回稳，市场逐步从恐慌中走出。全年房地产投资增速降幅较大，同比下降 10.6%；全国新建商品房销售面积 97385 万平方米，同比下降 12.9%；新建商品房销售额 96750 亿元，同比下降 17.1%。房地产投资、新建商品房增速低与房地产市场控制增量、优化存量的政策方针相一致，预计未来很长一段时间房地产投资增速都将维持低位。房地产市场发展将进入一段存量交易阶段，刚性和改善性住房将成为市场需求主力，新增土地供给和开发面积

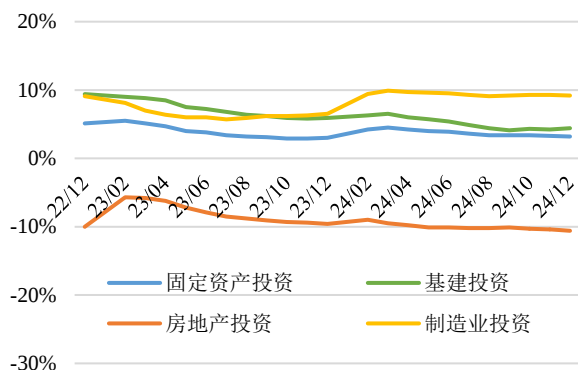
²图中信息技术全称为信息传输、软件和信息技术服务业；交通运输全称为交通运输、仓储和邮政业。

将逐步回落。2024 年，房地产调控政策出现重大转折。针对房地产市场的复杂形势，9 月 26 日中央政治局会议明确提出“促进房地产市场止跌回稳”，多个部门抓紧完善土地、财税、金融等政策，部分取消了限购、限售、限价和普通住宅与非普通住宅的标准，降低住房公积金贷款利率、住房贷款首付比例、存量贷款利率以及换购住房的税率，合力打出一套政策组合拳。一揽子政策连续落地，有效降低了居民购房门槛，减轻了还贷压力，居民购房意愿提升，房地产销售好转。四季度，新建商品房销售面积和金额均实现正增长。从统计局监测的 40 个重点城市销售情况看，12 月当月新建商品房销售面积、销售额同比分别增长了 0.3%、4.1%。随着刚性和改善性住房需求持续释放，市场供求关系出现了改善，房价有所回稳。12 月份，70 个大中城市中有 23 个城市的新建商品住宅销售价格环比上涨，有 9 个城市二手住宅价格环比上涨。其中，一线城市的新建商品住宅销售价格环比上涨 0.2%，这是从 2023 年 6 月以来的首次上涨；一线城市二手住宅的销售价格环比上涨 0.3%，连续三个月环比上涨。二线城市新建商品住宅销售价格环比由上月下降转为持平。三线城市新建商品住宅销售价格连续四个月环比降幅均在收窄。从同比来看，各线城市商品住宅销售价格同比降幅也都在收窄。近期房地产市场在政策组合拳作用下积极变化增多，但量价更多是对刺激政策的快速反应，房地产发展新模式的形成还有很长的路要走，收购现存商品房建设保障性住房体系，有效为健康房地产企业输入流动性继续推进“保交楼”工作，都是 2025 年需要继续落实的重点方向。房地产市场量价关系将从原来的泡沫状态中逐步向正常的市场状态回归，这要求稳楼市工作在这个过程中引导市场预期，能够利用好有限的财政资源，在买卖商品房的同时，与市场沟通商品房价格的长期走势。随着存量政策和增量政策的有效落实，下阶段房地产市场有望继续改善。

“两重”建设全面推进，基础设施投资增速回升。随着超长期特别国债和地方政府专项债的发行使用，“两重”建设项目加快开工，基础设施投资增长提速。2024 年，基础设施投资比上年增长 4.4%，比全部投资高 1.2 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%，互联网和相关服务业投资增长 14.7%，铁路运输业投资增长 13.5%。新型能源体系加快规划建设，绿色能源投资大幅增长。2024 年，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资比上年增长 23.9%，对全部投资增长的贡献率为 45.9%，拉动全部投资增长 1.5 个百分点。其中，太阳能发电、风力发电、核力发电、水力发电投资合计增长 29.3%。

制造业投资较快增长，转型升级步伐加快。现代化产业体系建设大力推进，工业制造信息化、智能化稳步推进，人工智能支持工业产品开口说话、自我行动，进一步走进千家万户。工业投资塑造更加智能化产品，人形机器人、低空载人载物飞行器等新产品将顺利疏通供给需求的大循环，让制造业投资收益能看得见、收得回，制造业投资引领作用更加凸显。2024 年，制造业投资比上年增长 9.2%，增速比全部投资高 6.0 个百分点。其中，消费品制造业投资增长 14.7%，装备制造业投资增长 9.0%，原材料制造业投资增长 7.6%。制造业技改投资增长 8.0%，增速高于全部投资 4.8 个百分点。高技术产业投资稳定增长，新动能加快培育。2024 年，高技术制造业投资比上年增长 7.0%。其中，航空、航天器及设备制造业投资增长 39.5%，计算机及办公设备制造业投资增长 7.1%。大规模设备更新政策效应持续显现，设备工器具购置投资快速增长。2024 年，设备工器具购置投资比上年增长 15.7%，增速高于全部投资 12.5 个百分点；对全部投资增长的贡献率为 67.6%，拉动全部投资增长 2.2 个百分点。

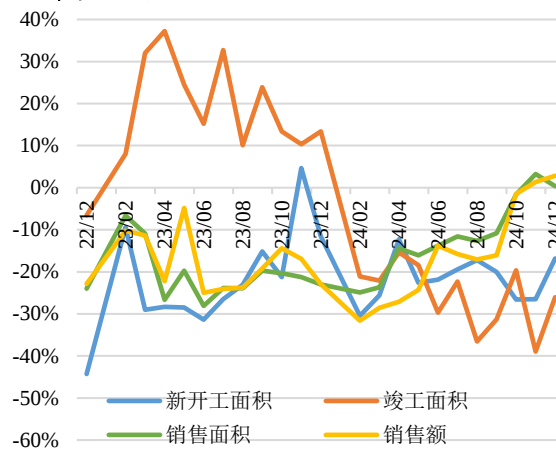
图7. 固定资产投资累计同比增速情况



注：基建投资不含电力

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

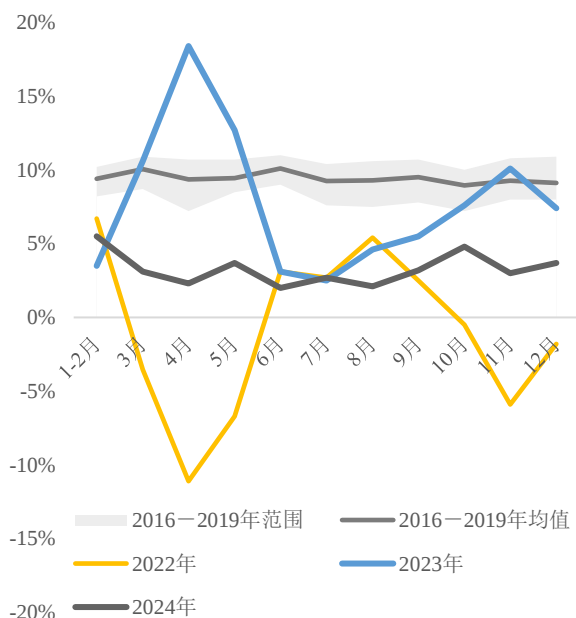
图8. 房地产主要指标当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

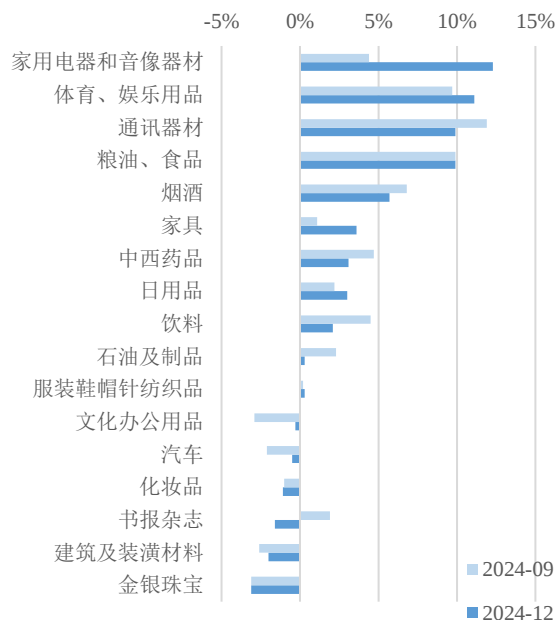
2024 年，各地区各部门在加力实施扩内需、促消费政策，稳定和扩大居民消费，特别是四季度以来，消费品以旧换新政策加力扩容，效果持续显现，社零增速明显回升。2024 年，社会消费品零售总额达到 48.8 万亿元，比上年增长 3.5%。逐月来看，社零当月同比增速呈现年初年末高、年中低的特点。年中有数月社零当月同比增速低于 3.0%，社零增速表现低迷是居民和企业长期预期不振的重要表现，这也受到了短期内资产价格回落和债务周转缓慢的影响。作为中国经济体制改革的重要指示性指标，低于 3.0% 的增速是很低的水平，扣除通胀因素之后，无法支撑经济体长期增长目标。9 月政治局会议加快推进“两新”工作落实，将 1500 亿超长期特别国债资金快速落实，起到了维持经济增长大局的重要作用。四季度社零同比增长 3.8%，比三季度高 1.1 个百分点。从对经济增长的贡献看，全年最终消费支出拉动经济增长 2.2 个百分点。其中，四季度拉动 1.6 个百分点，比三季度提高 0.2 个百分点。2025 年保持一定的社零增速，有助于为可能增大的外部压力提供回旋空间。为进一步提振消费，超长期特别国债需要将更多资金投向刺激居民消费方向；同时加快经济体制改革，为居民消费场景、地理空间、时间长度提供更多支持。从某种角度来看，中国工业数字化、智能化的快速进展只要能够与中国居民消费的积极进取相互配合，就能稳定中国长期增长的基本盘。

图9. 社零当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图10. 主要商品零售额累计同比增速情况



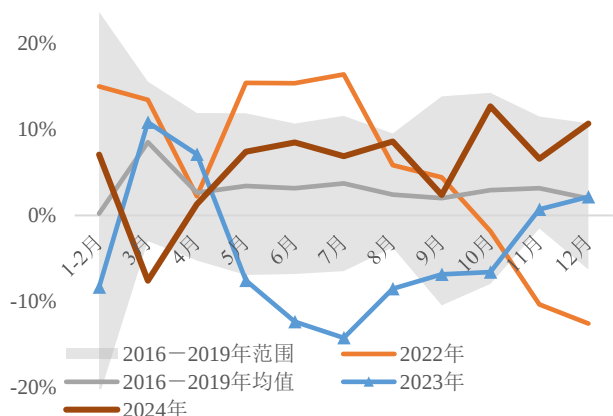
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2024年我国进出口实现了总量、增量、质量的“三量”齐升。全年进出口总值达到43.85万亿元，同比增长5%，其中出口同比增长7.10%。世界贸易组织数据显示，2024年前三季度我国出口和进口占国际市场份额分别达到了14.5%和10.5%，同比分别提升0.3个百分点和0.1个百分点。我国出口产品的结构不断优化升级，2024年机电产品的出口增长了8.7%，占出口总值的比重提升了0.9个百分点，达到了59.4%，其中高端装备出口增长超过4成。2024年，我国新产品新业态新品牌不断涌现，更多高科技属性的新产品加速出海，电动汽车、3D打印机、工业机器人出口分别实现了13.1%、32.8%、45.2%的增长。2024年，我国对联合国统计分组中几乎全部国家和地区都有进出口记录，其中出口和进口伙伴分别比2023年增加了1个和4个，对160多个伙伴实现进出口增长。共建“一带一路”国家合计进出口占我国进出口总值的比重首次超过了50%。2024年，我国对共建国家进出口增长6.4%，其中出口、进口分别增长9.6%、2.7%。我国对东盟连续9年进出口保持增长，连续5年互为第一大贸易伙伴。此外，我国持续同拉美、非洲、中亚五国、中东欧等加强经贸合作，对其进出口分别增长7.2%、6.1%、7.2%、7.5%。对欧盟、美国等传统市场也保持增势，中欧2024年双边贸易增长1.6%，中美贸易增长4.9%。

2025年，全球贸易面临的不确定性有所增加。首先，2025年全球经济形势受美国政策影响，通胀风险走高，滞胀前景加剧。全球通胀水平在2024年四季度结束下降过程，德国12月CPI当月同比反弹至2.6%，法国12月CPI当月同比反弹至1.3%，美国12月CPI当月同比反弹至2.9%。通胀压力将在2025年上半年重新抬头，全球利率水平也将持续上行。再通胀将对美国、欧洲市场的需求带来冲击。全球通胀预期走高，利率下降减缓，新兴市场的金融稳定和经济增长面临新的压力，整体对外需求增长也面临较大困难。另外是政策的不确定性。由于特朗普上台，美国新政府的移民政策、能源政策、关税政策将会干扰全球贸易进

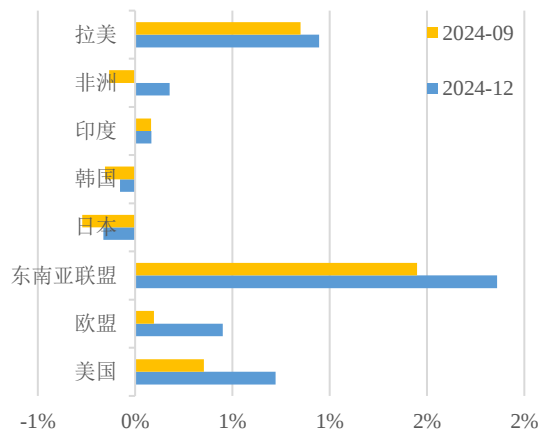
展，美国新政府的地缘政策也会干扰全球石油供给格局。美国关税政策是一次性还是渐进性的，对于判断2025年贸易进展很重要。石油价格的重新抬头，关税不确定性的逐步落地将使得抢出口因素逐渐退坡。有利因素在于，人民币汇率的弹性将对冲贸易成本的上升，中国高科技产品在新兴市场上仍然拥有绝对竞争力，这在2025年将得到进一步巩固。

图11. 出口当月同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图12. 主要出口国家累计对出口同比拉动情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

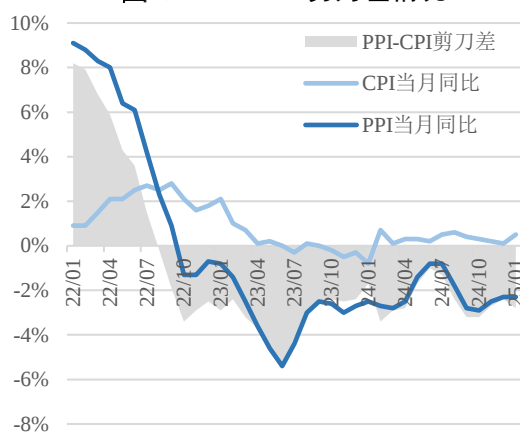
3. 价格：国内价格温和回暖，人民币汇率宽幅波动

居民消费价格总体平稳，核心CPI小幅上涨。2024年居民消费价格（CPI）比上年上涨0.2%。分主要类别看，交通通信价格下降1.9%，下降最多；教育文化娱乐价格上涨1.5%，上涨最为明显。尽管异常天气多发，与生活息息相关的食品粮油年内供需基本保持平衡，鲜果价格下降3.5%，粮食价格下降0.1%，鲜菜价格上涨5.0%。猪肉价格逐步从低位回升，年内猪肉价格上涨7.7%。扣除食品和能源价格后的核心CPI上涨0.5%。**2024年，CPI同比增速逐月运行呈现小幅上涨态势。**从月度变化来看，除了1月份增速为负外，其他各个月份CPI同比都保持小幅上涨态势。2024年下半年，CPI涨幅受能源价格回落的影响比较大，从8月份开始逐月下降，但扣除食品和能源的核心CPI整体上比较稳定。2024年，国际能源价格波动下行，CPI中的能源价格比上年下降0.1%，其中汽油和柴油价格分别下降0.7%和0.8%。与此同时，核心CPI在三季度快速回落，与三季度整体宏观经济形势快速下滑密切相关；但进入四季度之后，随着消费需求的恢复，核心CPI的同比涨幅逐月回升，连续三个月小幅回升。2025年CPI有望继续保持温和回升态势。随着存量政策和一揽子增量政策协同发力，经济回升向好势头在增强，消费需求恢复有所加快，价格温和回升有利因素在增多。

PPI同比降幅收窄。2024年，PPI下降2.2%，降幅比上年收窄0.8个百分点。能源和原材料相关行业价格走低。国际原油需求增长趋缓，国际油价下行带动国内石油相关行业价格下降，石油煤炭及其他燃料

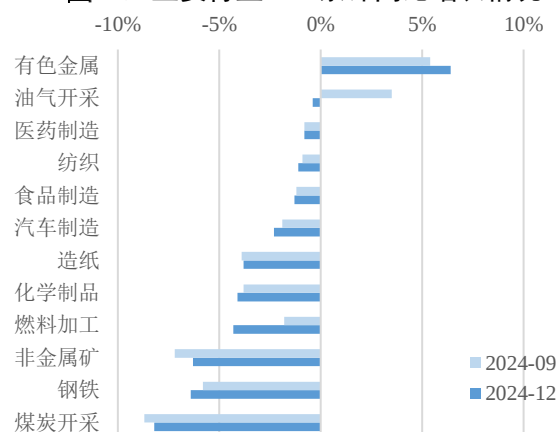
加工业降幅为 4.3%。受房地产市场持续调整等因素影响，钢材、水泥等工业品有效需求不足，黑色金属冶炼和压延加工业下降 6.4%。部分装备制造业和消费品制造业价格下行。受国际贸易保护主义加剧等因素影响，部分出口占比较高的行业价格承压，光伏设备及元器件制造、锂离子电池制造价格分别下降 28.4%、12.5%。在工业品价格整体下行环境下，产业转型升级对 PPI 产生一定拉升作用。新质生产力稳步发展，一些高技术产品性能提升，价格上涨，其中航空相关设备制造价格上涨 4.0%，飞机制造价格上涨 3.8%。**2024 年，PPI 同比降幅波动较大。**分月看，1—7 月份，受国际原油和有色金属等价格上行、国内工业生产持续恢复及上年同期对比基数较低等因素影响，PPI 同比降幅由 1 月份的 2.5% 波动收窄至 7 月份的 0.8%。8 月份，国际大宗商品价格下行，PPI 环比下降 0.7%，降幅有所扩大。9 月份起，随着宏观政策特别是一揽子增量政策落地实施，国内工业品需求逐步恢复，PPI 环比降势明显趋缓，11 月份 PPI 环比止降转涨，上涨 0.1%，10 月份起同比降幅稳步收窄。

图13. PPI-CPI 剪刀差情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图14. 主要行业 PPI 累计同比增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2024 年，国际形势复杂多变，多因素推动美元指数动荡走强，中国外汇市场表现出非常好的韧性，人民币汇率总体上呈现双向波动态势，在复杂形势下保持了基本稳定。人民币兑美元在 2024 年双向宽幅波动，离岸人民币最强势阶段达到 6.97，较弱阶段回落至 7.36，升值周期主要在 7 月初至 9 月底，其他时间主要表现为贬值。人民币汇率波动受内外部因素的影响，在出口保持高增长的基本面支撑下，人民币汇率短期波动主要是由于经济内外部预期引导的。人民币汇率在主要货币中表现较好，为中国自主实施货币政策创造了有利条件，对稳经济、稳外贸发挥了积极作用。2024 年末，衡量人民币对一篮子货币汇率变动的人民币汇率指数（CFETS）为 101.47，较上年末上涨 4.2%；人民币对美元汇率收盘价为 7.2988，较上年末贬值 2.8%，同期美元指数上涨 7.0%，人民币韧性得到充分体现。

未来一段时间，外部环境复杂性、严峻性和不确定性可能进一步上升，但中国的经济基础坚实，经常账户保持顺差，跨境资本流动自主平衡，外汇储备充足，外汇市场有韧性，为保持人民币汇率基本稳定提供了确定性和有力支撑。2024 年 9 月以来出台的一揽子增量支持政策将持续落地见效，中央经济工作会议部署 2025 年实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，将进一步巩固中国经济回升向好态势。人

民银行也将继续综合采取措施，增强外汇市场韧性，稳定市场预期，加强市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险。

图15. 人民币汇率和美元指数走势

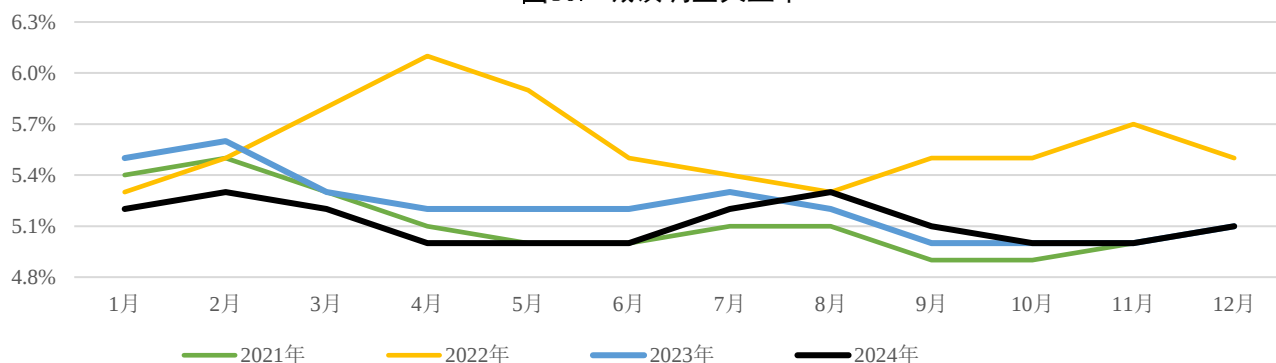


数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

4. 就业：整体形势稳中向好

就业形势总体稳定，城镇调查失业率下降。2024 年全国城镇调查失业率平均值为 5.1%，比上年下降 0.1 个百分点。从季度看，四个季度分别是 5.2%、5.0%、5.2%、5.0%，年内波动较小，即使在经济形势较差的三季度也没有大幅上升，保持了基本平稳，这都突显了就业优先政策在中国经济发展中的重要地位。2024 年全国城镇调查失业率平均值在近年来处于相对较低的水平，说明就业形势总的保持了基本稳定。主要重点群体就业状况都有所改善，8 月份以后青年人群体就业压力有所缓解，12 月份不包含在校生的 16~24 岁劳动力城镇调查失业率比上个月下降 0.4 个百分点，连续四个月下降。在国民经济面临困难的情况下，服务业新业态、新模式、新产业快速发展对失业率下降发挥了重要作用。2024 年，我国服务业占 GDP 的比重继续提升，比上年提高了 0.4 个百分点，服务业占 GDP 的比重达到 56.7%。从服务业的年平均就业人数看，2024 年比上年增加 700 多万人。其中，批发零售、住宿餐饮、信息传输、租赁和商务服务等行业的就业人数增加比较多。但就业结构性矛盾仍比较突出，青年人等部分群体的就业面临困难和压力。下阶段，要把推动实现高质量充分就业摆在更突出位置，实施好重点领域、重点行业、城乡基层和中小企业的就业支持计划，促进重点群体就业。

图16. 城镇调查失业率



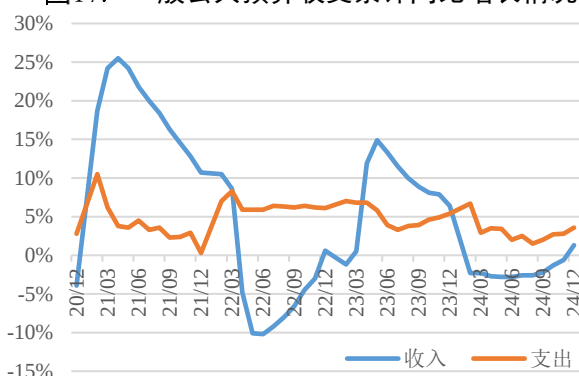
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

5. 财政：采取多种措施保障财政重点支出力度不减

一般公共预算收入和支出均保持增长。随着四季度宏观调控政策大幅加力，企业利润增加，居民支出扩大，财政收入逐步恢复增长。2024 年，全国一般公共预算收入 21.97 万亿元，同比增长 1.3%。其中，中央财政收入增长 0.9%，地方本级财政收入增长 1.7%。全国税收收入 17.50 万亿元，同比下降 3.4%。其中，国内增值税、企业所得税、个人所得税分别下降 3.8%、0.5%、1.7%。非税收入 4.47 万亿元，同比增长 25.4%。在各级政府坚持过紧日子的背景下，财政对于民生保障支持力度不减，教育支出也保持扩张态势，总体上财政支出稳定增长。2024 年，全国一般公共预算支出 28.46 万亿元，同比增长 3.6%。其中，中央一般公共预算本级支出和地方一般公共预算支出分别增长 6.5%和 3.2%。从支出结构看，城乡社区支出、农林水支出、社会保障和就业支出分别增长 5.9%、12.4%和 5.6%。

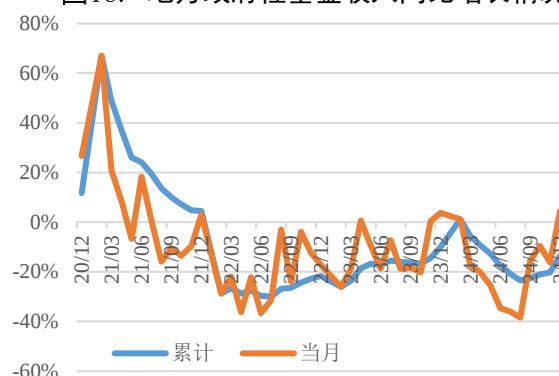
受房地产仍处于深度调整状态影响，政府性基金收入大幅减少；受专项债发行力度加大支撑，政府性基金支出年内恢复正增长。土地市场低迷背景下，政府性基金收入同比延续负增；受 2023 年同期低基数以及专项债发行提速拉动，政府性基金支出同比在年底恢复正增长。12 月政府性基金收入累计同比下降 12.2%，在 2023 年全年累计下降 9.2%的背景下继续深度下跌，其中，地方政府土地出让金收入累计同比下降 16%，降幅在四季度有所收窄，但长期来看情况依旧不乐观。12 月政府性基金支出累计同比增长 0.2%，受专项债加速发行使用提振，降幅年内大幅收窄，年内同比增速实现转正。

图17. 一般公共预算收支累计同比增长情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图18. 地方政府性基金收入同比增长情况



数据来源：Wind，联合资信整理

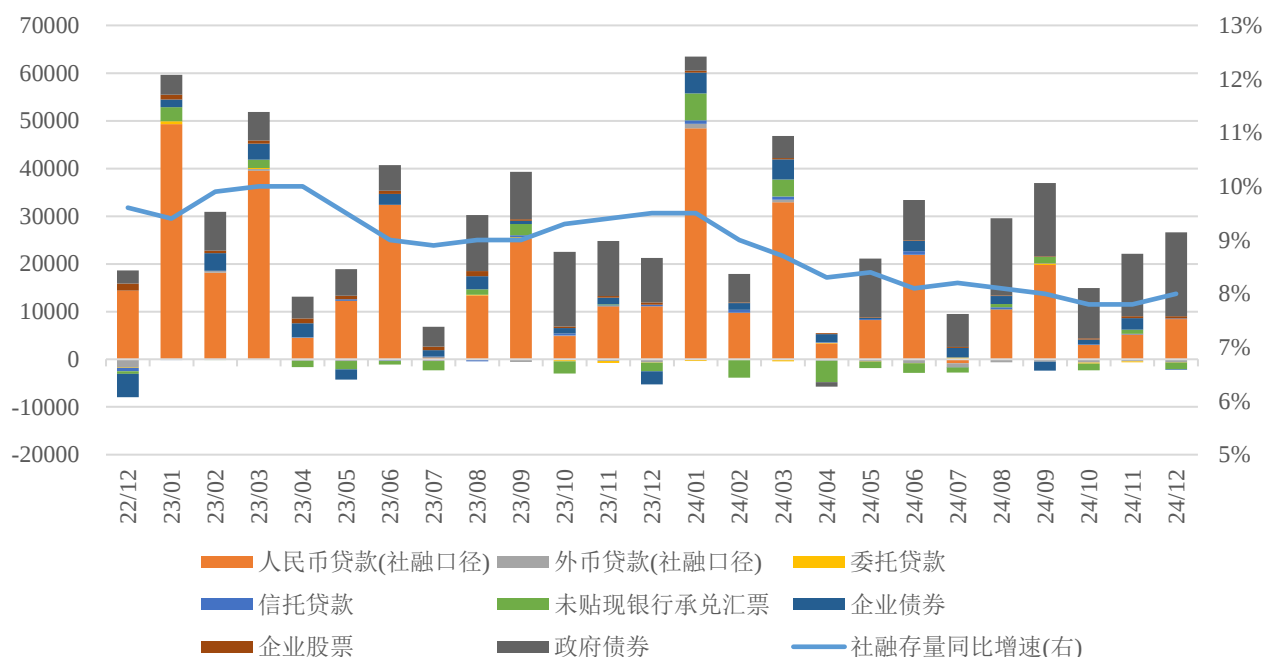
二、宏观信用环境

2024 年，人民银行坚持支持性货币政策立场，先后四次实施了比较重大的货币政策调整，助力经济保持回升向好态势，支持经济高质量发展。总量上，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，促进社会融资规模和货币信贷合理增长，引导贷款利率持续下行。结构上，加大对重点领域支持力度，设立科技创新再贷款、保障性住房再贷款、两项资本市场支持工具。面对内外不断变化的经济形势，加快金融市场化改革，理顺利率传导机制，通过多种方式引导债券市场利率走势，多方努力保持汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

1. 社融规模平稳增长，信贷结构不断优化

社会融资规模平稳增长。2024 年末，我国社会融资规模余额为 408.34 万亿元，同比增长 8%，增速比上月高 0.2 个百分点。全年社会融资规模增量为 32.26 万亿元，处于历史较高水平。从结构上看，金融机构对实体经济贷款保持合理增长。全年金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加 17.05 万亿元。金融体系配合财政持续发力，政府债券融资同比多增较多。2024 年，政府债券净融资 11.3 万亿元，同比多 1.69 万亿元，为历史最高水平。其中，国债净融资 4.5 万亿元，同比多 3574 亿元；地方政府债券净融资 6.79 万亿元，同比多 1.33 万亿元。企业债券融资高于 2023 年同期水平。2024 年，企业债券净融资 1.91 万亿元，同比多 2839 亿元。表外融资中的信托贷款同比多增。2024 年，信托贷款增加 3976 亿元，同比多增 2400 亿元。此外，委托贷款、未贴现的银行承兑汇票分别减少 577 亿元和 3295 亿元。

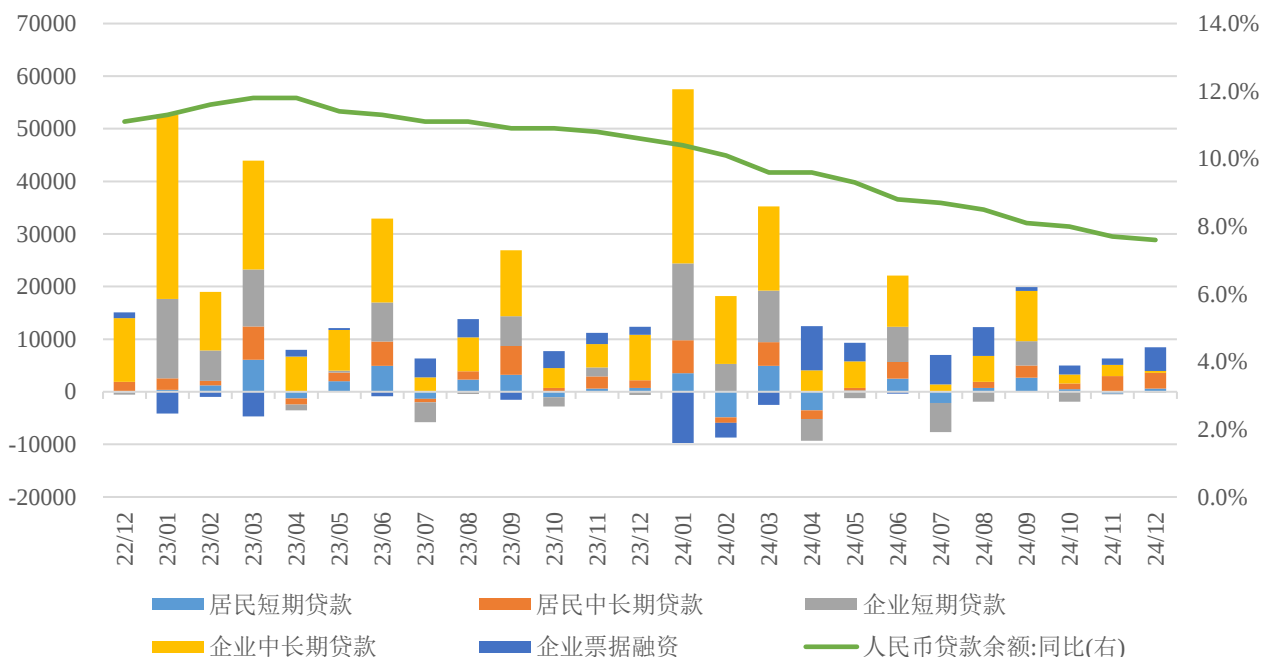
图19. 社融存量增速和增量结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

信贷结构不断优化。2024 年，制造业中长期贷款同比增长 11.9%，专精特新企业贷款同比增长 13.0%，普惠小微贷款同比增长 14.6%，继续高于同期全部贷款增速。在绿色金融方面，优化碳减排支持工具，在上海试点将支持范围扩展到低碳转型，引导更多信贷资源投向绿色低碳发展。在普惠金融方面，将支农支小再贷款利率从 2%降到了 1.75%，额度增加了 1000 亿元。2024 年末，本外币绿色贷款同比增长 21.7%，显著高于同期各项贷款增速，信贷结构加快优化。融资可得性明显提升。2024 年末，普惠小微授信户数超过 6000 万户，已经覆盖了约 1/3 经营主体。

图20. 金融机构人民币贷款存量增速和增量结构（亿元）



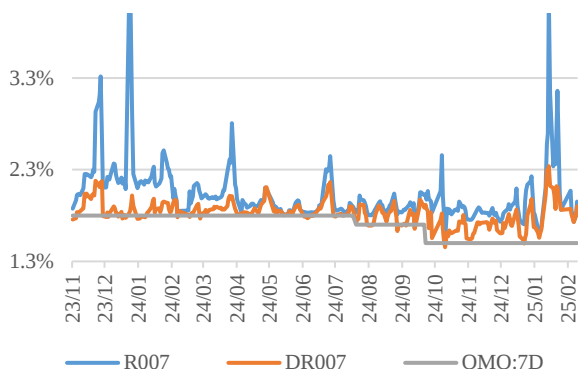
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

2. 市场流动性合理充裕，贷款利率持续下行

综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导贷款利率持续下行。2024 年央行两次降低法定存款准备金率共 1 个百分点，两次下调央行政策利率共 0.3 个百分点，力度都是近年来最大。央行推出了 3000 亿元保障性住房再贷款，取消房贷利率政策下限，推动再度降低存量房贷利率，每年减少借款人房贷利息支出约 1500 亿元。传导上，央行疏通政策利率传导渠道。央行明示主要政策利率，逐步理顺由短及长的利率传导关系。同时，强化利率政策执行，治理资金空转，大力整改手工补息，优化对公存款、同业活期存款利率自律管理，节省了银行的利息支出，为降低社会融资成本、平衡银行可持续发展创造了条件。贷款利率稳步下行，12 月，新发放企业贷款利率约为 3.43%，同比下降 0.36 个百分点；个人住房贷款利率约为 3.11%，同比下降 0.88 个百分点。

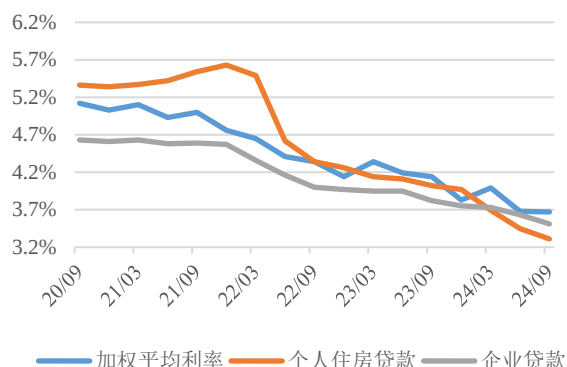
按照中央“实施更加积极有为的宏观政策”要求，人民银行 2025 年将落实好适度宽松的货币政策。从“稳健”到“适度宽松”，不仅要根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息，而且还要加快金融改革步伐，做好金融五篇大文章。2025 年外部通胀、金融市场、贸易政策、地缘政治情况更趋复杂，要维持好内外均衡，保持汇率稳定。加快多种渠道补充商业银行资本金，为金融机构改革化债创造更大空间。进一步为稳楼市股市提供流动性资金支持，必要时创设新货币工具。

图21. 市场利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

图22. 人民币贷款加权平均利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

三、宏观政策环境

2024 年，宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月、9 月政治局会议精神，货币政策适时降准降息，降低实体经济融资成本；财政政策持续加码，拓展专项债使用范围，发行 2 万亿隐性债务置换债券，用好超长期国债支持“两重两新”工作；推进经济体制改革，改善民营经济发展环境，支持新质生产力发展；加快资本市场“1+N”政策体系建设，落实市值管理政策，突出资本市场投资属性；推出专项货币工具提振资本市场，采取放松监管和税收优惠等多种举措促进房地产止跌回稳。展望 2025 年，宏观政策按照 12 月政治局会议安排，宏观政策要落实好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，不断推进 9 项工作任务，将扩大消费作为经济工作重点。稳住楼市股市是较以往更加重要的工作，需采取多种措施加强市场沟通，协调好宏观审慎和金融稳定之间的关系（更多政策内容请参考前三季度宏观报告）。

1. 民营经济促进法征求意见，助力改善民营经济发展环境

2024 年 10 月 10 日，司法部、国家发改委发布《民营经济促进法（草案征求意见稿）》，其中明确规定要健全多层次资本市场体系，支持符合条件的民营经济组织通过发行股票、债券等方式平等获得直接融资。建立健全信用信息归集共享机制，为民营经济组织向金融机构获得融资提供便利；支持征信机构为民营经济组织融资提供征信服务，支持信用评级机构优化民营经济组织的评级方法，增加信用评级有效供给。《民营经济促进法》将为民营企业的市场机会和融资环境提供坚实法治保障，其中针对融资便利的鼓励内容措施体现了对民营经济组织融资难问题的关注，有助于推动民营经济的持续健康发展。一方面，资本市场在支持民营企业发展中发挥重要作用，未来或进一步完善民营企业融资支持政策制度，优化民营企业上市、发债、再融资等准入门槛，为不同发展阶段的民营企业提供多样化融资支持。另一方面，中小微民营企业的信用信息归集和信用评级体系建设对民营企业融资尤为重要，统筹建立和完善融资信用服务平台等，有利于减少银企信息不对称问题。

2. 央行推出买断式逆回购工具，以更加积极的姿态参与利率曲线调控

2024 年 10 月 28 日，央行公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，进一步丰富央行货币政策工具箱，央行决定从即日起启用公开市场买断式逆回购操作工具。操作对象为公开市场业务一级交易商，原则上每月开展一次操作，期限不超过 1 年。公开市场买断式逆回购采用固定数量、利率招标、多重价位中标，回购标的包括国债、地方政府债券、金融债券、公司信用类债券等。买断式逆回购作为央行扩表操作，在投放中长期流动性同时，增加了央行的资产种类丰富性，有利于央行保持倾斜向上的收益率曲线。买断式逆回购与质押式回购不同，买断期间的债券可以在市场流通，提高债券流通效率。买断逆回购时间更长，加大央行从 3 个月到 1 年的流动性投放期限，特别是考虑到四季度 MLF 到期量比较大，买断式回购可以发挥增加中长期流动性投放的作用。多重目标投标方式，有助于提高定价效率，不同机构根据自身流动性供需合理定价资金价格。中长期流动性供给更加充分，有助于引导实体经济融资成本下降。

3. 10 万亿政策大礼包加速地方债务化解

2024 年 11 月 8 日，十四届全国人大常委会第十二次会议在北京闭幕，会议表决通过了《全国人民代表大会常务委员会关于批准〈国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案〉的决议》。议案提出，从 2024 年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元。同时也明确，2029 年及以后到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。本次较大规模的债务置换，有助于帮助地方政府缓解财政收支压力和债务偿还压力，帮助地方政府腾出更多空间和精力用于经济建设发展任务。此外，增加地方政府债务限额置换存量隐性债务后，也有助于为地方城投企业松绑，推动城投企业债券发行，更好地服务于地方项目建设。

4. 税收优惠稳楼市

2024 年 11 月 12 日，财政部、税务总局、住建部发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》。其中提出，购买家庭唯一及第二套住房，140 平方米及以下按 1% 税率征收契税，并明确北京、上海、广州、深圳可以与其他地区统一适用二套房契税优惠。在城市取消普通住宅标准后，对个人销售已购买 2 年及以上住房一律免征增值税。土地增值税预征率下限统一降低 0.5 个百分点。本次房地产相关税收政策调整是本轮一揽子稳增长政策的重要组成部分，是稳地产的税收政策安排。本次调整主要集中在契税和增值税方面，土地增值税预征率下限也有调降，有助于降低居民购房成本、缓解房企现金流压力，对于稳定房地产市场具有重要意义。

5. 市值管理新规则明确资本市场投资属性

2024 年 11 月 15 日，中国证监会发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》，明确了上市公司董事会、董事和高级管理人员等相关方的责任，并对主要指数成份股公司制定市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。同时，明确禁止上市公司以市值管理为名实施违法违规行为。近年来，监管部门持续推动上市公司质量提升，支持和引导上市公司不断改善经营效率和盈利能力，增强信息披露质量和透明度，增进与投资者沟通互动，综合运用分红、回购、大股东增持等手段提升投资价值。今年 4 月，《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》明确要求推动上市公司提升投资价值，制定上市公司市值管理指引。新文件的发布标志着上市公司市值管理正式进入政策支持与规范发展的新阶段，有助于上市公司多措并举提升上市公司质量与投资价值，增强资本市场回报投资者的能力。

6. 政治局会议定调 2025 年宏观调控

中共中央政治局 2024 年 12 月 9 日召开会议，分析研究 2025 年经济工作。会议强调，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。会议指出了 2025 年的 9 项工作重点，将“全方位扩大国内需求”放在首要位置，突出直面内需不足的核心矛盾。年末政治局会议是对明年经济工作定总调子，此次会议紧跟经济增速在三季度出现回落时突显的新情况、新问题，总结“两重两新”的工作经验，前瞻性应对外部冲击，将宏观调控总基调在 2024 年基础上做出重大调整，进一步拿出真金白银提振信心，而消费是 2025 年工作的首要抓手。

第一，从“积极”到“更加积极”预示中央财政赤字进一步提高，或超过 4%，超长期特别国债进一步加码。在近几年积极财政的基础上，更加积极财政或将在 2024 年基础上再增加 2 至 3 万亿资金，从而将中央财政赤字增加到 4% 以上。近几年，中央财政收支平衡的压力较大，保障财政支出力度不减是“超常规”逆周期调节的基本要求，新增的财政资金将集中用于“两新”、补充银行资本金等具有扩张性的政策方向，将是十分宝贵的财政空间。第二，从“稳健”到“适度宽松”预示货币政策将出现 10 年内的重大调整，降准降息等常规货币政策将继续推出，更多的再贷款工具和资产购买或将逐步落地。降准、降息不足以体现“适度宽松”的货币政策。2024 年，降准 100BP，降息 30BP，对宏观经济起到了一定刺激效果。但债券市场利率债的利率期限结构已经走在了 7 天逆回购政策利率前面，这说明降准降息难以全面完成向经济体注入流动性和刺激信贷需求的政策目标。要全面完成上述政策目标，适度宽松货币政策需要更多再贷款和资产购买工具。2024 年，保障性住房再贷款、资本市场两项工具在稳楼市股市方面发挥了重要作用。楼市股市稳定能够有效抑制去杠杆行为，2025 年这三项工具需要继续加大力度。第三，“全方位”扩大国内需求预示着“两新”将保持政策力度，在 3000 亿超长期特别国债资金基础上继续增加额度，补贴范围或将扩展到服务消费领域，例如住宿、餐饮与交通。服务消费是劳动就业密集型行业，2025 年青年毕业生

体量大，服务消费的快速发展对做好保就业工作意义重大。消费的最终决定因素是收入，要保持全方位扩内需政策效力的可持续性，就要做好配套措施，进一步推进城乡一体化发展，做好城镇居民落户工作，完善社会保障制度。

7. 中央经济工作会议明确 2025 年经济工作任务

2024 年 12 月 11 日至 12 日中央经济工作会议在北京召开，对政治局会议提出的超常规逆周期调节和 9 项重点工作做出了详细部署，提出了“明年要保持经济稳定增长，保持就业、物价总体稳定”的发展目标。较往年，会议将物价稳定的工作重要性提高，提出了专项行动和综合措施。提高赤字率、增发超长期特别国债、增加专项债发行使用、用好总量和结构货币政策等逆周期调节工具都有明确提及。会议开篇指出外部压力加大、不利影响加深，可以说未来几年随着中国高质量发展走深走实，外部环境会愈发复杂、国际竞争会更加激烈。面对 2025 年工作，会议提出五大统筹，协调好十方面关系。十个方面是：市场和政府、总供给和总需求、新动能和旧动能、增量和存量、质量和总量。从五大统筹来看，对接下来几年的经济工作提出了新要求和新理念，要修正矫偏，将之前做的少的工作着重补齐。从构建国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新格局角度出发，“总供给和总需求”和“质量和总量”两个统筹关系至关重要。我国市场大、活力足的基本面体现在完善的供给能力建设和现代产业体系发展，但要进一步稳定增长潜力，就要统筹好总供给和总需求的关系。供给和需求是动态均衡的过程，总是有阶段性的供给需求缺口出现，现阶段是总需求不足，要补齐缺口。会议首先在宏观调控上提出了多方面举措。要求货币政策要突出支持性，要通过总量和结构性政策向经济体注入流动性的同时，稳定货币工具与社会通胀预期之间的关系。会议提出要探索拓展“宏观审慎和金融稳定功能”。做好商业银行改革，保持商业银行运营稳健，实现存款利率能够跟随政策利率同步下调。会议将提振消费、扩大内需作为九项工作之首，说明总需求方面要采取更多新举措，既要提振短期表现，又要完善长期机制，从体制机制和市场建设等多方面统筹发力。具体来看，会议抓住服务消费这一新增长点，提出发展文化旅游、首发经济、冰雪经济、银发经济。会议指出要统筹提升质量和做大总量之间的关系，就是要平衡好长期和短期投资，要下更大力气做好长期投资，实现科技自立自强。会议强调要继续建设现代化产业体系，加强基础研究和关键核心技术攻关，指出“人工智能+”是未来产业的重要引领。金融是现代产业的血液，为实现科技创新的不断推陈出新，就要做好科技金融大文章，引导好长期资本和耐心资本。

8. 专项债管理新规扩大资金使用范围

2024 年 12 月 25 日，国务院办公厅印发《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，旨在更好发挥专项债券强基础、补短板、惠民生、扩投资等积极作用，提出 7 方面 17 项举措。一是扩大专项债券投向领域和用作项目资本金范围。二是完善专项债券项目预算平衡。三是优化专项债券项目审核和管理机制。四是加快专项债券发行使用。五是强化专项债券全流程管理。六是加强专项债券监督问责。七是强化

保障措施。本次《意见》对专项债券的使用、审批、管理进行了全面的优化，有助于解决近年专项债符合条件的项目缺乏、发行节奏偏慢的堵点，有助于显著提升专项债使用效率。同时，《意见》配合地方债置换等化债举措，为做好明年专项债券发行使用奠定政策基础，助力专项债券尽早形成实物工作量，预计 2025 年专项债发行和使用或可扩大投向和加速落地，为推动经济持续回升向好提供有力支撑。

联系人

投资人服务 010-85679696-8728 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。