



报告日期：2024年12月12日

宏观政策主基调力度空前，新能源是新发展理念的重要承载行业

——12.9 政治局会议解读

首席经济学家：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

风险因素

- 1.我国内需走弱程度超预期；
- 2.全球宏观经济下行幅度超预期。

相关报告

- 1.英大证券宏观评论（20241206）：制造业PMI连续2个月位于扩张区间，产成品存货同比低点或在明年3季度左右
- 2.英大证券宏观评论（20241120）：2025年上半年CPI当月同比或低位徘徊，下半年PPI当月同比大概率高于上半年
- 3.英大宏观评论（20241111）2024年贸易顺差或再创新高，特朗普当选或不改美国宏观经济基本走势
- 4.英大宏观评论（20241030）全面客观冷静看待当前经济形势，努力提振资本市场
- 5.英大宏观评论（20240826）下半年我国宏观政策力度有望进一步加大，充分发挥经济体制改革的牵引作用
- 6.英大宏观评论（20240729）新质生产力是一项系统工程，进一步全面深化改革时间紧任务重
- 7.英大宏观评论（20240702）下半年宏观经济和大类资产配置展望：筑底与蓄势
- 8.英大宏观评论（20240530）超长期特别国债大幅推升通货膨胀的概率较低，或存在更优的购买超长期特别国债的时点
- 9.英大宏观评论（20240506）国家战略科技力量是新质生产力的重要推动者，2季度央行大概率继续降准或降息
- 10.英大宏观评论（20240312）“5.0%左右”GDP增速目标符合预期，年内央行大概率还将降准或降息
- 11.英大宏观评论（20240221）2季度CPI均值大概率高于1季度，2024年PPI大幅上行概率较低

年度展望报告

- 1.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 2.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

报告概要：

- 12月9日，中共中央政治局召开会议，分析研究2025年经济工作；听取中央纪委国家监委工作汇报，研究部署2025年党风廉政建设和反腐败工作。我们解读如下：
 - 一、面临外部政治与经济双重冲击，应提前防范并有效化解；
 - 二、政治局会议四次提及“风险”，明年GDP增速目标或为“5.0%左右”；
 - 三、宏观政策主基调力度为新世纪以来最大，财政发力值得期待；
 - 四、2025年上半年内需依旧有一定压力，中央政府加杠杆的空间最大；
 - 五、新发展理念贯穿中央重要会议，新能源是新发展理念的重要承载行业；
 - 六、加强党对经济工作的领导，扎实开展党纪学习教育。



目录

一、面临外部政治与经济双重冲击，应提前防范并有效化解	3
二、政治局会议四次提及“风险”，明年 GDP 增速目标或为“5.0%左右”	4
三、宏观政策主基调力度为新世纪以来最大，财政发力值得期待	5
四、2025 年上半年内需依旧有一定压力，中央政府加杠杆的空间最大	6
五、新发展理念贯穿中央重要会议，新能源是新发展理念的重要承载行业	9
六、加强党对经济工作的领导，扎实开展党纪学习教育	10



事件：12月9日，中共中央政治局召开会议，分析研究2025年经济工作¹；听取中央纪委国家监委工作汇报，研究部署2025年党风廉政建设和反腐败工作。

解读：

历年12月政治局会议的主题均是“分析研究来年经济工作”。其特征主要有四点：一是与4月以及7月政治局会议相比，篇幅相对较短，因为在12月政治局会议之后，要召开中央经济工作会议，进一步定调来年经济工作，并进行具体部署；二是12月政治局会议通稿中“分析研究来年经济工作”部分的内容相对固定，分别是“当年经济成绩回顾”，“明年经济工作展望”，“具体经济政策举措”，以及“加强党对经济工作的领导”；三是与第二点相对应，12月政治局会议通稿各段第一句话的谓语，有相对固定的“模板”，分别是“会议认为”，“会议强调”，“会议指出”，以及“会议强调”；四是由于接近岁末年初，除了“分析研究来年经济工作”之外，2018年以来，12月政治局会议均有一个共同的“第二议题”，即“研究部署党风廉政建设和反腐败工作”。

一、面临外部政治与经济双重冲击，应提前防范并有效化解

针对外部环境，2024年12月9日政治局会议（以下简称“12.9政治局会议”）的提法是“防范化解重点领域风险和外部冲击”，反观2023年12月8日政治局会议（以下简称“12.8政治局会议”）的类似提法则是“顶住外部压力、克服内部困难”。二者均提到了“外部”二字，但是有三点区别。**第一**，在通稿中的位置不同。“顶住外部压力、克服内部困难”出现在12.8政治局会议通稿的第二段，该段的主要内容是“当年经济成绩回顾”，而“防范化解重点领域风险和外部冲击”出现在12.9政治局会议通稿的第三段，该段的主要内容是“明年经济工作展望”。实际上，12.9政治局会议中与“顶住外部压力、克服内部困难”相对应的表述是同样位于第二段的“沉着应变、综合施策”。该表述含蓄地表达了类似于“顶住外部压力、克服内部困难”的意思。**第二**，内外部环境的表述顺序不同。12.8政治局会议将“顶住外部压力”放在“克服内部困难”之前，而12.9政治局会议将“重点领域风险”放在“外部冲击”之前，表明12.9政治局会议认为2025年“重点领域风险”的优先级要高于“外部冲击”。**第三**，相比“顶住外部压力”这一表述，“防范化解外部冲击”传递出两个信号：**一是**从“冲击”二字看，2025年面临的外部压力具有较强的爆发力，后果更为严重，具有更强的破坏性；**二是**从“防范化解”四字看，要积极应对，提前防范，并有效化解，不仅强调过程，而且凸显结果，而不是简单地“顶住”。

展望2025年，我国面临的“外部冲击”主要有两大类。**第一类**是地缘政治冲击。12月8日叙利亚阿萨德政权下台，预示美俄在中东地区的平衡被打破，国际政治格局发生有利于美国的转变，在一定程度上压缩我国战略空间。当然，国际局势风云变幻，需要动态博弈，灵活应对，以抓住转瞬即逝的机会。**第二类**是经济衰退冲击。11月美国CPI同比较

¹ 本文所有数据，均来自 WIND 资讯，经英大证券研究所整理。

10月上行0.10个百分点，在此背景下，我们认为12月美联储大概率暂停降息。美国联邦基金目标利率位于相对高位施压美国宏观经济，叠加特朗普扬言上台后将加征关税，预计届时我国出口增速大概率面临较大压力。

二、政治局会议四次提及“风险”，明年GDP增速目标或为“5.0%左右”

12.9政治局会议三处四次提及“风险”一词：一是在“当年经济成绩回顾”部分提及“重点领域风险化解有序有效”；二是在“明年经济工作展望”部分指出“防范化解重点领域风险和外部冲击”；三是在“明年经济政策举措”部分强调“要有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线”。结合上下文，从“稳住楼市股市”的表述看，主要风险有两个：**楼市方面**，在前期支持政策不断出台的背景下，虽然国房景气指数连续6个月上行，但是房地产投资增速与70大中城市房价同比依旧持续下探并创新低；**股市方面**，在9月底冲高之后，出现较大程度回调，并一度跌破3300点。

二十大报告指出，“必须坚持系统观念”。从系统观角度看，楼市与股市是一体的：一是楼市被誉为“经济周期之母”，是宏观经济的重要组成部分，而股市则是公认的宏观经济“晴雨表”；二是作为大类资产，市场长期存在“卖房买股”，以及“卖股买房”的现象，这就意味着商品房与股票存在较强的相关关系；三是从图形走势上看，在大多数时间里，房价面临较强支撑阶段，A股是上行，而房价承压阶段，A股是下行的。2014年启动的牛市看似不符合以上规律，但是在本质上却体现了以上规律。

图1：房价面临较强支撑阶段A股是上行，而房价承压阶段A股是下行的（%；点）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

鉴于楼市与股市均与宏观经济高度相关，因此，根本性风险是宏观经济失速风险。在此背景下，预计2025年我国GDP增速目标大概率设为“5.0%左右”：一是“5.0%”是关键整数关口，是“稳定预期”，“加强预期管理”的需要；二是从历史经验与趋势看，GDP增速预期目标存在“易下难上”现象，因此，不轻易下调GDP增速预期目标；三是在2024年低基数背景下，2025年加大宏观政策刺激力度，有可能实现“5.0%左右”的预期目标。

三、宏观政策主基调力度为新世纪以来最大，财政发力值得期待

12.9 政治局会议在两处指出宏观政策主基调。**第一处**是“实施更加积极有为的宏观政策”，其中，“更加积极有为”是宏观政策的主基调，三个词均具有明确指向：“积极”一词表明态度与过程；“有为”一词表明结果；“更加”一词强调程度，相比 2024 年而言的政策力度。反观 12.8 政治局会议，并无如此明确的政策主基调。**第二处**是“明年要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合”，共三部分六小部分 24 个字，反观 128 政治局的提法则是“明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破”，共三部分 12 个字。具体看：“稳中求进、以进促稳”保持不变；在“先立后破”之前增加“守正创新”，与“先立后破”相对应，并蕴含“创新”的基因；新增“系统集成、协同配合”，与其后的政策“组合拳”以及政策“工具箱”相对应。

财政政策与货币政策方面，12.9 政治局会议提出“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，而 12.8 政治局会议的提法则是“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”：**一**是用“更加积极的财政政策”代替“积极的财政政策”；**二**是用“适度宽松的货币政策”代替“稳健的货币政策”。可见，12.9 政治局会议的力度要大于 12.8 政治局会议。不仅如此，12.9 政治局会议的宏观政策主基调力度，可能是新世纪以来最大的。“适度宽松的货币政策”上一次出现是在 2009 年：2009 年 11 月 27 日政治局会议与 2009 年 7 月 23 日政治局会议，均提出“继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。此外，单单比较财政政策，12.9 政治局会议力度更大，体现在财政政策的“更加（积极）”二字上。值得指出的是，在 2009 年“适度宽松的货币政策”的背景下，国家在财政方面推出了“四万亿”计划，而在“更加积极的财政政策”的加持下，预计 2025 年财政发力值得期待，其中，财政赤字率大于或等于 2020 年的 3.60% 是大概率事件。货币政策方面，2025 年上半年是降准降息的最佳时点，3 季度依旧有降准降息的可能，4 季度降准降息的概率与力度均较 1-3 季度下降。

图 2：2025 年财政赤字率大于或等于 2020 年的 3.60% 是大概率事件（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理



12.9 政治局会议提出“打好政策‘组合拳’，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性”，12.8 政治局会议的提法则是“要增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导”。总体而言，12.9 政治局会议对宏观政策的要求更高，体现在两点：**一是**用“打好政策‘组合拳’”代替“要增强宏观政策取向一致性”，“组合拳”具有较强的博弈性质，且强调过程，而“宏观政策取向一致性”只是一个结果，一种现象，相对静态；**二是**用“提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性”代替“加强经济宣传和舆论引导”，“加强经济宣传和舆论引导”需要先决条件，也就是我们在《英大证券宏观评论：2024 年 GDP 增速目标或为“5.0%左右”，“稳中偏松”大概率是 2024 年货币政策的主基调（20231212）》中所指出的“‘加强经济宣传和舆论引导’需要目标群体具备一定的经济学专业知识”。此外，12.9 政治局会议提出的“加强超常规逆周期调节”体现了宏观调控的前瞻性。

回顾历史，政治局会议三次提到“政策工具箱”：**一是**此次 12.9 政治局会议的“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”；**二是**2023 年 724 政治局会议的“适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求”；**三是**2022 年 728 政治局会议的“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求”。与前两次的区别点是，12.9 政治局会议“政策工具箱”针对的是货币政策，而前两次的“政策工具箱”针对的是房地产行业。

四、2025 年上半年内需依旧有一定压力，中央政府加杠杆的空间最大

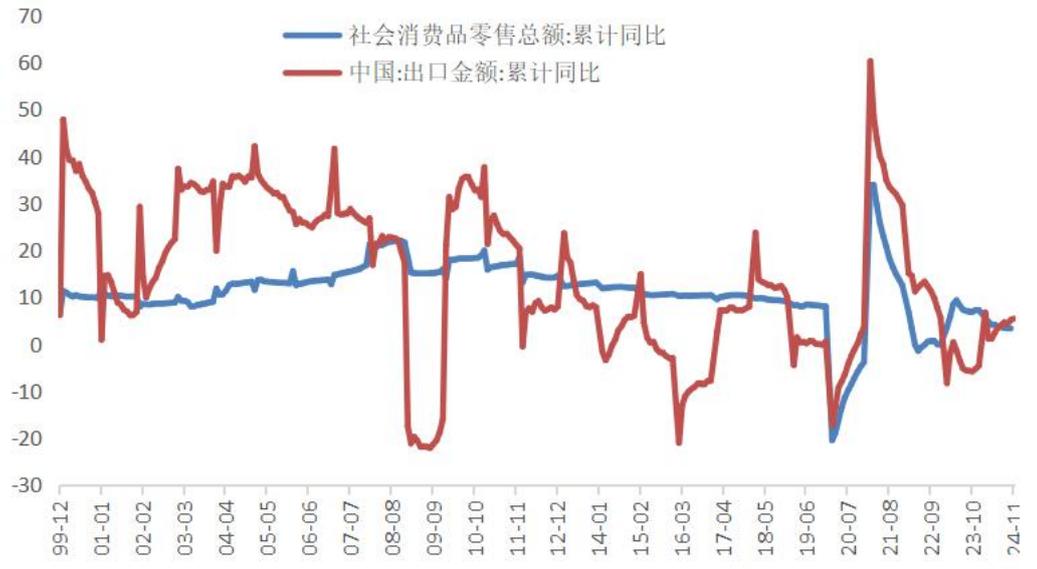
针对“扩内需”，12.9 政治局会议提出两点：**一是**“扩大国内需求”；**二是**“要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。值得指出的是，“扩大国内需求”这一提法，在政治局会议中经常出现，但是“全方位扩大国内需求”这一提法，则是第一次出现。此外，与 12.8 政治局会议“要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环”的提法相比，12.9 政治局会议的提法有三点区别：**一是**用“全方位扩大”代替“着力扩大”；**二是**将“消费”与“投资”放在“扩大国内需求”之前，指向较为明确；**三是**与 12.8 政治局会议的“形成消费和投资相互促进的良性循环”相比，“大力提振消费、提高投资效益”的方向感更为明确。

与投资相比，消费在“扩大国内需求”中承担更为重要的角色：**一是**“大力提振消费”位于“提高投资效益”之前；**二是**“提振”二字表明消费方面强调力度，也就是规模与数量，而“提高”二字表明投资方面强调效益，也就是质量；**三是**“提振消费”前面有“大力”二字，而“提高投资效益”没有类似的状语。

针对关于消费的两个传统观点，我们提出不同的看法。**第一个传统观点是**，消费是内生的。我们认为，消费不完全是内生的。这个判断的依据有两点：**收入端**，一旦我国出口增速承压，城镇调查失业率有可能上升，进而对居民收入增速形成压力，最终压低消费增

速；**价格端**，核心 CPI 当月同比滞后于 PPI 当月同比，交通工具用燃料 CPI 当月同比则同步于 PPI 当月同比，而 PPI 当月同比则与全球经济高度相关。**第二个传统观点是**，消费是顺周期的。我们认为，消费在一定程度上是滞后于经济周期的，具体而言，是滞后于出口增速与投资增速的，因为从出口到消费的传导，需要一个过程，此外，固定资产投资对 PPI 当月同比的反应要快于消费，更进一步，PPI 当月同比本身就是由投资增速拉动的。

图 3：从出口到消费的传导，需要一个过程（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 4：房地产投资增速是固定资产投资中的“短板”（%）



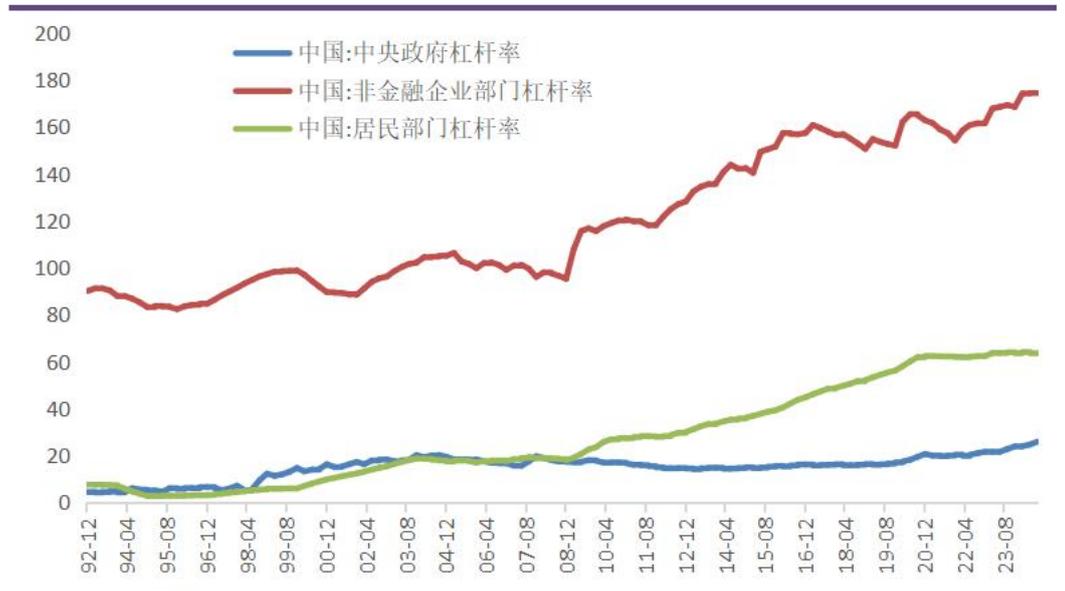
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

投资方面，2024 年 1-10 月，固定资产投资增速连续 3 个月持平于 3.40%，为年内低点，其中，1-10 月房地产投资增速、全口径基建投资增速、制造业投资增速分别录得-10.30%、9.35%、9.30%。可见，房地产投资增速是投资中的“短板”。根据“木桶理论”，有必要

补齐房地产投资增速低迷这一“短板”。此外，稳住房地产投资的下滑趋势，远远比拉升制造业投资与基建投资更为容易，更为有效。也就是说，“稳地产”是“稳投资”的重中之重。这也是 12.9 政治局会议提出“稳住楼市股市”的重要原因。

我们可以换个角度来看问题。不论是消费还是投资，均需要资金的推动。消费所需的资金主要来自收入，而投资所需的资金，企业利润是重要的一块。3 季度居民人均可支配收入实际累计同比仅录得 4.90%，较前值下行 0.40 个百分点，创 2023 年 2 季度以来新低；10 月工业企业利润总额当月同比与累计同比分别录得-10.0%、-4.30%，工业企业内源性融资渠道在一定程度上受阻。我们从宏观杠杆率看，3 季度我国实体经济部门杠杆率为 298.10%，创 1992 年 10 月有数据记录以来新高。其中，3 季度居民部门杠杆率、非金融企业部门杠杆率、政府部门杠杆率分别录得 63.20%、174.60%、60.30%。其中，中央政府杠杆率、地方政府杠杆率分别录得 25.80%、34.50%。从金融端看，3 季度金融部门杠杆率(资产方)与金融部门杠杆率(负债方)分别录得 52.30%、72.70%。综上，非金融企业部门杠杆率位列第一，居民部门杠杆率位列第二，二者分别对投资以及消费形成压制。我们注意到，中央政府杠杆率最低，仅为 25.80%。因此，在当前情况下，要促进消费与投资，中央政府有较大的加杠杆的空间。此乃其一。

图 5：要促进消费与投资，中央政府有较大的加杠杆的空间（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

其二，我们看资金的流向：一是流往国外，体现为人民币汇率承受一定压力，处于历史周期的底部区间；二是居民存款绝对规模位于高位区间。人民币汇率涉及到中美两国宏观经济的基本面，以及所处的经济周期阶段，需要提高包括经济预期在内的预期，以增强活力，而人民币存款则需要下调存款利率，将资金从银行转移到市场中。此外，应进一步下调房贷利率，切实提高居民的购买力与消费意愿。最后，“大力提振消费”的一个切实可行的途径是发放消费券，直接促进居民消费。



五、新发展理念贯穿中央重要会议，新能源是新发展理念的重要承载行业

12.9 政治局会议提出，“坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局”。新发展理念即“创新发展、协调发展、绿色发展、开放发展和共享发展”。新发展理念贯穿中央经济工作会议、政治局会议以及政府工作报告，且在其中承担政策措施“主线”角色，12.9 政治局会议也不例外。

12.9 政治局会议充分体现新发展理念：**创新方面**，“要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系”，12.8 政治局会议的提法是“要以科技创新引领现代化产业体系建设，提升产业链供应链韧性和安全水平”，12.9 政治局会议未提“提升产业链供应链韧性和安全水平”，侧面体现“以国内大循环为主体”的战略思想；**开放方面**，“要扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资”，12.8 政治局会议的提法是“要扩大高水平对外开放，巩固外贸外资基本盘”，“稳外贸”指的是商品，“稳外资”指的是资金，实际上还有“稳汇率”，指的是价格，此外，与开放相联系的是改革，12.9 政治局会议提出“要发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效”，呼应 2024 年 7 月召开的二十届三中全会；**协调方面**，“要持续巩固拓展脱贫攻坚成果，统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展”，“要加大区域战略实施力度，增强区域发展活力”，12.8 政治局会议的提法是“要坚持不懈抓好‘三农’工作，推动城乡融合、区域协调发展”，12.9 政治局会议共 59 个字，远多于 12.8 政治局会议的 23 字；**绿色方面**，“要协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展全面绿色转型”，12.8 政治局会议的提法是“要深入推进生态文明建设和绿色低碳发展，加快建设美丽中国”，与二十届三中全会《决定》中的“健全绿色低碳发展机制”相呼应；**共享方面**，“要加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感”，12.8 政治局会议的提法是“要坚持尽力而为、量力而行，切实保障和改善民生”，12.9 政治局会议在 12.8 政治局会议“尽力而为、量力而行”的基础上，强调“加大保障和改善民生力度”，凸显“全力以赴”的决心。

在以上分析的基础上，我们认为，新能源这一主题始终贯穿新发展理念。**创新方面**，新能源是七大战略性新兴产业之一，且新能源与新材料，新能源汽车，以及节能环保高度相关，是新质生产力的重要组成部分，此外，与新能源相关的我国特高压技术，在全球居于领先地位，是科技创新的重要代表。**开放方面**，随着产业升级转型的推进，继服装、家具和家电等外贸“老三样”之后，电动载人汽车（新能源汽车）、锂电池和太阳能电池等外贸“新三样”在我国出口总值中的占比显著提升，在推动外贸增长和促进经济高质量发展方面发挥着重要作用。从改革的角度看，二十届三中全会《决定》7 次高频提及“能源”，2 次提及“新能源”，其中一次是“加快规划建设新型能源体系，完善新能源消纳和调控政策措施”。**协调方面**，我国新疆等大西北地区，风能与太阳能等新能源储备丰富，配合特高压实现“西电东输”，有效解决我国需求与供给的地域错配问题，实现资源优化配置，进而促进中东西部地区地区协调发展，形成“全国一盘棋”的良好局面。**绿色方面**，新能



源是相对煤炭、石油、天然气等传统能源而言的能源形式，包括太阳能、地热能、风能、海洋能、生物质能和核聚变能等，是我国实现“双碳”目标的重要抓手，也是新型电力系统的重要组成部分。**共享方面**，积极发展户用分布式光伏，在减轻供给侧负担的同时，拓宽农民增收渠道，为“改善民生”，“增强人民群众获得感幸福感安全感”，进而为实现共同富裕添砖加瓦。

六、加强党对经济工作的领导，扎实开展党纪学习教育

12.9 政治局会议提出，“要加强党对经济工作的领导，确保党中央各项决策部署落到实处”。党对经济工作的领导十分有必要。**第一**，从马克思主义哲学的角度看，“物质决定意识”，“经济基础决定上层建筑”，只有把经济基础打牢固了，上层建筑才扎实，才能够更好地“防范化解重点领域风险和外部冲击”。**第二**，从经济工作本身看，12.9 政治局会议指出，“要发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效”。可见，在改革层面，经济体制改革居于“牛鼻子”、“火车头”这一重要地位。**第三**，以叙利亚为例，阿萨德之所以交出政权，经济因素是重要原因之一。长期的经济封锁，使得叙利亚民生凋敝，经济基础十分薄弱。在财政面临压力的背景下，力不从心，压缩军队开支，使得叙利亚政府军没做出像样的抵抗，甚至放下武器，不战而逃。

“枪杆子里出政权”。阿萨德政权的下台，表明除了经济的问题之外，军队的建设也十分重要。党的二十大报告在“实现建军一百年奋斗目标，开创国防和军队现代化新局面”这一章节中明确指出，“全面加强人民军队党的建设，确保枪杆子永远听党指挥”。军队建设中，纪律建设十分关键，是重要一环。党的二十大报告指出，“建强人民军队党的组织体系，推进政治整训常态化制度化，持之以恒正风肃纪反腐”。“支部建在连上”是我党的优良传统，必须充分发挥基层党组织的“战斗堡垒作用”。在此背景下，12.9 政治局会议指出，“持续强化政治监督，深入推进正风肃纪反腐，扎实开展党纪学习教育”。

风险提示及免责声明

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
