



报告日期：2024年12月18日

实施更加积极有为的宏观政策，2025年上半年是重要落地“窗口期”

——2024年中央经济工作会议学习体会

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（20241212）：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
2. 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
3. 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
4. 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
5. 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
6. 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
7. 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迫任务重
8. 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
9. 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
10. 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
11. 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

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11日至12日，中央经济工作会议在北京举行。我们学习并体会如下：
- 一、当前外部不利影响加深，经济运行仍面临不少困难和挑战；
- 二、规律性认识中“总量”权重上升，但是未提“高质量发展”；
- 三、上半年我国宏观经济或将依旧承压，实施更加积极有为的宏观政策；
- 四、实施更加积极的财政政策，财政三大指标或将均高于2024年；
- 五、要实施适度宽松的货币政策，2025年上半年是重要落地“窗口期”；
- 六、重点任务首句内涵更加丰富，“扩内需”再次位列第一位；
- 七、加力扩围实施“两新”政策，更大力度支持“两重”项目；
- 八、推动科技创新和产业创新融合发展，综合整治“内卷式”竞争；
- 九、“稳字当头”是楼市与房地产市场主基调，房价具有企稳基础与可能。



目录

一、当前外部不利影响加深，经济运行仍面临不少困难和挑战	3
二、规律性认识中“总量”权重上升，但是未提“高质量发展”	4
三、上半年我国宏观经济或将依旧承压，实施更加积极有为的宏观政策	5
四、实施更加积极的财政政策，财政三大指标或将均高于 2024 年	6
五、要实施适度宽松的货币政策，2025 年上半年是重要落地“窗口期”	7
六、重点任务首句内涵更加丰富，“扩内需”再次位列第一位	8
七、加力扩围实施“两新”政策，更大力度支持“两重”项目	9
八、推动科技创新和产业创新融合发展，综合整治“内卷式”竞争	10
九、“稳字当头”是楼市与房地产市场主基调，房价具有企稳的基础与可能	11

事件：12月11日至12日，中央经济工作会议在北京举行¹。

学习体会：

一、当前外部不利影响加深，经济运行仍面临不少困难和挑战

针对内外部环境，2024年中央经济工作会议（以下简称“2024年会议”）的提法是“面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势”，反观2023年中央经济工作会议（以下简称“2023年会议”）的提法是“顶住外部压力、克服内部困难”。从“加大”与“增多”这两个词看，会议认为2024年的内外部环境在2023年的基础上走弱。

展望2025年，会议指出“当前外部环境变化带来的不利影响加深”。我们认为外部环境的变化主要指两点：**一是**叙利亚“变局”引起美俄力量在中东的平衡被打破，以及国际政治格局的重塑；**二是**全球经济衰退，叠加特朗普当选所带来的关税政策的不确定性，对我国出口增速的潜在冲击。内部环境方面，会议指出，“我国经济运行仍面临不少困难和挑战”，“主要是国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多”。**第一**，“主要是国内需求不足”。这一点突出地表现在两个方面：**一是**进口增速承压，11月我国进口金额当月同比与累计同比分别录得-3.90%、1.20%，分别创2024年3月、2024年1月以来新低；**二是**房地产投资增速低迷，11月房地产开发投资完成额累计同比录得-10.40%，为1992年有数据记录以来次低值。进口增速与房地产投资增速之间的相关系数为0.67，属于中度相关。二者均走弱，表明当前国内需求十分疲弱。

图 1：进口增速与房地产投资增速均走弱，表明当前国内需求十分疲弱（%）



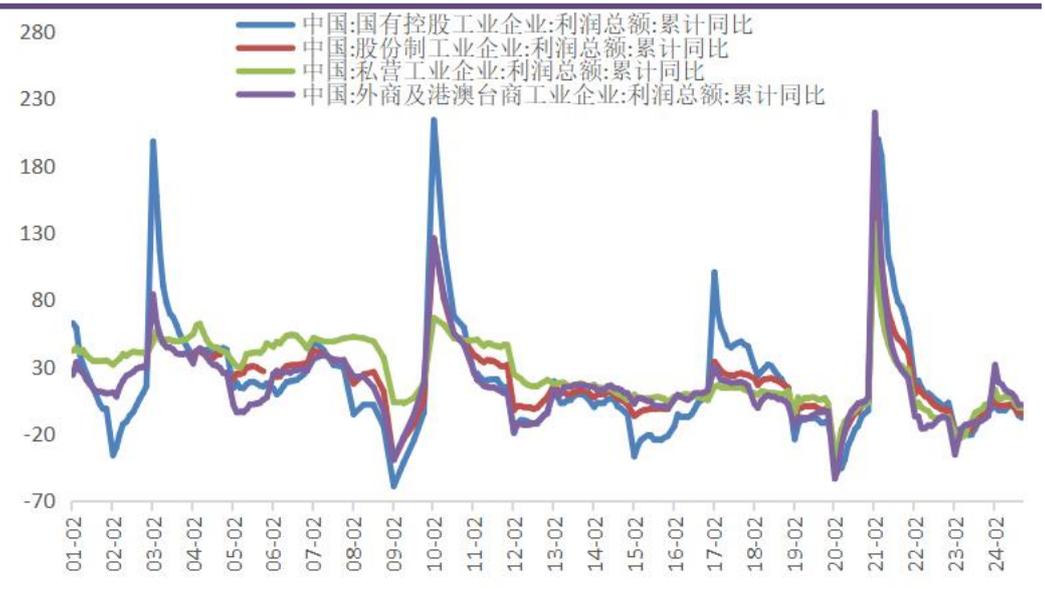
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第二，“部分企业生产经营困难”。11月国有控股、股份制、私营、外商及港澳台商工业企业利润总额累计同比分别录得-8.20%、-5.70%、-1.30%、0.90%。前三者均在负值区

¹ 本文所有数据，均来自 WIND 资讯，经英大证券研究所整理。

间持续下探，预示工业企业生产经营面临较大压力。**第三**，“群众就业增收面临压力”。926 政治局会首提“零就业家庭”，“大龄、残疾、较长时间失业等就业困难群体”，预示当前就业压力较大，在此背景下，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。**第四**，“风险隐患仍然较多”。从通稿的下文看，风险隐患主要包括房地产市场风险、地方中小金融机构风险，以及非法金融活动风险。

图 2：工业企业利润增速在负值区间持续下探，预示生产经营面临较大压力（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

二、规律性认识中“总量”权重上升，但是未提“高质量发展”

与以往历年一样，会议总结提炼出对经济工作的“规律性认识”。与 2023 年相比，共同点是：不论是在 2024 年会议，还是在 2023 年会议中，第一点均为坚持党的领导，然后均提出“五个必须”。二者相比，主要有四点不同。**第一**，2024 年会议“规律性认识”部分的字数总共有 251 个，远少于 2023 年会议的 414 个字，相对而言更加凝练。**第二**，2023 年会议三处五提“高质量发展”，包括第一个必须，即“必须把坚持高质量发展作为新时代的硬道理”，第四个“必须”，即“必须坚持高质量发展和高水平安全良性互动，以高质量发展促进高水平安全，以高水平安全保障高质量发展”，第五个“必须”，即“聚焦经济建设这一中心工作和高质量发展这一首要任务”，但是 2024 年会议在“规律性认识”部分未提“高质量发展”，仅提及与高质量发展相关的“因地制宜发展新质生产力”。**第三**，2024 年会议高度重视总量与规模：**一是**“必须统筹好总供给和总需求的关系，畅通国民经济循环”；**二是**“必须统筹好做优增量和盘活存量的关系，全面提高资源配置效率”；**三是**“必须统筹好提升质量和做大总量的关系，夯实中国式现代化的物质基础”，虽然“做大总量”放在“提升质量”后面，但是夯实“物质基础”意味着“做大总量”也十分重要。**第四**，赓续“中国式现代化”，2023 年会议提出“必须把推进中国式现代化作为最大的政

治”，“把中国式现代化宏伟蓝图一步步变成美好现实”，在此基础上，2024年会议提出“夯实中国式现代化的物质基础”。

三、上半年我国宏观经济或将依旧承压，实施更加积极有为的宏观政策

12.9 政治局会议提出“加强超常规逆周期调节”，2024年会议提出“实施更加积极有为的宏观政策”，较2023年会议“加大宏观调控力度”提法的力度更大。在资本市场为“加强超常规逆周期调节”以及“实施更加积极有为的宏观政策”而欢呼雀跃的同时，我们需要回答一个问题：为什么要“加强超常规逆周期调节”，以及为什么要“实施更加积极有为的宏观政策”？这一问题的答案，可以从2024年会议通稿所指出的“提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性”中的“前瞻性”得出。会议认为，“当前外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战”。在2024年会议这一论断的基础上，我们初步研判，2025年1-4月我国宏观经济还将面临较大压力，5-8月压力或有所缓解，9-12月宏观经济或将复苏。如果以上判断成立，则“加强超常规逆周期调节”的目的是对冲2025年1-4月或1-8月我国宏观经济面临的压力。

在《英大证券宏观评论：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（20241120）》中，我们提出，“2025年（PPI当月同比）年内低点或位于上半年”，以及“2025年上半年CPI当月同比或低位徘徊”。在此基础上，我们进一步判断，2025年我国CPI当月同比的低点有可能在3季度，而PPI当月同比的低点有可能位于2季度。也就是说，2025年PPI当月同比的低点领先于CPI当月同比的低点。这一点从历史经验上也能得到验证，即：从历史规律看，剔除掉猪肉的影响，PPI当月同比的低点领先于CPI当月同比的低点。

图3：从历史规律看，PPI当月同比的低点领先于CPI当月同比的低点（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

如果排除掉“超常规逆周期调节”所产生的传导效应，则可以根据 PPI 与 CPI 的走势，把 2025 年我国宏观经济走势划分为三个时段：第一个时段是 1-4 月，主要特征是 PPI 当月同比下行，CPI 当月同比同时承压；第二个阶段是 5-8 月，主要特征是 PPI 当月同比企稳上行，而 CPI 当月同比承压触底；第三个阶段是 9-12 月，主要特征是 PPI 当月同比继续上行，而 CPI 当月同比企稳上行。可见，12.9 政治局会议提出“加强超常规逆周期调节”，以及 2024 年会议提出“提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性”，所前瞻的逆周期调节时间段可能是 2025 年 1-4 月，或者 1-8 月。值得指出的是，美联储的降息节奏，以及我国“更加积极有为的宏观政策”的实施力度，均有可能对以上宏观经济走势的阶段划分产生一定影响。另外值得补充的一点是，如果 4 月是 PPI 当月同比的低点，8 月是 CPI 当月同比的低点，则 5 月的 PPI 当月同比可能不会太高，而 9 月的 CPI 当月同比可能也不会太高。最后提醒的一点是，4 月 PPI 当月同比在 5 月公布，8 月 CPI 当月同比在 9 月公布。

四、实施更加积极的财政政策，财政三大指标或将均高于 2024 年

2024 年会议所提出的财政政策脉络十分清晰，可以分为三类。**第一类是主基调。**2024 年会议指出“要实施更加积极的财政政策”，2023 年会议的提法则是“积极的财政政策要适度加力、提质增效”。区别点有二：**一是**用“更加积极”这一主基调代替“积极”的主基调；**二是**2024 年会议未提“适度加力、提质增效”这一相对弱化总量强化结构的表述。

第二类是明确提出三大举措：**一是**“提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力”，我国财政赤字率最高的年份是遭受新冠肺炎疫情冲击的 2020 年，为 3.60%。我们坚持在《英大证券宏观评论：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（20241212）》中“（2025 年）财政赤字率大于或等于 2020 年的 3.60%是大概率事件”的判断。我们进一步认为，3 月 5 日左右出台的《政府工作报告》，受 1-2 月宏观经济走势的影响较大，但是 2 月是宏观数据发布的“真空期”，因此特朗普的政策主张很可能是我国确定赤字率目标的重要影响因素；**二是**“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”；**三是**“增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围”，2024 年“两会”设立的地方专项债的预期目标是 3.9 万亿元，预计 2025 年地方专项债的预期目标高于 4.0 万亿元，不排除高于 4.2 万亿的可能。

第三类是三大支出：**一是**强度方面，“加大财政支出强度，加强重点领域保障”；**二是**结构方面，“优化财政支出结构，提高资金使用效益，更加注重惠民生、促消费、增后劲，兜牢基层“三保”底线”；**三是**“党政机关要坚持过紧日子”，基本与 2023 年会议的“党政机关要坚持过紧日子”一致。2024 年会议的财政支出体现较强的结构性特征：**一是**“加强重点领域保障”，结合当前政策导向以及“持续支持‘两重’项目和‘两新’政策实施”，预计重点领域指的是“两重”“两新”；**二是**“更加注重惠民生、促消费、增后劲”中的“惠民生、促消费”。

五、要实施适度宽松的货币政策，2025 年上半年是重要落地“窗口期”

2024 年会议在货币政策方面有三个突破点。**第一**，主基调方面，2024 年会议提出“要实施适度宽松的货币政策”，反观 2023 年会议的相应表述是“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”。也就是说，货币政策的主基调从“稳健”转向“适度宽松”。**第二**，流动性方面，2024 年会议提出“保持流动性充裕”，而 2023 年会议的相应表述是“保持流动性合理充裕”。删除掉“合理”二字，预示与 2024 年相比，2025 年我国流动性不仅“相对充裕”，并且也不排除“绝对充裕”的可能。**第三**，资本市场方面，2024 年会议提出“探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定”，而 2023 年会议货币政策部分并无相关内容。可见，维护包括 A 股市场在内的金融市场的稳定，已经成为央行的目标之一。

同财政政策一样，与“总量”相比，2024 年会议货币政策的“结构”色彩相对较淡。**第一**，2023 年会议提出“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”，但是 2024 年会议未提“精准有效”。**第二**，会议未提“引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度”这一“强结构性”的表述。

2024 年会议明确提出“适时降准降息”。据不完全统计，中央经济工作会议通稿中从未出现过“降准”与“降息”这两个词。这也是 2024 年会议的第四个突破点。**首先看**降准降息的节奏，我们认为 1-3 季度央行均有可能降息，其中，1 季度的概率大于 2 季度，2 季度的概率大于 3 季度，且 1 季度降准或降息的概率接近 100%，此外，2025 年 4 季度降准或降息的概率很低，一方面，4 季度接近年底，降准降息对年内经济的刺激效果相对有限，另一方面，我国 PPI 当月同比与 CPI 当月同比大概率在 2025 年 4 季度位于年内高位，尤其是 PPI 当月同比，这将压低 4 季度降准或降息的概率。**其次看**降准降息的幅度。在 2025 年“要实施适度宽松的货币政策”的背景下，我们认为 2025 年货币政策的力度大概率大于 2024 年。回顾 2024 年，截止至 12 月 15 日，央行两次累计下调大型、中小型存款类金融机构存款准备金率 100 个基点分别至 9.50%、6.50%，两次累计下调 1 年期 MLF 利率 50 个基点至 2.0%，两次累计下调 1 年期 LPR 报价 35 个基点至 3.10%，三次累计下调 5 年期 LPR 报价 60 个基点至 3.60%。展望 2025 年，我们认为累计降准幅度为 100 个-150 个基点，累计下调 MLF 利率的幅度为 50 个-75 个基点。

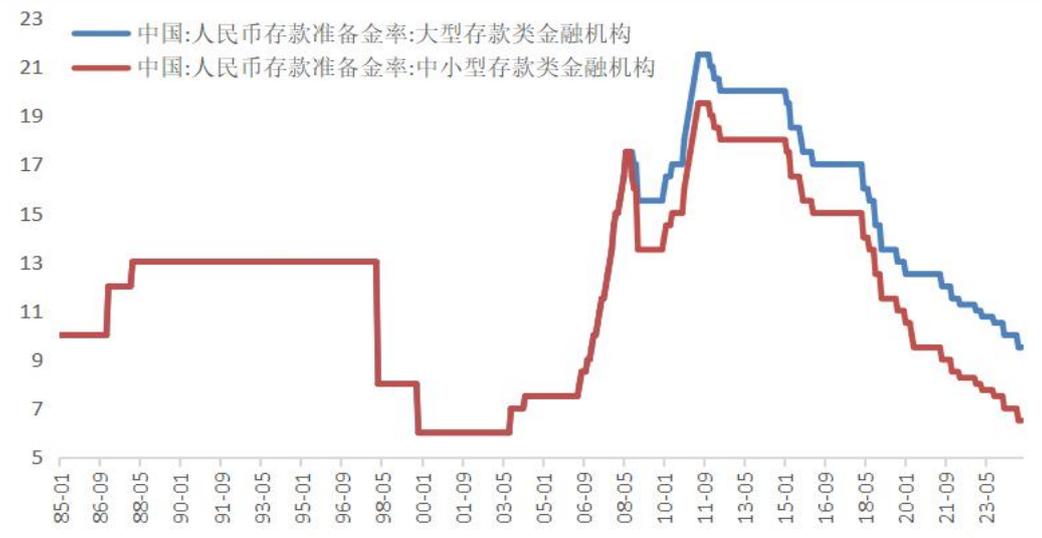
以上是我们根据宏观经济走势预判结论推算出来的降准降息路径。我们可以复盘始于 2008 年 11 月，终于 2010 年 12 月的上一轮“适度宽松的货币政策”。

2008 年 11 月，为应对国际金融危机，我国提出实施“适度宽松的货币政策”。2010 年 12 月 3 日，政治局会议宣布货币政策由“适度宽松”转为“稳健”。值得指出的是，上一轮“适度宽松的货币政策”的实施时间段与“四万亿”刺激计划存续的时间段是重合的。

我们以中小型存款类金融机构存款准备金率为复盘样本指标。2008 年 9 月 15 日，央行

宣布下调存款准备金率 100 个基点至 16.50%，此后连续三次降准累计下调 300 个基点至 13.50%，最后一次公告降准的时点是 2008 年 12 月 22 日，之后在长达 1 年零 1 个月的时间里维持在 13.50% 的相对低位不动，最终在 2010 年 1 月 12 日宣布上调 50 个基点至 14.0%。以“适度宽松的货币政策”的宣布实施时点为界，2008 年 11 月之前，央行已经连续降准两次累计下调 150 个基点。在宣布实施“适度宽松的货币政策”之后，连续降准两次累计下调 250 个基点。最后，在“适度宽松的货币政策”存续期间内，央行就已经上调存款准备金率，最终连续 5 次累计上调 250 个基点至 16.0%。

图 4: 借鉴上轮经验, 本轮存款准备金率快速下行时间段大概率在 2025 年上半年(%)



数据来源: WIND 英大证券研究所整理

综上，上一轮“适度宽松的货币政策”存续期为 2008 年 11 月至 2010 年 12 月，在提出“适度宽松的货币政策”之前，央行已经连续 2 次降准 150 个基点，提出之后，央行连续 2 次累计降准 250 个基点，呈短期快速下降的趋势，随后在长达 1 年的时间里保持不动，在存续期期间的后半段，央行连续 5 次累计上调 250 个基点。借鉴上一轮经验，本轮存款准备金率快速下行的时间段大概率在 2025 年上半年。

六、重点任务首句内涵更加丰富，“扩内需”再次位列第一位

2024 年会议提出明年九项重点任务，这一点与 2023 年会议一样。与 2023 年会议相比，主要有以下三点区别。**第一**，2024 年每项重点任务，均有前后两个分句，而 2023 年只有一句话。进一步观察，可以看出规律，即前半句谈具体措施，后半句谈要达到的预期效果，如 2024 年的第五项是“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”，与 2023 年的第五项“持续有效防范化解重点领域风险”相比，多出了“牢牢守住不发生系统性风险底线”的表述，再如 2024 年的第九项是“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”，与 2023 年的第九项“切实保障和改善民生”相比，多出了“增强人民群众获得感幸福感安全感”的表述。**第二**，2024 年第一项是“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”，与 2023 年的第二项“着力扩大国内需求”相对应，而

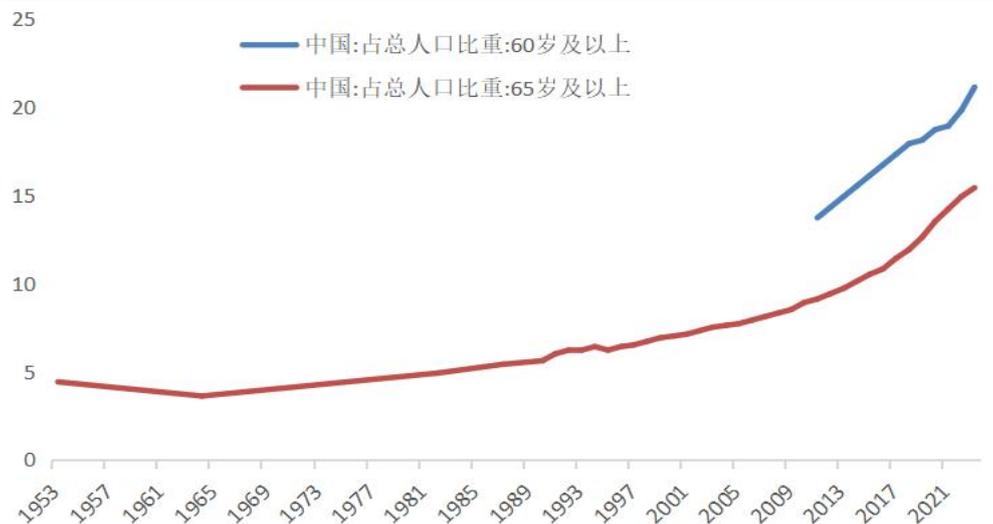
2024年的第二项是“以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系”，与2023年的第一项“以科技创新引领现代化产业体系建设”相对应。第一项与第二项对调，以上表明2025年的工作重点发生变化，即从“调结构”转向“稳增长”。**第三**，2023年第三项是“深化重点领域改革”，而2024年第三项在此基础上，提出“发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效”，不仅提出具体举措，还明确要达到的效果，是对2023年“深化重点领域改革”的深化与细化。

七、加力扩围实施“两新”政策，更大力度支持“两重”项目

第一项重点是“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。**首先看消费**，2024年会议提出“实施提振消费专项行动”，“提升消费能力、意愿和层级”。**消费能力方面**，2024年会议提出“推动中低收入群体增收减负”，对比2023年会议的提法是“增加城乡居民收入”，另外一个相关提法是“扩大中等收入群体规模”；**消费意愿方面**，“适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准”，通过完善养老金制度与医保制度，以提升当期消费意愿；**消费层级方面**，“加力扩围实施‘两新’政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展”。

2024年会议提出，“积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济”。首发经济是首店经济在内涵和外延上的新拓展，是指企业发布新产品，推出新业态、新模式、新服务、新技术，开设首店等经济活动的总称。首发经济具有较强的创新性，在此基础上，具有较强的可持续性；冰雪经济既包含冰雪装备等制造业，也包括冰雪旅游等服务业和融合性业态，但是冰雪经济的不足之处是具有较强的季节性与地域性，还需要在可持续性上进一步攻关；2023年我国60岁及以上占总人口比重、65岁及以上占总人口比重分别为21.10%、15.40%，分别较2022年上行1.30、0.50个百分点，在人口老龄化的背景下，提出银发经济符合人口大趋势，具有较强的可持续性。

图 5：在人口老龄化背景下，银发经济符合人口大趋势，具有较强的可持续性（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理



其次看投资，2024年会议提出“加强自上而下组织协调，更大力度支持‘两重’项目”。投资的资金来源主要有两个：一是“适度增加中央预算内投资”，2024年中央预算内投资为7000亿元，该项逐年单调递增，预计2025年为7500亿元左右；二是“加强财政与金融的配合，以政府投资有效带动社会投资”，对比2023年会议的提法是“完善投融资机制，实施政府和社会资本合作新机制，支持社会资本参与新型基础设施等领域建设”。投资的具体举措也有两点：一是“大力实施城市更新”；二是“实施降低全社会物流成本专项行动”。2024年11月，中共中央办公厅与国务院办公厅印发《有效降低全社会物流成本行动方案》，主要目标包括，到2027年，综合交通运输体系改革实现新突破，货物运输结构进一步优化，铁路货运量、铁路货运周转量占比力争分别提高至11%、23%左右，港口集装箱铁水联运量保持较快增长。“实施降低全社会物流成本专项行动”利多基建投资中的交通运输、仓储和邮政业。

八、推动科技创新和产业创新融合发展，综合整治“内卷式”竞争

2024年会议强调，“做好明年经济工作”，“推动科技创新和产业创新融合发展”。第二项重点是“以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系”，而在2023年会议中，相对应的是第一项“以科技创新引领现代化产业体系建设”。二者相比，2024年会议在“科技创新”与“现代化产业体系”中加入“新质生产力”，增强传导效应。2023年会议提出“要以科技创新推动产业创新”，2024年会议则强调科技创新和产业创新的“融合发展”。与这一点相呼应的是，2024年会议用“开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动”，而2023年会议则是“催生新产业、新模式、新动能”，未强调场景应用。

2024年会议指出“开展‘人工智能+’行动，培育未来产业”，与之相对应的是2023年会议的“要大力推进新型工业化，发展数字经济，加快推动人工智能发展”。如果单看这两个表述，一个判断是，经过一年以来的“加快推动人工智能发展”，人工智能取得了长足的发展，目前启动“人工智能+”的时机已经成熟，在此背景下，“人工智能+未来产业”可能是A股市场牛股产生的重点板块。

2024年会议指出“加强国家战略科技力量建设”，与2023年的“完善新型举国体制”相呼应。此外，2023年提出“加强应用基础研究和前沿研究，强化企业科技创新主体地位”，其中，“主体地位”强调企业创新的自主决策权，带有较强的竞争基因。2024年会议则提出“综合整治‘内卷式’竞争，规范地方政府和企业行为”。所谓的“内卷式”竞争，是一种恶性竞争，表现为低价竞争、不计成本、过度消耗资源等，严重阻碍行业高质量发展。我们认为，应进一步构建全国统一大市场，鼓励倡导有序竞争，而不是“内卷式”竞争。资源优化配置是市场经济的“基石”，有序竞争是市场经济的“基因”，而全国统一大市场是资源优化配置与有序竞争的必要条件。全国统一大市场要具有完备的制度，尤其要有统一的市场标准。各个行业及其协会，可针对各个生产要素，对标全球以及国内领先城市与企业的管理经验与做法，设定全国统一标准，并邀请全球以及国内领先城市与企业推广

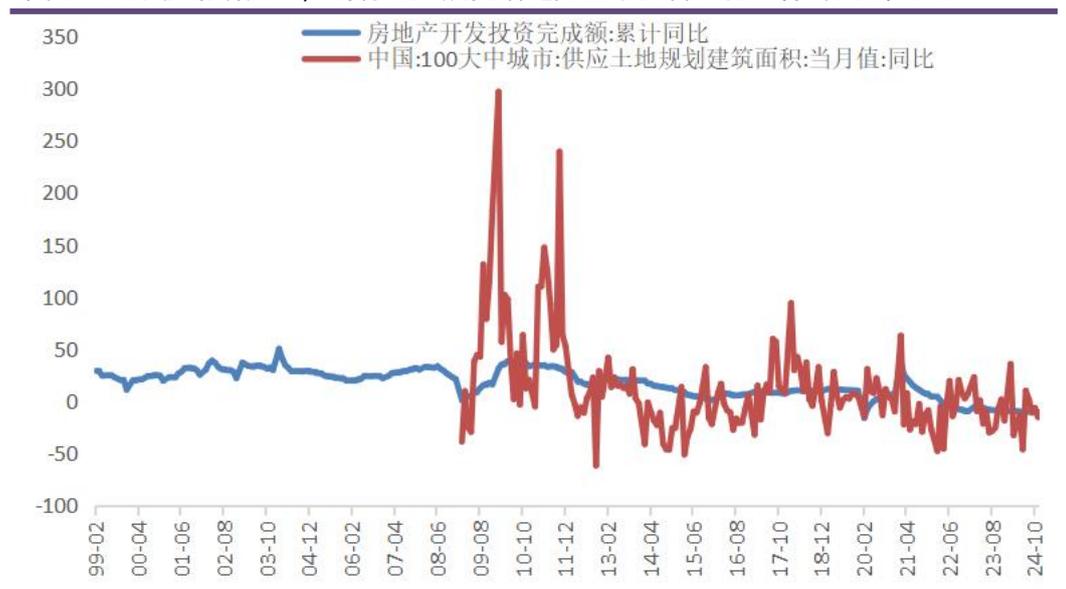
相应的先进经验与做法。在此基础上，进一步破除地方垄断与保护主义，综合整治“内卷式”竞争，提高资源配置效率，提升全要素生产率。

九、“稳字当头”是楼市与房地产市场主基调，房价具有企稳的基础与可能

在第五项重点任务“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”中，位列首位的是房地产市场风险。“稳字当头”是当前楼市与房地产市场的主基调，体现在两点：一是“稳住楼市股市”；二是“持续用力推动房地产市场止跌回稳”。从“稳住楼市股市”的提法看，稳住的对象是房价，一方面是因为与“楼市”相联系的应该是价格，另一方面是因为与“股市”并列，而“持续用力推动房地产市场止跌回稳”这一表述中的“止跌回稳”，其对象是房价以及房地产投资增速，但是从上下文看，尤其是从下文看，更多指的是房地产投资增速。

需求端方面，紧跟在“持续用力推动房地产市场止跌回稳”后面的，是“加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力”，以及“加力实施城中村和危旧房改造”，表明需求端是房地产市场止跌回稳的关键。**供给端方面**，举措包括“合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作”。**第一**，“合理控制新增房地产用地供应”对应的指标是100大中城市供应土地规划建筑面积当月值同比与100大中城市成交土地规划建筑面积当月值同比。10月这两个指标分别录得-15.56%与26.62%，分别较前值上行-8.88、42.83个百分点，其中，前者连续3个月录得负增长，创近5个月新低。从供给端看，不论需求多么旺盛，如果供给端受限，则房地产投资增速完全不具备大幅上行的基础，因为“面粉”供给收缩，在制作单个“面包”所需“面粉”不变的前提下，所生产出来的“面包”数量必定减少。

图6：如果供给端受限，则房地产投资增速完全不具备大幅上行的基础（%）

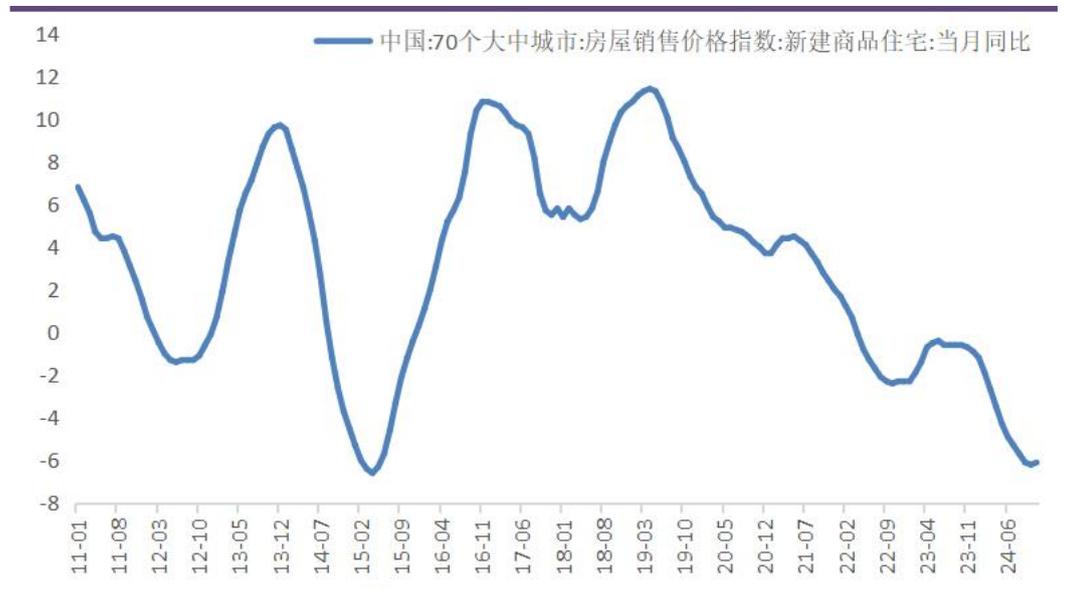


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第二，“推进处置存量商品房工作”，支持收购已建成未出售商品房用作配售型或配租型保障性住房。值得指出的是，收储对“房地产市场止跌回稳”有效果，但是效果有多好值得进一步评估，因为配售型或配租型保障性住房将吸引一部分市场需求以及市场购买力。收储的最终效果是，市场供给下降的同时，市场需求也出现部分下降。**模式与制度方面**，2024年会议提出“推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度”。

在供给端受到控制，需求端得到有效刺激的背景下，房价具有企稳的基础与可能。11月商品房销售面积累计同比录得-14.30%，较前值上行1.50个百分点，而11月商品房待售面积累计同比录得12.10%，较前值下行0.60个百分点，二者的“剪刀差”为26.40个百分点，较其前值收窄2.10个百分点。与之相对应，11月70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比录得-6.10%，较前值上行0.10个百分点，终结“十二连跌”。

图7：11月70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比终结“十二连跌”（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

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。
