



►本次中央經濟工作會議將擴大內需放在明年重點工作的第一項。

經濟觀察家

12月11至12日召開的中央經濟工作會議對於宏觀政策定調更加積極，財政政策強調增量，「適時降準降息」意味著今年底到明年年初貨幣政策有進一步寬鬆的空間，這一舉措有助於維持流動性合理充裕，降低實體經濟融資成本，激發市場活力，各類政策加大協同配合力度，把提振消費放到了更加重要的位置，對居民收入和物價的關注度提升。

我們預計明年中國經濟將保持實現5%左右的增速，繼續環比修復。

中央經濟工作會議九大看點

經濟把脈 2024年12月11至12日召開的中央經濟工作會議釋放多項重磅信號，對此我們整理出九大看點：

一、更加積極的財政政策，提高赤字率，增加發行超長期特別國債。

中央經濟工作會議上在「積極的財政政策」前增加了「更加」的表述，延續了本月政治局會議上的提法，表明財政擴張及政策加碼的決心和力度，後續財政發力可期。

根據歷年財政決算報告，近年來實際赤字率最高的年份是2023年和2020年，分別為3.8%、3.6%，本次會議上明確提出明年要「提高赤字率」，我們預計2025年財政赤字率有望達到4.0%。

新增專項債有望達4萬億

會議還提出「增加發行超長期特別國債」，我們認為超長期特別國債規模將有所增加，用於兩重、兩新以及向國有大行注入資本金等。「增加地方政府專項債券發行使用」意味着明年的新增專項債額度有望達到4萬億以上。

二、貨幣政策「適度寬鬆」，降準降準空間仍存，加強財政與金融的配合。

自2009年以來，貨幣政策定調首次由「穩健」轉向「適度寬鬆」，充分展現了貨幣發力的決心。「適時降準降息」意味著今年底到明年年初貨幣政策有進一步寬鬆的空間，這一舉措有助於維持流動性合理充裕，降低實體經濟融資成本，激發市場活力。

同時，財政金融配合將成為明年宏觀政策組合的主旋律。央行將借助買國債、買斷式逆回購等創新工具支持財政政策發力，通過再貸款等結構性工具支持產業政策發力。

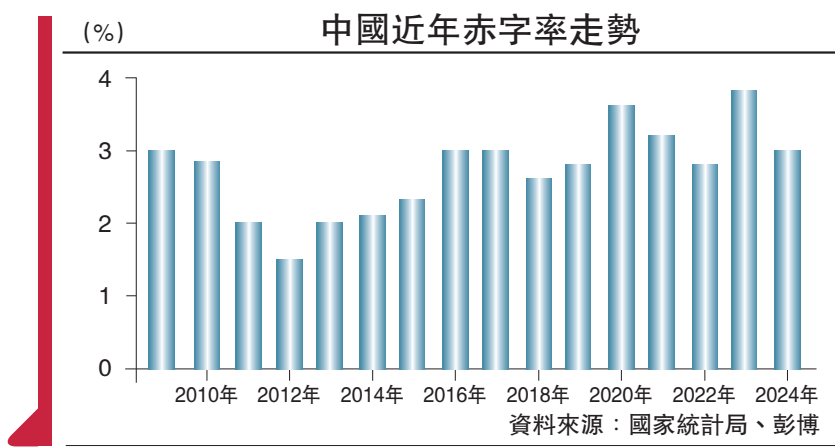
三、對居民收入和物價的關注度提升。

1、更加強調居民收入。「會議指出，明年要保持經濟穩定增長，保持就業、物價總體穩定，保持國際收支基本平衡，促進居民收入增長和經濟增長同步」，同2023年相比，這部分表述是獨自成段，並增加了對國際收支和居民收入的表述，體現對居民收入的關注。

2、對物價的關注變多。「使社會融資規模、貨幣供應量增長同經濟增長、價格總水平預期目標相匹配」意味着可能會更多關注PPI（中國工業品出廠價格指數）；「注重目標引領，着力實現增長穩、就業穩和物價合理回升的優化組合」。

四、「三駕馬車」中，消費將是明年的重要政策抓手。

2024年年初以來，消費在重要會議通稿中的位置有所前移，本次中央



經濟工作會議將擴大內需放在明年重點工作的第一項，其中大力提振消費放在提高投資效益之前，體現國家層面對消費需求的重視。

下半年消費品以舊換新等政策力度持續加大，對經濟基本面起到了較好的穩定作用，本次會議上還提出加力擴圍實施「兩新」政策，我們認為消費品以舊換新政策可能通過提升額度、拓寬使用範圍等方式加大對經濟的支持力度。

積極發展銀髮經濟

此外，推動中低收入群體增收減負，提高養老金、提高醫保補助、提高生育補貼等政策也有望進一步加碼，積極發展首發經濟、冰雪經濟、銀髮經濟將是提振消費的重要方式。

五、政府和企業投資將更加注重效益，債務問題和產能過剩有望得到緩解。

預計未來政府投資將更加聚焦關鍵領域和薄弱環節，在現代化產業體系、關鍵核心技術攻關、新型基礎設施、節能減排降碳等領域發力，減少低效、重複建設，把錢用到刀刃上。

「整治內卷式競爭，規範地方政府和企業行為」，部分產能過剩行業的企業投資有望得到規範，鼓勵企業根據市場需求和自身優勢，合理規劃產能擴張，避免盲目跟風。

六、進一步全面深化改革，發揮經濟體制改革牽引作用，推動標誌性改革舉措落地見效。

改革開放持續深化的背景下，預計後續將進一步推動標誌性改革措施加快落地，以經濟體制改革為牽引，持續推出改革舉措。國企改革、財稅體制改革、資本市場投融資綜合改革以及推進全國統一大市場建設、促進民營經濟發展等都將是改革的重點領域。

七、金融和地產領域風險化解仍將是未來的政策焦點。

本次會議提出要「有效防範化解重點領域風險，牢牢守住不發生系統性風險底線」，涉及房地產市場、城中村改造、中小金融機構風險等多個方面。

具體來看，2024年10月以來，在一系列利好政策出台的背後，地產銷售以及房價均迎來顯著改善。考慮到房地產市場的穩定對經濟金融穩定具有重大影響，本次會議繼續指出要「持續用力推動房地產市場止跌回穩，加力實施城中村和危舊房改造，充分

釋放剛性和改善性住房需求潛力」。

我們認為後續有望看到金融、財政等領域的地產支持政策，在房企融資、居民購房、城中村改造等環節給予強有力的政策支持，例如進一步降低按揭貸款以及公積金貸款利率、加大收儲力度、優化房企融資條件等。

此外，今年以來央行、國家金融監督管理總局等政府部門高度重視中小銀行、保險等金融機構的經營情況和風險防範能力，我們認為後續有望看到《金融穩定法》正式稿的最終出台，進一步提升金融體系事前監管、事中監管、事後處置的風險化解能力的核心職能。

八、對資本市場關注度大幅提升，首次提及穩住股市。

本次中央經濟工作會議延續了本月政治局會議的提法，「穩住樓市股市」。此外，本次會議還提到「健全多層次金融服務體系，壯大耐心資本，更大力度吸引社會資本參與創業投資，梯度培育創新型企業」；「深化資本市場投融資綜合改革，打通中長期資金入市卡點堵點，增強資本市場制度的包容性、適應性」。穩住股市、壯大耐心資本、深化資本市場投融資綜合改革等表述及後續工作思路凸顯出資本市場的重要性。

九、擴大高水平對外開放，穩外貿、穩外資。

今年前11個月，中國外貿表現出較強韌性。隨著特朗普勝選，2025年美國對華加徵關稅或難避免，穩外貿的重要性進一步凸顯。深化外貿體制改革、發展綠色貿易和數字貿易等外貿新動能、推動高質量共建「一帶一路」走深走實、加強服務貿易發展以一定程度對沖貨物貿易壓力等或是鞏固外貿基本盤的關鍵。

外資方面，今年前三季度中國直接投資賬戶和證券投資賬戶的波動性加劇。國際收支口徑下階段性面臨資本外流壓力。基於應對上一輪中美貿易衝突的經驗，在地緣政治不確定性加大的情況下，若吸引和利用外資、資本市場高質量發展和對外開放程度深化等政策持續發力，則仍有望實現直接投資賬戶和證券投資賬戶的資本外流壓力的相對可控。因此，後續仍需多措並舉以深化外商投資相關機制改革，持續完善營商環境，實現更大力度吸引和利用好外資。

（作者為中信證券首席經濟學家）

全球不確定性增 明年出口挑戰大

中國11月出口在數數顯著抬升的背景之下依然取得同比的增速。今年前三個季度出口同比分別1.1%、5.6%、6.0%，10至11月合併增速進一步提升至9.6%。前11個月出口累計同比為5.3%。

2023年5至10月出口均在顯著的負增長區間，11至12月好轉，同比升至0.7%、2.2%，這帶來了今年同期較高的基數。在這種情況下11月出口同比6.7%，呈現出較高的韌性。

今年全球貿易的活躍是一個基礎，前11個月韓國、越南出口分別為8.3%、14.5%，聯合國貿發組織最新指出2024年全球貿易或創歷史新高。在中期報告《等待需求側》中，我們曾指出全球貨物貿易量增速與中國出口存在統計意義上的顯著正相關性；根據WTO預測的2024年全球貨物貿易量增長2.6%，中國2024年出口同比為5.3%左右。

從全球貨物貿易同比增速來看，由於供應鏈被打斷；以及居民生活半徑受約束，家庭商品需求替代服務需求，2021年是2011年以來增速最高點；2022年放緩、2023年收縮調整。2024年全球貨物貿易重新活躍。

從聯合國貿發組織的總結來看，2024年全球貿易有幾個特點：一是發展中國家之間的貿易規模較大，但三季度單季發達國家進出口均出現較強增長；二是三季度全球貿易增長最顯著的是信息與通信技術（ICT）、服裝這兩個領域；三是全球經濟相對穩定的增長態勢、提升中的商業活躍度、通脹壓力的緩解仍有利於2025年前半段的貿易，主要不確定性在美國等國的貿易政策。

在年度展望《重塑廣譜性增長》中，我們出口章節的標題是「基本位置與關稅影響的待定權重」。從基本位置角度來看，一則歐美庫存周期位置仍低；二則和出口同步性較強的國內PPI（中國工業品出廠價格指數）同比位置仍低；三則WTO對2025年全球貨物貿易增速的預期仍較為積極。從不確定性來說，一則加稅的幅度和節奏未定；二則匯率條件的變化也有不確定性；三則

企業存在「搶出口」的動能；四則於海外投資設廠企業的產品，以及轉口貿易的產品是否存在影響目前仍不確定。

2024年11月中國對美國出口同比8.0%，對歐盟出口同比7.2%，對日本出口同比6.3%，對東盟出口同比14.9%，對非洲出口同比10.8%，對拉美出口同比11.0%，對中國香港地區出口同比-2.7%，對韓國出口同比-2.6%。

從今年前11個月累計情況來看，汽車、家電、通用設備、船舶等領域均增速較快。從11月單月出口的主要產品特徵來看，勞動密集型產品（紡織紗線、箱包、服裝、玩具）合併同比為5.2%；電子產品（手機、自動數據處理設備、集成電路）合併同比為8.5%；家電同比為10.1%，均處於相對景氣的狀態。值得注意的是汽車出口，單月同比只有-7.7%，顯著低於前10個月的18.6%，可能和前期歐盟關稅政策所帶來的短期不確定性有關。

11月進口同比-3.9%，較趨勢值偏弱。其中原油在低基數下同比增速上升；其餘產品均處於低位。訂單節奏可能是原因之一，從PMI進口分項來看，低點在實際GDP低點的8至9月，10至11月有初步好轉。11月進口的下行可能是前期訂單下降期的滯後反映；此外，大宗商品價格調整也帶來一定影響，進口價格指數8至10月下降明顯。訂單節奏可能是原因之一。PMI進口指數7月為47.0，8月放緩至46.8，9月進一步下行至本輪低點的46.1。10月、11月分別為47.0、47.3。

進口價格可能是原因之二，從HS2進口價格指數來看，8至10月有明顯下降。

料延續逆周期政策

從截至目前最新的2020年投入產出表來看，出口產業鏈對於經濟的貢獻在19%左右。從政治局會議「防範化解重點領域風險和外部衝擊」來看，政策對此高度重視，這也是「超常規逆周期調節」的背景之一。在外部存在不確定性的背景下，政策持續性大概率會更強，至少在明年上半年不存在逆周期政策退出窗口。

（作者為廣發證券首席經濟學家）



◀中國上月出口在數數顯著抬升的背景之下依然取得增長，呈現出較高的韌性。

大手客頻現 港樓市不太冷

日前「居屋2024」進行攪珠儀式，根據房委會公布資料顯示，今次出售的居屋單位數目約7100多個，最終收到約10.6萬份申請，「僅」超購約14倍，遠不及最高峰時近30倍。有坊間聲音指出，今次認購反應與以往「爭崩頭」的情況不可同日而語。到底港樓市剛需是否真的「不復當年勇」？

筆者覺得，若單以居屋申請超購的情況去分析樓市剛需，未免有點以偏概全，因為居屋超購情況相對「冷淡」，可以由多個因素形成。首先，居屋在出售條款上往往有所限制，業主於買賣或換樓時的靈活性，的確不如私樓一樣靈活。再者，過去數年本港樓價由高位下跌，目前私樓市場與居屋的價格差距已有所拉近，令市場趨於觀望，變相冷卻準買家「入票」氣氛。

儘管近期港股表現平平室礙投資氛圍，加上一手推盤速度放緩，導致樓市交投陷入整固，但其實目前樓市剛需仍然不俗。事實上，自從特區政府「全撤辣」後，投資者購入多於1個單位無需額外成本，所以無論收租客、投資者或「大手客」均有所增加。

近期不乏「大手客」入市個案，日前啟德區新盤單日錄得約33宗交投，有「大手客」斥資1.48億元連環掃貨購入26伙，主要集中於細單位。一般而言，來自內地的買家往往是「大手客」的主力。隨著特區政府於「搶人才」計劃的力度將有增無減，相信未來

勢必有愈來愈多內地高才專才到港發展，進一步成為樓市入市主力。

據美聯物業研究中心綜合土地註冊處資料，按已知買家姓名分析，11月份內地買家（以買家姓名的英文拼音鑒別）於香港樓市一、二手住宅註冊量共錄1597宗，較10月份1052宗上升約51.8%，連升兩個月，並創七個月新高，充分反映內地買家對於買入本港物業的需求日增，相信此比例未來將進一步提高。

年末新盤推售放緩

踏入12月份，本港樓市整體成交量正緩速前進，一方面由於聖誕長假期將至，另一方面亦由於新盤放慢推售，同時市場觀望本月聯儲局的減息取態，因此令交投氣氛冷卻。依目前市況推測，除非放盤單位極優質或者價格超筭，否則準買家寧願暫緩入市決定。

其實最近市場已陸續湧現如減息等利好因素，尤其是在中央經濟工作會議過後，中央政府明確表明明年將「降準、減息、增發債、提高赤字率、擴大內需穩樓股市場」等，為來年接踵而來的刺激經濟政策奠下基調。

筆者個人相信，一旦發展商將重新加快推盤步伐，甚至推出一些震撼市場的矚目大盤，配合一眾利好因素進一步發酵，屆時樓市剛需將加快「回歸」，惠及樓市交投以致樓價雙重回升軌。

（作者為美聯物業住宅部行政總裁）