



2025 年 3 月 31 日

首席经济学家：郑后成

执业证书编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

邮箱：houchengzheng@163.com

相关报告

1.英大证券宏观评论：1 月 CPI 月度边际上行幅度略强于季节性，美国 CPI 同比或不具备大幅上行的基础（20250331）

2.英大证券宏观评论：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”（20241218）

3.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）

4.英大证券宏观评论：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（20241206）

5.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）

6.英大证券宏观评论：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（20241111）

7.英大证券宏观评论：全面客观冷静看待当前经济形势，努力提振资本市场（20241030）

8.英大证券宏观评论：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（20240826）

9.英大证券宏观评论：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（20240729）

10.英大证券宏观评论：下半年宏观经济和大类资产配置展望：筑底与蓄势（20240702）

11.英大证券宏观评论：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（20240530）

25 年我国外交与军事或“有惊”但“无险”，货币政策着力夯实 A 股市场“政策底”

——2025 年《政府工作报告》学习体会

➤ 3 月 5 日，李强总理代表国务院在十四届全国人大三次会议上作《政府工作报告》。我们学习体会如下：

➤ 一、特朗普关税新政施压我国贸易与科技，25 年我国外交与军事或“有惊”但“无险”；

➤ 二、居民消费价格涨幅创 2004 年以来新低，明后年 GDP 增速预期目标大概率也是“5.0%左右”；

➤ 三、确保财政政策持续用力、更加给力，货币政策着力夯实 A 股市场“政策底”；

➤ 四、上半年我国消费增速或不具备大幅上行的基础，还需“大力提振消费”；

➤ 五、战略性新兴产业融合集群与数字产业集群或是中长期“牛股”聚集地；

➤ 六、持续用力推动房地产市场止跌回稳，“保交房工作”可能已经进入尾声；

➤ 七、加强战略性力量储备和稳市机制建设，加快发展新质战斗力。

➤ 风险提示：1. 关税对我国出口的影响超预期；2. 美联储降息力度低于预期。

➤ 注：本文所有数据，均来自 WIND 资讯，经英大证券研究所整理。

正文目录

一、特朗普关税新政施压我国贸易与科技，25 年我国外交与军事或“有惊”但“无险”	3
二、居民消费价格涨幅创 2004 年以来新低，明后年 GDP 增速预期目标大概率也是“5.0%左右”	4
三、确保财政政策持续用力、更加给力，货币政策着力夯实 A 股市场“政策底”	6
四、上半年我国消费增速或不具备大幅上行的基础，还需“大力提振消费”	8
五、战略性新兴产业融合集群与数字产业集群或是中长期“牛股”聚集地	10
六、持续用力推动房地产市场止跌回稳，“保交房工作”可能已经进入尾声	11
七、加强战略性力量储备和稳市机制建设，加快发展新质战斗力	12

图表目录

图 1：一旦加征关税落地，2025 年出口金额累计值大概率低于 2024 年（%）	3
图 2：26 年与 27 年 GDP 增速预期目标大概率也是“5.0%左右”（%）	5
图 3：我国经济增长到居民收入增长之间的传导是有效的（%）	5
图 4：2019 年之前 CPI 当月同比的走势与社会消费品零售总额累计同比的走势较为接近（%）	9
图 5：土地溢价率走出 2021 年 8 月至 2024 年 12 月的低谷期（%）	11
图 6：房屋竣工面积累计同比持续位于负增长区间，“保交房工作”可能已经进入尾声（%）	12

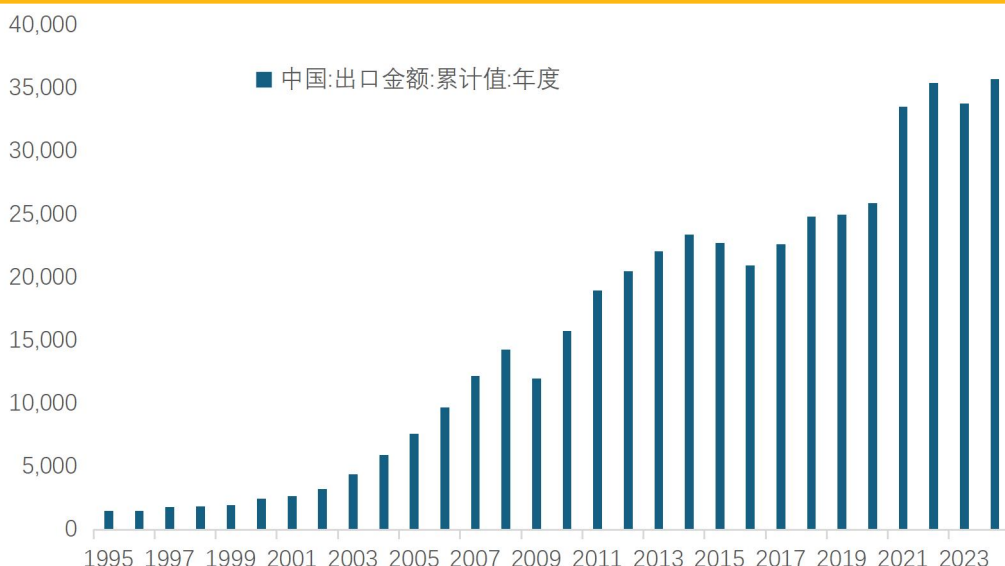
事件：3月5日，李强总理代表国务院在十四届全国人大三次会议上作《政府工作报告》。

学习体会：

一、特朗普关税新政施压我国贸易与科技，25年我国外交与军事或“有惊”但“无险”

针对“面临的问题和挑战”，2025年《政府工作报告》的表述不及2024年《政府工作报告》乐观，体现在以下四个方面。**第一**，从字数上看，2025年《政府工作报告》涉及“问题和挑战”的总字数是347个字，共13句，而2024年则是288个字，共12句，表明2025年面临的问题与挑战多于2024年。**第二**，2025年《政府工作报告》中涉及来自海外“问题和挑战”的总字数是149个字，共三句话：第一句带有总括性质；第二句谈经济；第三句谈地缘政治。2024年《政府工作报告》仅有简单的一句话，共40个字：“世界经济增长动能不足，地区热点问题频发，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”。众所周知，来自海外的“问题和挑战”对我国而言是外生的，相对不可控，意味着应对难度加大。与此同时，对比来自国内的“问题和挑战”，2025年《政府工作报告》仅有198个字，少于2024年的248个字，表明2025年面临的“困难和挑战”主要来自海外。**第三**，关于海外“问题和挑战”，2025年《政府工作报告》总括性质的表述是“世界百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻，可能对我国贸易、科技等领域造成更大冲击”。其中，“加速”、“更趋”与“更大”三个词，均表明2025年“面临的问题和挑战”较2024年更为严峻。**第四**，2024年《政府工作报告》提到，“综合分析研判，今年我国发展面临的环境仍是战略机遇和风险挑战并存，有利条件强于不利因素”，反观2025年类似的表述则是“我们既要正视困难问题，更要坚定发展信心”，未提“有利条件”类似表述。仅就这一点看，2025年《政府工作报告》的表述不及2024年乐观。

图1：一旦加征关税落地，2025年出口金额累计值大概率低于2024年（%）



数据来源：英大证券研究所整理

针对2025年《政府工作报告》提及的“面临的问题和挑战”，我们有以下两点研判。**第一**，从“可能对我国贸易、科技等领域造成更大冲击”看，贸易与科技是2025年《政府工作报告》关注的重点领域。**出口方面**，2024年我国出口金额累计值为35769.60亿元，创历史新高。在此背景下，一旦特朗普加征关税落地，2025年出口金额累计值

大概率低于 2024 年，也就是说，2025 年出口金额累计同比大概率录得负增长。**科技方面**，高科技产品在出口份额中的占比稳步上升，如机电产品在出口中的占比高达 58.0% 左右。出口增速承压，意味着机电产品的出口情况大概率不乐观。值得指出的是，2025 年《政府工作报告》在国内“面临的问题和挑战”部分，未提及“科技创新能力还不强”，而这一表述出现在 2024 年《政府工作报告》中，表明经过近些年的持续追赶，尤其是近一年来的冲刺，我国在科技创新领域实现了重大突破，与美国比在部分领域从相对劣势转变成相对优势。**第二**，虽然 2025 年《政府工作报告》对来自海外的“问题和挑战”着墨较多，但是均落脚在经济方面，即使有“地缘政治紧张因素依然较多”这样的表述，但是主要担心其对经济以及市场的影响，即“影响全球市场预期和投资信心，加剧国际市场波动风险”。我们认为，2025 年我国面临的海外风险，主要是特朗普政府加征关税所带来的经济影响，至于市场所担心的特朗普与普京交好可能带来的俄罗斯“联美抗中”，进而我国面临较 2024 年更大的外交与军事压力的情况，我们认为不会大概率出现：**一是**俄罗斯虽然横跨欧亚大陆，但它是传统意义上的欧洲国家，其核心利益在欧洲，而不是亚洲；**二是**美国在欧亚大陆奉行“螃蟹战略”，该战略的重心在中东以及东欧等亚欧分界线处，同时，当前“巴以冲突”还在延续，在美国政治经济社会中占据主导地位的犹太集团的利益重心也在中东地区，而不是东亚；**三是**历史上俄罗斯素有“欧洲宪兵”之称，其对欧洲事务的干预，是欧洲国家挥之不去的“梦魇”，在特朗普扬言放弃相关组织领导权的背景下，包括德国在内的欧洲国家势必警醒并强化自身军事力量，以对抗来自俄罗斯的潜在威胁，在此背景下，俄欧直接冲突可能出现并激化。综合以上因素，叠加我国地处欧亚大陆东端，远离美俄欧的战略核心区域，因此，2025 年我国外交与军事料或“有惊”但“无险”。至于市场所关注的“台湾问题”，在美国无暇“东顾”的背景下，是我国牵制美国全球战略的重要因素，而不是相反。在此基础上我们判断，2025 年大概率不会爆发市场所担心的台海战争，但是，一旦台独分子的行为逼近我们的“底线”，则有必要祭出针对台独分子与干涉势力的军事威慑。在以上背景下，2025 年《政府工作报告》所指出的“影响全球市场预期和投资信心，加剧国际市场波动风险”这一现象有可能发生。

二、居民消费价格涨幅创 2004 年以来新低，明后年 GDP 增速预期目标大概率也是“5.0%左右”

针对“今年发展主要预期目标”，2025 年《政府工作报告》与 2024 年相比，相同的有三项：**一是**“国内生产总值增长 5%左右”，即第一项；**二是**“居民收入增长和经济增长同步”，即第四项；**三是**“国际收支保持基本平衡”，即第五项。

首先看“国内生产总值增长 5%左右”。在历年发展主要预期目标中，GDP 增速预期目标均位列首位。2025 年《政府工作报告》确定国内生产总值增长预期目标为“5.0%左右”，连续 4 年持平于该值，完全符合市场预期。2025 年《政府工作报告》指出，“经济增长预期目标为 5%左右，既是稳就业、防风险、惠民生的需要，也有经济增长潜力和有利条件支撑，并与中长期发展目标相衔接，突出迎难而上、奋发有为的鲜明导向”。对此，我们有两点思考：**一是**对比 2024 年的“考虑了促进就业增收、防范化解风险等需要”，2025 年增加了“惠民生”的考量，这一点是 2025 年《政府工作报告》的特征之一：2025 年“民生”出现次数为 20 次，高于 2024 年的 17 次，这一点与报告在第二部分“2025 年经济社会发展总体要求和政策取向”提出“强化宏观政策民生导向”相呼应；**二是**自 2005 年以来，我国 GDP 增速预期目标呈“单边下行”走势，从 8.0%下行至 5.0%。从这一发展趋势看，GDP 增速预期目标一旦被下调，则基本不可能上调。因此，《政府工作报告》不会轻易将 GDP 增速预期目标下调至“5.0%”之下。在这一分析的基础上，基于同样逻辑，预计 2026 年与 2027 年 GDP 增速预期目标大概率也是

“5.0%左右”。这一研判的另外一个逻辑是，2026 年大概率是宏观经济的复苏期，因此没必要将 2026 年 GDP 增速预期目标调至“5.0%左右”之下，而在 2026 年宏观经济复苏，取得表现较优的 GDP 实际增速的背景下，2027 年大概率将 GDP 增速预期目标维持在“5.0%左右”。

图 2：26 年与 27 年 GDP 增速预期目标大概率也是“5.0%左右”（%）



数据来源：英大证券研究所整理

其次看“居民收入增长和经济增长同步”。从历史走势看，“居民收入增长和经济增长同步”是成立的：2013 年 4 季度万得资讯有数据记录以来，我国 GDP 不变价累计同比与我国居民人均可支配收入累计实际同比的相关系数为 0.9684，此外，2013 年 4 季度以来，我国 GDP 不变价累计同比与我国居民人均可支配收入累计实际同比二者差值的均值仅为-0.06 个百分点。以上表明我国经济增长到居民收入增长之间的传导是有效的，也就是说，“居民收入增长和经济增长同步”这一目标完全能够实现。

图 3：我国经济增长到居民收入增长之间的传导是有效的（%）



数据来源：英大证券研究所整理

最后看“国际收支保持基本平衡”。国际收支平衡是指一个国家在一定时期内，其国际收支净额，即净出口与净资本流出的差额，为零的状态。从净出口的绝对读数看，2024 年我国贸易顺差为 9918.13 亿美元，创历史新高。在《英大证券宏观评论：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（20241111）》中我们提出，“2024 年贸易顺差大概率再创历史新高，贸易顺差的走阔是一个大趋势”。从净出口占 GDP 的相对比重看，1995 年以来，不论是历年贸易顺差占 GDP 现价的比重，还是历年贸易顺差占 GDP 不变价的比重，经四舍五入之后，均在 1.0% 以内。

2025 年《政府工作报告》与 2024 年相比，“今年发展主要预期目标”不同的也有三项：一是“居民消费价格涨幅 2% 左右”，即第三项；二是“粮食产量 1.4 万亿斤左右”，即第六项；三是“单位国内生产总值能耗降低 3% 左右，生态环境质量持续改善”，即第七项。

首先看“居民消费价格涨幅 2% 左右”。2025 年《政府工作报告》所设定的“2% 左右”的 CPI 预期目标，创 2004 年以来新低，而 2021 年至 2024 年这 4 年的 CPI 预期目标均为“3% 左右”。从总体走势看，CPI 预期目标走势与 GDP 增速预期目标走势总体较为一致。2025 年 CPI 预期目标设定为“2% 左右”，“目的在于通过各项政策和改革共同作用，改善供求关系，使价格总水平处在合理区间”。回顾历史，1995 年以来的 28 年里，全年 CPI 累计同比超当年政府预期目标的，仅有 7 年，占比 25%。其中，2012 年我国 GDP 增速“破 8”之后，CPI 累计同比均未超当年政府预期目标。在此背景下，将 CPI 预期目标下调 1.0 个百分点至 2.0%，客观而言意义不是很大，且传递出相对悲观的预期。这一点可以从 3 月 6 日国新办解读《政府工作报告》吹风会上的表述得出：“在当前我国物价下行压力大于上涨压力背景下，向全社会和市场强化价格指标的导向作用，努力通过各种政策推动物价温和回升”。

其次看“粮食产量 1.4 万亿斤左右”。粮食产量预期目标在连续 4 年持平于“1.3 万亿斤左右”之后，2025 年站上“1.4 万亿斤左右”，创 1994 年有数据记录以来新高。如无意外，这一目标应该能够顺利达成，因为 2025 年政府工作报告指出，“（2024 年）粮食产量首次跃上 1.4 万亿斤新台阶、亩产提升 10.1 斤”。此外，从实际走势看，1948 年以来，我国粮食产量总体呈稳步上行走势，在科技进步的背景下，预计这一趋势还将延续。

最后看“单位国内生产总值能耗降低 3% 左右，生态环境质量持续改善”。“3% 左右”的预期目标，较 2024 年反弹 0.50 个百分点，改变 2016 年以来单边下行态势。

位置对调的有一项：“城镇调查失业率 5.5% 左右，城镇新增就业 1200 万人以上”，即第二项。2024 年的对应表述是“城镇新增就业 1200 万人以上，城镇调查失业率 5.5% 左右”。2025 年《政府工作报告》提出，“城镇调查失业率 5.5% 左右，体现了在就业总量和结构性矛盾更加突出背景下，加大稳就业力度的要求”。历年《政府工作报告》中的就业指标有三个，分别是：城镇新增就业人口数、城镇调查失业率与城镇登记失业率。其中，“资历最老”的是城镇新增就业人口数，1996 年就开始出现在《政府工作报告》中，其次是城镇登记失业率，1997 年首次出现《政府工作报告》中，2021 年起未出现在《政府工作报告》中，而城镇调查失业率则是在 1998 年首次出现在《政府工作报告》中。在顺序方面，2021 年至 2024 年，城镇新增就业人口数位于城镇调查失业率之前，但是 2025 年则打破惯例，将城镇调查失业率放在城镇新增就业人口数之前。

三、确保财政政策持续用力、更加给力，货币政策着力夯实 A 股市场“政策底”

宏观政策主基调方面，2025 年《政府工作报告》提出“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”，包括三对六个原则。对比 2024 年“坚持稳中求进、以进促稳、先立后破”的原则，二者区别主要有两点：**一是** 2025 年增加“守正创新”、“系统集成”、“协同配合”三个原则；**二是** 两两配对，“稳中求进、以进促稳”；“守正创新、先立后破”；“系统集成、协同配合”。2025 年的三对六个原则，体现了很强的哲学原理：**一是** 体现了对立统一原理，如“稳”与“进”，“守”与“创”，“正”与“新”，“立”与“破”，“先”与“后”；**二是** 体现了系统性原理，强调宏观政策的整体性和内在联系，如“系统集成、协同配合”，再如“强化系统思维，提升宏观政策实施效能”，反观 2024 年则是“强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合”。

财政政策方面，2025 年《政府工作报告》的主基调是“实施更加积极的财政政策”，反观 2024 年则是“积极的财政政策要适度加力、提质增效”。在这一主基调的指引下，2025 年财政政策的力度大于 2024 年，体现在以下七点。**第一**，“统筹安排收入、债券等各类财政资金，确保财政政策持续用力、更加给力”，强调“持续用力、更加给力”，而 2024 年的相应提法则是“综合考虑发展需要和财政可持续，用好财政政策空间，优化政策工具组合”。**第二**，“今年赤字率拟按 4% 左右安排、比上年提高 1 个百分点，赤字规模 5.66 万亿元、比上年增加 1.6 万亿元”。4.0% 的赤字率，超疫情期间的 3.60%，创 2010 年有数据记录以来新高，但是总体而言符合市场预期。反观 2024 年的提法则是“赤字率拟按 3% 安排，赤字规模 4.06 万亿元，比上年年初预算增加 1800 亿元”。**第三**，“一般公共预算支出规模 29.7 万亿元、比上年增加 1.2 万亿元”，对比 2024 年的提法则是“一般公共预算支出规模 28.5 万亿元、比上年增加 1.1 万亿元”。**第四**，“拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元、比上年增加 3000 亿元”，对比 2024 年的提法则是“为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1 万亿元”。这里未指明 2025 年较 2024 年增加的 3000 亿元超长期特别国债的用途，但是在 2025 年的第一项工作任务中提到，“安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新”，因此，增加的 3000 亿元的超长期特别国债用于消费，而其余 1 万亿元则用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。**第五**，“拟发行特别国债 5000 亿元，支持国有大型商业银行补充资本”，反观 2024 年则未提特别国债。**第六**，“拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元、比上年增加 5000 亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等”，对比 2024 年的提法则是“拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿元、比上年增加 1000 亿元”。**第七**，“今年合计新增政府债务总规模 11.86 万亿元、比上年增加 2.9 万亿元，财政支出强度明显加大”，2024 年无类似表述。

货币政策方面，2025 年《政府工作报告》延续 12 月政治局会议与中央经济工作会议的“实施适度宽松的货币政策”提法，对比 2024 年的“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”：**一是** 用“适度宽松”代替“稳健”；**二是** 删除“灵活适度、精准有效”。**第一**，针对市场所关心的“降准降息”，2025 年《政府工作报告》指出，“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，适时降准降息”。自 2024 年 12 月政治局会议时隔 15 年再次提出“适度宽松的货币政策”，以及首次在中央经济工作会议明确提出“适时降准降息”之后，截至 2025 年 3 月底，央行并未宣布降准或降息。期间多次提出“货币政策有足够空间，将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”。站在 3 月底，我们认为，4 月左右有可能是央行降准或降息的时点：国内方面，当前宏观经济依旧承压，4 月中旬公布 2 季度宏观经济数据，4 月底召开分析经济形势的政治局会议；国际方面，主要看美国宏观经济走势，以及美联储的降息进程。**第二**，“保

持流动性充裕”，对应 2024 年的“保持流动性合理充裕”。值得指出的是，2 月 M2 同比录得 7.0%，持平于前值，创 2024 年 10 月以来新低，且处于历史底部区间，与此同时，虽然 2 月社会融资规模存量同比录得 8.20%，较前值上行 0.20 个百分点，为 2024 年 6 月以来高点，但是主要受政府债券同比多增 10928.00 亿元的拉动。如无政府债券同比多增的拉动，则参照 M2 同比持平于前值的情况，2 月社会融资规模存量同比大概率持平于前值，约为 8.0% 左右。**第三**，“使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配”，对应 2024 年的“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”。二者相比，2025 年增加了“价格总水平”中的“总”字。虽然 2025 年 GDP 增速预期目标持平于 2024 年，但是 2025 年 CPI 预期目标较 2024 年下调 1.0 个百分点。如果仅从这一点出发，后期不加大逆周期调节力度，则 2025 年的社会融资规模、货币供应量增长可能不会太乐观。**第四**，“优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展，加大对科技创新、绿色发展、提振消费以及民营、小微企业等的支持”，对应 2024 年的“加强总量和结构双重调节，盘活存量、提升效能，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度”，“大力发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融”。二者相比，2025 年的最大特征是提出“更大力度促进楼市股市健康发展”。**第五**，“推动社会综合融资成本下降”，对应 2024 年的“促进社会综合融资成本稳中有降”。2025 年用明确的“下降”，替代 2024 年的“稳中有降”，趋势与方向更为明确。**第六**，“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”，2024 年无类似表述。结合上文的“更大力度促进楼市股市健康发展”，2025 年《政府工作报告》两次在货币政策部分力挺 A 股大盘，夯实 A 股市场的“政策底”。

四、上半年我国消费增速或不具备大幅上行的基础，还需“大力提振消费”

2025 年《政府工作报告》总共提到 10 个“特别”。其中，4 个是“（超长期）特别国债”，3 个是“香港（澳门）特别行政区”，1 个是“特别是坚决贯彻落实 9 月 26 日中央政治局会议果断部署的一揽子增量政策”，剩下的 2 个“特别”分别是：“从国内看，经济回升向好基础还不稳固，有效需求不足，**特别是消费不振**”，以及“促进消费和投资更好结合，加快补上内需**特别是消费**短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚”。这两个“特别”均涉及到“消费”。

以上表明，“消费”在 2025 年《政府工作报告》中“十分特别”。2025 年《政府工作报告》中，关于“消费”的**第一个特别之处是**，对“消费”高度重视：全文 32 次提到“消费”，对比 2024 年则仅有 21 次，增幅高达 52.38%。**第二个特别之处是**，进入 21 世纪以来，在《政府工作报告》工作任务标题中提及“消费”仅有四次：一是 2009 年第二项主要任务“积极扩大国内需求特别是消费需求，增强内需对经济增长的拉动作用”；二是 2011 年第二项主要任务“进一步扩大内需特别是居民消费需求”；三是 2018 年第七项主要任务“积极扩大消费和促进有效投资”；四是 2025 年第一项主要任务“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。其中，“消费”相关内容在 2025 年《政府工作报告》的工作任务中，位列第一位，表明“消费”的重要性得到前所未有的重视。

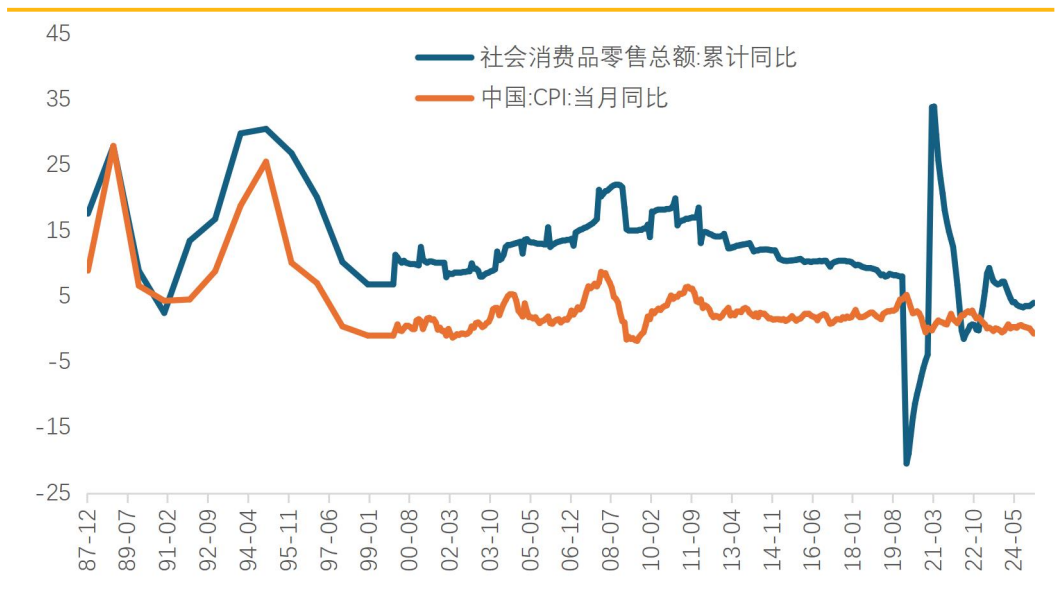
“消费”得到重视的原因有以下几点。**第一**，正如 2025 年《政府工作报告》所提到的，“世界百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻，可能对我国贸易、科技等领域造成更大冲击”，外循环的不顺畅，使得我们将重心放至内循环。**第二**，从国内看，宏观经济总体承压，“经济回升向好基础还不稳固，有效需求不足”，2024 年全年房地产开发投资完成额累计同比录得-10.60%，为 1999 年 2 月有数据记录以来次低值，仅高于 2020 年 2 月的-16.30%。**第三**，从消费自身看，2024 年全年社会消费品零

售总额累计同比录得 3.50%，为 1991 年以来的第三低值，仅高于 2020 年的-3.90%，以及 2022 年的-0.20%。**综上**，在外循环受阻，房地产投资低迷的背景下，叠加消费增速同样低迷，且消费是内循环的源头，因此，消费在 2025 年《政府工作报告》里得到特别重视。

在消费的细分板块方面，2025 年《政府工作报告》提到 3 大细分板块：**一是**“从放宽准入、减少限制、优化监管等方面入手，扩大健康、养老、托幼、家政等多元化服务供给”；**二是**“创新和丰富消费场景，加快数字、绿色、智能等新型消费发展”；**三是**“落实和优化休假制度，释放文化、旅游、体育等消费潜力”。其中，并未明确提到汽车、石油及其制品类以及地产后周期消费。根据 2024 年数据，2024 年全年汽车类零售额达 50313.50 亿元，在限额以上单位商品零售总额中的占比高达 28.38%，在社会消费品零售总额中的占比高达 10.31%。也就是说，拉升消费增速的“重要抓手”之一是汽车。2025 年《政府工作报告》“两提”汽车：**一是**“高技术制造业、装备制造业增加值分别增长 8.9%、7.7%，新能源汽车年产量突破 1300 万辆”；**二是**“持续推进‘人工智能+’行动，将数字技术与制造优势、市场优势更好结合起来，支持大模型广泛应用，大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等新一代智能终端以及智能制造装备”。3 月 16 日中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》提出“大宗消费更新升级行动”，“推动汽车、家电、家装等大宗耐用消费品”。**综上**，大宗消费在消费中占据重要地位，如果大宗消费品的消费需求不能得到有效提振，则消费增速的上行斜率或面临一定压力。

从 CPI 当月同比的走势看，2019 年之前 CPI 当月同比的走势与社会消费品零售总额累计同比的走势较为接近。我们在《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）》中提出，“2025 年上半年 CPI 当月同比或低位徘徊”。如果这一判断成立，则 2025 年上半年我国社会消费品零售总额累计同比或不具备大幅上行的基础。但是，在“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”的背景下，叠加全球流动性向好以及宏观经济复苏期的到来，消费增速具备回升向好的政策机遇与周期基础。

图 4：2019 年之前 CPI 当月同比的走势与社会消费品零售总额累计同比的走势较为接近(%)



数据来源：英大证券研究所整理

五、战略性新兴产业融合集群与数字产业集群或是中长期“牛股”聚集地

2025 年《政府工作报告》确定的第二项工作任务是“因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系”。与 2024 年《政府工作报告》第一项工作任务“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”相比，区别点有五个：一是将新质生产力与现代化产业体系相关内容由 2024 年的第一项移至 2025 年的第二项，以应对“经济回升向好基础还不稳固，有效需求不足，特别是消费不振”这一困难与挑战；二是将“新质生产力”与“现代化产业体系”相关内容对调，强调新质生产力对现代化产业体系建设的推动作用；三是用“因地制宜发展新质生产力”代替“加快发展新质生产力”；四是用“推动科技创新和产业创新融合发展”代替“充分发挥创新主导作用，以科技创新推动产业创新”；五是 2025 年不仅强调“做大做强先进制造业”，还强调“积极发展现代服务业”。

在具体的内容方面，2025 年的三项内容是培育壮大新兴产业、未来产业，推动传统产业改造提升，激发数字经济创新活力，而 2024 年的三项内容是推动产业链供应链优化升级，积极培育新兴产业和未来产业，深入推进数字经济创新发展。二者的区别主要有以下三点。**第一**，新兴产业、未来产业相关内容，由 2024 年的第二项提至 2025 年的第一项，并提出了更高要求，由 2024 年的“积极培育”，演化成 2025 年的“培育壮大”。**第二**，传统产业相关内容，由第一项调至第二项，同时也提出更高要求，由 2024 年的“优化升级”，演化为 2025 年的“改造提升”。**第三**，用“激发数字经济创新活力”代替 2024 年的“深入推进数字经济创新发展”。

在具体的产业方面，2025 年《政府工作报告》提及的新产业与行业，主要有三大部分。**第一**，新兴产业方面，提出“推动商业航天、低空经济等新兴产业安全健康发展”，共提及 2 个赛道。与之对应的是 2024 年的“巩固扩大智能网联新能源汽车等产业领先优势，加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎”，共提及 7 个赛道。二者对比，2025 年未在“新兴产业”部分提及智能网联新能源汽车、新兴氢能、新材料、创新药、生物制造。**第二**，未来产业方面，“培育生物制造、量子科技、具身智能、6G 等未来产业”，共提及 4 个赛道。与之对应的是 2024 年的“制定未来产业发展规划，开辟量子技术、生命科学等新赛道”，共提及 2 个赛道。二者对比，2025 年新增的未来产业的赛道是生物制造、具身智能、6G，未提及生命科学。**第三**，数字经济方面，“大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等新一代智能终端以及智能制造装备”，“扩大 5G 规模化应用，加快工业互联网创新发展，优化全国算力资源布局，打造具有国际竞争力的数字产业集群”，反观 2024 年《政府工作报告》，在数字经济部分并未提及具体的产业。值得指出的是，2025 年智能网联新能源汽车出现在“数字经济”部分，而 2024 年则是出现在“新兴产业”部分。

2025 年《政府工作报告》与 2024 年《政府工作报告》均提及三大产业集群，分别是：先进制造业集群、战略性新兴产业融合集群、数字产业集群。其中，2025 年《政府工作报告》的具体提法是：“新培育一批国家级先进制造业集群，商业航天、北斗应用、新型储能等新兴产业快速发展”；“深入推进战略性新兴产业融合集群发展”；“扩大 5G 规模化应用，加快工业互联网创新发展，优化全国算力资源布局，打造具有国际竞争力的数字产业集群”。2024 年《政府工作报告》的具体提法是：“实施制造业技术改造升级工程，培育壮大先进制造业集群，创建国家新型工业化示范区，推动传统产业高端化、智能化、绿色化转型”；“实施产业创新工程，完善产业生态，拓展应用场景，促进战略性新兴产业融合集群发展”；“深化大数据、人工智能等研发应用，开展‘人工智能+’行动，打造具有国际竞争力的数字产业集群”。对此，我们

有三点解读。**第一**，在 2025 年《政府工作报告》中，先进制造业集群出现在第一部分，即“2024 年工作回顾”部分，而在 2024 年《政府工作报告》中，先进制造业集群出现在第三部分，即“2024 年政府工作任务”中，表明当前我国已经成功培育先进制造业集群。**第二**，结合小标题“加快建设现代化产业体系”，三个“集群”的提出，表明现代化产业体系由先进制造业集群、战略性新兴产业融合集群、数字产业集群组成，这三个集群是我国未来的支柱产业。**第三**，在先进制造业集群已经培育成型的背景下，战略性新兴产业融合集群、数字产业集群可能是二级市场关注的重点对象，或是中长期 A 股市场“牛股”的聚集地。尽管如此，我们还应该做进一步的提示：A 股市场具有很强的周期性，即便是战略性新兴产业融合集群、数字产业集群概念范围内的股票指数，也摆脱不了经济周期的影响，其行业指数大概率随着经济周期的循环推进而波动。

六、持续用力推动房地产市场止跌回稳，“保交房工作”可能已经进入尾声

关于楼市与房地产，《政府工作报告》在“2025 年经济社会发展总体要求和政策取向”中多次提及：**一是**“经济社会发展总体要求”提出要“稳住楼市股市”；**二是**“货币政策”部分提出要“更大力度促进楼市股市健康发展”；**三是在**“财政政策”部分，提出“拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元、比上年增加 5000 亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等”。此外，在“2025 年政府工作任务”的第六项工作，即“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，明确提出“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，并从供求等方面提出七项举措。

1-2 月房地产开发投资完成额累计同比录得-9.80%，较 2024 年全年上行 0.80 个百分点，持平于 2024 年 4 月，创 2024 年 5 月以来新高。作为“经济周期之母”，房地产投资增速走势是影响 2025 年我国宏观经济走势的重要因素，因此，房地产投资增速走势的研判至关重要。

图 5：土地溢价率走出 2021 年 8 月至 2024 年 12 月的低谷期（%）



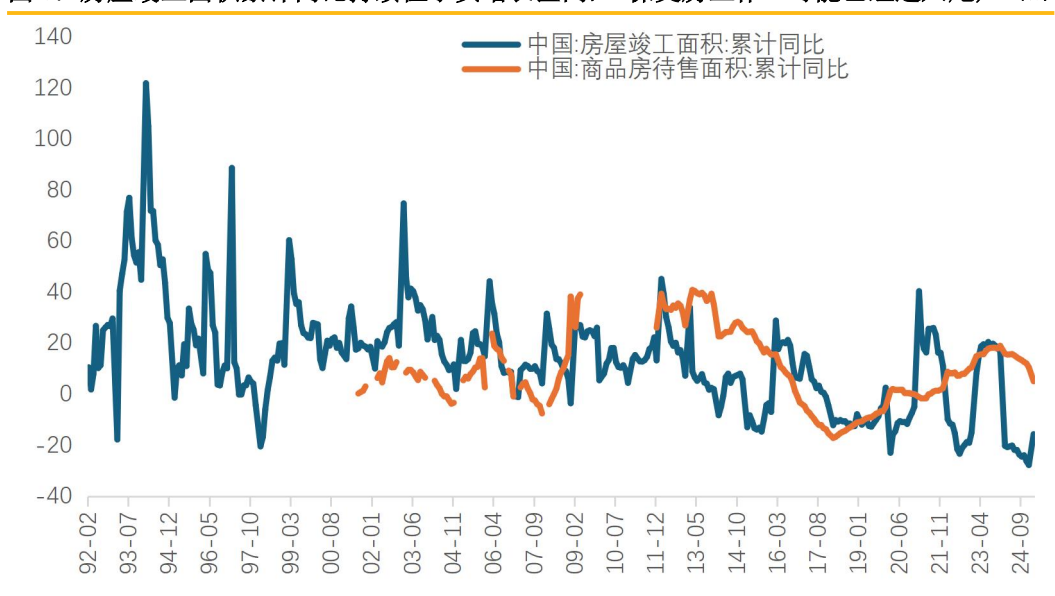
数据来源：英大证券研究所整理

进入 1-2 月，我国房地产市场出现的利多变化有以下几点：**一是**2 月商品房销售面积累计同比录得-0.51%，较 2024 年同期上行 15.40 个百分点，较 2024 年全年上行 7.80 个百分点，创 2023 年 6 月以来新高；**二是**土地溢价率出现较大幅度上行，1 月与 2 月分别录得 8.93%、10.80%，其中，2 月的 10.80%创 2021 年 8 月以来新高。从历史

经验看，土地溢价率是房地产开发投资完成额累计同比的领先指标。因此，土地溢价率走出 2021 年 8 月至 2024 年 12 月的低谷期，有利于带动房地产开发投资完成额累计同比上行；三是国房景气指数持续上行，2 月录得 93.80%，较前值上行 0.45 个点，持续 10 个月单边累计上行 1.98 个点，创 2023 年 7 月以来新高；四是 2 月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比录得-5.20%，较前值上行 0.50 个百分点，较 2024 年 10 月-6.20%的阶段低点累计上行 1.0 个百分点，创 2024 年 7 月以来新高。

值得指出的是，2 月房屋新开工面积累计同比录得-29.60%，较前值大幅下行 6.60 个百分点，创 2024 年 3 月以来新低。从这一点看，房地产开发投资完成额累计同比可能会面临压力。但是，我们应该看到，商品房销售面积累计同比领先于房屋新开工面积累计同比，此外，2 月房屋施工面积累计同比录得-9.10%，较前值上行 3.60 个百分点，创 2024 年 2 月以来新高，但是总体处于历史低位区间，与此同时，2 月房屋竣工面积累计同比录得-15.60%，较前值上行 12.10 个百分点，创 2024 年 2 月以来新高。在“销售-新开工-施工-竣工”这一链条上，新开工面积累计同比承压，而前端的商品房销售面积累计同比，以及后端的房屋施工面积累计同比与房屋竣工面积累计同比三者均上行，预示新开工面积累计同比下行幅度可能不会太大。此外，2025 年《政府工作报告》指出，要“继续做好保交房工作”。自 2024 年 2 月以来房屋竣工面积累计同比持续位于负增长区间，相应地，商品房待售面积累计同比则至高位持续下探。从这一点看，“保交房工作”取得成效，目前可能已经进入尾声。

图 6：房屋竣工面积累计同比持续位于负增长区间，“保交房工作”可能已经进入尾声（%）



数据来源：英大证券研究所整理

七、加强战略性力量储备和稳市机制建设，加快发展新质战斗力

A 股大盘方面，2025 年《政府工作报告》涉及到的表述有五处（六处）：一是在“2025 年经济社会发展总体要求”部分指出，要“实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，**稳住楼市股市**，防范化解重点领域风险和外部冲击”；二是在“2025 年政策取向”中的“实施适度宽松的货币政策”中指出，要“优化和创新结构性货币政策工具，**更大力度促进楼市股市健康发展**，加大对科技创新、绿色发展、提振消费以及民营、小微企业等的支持”；三是在“2025 年政策取向”中的“实施适度宽松的货币政策”中指出，要“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**”；四是在“2025 年政府工作任务”的第四项“推动标志性改革举措加快落地，更好发挥经济体制改革牵引作用”中指出，要“深化资

本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市，**加强战略性力量储备和稳市机制建设**；五是在“2025年政府工作任务”的第六项“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”中指出，要“充实存款保险基金、**金融稳定保障基金**等化险资源”，以及“完善应对外部风险冲击预案，**有效维护金融安全稳定**”。

行业板块方面。第一，消费板块。“实施提振消费专项行动”，“扩大健康、养老、托幼、家政等多元化服务供给”，“加快数字、绿色、智能等新型消费发展”，“释放文化、旅游、体育等消费潜力”，“完善免税店政策，推动扩大入境消费”。**第二，新质生产力板块。**“推动商业航天、低空经济等新兴产业安全健康发展”，“培育生物制造、量子科技、具身智能、6G等未来产业”，“促进专精特新中小企业发展壮大”，“培育一批既懂行业又懂数字化的服务商”，“大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等新一代智能终端以及智能制造装备”，“扩大5G规模化应用，加快工业互联网创新发展”。**第三，改革开放板块。**“推动互联网、文化等领域有序开放，扩大电信、医疗、教育等领域开放试点”，“加快推进海南自由贸易港核心政策落地”。**第四，“防风险”板块。**“持续用力推动房地产市场止跌回稳”。**第五，“三农”板块。**“巩固大豆扩种成果，挖掘油料扩产潜力”，“推动棉糖胶等稳产提质”，“扶持畜牧业、渔业稳定发展，支持发展现代设施农业”，“加快先进适用农机装备研发应用和农业科技成果大面积推广”，“深化集体林权、农垦、供销社、农业水价等改革”。**第六，新型城镇化板块。**“持续推进城市更新和城镇老旧小区改造”，“加强燃气、给排水、热力、地下管廊等建设和协同管理”，“发展数字化、智能化基础设施”，“完善无障碍适老化配套设施，提升社区综合服务功能”。**第七，绿色低碳板块。**“深入实施绿色低碳先进技术示范工程，培育绿色建筑等新增长点”，“加强重点用能用水单位节能节水管理，有力有效管控高耗能项目”，“加快建设‘沙戈荒’新能源基地，发展海上风电，统筹就地消纳和外送通道建设”，“开展煤电低碳化改造试点示范”。**第八，民生板块。**“促进医疗、医保、医药协同发展和治理”，“深化以公益性为导向的公立医院改革”，“优化药品集采政策”，“健全药品价格形成机制，制定创新药目录，支持创新药发展”，“完善发展养老事业和养老产业政策机制，大力发展银发经济”，“加大对老年助餐服务、康复辅助器具购置和租赁支持力度”，“制定促进生育政策，发放育儿补贴，大力发展托幼一体服务，增加普惠托育服务供给”，“积极发展冰雪运动和冰雪经济”。**第九，军工板块。**“深入推进练兵备战，加快发展新质战斗力，构建中国特色现代军事理论体系，坚定捍卫国家主权、安全、发展利益”，涉及“加紧实施国防发展重大工程”，“加快推进网络信息体系建设”，“优化国防科技工业体系和布局”。

风险提示及免责条款

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。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表英大证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“英大证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。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。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。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。

本报告版权归“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。

分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

资质声明：

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。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。