



光期研究 见微知著

2025年二季度宏观策略报告

于洁

2025年3月30日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

目 录

一、政府工作报告解读

二、消费恢复缓慢，政策加码

三、投资保持平稳，结构分化



二季度宏观策略报告

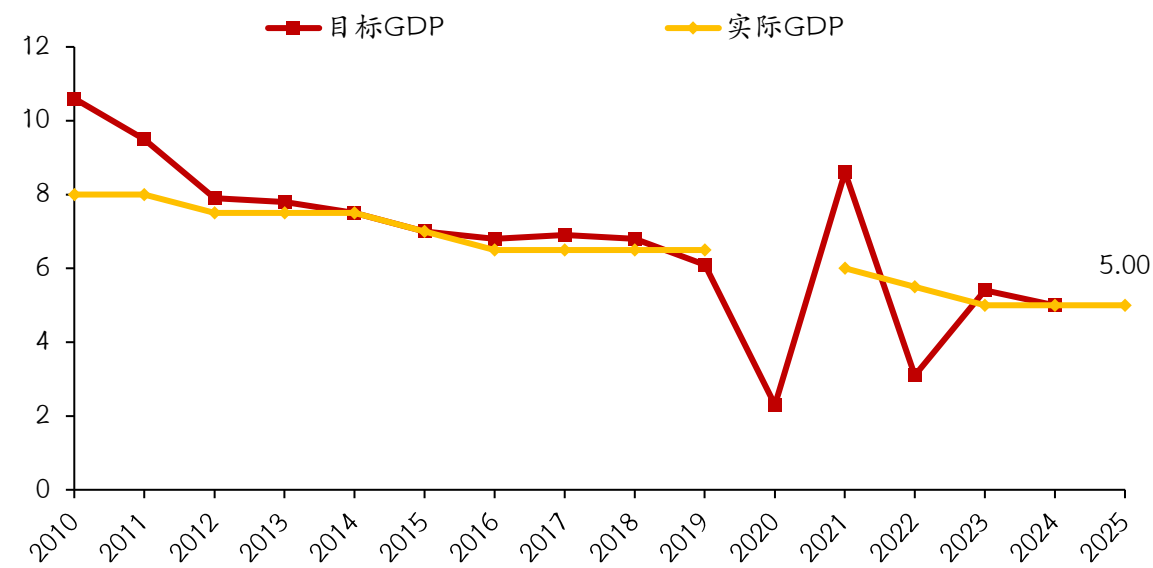
要点

政策方面，《政府工作报告》2025年主要经济目标基本符合预期。《报告》把提振消费放在首要位置，会议指出，实施提振消费专项行动，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。随后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》发布，提出大力提振消费，全方位扩大国内需求，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿，针对性解决制约消费的突出矛盾问题。中国长期以来重投资、轻消费的体制机制和政策倾向出现了边际的转向，要像过去抓投资一样抓消费。消费的边际改善可能是二季度甚至贯穿全年最重要的变量，二季度社零增速中枢或上升至7.0%左右，CPI也会有相应的回暖。历史上社零同比和CPI同比具有较强的相关性，随着宏观政策逆周期调节力度加大，尤其是《提振消费专项行动》针对性解决消费矛盾问题，消费料有改善的空间，CPI也会有相应的回暖。

房地产的触底回升也是经济重要变量之一，预估二季度房地产投资同比-7.0%。从需求端来看，住房消费也是消费，《提振消费专项行动》强调“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，表明政策仍将持续发力，同时随着土地储备专项债的发行，收储或将加快推进。房地产改善的传导路径是销售端-资金端-投资端，目前销售端和资金端有明显回暖，投资端主要改善施工和竣工，新开工仍需政策进一步放松提振房企预期。与此同时，基建投资或面临增速下滑。截至3月28日，新增专项债投向土地储备领域的比例为6%。在2017年至2019年间，土储专项债三年累计发行规模占比在三成左右。若今年土储专项债规模持续增加，则今年投向传统基建领域的专项债资金可能要少于2024年。基建的资金面临“逆风”，增速难以有大幅改善的可能，预估二季度基建投资增速下行至4.0%左右，相较于2024年4.2%的中枢小幅下滑。但基建的结构上有探讨的价值。化债背景下，中央为建设和支出主体，或通过特别国债支出的领域的基建建设可能会偏强。反之，地方政府为建设和支出主体的基建建设可能会偏弱。

GDP增速目标：国内生产总值增长 5 % 左右

图表：全国 GDP 增速（单位：%）



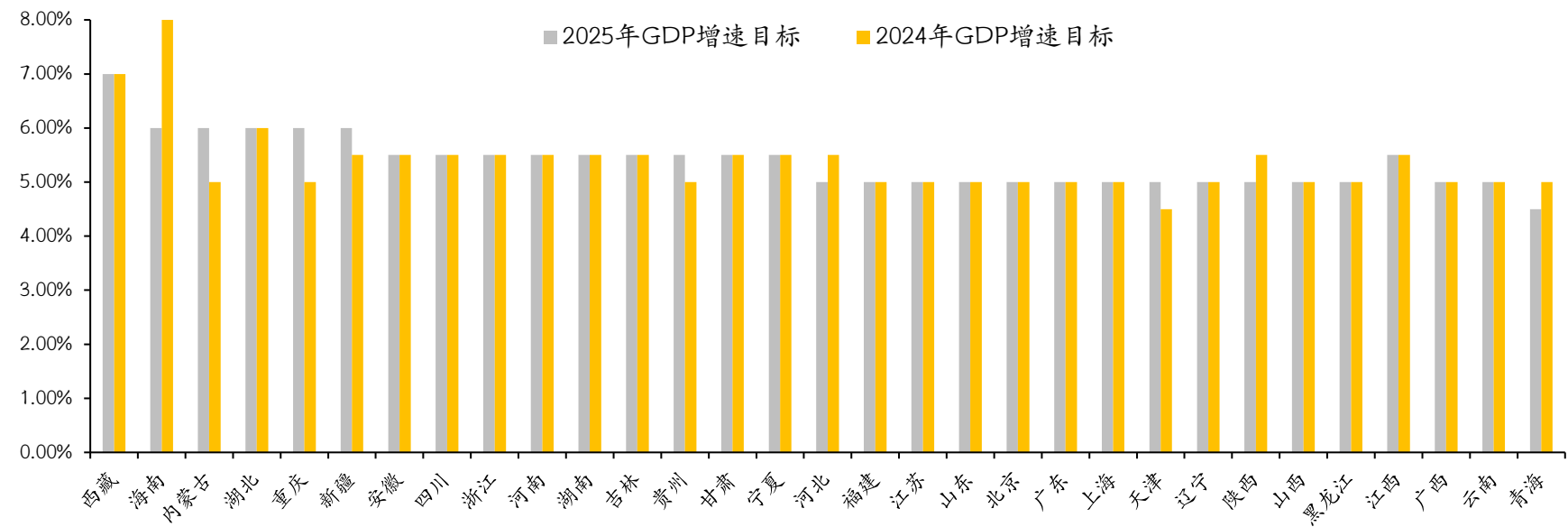
资料来源：政府网站，光大期货研究所

十四届全国人大三次会议于2025年3月5日在北京召开，会议审议2025年《政府工作报告》，解读如下：

1.GDP增速目标：国内生产总值增长 5 % 左右，符合市场预期。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。

多数省份2025年GDP增速目标持平于2024年

图表：2025、2024年各省份/直辖市GDP增速目标（单位：%）

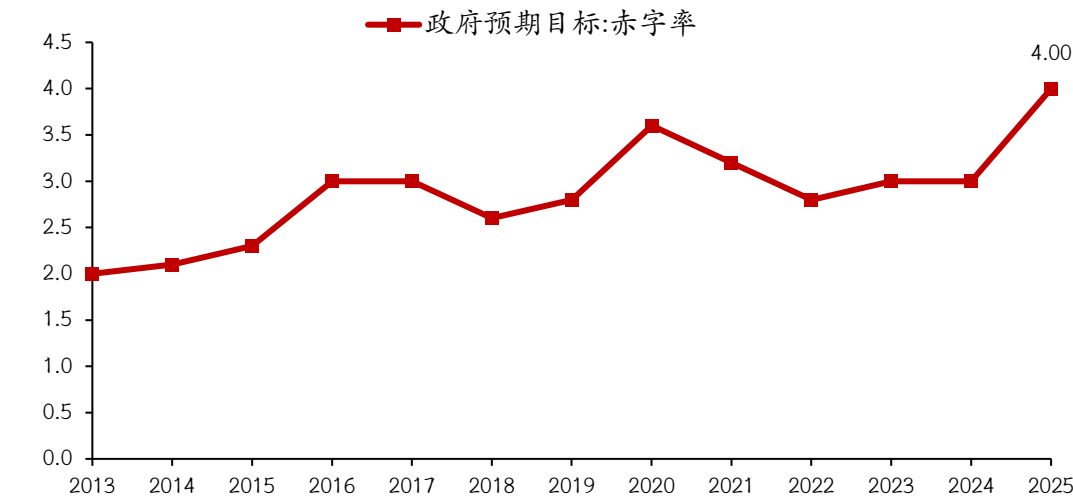


资料来源：政府网站，光大期货研究所

地方政府工作报告显示，多数省份2025年GDP增速目标持平于2024年，内蒙古、重庆、新疆、贵州、辽宁相较于2024年上调，上调幅度分别为1.0%、1.0%、0.5%、0.5%、0.5%；海南、河北、陕西、青海相较于2024年下调，下调幅度分别为2%、0.5%、0.5%、0.5%。

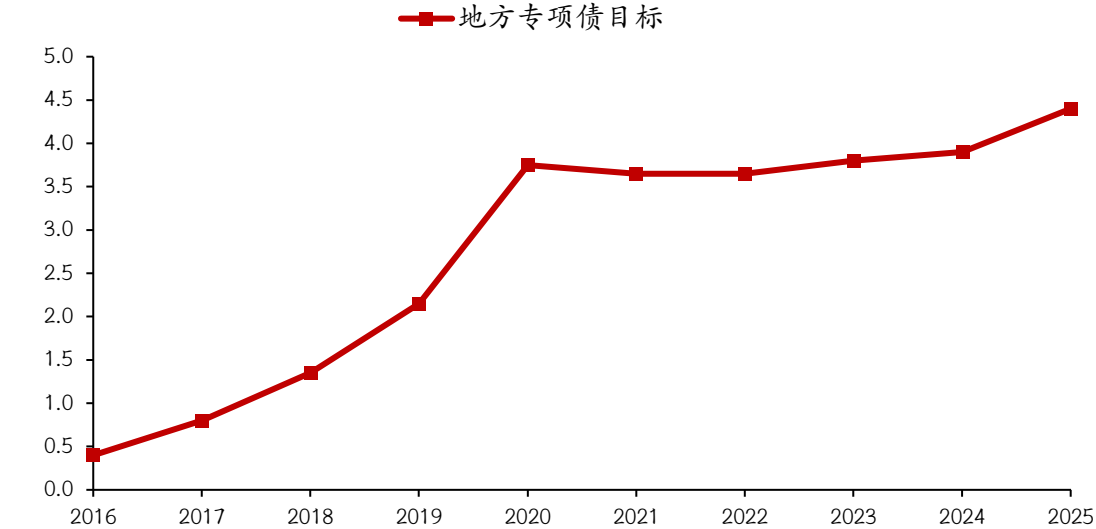
财政政策：实施更加积极的财政政策

图表：预期赤字率（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：地方专项债目标（单位：亿元）



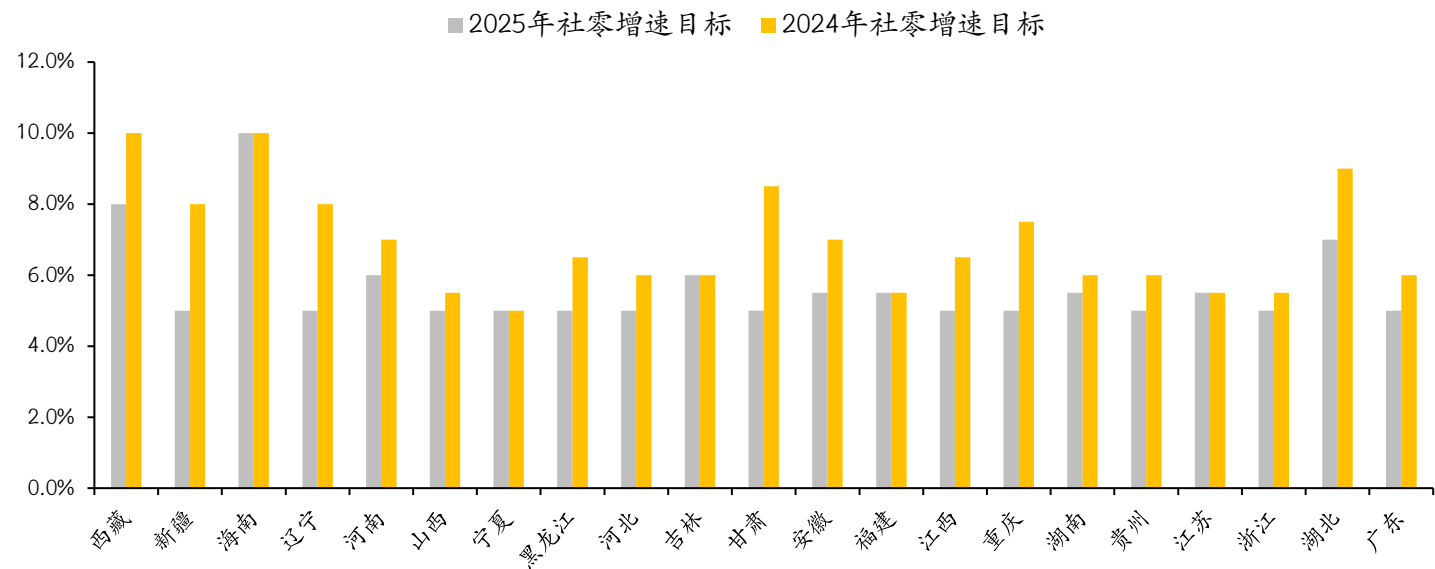
资料来源：Wind，光大期货研究所

2. 财政政策：实施更加积极的财政政策。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。拟发行超长期特别国债1.3万亿元、比上年增加3000亿元。值得注意的是，由于2023年四季度的1万亿元增发国债，主要在 2024 年使用，即 2024 年用于建设的增发国债和特别国债实际为 2 万亿元。

拟安排地方政府专项债券4.4万亿元、比上年增加5000亿元。2025年4.4万亿元专项债，扣除用于化债的8000亿元特殊新增专项债，用于投资的资金为3.6万亿元。值得注意的是，2024年央行、自然资源部、财政部均提到“允许专项债券用于土地储备”。倘若2025年重启土地储备债的发行，则2025年投向传统基建领域的专项债资金可能要少于2024年。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。

消费政策：实施提振消费专项行动

图表：2025、2024年各省份/直辖市社零增速目标（单位：%）



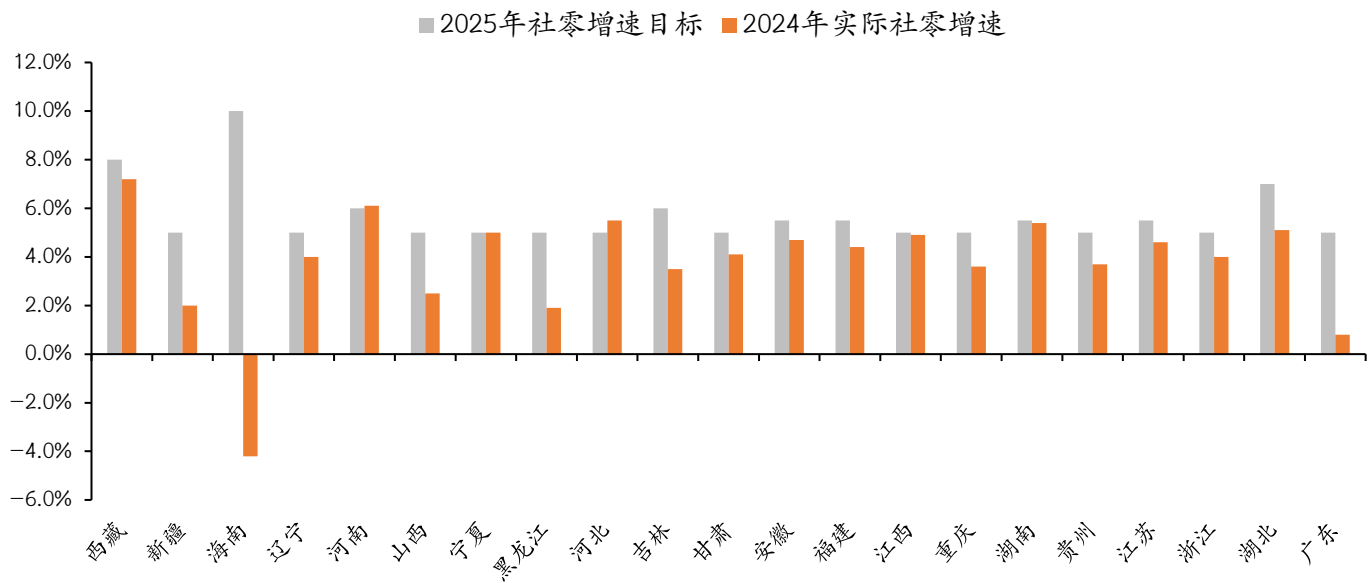
资料来源：政府网站，光大期货研究所

3. 消费政策：大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。会议指出，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。实施提振消费专项行动。制定提升消费能力、增加优质供给、改善消费环境专项措施，释放多样化、差异化消费潜力，推动消费提质升级。多渠道促进居民增收，推动中低收入群体增收减负，完善劳动者工资正常增长机制。安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新。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。

地方政府工作报告公布2025年社零增速目标，其中5个与2024年目标持平，其余均下调目标增速，无一上调。21个省份/直辖市2025年算术平均增速为5.7%，2024年为6.9%。

消费政策：实施提振消费专项行动

图表：各省份/直辖市社零增速（单位：%）

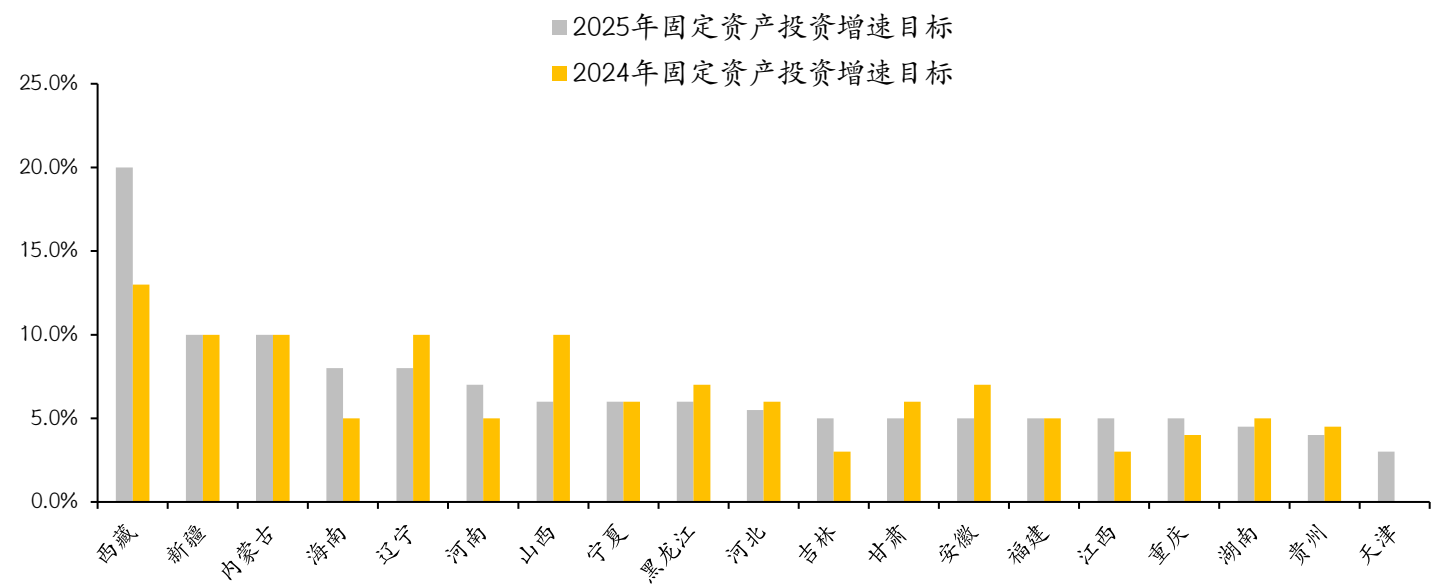


资料来源：政府网站，光大期货研究所

从宏观政策来看，2024年以旧换新政策持续加码，主要以汽车、家电产品、家装消费品为主，从效果来看，对相关商品销售额增长有明显拉动。2025年年初消费品以旧换新延续，并且加力扩围。各省份/直辖市政府工作报告对提振消费专项行动着墨较多，是扩大内需发力的重要抓手。虽然地方政府社零增速目标有所下调，但多数目标值大于2024年实际值，表明消费相关政策会逐渐加码。

投资政策：积极扩大有效投资

图表：2025、2024年各省份/直辖市固定资产投资增速目标（单位：%）



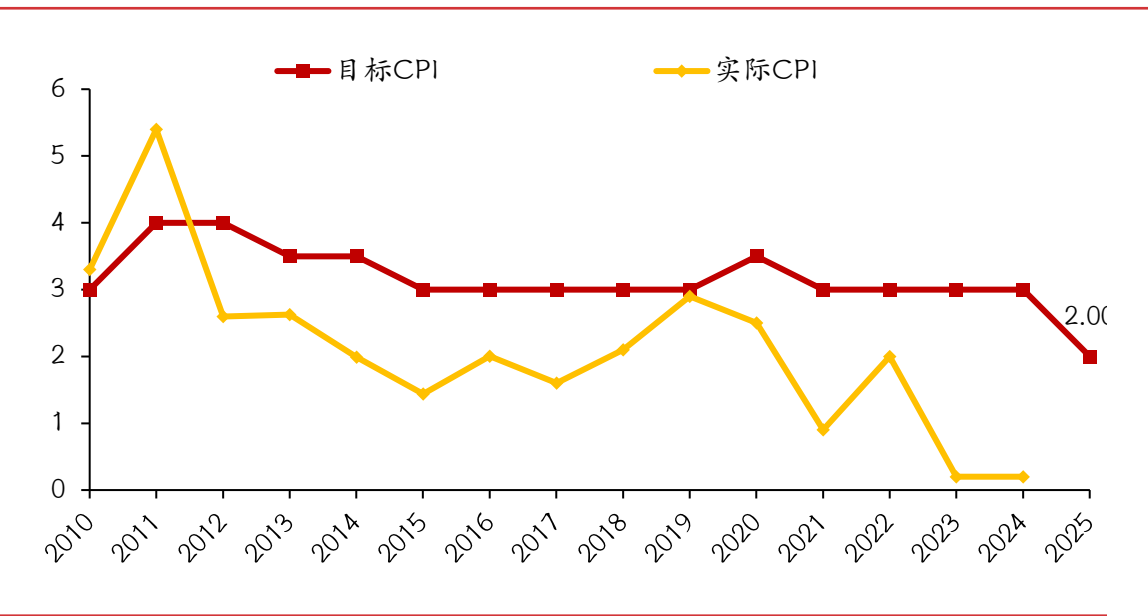
资料来源：政府网站，光大期货研究所

4.投资政策：积极扩大有效投资。会议指出，紧扣国家发展战略和民生需求，发挥好各类政府投资工具作用，加强财政与金融配合，强化项目储备和要素保障，加快实施一批重点项目，推动“十四五”规划重大工程顺利收官。切实选准选好项目，管好用好资金，保障在建项目资金需求，坚决防止低效无效投资。今年中央预算内投资拟安排7350亿元。用好超长期特别国债，强化超长期贷款等配套融资，加强自上而下组织协调,更大力度支持“两重”建设。优化地方政府专项债券管理机制，实施好投向领域负面清单管理、下放项目审核权限等措施。简化投资审批流程，建立健全跨部门跨区域重大项目协调推进机制。加大服务业投资力度。支持和鼓励民间投资发展，规范实施政府和社会资本合作新机制，引导更多民间资本参与重大基础设施、社会民生等领域建设，让民间资本有更大发展空间。

地方政府工作报告公布2025年固定资产投资增速目标，整体来看相较于2024年稳中有升。公布目标的省份/直辖市中，8个上调了增速目标，7个下调，4个持平（天津2024年目标为正增长，2025年为3%）。算术平均来看，8个省市上调幅度为3%，7个省市下调幅度为1.4%。19个省份/直辖市2025年算术平均增速为6.7%，2024年为6.3%。

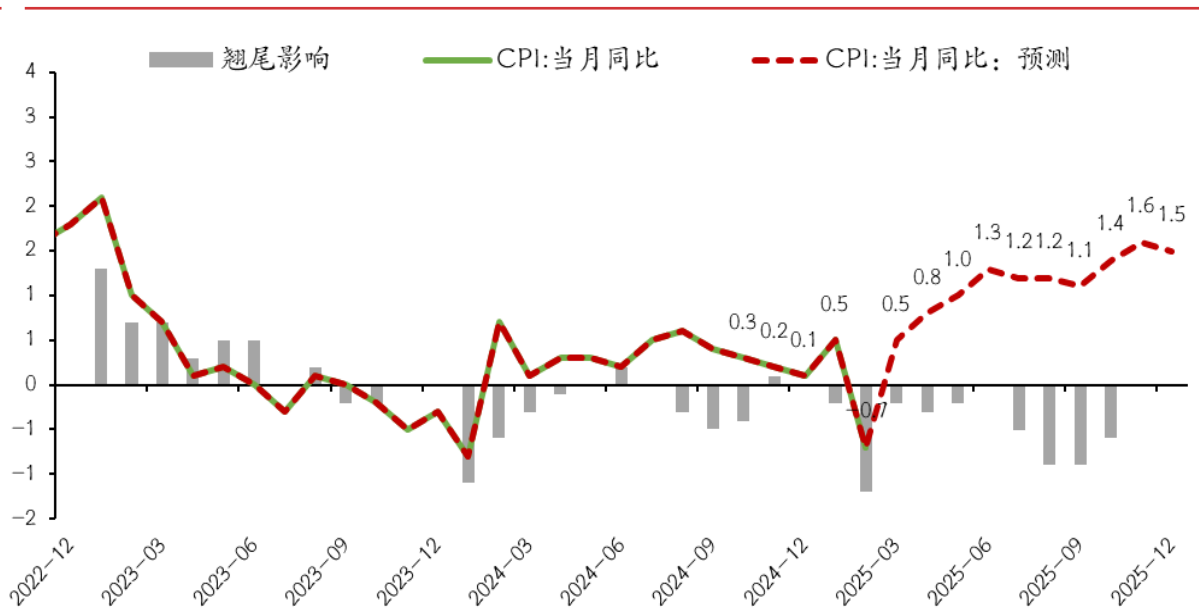
CPI涨幅目标：居民消费价格涨幅 2 % 左右

图表：政府工作报告中居民消费价格涨幅目标（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：CPI同比预估（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

5.CPI涨幅目标：居民消费价格涨幅 2 % 左右，符合市场预期。会议指出，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。

此前，地方政府工作报告公布2025年CPI涨幅目标均定为2%。由于实际CPI涨幅多年均明显低于3%的涨幅目标，所以下调CPI涨幅目标并不能说明2025年CPI涨幅会低于2024年，而是2%的涨幅目标更加切实贴近真实水平。展望2025年，居民收入及预期或将有所改善，叠加促消费政策加码，在低基数效应之下，2025年CPI大概率维持温和上行的趋势。

中国经济数据预估

	2024Q3	2024Q4	2025.2	2025Q2E
GDP	4.6	5.4	/	5.0
工业增加值	5.8	5.8	5.9	5.6
社零	3.3	3.5	4.0	7.0
固定资产投资	3.4	3.2	4.1	4.3
制造业投资	9.2	9.2	9.0	8.0
基建投资	4.1	4.4	5.6	4.0
房地产投资	-10.1	-10.6	-9.8	-7.0
出口	4.5	5.9	2.3	1.0
CPI	0.3	0.2	-0.7	0.4
PPI	-2.0	-2.2	-2.7	-1.4
社融	8.0	8.0	8.2	8.2
人民币贷款	7.8	7.2	7.1	7.0

资料来源：Wind，光大期货研究所

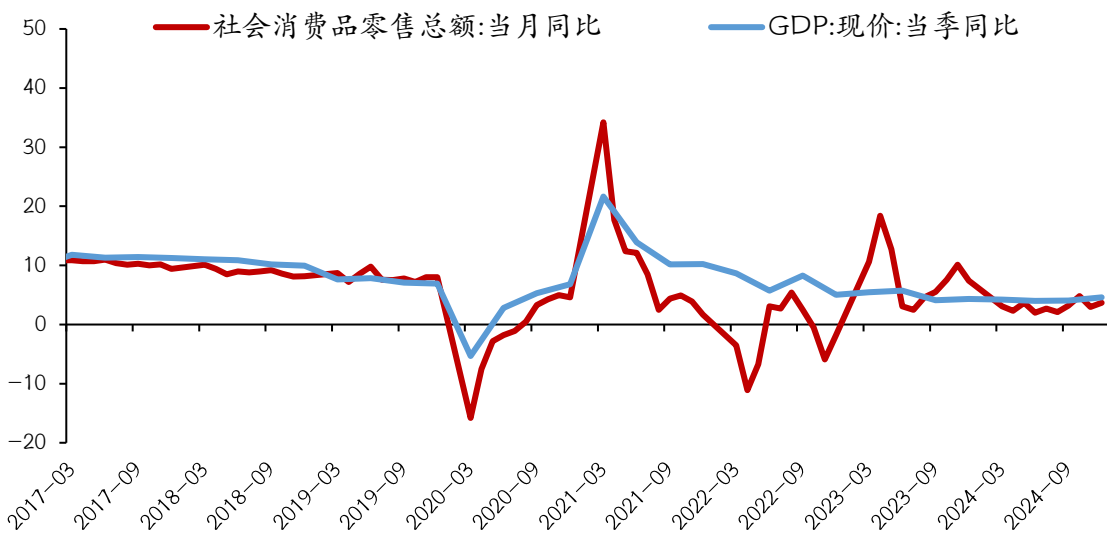
目 录

- 一、政府工作报告解读
- 二、消费恢复缓慢，政策加码
- 三、投资保持平稳，结构分化



消费恢复缓慢，政策持续加码

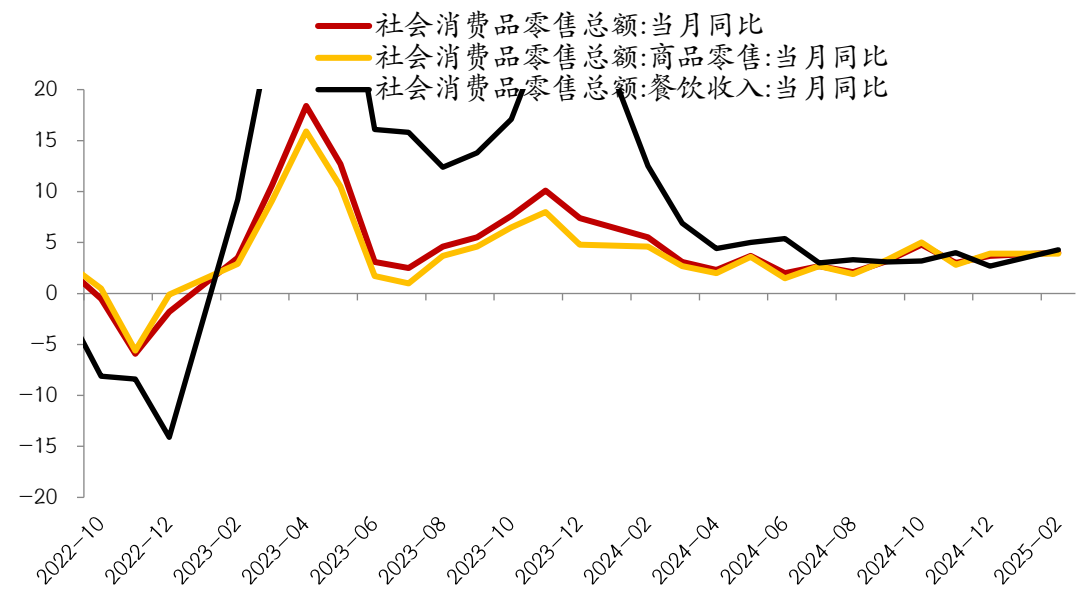
图表：社零当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

2024年社零累计同比增长3.5%，低于GDP同比1.5个百分点。

图表：社零分项当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

消费品以旧换新政策继续显效

图表：社零分项同比增速（单位：%）

	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02
粮油、食品类	11.50	9.90	10.10	10.10	11.10	10.10	9.90	10.80	9.30	8.50	11.00	9.00
饮料类	-2.60	-8.50	-4.30	-0.90	-0.70	2.70	6.10	1.70	6.50	6.40	5.80	6.90
烟酒类	5.50	10.40	-3.10	-0.10	-0.70	3.10	-0.10	5.20	7.70	8.40	9.40	13.70
服装鞋帽针纺织品类	3.30	-0.30	-4.50	8.00	-0.40	-1.60	-5.20	-1.90	4.40	-2.00	3.80	1.90
化妆品类	4.40	0.80	-26.40	40.10	-4.50	-6.10	-6.10	-14.60	18.70	-2.70	2.20	4.00
金银珠宝类	5.40	-1.00	-5.90	-2.70	-7.80	-12.00	-10.40	-3.70	-11.00	-0.10	3.20	5.00
日用品类	5.70	6.30	1.30	8.50	3.00	1.30	2.10	0.30	7.70	4.40	3.50	-0.70
家用电器和音像器材类	10.90	39.30	22.20	39.20	20.50	3.40	-2.40	-7.60	12.90	4.50	5.80	5.70
中西药品类	2.50	-0.90	-2.70	1.40	5.40	4.30	5.80	4.50	4.30	7.80	5.90	2.00
文化办公用品类	21.80	9.10	-5.90	18.00	10.00	-1.90	-2.40	-8.50	4.30	-4.40	-6.60	-8.80
家具类	11.70	8.80	10.50	7.40	0.40	-3.70	-1.10	1.10	4.80	1.20	0.20	4.60
通讯器材类	26.20	14.00	-7.70	14.40	12.30	14.80	12.70	2.90	16.60	13.30	7.20	16.20
石油及制品类	0.90	-2.80	-7.10	-6.60	-4.40	-0.40	1.60	4.60	5.10	1.60	3.50	5.00
建筑及装潢材料类	0.10	0.80	2.90	-5.80	-6.60	-6.70	-2.10	-4.40	-4.50	-4.50	2.80	2.10
汽车类	-4.40	0.50	6.60	3.70	0.40	-7.30	-4.90	-6.20	-4.40	-5.60	-3.70	8.70

资料来源：Wind，光大期货研究所

消费品以旧换新政策继续显效，限额以上单位通讯器材类、文化办公用品类、家具类、家用电器和音像器材类商品零售额分别增长26.2%、21.8%、11.7%、10.9%。

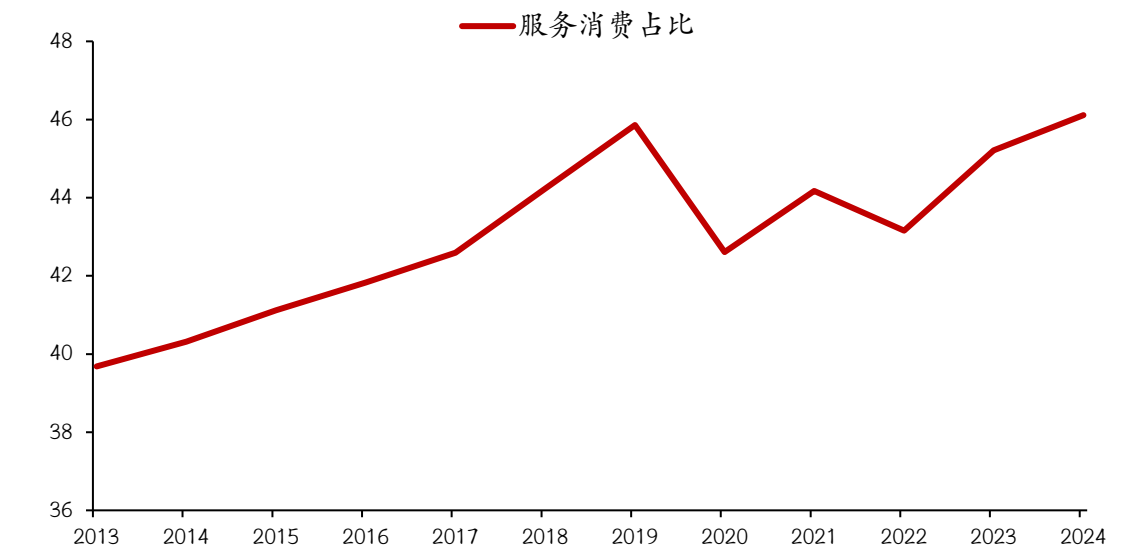
汽车零售额同比减少4.4%，据乘联会，今年1-2月累计零售317.9万辆，同比增长1.2%。近几个月社零汽车类销售额增速明显低于乘用车销量同比增速，主要由于报废更新、置换补贴政策启动影响，叠加车企价格战，价格下降的幅度抵消了量的增长。

2025年以旧换新政策加力扩围

时间	文件	具体内容	资金
2025年1月8日	国家发展改革委财政部关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知	1.加大重点领域设备更新项目支持力度。增加超长期特别国债支持重点领域设备更新的资金规模，在继续支持工业、用能设备、能源电力、交通运输、物流、环境基础设施、教育、文旅、医疗、老旧电梯等设备更新基础上，将支持范围进一步扩展至电子信息、安全生产、设施农业等领域，重点支持高端化、智能化、绿色化设备应用。 2.加力实施设备更新贷款贴息。在中央财政贴息1.5个百分点基础上，国家发展改革委安排超长期特别国债资金进行额外贴息。 3.扩围支持老旧营运货车和农业机械报废更新。报废并更新购置采棉机，报废最高补贴额由单台6万元提高至8万元。 4.提高新能源城市公交车及动力电池更新补贴标准。加力推进城市公交车电动化替代，更新车龄8年及以上的城市公交车和超出质保期的动力电池，平均每辆车补贴额由6万元提高至8万元。 5.优化消费品以旧换新资金分配。资金分配向2024年消费品以旧换新工作成效较好的地区适度倾斜，优先支持大宗耐用消费品以旧换新。 6.扩大汽车报废更新支持范围。将符合条件的国四排放标准燃油乘用车纳入可申请报废更新补贴的旧车范围。 7.完善汽车置换更新补贴标准。个人消费者转让登记在本人名下乘用车并购买乘用车新车的，给予汽车置换更新补贴支持，购买新能源乘用车单台补贴最高不超过1.5万元，购买燃油乘用车单台补贴最高不超过1.3万元。 8.加力支持家电产品以旧换新。继续支持冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等8类家电产品以旧换新，将微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲等4类家电产品纳入补贴范围。2024年已享受某类家电产品以旧换新补贴的个人消费者，2025年购买同类家电产品可继续享受补贴。 9.实施手机等数码产品购新补贴。对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环等3类数码产品（单件销售价格不超过6000元），按产品销售价格的15%给予补贴，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过500元。 10.积极支持家装消费品换新。加大对个人消费者在开展旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造过程中购置所用物品和材料的补贴力度，积极促进智能家居消费等。补贴品类、标准、限额和实施方式由有关部门指导各地区结合实际合理确定。 11.加快推进电动自行车以旧换新。各地区要进一步完善补贴实施细则，优化补贴方式，简化操作流程，加强市场监管，加快推进电动自行车以旧换新。	强化资金支持。国家发展改革委牵头安排超长期特别国债资金支持设备更新，用于落实本通知第（一）（二）（四）以及（十四）条所列支持政策和符合条件的项目建设；直接向地方安排超长期特别国债资金支持消费品以旧换新，用于落实第（八）（九）（十）（十一）（十二）（十三）以及（五）（六）条所列支持政策。直接向地方安排的资金总体按照9:1的原则实行央地共担，东部、中部、西部地区中央承担比例分别为85%、90%、95%。各省级财政根据中央资金分配情况按比例安排配套资金，省以下经费分担办法由省级财政确定。各地区要严格执行本通知明确的相关领域支持标准，其他领域具体支持标准和品类由各地区结合实际合理确定，确保资金投向符合“两新”政策要求。各地区要及时完成2024年消费品以旧换新补贴资金清算，做好相关支持政策跨年度顺畅衔接和平稳有序过渡。若某地区用完中央下达的消费品以旧换新资金额度，则超出部分由该地区通过地方资金支持，中央不再负担。截至2025年12月31日未用完的中央下达消费品以旧换新资金额度收回中央。

服务消费有待补短板

图表：服务消费占比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

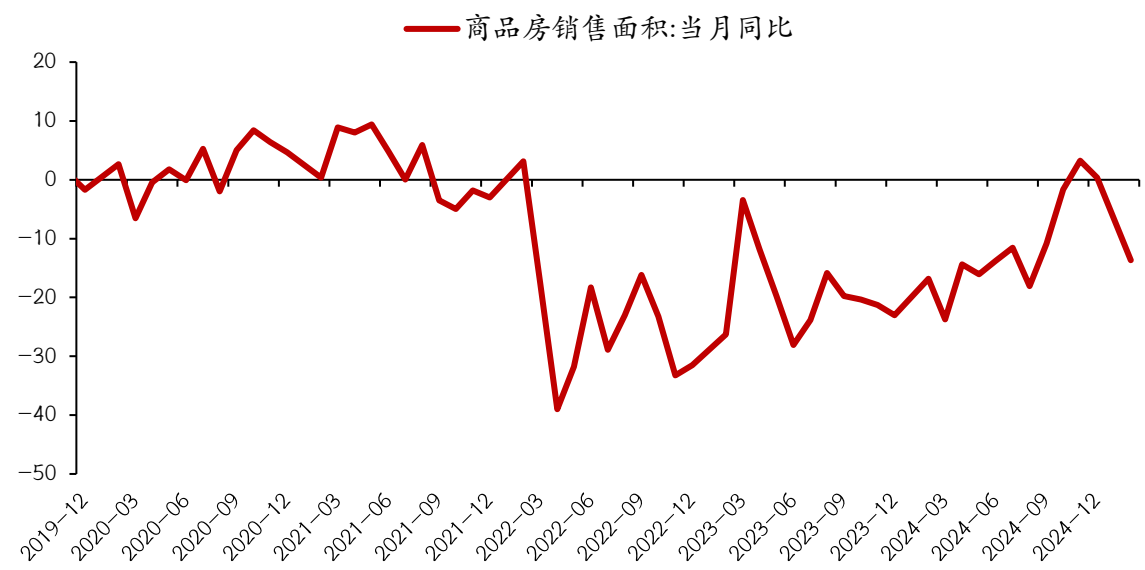
图表：旅游占支出意愿比重（单位：%）



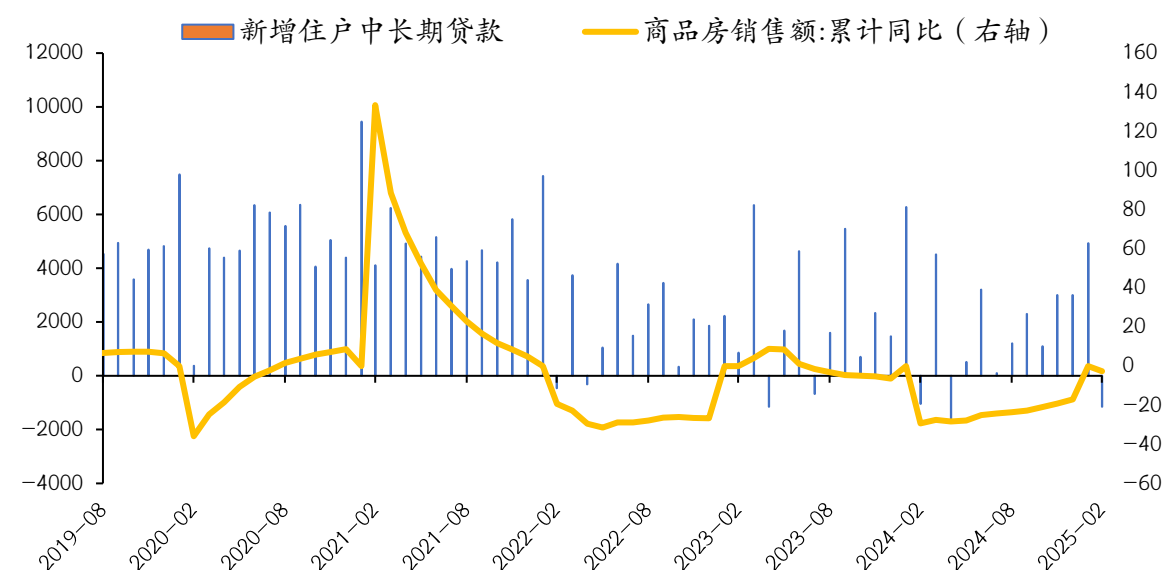
资料来源：Wind，光大期货研究所

住房消费也是消费

图表：商品房销售和住户中长期贷款（单位：亿元，%）



图表：住户中长期贷款（单位：亿元）

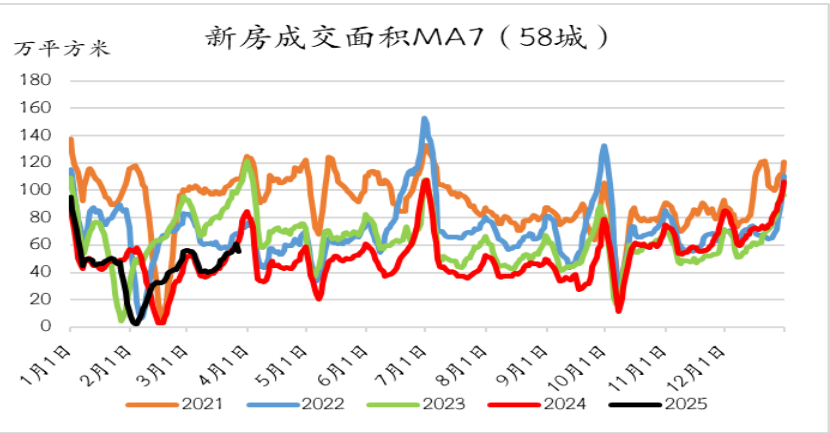


资料来源：Wind，光大期货研究所

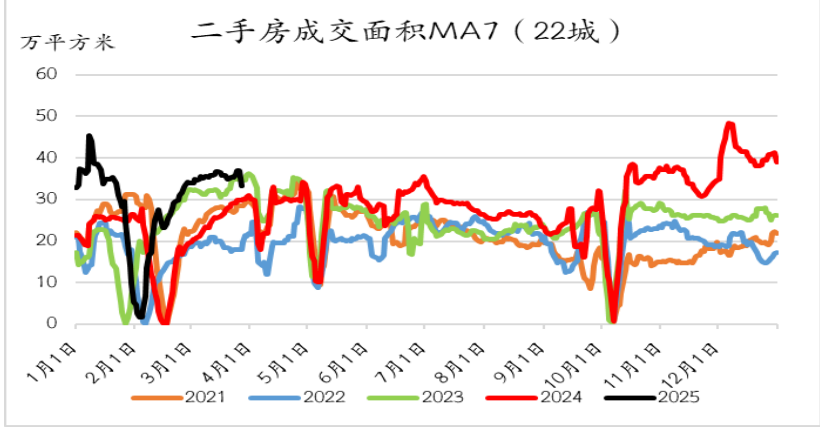
1-2月商品房销售面积同比下降5.1%，降幅比上年全年收窄7.8个百分点。商品房销售面积下降受到春节假期以及去年闰年导致基数偏大的影响，剔除以上影响，1-2月商品房销售面积为正增长。

未来三四线城市的新房政策还有进一步放松的空间

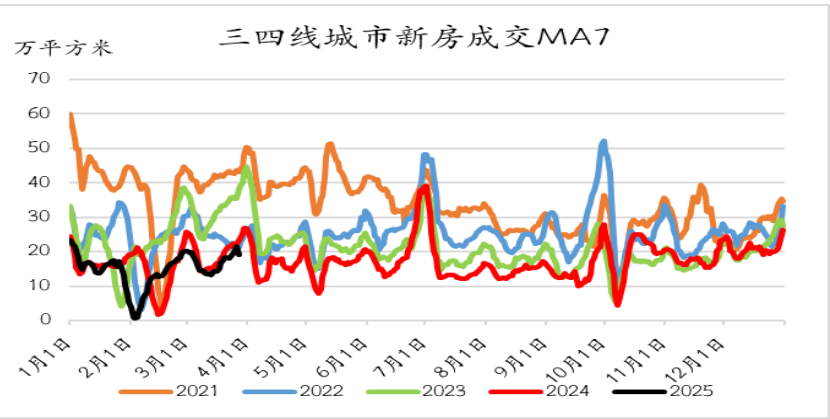
图表：新房成交面积（单位：万平方米）



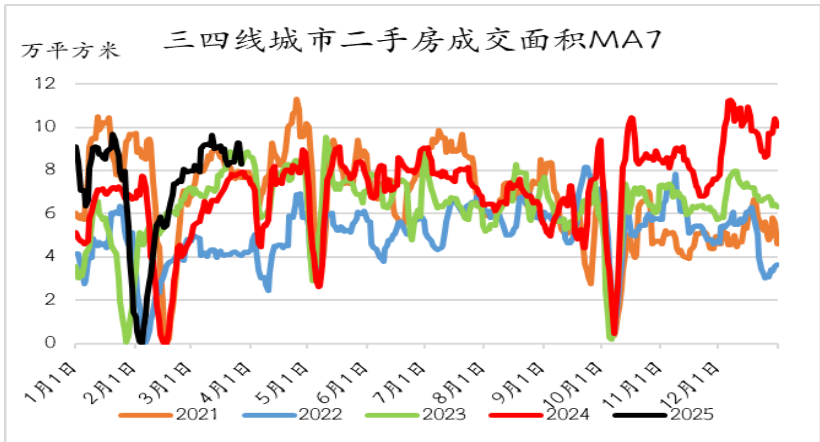
图表：二手房成交面积（单位：万平方米）



图表：三四线新房成交面积（单位:万平方米）



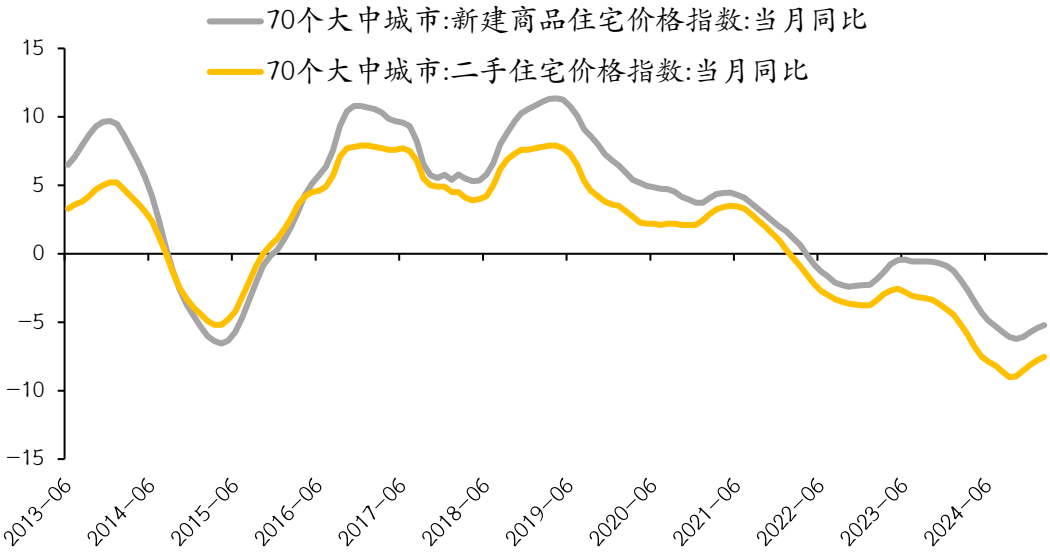
图表：三四线二手房成交面积（单位:万平方米）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

房价回升有助于居民资产负债表修复

图表：房价指数同比（单位：%）



图表：房价指数环比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

《提振消费专项行动》针对性解决消费矛盾问题

方向	举措	部分具体要求
城乡居民增收促进行动	(一) 促进工资性收入合理增长。 (二) 拓宽财产性收入渠道。 (三) 多措并举促进农民增收。 (四) 扎实解决拖欠账款问题。	实施重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业就业支持计划。延续实施失业保险稳岗返还政策。结合形势变化加大就业支持力度，促进重点群体就业。健全最低工资标准调整机制，科学合理提高最低工资标准。 多措并举稳住股市 ，加强战略性力量储备和稳市机制建设， 加快打通商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金等中长期资金入市堵点。 健全种粮农民收益保障机制和土地增值收益分配机制，探索通过出租、入股、合作等方式盘活利用农户合法拥有的住房。 加快推进落实偿还拖欠企业账款工作，压实地方政府属地责任，对拖欠企业特别是中小微企业账款“应付快付、应付尽付”。
消费能力保障支持行动	(五) 加大生育养育保障力度。 (六) 强化教育支撑。 (七) 提高医疗养老保障能力。 (八) 保障重点群体基本生活。	研究建立育儿补贴制度。 指导有条件的地方将参加职工基本医疗保险的灵活就业人员、农民工、新就业形态人员纳入生育保险。 扩大学龄人口净流入城镇的教育资源供给。2025年提高部分学生资助补助标准，扩大政策覆盖面，延续实施国家助学贷款免息及本金延期偿还政策。 健全基本养老保险待遇合理调整机制，2025年提高城乡居民基础养老金和城乡居民基本医疗保险财政补助标准，适当提高退休人员基本养老金。全面实施个人养老金制度。推动取消灵活就业人员在就业地参加基本养老、医疗保险的户籍限制，扩大职业伤害保障试点。 加强低收入人口动态监测和分层分类救助帮扶，推动健全基本生活救助制度，提高专项救助水平，强化产业就业等开发式帮扶。加强完全失能老年人照护服务支持。鼓励有条件的地方结合实际向困难群众发放救助金或增发一次性生活补贴。向符合条件的失业人员及时足额发放失业保险金等。
服务消费提质惠民行动	(九) 优化“一老一小”服务供给。 (十) 促进生活服务消费。 (十一) 扩大文体旅游消费。 (十二) 推动冰雪消费。 (十三) 发展入境消费。 (十四) 稳步推进服务业扩大开放。	推进全社会适老化改造，支持地方试点探索、整体推进多层建筑加装电梯和发展老年助餐服务。积极发展抗衰老、银发旅游等产业，释放银发消费市场潜力。 加强服务供给能力建设，支持服务消费场景创新、业态融合、产业集聚。提升餐饮服务品质，支持地方发展特色餐饮。加大家政服务培训力度，鼓励更多高等学校、职业学校开设家政相关专业。 深化线上线下、商旅文体健多业态消费融合，创新多元化消费场景。支持旅游景区景点、文博单位拓展服务项目，合理延长经营时间，扩大接待规模。支持各地增加优质运动项目和特色体育赛事供给。 启动实施冰雪旅游提升计划，组织开展冰雪消费季等促消费活动，建设一批冰雪主题高品质旅游景区、度假区。 有序扩大单方面免签国家范围，优化完善区域性入境免签政策。推出更多优质入境旅游线路和服务。支持在具备条件的城市口岸开设免税店。扩大电信、医疗、教育等领域开放试点。聚焦居民消费升级需求，推动医疗健康、文化娱乐等优质生活性服务进口。
大宗消费更新升级行动	(十五) 加大消费品以旧换新支持力度。 (十六) 更好满足住房消费需求。 (十七) 延伸汽车消费链条。	用好超长期特别国债资金，支持地方加力扩围实施消费品以旧换新。 持续用力推动房地产市场止跌回稳，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。允许专项债券支持城市政府收购存量商品房用作保障性住房。落实促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策。适时降低住房公积金贷款利率。扩大住房公积金使用范围，支持缴存人在提取公积金支付购房首付款的同时申请住房公积金个人住房贷款，加大租房提取支持力度，推进灵活就业人员缴存试点工作。 开展汽车流通消费改革试点。

《提振消费专项行动》针对性解决消费矛盾问题

方向	举措	部分具体要求
消费品质提升行动	(十八) 强化消费品牌引领。 (十九) 支持新型消费加快发展。 (二十) 提高内外贸一体化水平。	聚焦商贸、物流、文旅等服务领域，分类制定提升服务品质政策，打造更多中国服务品牌。 深入实施数字消费提升行动，大力培育品质电商。开展“人工智能+”行动，促进“人工智能+消费”。 促进内外贸标准认证等制度衔接融合。支持外贸产品拓内销，开展外贸优品中华行活动，引导外贸代工企业加快培育自主品牌。
消费环境改善提升行动	(二十一) 保障休息休假权益。 (二十二) 营造放心消费环境。 (二十三) 完善城乡消费设施。	严格落实带薪年假制度，将带薪年假执行情况作为工会维护职工权益的重要内容。鼓励有条件的地方结合实际探索设置中小学春秋假。 实施优化消费环境三年行动，进一步完善质量标准、信用约束、综合治理、消费维权等制度。 深入实施县域商业建设行动和“千集万店”改造提升，加强县级物流配送中心和乡村终端物流配送设施建设。
限制措施清理优化行动	(二十四) 有序减少消费限制。 (二十五) 持续优化营商环境。	各地区各有关部门要结合实际，及时清理对消费的不合理限制，不得搞“一刀切”和层层加码。 完善市场准入负面清单管理模式，以环保、卫生、安保、质检、消防等领域为重点，深入清理整治各类市场准入壁垒，营造稳定公平透明可预期的市场环境。
完善支持政策	(二十六) 加强促消费政策协同联动。 (二十七) 强化投资对消费的支撑作用。 (二十八) 发挥财政政策引导带动作用。 (二十九) 强化信贷支持。 (三十) 完善消费配套保障措施。	改革完善促进消费体制机制，健全和用好宏观政策取向一致性评估工作机制，加强财税、金融、产业、投资等政策与消费政策的协同，促进同向发力、形成合力，构建更加有利于促消费的政策体系。 中央预算内投资等加力支持教育医疗、技能培训、养老托育、文旅体育等领域项目建设，补齐公共服务短板。支持符合条件的消费、文化旅游等领域项目发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）。 运用财政补贴、贷款贴息等政策工具，突出重点、精准施策，将促消费同惠民生、补短板结合起来，扩大消费需求，提升消费能力，更好发挥消费在畅通国民经济循环、拉动经济增长中的积极作用。 鼓励金融机构在风险可控前提下加大个人消费贷款投放力度，合理设置消费贷款额度、期限、利率。支持金融机构按照市场化法治化原则优化个人消费贷款偿还方式，有序开展续贷工作。2025年对符合条件的个人消费贷款和消费领域的服务业经营主体贷款给予财政贴息。 鼓励各级工会将经费用于节日慰问品、职工健身、文化体育等消费领域。

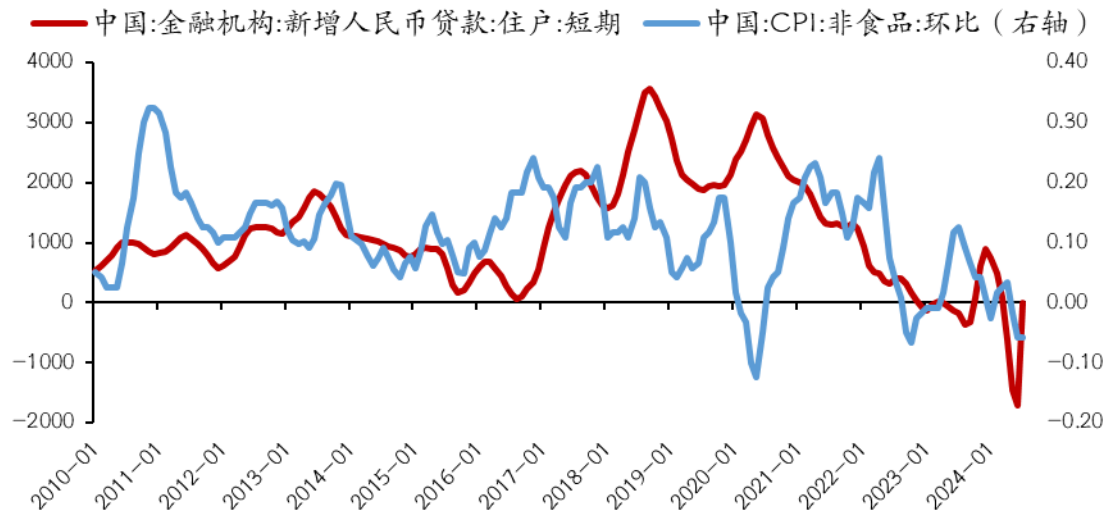
社零增速中枢或上升至7.0%左右，CPI也会有相应的回暖

图表：社零同比和CPI同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：住户短期新增贷款和CPI环比（单位：亿元人民币，%）

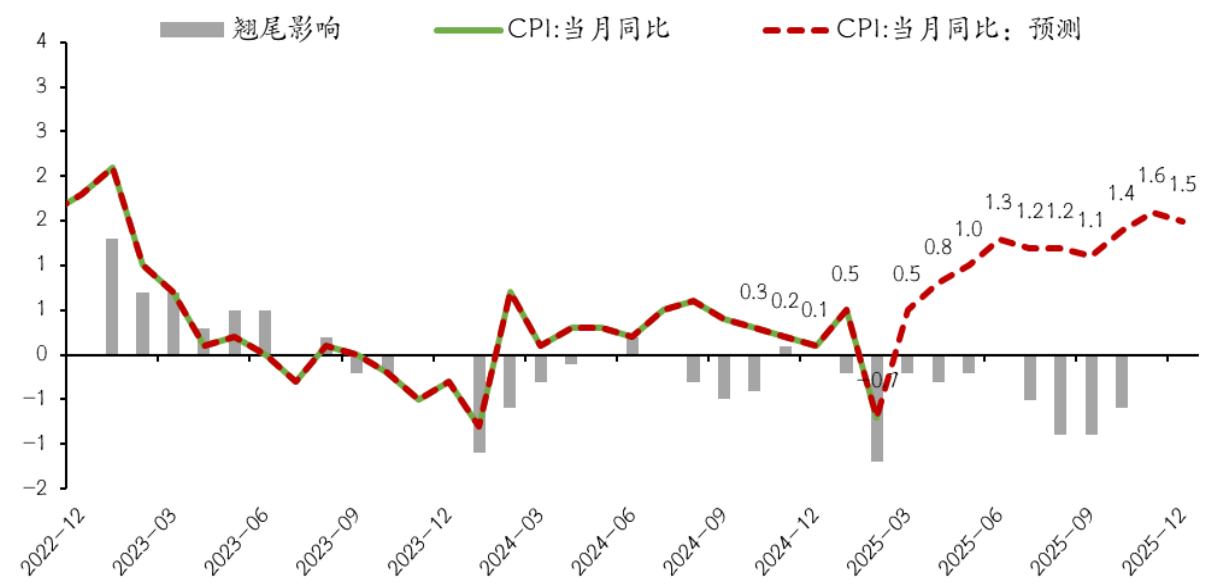


资料来源：Wind，光大期货研究所

历史上社零同比和CPI同比具有较强的相关性，近些年相关性降低。随着宏观政策逆周期调节力度加大，尤其是《提振消费专项行动》针对性解决消费矛盾问题，消费料有改善的空间。二季度社零增速中枢或上升至7.0%左右，CPI也会有相应的回暖。

预计CPI温和回升

图表：CPI同比预估（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

整体来看，居民收入及预期或将有所改善，叠加促消费政策加码，在低基数效应之下，2025年CPI维持温和上行的趋势，全年中枢1.4%左右。

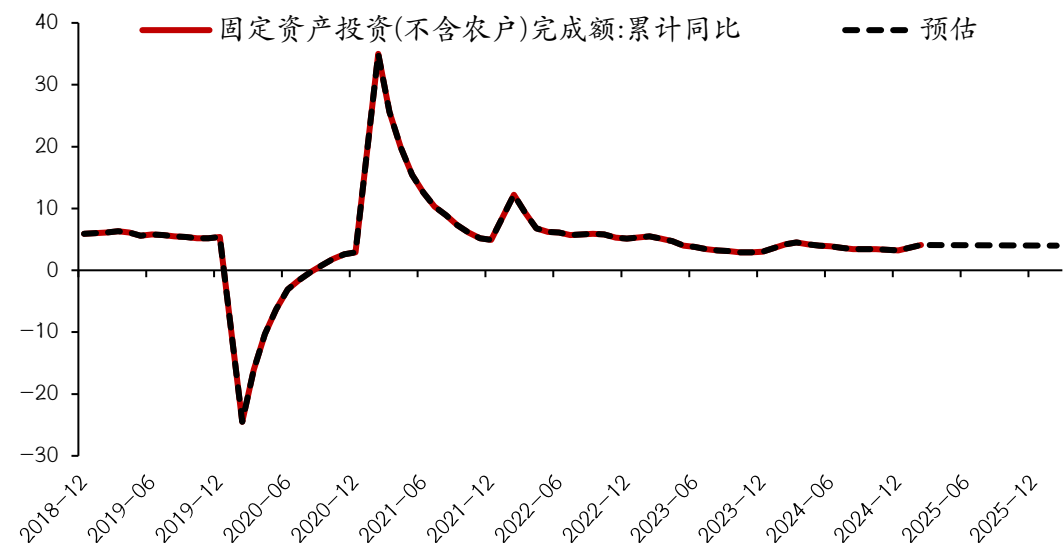
目 录

- 一、政府工作报告解读
- 二、消费恢复缓慢，政策加码
- 三、投资保持平稳，结构分化



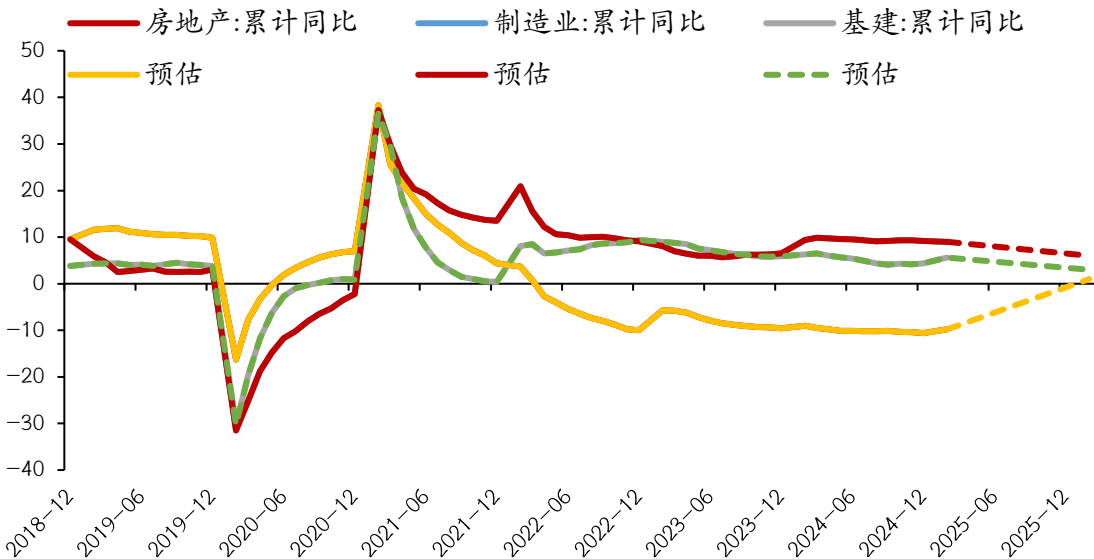
投资：固定资产投资依旧在经济中发挥压舱石的作用

图表：固定资产投资完成额同比预估（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：固定资产投资完成额分项同比预估（单位：%）



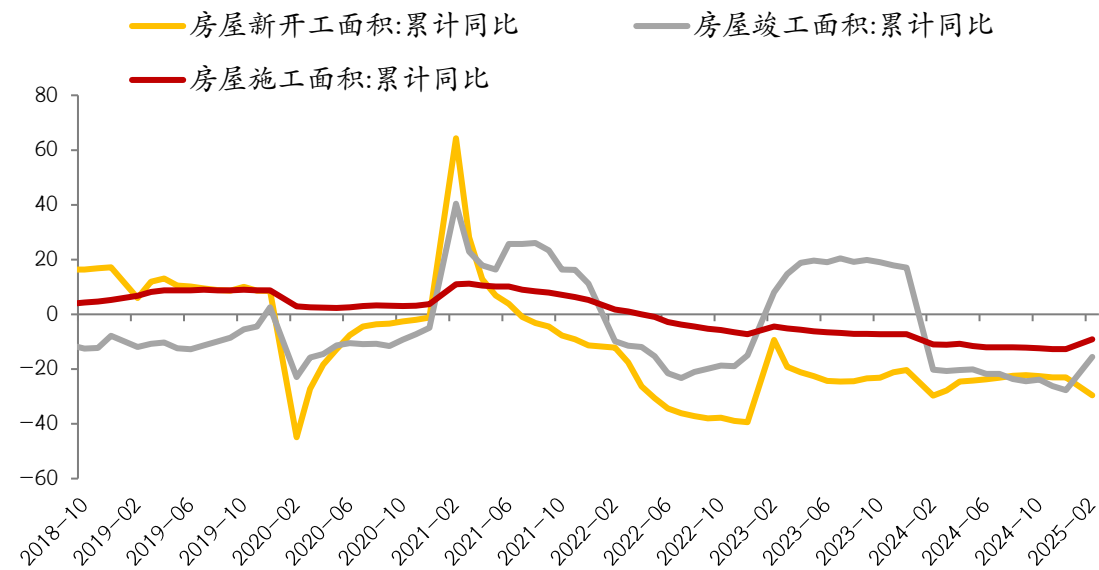
资料来源：Wind，光大期货研究所

1-2月份，固定资产投资同比增长4.1%，环比增长0.49%。分领域看，基础设施投资同比增长5.6%，制造业投资增长9.0%，房地产开发投资下降9.8%。

展望2025年，预估固定资产投资/制造业/基建/房地产同比增速分别为4%/6%/3%/1%，相较于2024年，固定资产投资增速保持稳定，其中房地产投资增速转正、基建投资和制造业投资增速降速。

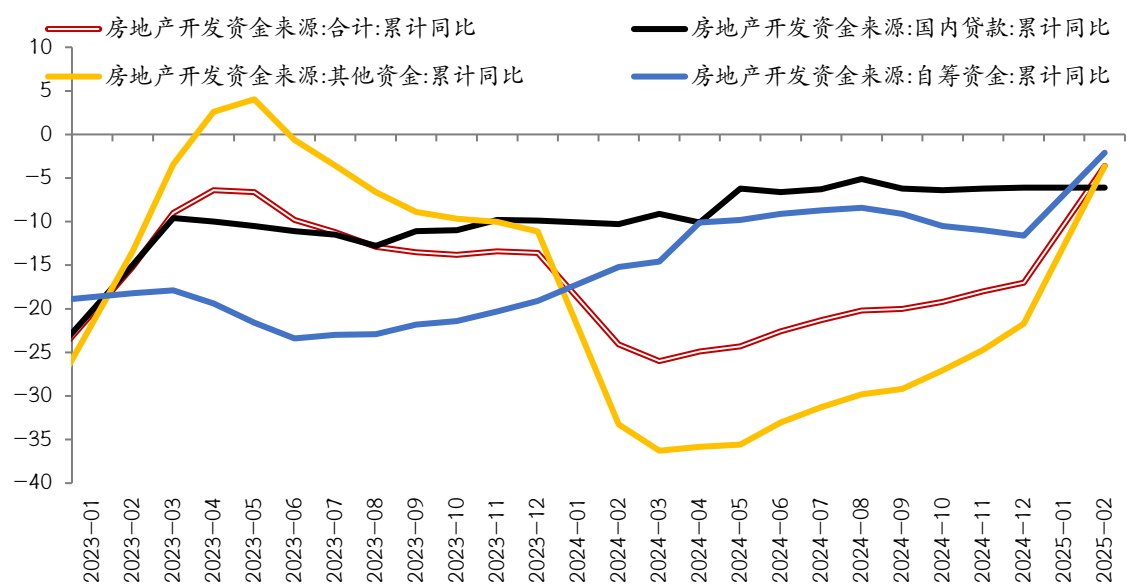
房地产资金端明显改善，逐步向投资端传导

图表：房地产投资分项同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：房地产开发投资完成额同比（单位：%）

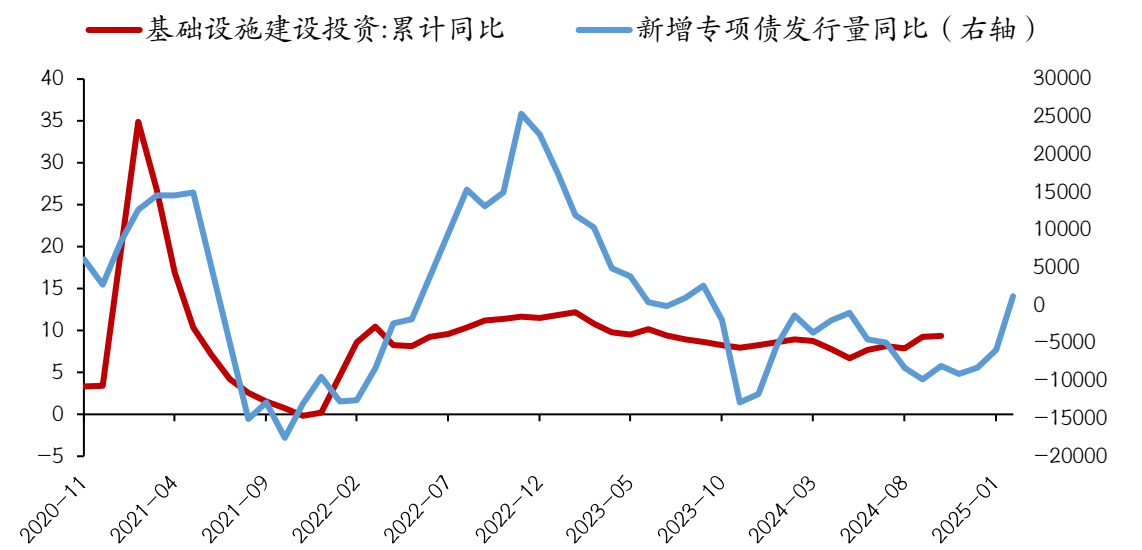


资料来源：Wind，光大期货研究所

房地产分项来看，1-2月新开工/施工/竣工同比分别为-30%/-9%/-16%，新开工跌幅略扩大，施工和竣工跌幅收窄。1-2月房地产开发企业到位资金累计同比下降3.6%，跌幅大幅收窄13.4个百分点。其中其他资金改善幅度最大，其他资金包含按揭贷款和个人预付金。房地产改善的传导路径是销售端-资金端-投资端，目前销售端和资金端有明显回暖，投资端主要改善施工和竣工，新开工仍需政策进一步放松提振房企预期。

基建：资金面临“逆风”，结构上分化

图表：政府债券发行和基建投资（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：基建和水利投资同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

1-2月基建投资同比增长5.6%，前值4.4%。截至3月28日，新增专项债投向土地储备领域的比例为6%。在2017年至2019年间，土储专项债三年累计发行规模占比在三成左右。若今年土储专项债规模持续增加，则今年投向传统基建领域的专项债资金可能要少于2024年。基建的资金面临“逆风”，增速难以有大幅改善的可能，预估二季度基建投资增速下行至4.0%左右，相较于2024年4.2%的中枢小幅下滑。

但基建的结构上有探讨的价值。化债背景下，中央为建设和支出主体，或通过特别国债支出的领域的基建建设可能会偏强。反之，地方政府为建设和支出主体的基建建设可能会偏弱。

中央主导的基建项目的发力空间如何？

项目	中央财政事权	中央与地方共同财政事权	地方财政事权
公路	(1) 国道。中央承担国家高速公路建设资本金中相应支出，承担普通国道建设、养护和管理中由中央负责事项的相应支出。 (2) 界河桥梁。(3) 边境口岸汽车出入境运输管理。	(1) 国家级口岸公路。 (2) 国家区域性公路应急装备物资储备。上述公路领域事项由中央和地方共同承担支出责任。	(1) 国道。地方负责筹集国家高速公路建设中除中央财政出资以外的其余资金，承担普通国道建设、养护、管理、运营中除中央支出以外的其余支出。(2) 省道、农村公路、道路运输站场。 (3) 道路运输管理。
铁路	(1) 宏观管理。中央承担全国铁路的专项规划、政策决定、监督评价、路网统一调度和管理等职责。 (2) 由中央决策的铁路公益性运输。	中央(含中央企业)与地方共同承担干线铁路的组织实施职责，包括建设、养护、管理、运营等具体执行事项，其中干线铁路的运营管理由中央企业负责实施。中央(含中央企业)与地方共同承担支出责任。	(1) 城际铁路、市域(郊)铁路、支线铁路、铁路专用线。 (2) 由地方决策的铁路公益性运输。上述铁路领域事项由地方承担支出责任。
水路	(1) 长江干线航道。中央承担专项规划、政策决定、监督评价职责，建设、养护、管理、运营等具体执行事项由中央实施。 (2) 西江航运干线。中央承担专项规划、政策决定、监督评价职责，建设、养护、管理、运营等具体执行事项视改革进展情况，逐步由中央实施；在改革到位之前，按照现行管理体制执行。 (3) 国境、国际通航河流航道。中央承担专项规划、政策决定、监督评价职责，建设、养护、管理(包括航运管理)、运营等具体执行事项由中央实施或委托地方实施。 (4) 中央管理水域水上安全监管和应急救助打捞。中央承担专项规划、政策决定、监督评价职责，具体执行事项由中央实施。上述水路领域事项由中央承担支出责任。	(1) 京杭运河及其他内河高等级航道。中央承担专项规划、政策决定、监督评价职责，建设、养护、管理、运营等具体执行事项由地方实施。(2) 沿海港口公共基础设施。中央承担沿海港口的专项规划、政策决定、监督评价职责，沿海港口公共基础设施的建设、养护、管理、运营等具体执行事项由地方实施。(3) 重大海上溢油应急处置和海(水)上搜救。中央承担政策决定、监督评价等职责，具体执行事项由中央与地方共同实施。发挥地方政府组织能力强、贴近基层、获取信息便利的优势，强化地方政府在重大海上溢油应急处置和海(水)上搜救方面的相关职责。(4) 水运绿色发展。中央承担专项规划、政策决定、监督评价职责，具体执行事项由地方实施。上述水路领域事项由中央与地方共同承担支出责任。	(1) 其他内河航道、内河港口公共锚地、陆岛交通码头。地方承担专项规划、政策决定、监督评价职责，并承担建设、养护、管理、运营等具体事项的执行实施。(2) 客运码头安全检测设施、农村水上客渡运管理。地方承担专项规划、政策决定、监督评价职责，并承担建设、养护、管理、运营等具体事项的执行实施。(3) 地方管理水域的水上安全监管和搜寻救助。地方承担具体事项的执行实施。上述水路领域事项由地方承担支出责任。

资料来源：中国政府网站，光大期货研究所

展望2025年，基建投资结构的分化能否持续？鉴于2024年的财政政策未能实际解决地方政府债务的问题，未来基建资金仍然面临中央政府加杠杆、地方政府去杠杆，投资结构上也将延续分化。在此基础上，我们探讨中央主导的基建项目的发力空间。根据《国务院关于推进中央与地方财政事权和支出责任划分改革的指导意见》（国发〔2016〕49号），可以看出，**铁路和水路由中央政府主导支出责任**。基建交通运输分项中道路运输业投资完成额占比七成左右，铁路运输业占比15%左右，水路运输业占比5%左右。

铁路方面，展望2025年，铁路投资仍具有发力空间。《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》提出，到2025年，全国铁路运营里程达到16.5万公里，其中高铁营业里程达到5万公里。**按照规划目标，到2025年年底，还将有近5000公里新线投产。**

运河建设如火如荼进行中



资料来源：中国政府网站，光大期货研究所

时间	部门	文件名	要点
2021.2	国务院	《国家综合立体交通网规划纲要》	到 2035 年，国家综合立体交通网实体线网总规模合计 70 万公里左右，其中“四纵四横两网”高等级航道 2.5 万公里左右，沿海主要港口 27 个，内河主要港口 36 个。
2021.11	交通运输部	《水运“十四五”发展规划》	以国际枢纽海港、主要港口为重点，打造高能级港口枢纽。建设津冀、长三角、粤港澳大湾区世界级港口群。中央资金重点支持进出港航道、防波堤、锚地等公共基础设施建设。到 2025 年，新增及改善内河航道里程 5000 公里左右，新增国家高等级航道 2500 公里左右，基本连接内河主要港口。加快长江干线、西江航运干线、京杭运河等大通道扩能升级，推动高等级航道未达标段攻坚。
2022.3	发改委	《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》	建设京津冀、长三角、粤港澳大湾区世界级港口群，支持山东打造世界一流的海洋港口，推进东北地区沿海港口一体化发展。 加强内河高等级航道扩能升级与畅通攻坚建设，完善长江、珠江、京杭运河和淮河等水系内河高等级航道网络，进一步提升珠三角高等级航道网出海能力，全面加强长三角、珠江—西江高等级航道网未达标段建设，2025 年内河高等级航道里程达到 1.85 万公里。提升内河港口专业化、规模化水平，合理集中布局集装箱、煤炭、铁矿石、商品汽车等专业化码头。
2024.6	交通运输部	《交通运输部关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设的意见》	内河水运聚焦 2.5 万公里国家高等级航道达标任务，着眼 2030 年、2035 年两个时间节点，并且要持续提升国际枢纽港发展能级。长江干线、西江航运干线、京杭运河、淮河干流等干线航道扩能升级持续推进，未来将构建横贯东西、辐射南北的水运主通道。

水路投资2025年尚有1050公里增量任务需要完成

图表：“十四五”时期水运发展主要指标

指标	2020年	2025年	增长
新增及改善内河航道里程（公里）	/	/	5000左右
#新增国家高等级航道（公里）	/	/	2500左右
沿海大型专业化码头通过能力适应度	>1.0	>1.1	/
沿海主要港口铁路进港率（%）	>90		/
集装箱铁水联运量年均增长率（%）	15		/

资料来源：中国政府网站，光大期货研究所

水路方面，运河建设如火如荼进行中。运河建设紧紧围绕国家重大战略和交通强国建设目标，强化水运大通道、港口主枢纽的功能，具有重大战略意义。根据《水运“十四五”发展规划》，“到2025年，新增及改善内河航道里程5000公里左右，新增国家高等级航道2500公里左右”。

截至2023年底，国内高等级航道里程1.54万公里，相较于2020年底增长1000公里，到2025年尚有1500公里预计增量。2022-2023年平均每年建设450公里，假设2024年建设450公里，2025年尚有1050公里增量任务需要完成。以平陆运河为参考标准，每公里运河河道投资额达5.3亿元，2025年投资空间为5565亿元。

预估二季度基建投资增速下行至4.0%左右

图表：基建主要分项相关情况（单位：%）

项目	2025年2月投资完成额同比（%）	预估2025年同比（%）	主要相关的大宗商品
交通运输、仓储和邮政业	2.7	6.0	—
道路	-3.2	-5.0	沥青、螺纹
铁路	0.2	15.0	钢轨、螺纹、铜、铝
水路	36.9	10.0	螺纹
水利、环境和公共设施管理业	8.5	2.0	—
水利	39.1	40.0	螺纹、PVC、PE
公共设施管理业	2.6	2.0	螺纹、PE、PVC
基建	5.6	3.5	—

资料来源：Wind，光大期货研究所

水利是基建中增速变化和绝对值都最高的分项，2024年水利投资增长41.7%。水利建设投资用途主要是防洪工程、水资源工程、水土保持及生态工程、专项工程，与水运建设有共性也有差异。水利投资是2023年万亿国债的重点投向，也是事关国计民生的重点改造领域。水利投资除了水电外投资收益微小，主要是政府资金参与投资。2024年前10个月，全国实施水利项目4.54万个，同比增长15.1%。水利项目一是作为“以工代赈”的代表项目，对经济增长和就业有良好的拉动作用；二是与水运建设相辅相成，具有重大战略意义，2025年水利投资仍有望保持较高景气度。

综上，对2025年基建及主要分项预估如下：道路/铁路/水路同比分别为-5.0%/15.0%/10.0%，水利/公共设施管理业同比分别为40.0%/2.0%，预估基建整体增速3.5%左右；预估二季度基建投资增速下行至4.0%左右。

分析师介绍

- 于洁，上海外国语大学金融硕士，历任混沌天成期货宏观分析师，现任光大期货宏观分析师。期货从业资格号：F03088671；期货交易咨询资格号：Z0016642。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼6楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。