

2025 年 03 月 09 日

两会期间的政策线索

宏观研究团队

——预算报告、计划报告、经济主题记者会学习

何宁（分析师）

沈美辰（分析师）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790524110002

● 从《预算报告》看宽财政的方式和方向

1、2024 年财政特征：税收承压，第二本账“支援”地方

(1) 第一本账完成度好于第二本账。政府性基金支出缺口大于收入缺口，或是由于地方政府卖地收入下滑导致财力承压，超额调减支出。(2) 第一本账缺口主因税收歉收，地方补缺口更明显。2024 年税收收入下降 3.4%，中央税收下滑较地方更为明显，增值税减收的拖累效应最强。2024 年财政补缺口的特征有：一是保持中央支出强度；二是拉高非税收入；三是结构上加大对地方的财力倾斜。一方面地方财政使用更多调入资金和结转结余弥补缺口（比预算多 4321 亿），另一方面通过超长债支持地方财力，中央政府性基金对地方的实际转移支付比预算多 3730 亿元，而其中 8753 亿都是超长期特别国债支出。

2、2025 年中央财政发力的预期：两本账支出扩张，加大地方财力支持

(1) 中央财政预算收入负增，地方财政预算收入正增。第一本账中央预算收入总量下降 9.2%、地方增长 3.5%（*如未额外标明，下文预算增速都指代相对于 2024 年执行数的变化）。2025 年中央的非税收入预计减少 75%（直接表现是中央本级收入预算下修 3476 亿），而地方非税收入将保持一定规模（+2%）。这一细节体现对地方政府财力的呵护。(2) 税收收入有望改善，非税收入预期下修。非税收入预计下降 14%，指向财政部或认为拉高非税收入以平衡收入模式不可持续。(3) 第二本账地方政府增量可用财力或超 8000 亿元。第二本账地方约增加 7800 亿可用财力（中央向地方的转移支付多 2800 亿+专项债多 5000 亿）。特别国债向地方的支出倾斜还有提高空间，总体上增量可能超 8000 亿。(4) 支出结构上向科技和民生倾斜。2025 年科技（8%）、文旅（7%）、教育（6%）、交运支出增速都有所提高，农林水利、城乡社区事务支出增速下修较多。总体看，2025 年预算安排体现了财政扩张趋势，结构向民生和科技倾斜、中央向地方倾斜。为应对内外部不确定因素，中央财政还预留了充足的储备工具和政策空间。

3、化债：化债压力减轻，高风险省份约束将被打开。蓝部长指出，去年四季度置换政策实施后平台减少 4680 家，占全年减少总数的三分之二以上。地方退平台有序推进，或有助于地方项目建设打开融资渠道。

● 《计划报告》揭示 2025 年扩大内需的抓手

1、内需：新增两项消费类贷款贴息政策；国家创业投资引导基金带动万亿资本。

(1) 消费端，《提振消费专项行动方案》将公布实施；此外，将新增两项贷款贴息政策。(2) 投资端，“两重”建设、以旧换新、设备更新资金分别为 8000 亿、3000 亿、2000 亿元。近期将设立“国家创业投资引导基金”，受益领域或聚焦两会提及的新兴和未来产业。

2、传统产业结构性矛盾化解方案将出台。一是强调传统产业改造“破内卷”，具体指向石化、钢铁、新能源、锂电池、光伏等产业。二是明确更多新兴产业布局。提及虚拟现实、视听电子、智慧家庭、先进计算、光电融合、新型储能、开源指令集架构等新兴领域，以及推进低空智能网联、北斗应用、商业航天等产业布局。

3、重点领域关键环节改革要突破难点。关注深化要素和资源市场化配置改革；国企改革和民营企业支持；推进财税改革（零基预算改革试点、消费税改革）、资本市场投融资综合改革、公用事业和公共服务价格改革等。

4、关注社保民生、新型城镇化方面表述的新变化。一是提高民生领域各项补助标准。包括养老金、医保、退休养老金等标准提升，发放育儿补贴、对学生提高资助标准；二是加大对灵活就业人员、农民工、新就业形态人员的关注等。

● 货币政策：货币政策取向是一种对状态的表述

潘行长指出“在总量上，货币政策取向是一种对状态的表述”，指向短期降准和结构性降息概率较大，全面降息则需要综合内外部形势“择机而定”；此外，科技创新和技术改造再贷款规模从 5000 亿扩大到 8000-10000 亿；推出债券市场“科技板”；保持汇率弹性，坚决防范汇率超调风险等。

● 风险提示：经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

相关研究报告

《美国就业市场或将进入“颠簸期”——美国 2 月非农就业数据点评》-2025.3.9

《外需周期性下行主导出口走向—宏观经济点评》-2025.3.8

《蓄势应变，留有后手—2025 年政府工作报告学习》-2025.3.5

目 录

1、《预算报告》看宽财政的方式和方向	3
1.1、2024 年财政特征：税收承压，第二本账“支援”地方	3
1.2、2025 年财政发力：支出扩张，延续对地方政府结构性支持	6
1.3、化债：化债压力减轻，高风险省份约束将被打开	8
2、《计划报告》揭示 2025 年扩大内需的抓手	8
3、货币政策：货币政策取向是一种对状态的表述	10
4、风险提示	11

图表目录

图 1：2024 年中央税收收入下滑更显著	3
图 2：过往政府性基金超额收入或形成存量补充	3
图 3：2024 年非税收入增速显著抬升	4
图 4：中央加大对地方的政府性基金转移支付	4
图 5：第一本账 2025 年预算和 2024 年情况对比	5
图 6：第二本账 2025 年预算和 2024 年情况对比	6
图 7：预算草案预估非税收入同比大幅下降	7
图 8：2025 预算草案预估各项税种小幅正增	7
图 9：财政支出加大向科技、文旅、教育等领域投入	7
图 10：中央财政各项支出基本平稳	8
图 11：2025 年重大投资项目的边际变化	9

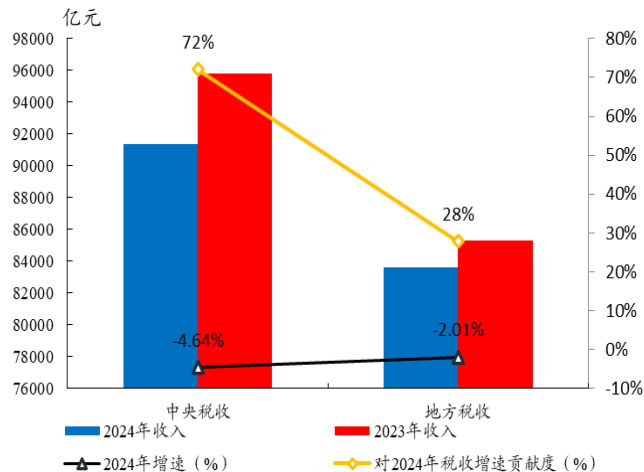
受国务院委托，财政部3月5日提请十四届全国人大三次会议审查《关于2024年中央和地方预算执行情况与2025年中央和地方预算草案的报告》（以下简称“《预算报告》”）；国家发展和改革委员会3月5日提请十四届全国人大三次会议审查《关于2024年国民经济和社会发展计划执行情况与2025年国民经济和社会发展计划草案的报告》（以下简称“《计划报告》”）。3月6日十四届全国人大三次会议召开经济主题记者会。本文将对其核心要点展开分析。

1、从《预算报告》看宽财政的方式和方向

1.1、2024年财政特征：税收承压，第二本账“支援”地方

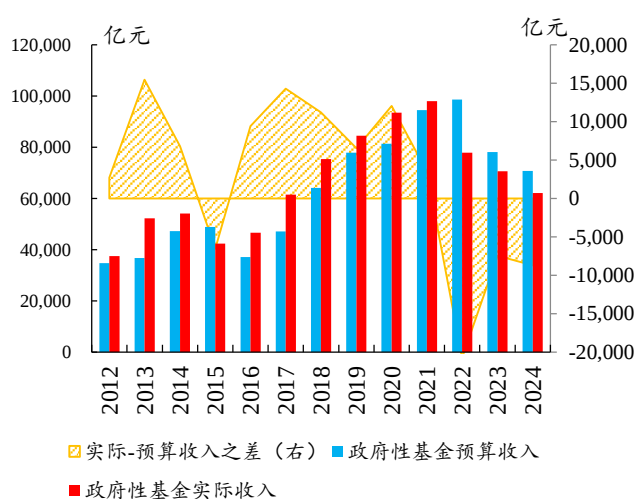
（1）第一本账完成度好于第二本账。收入端，2024年第一本账实际收入较预算有4248亿缺口（调入资金前），第二本账缺口为8712亿元，第二本账的预算完成度更弱。2024年预算案隐含全国政府性基金收入增速为0.1%（*如未明确标明，下文预算增速都指代预算数相对于上一年执行数的变化），而实际值下滑12%。2022年以来，每年政府性基金实际与预算收入都存在7000-2万亿的缺口，2012年至2021年，大多数年份政府性基金收入有结余（实际收入超出预算，且支出不及预算），过往结余资金不仅补充了第一本账，也留存下来形成“余粮”，为近几年的缺口保留了缓冲。**支出端**，第二本账支出较预算少1.9万亿。同2023年相似，政府性基金支出缺口大于收入缺口，或是由于地方政府卖地收入下滑导致财力承压，超额调减支出。

图1：2024年中央税收收入下滑更显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：过往政府性基金超额收入或形成存量补充



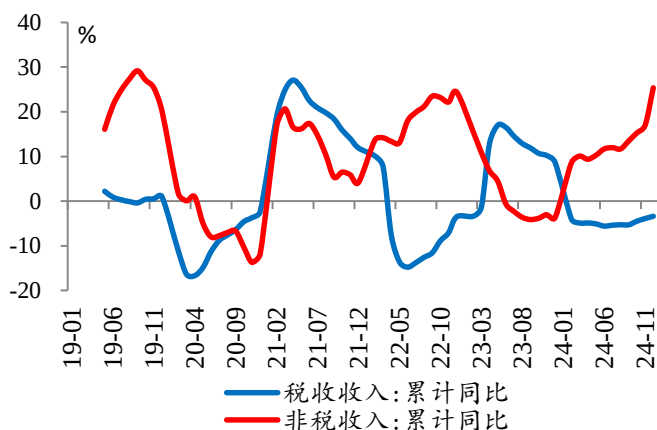
数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）第一本账缺口主要来自税收歉收，地方补缺口更明显。2024年税收收入下降3.4%，其中中央税收下滑较地方更为明显。具体税种看，增值税减收的拖累效应最强，《预算报告》认为主要因素是工业品价格持续下降。

2024年财政补缺口的方式主要有：一是保持中央支出强度，适当降低第一本账对地方的转移支付，并未利用中央其他账本调入资金。中央支出共减少1839亿元，

其中对地方转移支付减少 1640 亿元，中央本级支出多为刚性支出，可压缩的空间较小。二是提高非税收入，2024 年非税收入同比增长 25%，主要为中央单位一次性上缴专项收益、地方国有资源资产盘活、国有资本经营收入和国有资源(资产)有偿使用收入等。三是加大地方调入资金，同时超长债支持地方。一方面加大地方调入资金。地方本级收入下滑、中央对地方的转移支付双双减少，地方财政压力甚于中央，地方财政使用更多调入资金和结转结余弥补缺口（比预算多 4321 亿）。另一方面通过超长债支持地方财力。中央政府性基金支出中，对地方的实际转移支付共计 9883 亿元（比预算多 3730 亿元），而其中 8753 亿都是超长期特别国债支出。也就是说 2025 年中央通过超长债加大对地方政府财力支持。

图3：2024 年非税收入增速显著抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：中央加大对地方的政府性基金转移支付

中央	2025E	2024E	增速	2024实际	2024实际-预算之差
(a) 政府性基金预算收入	5084	4475	7.4%	4735	260
(b) 上年结转收入	385	392	-1.8%	392	0
(c) 特别国债	18000	10000	80.0%	10000	0
(A=a+b+c) 收入总量	23469	14866	55.1%	15127	261
(B=d+e) 政府性基金预算支出	23469	14866	61.2%	14562	-304
(d) 本级支出	10788	8713	130.6%	4679	-4034
(d1) 超长期特别国债支出				1247	1247
(e) 转移支付	12681	6153	28.3%	9883	3730
(e1) 超长期特别国债支出				8753	
(G) 调入一般公共预算				150	
(D=A-B-G) 收大于支、结转下年				415	

数据来源：财政部、开源证券研究所 单位：亿元；注：增速均为 2025E 和 2024 实际值相比

图5：第一本账 2025 年预算和 2024 年情况对比

中央	2025E	2024E	增速	2024实际	2024实际-预算之差
(a) 一般公共预算收入	96960	102425	-3. 5%	100436	-1989
(b) 中央预算稳定调节基金调入	1000	2482	-59. 7%	2482	0
(c) 中央政府性基金预算、中央国有资本经营预算调入+结转结余	900	5750	-84. 7%	5900	150
(A=a+b+c) 收入总量	98860	110657	-9. 2%	108818	-1839
(d) 一般公共预算本级支出	43545	41520		40720	-800
(e) 补充预算稳定调节基金				1100	
(B=d+e+g) 一般公共预算支出总量, (包含中央本级、对地方转移支付、中央预备费)	147460	144057	3. 7%	142218	-1839
(G=B-A) 中央财政赤字 (发行国债)	48600	33400		33400	/

地方	2025E	2024E	增速	2024实际	2024实际-预算之差
(f) 一般公共预算本级收入	122890	121525	3. 0%	119266	-2259
(g) 中央对地方转移支付收入	103415	102037	3. 0%	100397	-1640
(h) 地方财政调入资金及使用结转结余	18655	12708	9. 5%	17029	4321
(D=f+g+h) 收入总量	244960	236270	3. 5%	236692	422
(E) 一般公共预算支出	252960	243470	3. 7%	243892	422
(F=F-D) 地方财政赤字 (一般债)	8000	7200		7200	/

全国	2025E	2024E	增速	2024实际	2024实际-预算之差
(a+f) 一般公共预算收入	219850	223950	0. 1%	219702	-4248
(b+c+h) 调入资金及使用结转结余	20555	20940	-19. 1%	25411	4471
(G=A+D) 收入总量	240405	244890	-1. 9%	245113	223
(i) 一般公共预算支出	297005	285490	4. 4%	284612	-878
(H=E+d+e) 一般公共预算支出总量 (包含补充预算调节基金、结转下年)	297005*	285490*	4. 0%	285713	223
(I=H-G) 赤字	56600	40600		40600	/

数据来源：财政部、开源证券研究所 单位：亿元；注：增速均为 2025E 和 2024 实际值相比，下同；*预算报告未明确披露支出总量，暂用报告披露的全国公共预算支出代替

图6：第二本账 2025 年预算和 2024 年情况对比

中央	2025E	2024E	增速	2024实际	2024实际-预算之差
(a) 政府性基金预算收入	5084	4475	7.4%	4735	260
(b) 上年结转收入	385	392	-1.8%	392	0
(c) 特别国债	18000	10000	80.0%	10000	0
(A=a+b+c) 收入总量	23469	14866	55.1%	15127	261
(B=d+e) 政府性基金预算支出	23469	14866	61.2%	14562	-304
(d) 本级支出	10788	8713	130.6%	4679	-4034
(d1) 超长期特别国债支出				1247	1247
(e) 转移支付	12681	6153	28.3%	9883	3730
(e1) 超长期特别国债支出				8753	
(C) 调入一般公共预算				150	
(D=A-B-C) 收大于支、结转下年				415	

地方	2025E	2024E	增速	2024实际	2024实际-预算之差
(f) 政府性基金预算收入	57415	66328	0.1%	57356	-8972
(g) 转移支付收入	12681	6153	28.3%	9883	3730
(h) 地方政府专项债务收入	44000	39000	12.8%	39000	0
(E=f+g+h) 收入总量	114096	111481	7.4%	106238	-5243
(F=E) 政府性基金预算支出	114096	111481	17.9%	96799	-14682

全国	2025E	2024E	增速	2024实际	2024实际-预算之差
(a+f) 政府性基金预算收入	62499	70802	0.7%	62090	-8712
(b) 上年结转收入	385	392	-1.8%	392	0
(h) 地方政府专项债务收入	44000	39000	12.8%	39000	0
(c) 特别国债	18000	10000	80.0%	10000	0
(G=A+E-g) 收入总量	124884	120194	12.0%	111482	-8712
(H=G) 政府性基金预算支出	124884	120194	23.1%	101478	-18716

数据来源：Wind、开源证券研究所 单位：亿元；注：d1、e1 代表其分别为 d 和 e 的一部分，d1+e1=c

1.2、2025 年财政发力：支出扩张，延续对地方政府结构性支持

(1) 中央财政预算收入负增，地方财政预算收入正增。第一本账中央和地方收入预期分化，中央预算收入下降 9.2%，而地方增长 3.5%。一方面是央地调入资金和结转结余的分配继续分化，地方调入资金预算增加、中央大幅减少；另一方面，拆分《预算报告》对税收和非税收入的预算值，2025 年中央的非税收入预计减少 75%（直接表现是中央本级收入预算下修 3476 亿），而地方非税收入将保持一定规模（+2%）。这一细节依旧体现对地方政府财力的呵护。

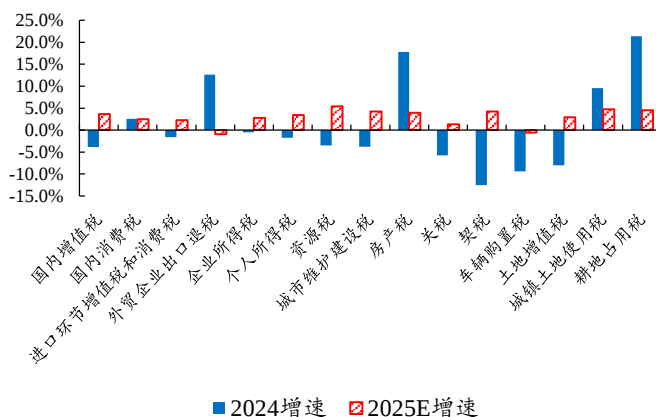
(2) 税收收入有望改善，非税收入预期下修。《预算报告》对 2025 年税收收入增速预估基本持平 2024 年，预计全年增长 3.7%（2024 年增速预期为 3.6%，实际录得-3.4%），各项税种预估呈小幅正增；更明确的指引是非税收入预估下降 14%（2024 年预期增速 1.8%，实际增长 25.5%），或指向 2024 年的拉高非税收入以平衡收入模式不可持续。

图7：预算草案预估非税收入同比大幅下降

	2025E	增速	2024
中央			
中央税收	94730	4%	91379
中央非税	2230	-75%	9057
中央本级财政	96960	-3%	100436
地方			
地方税收	86646	4%	83593
地方非税	36244	2%	35673
地方本级财政	122890	3%	119266
税收收入	181376	4%	174972
非税收入	38474	-14%	44730

数据来源：财政部、开源证券研究所

图8：2025 预算草案预估各项税种小幅正增



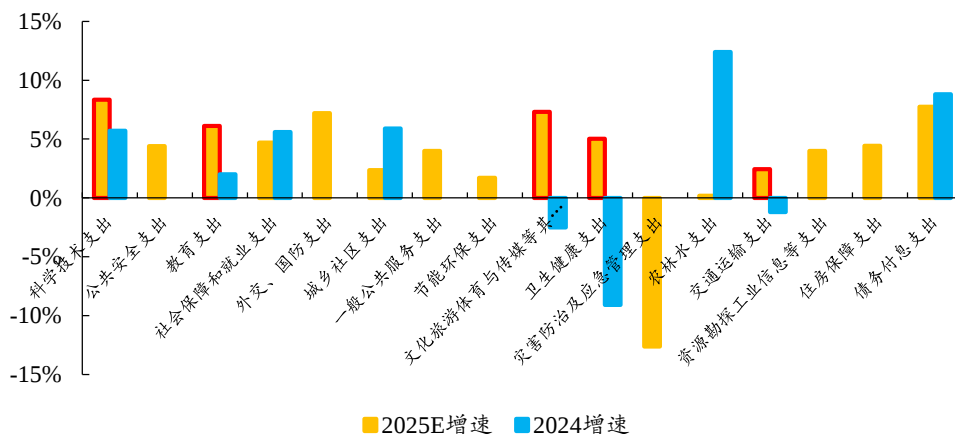
数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 第二本账地方增量可用财力或超 8000 亿元。地方政府性基金预算收入同比增加 0.1%，完成情况取决于地产企稳程度，可能仍存在缺口。1.8 万亿的特别国债仍计入第二本账，将通过本级支出和对地方转移支付的方式投向社会，对地方的转移支付增加到 1.3 万亿，叠加 4.4 万亿的专项债，第二本账地方政府约增加 7800 亿可用财力（中央向地方的转移支付多 2800 亿+专项债多 5000 亿）。且参考 2024 年的经验，实践中特别国债向地方的支出倾斜还有提高空间，总体上增量可能超过 8000 亿。

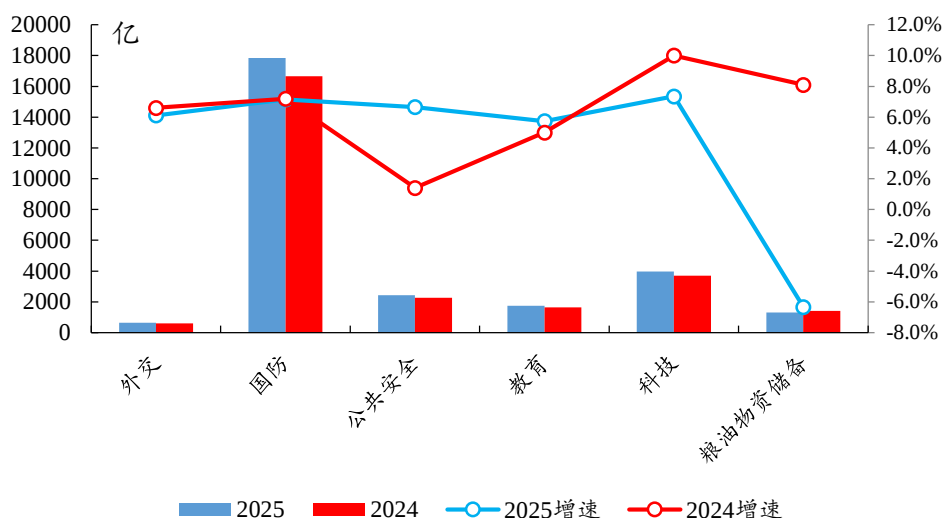
(4) 支出结构上向科技和民生倾斜。2025 年预算中科技(8%)、文旅体育(7%)、教育(6%)、卫生健康、交运支出增速都有所提高，农林水利、城乡社区事务支出增速下修较多。

总体看，2025 年财政两本账预算收入增长 0.2%，支出增长 9%，**财政有所扩张，结构呈现向民生和科技倾斜、中央向地方倾斜特征**。另外蓝部长强调，为应对内外外部可能出现的不确定因素，中央财政还预留了充足的储备工具和政策空间，或可期待年内增量财政政策。

图9：财政支出加大向科技、文旅、教育等领域投入



数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

图10：中央财政各项支出基本平稳


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、化债：化债压力减轻，高风险省份约束将被打开

根据《政府工作报告》的内容，化债方面“遏增量+化存量”并重，高风险省份约束将被打开。经济主题记者会上，蓝佛安部长指出化债压力大大减轻。截至今年3月5日，地方共发行置换债券2.96万亿元。去年发行的2万亿元置换债券，利率水平下降平均超过2.5个百分点。今年将加快落实落细债务置换政策，尽早发行使用今年2万亿元置换债券额度。此外，潘行长指出融资平台债务风险已大幅收敛。2024年末，融资平台经营性金融债务规模约14.8万亿元，较2023年初下降25%左右。根据《政府工作报告》，“优化考核和管控措施，动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间”，或指向高风险12省新增投资约束有松动的空间。《政府工作报告》还指出“加快剥离地方融资平台政府融资功能，推动市场化转型”，蓝部长在记者会指出，从去年四季度情况看，置换政策实施后平台减少4680家，占全年减少总数的三分之二以上。我们认为地方退平台有序推进，或有助于地方项目建设打开融资渠道。

2、《计划报告》揭示2025年扩大内需的抓手

1、内需：新增两项消费类贷款贴息政策；国家创业投资引导基金带动万亿资本

(1) 消费端，《计划报告》提出“制定提升消费能力、增加优质供给、改善消费环境政策举措”，结合郑栅洁主任在经济主题记者会提及《提振消费专项行动方案》很快将公布实施，关注后续提振消费的具体举措。优化供给方面，《报告》提到“人工智能+消费”的新业态，AI与服务消费的融合有一定想象空间。

此外，财政部部长蓝佛安在经济主题记者会上表示，**将新增两项贷款贴息政策**。一是对重点领域的个人消费贷款，给予财政贴息；二是财政对餐饮住宿、健康、养老、托幼、家政等领域经营主体贷款给予贴息。经济主题记者会上王文涛部长表示，“以旧换新换出了发展新动能，带动汽车特别是新能源汽车、家电、家装等消费超

1.3 万亿元”。并指出今年的以旧换新，突出“加力扩围、惠民升级”。共计 3000 亿元，“换新”补贴范围有所扩大，家电从“8+N”增加到“12+N”类，增设了手机、平板、智能手表（手环）“购新补贴”。扩大内需是 2025 年的重要方向，蓝部长表示“今年春节前，中央财政已经预拨 810 亿元的资金”，我们认为如果给定的 3000 亿以旧换新资金使用较快，也不排除后续会追加额度。

（2）投资端，《计划报告》明确超长债的资金使用结构：“两重”建设、消费品以旧换新、设备更新分别为 8000 亿、3000 亿、2000 亿元，2025 年各项用于投资建设的资金规模达到 5 万亿元以上（比 2024 年多 8350 亿）。重大投资项目新增聚焦战略性新兴产业和未来产业需求，结合郑主任提到的“将设立国家创业投资引导基金，带动地方资金、社会资本近 1 万亿元”，受益领域或聚焦两会提及的新兴和未来产业；

另外，《计划报告》指出设备更新范围扩展至电子信息、安全生产、职业危害治理、设施农业等领域；促进民营企业参与国家重大项目建设，在铁路、核电、水利、生态环保、仓储物流、新型基础设施、公共服务等领域扩大民间投资参与度。

图11：2025 年重大投资项目的边际变化

	2025重点领域重大投资项目	2024重点领域重大投资项目
科教兴国	聚焦 <u>战略性新兴产业和未来产业</u> 需求，布局建设重点领域国家产教融合创新平台，实施国家基础研究创新提升工程建设项目，支持高校更好发挥基础研究人才培养主力军作用。	加快建设重点“卡脖子”领域产教融合创新平台，支持中科院建设深海科考等科教基础设施。 推进优质高等教育资源提质扩容，支持“双一流”高校建设，支持高校重大科研基础设施建设和设备更新。
重大水利	- 重大江河治理工程。 - 重大防洪控制性工程。 <u>重大引调水工程。</u> - 大型灌区建设工程。	持续推进“十四五”规划重大水利工程各项工作。 完善长江、黄河、海河、松花江、辽河等流域防洪治理体系。 推进黄河古贤水利枢纽、海河流域蓄滞洪区等工程前期工作
重大交通工程	沿江综合立体交通走廊。 沿边沿海交通干线。 出疆入藏通道。 西部陆海新通道。 <u>中部地区大通道建设。</u> 机场。	沿江综合立体交通走廊建设。 沿海沿边交通干线贯通。 出疆入藏通道提质升级。 推进新机场工程建设。 西部陆海新通道重大项目建设。 推进平陆运河建设。
重大能源工程	能源跨区域配置大通道。 能源骨干节点。	能源跨区域配置大通道。 能源骨干节点。
重点区域生态保护修复	加快推进秦岭中段(南麓)水源涵养与生物多样性保护恢复项目、雅砻江中上游高原湿地水源涵养与高山生物多样性保护修复项目、科尔沁沙地综合治理项目、库布齐—毛乌素沙漠沙化地综合防治重点项目建设。	加快构建国家生态安全屏障，推进“三北”工程六期建设，全力打好黄河“几字弯”攻坚战、科尔沁和浑善达克沙地歼灭战、河西走廊—塔克拉玛干沙漠边缘阻击战等三大标志性战役，加快实施沙化土地综合治理、水源涵养与生态保护修复等
区域协调发展	加快雄安新区基础设施和公共服务配套设施建设，推进实施中国中化、中国华能、中国矿产雄安总部项目。推进实施长江干流和主要支流沿线城市生活污水厂网河湖一体化综合治理工程。加快推动渭河、湟水河、乌梁素海、丹江口库区及上游、白洋淀等重要江河湖库保护治理。	推进实施北京交通大学、北京科技大学等雄安校区建设项目和北京大学人民医院等雄安院区建设项目。 加快建设汾河、乌梁素海、东平湖等黄河流域重点河湖综合治理工程。 推进横琴、河套等粤港澳重大合作平台建设。 加快推动白洋淀等重要湖库水环境综合治理。

资料来源：国家发改委、开源证券研究所

2、传统产业结构性矛盾化解方案将出台

一是强调传统产业改造“破内卷”。《计划报告》指出“出台化解重点产业结构性矛盾的政策措施，通过强化产业调控、提质升级破‘内卷’”，提及石化、钢铁、新能源、锂电池、光伏等产业。郑栅洁主任提出“将分行业出台具体方案，推动落后低效产能退出，扩大中高端产能供给”，关注上述重点产业供给端政策。二是明确

更多新兴产业布局。除政府工作报告中提到的“新”产业外，还提及虚拟现实、视听电子、智慧家庭、先进计算、光电融合、新型储能、开源指令集架构等新兴领域，以及推进低空智能网联、北斗应用、商业航天等产业布局。

3、重点领域关键环节改革要突破难点

改革方面亮点一是深化要素和资源市场化配置改革。二是国企改革和民营企业支持。深入推进国有企业战略性重组和专业化整合；加快民营经济促进法的配套制度建设、加大拖欠企业账款清偿力度、加大小微企业帮扶纾困力度。三是破解重点领域关键环节改革难点。这里具体指向财税改革（零基预算改革试点、消费税改革）、资本市场投融资综合改革、公用事业和公共服务价格改革等，预计将稳步推进改革进度。

4、社保民生、新型城镇化方面表述的新变化

一是提高民生领域各项补助标准。包括养老金、医保、退休养老金等标准提升，发放育儿补贴、对学生提高资助标准（蓝佛安部长在记者会提及）、《计划报告》还新增“适当加快提高最低工资标准”；二是加大对灵活就业人员、农民工、新就业形态人员的关注，健全其社保制度、住房公积金制度、加强其劳动权益保障等。

《计划报告》指出“指导各地因城施策完善城市落户政策，健全常住地提供基本公共服务制度”，更具执行力。郑栅洁主任表示，将统筹各种资金渠道，加大对人口流入地基本公共服务建设的支持力度，推动“一城一策”制定实施办法。

3、货币政策：货币政策取向是一种对状态的表述

1、央行行长潘功胜记者会发言的重点信息包括：（1）实施好适度宽松的货币政策，做好“四个平衡”，即“短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡、支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系”；（2）“在总量上，货币政策取向是一种对状态的表述”，并举例美联储连续降息，但货币政策依然是限制性的；人民银行连续几年多次降准降息，中国货币政策总量上比较宽松。要“择机降准降息，6.6%的平均存款准备金率还有下行空间，结构性货币政策工具资金利率也有下行空间”。我们认为短期降准和结构性降息概率较大，全面降息则需要综合内外部形势“择机而定”；（3）“畅通货币政策传导机制，引导银行科学评估风险，优化信贷结构，提升资源配置效率”，指向宽货币的目的是为了宽信用；（4）科技创新和技术改造再贷款规模从5000亿扩大到8000-10000亿，并指出降低再贷款利率、扩大再贷款支持范围，研究创设新的结构性货币政策工具，重点支持科技创新领域的投融资、促进消费和稳定外贸；（5）人民银行将会同证监会、科技部等部门，创新推出债券市场的科技板，支持金融机构、科技型企业、私募股权投资机构等三类主体发行科技创新债券，丰富科技创新债券的产品体系。我们认为这是从直接融资层面加大对科技创新主体的支持，可持续关注落地情况。（6）坚持市场在汇率形成中的决定性作用，保持汇率弹性。强化预期引导，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。我们认为，若后续关税出现扰动，人民币汇率可能会有小幅的贬值空间并落地降息，但不会通过大幅贬值对冲出口压力。

2、证监会主席吴清表示，第二批保险资金长期股票投资试点共已批复超 1100 亿。春节前和近期分别批复 520 亿元、600 亿元，后续将进一步扩大；财政部、人社部等正在推进长期资金考核政策文件的修订，文件将全面建立全国社保基金五年以上以及年金基金、保险资金三年以上长周期考核机制。

4、风险提示

经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn