

财政货币双宽松，市场有望延续震荡上行

——2025 年政府工作报告点评

◆ 5%左右 GDP 目标与去年相同，务实且兼具一定挑战性

2025 年 GDP 增长目标设为 5%左右，与 2024 年目标相同，符合市场预期。这一经济增速目标高低适中，兼顾短期经济向稳和长期经济转型，在务实的同时也兼具一定挑战性，体现了“稳中求进”的政策基调。

首先，5%左右的 GDP 增速符合主流学术界对我国当前 GDP 潜在增速的测算范围，按照这一增速设置相关宏观政策既不浪费我国发展潜力，也并不至于激进以至难以达成。

其次，2025 年 5%左右的 GDP 增速基本符合国内机构对我国 2025 年经济增速的预期（wind 一致预期 4.8%），同时略高于国际机构预期（年初，IMF 和世界银行分别预计我国今年 GDP 增速为 4.5%、4.6%），彰显了中央政府“以我为主”的政策原则下，实现我国经济增速持续企稳的信心。

最后，今年 5%左右的增速也并非能够轻易达成，除延续去年四季度以来宽财政和宽货币并举的宏观政策组合外，尚需扩内需、稳外贸、调结构等一系列政策配合，激发经济内在活力，实现经济增长动能的调整提升。

◆ CPI 目标设为 2%左右，全年同比预计 0.8%左右

2015 年以来，除 2020 年外，我国年度 CPI 同比目标均为 3%，但实际数据显示，我国 CPI 年度同比始终与 3%的目标值有一定差距。尤其是 2021-2024 年，我国年度 CPI 同比分别为 0.98%、1.97%、0.23%和 0.22%，总体上明显低于 3%的目标值。今年对 CPI 同比目标的调降，能够一定程度上缓解近年来政府 CPI 同比目标值指引效果逐渐减弱的问题，更好地实现对各经济参与方的预期指引，降低各参与方因预期差异产生的内耗，凸显中央在经济指引方面的务实性。预计 2025 年 CPI 同比有望较 2024 年上行，全年同比增长有望接近 0.8%。

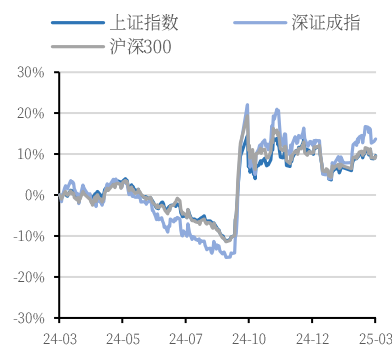
◆ 财政赤字率 4%左右，支出力度明显提升，助力经济企稳

今年赤字率（赤字规模/名义 GDP）拟按 4%安排，高于去年两会目标，符合去年 12 月中央经济工作会议上提出的“实施更加积极的财政政策”和“提高财政赤字率”的政策方向。今年赤字规模 5.66 万亿元，比上年年初预算增加 1.6 万亿元，与去年的增加 1800 亿元相比增加幅度明显加大。赤字规模和赤字率隐含政府预估今年名义 GDP 规模为 141.5 万亿元，对应名义 GDP 增速为 4.9%，扣除实际增速 5%，则通胀水平要达到约-0.1%，实现难度较小。今年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，较去年实际支出同比增速为 4.4%，高于去年较前年实际支出增速的 3.7%，表明今年一般公共预算口径下的财政支出和赤字力度较去年加大。

主要数据

上证指数	3341.9649
沪深 300	3902.5706
深证成指	10709.4601

主要指数走势图



作者

董忠云	分析师
SAC 执业证书: S0640515120001	
联系电话: 010-59562478	
邮箱: dongzy@avicsec.com	
符旸	分析师
SAC 执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyys@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	
庞晨	研究助理
SAC 执业证书: S0640124040009	
联系电话:	
邮箱: pangc@avicsec.com	

相关研究报告

金融市场分析周报	—2025-03-05
2025 年 2 月官方 PMI 数据总体表现中性	—2025-03-03
金融市场分析周报	—2025-02-26

今年拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元、比上年增加 3000 亿元。拟发行特别国债 5000 亿元，支持国有大型商业银行补充资本。拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元、比上年增加 5000 亿元。今年特别国债和地方专项债合计达 6.2 万亿元，明显高于去年合计值的 4.9 万亿元。一般公共预算支出增加叠加特别国债和地方专项债的支撑，今年广义财政（一般公共预算+政府性基金）支出预计力度较大。考虑到去年 11 月 8 月财政部提出的“6+4+2”化债方案发力，预计化债压力大为减轻的地方政府将在“轻装上阵”的利好下增加有效财政支出强度，今年广义财政口径下的支出的效率也将提升，财政政策对内需的支撑值得期待。

◆ 明确“适度宽松”的货币政策，年内宽松仍有空间

货币政策方面，政府工作报告提出的“实施适度宽松的货币政策”，“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”等关键表述与去年底的中央经济工作会议基本一致。

本次政府工作报告提出的实施“适度宽松”的货币政策，是对去年中央经济工作会议对货币政策定调的再次明确。自去年年末开始，市场对货币政策转向宽松反应明显，十年期国债收益率自 11 月底的 2.02% 一路震荡下行至当前的 1.71%。在市场提前计价央行货币政策更加宽松的同时，自去年 10 月至今，央行操作保持了克制，投放的 MLF 利率（2%）、逆回购利率（7 天 1.5%，14 天 1.65%）均保持不变，存款准备金率也未有降低。此次政府工作报告再次明确了“适度宽松”的货币政策，或意味着年内存款准备金率和政策利率仍有进一步调降的空间。

在降准降息的节奏方面，一方面，美联储进一步降息前后（目前 CME 数据显示，市场主流预期美联储 6 月会议将再次降息）将是我国货币政策空间进一步打开的重要时间节点；另一方面，基于“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足，提高政策实效”的表述，不排除在“以我为主”的政策基调下，货币政策提前发力的可能，3 月和 4 月或是重要观察窗口。此外，“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”的相关表述意味着今年结构性货币工具仍将发挥重要作用，而楼市、科技创新、绿色发展、消费和民营、小微企业将是重要发力方向。

◆ 今年的政府工作报告中列举的十大任务里，对扩内需的重视程度相比去年有所提升

在去年的政府工作报告中，排在第一位的是现代化产业体系建设和发展新质生产力，扩内需的相关内容位列第三位，而在今年的政府工作报告中，十大任务的第一个就是“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”，这一点与去年末的中央经济工作会议保持一致。在去年中央经济工作会议确定的重点任务中，排在第一位的就是“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。

特朗普政府年初上台以来，对包括我国在内的多个国家挥舞“关税大棒”，我们今年面临的外部环境相比去年更加复杂。在这种局面之下，一方面我们要坚持对外开放，通过进一步增强产品竞争力、多元化出口目的地等方式稳住我国的出口，另一方面更为重要的是要大力加强内循环建设，以坚挺的内需持续对冲外部环境变化对我国经济的可能冲击。要提振内需，就要从投资和消费两个方面发力。投资方面的提振上，去年 11 月 8 日财政部推出的“6+4+2”化债计划，今年财政的明显扩张已经打开空间。消费方面，今年政府工作报告中明确提出的要开展的“提振消费专项行动”同样值得期待。围绕着

去年中央经济工作会议提出的“提升消费能力、意愿和层级”，今年的政府工作报告给出了多项相对具体的措施，可谓手段丰富，包括：多渠道促进居民增收、支持以旧换新的超长期特别国债从去年的 1500 亿元增加到 3000 亿元致力于提高消费者消费意愿；扩大健康、养老、托幼、家政等多元化服务，加快数字、绿色、智能等新型消费发展，深化国际消费中心城市建设和健全县域商业体系致力于丰富居民消费领域和消费场景；落实和优化休假制度致力于释放文化、旅游、体育等消费潜力等。

◆ 发展新质生产力仍是今年重要任务，涉及多个产业

在发展新质生产力方面，今年重点聚焦在三个方面。其一是培育壮大新兴产业、未来产业。本部分提及的行业中，商业航天、低空经济、生物制造、量子科技为连续两年政府工作报告提及，具身智能和 6G 为今年政府工作报告中相比去年新增提及的行业；其二是激发数字经济创新活力。本部分主要涵盖“人工智能+”、5G 规模化、工业互联网、平台经济等多个方面。值得注意的是，本部分的“人工智能+”行动部分明确提及了要支持大模型广泛应用，反映出春节之前 DeepSeek 发布后，完全自主知识产权的国际先进水平大模型对我国整体人工智能产业的重要推动作用；其三是推动传统产业改造升级，其中的“加快制造业数字化转型，培育一批既懂行业又懂数字化的服务商，加大对中小企业数字化转型的支持”是相比去年政府工作报告重要的增量信息。

◆ 今年政府工作报告对风险化解部分更加聚焦，防风险和促发展更加平衡

今年的报告中，在防风险部分，相比去年的内容更加聚焦。去年的政府工作报告中，防风险部分按照风险防范举措分类，分成“稳妥有序处置风险隐患”、“健全风险防控长效机制”和“加强重点领域安全能力建设”三大方面，其中除涉及房地产、地方债和金融领域风险外，还提及了粮食安全、能源安全、数字安全和产业链安全等内容。今年的政府工作报告中防风险的部分按照房地产、地方债和金融三个领域分类，相比去年的政府工作报告，更加聚焦于这三个领域的相关风险。

房地产风险部分，相比去年政府工作报告中“促进房地产平稳健康发展”的相关表述，今年的政府工作报告明确提出“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，对房地产企稳的相关政策支持力度明显加大，与去年 12 月中央经济工作会议表述相一致。去年报告中，在稳房地产的举措上仅提出了“对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持”、“加大保障性住房建设和供给”和“完善商品房相关基础性制度”等三个方向。今年的报告中，对于推动房地产市场止跌回升推出了多项举措，包括“因城施策调减限制性措施”、“加力实施城中村和危旧房改造”、“优化城市空间结构和土地利用方式”、“盘活存量用地和商办用房”及“拓宽保障性住房再贷款使用范围”等。

在地方债务风险方面，今年政府工作报告在继续强调要稳妥化解地方政府债务风险之外，主要有三个关键增量信息：一是增加了“坚持在发展中化债、在化债中发展”的提法。结合去年末财政部给出“6+4+2”强力化债举措为地方政府减负，可以看到在“化债”和“发展”之间，今年政府相对更重视后者；二是今年政府工作报告强调“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”。2023 年末，国务院办公厅发文要求 12 个债务负担很重的“化债大省”除基本民生工程外，2024 年不得出现新开工项目。此次动态调整名单的政策提出，有利于相关省份在基本解决债务问题后调出高风险地区名单，实现地方财政正常化；三是相比去年政府工作报告仅仅提到“分类推进地方融资平台转型”，今年的报告中明确提出“加快剥离地方融资平台政府

融资功能,推动市场化转型和债务风险化解”。“6+4+2”化债新政推出后,地方隐性债务将在未来几年实现大规模显性化,而此前地方隐性债务的主要载体,即地方融资平台的转型方向,本次政府工作报告已明确给出,即“剥离政府融资功能”。这一转型方向,体现了政府推动地方债务正常化的决心,也显示出过去地方政府通过融资平台大规模融资促进地方经济发展这一模式将逐步被抛弃。后续包含“消费税下划地方”在内的进一步的财税改革将如何“弥补”地方政府因失去地方融资平台这一抓手而导致的融资能力下降值得持续关注。

在金融风险方面,相比去年政府工作报告仅泛泛提到“稳妥推进一些地方的中小金融机构风险处置”、“严厉打击非法金融活动”、“健全金融监管体制,提高金融风险防控能力”等三个方面的风险处置,今年政府工作报告相关内容更加系统和具体,包括:“按照市场化、法治化原则,一体推进地方中小金融机构风险处置和转型发展”、“完善中小金融机构功能定位和治理机制,推动实现差异化、内涵式发展”、“强化央地监管协同”、“充实存款保险基金、金融稳定保障基金等化险资源”及“完善应对外部风险冲击预案”等多方面内容。

◆ 内外部政策角力关键期,两会政策发力对内需消费加码、为科技自立自强护航,市场有望延续震荡上行

整体看,报告对于2025年宏观政策延续了2024年底中央经济工作会议基调,工作安排较为积极,基本符合市场预期。对于资本市场来说,自2024年9月底政策转向以来,市场对于2025年稳增长政策的乐观预期明显提升,已对本次政府工作报告内容进行了多轮政策博弈。我们认为本次报告或更多起到稳定市场情绪以及给出投资结构性方向的作用。

大势方向上,当前外部不确定性延续,处于内外部政策角力关键期,近日市场量能有所回落,观望情绪有所增加。本次报告提出,出台实施政策要能早则早、宁早勿晚,与各种不确定性抢时间,看准了就一次性给足等,体现了政府对经济稳增长的紧迫感和决心,有助于提振社会信心,改善市场预期。

中期来看,参考历史数据,我国每年的广义赤字率与年初政府制定的赤字率目标具有较强的相关性。同时,财政扩张往往能够带动经济增长,从而对股市有较强的提振效应。回顾过去,万得全A指数年度走势与广义赤字规模变化较为一致。2025年赤字率拟按4.0%左右安排,创历史新高,预计广义赤字规模将明显扩张,2025年A股或将迎来盈利底,A股中枢有望较2024年抬升。

短期来看,回顾2013-2024两会前后市场平均表现,以7个自然日为一个最小观察区间。两会期间万得全A和恒生指数均有所调整。两会后28个自然日,万得全A和恒生指数均震荡上行。中位数看,恒生指数表现好于万得全A,恒生科技指数涨幅显著。A股风格较为均衡,板块呈现轮动态势。预计本次两会后,市场情绪有望恢复,3月A股、港股或将震荡上行。

结构上,全方位扩大国内需求和因地制宜发展新质生产力被列为2025年前两大工作任务,与中央经济工作会议一致,而对于消费、民生和科技自立自强的重要性被进一步强调。消费、民生方面,报告提出,加快补上内需特别是消费短板,实施提振消费专项行动,紧扣国家发展战略和民生需求。财政支出结构上,报告也指出要更加注重惠民生、促消费、增后劲。科技自立自强方面,科教兴国再次被列入工作任务之中(第三位),推

进高水平科技自立自强，有望助力中国在本轮人工智能产业革命中持续突破。预计本轮中国科技股估值重塑方兴未艾，内需消费板块和人工智能自主可控有望成为市场中期主线，港股可依旧关注恒生科技指数。

风险提示：国际局势变化；海外经济衰退风险超预期；国内政策推行不及预期；海外流动性收紧超预期。

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传真：010-59562637