

宏观策略 2025 年政府工作报告解读：

2025 年 3 月 6 日

脉冲式慢牛有望延续

民银证券研究团队

应习文

电话：+852 3728 8180

Email: xiwenying@cmbcint.com

相关研究：

- 科技行业 2025 政府工作报告解读：聚焦新兴与未来产业，关注“人工智能+”（2024 年 3 月 6 日）
- 消费行业 2025 政府工作报告解读：以旧换新托底，新质消费开辟增量（2024 年 3 月 6 日）
- 医药行业 2025 政府工作报告解读：支持创新药发展，三医协同发展和治理（2024 年 3 月 6 日）

【内容摘要】

宏观视角：政府工作报告解读。1. GDP 目标符合预期，消费将担起大任，从“三驾马车”来看，要实现目标，消费贡献需要明显提升，《报告》将更突出对于提振消费政策安排。2. CPI 目标下调意在推动物价企稳回升，弥补通胀缺口和需求缺口将是 2025 年经济工作的重要方向。3. 广义赤字规模增加，财政政策更加积极，广义赤字率为 8.4%，政策力度确实明显增强，将围绕五大重点。4. 货币政策保持适度宽松，时隔五年再提降准降息，预计一季度末二季度初有望降准，降息大概率在年中。5. 提振消费重要性提升，预计社零增速明显回升，利好差异化消费，入境消费，国际消费中心城市建设。6. 积极扩大有效投资，为内需提供有力支撑，“十四五”收官助力基建投资加快。7. 财税金融改革，新增资本市场推动中长期资金入市，2025 年资本市场改革推动行情修复向好，并促进居民增收和支持经济活力提升仍将是重要的政策主线之一。8. 新兴产业、未来产业、重点产业有看点，关注：具身智能、6G 通信、生物制造、智能机器人、“沙戈荒”新能源、冰雪运动。9. 重视外部挑战，政策“组合拳”有储备，宏观政策将“能早则早、宁早勿晚”“一次性给足”，预计市场应对外部冲击更有底气。

策略视角：“脉冲式慢牛”有望持续。自 2024 年以来 A 股与港股经历三次阶段性估值修复行情，市场中枢逐级抬升。当前市场从 2024 年初的底部，走到目前的估值中部，累计经历 14 个月，符合“慢牛”特征，国内经济改善决定了慢牛的基础，而国际上每隔一段时间的负向冲击，决定了慢牛中脉冲式调整的形态。政府工作报告对中国经济内需的支撑政策是市场“托底的盾”；新兴产业和未来产业的创新与突破是市场“进攻的矛”；深化资本市场改革，推动中长期资金入市则提供了市场长期健康发展的制度基础。

风险提示：需注意在短期上涨后，特朗普关税威胁和地缘政治变化或对市场形成节奏性的冲击。

目 录

1. 宏观视角：政府工作报告解读	1
1.1 GDP 目标符合预期，消费将担起大任	1
1.2 CPI 目标下调意在推动物价企稳回升	2
1.3 广义赤字规模增加，财政政策更加积极	3
1.4 货币政策保持适度宽松，时隔五年再提降准降息	4
1.5 提振消费重要性提升，预计社零增速明显回升	5
1.6 积极扩大有效投资，为内需提供有力支撑	6
1.7 财税金融改革，新增资本市场推动中长期资金入市	6
1.8 新兴产业、未来产业、重点产业有看点。	7
1.9 重视外部挑战，政策“组合拳”有储备	8
2. 策略视角：“脉冲式慢牛”有望持续	9
2.1 2024 年以来市场呈现“脉冲式慢牛”行情	9
2.2 历史回顾 1：“两会”行情对 A 股与港股整体影响	10
2.3 历史回顾 2：“两会”行情中资本市场的行业表现	11
2.4 展望后市：“脉冲式慢牛”有望持续	12
风险提示	13

宏观策略 2025 年政府工作报告解读：

脉冲式慢牛有望延续

应习文

3月5日，国务院总理李强向第十四届全国人民代表大会第三次会议作《政府工作报告》（简称《报告》）。《报告》将年度增长目标设置为5.0%左右、物价目标调整至2.0%左右，要求做好重点工作，推动经济持续回升向好。年初以来中国资本市场表现良好，“两会”前期市场无惧外部环境趋冷和特朗普关税政策表现亮眼。结合《政府工作报告》相关政策，我们认为伴随政策对中国经济的支持，2024年以来的“脉冲式慢牛”仍将持续。

1. 宏观视角：政府工作报告解读

1.1 GDP 目标符合预期，消费将担起大任

2025 年经济增长“5%左右”的目标与去年相同。《报告》指出，这“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”。

报告中提到的“中长期发展目标”就是2021年发布的“十四五规划和2035远景目标纲要”提出的“到2035年人均GDP达到中等发达国家水平”。因为这个概念相对模糊，比较流行的算法是到2035年GDP总量较2020年翻一番，由此测算2020-2035年的名义增速平均要大于4.73%。如果用2024年末的名义GDP基础来算，未来11年每年要名义增长4.0%。不过，考虑中等发达国家标准较大可能“水涨船高”（全球通胀问题），中美汇率变化问题，以及我国名义和实际增速的差距（近年来平减指数为负）问题，**今年制定5.0%的目标相对比较保险，有利于完成中期目标。**

从“三驾马车”来看，要实现2025年5.0%的目标，消费贡献需要明显提升。预计净出口贡献或因特朗普的贸易战回调至0pp至-0.5pp，而投资受地产和政府债务约束难以贡献大幅提高，预计最终消费将承担大约3.7-4.2pp左右的增长贡献。类似情景，可以参考2018、2023年，以上两年的社零增速分别是9.0%

和 7.2%)，对比去年 3.5% 的增速，消费增速需要提升至至少 6% 以上，需要政策支持的空间很大，这决定了本次《报告》将更突出对于提振消费政策安排。

表 1：历年政府工作报告中的政策目标

	GDP 增长	CPI 涨幅	城镇新增就业	城镇调查失业率	单位 GDP 能耗下降
2025	5.0% 左右	2% 左右	1200 万人以上	5.5% 左右	降低 3% 左右
2024	5.0% 左右	3% 左右	1200 万人以上	5.5% 左右	降低 2.5% 左右
2023	5.0% 左右	3% 左右	1200 万人左右	5.5% 左右	继续下降，重点控制化石能源消费
2022	5.5% 左右	3% 左右	1100 万人以上	5.5% 以内	—
2021	6% 以上	3% 左右	1100 万人以上	5.5% 左右	3% 左右
2020	无	3.5% 左右	900 万人以上	6.0% 左右	完成十三五目标
2019	6%-6.5%	3% 左右	1100 万人以上	5.5% 左右	3.0% 左右
2018	6.5% 左右	3% 左右	1100 万人以上	5.5% 以内	3.0% 以上

数据来源：历年政府工作报告

表 2：历年 GDP “三驾马车” 对年度 GDP 实际增速的贡献百分点

	最终消费	资本形成	净出口
2017	3.88	2.74	0.32
2018	4.46	2.92	-0.59
2019	3.58	1.77	0.75
2020	-0.10	1.68	0.65
2021	5.17	1.67	1.71
2022	1.45	1.15	0.41
2023	4.62	1.35	-0.60
2024	2.20	1.30	1.50

数据来源：国家统计局，WIND

1.2 CPI 目标下调意在推动物价企稳回升

再来看 CPI 目标，由去年的 3% 下调至 2%，看似下调但“隐含意义”实则相反。回顾历史，1998 年二季度至 1999 年末期间，我国 GDP 平减指数连续 7 个季度负增长，随后 CPI 目标从 1999 年的“控制在 4% 以内”下调至 2000 年的“保持或略高于上年”，2001 年和 2002 年均为“1-2%”，物价目标由抑制性转向鼓励性，从“控通胀”转向“促回升”。

回到今年，当前我国 GDP 平减指数同样已经连续 7 个季度负增长，经济面临低通胀压力，适度下调物价目标，可以避免与实际过度脱节，增强政策可信度。3% 目标更多是限制性目标（不超过 3%），而 2% 目标则暗含“推动物价企稳回升”的任务，表明弥补通胀缺口和需求缺口将是 2025 年经济工作的重要方向。

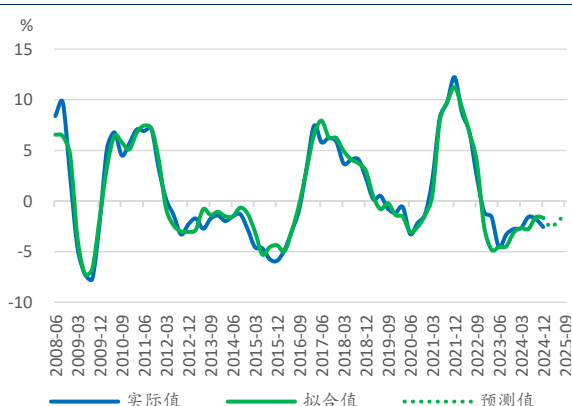
预计 2025 年 CPI 中枢有望回升，但 PPI 仍在负区间徘徊。我们的季度模型显示未来 CPI 有望温和回升，有望向 1% 的中枢迈进，尽管离目标有差距。PPI 在负区间或继续徘徊，综合看 GDP 平减指数回正仍需时间。通胀不会成为货币政策的掣肘，“推动物价企稳回升”任务将贯穿全年。

图 1：CPI 季度预测模型推测的未来三季度 CPI 走势



数据来源：WIND，民银证券测算

图 2：PPI 季度预测模型推测的未来三季度 PPI 走势



数据来源：WIND，民银证券测算

1.3 广义赤字规模增加，财政政策更加积极

报告定调“实施更加积极的财政政策”，首次由“积极”转为“更加积极”。今年财政赤字较去年上调 1 个百分点至 4%，赤字规模较去年增加 1.6 万亿至 5.66 万亿（符合预期），一般预算支出增加 1.2 万亿至 29.7 万亿，增加支出的规模要低于增加赤字的规模，说明已经考虑到财政收入压力，留出了空间。超长期特别国债多增 3000 亿至 1.3 万亿加上特别国债 5000 亿补充银行资本金（后者低于预期的 1 万亿），专项债多增 5000 亿至 4.4 万亿（符合预期）。

广义赤字规模显示政策力度明显加强。今年广义赤字规模，即赤字、特别国债与地方专项债之和为 11.86 万亿元，较去年年初预算增加 2.9 万亿元；对应广义赤字率为 8.4%，较去年年初预算抬升 1.8pp，政策力度确实明显增强。资金运用方面还是五大重点：重点项目投“两重”，房地产方面支持土地收储和收购存量商品房，支持政府化债，为银行补充资本金，以及支持消费。

表 3：历年政府工作报告中的财政政策

	政策取向	赤字率	新增专项债 (万亿元)	特别国债
2025	实施更加积极的财政政策	4.0%	4.4	超长期特别国债1.3万亿； 特别国债5000亿元，支持国有大型商业银行补充资本
2024	积极的财政政策要适度加力，提质增效	3.0%	3.9	超长期特别国债1万亿，用于“两新两重”
2023	积极的财政政策要加力提效	3.0%左右 (四季度调整为3.8%)	3.8	四季度增发1万亿国债，按特别国债管理
2022	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续	2.8%左右	3.65	
2021	积极的财政政策要提质增效、更可持续	3.2%	3.65	
2020	积极的财政政策要更加积极有为	3.6%以上	3.75	1万亿抗疫特别国债
2019	积极的财政政策要加力提效	2.8%	2.15	
2018	积极的财政政策取向不变，要聚力增效	2.6%	1.35	

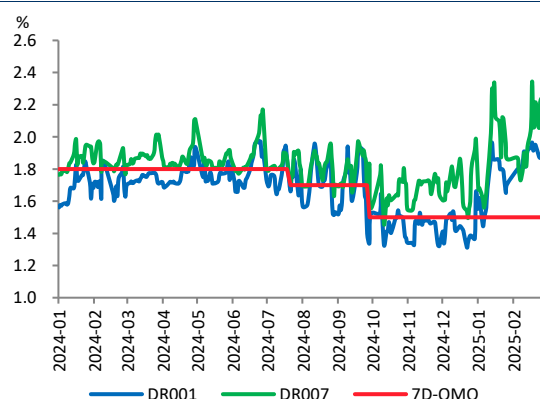
资料来源：历年政府工作报告

1.4 货币政策保持适度宽松，时隔五年再提降准降息

《报告》指出：“实施适度宽松的货币政策”，与去年中央经济工作会议一致；“适时降准降息，保持流动性充裕”，上次提到“降准降息”还是在 2020 年。

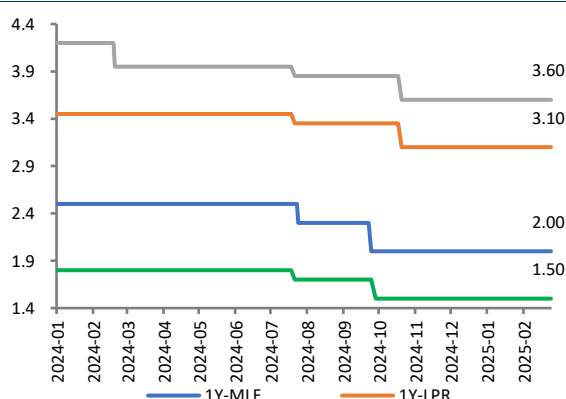
年初以来央行在流动性投放上相对克制。一方面开年经济起步较稳，前期债市在一致性预期下有“抢跑”现象需要政策降温；另一方面也为后续外部环境可能的冲击留出政策空间。在政策效果下，市场利率有所回升。不过从政府工作报告保持“适度宽松”的基调来看，后续货币政策有望根据内外部环境变化适时调整，以确保内需稳定以实现全年目标。

图 3：资金面紧平衡下，年初以来资金利率快速上行



数据来源：WIND，民银研究团队

图 4：OMO/MLF/LPR 利率变动



数据来源：WIND，民银研究团队

预计 2025 年或仍有两次降准，强化货币财政协同、稳定流动性。两会后政府债发行将加快放量，降准预计会落在政府债供给较大的月份，强化货币与财政协同，一季度末和二季度初可能是时间窗口。除降准之外，买断式逆回购、国债买入等新设工具有望进一步发挥作用。

降息将择机落地，但需关注内外部约束演绎节奏。综合考量国内经济形势、海外经济与货币政策、利率风险和银行息差走势等多方面因素，预计可能性较大的时点会在年中。一方面考虑到适度靠前的总基调，不会太晚；但另一方面，太早必要性不高，特别是一季度经济应该比较稳健。此外还可以要看特朗普关税对经济负向冲击的滞后显现，以及美联储年内首次降息也都有可能发生在年中时点。

1.5 提振消费重要性提升，预计社零增速明显回升

相比去年的政府工作报告，扩内需的工作任务由去年的第三位前移至第一位，意味着重要性进一步上升。

与去年相比扩大消费的新增内容包括：释放多样化、差异化消费潜力（利好潮玩、户外、冰雪经济等新消费）；以旧换新安排 3000 亿特别国债（促进家电、消费电子需求）；完善免税店政策，推动扩大入境消费（对外国人的过境免签政策，效果不错，预计会继续扩大，此外将加大在媒体平台的宣传力度）；深化国际消费中心城市建设，健全县域商业体系（国际消费中心城市：上海、北京、广州、天津、重庆；在申：武汉、长沙、郑州）。

表 4：2025 与 2024 年政府工作报告中关于消费的内容对比

2025 年	2024 年
✓ 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。 ✓ 创新和丰富消费场景，加快数字、绿色、智能等新型消费发展。 ✓ 落实和优化休假制度，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。 ✓ 深化国际消费中心城市建设，健全县域商业体系。 ✓ 完善全口径消费统计制度。 ✓ 强化消费者权益保护，营造安全放心消费环境。	✓ 促进消费稳定增长。 ✓ 从增加收入、优化供给、减少限制性措施等方面综合施策，激发消费潜能。 ✓ 培育壮大新型消费，实施数字消费、绿色消费、健康消费促进政策，积极培育智能家居、文旅旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。 ✓ 稳定和扩大传统消费，鼓励和推动消费品以旧换新，提振智能网联新能源汽车、电子产品等大宗消费。 ✓ 推动养老、育幼、家政等服务扩容提质，支持社会力量提供社区服务。 ✓ 优化消费环境，开展“消费促进年”活动，实施“放心消费行动”，加强消费者权益保护，落实带薪休假制度。 ✓ 实施标准提升行动，加快构建适应高质量发展要求的标准体系，推动商品和服务质量不断提高，更好满足人民群众改善生活需要。

资料来源：政府工作报告

预计社零消费 2025 年增长 6.0% 以上。一方面考虑经济增速需要，最终消费贡献需要挑起大梁，政策也会在消费领域持续发力；另一方面，年初以来消费表现良好（电影票房，春节出行文旅和餐饮数据等同比增长），资本市场向好也有助于提振消费信心。

1.6 积极扩大有效投资，为内需提供有力支撑

投资方面与去年相比，新增“发挥好各类政府投资工具作用，加强财政与金融配合”“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”“用好超长期特别国债”“加大服务业投资力度”等内容。资金来源上，今年中央预算内投资拟安排 7350 亿元，比去年多增 350 亿元。

预计固定资产投资同比增长 5.5% 左右。其中，基建投资同比增长 7.0% 左右（考虑专项债前置发行，“十四五”收官重大项目支持），制造业投资同比增长 6.0% 左右（利好方面有设备更新政策支持，但利空方面源于出口拖累），房地产投资虽然仍可能为负增长，但跌幅收窄，拖累减小。

表 5：2025 与 2024 年政府工作报告中关于投资的内容对比

2025 年	2024 年
✓ 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。	✓ 发挥好政府投资的带动放大效应，重点支持科技创新、新型基础设施、节能减排降碳，加强民生等经济社会薄弱领域补短板，推进防洪排涝抗灾基础设施建设，推动各类生产设备服务设备更新和技术改造，加快实施“十四五”规划重大工程项目。 ✓ 今年中央预算内投资拟安排 7000 亿元。 ✓ 合理扩大地方政府专项债券投向领域和用作资本金范围，额度分配向项目准备充分、投资效率较高的地区倾斜。 ✓ 统筹用好各类资金，防止低效无效投资。 ✓ 深化投资审批制度改革。 ✓ 着力稳定和扩大民间投资，落实和完善支持政策，实施政府和社会资本合作新机制，鼓励民间资本参与重大项目建设。 ✓ 进一步拆除各种藩篱，在更多领域让民间投资进得来、能发展、有作为。

资料来源：政府工作报告

1.7 财税金融改革，新增资本市场推动中长期资金入市

资本市场改革笔墨增加，反映资本市场对内需提振及经济活力的影响得到更多政策重视。相比 2024 年，今年报告提到“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，改革优化股票发行上市和并购重组制度，加快多层次债券市场发展”。

去年4月“新国九条”发布以来，国家持续深化资本市场改革，推动中长期资金入市，市场对政策反应积极，特别是“924”会议伴随政策发力市场开启快速估值修复行情，同时带动预期改善和信心增强，为促进四季度经济企稳回升完成全年政策目标发挥了一定作用。

预计2025年资本市场改革推动行情修复向好，并促进居民增收和支持经济活力提升仍将是重要的政策主线之一。政策层将“丰富稳市政策工具，做好增量政策储备”，加快落实1月印发的《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。

表 6：2025 与 2024 年政府工作报告中关于财税金融改革的内容对比

	2025年	2024年
财政	✓ 开展中央部门零基预算改革试点，支持地方深化零基预算改革，在支出标准、绩效评价等关键制度上积极创新。 ✓ 加快推进部分品目消费税征收环节后移并下划地方，增加地方自主财力。 ✓ 规范税收优惠政策。 ✓ 积极探索建立激励机制，促进地方在高质量发展中培育财源。 ✓ 严控财政供养人员规模。	✓ 建设高水平社会主义市场经济体制改革先行区。 ✓ 谋划新一轮财税体制改革，落实金融体制改革部署，加大对高质量发展的财税金融支持。
金融	✓ 完善科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融标准体系和基础制度。	✓ 大力发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融。优化融资增信、风险分担、信息共享等配套措施，更好满足中小微企业融资需求。
资本市场	✓ 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。 ✓ 改革优化股票发行上市和并购重组制度。 ✓ 加快多层次债券市场发展。	✓ 增强资本市场内在稳定性

资料来源：政府工作报告

1.8 新兴产业、未来产业、重点产业有看点。

《报告》提及的重点产业“关键词”包括：集成电路、人工智能、量子科技、商业航天、低空经济、探月工程、大洋钻探、生物制造、具身智能、6G 通信、新能源汽车、智能机器人、智能消费电子、再生材料、“沙戈荒”新能源、海上风电、冰雪经济等。其中具身智能、6G 通信、生物制造、智能机器人、“沙戈荒”新能源等为较2024年工作报告相比所新提出。

从资本市场视角来看，年初以来中国科技板块受到全球资产关注并获得一定涨幅，未来商业航天、人工智能、智能驾驶、人形机器人、低空经济等领域仍有不错的成长空间，有望获得中长期资金的青睐。

表 7：2025 与 2024 年政府工作报告中关于产业的内容对比

2025 年	2024 年
回顾部分	
集成电路、人工智能、量子科技等领域取得新成果	国产大飞机C919投入商业运营，国产大型邮轮成功建造
“嫦娥六号”实现人类首次月球背面采样返回，“梦想”号大洋钻探船建成入列	新能源汽车产销量占全球比重超过60%
可再生能源新增装机3.7亿千瓦	航空发动机、燃气轮机、第四代核电机组等高端装备研制取得长足进展
开展增值电信、生物技术、独资医院开放试点	人工智能、量子技术等前沿领域创新成果不断涌现
商业航天、北斗应用、新型储能等新兴产业快速发展。	可再生能源发电装机规模历史性超过火电
繁荣发展文化事业和文化产业，文化和旅游市场持续活跃	电动汽车、锂电池、光伏产品“新三样”出口增长近30%
推进新能源开发利用，非化石能源发电量占总发电量的比重接近40%	
任务部分	
因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系	加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展
推动商业航天、低空经济等新兴产业安全健康发展	积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎
培育生物制造、量子科技、具身智能、6G等未来产业	开辟量子技术、生命科学等新赛道
持续推进“人工智能+”行动	深化大数据、人工智能等研发应用，开展“人工智能+”行动
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	加快工业互联网规模化应用，推进服务业数字化，建设智慧城市、数字乡村
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	放宽电信、医疗等服务业市场准入
培育绿色贸易、数字贸易等新增长点，支持有条件的地方发展新型离岸贸易	出台服务贸易、数字贸易创新发展政策。加快内外贸一体化发展。
加强废弃物循环利用，大力推广再生材料使用	推动废弃物循环利用产业发展，促进节能降碳先进技术研发应用
建立一批零碳园区、零碳工厂，扩大全国碳排放权交易市场行业覆盖范围	
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。	加强大型风电光伏基地和外送通道建设，推动分布式能源开发利用，提高电网对清洁能源的接纳、配置和调控能力，发展新型储能。
开展煤电低碳化改造试点示范	
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	加强城乡社区养老服务网络建设，加大农村养老服务补短板力度。加强老年用品和服务供给，大力发展银发经济。
积极发展冰雪运动和冰雪经济	

资料来源：政府工作报告

1.9 重视外部挑战，政策“组合拳”有储备

在《报告》第一部分面对的问题和挑战部分，相比于去年加重了应对外部挑战的笔墨。仅保留世界经济增长动能不足，新增关于百年变局、单边主义、保护主义、地缘政治等方面的关注，表明政府对特朗普上台后的国际局势变化高度敏感，也必然会做好充分的政策储备以应对外部冲击。

表 8：2025 与 2024 年政府工作报告中关于问题与挑战的内容对比

	2025 年	2024 年
国际挑战	✓ 从国际看，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。 ✓ 世界经济增长动能不足，单边主义、保护主义加剧，多边贸易体制受阻，关税壁垒增多，冲击全球产业链供应链稳定，对国际经济循环造成阻碍。 ✓ 地缘政治紧张因素依然较多，影响全球市场预期和投资信心，加剧国际市场波动风险。	✓ 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。
国内问题	✓ 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。 ✓ 部分企业生产经营困难，账款拖欠问题仍较突出。 ✓ 群众就业增收面临压力，民生领域存在短板。 ✓ 一些地方基层财政困难。 ✓ 社会矛盾化解和风险防控工作还需要加强。 ✓ 政府效能和依法行政能力有待提升。一些工作协调配合不够，有的政策落地偏慢、效果不及预期。有的部门服务理念不强、办事效率不高。一些干部乱作为、不作为、不善为，一些领域和地方腐败问题依然多发。	✓ 我国经济持续回升向好的基础还不稳固，有效需求不足，部分行业产能过剩，社会预期偏弱，风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，国际循环存在干扰。 ✓ 部分中小企业和个体工商户经营困难。 ✓ 就业总量压力和结构性矛盾并存，公共服务仍有不少短板。 ✓ 一些地方基层财力比较紧张。 ✓ 科技创新能力还不强。 ✓ 重点领域改革仍有不少硬骨头要啃。 ✓ 生态环境保护治理任重道远。 ✓ 安全生产的薄弱环节不容忽视。 ✓ 政府工作存在不足，形式主义、官僚主义现象仍较突出，一些改革发展举措落实不到位。有的干部缺乏担当实干精神，消极避责、做表面文章。领域腐败问题仍然多发。

资料来源：政府工作报告

对内强调需求不足，删去科技创新力不强等表述。与 2024 年相比，对内问题中特地强调有效需求不足，特别是消费不振，可以看出促销费在政策体系中的分量。此外，2024 年中出现但在 2025 年中删除的部分，包括“科技创新能力

还不强”等，结合当前我国科技爆点集中的大背景，可见相较于去年，我国当前的科技实力突破确实得到了政府认可。

为应对外部挑战，《报告》在宏观政策部分，特别强调政策“组合拳”，提出宏观政策“要能早则早、宁早勿晚”“一次性给足”等提法。可以从两个角度理解，一方面是支持性的宏观政策将靠前发力（除了降息外都会靠前）；另一方面，在面对外部压力冲击时，应对政策会集中发力而且节奏比较快。从资本市场视角来看，意味着政策面对可能的外部冲击有安全冗余。宏观政策“组合拳”的政策储备较为充足，有助于提升 2025 年整体市场应对外部冲击的展现韧性，预计去年以来形成的底部会相对坚实。

2. 策略视角：“脉冲式慢牛”有望持续

2.1 2024 年以来市场呈现“脉冲式慢牛”行情

回顾一年多来的市场走势，自 2024 年以来 A 股与港股经历三次阶段性估值修复行情，市场中枢逐级抬升，呈现“脉冲式慢牛”特征。

第一轮上涨行情（2024 年 2 月-5 月）

2024 年 2-5 月的上涨行情源于连续三年超跌后的自然底部修复，以及“新国九条”和 5 项资本市场对港合作措施发布的政策效应，后者推动港股在去年 4 月加速上涨。

第二轮上涨行情（2024 年 9-12 月行情）

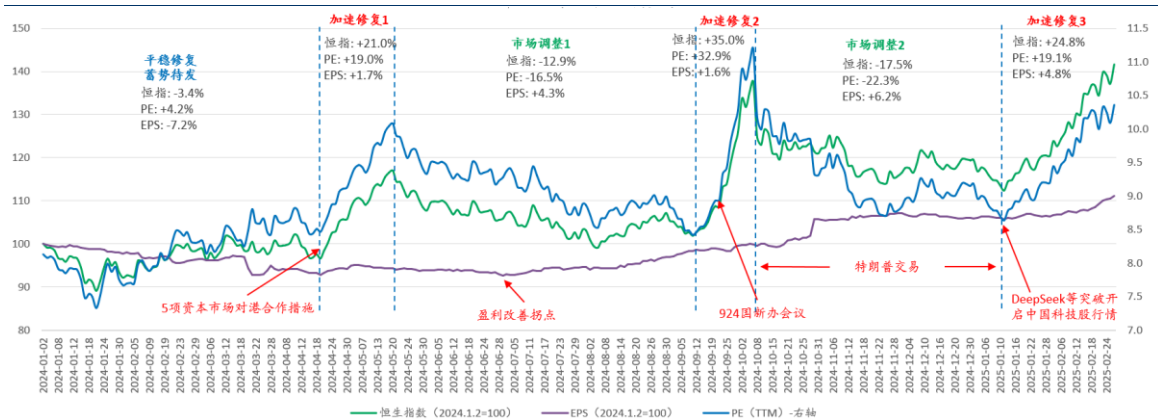
在经历 6-8 月的调整期后，第二次“急速”行情源于 9-12 月会议系列重磅政策的推动，但后续在 10 月-12 月全球“特朗普交易”冲击下再次经历调整。

第三轮上涨行情（2025 年以来科技股引领）

2025 年 1 月伴随科技突破和影视产业出圈效应迎来第三次上涨行情，同时美国经济趋冷和“特朗普交易”的终结也提供了相对合适的外部环境。

从推动因素看，前两次行情以估值修复和政策推动为主，而第三次行情具备整体经济和行业层面基本面改善的支撑。

图 5：2024 年以来恒生指数的三次修复行情



数据来源：WIND，民银证券研究部整理

2.2 历史回顾 1：“两会”行情对 A 股与港股整体影响

我们比较了过去 10 年，“两会”行情的表现。比较标准以“两会”期间的市场短期表现，以及从“两会”开幕之后一个月的涨幅表现为准。考虑的影响因素有三个：一个是国内环境，二个是国际环境，三是市场估值。市场估值又可以分为 PE 和风险溢价在过去 10 年中所处的百分位。其中，PE 分位越高表明估值越贵，风险溢价分位反过来则是越低估值越贵，红色表示上涨和估值高，绿色表示下跌和估值低。

表 9：近 10 年两会行情对两地股市的影响

年份	召开时间	沪深300				恒生指数				国内环境	外部环境
		两会期间涨幅	月涨幅	风险溢价分位	PE分位	两会期间涨幅	月涨幅	风险溢价分位	PE分位		
2025年两会	2025.3.4-3.11	?	?	89.5%	51.1%	?	?	8.3%	56.5%	经济回暖	贸易战开启
2024年两会	2024.3.4-3.11	1.45	1.63	66.7%	14.1%	-0.01	-0.29	68.6%	6.1%	经济回暖	疫后复苏
2023年两会	2023.3.4-3.13	-2.95	-0.97	57.7%	41.1%	-4.24	-0.77	21.5%	50.4%	疫情放开	疫后复苏
2022年两会	2022.3.4-3.11	-5.39	-6.05	43.0%	61.8%	-8.52	-1.90	70.3%	58.1%	疫情加剧	疫情困扰
2021年两会	2021.3.4-3.11	-5.94	-5.33	5.3%	96.7%	-1.66	-3.15	1.7%	98.5%	经济回暖	疫后反弹
2020年两会	2020.5.21-5.28	-2.00	4.15	64.8%	45.2%	-5.19	1.00	92.2%	41.4%	疫情控制	疫情爆发
2019年两会	2019.3.3-3.15	-0.13	5.98	41.7%	50.5%	0.69	2.60	33.9%	62.5%	经济放缓	贸易战升级
2018年两会	2018.3.3-3.20	1.52	-3.23	8.2%	84.3%	3.16	-1.60	3.6%	86.6%	经济回暖	贸易战开启
2017年两会	2017.3.3-3.15	0.83	0.61	24.9%	70.8%	0.27	1.62	20.6%	79.9%	经济回暖	经济回暖
2016年两会	2016.3.3-3.16	1.27	5.59	74.1%	17.8%	1.27	2.48	97.7%	5.2%	经济放缓	保持平稳
2015年两会	2015.3.3-3.15	0.46	14.51	34.1%	50.1%	-4.28	0.78	79.3%	30.8%	经济放缓	经济回暖
中位数		0.16	1.12	42.4%	50.3%	-0.83	0.25	51.3%	54.3%		
平均值		-1.09	1.69	42.1%	53.2%	-1.85	0.08	48.9%	52.0%		

资料来源：WIND，经民银证券测算和整理

从宏观环境看，当前 A 股和港股与 2018 年两会期间相类似。2018 年国内经济在经历前期增速下行后有所回暖，但主要表现为棚改推动下房地产市场的火热，国际上则与目前一样处在贸易战初期。不过市场估值水平要明显高于目前的水平，所以 2018 年“两会”期间股市表现为下跌。

如果考虑估值水平的相似度，当前 A 股与 2020 年“两会”时期类似，从 PE 看处于中位数附近，但从风险溢价看比较便宜。港股则与 2023 年“两会”时期类似，从 PE 看处于中位数附近，但从美债衡量的风险溢价看偏贵（中债衡量的风险溢价依旧便宜）。

就历史规律而言，“两会”对于 A 股平均涨幅的利好略高于港股，但国内外宏观环境、当时市场的估值水平依旧决定了“两会”期间的市场表现。再此逻辑下，目前我国资本市场面临的环境是：国内经济改善内部有利，但全球经济下行且挑战增多，风险主要来自外部。从估值看，市场则处在刚刚由长期低估值，回归到历史中值，并且仍保持向上突破动能的位置。

基本面支持“脉冲式慢牛”的逻辑判断。从估值看，当前市场从 2024 年初的底部，走到目前的估值中部，累计经历 14 个月，符合“慢牛”特征。从国内外环境看，国内经济改善决定了慢牛的基础，而国际上每隔一段时间的负向冲击，决定了慢牛中脉冲式调整的时机与形态。

2.3 历史回顾 2：“两会”行情中资本市场的行业表现

我们梳理了过去 10 年“两会”月度行情（开幕至 1 个月后）A 股万得二级行业及恒生综合指数一级行业的市场表现，发现主要有三种类型的市场交易主线：一是以经济预期回暖为支撑的周期性行业领涨（能源、地产、金属、公用事业），如 2024、2021、2022 年；二是以创新科技引领的行情（科技咨询、软件、半导体、电讯、医疗等），如 2023、2018、2016 年；三是以扩内需为引领的消费行业（消费服务、耐消、食品饮料等），如 2020、2017 年。

此外，在牛市期间也会出现以上几种情形的混合，比如 2015（消费+科技+工业）、2019（消费+科技+周期）。例外情形则是 2022 年（周期强但经济环境欠佳）。总结而言，两会政策焦点往往集中在对经济预期的变化，对内需特别是消费的关注，以及对新产业的关注。

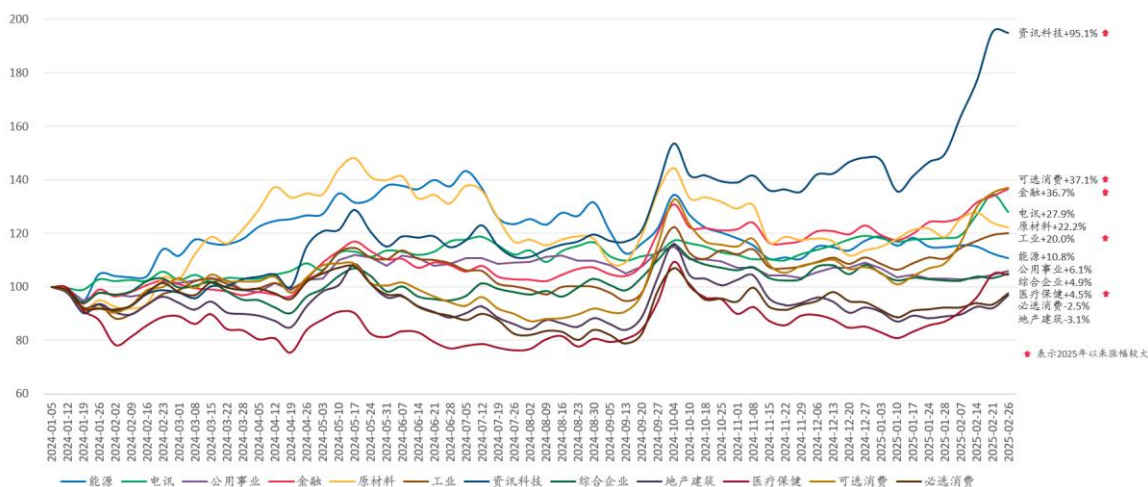
结合 2024 年以来港股各行业累计涨幅，以及当前港股各行业估值水平及估值修复进程来看，我们认为当前更符合牛市时期的复合行业表现逻辑，建议可关注消费板块（新消费与内需扩容主线）和部分科技板块（量子科技、人形机器人、AI+等）。

表 10：过去 10 年“两会”开幕一个月后的 A 股及港股行业涨幅排名（前三位）

年份	召开时间	沪深300			恒生指数		
		行业1	行业2	行业3	行业1	行业2	行业3
2024年两会	2024.3.4-3.11	有色金属 13.1	电气设备 8.3	汽车与零配件 8.2	原材料业 18.2	能源业 5.6	资讯科技业 5.3
2023年两会	2023.3.4-3.13	软件服务 20.7	媒体娱乐 13.7	半导体 7.3	能源业 4.3	资讯科技业 4.3	电讯业 2.3
2022年两会	2022.3.4-3.11	房地产Ⅱ 7.5	煤炭Ⅱ 4.1	医药生物 0.2	综合企业 5.7	能源业 2.8	电讯业 1.5
2021年两会	2021.3.4-3.11	公用事业Ⅱ 10.6	纺织服装Ⅱ 4.4	建筑 3.1	综合企业 4.5	公用事业 3.7	地产建筑业 1.8
2020年两会	2020.5.21-5.28	消费者服务 20.1	家庭用品 15.4	医疗设备与服务 13.9	资讯科技业 8.9	医疗保健业 7.1	必需性消费 5.0
2019年两会	2019.3.3-3.15	软件服务 19.3	食品饮料 16.2	造纸与包装 15.7	必需性消费 12.0	地产建筑业 9.3	资讯科技业 4.4
2018年两会	2018.3.3-3.20	软件服务 10.3	医疗设备与服务 10.1	医药生物 8.9	医疗保健业 11.1	公用事业 2.8	能源业 2.0
2017年两会	2017.3.3-3.15	家电Ⅱ 6.1	家庭用品 4.7	耐用消费品 4.1	资讯科技业 8.3	非必需性消费 3.3	地产建筑业 3.3
2016年两会	2016.3.3-3.16	软件服务 15.8	半导体 13.9	媒体娱乐 13.8	工业 7.8	必需性消费 6.4	资讯科技业 5.7
2015年两会	2015.3.3-3.15	消费者服务 38.3	半导体 29.6	软件服务 29.2	工业 10.8	医疗保健业 7.4	资讯科技业 7.0

资料来源：WIND，经民银证券研究团队整理

图 6：2024 以来恒生综合行业指数涨跌幅（2024 年初=100）

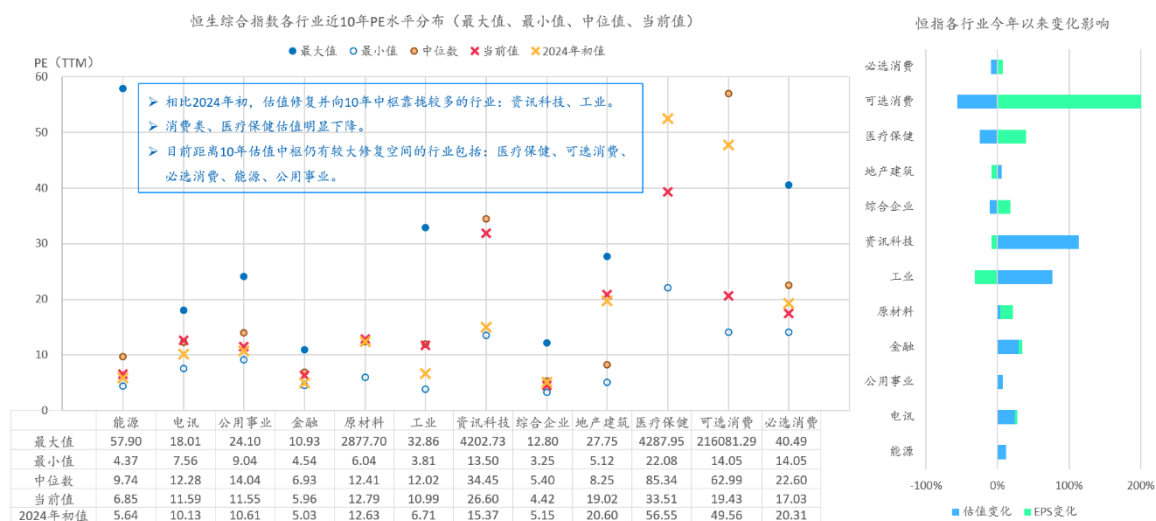


资料来源：WIND，经民银证券研究团队整理，行情截止至 2025 年 2 月 26 日

2.4 展望后市：“脉冲式慢牛”有望持续

综上，我们认为：政府工作报告对中国经济内需的支撑政策是市场“托底的盾”；新兴产业和未来产业的创新与突破是市场“进攻的矛”；深化资本市场改革，推动中长期资金入市则提供了市场长期健康发展的制度基础。在政策攻防双重加持下，我们认为当前中国资本市场仍处在 2024 年初以来的长周期“脉冲式慢牛”中。

图 7：恒生综合指数各行业近 10 年 PE 水平分布（最大值、最小值、中位值、当前值）



资料来源：WIND，经民银证券研究团队整理，行情截止至 2025 年 2 月 26 日

风险提示

需注意在短期上涨后，特朗普关税威胁和地缘政治变化或对市场形成节奏性的冲击。

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解，分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何其附属公司（统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整性。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。(7)民银集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员，及(8)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以

任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。