

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号: S1500524070002

邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

两会超预期之处：工资正常增长机制改革

——政府工作报告解读

2025年3月6日

- **1、GDP 等主要目标的设定符合市场预期，起到了稳定预期的作用。**政府工作报告要求出台实施政策能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足，而且强调根据形势变化动态调整政策，若关税等外部冲击超预期，不排除下半年中国政府追加政策予以对冲的可能，确保目标顺利实现。
- **2、积极财政的看点有提高赤字、加大转移支付、政府支出紧中有松等。**赤字率目标设为 4%，创 2010 年以来新高。中央财政加大对地方一般性转移支付力度，补充地方收入的不足。继续强调“坚持政府过紧日子”，但删除了去年“严控一般性支出”的提法。
- **3、适度宽松的货币政策，可能更加侧重于宽信用。**报告强调“适时降准降息”，全年降息降准仍可期待，但“适时”二字表明落地时机仍需结合内外部条件而定。报告删除了“盘活存量”的表述，强调稳汇率，短期宽信用的优先级或高于宽货币。
- **4、报告提到了一项超预期的改革举措，即劳动者工资正常增长机制改革。**具体改革方案，可能是“限高、扩中、提低”，对于广大中低收入群体是利好，有利于形成居民收入稳定增长的预期，从根本上提振消费。
- **5、促消费接下来的看点不在消费品补贴，而在于服务消费。**
- **6、关注新质生产力的“地方锦标赛”，各地普遍高度重视的产业领域包括人工智能、机器人、生物制造等。**
- **7、报告将“提升国家创新体系整体效能”增列为重点任务，也值得高度关注。**
- **8、房地产仍作为防风险的底线要求，目标在于稳，而不在刺激。**
- **9、政策对稳住股市有较高诉求，股市可能形成“科技+消费”的双轮驱动格局。**
- **风险因素：**海外经济政策不确定性，国内政策落地不及预期等。

目 录

第一，GDP 等主要目标的设定符合市场预期，起到了稳定预期的作用.....	3
第二，积极财政的看点有提高赤字、加大转移支付、政府支出紧中有松等.....	4
第三，适度宽松的货币政策，宽信用的优先级或高于宽货币.....	4
第四，报告提到了一项超预期的改革举措，即劳动者工资正常增长机制改革.....	5
第五，促消费接下来的看点不在消费品补贴，而在于服务消费.....	5
第六，关注新质生产力的“地方锦标赛”.....	6
第七，报告将“提升国家创新体系整体效能”增列为重点任务，也值得关注.....	6
第八，房地产仍作为防风险的底线要求，目标在于稳，而不在刺激.....	6
第九，政策对稳住股市有较高诉求，股市可能形成“科技+消费”的双轮驱动格局.....	7
风险因素.....	8

图 目 录

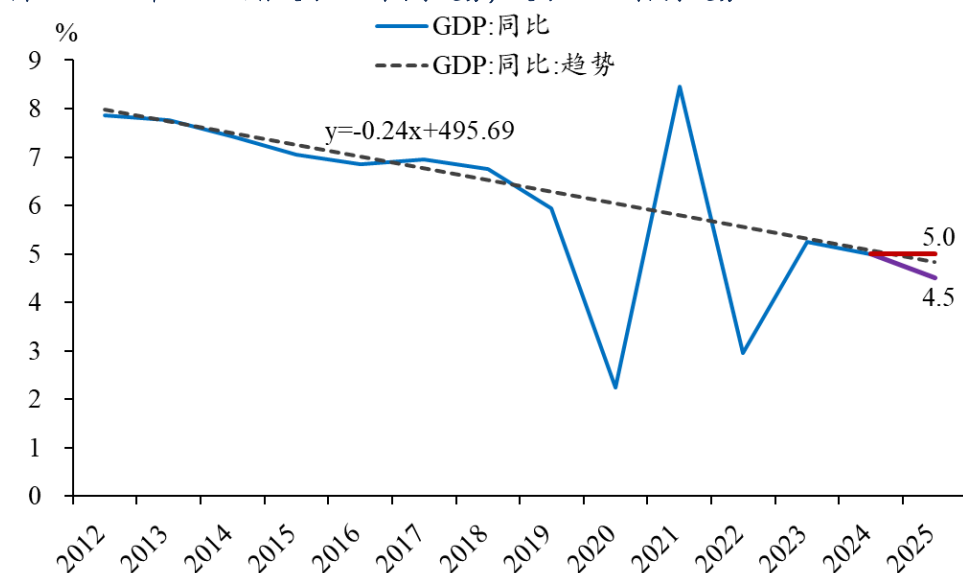
图 1：2025 年 GDP 目标设为 5%则好于趋势，设为 4.5%则低于趋势.....	3
图 2：各地 2025 年 GDP 目标普遍设为 5%左右或更高.....	4
图 3：各地对工资正常增长机制的部署.....	5
图 4：各地对服务消费的部署.....	6

第一，GDP 等主要目标的设定符合市场预期，起到了稳定预期的作用

报告提出，2025 年要稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，并提出若干主要目标。其中，GDP 目标连续第三年设在 5% 左右，给定这一目标，2025 年经济增长有望与 2024 年基本持平，好于过去十几年的下滑趋势（图 1），真正体现“稳”的要求，各地目标也普遍设在 5% 左右或更高（图 2）；CPI 目标首次从 3% 降为 2%，报告起草组成员、国务院研究室副主任陈昌盛表示，主要考虑是当前我国物价下行压力大于上涨压力，设定这一目标旨在向全社会传递信号，我们要努力通过各种政策去推动物价的温和回升；城镇调查失业率 5.5% 左右，城镇新增就业 1200 万人以上，均与上年持平。总体看，主要目标的设定符合市场预期，起到了稳定预期的作用。

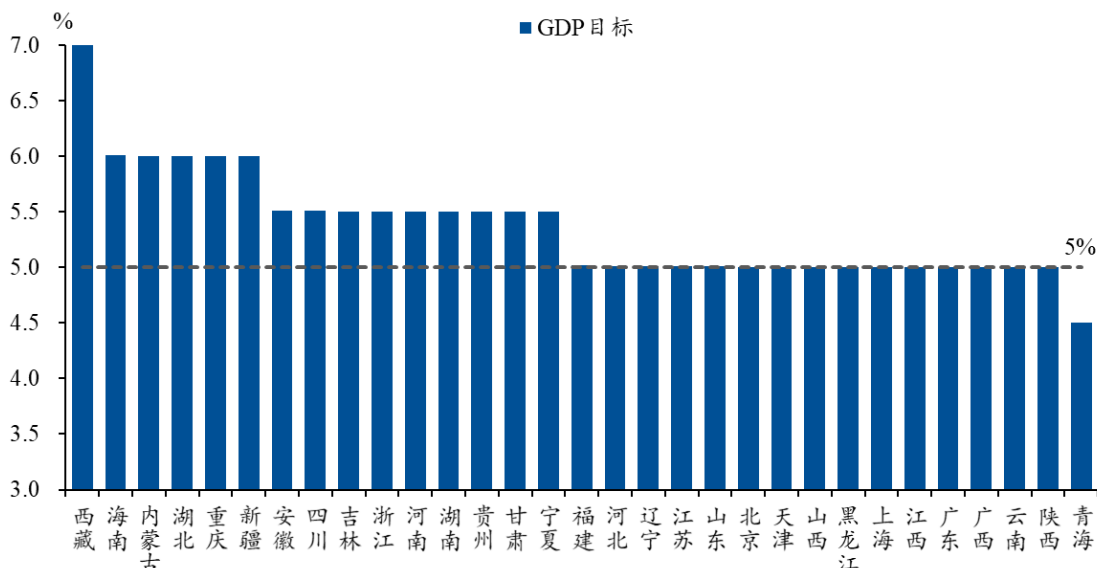
关税等外部冲击是否会影响中国经济目标实现？报告对外部冲击做了充分考虑，在“问题和挑战”分析中，重点强调了外部环境复杂严峻、关税壁垒增多、地缘政治紧张因素仍然较多等因素。为应对外部不确定性，报告做了相应部署：一方面，要求出台实施政策能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足，提高政策时效；另一方面，强调根据形势变化动态调整政策，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。综上，我们判断，若关税等外部冲击超预期，不排除下半年中国政府追加政策予以对冲的可能，确保目标顺利实现。

图 1：2025 年 GDP 目标设为 5% 则好于趋势，设为 4.5% 则低于趋势



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 2：各地 2025 年 GDP 目标普遍设为 5% 左右或更高



资料来源：各地政府工作报告，信达证券研发中心

第二，积极财政的看点有提高赤字、加大转移支付、政府支出紧中有松等

看点 1：提高赤字。赤字率拟按 4% 左右安排，比上年提高 1 个百分点，创 2010 年以来新高，赤字规模比上年增加 1.6 万亿元；超长期特别国债 1.3 万亿元，比上年增加 3000 亿元，另发行特别国债（支持银行补充资本）5000 亿元；地方专项债 4.4 万亿元，比上年增加 5000 亿元。综合看，政府债务总规模（赤字规模+超长期特别国债+特别国债+地方专项债）比上年增加 2.9 万亿元，力度符合市场对于积极财政的期待。

看点 2：加大转移支付。此前地方两会中，各地一般公共预算收入目标普遍偏低，多地设在 2-3%。地方收入主要包括两块，自身的一般公共预算收入和来自中央的转移支付，地方自身收入有限下，经济增长将更加依赖中央转移支付。报告提出，中央财政加大对地方一般性转移支付力度，向困难地区和欠发达地区倾斜。如此，地方财政支出强度得到保障，进而支撑经济增长。

看点 3：政府支出紧中有松。报告继续强调“坚持政府过紧日子”，但删除了去年“严控一般性支出”的提法。

第三，适度宽松的货币政策，宽信用的优先级或高于宽货币

全年降准降息仍有空间。报告强调，适时降准降息，保持流动性充裕，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。全年降息降准仍可期待，但“适时”二字表明落地时机仍需结合内外部条件而定。我们在年度展望中曾做过测算，2025 年准备金缺口约为 1.2 万亿元，全年降准 1 个百分点足以解决该缺口且有余量，超过 1 个百分点的降准可能并无必要（见已外发报告《中美博弈，消费修复——2025 年中国宏观展望》）。

短期宽信用的优先级或高于宽货币。报告删除了上年“盘活存量”的表述，强调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，表明政策思路对宽信用的诉求较高。国家金融监督管理总局局长李云泽表示，针对长期大额消费需求，将研究提高消费贷款额度，延长消费贷款期限。同时，报告继续强调保持人民币汇率基本稳定，短期内宽货币或面临约束。

第四，报告提到了一项超预期的改革举措，即劳动者工资正常增长机制改革

报告提出，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。此前已有多个信号指向此项改革：一是在地方两会中，有超过 10 个地区不约而同地提出“完善劳动者工资正常增长机制”（图 3）；二是 2 月 10 日国常会提出，要大力支持居民增收，促进工资性收入合理增长；三是去年底中央经济工作会议提出，推动中低收入群体增收减负，落实中央精神就成了全国两会的重要任务。

图 3：各地对工资正常增长机制的部署

国常会	要大力支持居民增收，促进工资性收入合理增长，拓宽财产性收入渠道，提升消费能力。		
山西	提高最低工资标准。	重庆	落实劳动者工资正常增长机制。
浙江	完善劳动者工资正常增长机制。	四川	完善劳动者工资正常增长机制。
福建	加快“扩中提低”，健全工资合理增长机制，适时提高最低工资标准，稳步扩大中等收入群体规模。	贵州	制定实施新一轮促进居民增收行动方案，调整最低工资标准，完善劳动者工资正常增长机制。
河南	完善劳动者工资正常增长机制。	西藏	完善劳动者工资正常增长机制。
广东	完善劳动者工资决定、合理增长、支付保障机制。	陕西	健全劳动者工资正常增长机制。
广西	完善劳动者工资正常增长机制。	青海	完善劳动者工资正常增长机制。提高全省最低工资标准。
海南	提高最低工资标准。	宁夏	进一步完善劳动者工资收入正常增长机制和收入分配制度。稳步扩大中等收入群体规模，提高最低工资标准。

资料来源：各地政府工作报告，信达证券研发中心

具体改革方案，可能是“限高、扩中、提低”，即限制高收入群体的过高收入，扩大中等收入群体规模，提高低收入群体收入。

这项改革对于广大中低收入群体是利好，有利于形成居民收入稳定增长的预期，从根本上提振消费。

第五，促消费接下来的看点不在消费品补贴，而在于服务消费

对于消费品补贴，报告提出，安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新。补贴规模相比去年的 1500 亿元翻倍，但去年补贴主要在下半年实施，今年年初即开始实施，平均强度与去年基本持平，不算超预期。

与此同时，报告对促进服务消费做出多方面部署：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。地方两会中，31 个省市自治区无一例外对扩大服务消费做出重点部署（图 4）。

综合看，我们认为，服务消费可能是接下来促消费的重点所在，有望成为消费领域新的增长点。

图 4：各地对服务消费的部署

北京	扩大服务消费，增加生育养老、美丽健康等高品质服务消费供给。	河南	大力发展健康、养老、托育、家政等服务消费，培育壮大数字、绿色、智能等消费热点。
天津	创新提升多样性服务消费的供给。促进文旅、健康、养老、银发、托育、家政等服务消费。	湖北	顺应服务消费快速增长趋势，积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。
河北	扩大家政服务、康养旅游、餐饮住宿等服务消费。	湖南	推动康养、绿色、文旅等消费扩容提质，加大高质量体育赛事、文化演出供给。
山西	丰富服务消费供给，扩大健康、养老、托育等服务消费。	广东	促进健康、养老、托育、家政、数字等服务消费扩容提质，推动电子竞技、社交电商、直播电商等健康发展。
内蒙古	要紧紧抓住民生服务需求增长带来的机遇，围绕养老托育、家政服务等领域，开展大规模、针对性强的职业教育和技能培训，打造一批信得过的专业机构、叫得响的服务品牌。	广西	扩大健康、养老、托育、家政、数字等服务消费，大力发展绿色、智能、体育等消费。
辽宁	积极扩大健康、养老、托育、家政等服务消费。	海南	加快推进文体旅商展联动，培育特色消费文化，繁荣夜间经济，打造数字消费、绿色消费、健康消费等新场景。加快发展首发经济、银发经济、会展经济、体育经济。
吉林	打造商旅文体健融合发展消费新场景，支持餐饮住宿、养老托育等服务消费。	重庆	扩大家政、康养、托育等服务消费。
黑龙江	扩大数字、养老、托育等服务型消费。	四川	瞄准“一老一小”需求促进服务消费。
上海	更加注重推进服务消费扩容升级。	贵州	持续激发养老、托育、家政等服务消费。
江苏	努力扩大服务消费。	云南	扩大健康、养老、托育、家政、数字等服务消费。
浙江	扩大生活性服务消费，营造放心消费环境，挖掘餐饮住宿、家政服务、养老托育等基础型消费，激发文化娱乐、旅游休闲、教育体育等改善型消费。	西藏	支持首发经济、林卡经济、演艺经济发展，积极推动文旅旅游、体育赛事、旅居康养等“跨界消费”。
安徽	扩大服务消费，释放健康、养老、托育、家政等消费潜力。	陕西	制定促进服务消费高质量发展实施方案，丰富多元化消费场景，健全健康、养老、托育、家政等服务消费支持政策，积极挖掘数字、绿色、智能新型消费潜力。
福建	完善健康、养老、托育、家政、数字等服务消费支持政策。	甘肃	扩大服务消费，加快文旅、养老、家政、育幼等消费扩容升级，大力培育线上医疗、在线教育、虚拟养老等服务业态。
江西	扩大餐饮、住宿、养老、托育、家政和家居综合一体化设计等服务消费，培育数字消费、绿色消费、健康消费、体育消费等新增长点，持续激活赛事经济、演艺经济。	青海	扩大健康、养老、托育、家政、数字等服务消费。
山东	培育壮大首发经济、银发经济、健康服务，提升数智、绿色等融合消费水平。	宁夏	持续抓好餐饮、家政、养老、托育等服务消费。
		新疆	扩大健康、养老、托育、家政、数字、文体、体育等服务消费。

资料来源：各地政府工作报告，信达证券研发中心

第六，关注新质生产力的“地方锦标赛”

报告提出，因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系。推动科技创新和产业创新融合发展，促进新动能积厚成势、传统动能焕新升级。

改革开放以来，“地方政府锦标赛”是促成中国经济快速增长的重要机制，在高速增长阶段，地方竞争核心在于GDP增速，到了高质量发展阶段，地方竞争核心已经转变成了新质生产力发展。现阶段，新质生产力的“地方锦标赛”有助于推动中国科技持续进步，不断突破，夯实中国经济转型升级的基础，也为资本市场持续创造投资机会。结合地方两会看，各地普遍高度重视的产业领域包括人工智能、机器人、生物制造等。

第七，报告将“提升国家创新体系整体效能”增列为重点任务，也值得关注

相比于去年底中央经济工作会议部署九项重点任务，政府工作报告则是部署了十项重点任务，多出的一项即为“深入实施科教兴国战略，提升国家创新体系整体效能”。报告强调，坚持创新引领发展，一体推进教育发展、科技创新、人才培养，筑牢中国式现代化的基础性、战略性支撑。工作举措包括加快建设高质量教育体系、推进高水平科技自立自强、全面提高人才队伍质量等。

其中，“扩大高中阶段教育学位供给”“逐步推行免费学前教育”“扎实推进优质本科扩容”等都是相较于去年的新增表述，值得关注。日前，清华大学决定有序适度扩大本科招生规模，2025年拟增加约150名本科生招生名额，着力培养人工智能与多学科交叉的复合型人才，体现“优质本科扩容”开始有序实施。

第八，房地产仍作为防风险的底线要求，目标在于稳，而不在刺激

报告把“持续用力推动房地产市场止跌回稳”写在防范化解重点领域风险一节，表明房地产仍作为防风险的底线要求，目标在于稳，而不在刺激。具体政策措施上，报告做了如下部署：



- 做减法，因城施策调减限制性措施。
- 做加法，加力实施城中村和危旧房改造。
- 控土地，合理控制新增房地产用地供应。
- 扩收储，推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权。资金或从地方专项债中列支，报告提出专项债增加 5000 亿重点用于投资建设、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，可见，增加的收购存量商品房资金规模应不高于 5000 亿。
- 延续金融支持，拓宽保障性住房再贷款使用范围，发挥房地产融资协调机制作用。

第九，政策对稳住股市有较高诉求，股市可能形成“科技+消费”的双轮驱动格局

报告起草组成员、国务院研究室副主任陈昌盛强调，宏观调控中重视资产价格，把“稳住楼市股市”写进经济工作总体要求是第一次。在这一思路下，股市向下有支撑，向上有空间。考虑到科技和消费乃是 2025 年政策重点支持领域，股市可能形成“科技+消费”的双轮驱动格局。

科技板块重点行业包括人工智能、机器人、生物制造等，但需警惕某些行业快速上涨后的阶段性休整压力。

消费板块需紧密观察工资正常增长机制改革的落地情况，以及重点服务行业（包括文旅、健康、体育、养老、托育、家政、数字、绿色等）准入限制放松的落地情况。

风险因素

海外经济政策不确定性，国内政策落地不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020 年“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得 2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。