

2025 年 3 月 5 日

中国宏观

财政加力、科技引领—2025 年政府工作报告解读

2025 年 3 月 5 日，国务院总理李强代表国务院向十四届全国人大三次会议作政府工作报告，关于 2025 年主要政府工作目标及较上年变化如下：

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

1) 2025 年国内生产总值增长 5%左右；赤字率 4%左右，上年为 3%；2) 财政赤字规模达到 5.66 万亿元，较上年增加 1.6 万亿元；3) 新增地方政府专项债 4.4 万亿元，较上年增加 0.5 万亿元。4) CPI 涨幅下调至 2%左右，上年为 3%。

两会延续了“924”新政以来的积极政策定调，对 2025 年经济工作目标进行了系统性细化。年初至今，资本市场表现活跃，叠加前两个月经济数据总体符合预期，市场一度关注财政政策可能边际收紧。此次两会公布的主要工作目标多符合市场预期，股市亦做出积极回应。与此同时，在 2025 年外围不确定性有所增大的形势下，两会明确释放了加大逆周期调节力度的政策信号，且强调政策要早、要足，为市场注入了稳定预期的“定心丸”。此外，产业政策导向的科技含量十足，进一步强化了当前的“科技成长主线叙事”，后续产业政策支持扩大有望成为新的催化剂。

④ 财政政策更加积极

- * 政府工作报告针对市场高度关注的增量财政政策给出了明确且积极的回应。2025 年赤字率提升至 4%左右，为 2018 年以来新高，较 2024 年的 3%提升 1 个百分点；新增地方政府专项债券规模达 4.4 万亿元，较上年增加 5000 亿元，投向更加精准，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关键领域，具体细节和分配方案可能需要等待进一步的公布。
- * 发行超长期特别国债 1.3 万亿元，以及结合发行 5000 亿元特别国债支持国有大型商业银行补充资本，使得 2025 年合计新增政府债务总规模 11.86 万亿元，较上年增加 2.9 万亿元，也显示出财政政策更加积极，为稳增长提供了有力保障。

④ 货币政策维持适度宽松定调，但需兼顾多重平衡

- * 货币政策整体延续了“924”新政以来的宽松基调，两会明确提出将适时实施降准、降息等措施，同时强调货币政策工具要在总量和结构两个维度发挥协同作用，保持市场流动性合理充裕，确保社会融资规模和货币供应量增速与经济增长和价格总水平预期目标相匹配。
- * 考虑到货币政策要兼顾多重目标，货币政策操作面临多重约束和平衡。预计 2025 上半年我国主要经济指标及资本市场将维持一定韧性。海外降息幅度收窄对我国降息空间构成了一定的软约束。预计降准降息的具体时点可能会推迟至年中或下半年，政策操作将更加注重精准性和时效性。

⊕ 扩内需领域仍是实现全年经济工作目标的重要抓手

投资端：积极扩大有效投资

- * 投资作为实现 2025 年经济工作目标的主力军，政府工作报告对其给予了高度重视。中央预算内投资规模达 7350 亿元，较上年 7000 亿元进一步增加，将重点投向国家战略性项目和民生领域。基础设施建设方面，报告明确提出要充分发挥 1.3 万亿元超长期特别国债的撬动作用，更大力度支持“两重”建设，预计在数字基础设施、绿色能源基础设施等领域将形成新的投资增长点。
- * 外需不确定性形势下，制造业需提高效率和竞争力，并加快部分行业过剩产能出清。因此，制造业投资一方面延续设备更新和技术改造的支持政策，推动企业加快数字化、智能化转型；另一方面需加大对传统产业优化升级的支持力度，促进产业链现代化和价值链提升。
- * 提高扩大有效投资还需要激发民间投资活力。政府工作报告提出支持和鼓励民间投资发展，通过政策引导和制度创新，为民间资本参与重大基础设施和社会民生领域建设创造更广阔空间，同时也助于提升资源配置效率。

消费端：强调宏观政策民生导向

- * 方向上，政府工作报告提出经济政策着力点更多转向惠民生、促消费，以消费提振畅通经济循环，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。
- * 具体措施上，通过优化供给结构来刺激消费升级。延续了 3000 亿元超长期特别国债用于支持以旧换新计划，覆盖汽车、家电等重点消费品领域，这一措施在 2024 年已经显示出良好效果。
- * 在居民收入方面，报告提出了推动中低收入群体增收减负的多项举措，包括提高养老金标准、完善劳动者工资正常增长机制等。此外，政府工作报告也提出发放育儿补贴等支持措施。具体实施细节尚待进一步公布，但政策方向层面传递出积极信号，即通过改善民生来带动消费增长的政策思路在全年经济工作中的重要性将逐步上升。

稳地产、稳股市：更大力度促进楼市、股市健康发展

- * 稳地产：近期房价已经显现出一些回暖的信号，例如一线城市房价持续回稳，70 城中一手房房价环比转正的城市比例也正在持续上升。未来房价的进一步企稳将来自供需两端的协同效应；1) 需求端，因城施策调减限制性措施，充分释放刚性和改善性住房需求。同时，加力实施城中村改造工程，激活存量住房市场，形成新的住房需求。2) 供给端，围绕合理控制新增供应，加大存量消化。一方面，通过土地供应节奏调控，避免市场供应过剩；另一方面，加大对地方政府收储存量商品房的支持力度，后续可关注新增专项债券资金的分配细节。

- * 稳股市：资本市场方面，政府工作报告重点强调了三个方面：一是深化资本市场投融资综合改革；二是大力推动中长期资金入市；三是改革优化股票发行上市和并购重组制度。股市作为经济的“晴雨表”，其稳定运行对于稳定市场预期、提振投资者信心具有关键作用。通过财富效应，股市的健康发展能够有效扩大内需，形成经济良性循环。同时，资本市场在支持科技创新方面的作用得到进一步强化。随着国家加大对科技自立自强的战略投入，资本市场将成为科技企业融资的重要渠道之一。

④ 产业政策：软、硬科技齐头并进

软科技：推进“人工智能+”，打造智能终端新生态

- * 适逢 DeepSeek 引领的 AI 叙事，政府工作报告“趁热打铁”，强化科技叙事。提出要“激发数字经济创新活力”，持续推进“人工智能+”行动，预计政策将从支持研发向支持广泛应用转变，将出台更多促进 AI 大模型在政务、医疗、教育、工业等领域落地的支持政策。
- * 智能终端产业成为数字经济发展的关键抓手，报告提及支持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的发展。中国人工智能发展有望逐步迈入应用深化阶段，未来将更加注重技术的实际价值创造。

硬科技：布局前沿领域，培育未来发展新动能

- * 在硬科技领域，政府工作报告提出了推动商业航天、低空经济等新兴产业安全健康发展的明确方向。商业航天产业近年来在中国发展迅速，已经形成了从火箭发射、卫星制造到应用服务的完整产业链，政策将进一步支持其商业化发展，而无人机、通用航空等低空经济领域将成为新的政策支持重点，为相关产业带来新的发展机遇。
- * 在未来产业培育方面，报告提出“建立未来产业投入增长机制”，构建更加系统化、持续性的政策支持体系，而非单纯的项目式投入。生物制造、量子科技、具身智能、6G 等具有颠覆性创新潜力的前沿领域被明确列为未来产业培育重点。

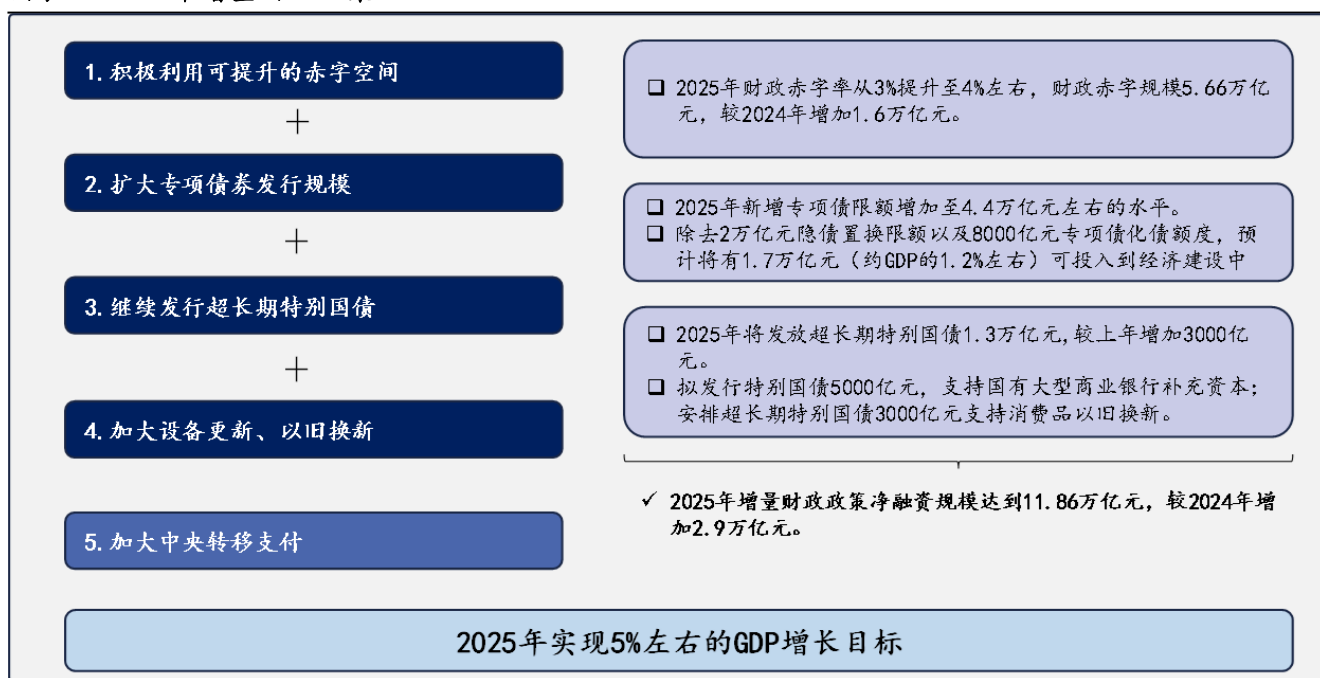
两会延续积极定调后，财政政策预计将进入“显效发力”阶段，成为推动经济稳中向好的关键力量。在当前我国供给能力相对充足、外部需求面临不确定性的背景下，全方位扩大内需的战略意义更加凸显：

- * 在房地产领域，促进房地产市场回稳仍是政策重点。预计将围绕合理控制新增供应、加大存量消化、专项债支持地方政府收储商品房、实施保障性住房建设等方式，稳定房地产市场预期。同时，通过重点调减限购、限贷等限制性措施，财政贴息、税费减免等方式，降低居民购房成本，激活需求。

- * 在民生领域，财政支出将进一步向就业、社保、教育、医疗等方向倾斜。通过加大就业补贴、职业培训等投入，稳定和扩大就业；完善社会保障体系，增强居民消费信心和能力。特别是在养老、医疗等领域的财政投入增加，释放服务消费需求。
- * 在投资方面，将扩大有效投资作为提振总需求的重要抓手。预计将加大对“两重”的投资力度，同时优化投资结构，提高投资效率。特别是在科技创新、绿色发展、数字经济等领域，财政资金将发挥引导和撬动作用，带动更多社会资本参与。

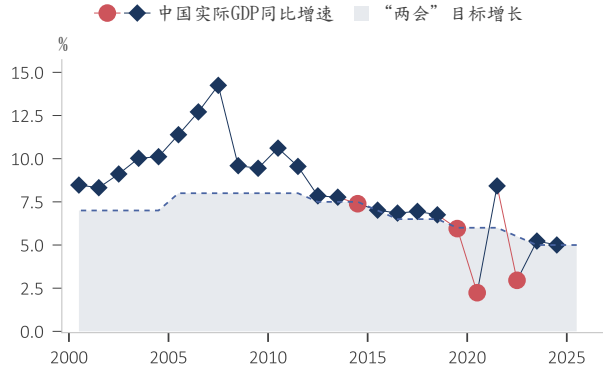
2025 年预计通过财政政策扩大支出、货币政策适度宽松的组合拳，通过扩大有效投资带动企业投资活力提升，并通过完善政策组合促进居民消费能力增强，最终形成投资消费良性互动、内外需协调发展的经济循环格局。随着前期政策效应的持续显现，叠加新的财政支持举措逐步落地，经济结构有望不断改善，物价水平也将逐步回归合理区间。

图表 1: 2025 年增量财政政策



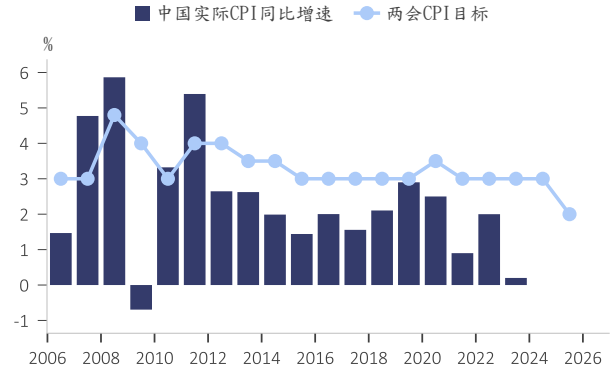
资料来源: 全国两会, 交银国际

图表 2: 中国实际 GDP 增速与“两会”目标



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 中国实际 CPI 增速与两会目标



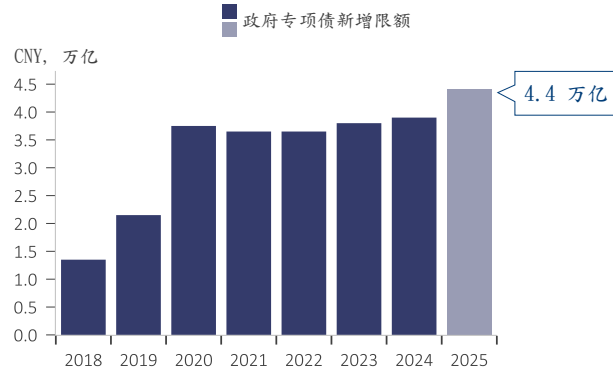
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: 2025 年财政赤字规模与赤字率



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 中国政府专项债新增额度



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 中国社融与 M2 增速



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 社融、M2 同比差与 10 年期国债收益率



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 8: 70 城一手房环比转正城市数量占比



资料来源: 国家统计局, 交银国际

图表 9: 70 城二手房环比转正城市数量占比



资料来源: 国家统计局, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。