



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵宏鹤（执业 S1130524120007）

zhaohonghe@gjzq.com.cn

政府工作报告的新变化和新提法

基本内容

2025 年政府工作报告，不变的是经济目标，变化的是赤字规模，反映的总体态度是：内部更自信、储备更充足，以化解风险和扩大内需应对外部环境的不确定性。措辞的边际变化映射的是政策节奏，相比于三个月前，当前的政策导向对改革潜力更重视、对总量刺激更相机，前者是今年的主旋律，后者将根据外部形势变化相机而动。

行业层面，今年政府工作任务的首位是大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。与经济工作会议相比，政府工作报告在科技领域更加强调因地制宜，在各行业、各地区之间形成差异化格局。在改革领域，政府工作报告的主线是提高效率、活力和潜力，在有效激发各类经营主体活力的同时，通过财税体制改革推动转型。房地产领域增加“有效防范房企债务违约风险”的表述，地方政府专项债收购存量商品房可能是重要抓手。此外，育儿补贴作为应对外部环境不确定性“后手牌”，落地时间或相对靠后。

风险提示

1) 国内政策落地的力度和节奏存在不确定性；国内房地产市场企稳回升的持续性存在不确定性。



一、几组数字的深意

政府工作报告中最受瞩目的历来是几组数字，数字的变与不变，背后都蕴藏深意。就今年来看：

不变的是经济增长目标，连续第三年定在“5%左右”，但每年的内涵都不一样。2023年的5%，是在2022年3.1%的低基数上，要让经济在防疫转段后平稳恢复、避免西方式高通胀；2024年的5%，是在出口外需开始回暖的背景下，内需稳增长压力下降、财政纪律整顿和金融严监管优先级上升；今年的5%则更显自信，虽然外部不确定性明显上升，但前沿科技突破、房地产市场企稳、内部系统性风险下降，如果外需承压，扩大内需可以肩负更多责任。

变化的是预算内赤字规模，较过去几年大幅提升，挑起扩大内需和防风险的担子。今年一般公共预算赤字率4.0%，对应一般国债和地方政府一般债规模5.66万亿，安排特别国债1.8万亿，地方政府新增专项债额度4.4万亿，合计11.86万亿，比2024年的8.96万亿多出2.9万亿。

2.9万亿财政增量中，用于防风险的比例接近一半。5000亿特别国债支持大行注资、新增专项债中的8000亿额度支持地方化债、部分额度支持房地产收储，叠加去年部署的2万亿置换债，直指中央反复强调的三大系统性风险：金融机构、房地产、地方债务，也是造成过去几年中国资产估值折价的主要因素。

财政增量的另一半，多数作用在支持民生和消费而非项目建设上，包括消费换新、育儿补贴、地方三保、奖优助困等，反映了改善供求关系的政策导向。

总的来说，几组数字反映的总体态度是：内部更自信、储备更充足，以化解风险和扩大内需应对外部环境的不确定性。

二、过去三个月的新变化

数字的变与不变反映的是总体态度，措辞的边际变化映射的是政策节奏。

从去年12月政治局会议到中央经济工作会议，最大的变化当属“加强超常规逆周期调节”表述的从有到无。再对比政府工作报告新闻稿和中央经济工作会议通稿，最大的变化出现在对“问题与挑战”的描述，大量增加了关于“政府效能和依法执政能力”的内容，直言“有的部门服务观念不强、办事效率不高。一些干部乱作为、不作为、不善为”。

如果说“超常规逆周期调节”代表总量刺激，“政府效能和依法执政”则代表结构性改革，此消彼长之间，是对释放改革潜力更重视、对总量刺激政策更谨慎。

相应的，工作总基调部分增加了一句“根据形势变化动态调整政策”。一方面仍然是内部更自信，例如中央经济工作会议的“经济运行仍面临不少困难和挑战”“风险隐患仍然较多”没有提及，说明总量政策空间暂时不急于释放；同时，面对外部环境的不确定性，下一阶段总量政策释放的节奏和力度要根据外部形势动态调整。

因此，总量政策的总体表述没有变化，例如财政政策主要是补充了更丰富的细节，货币政策依然保留了“适度宽松”“适时降准降息”“保持流动性充裕”等积极措辞，变化的是政策节奏、是为后续的不确定性预留空间。

总的来说，相比于三个月前，当前的政策导向对改革潜力更重视、对总量刺激更相机，前者是今年的主旋律，后者将根据外部形势变化相机而动。

对于市场，两会召开后，随着工作重心和政策节奏逐步揭晓，宏观真空期和春节躁动期进入尾声，市场将从对长期趋势的憧憬适当回归到短期的基本面和政策现实，因此预计股票市场的风格会更均衡，从开年经济数据中寻找新的机会，或在外部风险暴露后暂时选择防御。

三、行业的重要表述和新提法

（一）消费领域：围绕消费能力、供给和环境，实施提振消费专项行动

在提振消费的侧重点上，《政府工作报告》的表述与是“制定提升消费能力、增加优质供给、改善消费环境专项措施”，与中央经济工作会议提出的“提升消费能力、意愿和层级”略有不同。这一提法变化的背后是《哪吒2》和“以旧换新”的火热，表明居民的消费意愿可能不低，供给侧质量和价格对消费热度的影响更大。

如何提升消费能力？一是收入端“开源”。《政府工作报告》提出要“多渠道促进居民增收”、“更大力度稳定和扩大就业”、“让多劳者多得、技高者多得、创新者多得”。**二是支出端“减负”。**《政府工作报告》提出“优化财政支出结构”、“加大保障和改善民生力度”，其用意是在养老、住房、医疗、教育等领域加强民生保障、减轻支出压力，让居民消费没有“后顾之忧”。

如何增加优质消费供给？《政府工作报告》给出耐用品消费、服务消费和新消费三个方向。耐用品消费上，“安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新”旨在通过以旧换新政策，提供价格更实惠的产品，释放消费潜力。**服务消费上，一是要把握人口结构变化带来的服务消费需求增长。**中国已经进入人口老龄化加速期，人口老龄化程度的加深将提高服务消费占比。由于老龄化的不可逆性，人口变迁带来的服务消费需求可能保持较快增长，但供给层面仍



有短板。因此《政府工作报告》提出“扩大健康、养老、托幼、家政等多元化服务供给”。**二是要把握体验式消费的增量机会。**从消费需求的层次结构来看，在当前中国所处的发展阶段，未来居民对于体验式消费的需求会继续增加。事实上，2023年以来文旅消费表现一直不错，是服务消费的重要支点。同时，增加法定节假日对于促进消费的作用在春节假期也有所显现。因此《政府工作报告》也提出“落实和优化休假制度，释放文化、旅游、体育等消费潜力”。

（二）科技领域：因地制宜发展新质生产力

科技领域定调突出“因地制宜”。《政府工作报告》提出“因地制宜发展新质生产力”，这与中央经济工作会议提出的“以科技创新引领新质生产力发展”略有不同。这并非是对经济工作会议表述的替代，而是在原有基础上的丰富。其背后的含义是在科技创新的基础上，要突出因地制宜，在各行业、各地区之间形成差异化格局，避免出现“内卷式”竞争。

培育壮大新兴产业、未来产业的侧重点更加明确。新兴产业方面，《政府工作报告》强调产业集群发展、应用和安全，提出“深入推进战略性新兴产业融合集群发展。开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动，推动商业航天、低空经济等新兴产业安全健康发展。”未来产业方面，《政府工作报告》明确了生物制造、量子科技、具身智能、6G等重点方向。

如何综合整治“内卷式”竞争？《政府工作报告》在存量和增量两个维度作出部署。存量层面主要是“加强产能监测预警”。增量层面则是“加强产业统筹布局”、“梯度培育创新型企业”。

数字经济领域要推进“人工智能+”行动，发展AI端侧应用。《政府工作报告》指出，数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重已达到10%左右。要应对未来潜在经济增速的下行压力，改革和AI是两个关键抓手。因此，《政府工作报告》提出“激发数字经济创新活力”、“持续推进“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”、“优化全国算力资源布局”等。

此外，科技创新的两个提法值得关注：**1）更加强调企业在科技创新中的作用。**《政府工作报告》提出“发挥科技领军企业龙头作用，加强企业主导的产学研深度融合，从制度上保障企业参与国家科技创新决策、承担重大科技项目”。Deepseek的突破证明企业在科技创新领域的重要性，其优点是更贴近市场、更有效率，但企业风险承担能力偏弱，因此更加需要政策支持。**2）鼓励探索、宽容失败的创新环境。**《政府工作报告》提出“推动科技支出向基础研究倾斜，完善竞争性支持和稳定支持相结合的投入机制，提高基础研究组织化程度”、“弘扬科学家精神，推动形成鼓励探索、宽容失败的创新环境”。从海外经验看，以上两点是推动核心技术攻关和前沿性、颠覆性技术研发的关键。例如，美国DARPA的成功之处在于保证市场化主体参与的积极性和容错、纠错机制。

（三）改革领域：推动标志性改革举措加快落地

改革的深层逻辑是从“土地财政”到“税收财政”的转型中，需要提高效率、活力和潜力。《政府工作报告》提出“有效激发各类经营主体活力”，国有企业要“高质量完成国有企业改革深化提升行动”，民营企业要“扎扎实实落实促进民营经济发展的政策措施”，政府要“寓管理于服务之中，用服务的暖心增强企业的信心”。

财税体制改革的核心是开源节流。开源方面，主要是通过消费税改革增加地方自主财力，修复现金流量表。《政府工作报告》明确“加快推进部分品目消费税征收环节后移并下划地方”。从可行性的角度看，成品油消费税的改革有望率先落地。**节流方面，**《政府工作报告》提出“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”，本质是提高财政资金的使用效率。

（四）地产领域：有效防范房企债务违约风险

与中央经济工作会议的表述相比，《政府工作报告》增加了“有效防范房企债务违约风险”的表述。其中，安排地方政府专项债收购存量商品房可能是改善房企现金流量表，避免违约风险的重要抓手。此外，《政府工作报告》提出“有序搭建相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式”，未来随着预售制的改革，有能力建设安全、舒适、绿色、智慧“好房子”的企业或脱颖而出。

（五）民生领域：育儿补贴有望落地

育儿补贴规模预计1500亿元左右，落地时间或相对靠后。中央经济工作会议提出“制定促进生育政策”，《政府工作报告》明确具体举措包括“发放育儿补贴，大力发展托幼一体服务，增加普惠托育服务供给”。发放育儿补贴一直是市场比较期待的政策，其本质上是给特定人群发放补贴，提高居民消费能力和生育意愿，应对内需不足和少子化问题。考虑到外部环境的不确定性，育儿补贴有望作为国内政策的“后手牌”，二季度以后落地的可能性更高。我们预计生育补贴的规模在1500亿元左右，资金来源或是中央财政的“一本账”。从影响上看，婴幼儿消费将直接受益，改善性住房需求和后地产链或间接受益。



风险提示

- 1) 特朗普的内外政策不确定性较高，可能影响国内政策落地的力度和节奏。
- 2) 受人口结构、政策预期等长短期因素影响，国内房地产市场企稳回升的持续性存在不确定性。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究