

宏观点评 20250305

宏观政策要“投资于人”——学习政府工作报告精神

2025年03月05日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

相关研究

《食品和油价回落或拖累2月CPI转负》

2025-03-02

《衰退担忧与关税冲击带动美债利率大跌》

2025-03-02

■ 今年政府工作报告设定了较高的增长目标，体现的是“迎难而上、奋发有为”的政策导向。在**5%的经济增长目标下，对宏观政策的要求明显提高，如何实现增长目标？今年政策更注重“投资于人”**，居民就业、收入、消费、养老、生育等领域，在宏观政策里的权重加大，通过“提振消费专项行动”来向内需要增长，以对冲外部环境变化的影响，这与往年有较大差异。另一方面，今年报告对科技、民企的关注明显提高，这与217民企座谈会的精神一脉相承，科技创新和民企，前者直接提高全要素生产力，后者稳定信心和预期，是中国经济行稳致远的重要组成部分。综合来看，政府工作报告在经济政策方面全力稳增长，在产业政策方面重点关注科技创新和民企，在金融政策方面着力推进中长期资金入市，一系列政策组合拳，有助于稳定资本市场预期和信心。

■ 具体来看，重点关注以下10个领域：

■ **（1）GDP增长目标：**今年政府工作报告将经济增长目标设定为**5%左右**，在市场预期之内，但是内需仍然有一定压力，实现目标需要政策加大力度。预期之外，隐含名义GDP增速罕见下调至**4.9%**。今年4%的赤字率和5.66万亿的财政赤字，隐含的名义GDP规模是141.5万亿，对比去年的134.9万亿，隐含名义GDP增速4.9%。这种调整并不代表着对物价要求的放松，更多是缓和财政赤字率和赤字规模两个目标的矛盾，往年由于隐含平减指数定的过高，导致赤字率和赤字规模二者难以兼顾。

■ **（2）物价目标：**CPI目标从**3%下调到2%**，不是对物价回升的要求降低了，相反是**提高要求**。过去很长一段时间，我国3%的CPI目标是为了防止物价涨幅太大带来通货膨胀，在当前环境下显然不再适用，降低到2%是物价目标的方向转变，从防止通胀转为提高物价。调整后，CPI目标的约束性加强，物价在政策体系里的权重也在上升，预计宏观政策将更注重推动物价回升。

■ **（3）财政政策：**从总量来看，今年增量财政资金达到**2.9万亿**，仅次于**2020年的3.6万亿**。赤字5.66万亿+专项债4.4万亿+超长期特别国债1.8万亿=11.86万亿，比去年（8.96万亿）多2.9万亿。即使剔除掉注资银行的5000亿，直接用于经济建设的增量资金也比去年多2.4万亿。

■ 除了总量之外，财政政策的结构也很重要，今年的两个变化在于**专项债投向和促消费资金**。报告指出专项债重点投到4个方向，“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”；促消费方面，“以旧换新”的中央资金目前达到3800亿左右。

■ 另外，今年政府工作报告更强调**“在发展中化债”**。报告指出“动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间”。

■ **（4）货币方面，**适度宽松的货币政策仍然是**2025全年逻辑**，“适时降准降息”，但具体时点可能更多相机抉择，取决于国内经济、汇率、物价、银行净息差、美联储政策等多重考虑。在结构性货币政策方面，楼市股市、民企、科技等方面是重点提到的领域，部分政策已经在落地。如2月28日央行等5部门联合召开金融支持民营企业高质量发展座谈会，在提升民营企业融资可得性和便利性等方面做出了政策部署。

■ **（5）消费政策有三方面部署，**一是消费补贴，超长期特别国债3000亿用于以旧换新，规模比去年翻倍。二是收入补贴，如社保、生育等，报告指出“城乡居民基础养老金最低标准再提高20元，适当提高退休人员基本养老金”、“制定促进生育政策，发放育儿补贴”。三是制度建设，如营造良好消费环境、完善劳动工资正常增长机制。

■ **（6）房地产方面关注三方面政策，**一是常规性的取消限购限售、下调

房贷利率等政策，报告指出“因城施策调减限制性措施”。但房贷利率的继续下调可能受到公积金利率的约束，避免房贷利率和公积金利率的倒挂问题，可能未来会先看到公积金利率下调，再看到房贷利率的继续下调。

- **二是关注货币化安置规模会否扩大**，报告指出“加力实施城中村和危旧房改造”，去年10月中央提出通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造、危旧房改造，今年如要加力推进，货币化安置会否继续扩大。
- **三是关注收储进展**。去年10月开始专项债扩展到收储土地和存量房两个领域，两个收储一快一慢，其中土储专项债于近期开始落地，收储存量房尚未落地。当前，土地收储专项债已形成“发行-储备-开发-收益”闭环，而存量房收储仍需解决产权整合与长期运营成本分摊问题，专项债介入相对偏慢。
- **（7）产业政策，会否有新一轮去产能？**近期市场对于新一轮去产能的讨论增多，政府工作报告强调“综合整治‘内卷式’竞争”。我们认为即使去产能再现，也是温和去产能政策，以市场化的引导出清为主，力度不会像前两轮一样大。一是当前产能压力大多是新兴产业，仍属于鼓励发展的领域，环保等社会问题较小，与前两轮差别较大；二是当前就业压力较大，没有前两轮那么强劲的需求端政策，来对冲去产能带来的就业冲击；三是从物价回升的诉求来看，服务价格压力远大于前两轮，工业去产能并不能带来服务价格的回升。
- **（8）科技和民企：**2025年1月以来，国内的产业政策重点聚焦在两个领域，一是AI和科技发展，二是民营经济，如217高规格民企座谈会。对此今年的政府工作报告有两个变化，一是强调“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”，这是在科技领域企业做出重大突破后的新变化，预计2025年会有相关制度出台，保障企业在国家重大科技项目中的参与程度。二是解决民营企业账款拖欠问题的决心更大，报告指出“加力推进清理拖欠企业账款工作，强化源头治理和失信惩戒，落实解决拖欠企业账款问题长效机制”，并且将利用地方政府专项债加速清理进度，拖欠账款问题有了明确的资金来源，治理效率会明显提高。
- **（9）能耗政策：**十四五规划要求下，能耗目标从2.5%提高到3%，能耗政策要求预计强于前几年。报告指出“单位国内生产总值能耗降低3%左右，生态环境质量持续改善”。去年两会的目标是单位国内生产总值能耗降低2.5%，最终实际降低3.8%，超额完成全年目标。从五年规划要求来看，十四五期间，单位国内生产总值能耗要比2020年降低13.5%，目前仍然具有一定差距，如果要尽可能接近目标，需要2025年奋起直追，能耗政策的要求预计会比前几年有所加强。
- **（10）资本市场：**报告指出“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。”预计今年政策重点在于平衡资本市场的投资功能与融资功能，解决当前市场存在的“重融资轻投资”问题，推动形成投融资良性循环的生态。
- **风险提示：**（1）**政策理解偏差风险。**当前政策体系存在多维度传导特征，地方政府、市场主体及社会公众对政策目标的认知存在差异理解的的可能。例如，此前在“双碳”战略实施过程中，部分地区可能简单采取“一刀切”限产措施，而忽视产业结构优化的长期目标。这种认知偏差可能导致政策执行效果与预期目标出现偏离，甚至引发局部市场秩序紊乱。（2）**政策落地时滞风险。**政策传导机制存在固有时间成本，配套措施缺位、执行效率不足等因素可能加剧时滞效应。比如需要跨部门协同的政策，可能出台相对较慢。（3）**环境变化导致政策变动风险。**国内外经济形势变化、地缘政治冲突及技术革新等外部因素，可能引发政策动态调整需求。例如出口环境如果恶化国内稳增长政策也会继续加码，再比如国际大宗商品价格剧烈波动可能倒逼能源政策变动。

内容目录

1. 增长目标: “5%左右”目标, 政策更注重“投资于人”	5
2. 物价: CPI 目标下调至 2%	8
3. 财政: 总量更积极, 但结构更重要	10
4. 货币: 适度宽松的货币政策仍是全年主线	11
5. 消费: 促消费的三个部署	12
6. 房地产: 关注超常规政策落地情况	12
7. 产业政策: 去产能会再现吗?	13
8. 科技和民企: 关注两个问题	14
9. 能耗: 能耗目标提高是否意味着政策要求强化?	15
10. 资本市场: 加强战略性力量储备和稳市机制建设	16
11. 风险提示	17

图表目录

图 1: GDP 增长目标连续第三年维持在“5%左右”6

图 2: 内外需求对经济增长的拉动.....7

图 3: 2012-2024 年 CPI 年度增速9

图 4: CPI 目标首次从 3%下调至 2%.....9

图 5: 财政政策总量的力度（赤字+专项债+特别国债） 11

图 6: 超长期特别国债的使用结构（亿元） 11

图 7: 24Q1 以来产能利用率季节性回升..... 14

图 8: 分行业的产能利用率..... 14

图 9: 我国单位 GDP 能耗的变化..... 15

图 10: 单位 GDP 降幅的目标提高..... 15

表 1: 历年政府工作报告的经济目标.....6

表 2: 五年规划的单位 GDP 能耗目标..... 15

1. 增长目标：“5%左右”目标，政策更注重“投资于人”

预期内：今年政府工作报告将经济增长目标设定为 5% 左右，在市场预期之内，但是内需仍然有一定压力，实现目标需要政策加大力度。2024 年经济增长尽管达到了 5%，但“三驾马车”中，最终消费和资本形成合计只贡献了 3.5 个点，净出口贡献 1.5 个点，内需仍然偏弱。2025 年外部环境的不确定性加大，净出口对经济的拉动预计会下降。比如上轮关税时期，2017 年净出口拉动 0.3 个点的经济增长，2018 年关税落地后这个数字下降到 -0.6 个点。因此 2025 年要实现 5% 的目标，靠目前的消费和投资是有压力的，需要政策更加努力。

5% 的目标下，对宏观政策的要求明显提高，今年政策更注重“投资于人”，居民就业、收入、消费、养老、生育等领域，在宏观政策里的权重加大。报告指出“推动更多资金资源‘投资于人’、服务于民生，支持扩大就业、促进居民增收减负、加强消费激励，形成经济发展和民生改善的良性循环。”

超预期：隐含名义 GDP 增速罕见下调至 4.9%。今年 4% 的赤字率和 5.66 万亿的财政赤字，隐含的名义 GDP 规模是 141.5 万亿，对比去年的 134.9 万亿，隐含名义 GDP 增速 4.9%，对应 GDP 平减指数约 -0.1%。相比之下，往年赤字隐含的名义 GDP 增速大多为 7% 左右，如去年 3% 的赤字率、4.06 万亿赤字，隐含名义 GDP 是 135.3 万亿，相比 2023 年的 126 万亿（调整前），名义增速是 7.4%，隐含 GDP 平减指数是 2.4%。

这种调整并不代表着对物价要求的放松，更多是缓和财政赤字率和赤字规模两个目标的矛盾，往年由于隐含平减指数定的过高，赤字率和赤字规模二者难以兼顾。如 2024 年 GDP 最终达到 134.9 万亿，3% 的赤字率下，赤字规模不超过 4.047 万亿（如果不是五经普后调高名义 GDP，赤字上限会更低一些），跟年初 4.06 万亿赤字规模难以兼顾。

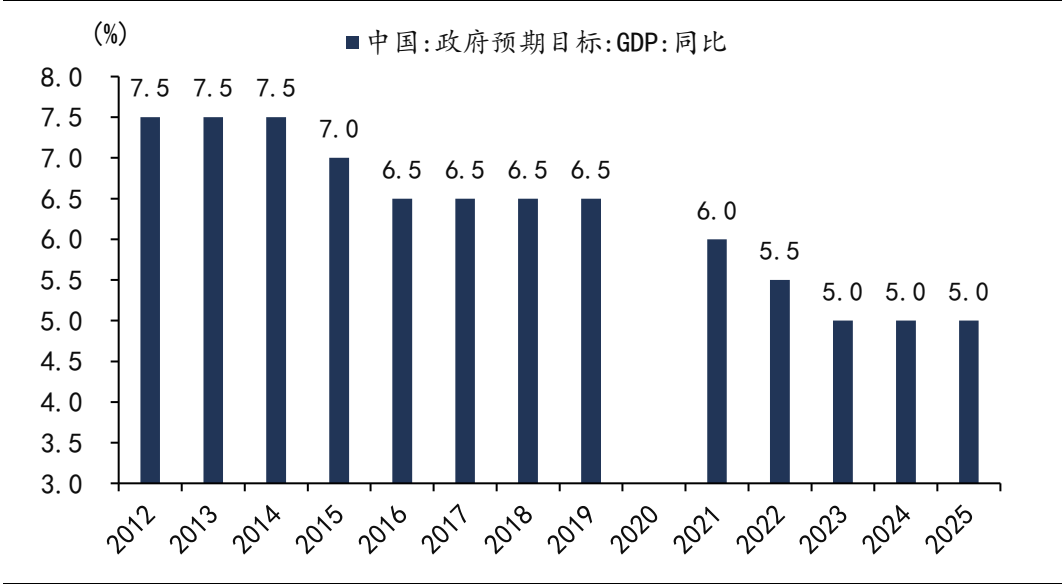
更重要的物价要求是 CPI 目标下调至 2%，增加了对物价的重视程度。

表1：历年政府工作报告的经济目标

科目（单位:亿元）	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
GDP	643563	688858	746395	832036	919281	986515	1013567	1149237	1204724	1294272	1349084	
GDP增速目标	7.5%左右	7%左右	6.5%-7%	6.5%左右	6.5%左右	6%-6.5%	-	6%以上	5.5%左右	5%左右	5%左右	5%左右
居民消费价格上涨幅	3.5%左右	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右	3.5%左右	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右	2%左右
城镇新增就业	1000万人以上	1000万人以上	1000万人以上	1100万人以上	1100万人以上	1100万人以上	900万人以上	1100万人以上	1100万人以上	1200万人左右	1200万人以上	1200万人以上
城镇调查失业率	-	-	-	-	5.5%以内	5.5%左右	6%左右	5.5%左右	5.5%以内	5.5%左右	5.5%左右	5.5%左右
城镇登记失业率	4.6%以内	4.5%以内	4.5%以内	4.5%以内	4.5%以内	4.5%以内	5.5%左右	-	-	-	-	
进出口增长	-	6%左右	回稳向好	回稳向好	稳中向好	稳中提质	促稳提质	量稳质升	保稳提质	促稳提质	-	
国际收支	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡
广义货币M2预期增长	13%左右	12%左右	13%左右	12%左右	合理增长	与国内生产总值名义增速相匹配	增速明显高于去年	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	同名义经济增速基本匹配	同经济增长和价格水平预期目标相匹配	同经济增长、价格总水平预期目标相匹配
社会融资规模余额增长	适度增长	平稳增长										

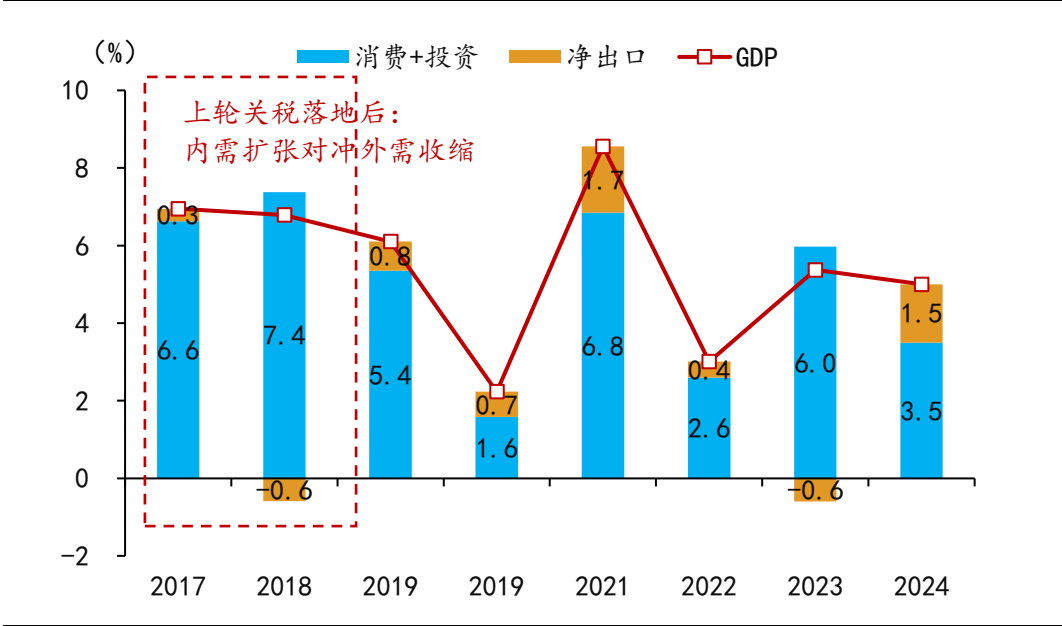
数据来源：中国政府网，新华社，东吴证券研究所

图1：GDP 增长目标连续第三年维持在“5%左右”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：内外需求对经济增长的拉动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 物价：CPI 目标下调至 2%

今年政府工作报告将 CPI 目标设定为 2% 左右，这是多年来首次下调到低于 3% 的水平。作为对比，CPI 增速在过去两年均为 0.2%，上次达到 2% 是 2022 年。

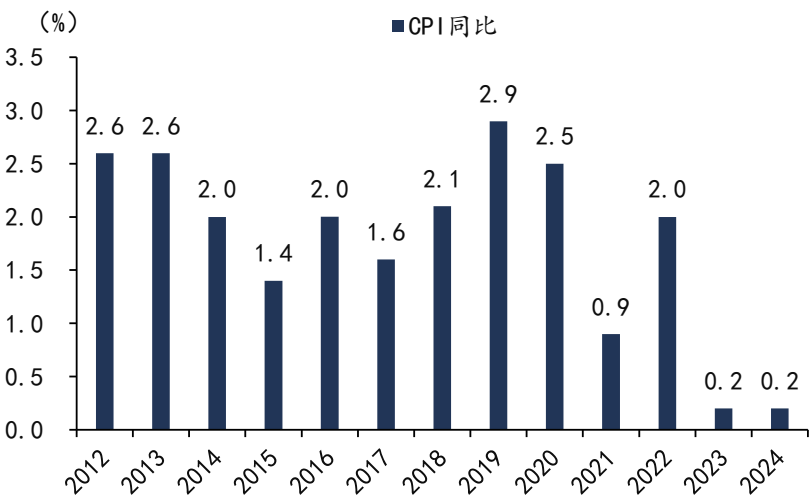
CPI 目标从 3% 下调到 2%，不是对物价回升的要求降低了，相反是提高要求。过去很长一段时间，我国 3% 的 CPI 目标是为了防止物价涨幅太大带来通货膨胀，在当前环境下显然不再适用，降低到 2% 是物价目标的方向转变，从防止通胀转为提高物价。调整后，CPI 目标的约束性加强，物价在政策体系里的权重也在上升，预计宏观政策将更注重推动物价回升。

可以看到今年政府工作报告对 CPI 目标的重视程度明显提高，报告指出：“居民消费价格涨幅 2% 左右，目的在于通过各项政策和改革共同作用，改善供求关系，使价格总水平处在合理区间。实现这些目标很不容易，必须付出艰苦努力。”

从我国走出低通胀的过往历史来看，物价回升并非一蹴而就，三个条件必不可少，一是需求端要有强刺激或强改革，刺激政策的代表是 1998 年后连续多年发行大规模建设国债、2015 年的“棚改货币化”，改革政策的代表是 1998 年房改、2001 年加入 WTO，分别带来了房地产和外需两大需求的增长。二是供给端往往需要政策引导产能出清，无论是 1998 年以国企为抓手的三年脱困计划，还是 2015 年的供给侧改革，淘汰低端过剩产能都是物价回升的重要推力。三是国际定价商品出现涨价契机，如 2001、2016 年两轮原油价格的低位反弹，为我国物价回升带来了较好的环境。

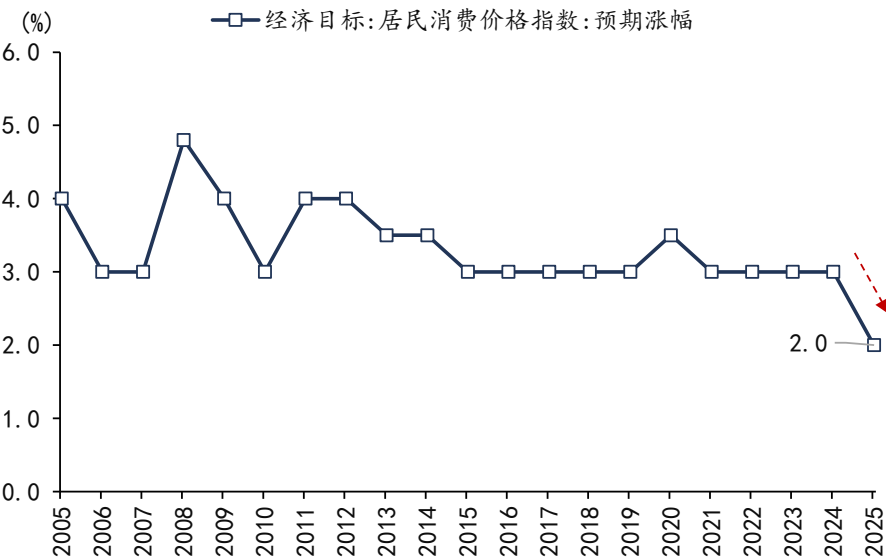
2025 年 CPI 回升，消费政策比产业政策更重要。我们认为，从当前的价格形势来看，需求端政策比供给端政策更重要。这是因为，当前的低通胀和 1998、2015 那两轮不一样，服务业价格压力比前两轮大得多，只靠工业领域的去产能是无法提升服务价格的，更重要的是激发服务消费需求，这意味着消费政策是物价回升的关键，而非产业政策。

图3: 2012-2024 年 CPI 年度增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: CPI 目标首次从 3% 下调至 2%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 财政：总量更积极，但结构更重要

从总量来看，今年增量财政资金达到 2.9 万亿，仅次于 2020 年的 3.6 万亿。政府工作报告指出，今年赤字率提高到 4%，赤字规模 5.66 万亿，赤字率比去年提高了 1 个点，赤字规模比去年增加 1.6 万亿。此外，专项债增加到 4.4 万亿（比去年增加 5000 亿），发行超长期特别国债 1.3 万亿（去年 1 万亿），三者合计达到 11.86 万亿，比去年（8.96 万亿）多 2.9 万亿。跟过去几年的财政力度比较来看，2.9 万亿的增量资金仅次于 2020 年的 3.6 万亿，比其他年份的力度都要大得多。当然，即使剔除掉注资银行的 5000 亿，直接用于经济建设的增量资金也比去年多 2.4 万亿。

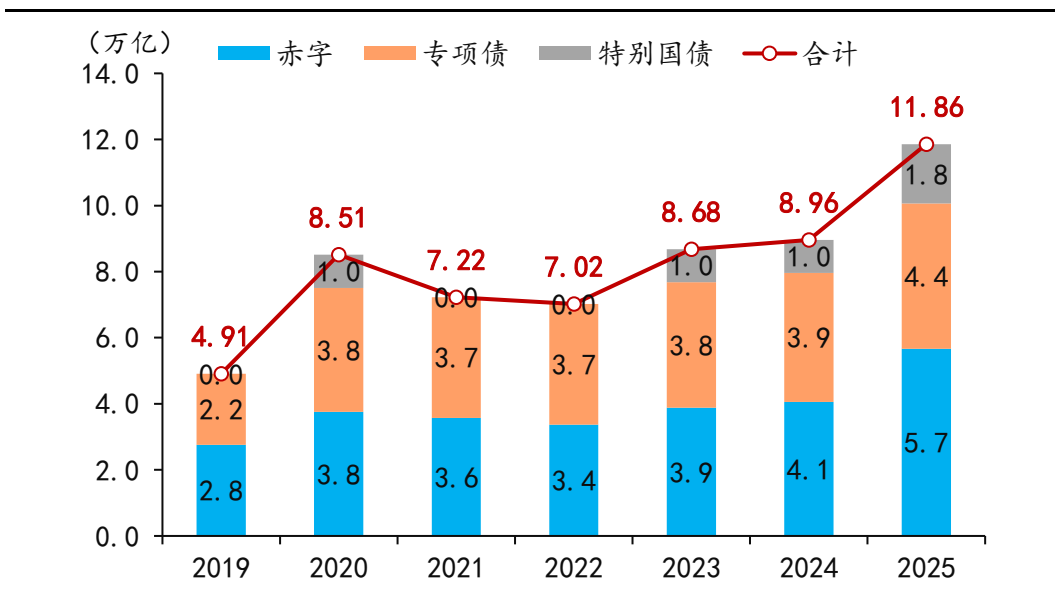
除了总量之外，财政政策的结构也很重要，今年的两个变化在于专项债投向和促消费资金。

报告指出专项债重点投到 4 个方向，“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”，其中收储土地近期已经在部分省份落地，但专项债收储存量商品房推进较慢，消化地方政府拖欠企业账款也是去年以来的新提法，在今年 217 民企座谈会后得到更多重视。

促消费方面，“以旧换新”的中央资金目前达到 3800 亿左右。一方面，是 1 月落地了第一批 810 亿“以旧换新”财政补贴资金，并且将补贴范围扩大到电子设备；另一方面，是本次政府工作报告指出“安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新”。

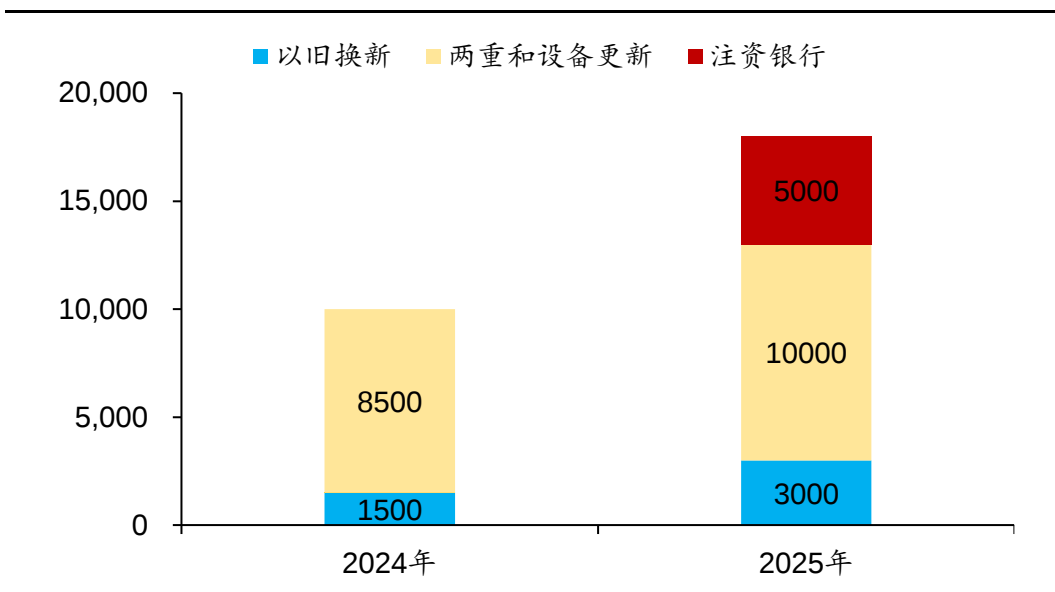
另外，化债方面今年政府工作报告更强调“在发展中化债”。报告指出“动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间”。化债不能以牺牲地方发展为代价，“发展中化债、化债中发展”，在稳步推进化债拆弹的同时，要在不新增隐性债务前提下，打开新的投资空间，促进经济增长。代表性政策是去年以来的 5 年 10 万亿化债，未来可期待更多“发展中化债”的政策。

图5: 财政政策总量的力度 (赤字+专项债+特别国债)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 2023 年 10 月增发 1 万亿国债 (按特别国债管理) 计入 2023 年, 年内增加专项债未计入内 (如 2022 年使用专项债限额以内空间)

图6: 超长期特别国债的使用结构 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 货币: 适度宽松的货币政策仍是全年主线

货币方面, 适度宽松的货币政策仍然是 2025 全年逻辑, 降准降息一定会有, 但具体时点可能更多相机抉择, 取决于国内经济、物价、汇率、美联储政策等多重考虑。报告延续了去年底中央经济工作会议的表述, 把货币政策基调由“稳健”调整为“适度宽松”, 并要求“适时降准降息”。短期来看, 降准降息可能面临经济环境的约束, 一是国

内经济表现较好，四季度经济增速从 4.6% 回升到 5.4%，春节后以旧换新和出口带动工业生产表现强劲，短期国内经济无虞；二是特朗普 2.0 政策推高潜在通胀，美联储降息暂缓，也会制约国内货币宽松的空间；三是银行净息差收窄、关税带来的人民币汇率压力等约束也会影响短期宽松货币政策的落地。

在结构性货币政策方面，楼市股市、民企、科技等方面是重点提到的领域，政策已经在落地。其中，楼市既有需求端的降低房贷利率，也有供给端的“白名单”机制。民企方面，2 月 28 日央行等 5 部门联合召开金融支持民营企业高质量发展座谈会，在提升民营企业融资可得性和便利性等方面做出了政策部署。

5. 消费：促消费的三个部署

从政府工作报告来看，对于消费政策有三方面部署，一是消费补贴，超长期特别国债 3000 亿用于以旧换新，规模比去年翻倍。二是收入补贴，如社保、生育等，报告指出“城乡居民基础养老金最低标准再提高 20 元，适当提高退休人员基本养老金”、“制定促进生育政策，发放育儿补贴”。三是制度建设，如营造良好消费环境、完善劳动工资正常增长机制。

促消费是扩大内需的第一任务，开年以来中央高层会议多次部署消费政策。春节后，2 月份的国常会、国务院专题会议多次讨论部署消费政策。如 2 月 10 日国常会专门研究提振消费有关工作；2 月 20 日，国务院以“坚持促消费和惠民生相结合，大力提振消费扩大国内需求”为主题，进行第十二次专题学习；2 月 21 日召开的国常会再次将服务消费列为主题之一。

6. 房地产：关注超常规政策落地情况

政府工作报告指出“持续用力推动房地产市场止跌回稳。”房地产是决定今年经济走势的重要变量，去年四季度房地产业增加值由负转正，是经济回升的主要动力之一。接下来需要关注三项政策的落地推进。

一是常规性的取消限购限售、下调房贷利率等政策，报告指出“因城施策调减限制性措施”。但房贷利率的继续下调可能受到公积金利率的约束，避免房贷利率和公积金利率的倒挂问题，可能未来会先看到公积金利率下调，再看到房贷利率的继续下调。

二是关注货币化安置规模会否扩大，报告指出“加力实施城中村和危旧房改造”，去年 10 月中央提出通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村改造、危旧房改造，今年如要加力推进，货币化安置会否继续扩大。

三是关注收储进展。去年 10 月开始专项债扩展到收储土地和存量房两个领域，两

个收储一快一慢，其中土储专项债于近期开始落地，收储存量房尚未落地。当前，土地收储专项债已形成“发行-储备-开发-收益”闭环，而存量房收储仍需解决产权整合与长期运营成本分摊问题，专项债介入相对偏慢。

7. 产业政策：去产能会再现吗？

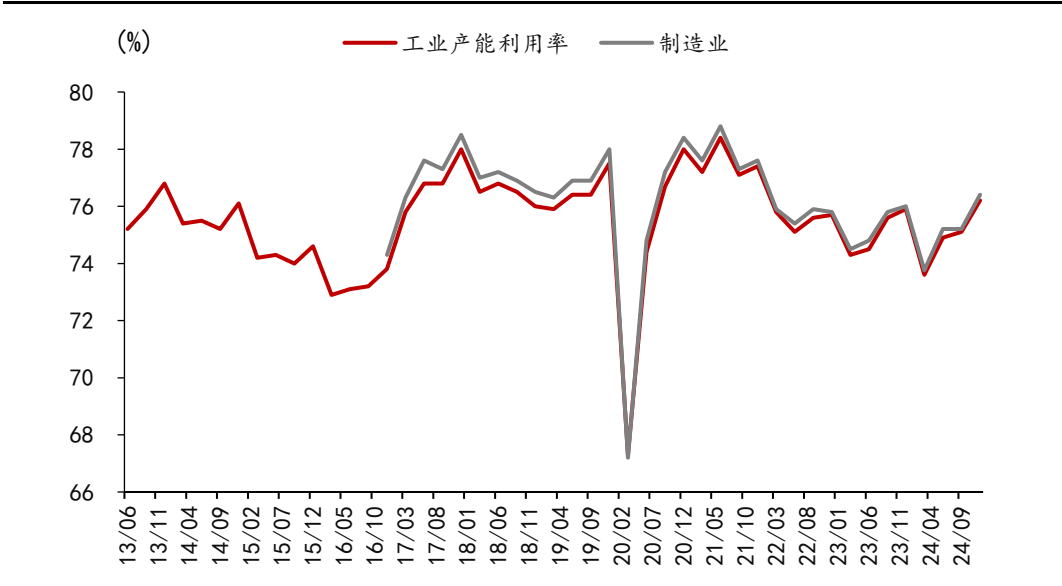
会否有新一轮去产能？近期市场对于新一轮去产能的讨论增多，政府工作报告强调“综合整治‘内卷式’竞争”。这是去年7月以来政策的延续，2024年7月政治局会议曾提出“强化行业自律，防止‘内卷式’恶性竞争”，12月经济工作会议进一步强调“综合整治‘内卷式’竞争”，2月10日国常会指出“要坚持从供需两侧发力，标本兼治化解重点产业结构性矛盾等问题”。

当前产能压力已由传统制造业向新能源等战略性新兴产业加速蔓延。光伏、锂电池等新兴领域在政策激励与资本涌入下，短期内形成超预期产能扩张，导致供需失衡压力陡增，光伏价格指数相比十年前下降了近90%。这一现象对宏观经济运行产生连锁反应：一方面，工业品供给过剩通过价格传导机制加剧低通胀风险，2022年以来PPI指数持续低位运行印证了产能过剩对价格体系的压制效应，GDP平减指数也已经连续7个季度负增长，创下历史记录；另一方面，过度竞争导致企业普遍陷入“量增价跌”困境，规模以上工业企业利润率自2022年开始连续3年下降，许多工业企业出现“增收不增利”的悖论，严重制约行业可持续发展能力与技术创新投入。

我们认为即使去产能再现，也是温和去产能政策，以市场化的产能出清为主，力度不会像前两轮一样大。一是当前产能压力大多是新兴产业，仍属于鼓励发展的领域，环保等社会问题较小，与前两轮差别较大；二是当前就业压力较大，没有前两轮那么强劲的需求端政策，来对冲去产能带来的就业冲击；三是从物价回升的诉求来看，服务价格压力远大于前两轮，工业去产能并不能带来服务价格的回升。

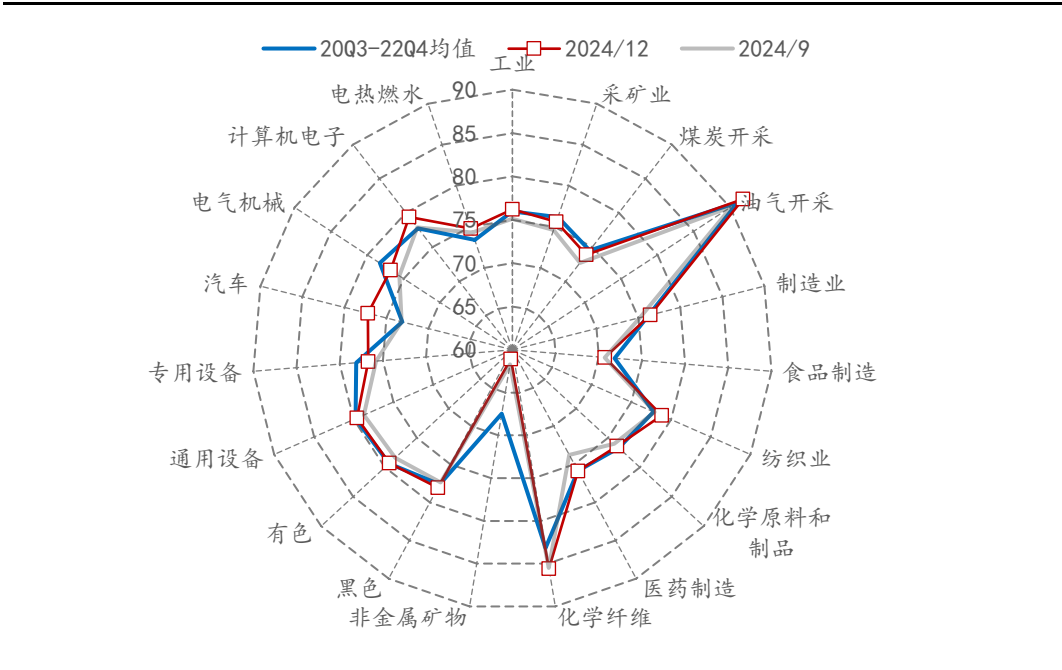
一个政策案例是去年11月降低部分工业品的出口退税政策，可以看出政策方面更侧重于产能引导，而非前两轮一样一刀切的去产能。

图7：24Q1 以来产能利用率季节性回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：分行业的产能利用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

8. 科技和民企：关注两个问题

2025 年 1 月以来，国内的产业政策重点聚焦在两个领域，一是 AI 和科技发展，二是民营经济，如 217 高规格民企座谈会。对此今年的政府工作报告有两个变化：

一是强调“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”，这是在科技领域企业做出重大突破后的新变化，预计 2025 年会有相关制度出台，保障企业在国家重大科技项目中的参与程度。

二是解决民营企业账款拖欠问题的决心更大，报告指出“加力推进清理拖欠企业账款工作，强化源头治理和失信惩戒，落实解决拖欠企业账款问题长效机制”，并且将利用地方政府专项债加速清理进度，拖欠账款问题有了明确的资金来源，治理效率会明显提高。

9. 能耗：能耗目标提高是否意味着政策要求强化？

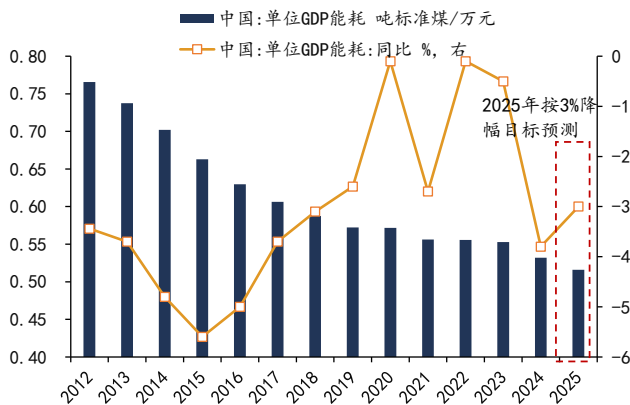
十四五规划要求下，能耗目标从 2.5% 提高到 3%，能耗政策要求预计强于前几年。报告指出“单位国内生产总值能耗降低 3% 左右，生态环境质量持续改善”。去年两会的目标是单位国内生产总值能耗降低 2.5%，最终实际降低 3.8%，超额完成全年目标。从五年规划要求来看，十四五期间，单位国内生产总值能耗要比 2020 年降低 13.5%，目前仍然具有一定差距，如果要尽可能接近目标，需要 2025 年奋起直追，能耗政策的要求预计会比前几年有所加强。

表2：五年规划的单位 GDP 能耗目标

	单位GDP能耗降幅目标	实际降幅
十四五 (2021-2025)	13.5%	
十三五 (2016-2020)	15.0%	13.7%
十二五 (2011-2015)	16.0%	18.1%
十一五 (2006-2010)	20.0%	19.1%

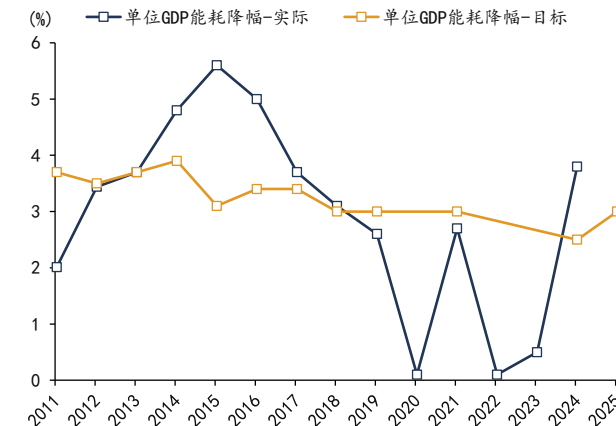
数据来源：中国政府网，新华社，东吴证券研究所

图9：我国单位 GDP 能耗的变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：2025 为预测

图10：单位 GDP 降幅的目标提高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

10. 资本市场：加强战略性力量储备和稳市机制建设

报告指出“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。”预计今年政策重点在于平衡资本市场的投资功能与融资功能，解决当前市场存在的“重融资轻投资”问题，推动形成投融资良性循环的生态。另外，“战略性力量储备和稳市机制建设”值得期待，除了中长期资金入市之外，关注是否有其他相关政策出台。

11. 风险提示

(1) 政策理解偏差风险。当前政策体系存在多维度传导特征，地方政府、市场主体及社会公众对政策目标的认知存在差异化理解的可能。例如，此前在“双碳”战略实施过程中，部分地区可能简单采取“一刀切”限产措施，而忽视产业结构优化的长期目标。这种认知偏差可能导致政策执行效果与预期目标出现偏离，甚至引发局部市场秩序紊乱。

(2) 政策落地时滞风险。政策传导机制存在固有时间成本，配套措施缺位、执行效率不足等因素可能加剧时滞效应。比如需要跨部门协同的政策，可能出台相对较慢。

(3) 环境变化导致政策变动风险。国内外经济形势变化、地缘政治冲突及技术革新等外部因素，可能引发政策动态调整需求。例如出口环境如果恶化国内稳增长政策也会继续加码，再比如国际大宗商品价格剧烈波动可能倒逼能源政策变动。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>