



宏观研究

【粤开宏观】政府工作报告释放的九大信号

2025 年 03 月 05 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

分析师：原野

执业编号：S0300523070001
电话：15810120201
邮箱：yuanye_zb@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】2025 开局之变：中国经济新叙事与资产重估》2025-03-02

《【粤开宏观】贸易摩擦如何影响资本市场？——“特朗普 1.0 时期”的 A 股走势复盘及启示》2025-02-23

《【粤开宏观】2024 年中国区域经济版图：西部领跑、东部遇阻》2025-02-16

《【粤开宏观】1949-2024 年中国各省份财政收入排名变迁》2025-02-11

《【粤开宏观】美国制造业回流：效果和展望》2025-02-09

事件

2025 年 3 月 5 日上午，十四届全国人大三次会议开幕，李强总理作《政府工作报告》，全面总结 2024 年工作成绩，明确 2025 年经济社会发展主要预期目标和政策取向，部署 2025 年政府工作任务。

本次报告有诸多新内容：

对未来形势和风险挑战的判断上，指出外部环境更趋复杂严峻，国内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，但同时指出了中国的制度、市场、产业和人才优势等，总体是战略机遇与风险挑战并存。

经济目标方面，连续第三年保持“5%左右”的 GDP 增速目标；1200 万人以上的城镇新增就业目标。同时，CPI 增速目标由“3%左右”调整为“2%左右”，实际上是将原先的通胀上限改为物价水平目标，加快推动物价合理回升。

宏观政策方面，财政政策更加积极，赤字率首次达到“4%左右”，发展优先，优化财政支出结构，中央加杠杆，中央赤字占赤字比重达历史新高；货币政策适度宽松，适时降准降息，推动社会综合融资成本下降，提升金融服务可获得性和便利度。“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。”“推动更多资金资源‘投资于人’。”继续强调把经济政策和非经济性政策统一纳入一致性评估，提出“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足。”“注重倾听市场声音，协同推进政策实施和预期引导，塑造积极的社会预期。”

房地产市场和资本市场方面，明确提出“稳住楼市股市”“更大力度促进楼市股市健康发展”“持续用力推动房地产市场止跌回稳”“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”等。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、高度肯定去年成绩，对形势的判断强调有效需求不足、企业经营困难，但长期向好，经济回升向好是政策首要目标.....	3
二、5%左右的 GDP 增速目标释放稳增长信号，明确 2%通胀目标以推动物价合理回升.....	4
三、财政更加积极：赤字率首次达到 4%，发展优先，中央加杠杆，优化支出结构，稳妥化险.....	5
四、货币政策：适度宽松，适时降准降息，推动社会综合融资成本下降，提升金融服务可获得性和便利度.....	9
五、扩内需：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.....	9
六、稳地产：加快房地产市场止跌回稳，有效防范房企债务违约风险.....	10
七、稳股市：加强资本市场战略性力量储备，优化上市、并购重组制度.....	11
八、民营经济：扎实落实促进民营经济发展的政策，有效激发各类经营主体活力.....	12
九、现代化产业体系建设：发展新质生产力，推进高水平科技自立自强.....	13

图表目录

图表 1： 《政府工作报告》词频统计.....	4
图表 2： 近五年政府工作报告主要预期目标和政策取向变化.....	5
图表 3： 历年财政赤字和赤字率目标.....	6



一、高度肯定去年成绩，对形势的判断强调有效需求不足、企业经营困难，但长期向好，经济回升向好是政策首要目标

一是从布局谋篇看，报告包括三大部分：2024 年工作回顾、2025 年经济社会发展总体要求和政策取向、2025 年政府工作任务。2025 年的工作重点包括 10 个方面，十个方面的内容与去年基本一致。顺序有所调整，将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”从 2024 年的第三项工作提前到第一项，将“因地制宜发展新质生产力加快建设现代化产业体系”“深入实施科教兴国战略，提升国家创新体系整体效能”分别放到第二项和第三项。这反映出宏观调控与发展经济的思路发生重大变化与创新，即过去强调在优化经济结构中做大总量，现在更加强调夯实经济基础是前提，在稳定经济中实现结构转型。从词频上来看，“发展”词频高达 141 次，为最高频词汇，反映出发展仍然是第一位的；稳、经济、就业、民生、改革、开放的频率明显上升，反映出政府对加强宏观调控、进一步深化改革开放、民生建设和社会和谐稳定等的重视。

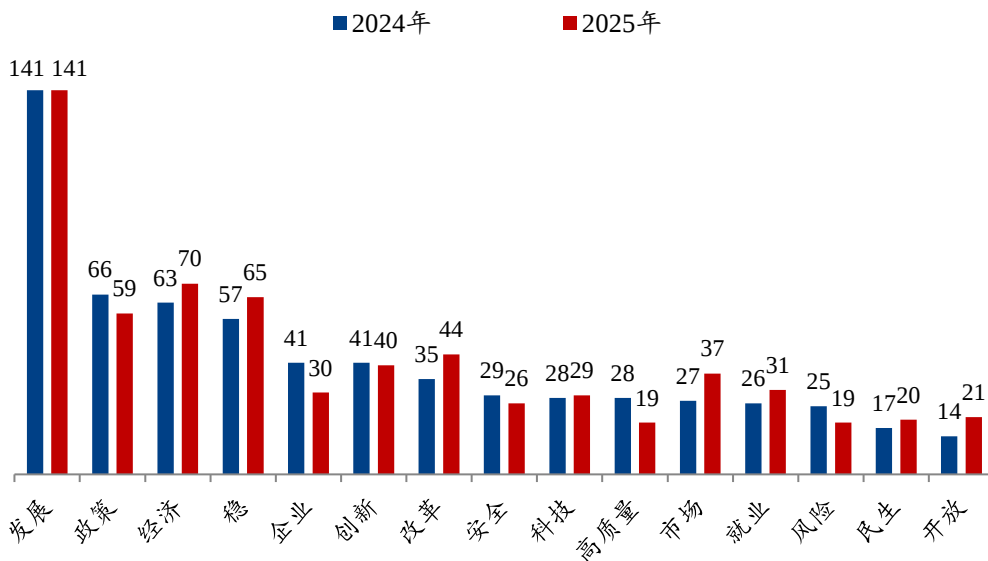
二是高度肯定 2024 年工作成绩并强调极为不易，宏观政策面临多重困难挑战。2024 年中国经济走出“U 型”走势，一季度开门红、二季度三季度持续下行，9 月 26 日中央政治局会议果断采取更大的逆周期调节举措，以激发资本市场为契机修复居民和企业的资产负债表提振其积极性、以化债为契机提振地方政府的积极性，四季度经济明显反弹。房地产调整转型、地方债务风险问题交织，持续影响 2023 和 2024 年的中国经济，在如此形势下实现全年任务目标确实极为不易。2024 年 GDP 达到 134.9 万亿元、增长 5%，增速居世界主要经济体前列，对全球经济增长的贡献率保持在 30% 左右；城镇新增就业 1256 万人；高技术制造业、装备制造业增加值分别增长 8.9%、7.7%，新能源汽车年产量突破 1300 万辆；集成电路、人工智能、量子科技等领域取得新成果。

三是对未来形势和风险挑战的判断上，指出外部环境更趋复杂严峻，国内经济回升向好基础还不稳固，但同时指出了中国的制度、市场、产业和人才优势等，总体是战略机遇与风险挑战并存。报告在肯定成绩的同时，也提出了当前经济面临的困难和挑战：“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……关税壁垒增多，冲击全球产业链供应链稳定。”“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。”“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。”

四是特别强调政策的一致性取向评估，政策出台要与不确定性抢时间，注重倾听市场声音，强化预期管理。健全和用好宏观政策取向一致性评估工作机制，把经济政策和非经济性政策统一纳入一致性评估，统筹政策制定和执行全过程，提升政策目标、工具、时机、力度、节奏的匹配度。出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足，提高政策实效。加强上下联动、横向协作，促进政策从“最初一公里”到“最后一公里”衔接畅通。注重倾听市场声音，协同推进政策实施和预期引导，塑造积极的社会预期。



图表1：《政府工作报告》词频统计



资料来源：2024 年和 2025 年《政府工作报告》、粤开证券研究院

二、5%左右的 GDP 增速目标释放稳增长信号，明确 2%通胀目标以推动物价合理回升

2025 年经济发展主要预期目标是：“国内生产总值增长 5%左右；城镇调查失业率 5.5%左右，城镇新增就业 1200 万人以上；居民消费价格涨幅 2%左右。”

第一，5%左右的 GDP 增速目标符合市场对于稳增长的预期，体现了迎难而上、奋发有为的政策取向。2025 年中国经济面临双重考验：从外部看，特朗普 2.0 冲击全球政治经济秩序，全球贸易摩擦愈演愈烈，全球化时期的规则体系转向“丛林法则”的态势明显；从内部看，国内经济延续恢复态势，有望实现“开门红”，但房地产风险、地方财政紧平衡、美国对华加征关税冲击等可能拖累经济。破局关键在于短期要继续延续 926 政治局会议以来的宏观政策，中长期统筹安全与发展，以科技自立、制度创新夯实增长韧性，放开服务业市场准入激发市场活力，提振消费促进供需平衡。

第二，就业是最大的民生，继续延续去年较高的就业目标。2025 年 1 月，16-24 岁（不含在校生）青年失业率为 16.1%，仍处在较高水平；2025 届高校毕业生规模预计达 1222 万人，同比增加 43 万人，再加上农民工、失业人群的就业问题，稳就业工作仍任重道远。城镇调查失业率 5.5%左右，城镇新增就业 1200 万人以上，体现了在就业总量和结构性矛盾更加突出背景下，加大稳就业力度的要求。

第三，CPI 增速目标由“3%左右”调整为“2%左右”，实际上是将原先的通胀上限改为物价水平目标，加快推动物价合理回升。2023 年以来中国 CPI 同比长期徘徊在 0 附近，一定程度上源于政府没有公布具体且可靠的通胀目标，使得公众的通胀预期持续低迷。此前政府工作报告虽然确定 CPI 增速目标为“3%左右”，但实际上是不要突破 3%，保持在 3%以下。本次政府工作报告将 CPI 增速目标调整为“2%左右”，明确表态“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，”有助于促进物价合理回升，提高经济名义增速，缩小宏观数据与微观感受之间的差距，提振市场信心和预期。


图表2：近五年政府工作报告主要预期目标和政策取向变化

大类	细项	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
经济社会发展 主要预期目标	GDP 增速	6%以上	5.5%左右	5%左右	5%左右	5%左右
	CPI 增速	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右	2%左右
	城镇新增就业	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%左右	5.5%以内	5.5%左右	5.5%左右	5.5%左右
财政政策	定调	积极的财政政策要 提质增效、更可持续	提升积极的财政政策效能	积极的财政政策要 加力提效	积极的财政政策要 适度加力、提质增效	实施更加积极的财政政策
	赤字率	3.2%左右	2.8%左右	3%	3%	4%左右
	财政赤字	3.57 万亿	3.37 万亿	3.88 万亿	4.06 万亿	5.66 万亿
	超长期特别国债	-	-	-	1 万亿	1.3 万亿
	特别国债	-	-	-	-	5000 亿
	地方政府专项债	3.65 万亿	3.65 万亿	3.8 万亿	3.9 万亿	4.4 万亿
货币政策	定调	稳健的货币政策要 灵活精准、合理适度	加大稳健的货币政策实施力度	稳健的货币政策要 精准有力	稳健的货币政策要 灵活适度、精准有效	实施适度宽松的货币政策
	M2 和社融	货币供应量和社会 融资规模增速与名义 经济增速基本匹配	扩大新增贷款规模， 保持货币供应量和 社会融资规模增速 与名义经济增速 基本匹配	广义货币供应量和 社会融资规模增速 同名义经济增速基 本匹配	社会融资规模、货 币供应量同经济增 长和价格水平预期 目标相匹配	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

资料来源：《政府工作报告》、粤开证券研究院

三、财政更加积极：赤字率首次达到 4%，发展优先，中央加杠杆，优化支出结构，稳妥化险

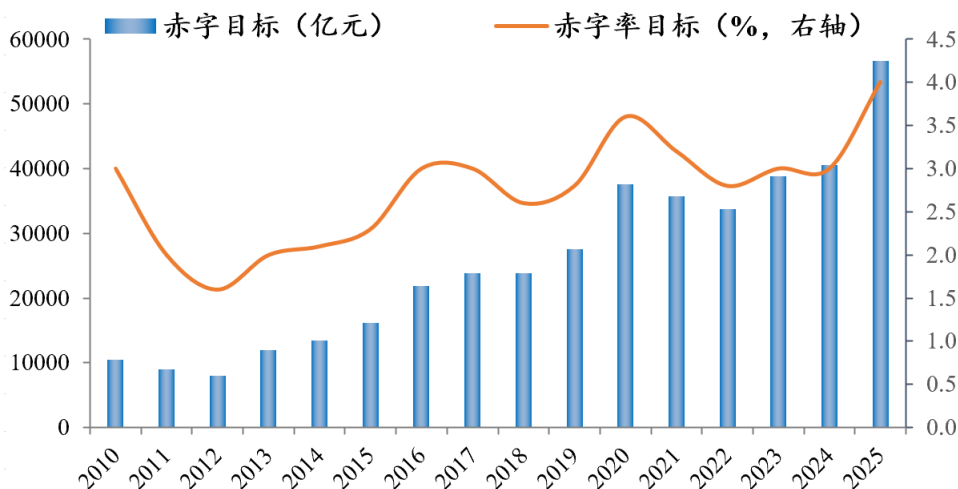
财政政策的基调延续了中央政治局会议、中央经济工作会议的提法，较去年《政府工作报告》财政政策基调更加积极，体现在力度更大、节奏更快、方式更多、结构更优、与市场的沟通更顺、政策间的协同性更高，将发展置于更高的位置。同时，强调要深化财税制度改革，推动零基预算改革，推动消费税改革，规范税收优惠，加强对高质量发展的财税支持；坚持在发展中化债、在化债中发展，稳妥化解地方债务风险。

2025 年积极的财政政策更加积极，赤字率首次达到“4%左右”，超过 2020 年疫情冲击时 3.6% 以上的赤字率水平，为 2008 年本轮积极财政政策实施以来的最高水平，体现了中央推动经济回升向好的坚定决心，是符合当前经济社会发展需要的，体现出政策非常实事求是，因时因势顺势而为。赤字规模为 5.66 万亿，高于去年 1.6 万亿元；专项债拟按 4.4 万亿安排，高于去年 5000 亿元；继续发行超长期特别国债并提高规模至 1.3 万亿元，高于去年 3000 亿元；发行特别国债 5000 亿元，支持国有大型商业银行补充资本。赤字、专项债、超长期特别国债、特别国债合计 11.86 万亿元，超过去年赤字、专项债和超长期特别国债之和的 8.96 万亿元（增加 2.9 万亿），也超过去年赤字、专项债、特别国债和 2023 年结转到 2024 年使用的增发国债之和的 9.96 万亿元。考虑到 1.3 万亿元的超长期建设国债、5000 亿元特别国债、4.4 万亿专项债分别相当于增加赤字率 0.9、0.4 和 3.1 个百分点，如果将这三者加总，2025 年赤字率水平达到 8.4% 的水平，高于去年的



6.6%（赤字、专项债、超长期特别国债之和除以 GDP）。

图表3：历年财政赤字和赤字率目标



资料来源：《政府工作报告》、粤开证券研究院

1、财政政策的力度明显增强，财政主动作为、积极担当，反映出财政理念的重大变化。其一是将发展放在更重要的位置，以更大力度的政策推动经济更快增长，充分认识到财政可持续的基础是经济可持续。事实上中国的公有制经济性质、低利率环境和较低的政府债务尤其是中央债务水平完全能够支持更高的赤字率水平。**其二是**逐步从平衡财政转向功能财政，从注重财政短期平衡转向经济社会中长期稳定发展，更好地发挥财政服务高质量发展的重要作用。**其三是**打破赤字率 3% 的约束，宏观调控方式更加灵活，因时因势优化宏观调控，更加实事求是。过去国际上长期把赤字率 3% 作为财政纪律的警戒线，但实际上 3% 作为警戒线缺乏理论和实践，欧美早已打破，约束财政纪律的是完善的财政管理制度和严格的问责制度；对于我国，3% 赤字率仅仅是一般公共预算口径的赤字率，专项债、超长期国债、特别国债等发挥了重要的逆周期调节功能，仅根据狭义口径来判断财政积极程度与现实已不相符，而且控制赤字率在 3% 可能导致“控赤字、扩专项债、隐性债务扩张”。

2、“持续加力”是保证政策稳定性连续性和稳定市场主体预期的必要，“更加给力”“更加积极”是当前有效需求不足、物价仍偏低迷的形势决定的。“加力”并“保持必要的支出强度”是今年经济形势的需要，是顺应经济形势和经济工作目标的顺势而为。当前我国宏观经济总体回升向好，但经济恢复基础仍有待进一步巩固增强。一是一线城市房价初步止跌回稳，但全国房价“止跌回稳”以及从房价传导至房地产投资的稳定仍然任重道远，房地产企业的信用风险仍未有效化解。二是“抢出口”短期支持经济，但美国对华加征关税的负面冲击或于二季度显现。三是服务消费仍待提振，消费品以旧换新政策短期提振了商品消费，但持续性有待继续观察。四是物价水平低位运行，PPI 同比连续 28 个月为负，影响企业利润、财政收入和居民收入增长。**积极的财政政策在当前可以发挥多重作用：**一是以必要的支出力度扩大总需求，以内需提振对冲外部冲击、以内部的不确定性应对外部的不确定性；二是优化供给结构，促进新质生产力发展，促进新旧动能转换；三是稳定预期，当前各方对财政政策发力期待较高，财政发挥超常规的逆周期调节能够更好稳预期；四是防范化解包括房地产和金融在内的经济社会风险，更好地支持房地产保交楼、收储等促进房地产止跌回稳。



3、赤字率达到 4%，专项债和超长期特别国债规模提高，中央加杠杆，扩大有效需求、提振市场信心、防范化解风险。

其一，狭义赤字率突破了 3%，首次达到 4%，赤字率的提高有特殊意义，可实现三重功效。1）赤字率和赤字规模的明显提高，有利于扩大支出力度，强化财政的逆周期调节能力，更好地防风险、惠民生、稳增长。2）赤字率与其他财政工具不同，公众对赤字率及其变化的关注度非常高，赤字率更能传递政策意图，具有较强的政策信号意义；提高赤字率释放中央稳经济的坚定决心，有利于稳定社会预期、提振市场信心。3）赤字规模中仍是中央赤字为主，通过转移支付的形式能够更好地保障基层财力稳定，增加地方财力的可支配程度，有利于地方做好“三保”工作。赤字规模中中央赤字为 4.86 万亿元，中央赤字占比为 85.9%，属于近年来最高水平，体现中央加杠杆；考虑到 1 万亿超长期特别国债，中央加杠杆程度更高，优化了债务结构。

其二，专项债额度进一步提高，规模的提高和管理机制的完善将协同发挥稳定经济增长、弥补短板、促进房地产止跌回稳、置换隐性债务、畅通经济循环等多重作用。1）专项债投向领域采用负面清单以及下放审核权限，拓展了可选的项目范围、减少了申报审核时间，能够尽快地让专项债资金形成实物工作量，发挥稳定经济增长的作用。2）专项债投向市政建设、新能源、新基建领域，发挥补短板的作用。3）专项债可用于盘活闲置土地与收购商品房用作保障性住房，这将进一步促进房地产市场供需平衡、增加房地产企业的现金流降低债务风险。4）提高的规模中仍有 8000 亿元可用于置换隐性债务，实现隐性债务显性化，进一步降低地方债务风险。5）明确专项债资金还可以用于消化地方政府拖欠企业账款等，增加企业现金流和抗风险能力，减少上下游间的三角债问题，畅通经济循环。

其三，超长期特别国债规模进一步提高，不仅力度加大，而且对“两重”“两新”的支持范围扩围，除了继续形成大量的优质基础设施优化供给结构外，还将有力地促进设备更新向高端化智能化绿色化转型、促进消费。超长期特别国债形成了优质资产，更重要的是避免了地方加杠杆导致的风险，为地方财政腾出了空间。

其四，发行特别国债补偿商业银行资本金，既有利于降低商业银行风险，又提高了商业银行落实降准降息进一步支持实体经济的能力。

4、进一步加大对地方的转移支付，兜牢基层“三保”底线，缓解区县财政压力和收支矛盾。

报告在面临的风险挑战中提出了“一些地方基层财政困难”，同时在政策取向中提出“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。严格落实分级保障责任，筑牢兜实基层‘三保’底线”。近年来受房地产调整转型、物价低迷、减税降费等影响，宏观税负下行，但同时债务付息支出、三保支出的刚性增强，财政收支紧平衡持续。而基层“三保”直接面向企业和居民，关系到市场主体的满意度和获得感。因此，中央持续加大对地方转移支付，并要求省对市县加大转移支付力度。

考虑地方财政实际情况，今年中央对地方转移支付安 10.34 万亿元，剔除 2023 年增发国债结转至 2024 年资金因素后，同口径增长 8.4%。中央近年来持续加大对地方的转移支付，连续第三年超过 10 万亿规模，这有利于缓解地方财政压力，让地方政府有更大的财力去支持科技创新、民生改善和营商环境优化，推动经济发展。

5、优化财政支出结构有利于提高财政支出的效率和效果，也是近年来一以贯之的做法，这是中国经济发展阶段转换和进一步稳定宏观经济的要求。报告提出“优化财政支出结构，更加注重惠民生、促消费、增后劲，提高资金使用效益”，与“适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准”相互呼应。



近年来，我国持续优化财政支出结构，主要体现为从建设财政逐步转向建设与民生并重、民生支出占比持续提高，这不仅是发展阶段变化的要求，也是满足人民美好生活需要的要求，还是经济进一步发展的要求。伴随我国经济发展水平逐步提高、城镇化进程进入后半段以及人口老龄化进程加快，居民的需求从生存型消费逐步进入到发展型消费，尤其是医疗教育养老需求上升，财政取之于民用之于民，必然也要提高相关支出比重。2024年一般公共预算中用于医疗、教育、社保就业、住房保障支出占比为 39.7%，较 2013 年上升 4.4 个百分点。同时，当前消费不足的重要原因是居民消费意愿不足，源于医疗等后顾之忧，因此从推动经济结构从投资转向消费以及稳定宏观经济的角度，也有必要优化财政支出结构。

优化支出结构的另一个方面是加大对科技创新的支持。近年来财政对于科技创新的支持力度明显加大，也取得了非常好的成效，中国研发强度持续提高，近期持续涌现的人工智能、人形机器人领域的重大突破甚至改写了宏观经济叙事，大幅提振了社会预期和市场信心。报告提出“以科技创新引领新质生产力发展”，预算安排对此做了重点保障，这有利于推动中国经济增长转向科技驱动，有利于优化供给结构、实现更高水平的供需循环、以高质量供给创造需求，有利于维护产业链供应链的稳定性维护国家经济安全。

6、要充分利用化债腾出的时间窗口，构建债务管理的长效机制与深化财税体制改革。

报告部署了“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。”主要侧重零基预算改革、消费税改革、转移支付改革，这是落实三中全会关于财税体制改革的要求。

零基预算改革方面，零基预算在中国的实践最早可以追溯到 20 世纪 80 年代末。实施真正意义上的零基预算是提高财政使用效率、避免财政资源浪费的有效途径。经过长期实践，零基预算的概念已被基层财政工作人员广泛接受。2021 年 3 月，国务院发布的《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》中提到，“积极运用零基预算理念，打破支出固化僵化格局，合理确定支出预算规模”。截至 2024 年末，大多数省级政府已宣布实施零基预算改革。但是，目前在国家层面缺乏零基预算编制框架和细化零基预算改革实施情况的评估，下阶段要建立健全与零基预算相关的配套制度（例如项目库、预算绩效评价及反馈机制等）。在财政紧平衡背景下继续深化零基预算改革，有利于进一步提高财政资金使用效率、促进积极财政政策提质增效。**消费税改革方面**，三中全会已经明确征收环节后并稳步下划给地方政府，此次进一步明确先从部分品目入手，意在增加地方财力，也是本轮财税体制改革的主要发力点。**规范税收优惠**，既能服务于全国统一大市场的建设，避免各地违规的“税收洼地”和税收逐底竞争，又能稳定宏观税负，维护国家财政可持续性和财政安全。**建立同高质量发展相适应的转移支付激励约束制度**，在发挥转移支付区域均衡发展和基本公共服务均等化侧重公平职能的同时，嵌入效率因素，避免“鞭打快牛”，鼓励经济大省多发展多创收提高其积极性。

从未来进一步深化财税体制改革看，此轮改革短期要增加地方自主财力，但是从根本上看改革的核心是上移事权和支出责任至中央政府，避免地方政府承担过多的支出责任，从而减少隐性债务的举债动机。三十年前的分税制改革解决了收入端中央财政收入占比过低、中央宏观调控能力不足的问题，但主要矛盾和历史因素导致未能解决事权划分问题。当前财力端的问题仍很重要、亟需解决，要积极推动增加地方自主财力；但是在目前全国财政收入全部给到地方政府还不能满足地方支出的背景下，支出端的改革也有必要成为本轮改革推进的重点。“上移事权和支出责任”是治本之策，否则“地方支出责任多-地方财政困难-中央加大转移支付-财政资金使用效率低和逆向激励”的循环难以打破。比如，养老保险、环境保护、食品药品监督管理等事权可以上移给中央政府来承



担。

从构建债务管理长效机制上，有必要在四本经常性预算之外，研究建立债务预算和资本预算，与政府资产负债表和综合财务报告衔接。当前我国政府债务管理主要是余额和限额管理，尚未编制涵盖规模、结构、还本付息计划、投向等更详细的债务预算，债务约束力不足，有必要建立起债务预算和资本预算。资本预算即针对政府固定资产投资等能够形成公共固定资产的财政支出活动编制的预算；债务预算是对政府债务规模、结构、还本付息计划等进行详细规划的预算，是现行债务限额管理的升级版。

四、货币政策：适度宽松，适时降准降息，推动社会综合融资成本下降，提升金融服务可获得性和便利度

2025 年货币政策较 2024 年更加积极，报告提出：“实施适度宽松的货币政策”，延续中央经济工作会议基调，方向明确，力度加大。

一是总量政策延续宽松，降准降息仍将继续呵护经济。考虑到当前物价水平仍然低迷、实际利率仍然较高，居民消费意愿和企业投资意愿有待进一步提振，进一步降准降息仍有必要。报告提出：“适时降准降息，保持流动性充裕”，“推动企业融资和居民信贷成本下降”，直言“下降”而不是“稳中有降”，说明稳定物价、降低实体融资成本的诉求仍然强烈。预计 2025 年全年将分别降准、降息 0.5 个百分点；降准先行，其后择机调降政策利率，引导贷款市场报价利率、存款利率对称下行，尽可能呵护银行净息差。

二是结构性工具持续发力，提高其精准性、有效性。当前以各类再贷款工具为代表的结构性工具，已基本实现对金融“五篇大文章”的全覆盖，并支持了房地产、资本市场等重点领域，既有总量效应、吞吐基础货币，也在不断促进信贷结构优化。下一步，将引导商业银行提高主动性和前瞻性，加大对科技、养老等领域的信贷投放，落实无还本续贷政策，强化融资增信和风险分担等支持措施，用足用好科技创新和技术改造再贷款、普惠养老专项再贷款等工具。2024 年 4 月央行创设科技创新和技术改造再贷款，额度 5000 亿元，至三季度末余额仅为 7 亿元（四季度数据未公布）。同时，调整优化保障性住房再贷款，“证券、基金、保险公司互换便利”，股票回购增持再贷款等政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展。

五、扩内需：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

报告提出：“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。促进消费和投资更好结合，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。”在外部环境不确定性上升的背景下，有必要加大宏观政策逆周期调节力度，积极扩大内需，对冲外需可能的下滑。

一是大力提振消费，提振消费不能仅靠刺激，还要推动改革、完善机制，通过提高居民消费能力、效益意愿以及供给对消费的适配度提振消费。报告提出“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。”抓住了核心。报告对提振消费的举措实际上在方方面面均有涉及，比如强化就业提高居民工资性收入、稳定楼市股市以提高居民财产性



收入、增加基本养老金和基础养老金以提高居民转移性收入，比如优化财政支出结构在于提高消费意愿。

消费从根本上取决于三个方面：消费能力（收入）、消费意愿（医疗养老教育等社保体系的完善程度）以及供给的适配性。未来大力提振消费任重道远：其一，通过适当的财政补贴增强居民消费能力和意愿，推动消费品“以旧换新”政策持续发力，并扩围至服务消费。其二，加大对特定群体的补助和支持，以提高其抗风险能力并提振消费，包括对失业大学生的补助、对农村老人群体的补贴、对于二孩以上家庭的特定补贴等。其三，进一步改善国民收入分配结构，通过完善税制、增加转移支付、提高社保民生水平、加快农村土地市场化流转等方式，提高居民尤其是中低收入群体在国民收入分配中的比重。其四，加快户籍制度改革，加快推进农民工市民化进程，稳定农民工预期，提高其边际消费倾向。其五，从供给端发力，优化供给结构，进一步提升高端制造业在制造业中的比重，以高质量供给创造并满足需求。其六，放宽旅游、文化、医疗、养老、家政服务等服务消费领域的市场准入，同时加强标准建设和有效监管，释放服务消费的需求。

二是积极扩大有效投资，既要发挥好政府投资的带动放大作用，也要支持和鼓励民间投资发展。投资效益是关键，否则就是无效供给或者导致供需失衡。当前基建投资还面临总量不足、区域不均、结构上“看得见的基建多、看不见的基建少”的问题，仍有空间。（详见《[大国基建：空间在哪里？空间有多大？](#)》）通过政府投资适度超前推进基础设施建设和有序完善公共服务体系，有利于改善消费环境、疏通消费堵点，提升居民的消费意愿和消费能力，激发消费潜力。此外，还需加强财政与金融的配合，更大力度支持“两重”项目，及早谋划“十五五”重大项目，加快政府债券发行和使用，尽快形成实物工作量。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。

六、稳地产：加快房地产市场止跌回稳，有效防范房企债务违约风险

稳地产是 2025 年维护经济金融大局稳定的重中之重。报告明确提出“稳住楼市股市”“更大力度促进楼市股市健康发展”“持续用力推动房地产市场止跌回稳”等目标，突显了稳地产对于稳增长、防风险的重要性。

随着房地产政策持续优化调整，当前房地产市场已出现结构性回暖信号。一线城市房价止跌回稳，截至 1 月，二手房价连续 4 个月环比为正，新房价格连续 2 个月环比为正，1-2 月一线城市商品房成交面积同比增长 16%。地方政府积极推出位于核心区域、配套成熟的优质地块，增强了房企拿地积极性。中指研究院数据显示，1-2 月 TOP100 企业拿地总额同比增长 26.7%。

但全国房价“止跌回稳”以及从房价传导至房地产投资的稳定仍然任重道远，房地产企业的信用风险仍未有效化解。未来房地产政策可从以下三方面加以完善优化：

一是加快解除非必要的限制性措施，让商品房回归市场化配置，主要是北京和上海。例如，进一步放开郊区限购、大户型限购、商住限购，降低非本地户籍购房社保年限，增加多孩家庭购房指标等。报告提出：“因城施策调减限制性措施，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。”

二是研究探索中央层面成立房地产稳定基金，加快推进保交房、收储存量房、收购



房企存量土地等工作，保障民生、缓解房企流动性压力，解决当前地方政府稳楼市能力不足的问题。建议增发国债，探索中央层面成立“房地产稳定基金”，预计 2-3 万亿，专项用于保交房、收储等工作，以坚定不移的决心并释放强烈的信号推动房地产市场止跌回稳。报告提出：“盘活存量用地和商办用房，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。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，继续做好保交房工作，有效防范房企债务违约风险。”

三是引导鼓励高品质住宅产品开发，以优质供给满足居民合理需求。建议根据不同城市的去化周期以及不同地段住宅受欢迎程度，将核心地段的部分商业用地修改为住宅用地，满足居民对好地段、高品质商品房的需求；放开郊区供地 1.0 容积率限制，优化架空层、阳台等空间以及社区公共配套设施的指标计算规则；鼓励优质优价，不再实施新建商品住房销售价格指导等。报告提出：“优化城市空间结构和土地利用方式，合理控制新增房地产用地供应。有序搭建相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。适应人民群众高品质居住需要，完善标准规范，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的‘好房子’。”

七、稳股市：加强资本市场战略性力量储备，优化上市、并购重组制度

报告提出：“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。”

近年来，顶层设计对于资本市场的重视度不断提升，资本市场在稳定社会预期、助推居民财富保值增值、服务新质生产力等方面的作用愈发凸显。其一，资本市场是形成预期、交易预期的场所，保持资本市场稳定很大程度上就等于稳住了社会预期。其二，资本市场投资端改革纵深推进，内在稳定性增强，与长期资金形成良性互动，也更有利于实现财富蓄水池的功能，推动居民财富保值增值。其三，资本市场可以发挥枢纽功能，汇集各类资金高效转化为资本，引领人才、科技等其他要素资源协同集聚和融合，助力企业研发攻关、转型升级和并购重组，为发展新质生产力提供坚实的支撑。

2025 年资本市场改革有以下四条主线值得关注：

一是持续鼓励长期资金入市。一方面，推动保险资金等长期资金的实际投资比例逐步靠近投资上限，增强长期资金投资意愿等。落实落细《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》的相关要求，如大型国有保险公司从 2025 年起每年新增保费的 30% 用于投资 A 股等。另一方面，破除养老基金、企业年金、个人养老金自身发展的制度约束，从根本上提高长期资金开源能力，提高可用于投资的规模。如参考美国打通养老三支柱的经验，允许职工退出企业年金后，由个人养老金账户承接原企业年金账户资产。

二是加强平准基金的研究储备，优化稳市货币政策工具，进一步提高资本市场内在稳定性。一方面，政府工作报告提出的“战略性力量储备”，除了现有的国家队救市资金、“救机构”的金融稳定保障基金外，或指向危急时刻直接“救市场”的股市平准基金。设立平准基金是明确一项制度，不仅需要与现行法律、规章相协调，更需要就入场时机、基金规模、退出机制等进行论证，越早研究储备，推出时的效果越充分（详见[《从境外经验看股市平准基金：必要性与制度设计要点》](#)）。从境外经验看，平准基金一般会设置一个资金使用上限，市值规模在 2%-6% 之间。我国沪深北合计市值约 100 万亿元，适合我国的股市平准基金资金规模在 2 万亿元至 6 万亿元之间。另一方面，仍然需要结合实



际运用情况，优化“证券、基金、保险公司互换便利”以及“股票回购增持再贷款”两项稳市货币政策工具。

三是优化企业上市、挂牌融资制度，支持优质科技型企业发行上市。2025 年伊始，DeepSeek 为代表的科技突破改变宏观叙事逻辑，引发资产重估，带来结构性牛市。然而当前 AI 产业相关的优质资产或还未上市，或集中在港股，A 股高质量的科技公司仍相对不足。未来需持续推动“科技十六条”“科创板八条”等一揽子政策措施落实落地，提升对新产业新业态新技术的包容性，尽快明确优质科技企业上市的绿色通道机制。

四是加大资源整合，推动企业并购重组。并购重组不仅是资本市场改革的关键，更是整合要素资源，促进产业升级的重要工具。未来需进一步支持上市公司围绕产业转型升级、强链补链等实施并购重组。并将“并购六条”落实落细，出台更具有操作性的指引，优化重组“小额快速”审核机制，落地重组股份对价分期支付机制，放松对募集资金用途的监管等等。

八、民营经济：扎实落实促进民营经济发展的政策，有效激发各类经营主体活力

报告提出：“有效激发各类经营主体活力”“坚持和落实‘两个毫不动摇’”“扎扎实实落实促进民营经济发展的政策措施”。

近年来，中国每一次科技突破、文化突围的背后都有民营经济、民营企业家的身影，民营经济的创新活力被不断验证。从 5G 技术领域的华为，到新能源汽车领域的比亚迪、宁德时代，再到人工智能、人形机器人等领域的“杭州六小龙”，民营企业通过更加灵活的经营策略、更加高效的管理模式和更具开拓性的创新思维，在新兴产业的国际竞争中取得了领先地位。美国的科技封锁非但没有遏制我国科技发展的势头，反而激发出民营企业面临有限资源时的无限韧性，激发出民营企业家在创新方面的锐气和活力，加速中国科技在诸多前沿领域实现弯道超车。

中央充分肯定民营企业、企业家在中美科技竞争前沿的优势，在培育新质生产力过程中的潜力，也意识到民营企业面临的困境。2 月 7 日，民营企业座谈会时隔 7 年再度召开，提出“扎扎实实落实促进民营经济发展的政策措施”，极大地提振了民营企业对未来的信心。

2025 年，预计将出台更多支持民营经济的政策，主要集中在以下五个方面：

一是民营经济立法进程提速，支持民营经济发展已不仅是政策举措，更是法律法规，是长期制度和承诺。《民营经济促进法》草案于 2024 年 12 月提请全国人大常委会初次审议，2025 年 2 月又进行了再次审议。3 月 4 日，十四届全国人大三次会议举行新闻发布会，发言人娄勤俭提出：草案第一次将坚持“两个毫不动摇”、促进“两个健康”写入法律，把党中央关于促进民营经济发展的重大方针、政策举措上升为法律规范。

二是规范涉企执法行为，保护民营企业和民营企业家合法权益。一方面，要“开展规范涉企执法专项行动，集中整治乱收费、乱罚款、乱检查、乱查封，坚决防止违规异地执法和趋利性执法”。另一方面，解决拖欠企业账款问题，利用新增地方政府专项债等政策，加快清欠速度。报告还提出：要“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”。

三是进一步打破市场准入壁垒，政府要为民营企业创造更加公平的市场竞争环境，



要“寓管理于服务之中，用服务的暖心增强企业的信心”。进一步推动原本由国有经济主导的重大投资项目向民营经济适度开放，推进基础设施竞争性领域向各类经营主体公平开放。同时，引导地方政府转变治理理念，从管理型向服务型政府转变，从比拼优惠政策搞“政策洼地”向比拼营商环境创“改革高地”转变，尊重市场、尊重规律，专注于提供耐心的资本、完善的基础设施（电力等）、便捷的行政审批、价格低廉的创业空间等。

四是进一步拓宽民营企业融资渠道。从支持创新的角度引导银行信贷投向民营企业；同时鼓励民营企业公开市场发行债券融资。继续发挥民营企业债券融资支持工具作用，为民营企业发行债券提供增信支持。

五是进一步优化社会舆论环境，严肃处置污名化民营经济的行为，对涉及民营经济主体的冤假错案及时纠正并做出妥善处理，向社会宣示司法公正性。

九、现代化产业体系建设：发展新质生产力，推进高水平科技自立自强

报告关于科技布局、产业发展规划仍然是重中之重，明确了 2025 年重点发展的产业并做了工作部署。

1、重点发展哪些产业？一是大力发展数字经济，乘势而上开展“人工智能+”行动。报告指出：要将数字技术与制造优势结合，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。扩大 5G 规模化应用，加快工业互联网创新发展，优化全国算力资源布局，打造具有国际竞争力的数字产业集群。特别指出促进平台经济规范健康发展。二是推动商业航天、低空经济等新兴产业安全健康发展。三是培育生物制造、量子科技、具身智能、6G 等未来产业。四是兼顾传统产业升级改造，强化产业基础再造和重大技术装备攻关。

2、如何发展相关产业？2025 年有三条政策主线值得关注：

一是拓宽应用场景、落地标志产品，带动战新产业和未来产业需求增长。报告提出：“开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动”。未来需要大力打造更多标志性产品，如突破人形机器人、量子计算机、超高速列车等高端装备产品，以整机带动新技术产业化落地；或打造智能适老的医疗健康终端等。同时，或将进一步丰富战新产业和未来产业的应用场景。中央经济工作会议提出，“积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济”，这不仅能带动消费，更能激发企业创新潜力，反过来带动新兴产业发展。如首发经济鼓励企业加大创新投入，让新产品为市场的“头号玩家”；银发经济则有利于把老年人的需求变成产业发展的新动力，带动养老场景智能化重构，进而衍生出智能护理机器人、远程医疗等需求。

二是通过整治“内卷式”竞争，优化供给侧结构。未来或根据不同行业技术发展规律，分类施策进行供给侧引导。对于传统产业而言，提高技术标准，严控新增产能，鼓励企业进行错峰生产或自愿减产。如对于水泥等启停成本低的行业，可进一步落实错峰生产等安排；对于钢铁等启停成本高的行业，鼓励企业进行自愿减产。对于新兴产业而言，技术迭代速度快，易产生结构性供需矛盾，不宜采取“大刀阔斧”的行政干预；应提高对企业创新的支持力度，帮助企业突破技术周期，才能引致增量需求，同时支持行业进行并购重组，畅通市场化退出机制，给予更多时间和空间。如支持龙头企业对问题企业并购重组，提高行业集中度，促进规模化、集约化经营，改善供求关系，防止内卷式竞争。



三是全方位提供要素支撑。一方面，加快数据要素流通，规范数据要素使用。在保证安全性基础上，加大政府数据开放力度，降低数据市场的行政垄断程度；同时完善数据产权、流通交易、安全治理等基础制度。另一方面，壮大“耐心资本”，鼓励创投发展，**强化金融要素支撑**。放宽创业投资在投资范围、投资策略、杠杆适用、存续期限等方面的限制，同时为创业投资退出提供更多便利。如支持其在私募股权二级市场流转、开展份额转让等。此外，**大力培养符合新质生产力发展需求的新质人才**。如深化人才分类评价改革；进一步优化股权激励政策；推动薪酬分配向科研人员倾斜；通过重大科技项目攻关凝聚人才团队等。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

原野，对外经济贸易大学学士、硕士，北京大学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任资深宏观分析师，证书编号：S0300523070001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。在任何情况下，本公司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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com