



2025 年 2 月 28 日

2025 年两会前瞻

毛磊

投资咨询从业资格号: Z0011222 maolei013138@gtjas.com

王笑

投资咨询从业资格号: Z0013736 Wangxiao019787@gtjas.com

报告导读:

■ 摘要:

3 月 5 日, 两会政府工作报告将公布今年主要经济发展目标和政策取向。目前来看, 今年 GDP 增长目标 大概率与去年的 5% 一致, 继续传递对经济增长的重视。CPI 或从 3% 下调至 2%, 更务实也更强调落实。根据去年 12 月政治局会议实施积极 财政政策 的要求, 预计 赤字率 从 3% 上调至 3.8%-4%, 赤字规模 升至 5.5 万亿左右。将继续发行用于“两新”的 超长期国债 1-1.2 万亿, 发行用于补充商业银行资本金的 特别国债 5000 亿元-1 万亿。地方专项债 方面, 由于土储专项债的恢复以及专项债使用范围进一步扩大, 地方专项债额度或从 3.9 万亿扩张至 4.5-5 万亿 (含用于化债的 8000 亿元)。根据各分项中位数汇总计算, 预计今年 广义财政赤字 规模从去年约 10 万亿增加至 12 万亿左右。此外, 房地产 领域可能进一步明确存量房收购任务, 城中村改造等。对于今年工作任务之首的 提振消费, 或结合“两新”政策等举措进一步明确。此外, 除了传统的稳增长领域外, 今年春节前后中国 AI 崛起叙事, 民营企业座谈会的召开, 使得市场对于今年两会涉及科技创新、产业升级、民营经济等的政策方向也给予高度关注, 相关任务部署也将进一步得到明确。

感谢实习生刘冠群对本文的贡献。

(正文)

1. 今年全国 GDP 增速目标或继续设置在 5%，传递积极信号

自 9·24 “一行一局一会”发布会召开以来，国内政策层更重视和强调稳增长，并持续释放宽松的政策信号。两会政府工作报告将发布一系列增长目标，全年 GDP 增速无疑是最为重要和核心的目标。预计今年将继续和去年保持一致，设为“5%”。

一方面，设置一定增速的目标有利于稳定市场预期，提振信心，激发工作干劲。另一方面，从现实层面的依据来看，从今年地方两会可以看出，过去几年设置偏高增速目标的省份多有下调目标，但全国仅青海一地增速目标低于 5%（为 4.5%）。更重要的一点，过去全国 GDP 增速目标与北京、上海地方增速目标均保持一致（除 2023 年等个别年份外）。今年 1 月北京、上海地方两会设置的 GDP 目标均为 5%，因此预计今年全国 GDP 增速目标维持在 5% 左右。

图 1：地方两会大部分将 GDP 目标设置在 5% 或 5% 以上，此外今年均下调了 CPI 增速目标

省市	GDP 目标					CPI 目标			
	2021	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
北京	6	5	4.5	5	5	3	3	3	2
天津	6.5	5	4	4.5	5	3	3	3	2
河北	6.5	6.5	6	5.5	5	3	3	3	2
山西	8	6.5	6	5	5	3	3	3	2
内蒙古	6	6	6	6	6	3	3	3	2
辽宁	6	5.5	5	5.5	5	3	3	3	2
吉林	7	6	6	6	5.5	3	3	3 以内	2
黑龙江	6	5.5	6	5.5	5	-	-	-	2
上海	6	5.5	5.5	5	5	3	3	3	2
江苏	6	5.5	5	5	5	3	3	3	2
浙江	6.5	6	5	5.5	5.5	3	3 以内	3	2
安徽	8	7	6.5	6	5.5	3	3	3	2
福建	7.5	6.5	6	5.5	5	3	3	3	2
江西	8	7	7	5	5	3	3	3	2
山东	6	5.5	5	5	5	3	3	3	合理水平
河南	7	7	6	6	5.5	3	3	3	2
湖北	10	7	6.5	6.5	6	3	3	3	2
湖南	7	6.5	6.5	6	5.5	3	3	3	2
广东	6	5.5	5	5	5	3	3	3	2
广西	7.5	6.5	5.5	5	5	3	3	3 以内	2
海南	10	9	9.5	8	6	3	3	3	2
重庆	6	5.5	6	6	6	3 以内	3 以内	3	2
四川	7	6.5	6	6	5.5	3	3	3	2
贵州	8	7	6	5.5	5.5	3	3	3	2
云南	8	7	6	5	5	3	3	3	2
西藏	9	8	8	8	7	3 以内	3 以内	3 以内	3 以内
陕西	6.5	6	5.5	5.5	5	3	3	3	2
新疆	6.5	6.5	7	7.0	6	3	3	3	2
甘肃	6	5.5	6	6	5.5	3 以内	3	3	2
青海	7	7	5	5	4.5	3	3	3	2
宁夏	6.5	6	6.5	6	5.5	3	3	3	2

资料来源：公开资料、国泰君安期货研究

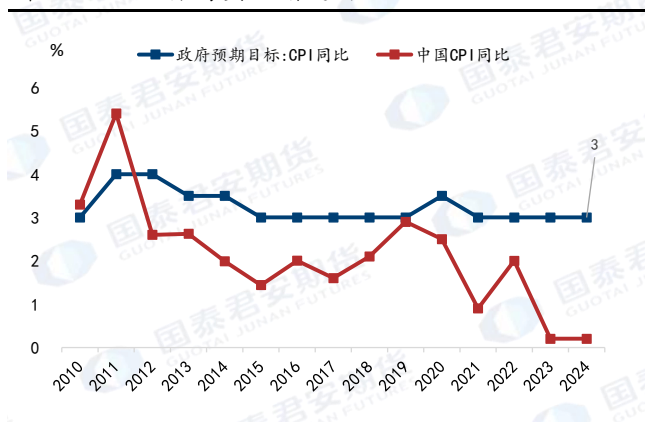
2. 通胀目标设置或更务实，从 2024 年的 3% 下调至 2%

从今年地方两会来看，均将 2025 年通胀目标从此前的 3% 下调至 2%，或预示着今年全国通胀目标将从 3% 下降至 2%。若今年下调，将是自 2014 年以来第一次调整通胀目标(除 2020 年因非洲猪瘟扰动以外)。

我们认为下调的逻辑在于近几年物价持续面临下行压力，PPI 月同比已经连续 28 个月负增长，GDP 平减指数连续两年负增长。2023 年、2024 年 CPI 同比均为 0.2%，远低于年初设定目标。若继续设置 3% 的偏高目标，实际上并不会给市场提振通胀的预期，反而会带来将通胀选择性忽视的观感。

去年开始，政策面对通缩问题的重视程度在提升，多次提到推动物价温和回升。若设置一个更切合实际，通过努力有望实现的目标，反而更能激发市场主体积极性。

图 2：CPI 目标与实际增速对比



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 3：政策面多次提到推动物价温和回升

会议/文件	涉及物价表述
2024年一季度货币政策执行报告	把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量
2024年二季度货币政策执行报告	把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，加强政策协调配合，保持物价在合理水平
2024年三季度货币政策执行报告	把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平
2024年12月中央经济工作会议	着力实现增长稳、就业稳和物价合理回升的优化组合
2024年四季度货币政策执行报告	下一阶段货币政策主要思路提到“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平”

资料来源：公开资料、国泰君安期货研究

3. 广义财政赤字规模扩张 2 万亿左右

基调：更加积极的财政政策。自去年 9•24 以来，财政政策成为重要的稳增长抓手。去年底召开的政治局会议、中央经济工作会议定调今年的财政政策将“实施更加积极的财政政策”。在今年 2 月，财政部部长在《人民日报》上发文，要求“提高财政赤字率，安排更大规模政府债券……还有较大举债空间。统筹消费和投资，支持扩大国内需求”等内容。预计两会将对此具体落实。

图 4：近一段时间以来财政政策基调和相关举措提法

时间	会议/文件	内容
2024/12/9	政治局会议	实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策
2024/12/11-12	中央经济工作会议	要实施更加积极的财政政策。提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力。加大财政支出强度，加强重点领域保障。增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。优化财政支出结构，提高资金使用效益，更加注重惠民生、促消费、增后劲，兜牢基层“三保”底线。
2025/2/21	《人民日报》	财政部党组书记、部长蓝佛安发表题为《实施更加积极的财政政策 推动经济持续回升向好》的署名文章，提到“提高财政赤字率，安排更大规模政府债券……还有较大举债空间。统筹消费和投资，支持扩大国内需求”等内容
2025/2/26	《学习时报》	央行副行长陆磊撰文称，积极推动通过发行特别国债等方式筹集资金，支持国有大型银行补充核心一级资本

资料来源：公开资料、国泰君安期货研究

狭义赤字：2024 年，赤字率按 3% 安排，全国财政赤字规模为 4.06 万亿。目前市场预期今年赤字率在 3.8%-4% 区间。我们测算了在不同的名义 GDP 增速和赤字率预测下，相应的赤字金额：

1) 若按照 3.8% 的赤字率，以及 4.5% 或 5% 的名义 GDP 增速测算 (2024 名义 GDP 增速为 4.23%)，今年财政赤字规模将升至 5.4 万亿左右。2) 若按照 4% 赤字率计算，则 4.5% 或 5% 的名义 GDP 增速对应的赤字规模为 5.6 万亿。

2024 年，官方公布的赤字额为 4.06 万亿，不过，2023 年结转使用了 5000 亿特别国债，因此实际赤字为 4.56 万亿。

因此今年按照 3.8% 或 4% 赤字率预计将增加赤字规模约 1.5 万亿，实际增加 1 万亿。

图 5：不同 GDP 增速、不同赤字率假设下，2025 年赤字规模测算

财政赤字规模预测 (万亿)		2025年GDP名义增速						
2025 赤字率	3.5%	4.86	4.89	4.92	4.93	4.96	4.98	5.01
	3.8%	5.28	5.31	5.35	5.36	5.38	5.41	5.43
	4.0%	5.56	5.59	5.63	5.64	5.67	5.69	5.72
	4.5%	6.25	6.28	6.33	6.34	6.37	6.40	6.44

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

特别国债：此外，根据去年两会提到的“拟连续几年发行超长期国债”和 9·24 以来涉及财政的相关会议精神，今年将继续发行超长期国债/特别国债，包括：1) 2024 年两会曾宣布发行 1 万亿元超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设（“两重”）。在去年 7 月，安排其中的 3000 亿元超长期特别国债资金，用于支持“大规模设备更新和消费品以旧换新”，其中用于支持地方自主实施消费品以旧换新资金 1500 亿元。今年 1 月，发改委和财政部印发《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，提到扩围支持消费品以旧换新，因此进一步保障促进“两新”的资金将是确定性事件。预计今年用于“两重&两新”的超长债或 1-1.2 万亿。2) 发行特别国债为国有大型银行补充核心一级资本，约 5000 亿元-1 万亿左右。

地方政府专项债方面，去年额度为 3.9 万亿(其中包含 8000 亿元用于化债部分)。今年由于专项债使用范围进一步扩大，包括用于房地产收储，用作更多项目的资本金等，预计额度也将进一步增加至 4.5-5 万亿(含 8000 亿元化债部分)。

整体上，按照各分项预测数据的中位数计算，预计今年广义财政赤字约 12 万亿左右，较去年近 10 万亿增加约 2 万亿。不过也须指出的是，由于市场对于财政预期较为充分，潜在超预期空间或并不大。

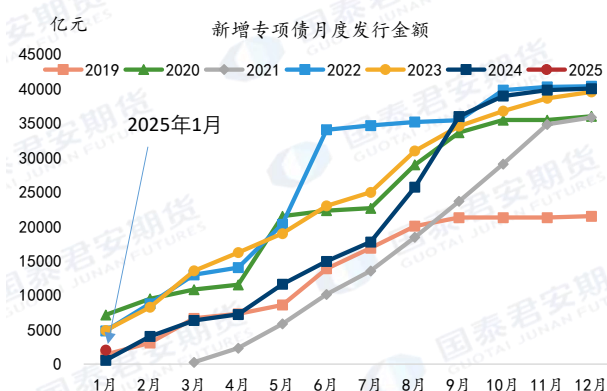
图 6：广义财政预测汇总

类别	项目	科目/用途	25年预计规模	24年规模
一般财政	普通国债	赤字率	3.8%—4%	3%
		赤字规模	5.5 万亿	4.06 万亿
广义财政	超长期/特别国债	补充商业银行资本金	5000 亿-1 万亿	——
		用于“两重”&“两新”	1-1.2 万亿	1 万亿
	专项债	传统项目建设	4.5-5 万亿(其中化债 8000 亿)	3.9 万亿(其中化债 8400 亿)
		化债		
		地产收储		
	置换债	化债	2 万亿	——

资料来源：公开资料、Wind、国泰君安期货研究

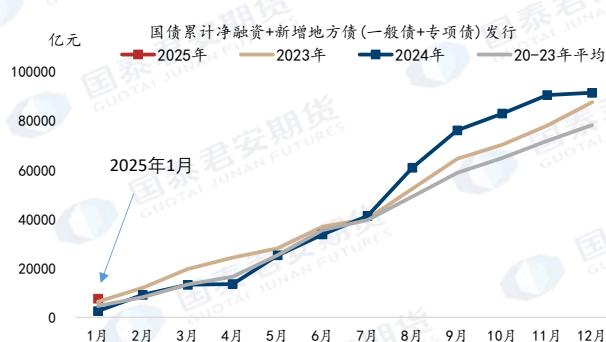
今年财政已靠前发力。从开年以来政府债券发行情况来看，今年政府发行较去年同期出现明显提速。1 月新增专项债 2048.02 亿元，较 2024 年 1 月的 568 亿元明显增加。国债累计净融资+新增地方债(一般债+专项债)发行 7584.47 亿元，较去年同期的 2520 亿元大幅增加。

图 7：1 月份地方新增专项债发行超过去年同期



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 8：1 月份广义政府融资明显提速



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

4. 货币政策“适度宽松”，但注重相机抉择

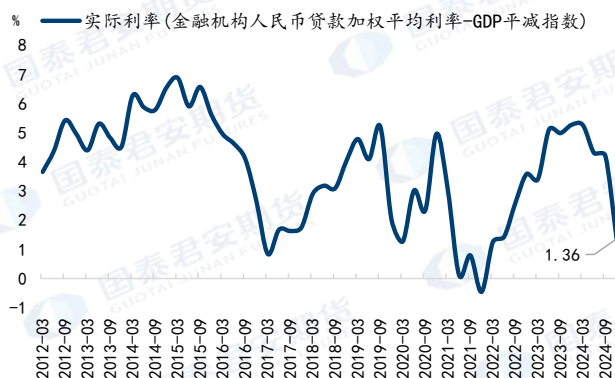
去年底，政治局会议 14 年来首次调整货币政策基调从“稳健”转为“适度宽松”。市场普遍预期 2025 年降准总幅度或在 100bp 附近，并有 2 次降准空间。不过今年 2 月 13 日央行在《2024 年第四季度

货币政策执行报告》提出“择机调整优化政策力度和节奏”，释放了货币政策“相机抉择”的信号。

事实上，近两个月来，由于经济趋稳，实际利率已经下行，保汇率要求提升，加上国债走势过于强势，已提前 price in 50 个 bp 左右的降息，因此今年来央行货币政策操作上保持相对审慎，去年年底的降准降息均落空，作为基准利率的 7 天期逆回购利率已经连续 5 个月不变，银行间资金面有所收紧。

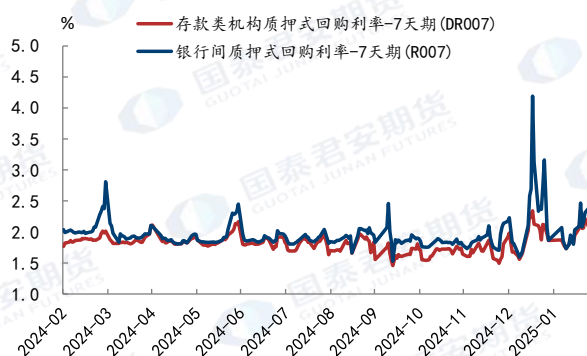
虽然整体上今年无疑央行将继续保持偏支持性的货币政策，但其中对于宽松节奏的把握也更为重要，关注此次政府工作报告对于货币政策的提法。同时，近一阶段货币政策工具的优化调整持续推进，譬如市场也在讨论关于存款准备金制度 5% 隐形下限是否会松动等议题，关注是否会出现新的进展。

图 9：实际利率已大幅回落



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 10：近期资金利率价格走升



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

5. 房地产政策：关注去库存、城中村改造及长期发展模式提法

自去年 9•24 政策转向以来，房地产政策经历了两个阶段，第一阶段为政策密集落地期，包括去年 10 月“四四二”政策组合拳，11 月地产交易税费的调整，城中村改造从 35 个城市扩容至 300 个城市等。第二阶段政策保持真空，譬如 12 月以来房地产政策清淡，LPR 也已经连续四个月按兵不动。

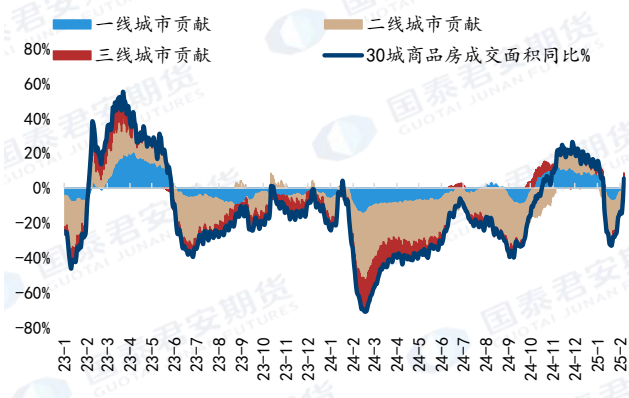
图 11：高层会议涉及房地产政策基调

时间	会议	内容
2024/3/5	两会	1、因城施策优化房地产调控，推动降低房贷成本，积极推进保交楼工作。 2、优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展。 3、适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快构建房地产发展新模式。
2024/7/30	政治局会议	1、要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策， 2、坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房， 3、进一步做好保交房工作， 4、加快构建房地产发展新模式。
2024/9/26	政治局会议	1、要促进房地产市场止跌回稳， 2、对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。 3、要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率， 4、抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
2024/12/9	政治局会议	稳住楼市股市
2024/12/11-12	中央经济工作会议	1、持续用力推动房地产市场止跌回稳， 2、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。 3、合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。 4、推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度。

资料来源：公开资料、国泰君安期货研究

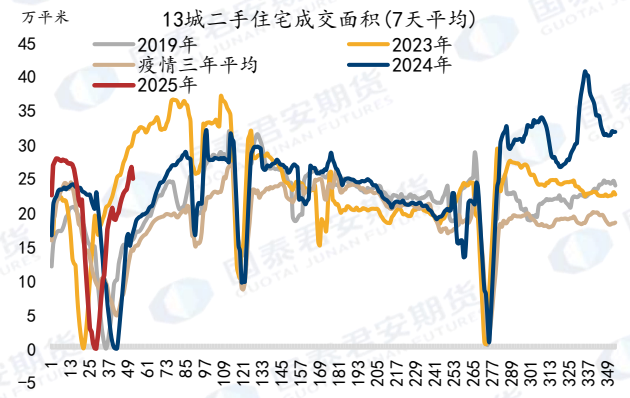
当前，国内地产销售仍然保持稳健，杭州等热点地区土拍市场进一步升温。在此环境下，预计两会政策延续去年 9•24 以来基调，重点提及止跌企稳，去库存，保交楼，稳需求，房企风险化解，长期发展新模式建设等方面。尤其在如何消化过剩地产库存，譬如通过重启土储专项债收购土地储备、增加存量商品房收购等政策措施做文章，以及进一步推进城中村改造等方面。但预计在总量层面，暂不会推出刺激需求类的政策。

图 12：30 大中城市新房销售继续恢复



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 13：二手房销售表现不错



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

6. 其他热点领域政策和看点

除了传统的经济增速、财政、货币、地产等领域政策，参考过去两会政府工作报告，两会还将发布新增城镇就业，调查失业率、节能降耗目标等数据。

此外，除了增长的具体目标和数字，政府工作报告还涉及经济工作的方方面面。去年12月中央经济工作会议将提振消费置于今年工作之首，因此对于如何提振内需依然值得关注，其中也可能和财政、“两新”等措施相结合。

近一段时间以来，为激发市场活力，提振民营经济、优化营商环境的政策举措层出不穷。2月17日民企座谈会进一步提振包括外资在内的资金，看多中国政策的转向和效果。关注此次两会涉及的相关领域内容。

春节后，中国AI模型DeepSeek火爆全球，由此带来对中国AI科技实力重估的讨论，借着这一热点，两会将如何进一步推动中国技术进步，产业升级，推动AI行业发展，也将是重要看点。

产能调控问题，近两年虽然中国新兴产业升级速度较快，但也存在部分新产能粗放式增长，内卷式竞争问题。2024年的几次政治局会议在继续强调大力发展新质生产力的同时，强调要“因地制宜”发展。一些产能利用率偏低的行业，也通过行业协会、自律组织等形式提出产能调控问题。考虑到今年“十五五规划”将制定，涉及产品供给方面的消息或存在落地可能。

图 14：高层会议对新质生产力发展更强调质量

板块	2024年12·9政治局会议	2024年7·30政治局会议	2024年4·30政治局会议
产业升级相关(供给侧)	要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。	经济运行出现分化， <u>因地制宜</u> 发展新质生产力，要强化行业自律， <u>防止“内卷式”恶性竞争</u> 。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。	要因地制宜发展新质生产力。

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 15：一系列优化产能的措施正在出台

板块	相关政策
综合	11月15日，《关于调整出口退税政策的公告》取消铝材、铜材以及化学改性的动、植物或微生物油、脂等59类产品出口退税；将部分成品油、光伏、电池、部分非金属矿物制品等209项产品的出口退税率由13%下调至9%
光伏	※10月14日中国光伏行业协会举行防止行业“内卷式”恶性竞争专题座谈会 ※11月20日工信部对《光伏制造行业规范条件》和《光伏制造行业规范公告管理暂行办法》进行修订，引导光伏企业减少单纯扩大产能光伏制造项目 ※12月5日光伏行业协会举行“关于促进光伏产业高质量发展可持续发展专题座谈会”，参会企业签订自律公约，自觉控制产能，避免盲目扩张 ※2月27日，国家能源局：光伏内卷式竞争仍未根本解决，正配合有关部门研究完善政策措施
钢铁	10月9日，钢铁工业协会组织召开“钢铁行业促进联合重组和完善退出机制座谈会”，会议就加快促进联合重组和完善退出机制达成共识

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

此外，包括民生领域(收入、生育、养老等)、资本市场制度建设等方面也存在政策的期待。

7. 两会重要日程前瞻

2025年全国两会的召开顺序为：3月4日全国政协会议召开；3月5日为全国人大会议召开，当天的议程重点为听取和审议政府工作报告，发布今年整体目标。此外，按照过去惯例，最高领导人将参加地方代表团审议，期间所释放的信号亦值得关注。

图 16：近三年领导人两会活动行程

- ◆ 2024年3月5日：国家最高领导人参加江苏代表团审议时**强调因地制宜发展新质生产力**
 - ◆ 2023年3月5日：国家最高领导人参加江苏代表团审议时**强调牢牢把握高质量发展这个首要任务**：制造业是实体经济的基础，是国家经济命脉所系……**任何时候中国都不能缺少制造业**
 - ◆ 2022年3月5日，国家最高领导人在参加内蒙古代表团审议时**强调民族团结**是我国各族人民的生命线，不断巩固中华民族共同体思想基础
-
- ◆ 2024年3月6日，国家最高领导人参加政协联组会，**强调中国式现代化、新质生产力和对台工作等**
 - ◆ 2023年3月6日：国家最高领导人参加政协联组会，我们始终**把民营企业和民营企业当自己人**
 - ◆ 2022年3月6日，国家最高领导人在看望参加政协会议的农业界社会福利和社会保障界委员时**强调**，把提高农业综合生产能力放在更加突出的位置，在推动社会保障事业高质量发展上持续用力（**粮食安全**）

资料来源：公开资料、国泰君安期货研究

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，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，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其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。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。

版权声明

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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。