

证券研究报告**宏观研究****专题报告**

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号：S1500524070002

邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编：100031

两会看点前瞻：从科技到消费

2025年2月14日

- **主要预期目标设定：**1) 全国多地 2025 年 GDP 目标设为 5%左右或更高，经济大省 GDP 目标多为 5%左右，各地目标均值约为 5.3%。我们预计全国 GDP 目标可能设为 5%左右，与 2024 年一致。2) 各地一般公共预算收入目标普遍偏低，多地设在 2-3%之前，明显低于其 GDP 目标。地方自身收入有限下，中央转移支付加码发力可能是 2025 年积极财政的重要看点。3) 2025 年全国调查失业率目标可能依然维持在 5.5%左右。4) 全国 CPI 目标可能从往年 3%左右降至 2%左右，同时 CPI 目标可能逐渐从控制上限转为引导中枢。
- **新质生产力政策看点：**“地方政府锦标赛”曾是促成中国经济快速增长的一大重要机制，如果说在高速增长阶段，地方政府的竞争核心在于 GDP 增速，那么到了高质量发展阶段，地方政府的竞争核心已经转变成了新质生产力发展。人工智能、机器人和生物制造成为各地争相布局的热门产业，29 个地区对人工智能做出重点部署，14 个地区对机器人做出重点部署，30 个地区对生物制造做出重点部署。
- **促进消费政策看点：**超过 10 个地区在其政府工作报告中不约而同地提出“完善劳动者工资正常增长机制”，我们认为这或预示着 3 月份全国两会有可能部署关于劳动者工资正常增长机制的重要改革。改革方案可能是“提低、扩中、限高”。鉴于中低收入群体相比高收入群体拥有更高的边际消费倾向，因此改革后全体居民的消费倾向有望提高，从而促进消费增长。在消费品“以旧换新”政策之外，各地政府对服务消费非常重视，服务消费可能是接下来促消费的重点所在。
- **大类资产配置建议：**我们判断，接下来股市可能好于债市。融资融券之融资余额保持高位，股市投资者情绪始终积极，与此同时，债市收益率与政策利率之差值已走到历史低位，收益率进一步下行可能面临较大阻力。股市上，建议关注消费板块和生物制造板块。工资机制/收入分配的改革有望成为消费板块上涨的触发器，服务消费值得重点关注。继人工智能和机器人之后，生物制造亦有可能成为重要风口。
- **风险因素：**海外经济政策不确定性，国内政策落地不及预期等。

目 录

一、主要预期目标设定.....	3
二、新质生产力政策看点.....	5
三、促进消费政策看点.....	7
四、大类资产配置建议.....	8
风险因素	10

图 目 录

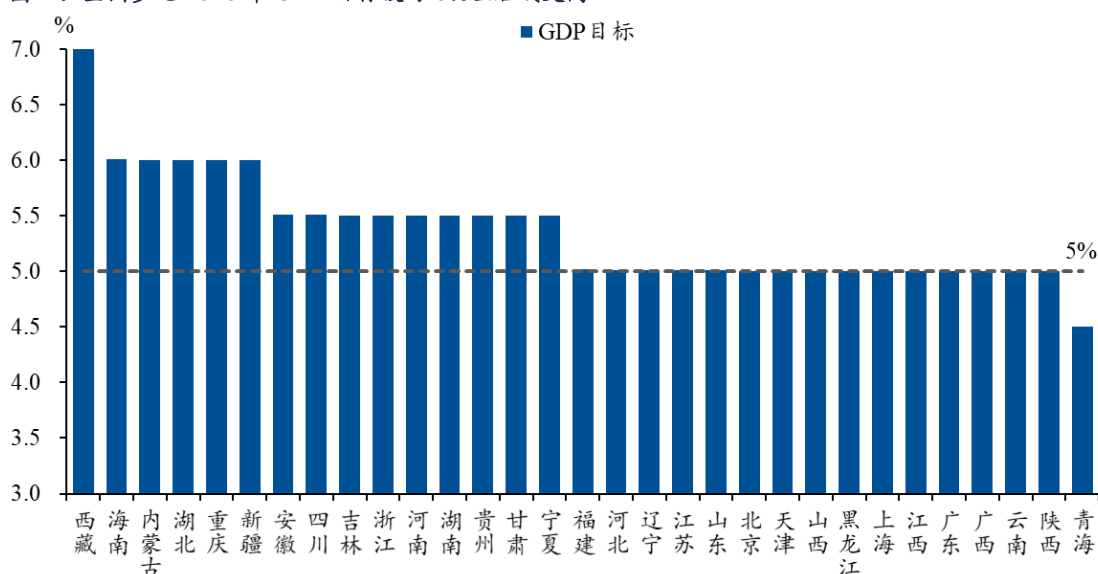
图 1：全国多地 2025 年 GDP 目标设为 5% 左右或更高	3
图 2：各地一般公共预算收入目标普遍偏低	4
图 3：多地调查失业率目标设为 5.5% 左右	4
图 4：各地 CPI 目标普遍设为 2% 左右	5
图 5：2025 年各地主要预期目标汇总	5
图 6：各地对人工智能的部署	6
图 7：各地对机器人的部署	7
图 8：各地对生物制造的部署	7
图 9：各地对工资正常增长机制的部署	8
图 10：各地对服务消费的部署	8
图 11：融资融券之融资余额保持高位	9
图 12：债市收益率与政策利率之差值已走到历史低位	9

一、主要预期目标设定

全国多地 2025 年 GDP 目标设为 5% 左右或更高。各地两会已经陆续开完，盘点各地会议内容，有助于提前洞见全国两会精神。1) 西藏 GDP 增长目标最高，为 7% 以上、力争达到 8%；2) 5 地目标为 6% 左右或以上，其中海南为 6% 以上，内蒙古、湖北、重庆、新疆等为 6% 左右；3) 9 地目标为 5.5% 左右或以上，其中安徽、四川为 5.5% 以上，吉林、浙江、河南、湖南、贵州、甘肃、宁夏等为 5.5% 左右；4) 15 地目标为 5% 左右或以上，其中福建为 5-5.5%，河北、辽宁、江苏、山东为 5% 以上，北京、天津、山西、黑龙江、上海、江西、广东、广西、云南、陕西等为 5% 左右；5) 仅青海目标低于 5%，为 4.5% 左右（图 1）。

总结来看，经济大省 GDP 目标多为 5% 左右，各地目标均值约为 5.3%。据此，我们预计全国 GDP 目标可能设为 5% 左右，与 2024 年一致。

图 1：全国多地 2025 年 GDP 目标设为 5% 左右或更高



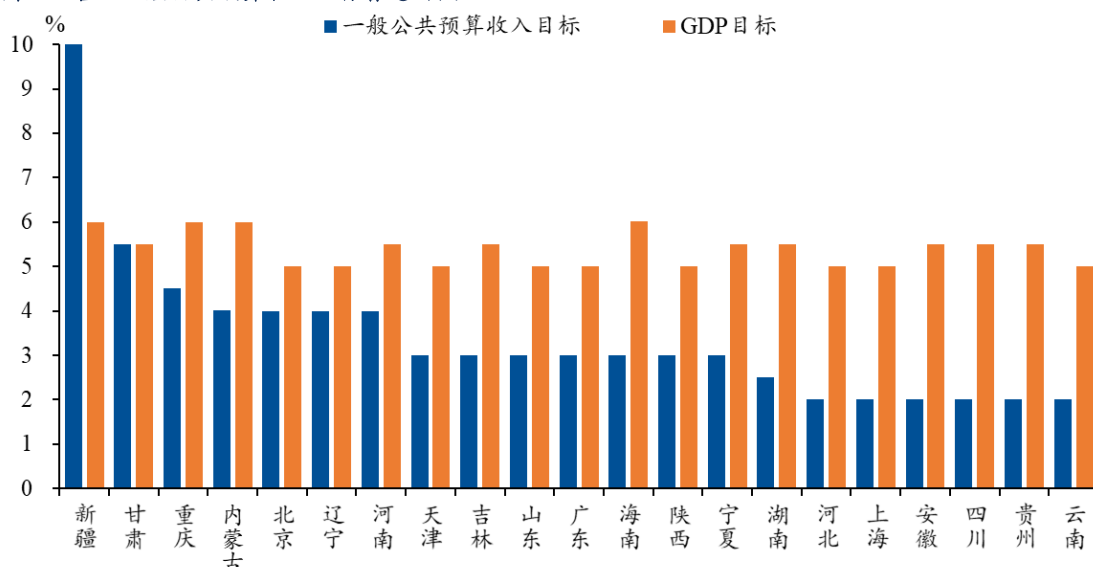
资料来源：各地政府工作报告，信达证券研发中心

各地一般公共预算收入目标普遍偏低。大陆 31 个省市区中，有 21 个在政府工作报告中公布了地方一般公共预算收入目标。比较其预算收入目标和 GDP 目标，颇有值得关注之处：1) 除新疆预算收入目标高于其 GDP 目标，甘肃预算收入目标与其 GDP 目标持平之外，其他 19 个省市区的预算收入目标均低于其 GDP 目标；2) 各地一般公共预算收入目标普遍设在 2-4.5% 之间，其中尤其以设在 2-3% 的为多（图 2）。

一方面，这一谨慎目标凸显了务实，我国主体税种为从价税，在 PPI 持续负增长背景下，税收难免受到较大影响，2024 年全国税收收入同比下降 3.4%。

另一方面，在地方一般公共预算收入之外，地方还有另外一块重要收入来源——中央转移支付，地方自身收入有限下，经济增长将更加依赖中央转移支付，中央转移支付加码发力可能是 2025 年积极财政的重要看点。

图 2：各地一般公共预算收入目标普遍偏低

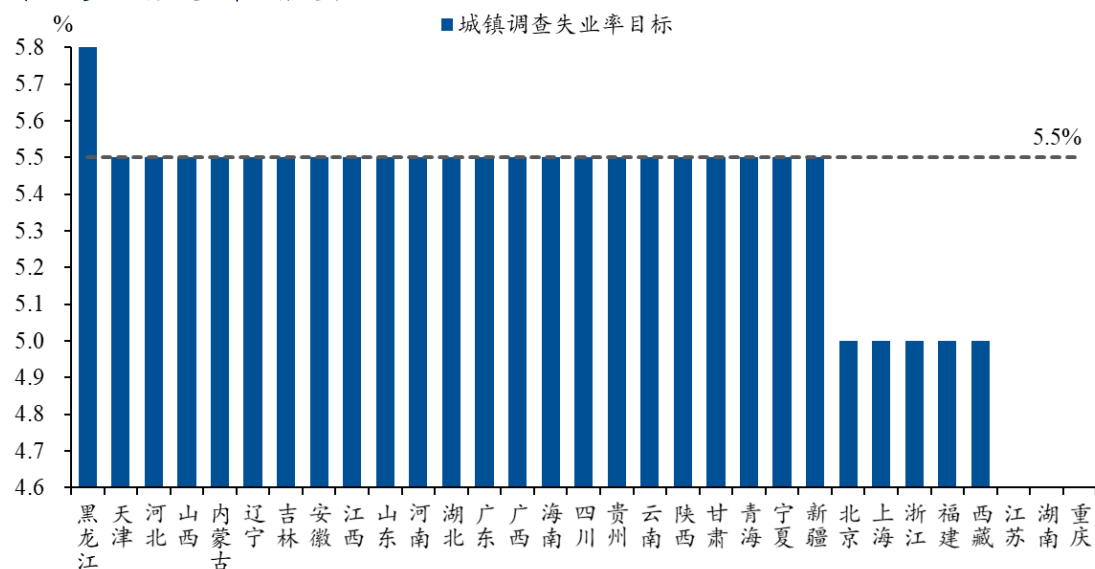


资料来源：各地政府工作报告，信达证券研发中心

多数地区调查失业率目标设为 5.5% 左右。1) 仅黑龙江调查失业率目标高于 5.5%，为 5.8% 左右；2) 22 地调查失业率目标均设为 5.5% 左右或以内，包括天津、河北、山东、广东等；3) 5 地目标为 5% 左右或以内，其中北京、上海、浙江、西藏为 5% 以内，福建为 5% 左右；4) 江苏、湖南、重庆等 3 地未设调查失业率目标（图 3）。

过去几年，全国层面调查失业率目标大多维持在 5.5% 左右，只有在疫情爆发的 2020 年曾短暂提高至 6% 左右，我们认为 2025 年这一目标可能依然维持在 5.5% 左右。

图 3：多地调查失业率目标设为 5.5% 左右

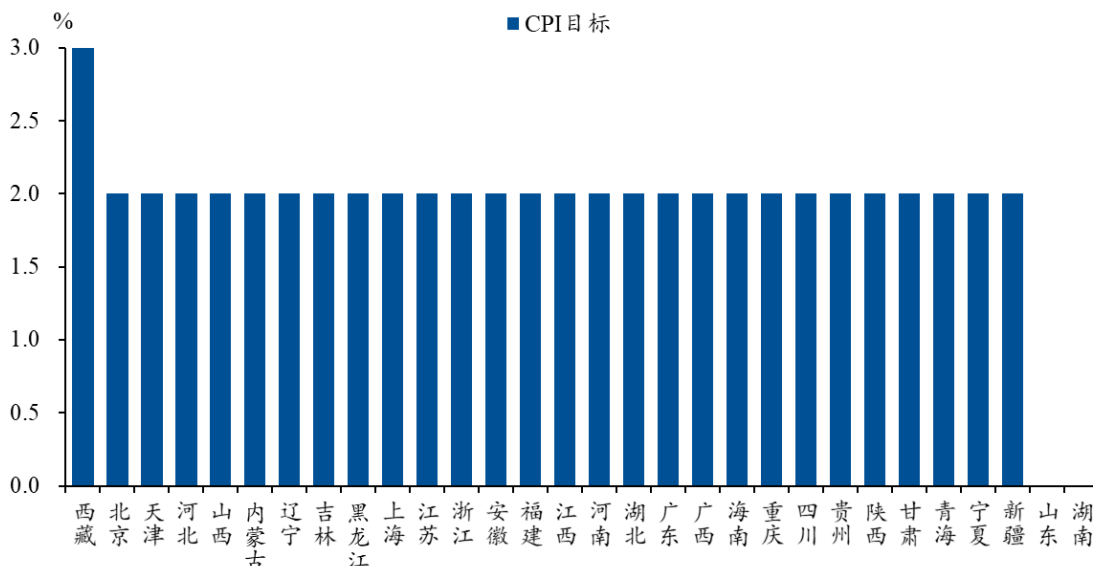


资料来源：各地政府工作报告，信达证券研发中心

各地 CPI 目标普遍设为 2% 左右。1) 西藏 CPI 目标设为 3% 以内，在各地区中最高；2) 北京、上海、江苏、广东等 27 地目标均为 2% 左右；3) 山东、湖南未设具体数字目标，山东提出“居民消费价格保持合理水平”，湖南提出“与全国一致”；4) 云南未设 CPI 目标。全国层面 CPI 目标长期设在 3% 左右，实践中，这一目标主要是作为上限来控制的，2012 年以来 CPI 年度均值从未超过政府设定的上限（图 4）。

2025 年，全国 CPI 目标可能也将 3% 左右降至 2% 左右水平，同时 CPI 目标可能逐渐从控制上限转为引导中枢。

图 4：各地 CPI 目标普遍设为 2% 左右



资料来源：各地政府工作报告，信达证券研发中心

各地固定资产投资、社会消费品零售总额、工业增加值、城镇新增就业人数等目标，详见图 5 汇总。

图 5：2025 年各地主要预期目标汇总

项目	GDP	一般公共预算收入	城镇调查失业率	CPI	固定资产投资	社零	规上工业增加值	城镇新增就业
北京	5%左右	4%左右	5%以内	2%左右				
天津	5%左右	3%左右	5.5%左右	2%左右	3%左右			30万人
河北	5%以上	2%左右	5.5%左右	2%左右	5.5%左右	5%左右	5.5%左右	
山西	5%左右		5.5%左右	2%左右	6%以上	5%以上		45万人
内蒙古	6%左右	4%以上	5.5%左右	2%左右	10%左右		7%左右	18万人以上
辽宁	5%以上	4%	5.5%左右	2%左右	8%左右	5%以上	4.5%以上	47万人左右
吉林	5.5%左右	3%左右	5.5%左右	2%左右	5%左右	6%左右		
黑龙江	5%左右		5.8%左右	2%左右	6%左右	5%左右	5%左右	30万人以上
上海	5%左右	2%	5%以内	2%左右				
江苏	5%以上			2%左右		5.5%左右		120万人以上
浙江	5.5%左右		5%以内	2%左右		5%以上	6%以上	
安徽	5.5%以上	2%左右	5.5%左右	2%左右	5%左右	5.5%左右	7%左右	68万人左右
福建	5.0%—5.5%		5%左右	2%左右	5%左右	5.5%左右		
江西	5%左右		5.5%左右	2%左右	5%左右	5%左右	7.5%左右	
山东	5%以上	3%	5.5%左右	保持合理水平				110万人以上
河南	5.5%左右	4%左右	5.5%左右	2%左右	7%左右	6%左右	7%左右	110万人以上
湖北	6%左右		5.5%左右	2%左右	7%左右	7%左右	7.5%左右	70万人以上
湖南	5.5%左右	2.50%		与全国一致	4.50%	5.5%以上	6.5%以上	70万人
广东	5%左右	3%	5.5%左右	2%左右		5%左右	6%左右	110万人以上
广西	5%左右		5.5%左右	2%左右	3%		6%以上	32万人以上
海南	6%以上	3%左右	5.5%左右	2%左右	8%以上	10%以上		
重庆	6%左右	4.50%		2%左右	5%	5%		65万人
四川	5.5%以上	2%	5.5%左右	2%左右				85万人
贵州	5.5%左右	2%左右	5.5%左右	2%左右	4%以上	5%以上	7.5%以上	60万人左右
云南	5%左右	2%	5.5%以内					50万人以上
西藏	7.0%—8%		5%以内	3%以内	15-20%	8-10%	16%	
陕西	5%左右	3%	5.5%左右	2%左右	全国平均以上			40万人以上
甘肃	5.5%左右	5.5%左右	5.5%左右	2%左右	5%左右	5%左右	8%左右	
青海	4.5%左右		5.5%左右	2%左右	5%以上	5%以上	4%以上	6万人以上
宁夏	5.5%左右	3%左右	5.5%左右	2%左右	6%以上	5%左右	6.5%左右	
新疆	6%左右	10%左右	5.5%以内	2%左右	10%左右	5%左右	8%左右	46万人以上

资料来源：各地政府工作报告，信达证券研发中心

二、新质生产力政策看点

新一轮地方锦标赛：发展新质生产力。各地普遍提到改造提升传统产业，巩固壮大优势产业，前瞻布局未来产业。辽宁省提出，未来产业引领未来赛道，我们一定要敢于投入，宁可投错、不能错过。湖北省提出，加快打造具有全国影响力的科技创新高地。内蒙古提出，不创新就没有出路、更没有未来，而且要求尽快取得核心技术突破，

力争做到“起跑即领先”。广西提出，人工智能是新一轮科技革命和产业变革的重要驱动力量，广西不能缺席、不能落后。安徽省提出，促进各类先进生产要素资源向发展新质生产力集聚。吉林省提出，超常规推动制造业发展壮大。贵州省提出，坚定不移主攻工业。改革开放以来，“地方政府锦标赛”是促成中国经济快速增长的重要机制，如果说在高速增长阶段，地方政府的竞争核心在于 GDP 增速，那么到了高质量发展阶段，地方政府的竞争核心已经转变成了新质生产力发展。

从各地对新质生产力和现代化产业体系的具体部署来看，人工智能、机器人和生物制造成为各地争相布局的热门产业。

大陆 31 个省市自治区中，29 个地区在政府工作报告中对人工智能做出重点部署，仅海南和西藏除外。其中，上海提出加快推进人工智能产业创新高地建设，浙江提出支持杭州打造人工智能产业发展高地，安徽提出加快建设世界级智能语音及人工智能产业集群，四川提出建设国家人工智能创新发展试验区。多地提出加快建设重点领域和细分行业垂直大模型（图 6）。

图 6：各地对人工智能的部署

北京	完善人工智能等产业支持政策。实施“人工智能+”行动计划，鼓励医疗、教育、先进制造等重点领域开放人工智能应用场景。	河南	瞄准量子科技、人工智能、元宇宙、区块链等，加快建设重点领域垂直大模型。
天津	重点建设医疗健康、数字经济、人工智能等产业集聚区。	湖北	重点围绕生物制造、人工智能等领域，加快突破一批前沿性颠覆性技术。强化以人工智能为核心的技术研发。
河北	实施“人工智能+”数据要素×行动，加快培育数据市场，深化垂直领域大模型研发应用。	湖南	发展人工智能、量子科技、前沿材料、人形机器人、合成生物、细胞药物等前景无限的未来产业。开展“人工智能+”和“数据要素×”行动，打造国家绿色智能计算产业先导区。
山西	开展“人工智能+”行动，打造“5G+工业互联网”产业集群和创新生态，搭建跨行业综合性数字化赋能平台。	广东	大力发展集成电路、新能源汽车、人工智能、低空经济、新型显示、新型储能、新材料、生物医药等新兴产业。实施“人工智能+”行动，推动通用大模型和行业垂直大模型深化应用，加快智算中心和数据基础设施建设，打造粤港澳大湾区国家枢纽节点韶关数据中心集群。
内蒙古	在人工智能+、低空经济、生物技术等领域再启动一批新点位，聚集优势资源，加大攻关力度，尽快取得核心技术突破，力争做到“起跑即领先”。	广西	落实“人工智能+”行动，立足广西、面向东盟，服务国家战略，前瞻布局人工智能基础设施，引导鼓励社会资本创新人工智能应用场景，发展智能终端产品。
辽宁	实施“人工智能+”行动，加快建设数字辽宁、智造强省。	重庆	发展人工智能、空天信息、生物制造等未来产业。发展工业领域大模型，探索“人工智能+”产业发展路径。
吉林	开展“人工智能+”行动。超前布局建设数据基础设施，实现算力总规模翻番。	四川	大力推进人工智能“一号创新工程”。突出抓好人工智能、高端能源装备、航空航天、新型显示、新能源、医药健康等“15+N”重点产业链。建设国家人工智能创新发展试验区。
黑龙江	实施“人工智能+”行动计划，推进算力融合试点。	贵州	实施人工智能高质量发展行动，出台支持数据产业发展的意见，加快布局发展数据标注、算力服务、数据应用、数据技术等数据产业。
上海	在生物医药、人工智能、航运服务、文化等领域形成更大突破。加快推进人工智能产业创新高地建设。开展“人工智能+”行动，实施“模型申城”工程，推进制造、金融、教育、医疗、文旅、城市治理等一批人工智能应用场景建设。	云南	开展“人工智能+”行动，实施行业模型开发计划。
江苏	开展“人工智能+”行动，加快工业大模型研发布局，强化智能应用场景推广，推进人工智能赋能新型工业化。	陕西	发展光电子、人工智能、增材制造、第三代半导体、大型无人机、高端数控机床等产业。
浙江	布局建设未来产业，深化“人工智能+”行动。支持杭州打造人工智能产业发展高地。	甘肃	聚焦氢能、新型储能、商业航天、低空经济、人工智能、量子信息等前沿方向，谋划一批示范工程，打造未来产业集聚区。
安徽	加快建设世界级智能语音及人工智能产业集群。加强通用和垂类大模型研发布局、迭代升级。	青海	深化“人工智能+”数据要素×行动，建立联网调度、普惠易用、绿色安全的一体化绿色算力资源公共服务平台。
福建	推动福建人工智能计算中心扩容，打造全省算力“一张网”。建好福州、厦门、泉州3个省级人工智能产业园。	宁夏	出台发展新质生产力实施方案，加快培育智能算力、人工智能、新型储能、绿色氢能、绿色环保、生物制造、量子科技、低空经济、生命健康等新兴和未来产业。
江西	实施数字经济集聚区培育提升行动，组建数字经济发展基金，积极培育工业互联网、人工智能、区块链等新兴数字产业。分行业培育人工智能专业大模型，实现重点行业“产业大脑”全覆盖。	新疆	开展“人工智能+”行动。
山东	创新发展未来产业，深化“人工智能+”行动，建好中国移动齐鲁创新院等平台，打造大模型产业生态集聚区。		

资料来源：各地政府工作报告，信达证券研发中心

14 个地区对机器人做出重点部署。其中，北京提出重点培育人形机器人等 20 个未来产业，同时提出创办世界人形机器人运动会。河北提出实施机器人产业高质量发展三年行动。安徽提出完善人形机器人研发、设计、制造、应用一体化创新体系，推进工业机器人智能化迭代升级。广东提出深化重点领域“机器人+”应用（图 7）。

图 7：各地对机器人的部署

北京	重点培育人形机器人、商业航天、生物制造、新材料、未来能源等20个未来产业。创办世界人形机器人运动会。	福建	积极培育氢能、新型电池、未来显示、低空经济、智能机器人等产业。
河北	实施机器人产业高质量发展三年行动。	河南	瞄准人形机器人、高端仪器装备等赛道，开发具身智能整机产品，建设郑州智能传感谷，培育壮大未来制造产业。
辽宁	做大做强机器人、集成电路装备、生物医药等10个战略性新兴产业。	湖北	加快数智诊疗、家用机器人、新一代低空飞行器消费产品研发。
上海	培育壮大低空经济、大飞机、新能源汽车、智能终端、海洋装备、空间信息、机器人等战兴产业和未来产业。持续推进智能工厂建设和智能机器人研发应用。	湖南	发展人工智能、量子科技、前沿材料、人形机器人、合成生物、细胞药物等前景无限的未来产业。
江苏	重点深耕人形机器人、量子科技、原子级制造等新领域新赛道。	广东	深化重点领域“机器人+”应用，创建一批智能制造示范工厂和优秀场景。
浙江	加快布局人形机器人、量子信息、类脑智能、合成生物、空天信息和低空经济等新产业新业态。	重庆	培育先进封装、具身智能机器人等新领域。
安徽	完善人形机器人研发、设计、制造、应用一体化创新体系，推进工业机器人智能化迭代升级。	四川	启动建设芯片、机器人、无人机等3个创新型产业集群。

资料来源：各地政府工作报告，信达证券研发中心

除人工智能和机器人外，另一个热门领域是生物制造，30个地区对生物制造做出重点部署。其中，天津提出争创生物制造国家级制造业中试平台，上海提出全链条加速生物医药产业创新发展，海南提出实施生物制造产业高质量发展行动（图8）。生物制造包括生物制药、食品原料、生物化工、生物材料、生物能源、生物农业、生物环保等细分领域。作为全球新一轮科技革命和产业变革的重要组成部分，生物制造正从根本上变革传统的生产方式，促进生产原料、制造工艺以及产品性质的创新发展。2025年1月，在全国科学技术名词审定委员会联合国语言资源监测与研究中心等机构联合发起的评选活动中，“生物制造”入选2024年度十大科技名词。

如果说人工智能和机器人已经在A股市场上拥有强势表现，那么生物制造未来亦有可能成为重要风口。

图 8：各地对生物制造的部署

北京	重点培育人形机器人、商业航天、生物制造、新材料、未来能源等20个未来产业。	河南	支持省医学科学院、中原医学科学城、生物医药产业集群融合发展。
天津	争创生物制造国家级制造业中试平台。有序布局脑机工程、生物制造等重点领域。	湖北	重点围绕生物制造等领域，加快突破一批前沿性颠覆性技术。大力发展高端医疗装备、生物制药、现代康养等产业。
河北	壮大集成电路、网络安全、生物医药等产业。	湖南	发展人工智能、量子科技、前沿材料、人形机器人、合成生物、细胞药物等前景无限的未来产业。
山西	前瞻布局量子科技、生物制造、具身智能等未来产业。	广东	围绕集成电路、人工智能、低空经济、生物医药、商业航天等领域逐个出台支持政策。力发展集成电路、新能源汽车、人工智能、低空经济、新型显示、新型储能、新材料、生物医药等新兴产业，培育生物制造、量子科技、具身智能、6G等未来产业。
内蒙古	在人工智能+、低空经济、生物技术等领域再启动一批新点位。生物制造要聚焦生物医药和生物发酵两大领域。	广西	积极发展新一代信息技术、新材料、高端装备、新能源、生物制造、低空经济等新兴产业和未来产业。
辽宁	做大做强机器人、集成电路装备、生物医药等10个战略性新兴产业。	海南	大力培育发展生物制造产业，实施生物制造产业高质量发展行动，谋划一批重点项目，推动生物制造中试平台和制造业创新中心建设。
吉林	推动生物医药、现代中药、高性能医疗器械等高质量发展。	重庆	发展人工智能、空天信息、生物制造等未来产业。
黑龙江	在生物制造、航空航天等新兴领域，谋划实施标志性、引领性项目。开展生物技术赋能专项行动，加快发展生物制造产业。高标准建设绥化大齐生物制造国家级先进制造业集群。	四川	前瞻布局生物制造、量子科技、6G等未来产业。
上海	在生物医药、人工智能、航运服务、文化等领域形成更大突破。全链条加速生物医药产业创新发展。	贵州	启动建设电子元器件、生物制造、能源智能开发与高效利用3个省实验室。
江苏	重点打造生物药、集成电路等10条具有全国优势的重点产业链。推动生物医药全产业链开放创新。	云南	大力发展生物制药、疫苗产业。
浙江	“一业一策”支持生物医药等产业发展。	陕西	前瞻布局量子科技、生物制造、高端医疗器械、新型储能、高性能材料、小型卫星等产业。
安徽	加快培育生物医药产业。	甘肃	促进生物医药产业创新发展，中医药全产业链规模突破1000亿元。
福建	有力有序发展海洋生物医药等产业。	青海	培育发展现代高原生物医药、生命健康等大健康产业。
江西	加快培育壮大生物医药等新兴产业。积极培育生物制造等产业。	宁夏	加快培育智能算力、人工智能、新型储能、绿色氢能、绿色环保、生物制造、量子科技、低空经济、生命健康等新兴和未来产业。
山东	推动新一代信息技术、新能源新材料、生物制造等集群发展。	新疆	加快培育和发展低空经济、绿色算力、氢能产业、生物制造等新兴产业和未来产业。

资料来源：各地政府工作报告，信达证券研发中心

三、促进消费政策看点

关注劳动者工资正常增长机制，可能是两会的一个重要改革点。居民消费是收入的函数，从根本上说，提振消费最有效的措施就是提高居民收入。2024年底中央经济工作会议已经注意到了这一问题，专门提出“推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级”。落实中央精神，推动群众增收，就成了全国两会的重要任务。2月10日国常会提出，要大力支持居民增收，促进工资性收入合理增长。从各地政府工作报告的相关表述看，超过10个地区不约而同地提出“完善劳动者工资正常增长机制”（图9）。这一信号表明，3月份全国两会很有可能部署关于劳动者工资正常增长机制的重要改革。

改革方案可能是“提低、扩中、限高”。二十届三中全会给出了今后一个阶段的改革路线图，提到完善收入分配制度，构建初次分配、再分配、第三次分配协调配套的制度体系，提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重。全会对改革目标的设定是“形成有效增加低收入群体收入、稳步扩大中等收入群体规模、合理调节过高收入的制度体系”，我们理解，这一目标可以概括为“提低、扩中、限高”。鉴于中低收入群体相比高收入群体拥有更高的边际消费倾向，因此改革后全体居民的消费倾向有望提高，从而促进消费增长。

图 9：各地对工资正常增长机制的部署

国常会	要大力支持居民增收，促进工资性收入合理增长，拓宽财产性收入渠道，提升消费能力。		
山西	提高最低工资标准。	重庆	落实劳动者 工资正常增长机制 。
浙江	完善劳动者 工资正常增长机制 。	四川	完善劳动者 工资正常增长机制 。
福建	加快“ 扩中提低 ”，健全 工资合理增长机制 ，适时提高最低工资标准，稳步扩大中等收入群体规模。	贵州	制定实施新一轮促进居民增收行动方案，调整最低工资标准，完善劳动者 工资正常增长机制 。
河南	完善劳动者 工资正常增长机制 。	西藏	完善劳动者 工资正常增长机制 。
广东	完善劳动者工资决定、合理增长、支付保障机制。	陕西	健全劳动者 工资正常增长机制 。
广西	完善劳动者 工资正常增长机制 。	青海	完善劳动者 工资正常增长机制 。提高全省最低工资标准。
海南	提高最低工资标准。	宁夏	进一步完善劳动者 工资收入正常增长机制 和收入分配制度，稳步扩大中等收入群体规模，提高最低工资标准。

资料来源：各地政府工作报告，信达证券研发中心

各地政府对服务消费非常重视。年初以来，资本市场对消费领域的关注主要在于消费品“以旧换新”政策如何接续上。从各地两会内容看，消费品补贴范围主要覆盖汽车、家居、数码产品等领域，未有进一步扩展。但除消费品“以旧换新”外，促消费还有另一个重点在于服务消费（包括文旅、健康、体育、养老、托幼、家政、数字、绿色等）。31 个地区均在政府工作报告中对扩大服务消费做出部署，支持措施包括丰富服务消费供给、完善服务消费支持政策、营造放心消费环境等（图 10）。这表明，服务消费可能是接下来促消费的重点所在，有望成为消费领域新的增长点。

图 10：各地对服务消费的部署

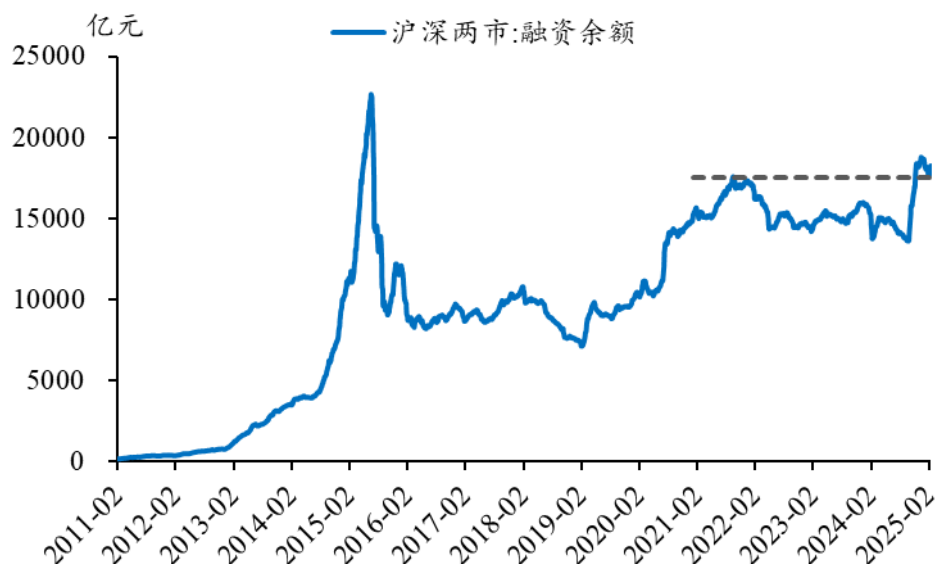
北京	扩大服务消费，增加生育养老、美丽健康等高品质服务消费供给。	河南	大力发展健康、养老、托幼、家政等服务消费，培育壮大数字、绿色、智能等消费热点。
天津	创新提升多样性服务消费的供给。促进文旅、健康、养老、银发、托育、家政等服务消费。	湖北	顺应服务消费快速增长趋势，积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。
河北	扩大家政服务、康养旅游、餐饮住宿等服务消费。	湖南	推动康养、绿色、文旅等消费扩容提质，加大高质量体育赛事、文化演出供给。
山西	丰富服务消费供给，扩大健康、养老、托育等服务消费。	广东	促进健康、养老、托育、家政、数字等服务消费扩容提质，推动电子竞技、社交电商、直播电商等健康发展。
内蒙古	要紧紧抓住民生服务需求增长带来的机遇，围绕养老托育、家政服务等领域，开展大规模、针对性强的职业教育和技能培训，打造一批信得过的专业机构、叫得响的服务品牌。	广西	扩大健康、养老、托幼、家政、数字等服务消费，大力发展绿色、智能、体育等消费。
辽宁	积极扩大健康、养老、托育、家政等服务消费。	海南	加快推进文体旅商展联动，培育特色消费文化，繁荣夜间经济，打造数字消费、绿色消费、健康消费等新场景。加快发展首发经济、银发经济、会展经济、体育经济。
吉林	打造商旅文体融合发展消费新场景，支持餐饮住宿、养老托育等服务消费。	重庆	扩大家政、康养、托幼等服务消费。
黑龙江	扩大数字、养老、托育等服务型消费。	四川	瞄准“一老一小”需求促进服务消费。
上海	更加注重推进服务消费扩容升级。	贵州	持续激发养老、托育、家政等服务消费。
江苏	努力扩大服务消费。	云南	扩大健康、养老、托幼、家政、数字等服务消费。
浙江	扩大生活性服务消费，营造放心消费环境，挖掘餐饮住宿、家政服务、养老托幼等基础型消费，激发文化娱乐、旅游休闲、教育体育等改善型消费。	西藏	支持首发经济、林卡经济、演艺经济发展，积极推动文娱旅游、体育赛事、旅居康养等“跨界消费”。
安徽	扩大服务消费，释放健康、养老、托幼、家政等消费潜力。	陕西	制定促进服务消费高质量发展实施方案，丰富多元化消费场景，健全健康、养老、托幼、家政等服务消费支持政策，积极挖掘数字、绿色、智能新型消费潜力。
福建	完善健康、养老、托幼、家政、数字等服务消费支持政策。	甘肃	扩大服务消费，加快文旅、养老、家政、育幼等消费扩容升级，大力培育线上医疗、在线教育、虚拟养老等服务业态。
江西	扩大餐饮、住宿、养老、托育、家政和家居综合一体化设计等服务消费，培育数字消费、绿色消费、健康消费、体育消费等新增长点，持续激活赛事经济、演艺经济。	青海	扩大健康、养老、托育、家政、数字等服务消费。
山东	培育壮大首发经济、银发经济、健康服务，提升数智、绿色等融合消费水平。	宁夏	持续抓好餐饮、家政、养老、托育等服务消费。
		新疆	扩大健康、养老、托幼、家政、数字、文娱、体育等服务消费。

资料来源：各地政府工作报告，信达证券研发中心

四、大类资产配置建议

我们判断，接下来股市可能好于债市。一方面，融资融券余额可以作为观察投资者情绪的重要指标，融资余额扩张（杠杆资金流入）显示风险偏好上升，反之则避险情绪升温。自 2024 年 9 月份增量政策出台至今，融资融券之融资余额始终保持在高位，融资买入额同样处于近年来高位，指向股市投资者情绪始终积极（图 11）。另一方面，当前市场利率与政策利率之差值已走到历史低位，历史上，10 年期国债利率与 7 天逆回购利率之差值最低为 20BP 左右，当前已低于 20BP（图 12）。在此背景下，10 年期国债利率进一步下行可能面临较大阻力。

图 11：融资融券之融资余额保持高位



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 12：债市收益率与政策利率之差值已走到历史低位



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

股市上，建议关注消费板块和生物制造板块。3 月份全国两会是传统上的政策密集出台期，有可能为股市行情演变创造新的契机。消费和科技作为 2025 年政策重点支持领域，可能亦是资本市场的两条主线。工资机制/收入分配的改革有望成为消费板块上涨的触发器，服务消费（包括文旅、健康、体育、养老、托幼、家政、数字、绿色等）值得重点关注。科技板块上，继人工智能和机器人之后，生物制造亦有可能成为重要风口。

风险因素

海外经济政策不确定性，国内政策落地不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020 年“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得 2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。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，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。