

高质量发展仍是核心逻辑——政府工作报告解读



走势评级： 股指： 震荡
报告日期： 2025 年 03 月 05 日

★政府工作报告解读：

1、2025 年全国两会将 GDP 增速目标定在 5%，我们理解，制定一个相对积极的目标才能更好调动各方积极性，也体现了政府部门坚持稳经济工作不松懈、推动经济增长向潜在增速回归、实现中长期目标的诉求。

2、今年财政力度高于去年，赤字率提升至 4%符合预期，但地方专项债 4.4 万亿和特别国债 1.8 万亿的规模略微不及预期。

3、货币政策方面，报告提到要适时降准降息，今年宽松无疑。但受关税影响，未来人民币汇率压力仍是央行核心掣肘。预计货币政策宽松的节奏，受外围环境制约更大。

4、房地产方面，稳房价稳地价的抓手主要有收储、城中村改造、控制新房供给等方面。房地产止跌回稳仍需更清晰的制度建设以及更大规模的资金投入。

5、财税改革方面，消费税改革曾广泛受到市场热议，其从中央下放到地方且征收环节后移，既能有效补充地方财力，又能刺激地方施政从补贴生产端向补贴消费端，从而实现以消费提振畅通经济循环，以消费升级引领产业升级。我们预计年内改革有望落地。

★投资建议

本次政府工作报告延续稳中求进的总基调，报告内容多数落在市场预期内，已被市场 price in。两会之后，市场的焦点将转向美国对华关税的实质性冲击落地、财政发力情况、以及 A 股年报和一季报的披露上。而近期外围形势有所恶化，宏观考验和财报业绩考验均逐渐临近，当前 A 股偏高的估值水平（特别是科技股）能提供的安全边际有限，因此建议调整配置比例，提高 IH、IF 等业绩稳健品种的敞口，对 IM 可适当减仓。

★风险提示：

政策理解不到位，美国对华关税加码，海外地缘政治风险。

王培丞 高级分析师（股指）
从业资格号： F03093911
投资咨询号： Z0017305
Tel: 8621-63325888
Email: peicheng.wang@orientfutures.com



扫描二维码，微信关注“东证繁微”小程序

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

2025年3月5日，十四届全国人大三次会议开幕。《政府工作报告》正式出炉，全面部署2025年政府工作计划。纵览全文，本次报告保持了稳中求进的总基调，2025年工作目标安排基本符合市场预期。

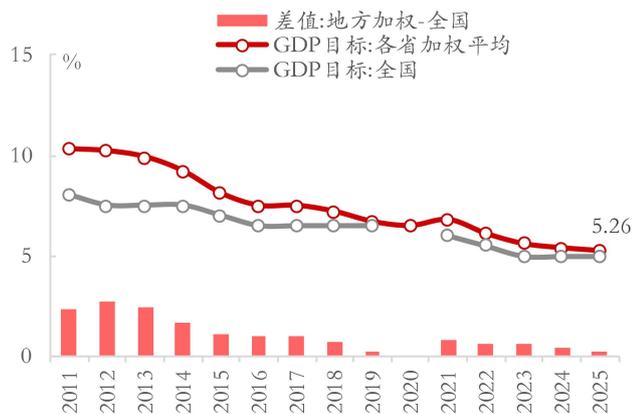
1、目标与基调仍较为积极

为何市场如此关注两会？因为两会清晰地勾画出全年工作总基调与政策着力点，在经济低位修复的当下，在企业和居民部门资产负债表承压的当下，更需要政策端自上而下采取扎实的宏观调控政策来巩固修复态势、稳住市场预期。

2025年全国两会将GDP增速目标定在5%，这一数字相对偏积极。我们理解，制定一个相对偏高的目标才能更好调动各方积极性，也体现了政府部门坚持稳经济工作不松懈、推动经济增长向潜在增速回归、实现中长期目标的诉求。

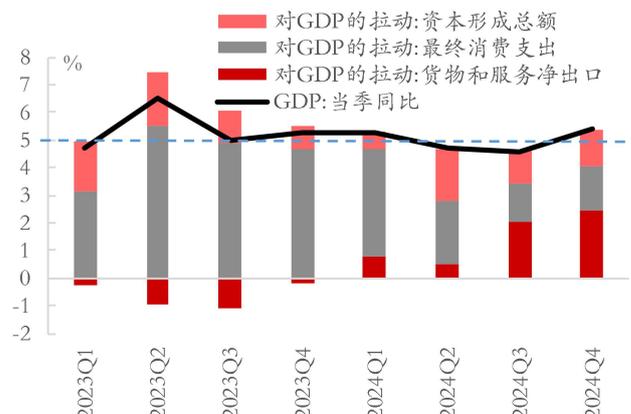
当然应看到，要实现5%的经济增长仍面临较多的掣肘。一方面，1月份各地方两会制定的GDP目标加权平均值仅为5.26%，与本次全国两会目标的差距进一步缩小。这表明地方政府在化债等现实约束与执政考核目标切换（高质量发展，从重视数量到提升质量）下略显被动。另一方面，从2024年经济走势看，有两个季度GDP增速均低于5%，且三驾马车中净出口对经济的拉动越来越大，消费和投资表征的内需对经济增长拉动减小。2025年中国面临海外贸易环境的恶化，因此更需要政策在扩内需方面加码来对冲。

图表 1: 地方政府 GDP 加权目标与中央目标差距减小



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2: 2024 年三驾马车对 GDP 的拉动更多依赖外需



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2、积极财政力度适中

积极财政有多大规模是本次报告最大看点。本年度财政赤字率提高到4%这一历史最高值，赤字规模达到5.66万亿。地方专项债达到4.4万亿；超长期特别国债1.3万亿；特别国债0.5万亿补充国有大行资本金。这一政府债务组合总计达到11.86万亿，比去年高出2.9万亿。总体上看今年财政力度高于去年，赤字率提升符合预期，但地方专项债和

超长期特别国债规模略微不及预期。

对于超长期特别国债，去年安排是0.7万亿用于支持“两重”建设，用于“两新”的支持各0.15万亿。我们预计今年用于两重的规模不变，预计仍为0.7万亿，用于“两新”的支持则各为0.3万亿，比去年翻倍。这个体量我们认为这对于以扩内需为首要目标的宏观政策，稍显不足。根据商务部披露，2024年汽车家电等各类消费品以旧换新政策，合计拉升了全年社零增速1个百分点。今年消费补贴扩大至3千亿元，或带动社零提升2%，则社零增长或达到5%左右。但考虑到外需回落，今年实现5%的增长实质上对社零有更高的诉求。未来的变量在于各地方政府的配套补贴规模是否能进一步扩大。

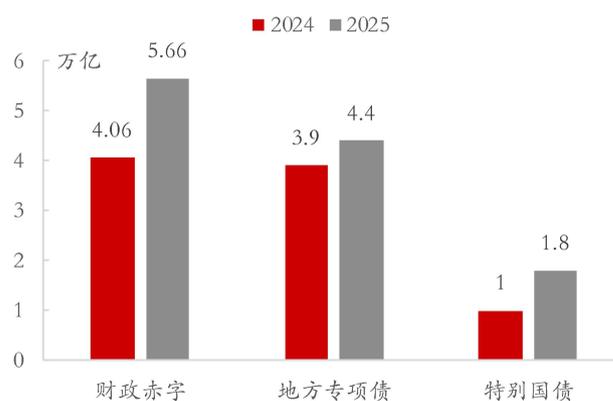
对于地方专项债，去年安排3.9万亿，实际发行4万亿，其中约0.8万亿用于化债。今年政府工作报告拟安排的4.4万亿专项债中，0.8万亿用于化债，其余3.6万亿主要用于项目建设和地方收储。我们认为专项债增量总体适中，考虑到地方收储的积极性仍有待提振，因此具体落地情况以及撬动效应仍需要观察。

图表 3: 2025 年中国财政赤字率上升至 4%



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 4: 2024 与 2025 年拟安排的政府债务对比



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

3、货币政策宽松无误，但节奏仍要相机抉择

货币政策方面，报告提到要适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。即总体上看，今年货币政策宽松基调无须质疑，降息降准力度应高于去年。但由于今年美国对华加征关税的节奏已经呈现由慢转快态势，顺差同比减少带来的汇率贬值压力成为央行核心掣肘。预计货币政策宽松的落地，受外围环境制约更大。从节奏上看仍要相机抉择，或跟随美联储降息而降息。

4、房地产方面止跌回稳仍需制度建设与资金投入双重加码

房地产方面，延续了去年中央经济工作会议对于推动房地产市场止跌回稳的表述。稳房价稳地价的抓手主要有收储、城中村改造、控制新房供给等方面。4.4万亿专项债中用

于收储的规模暂未披露。稳房价是一个系统工程，在地方财力承压的当下，多数省份在地方两会上已经淡化表达了对房地产 2025 年工作的数字安排。

同时本次会议也有一些新的表述，如在需求端方面“因城施策调减限制性措施”、在供给端方面“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”。我们理解，这为北京、上海、深圳等一线城市限购政策松绑提供依据。而供给侧对于“好房子”建设的推动或也将结构性对改善市场形成支撑。但总体上看，房地产市场止跌回稳仍需更清晰的制度建设以及更大规模的资金投入。

图表 5：部分省份近两年房地产相关工作对比

	2024房地产工作总结	2025房地产工作计划
广东	1、新筹建各类保障性住房28.6万套（间）	
江苏	1、新开工老旧小区改造1114个，实施城中村改造8.52万户 2、筹集保障性住房1.57万套、保障性租赁住房18.11万套	
山东	1、开工改造老旧小区 70万户 ，城中村改造安置30.7万套，完成农村危房改造1	推进片区更新120个，开工老旧小区改造 13.7万户
浙江	建设筹集保障性租赁住房25.1万套（间），实施城中村改造3.6万户	
四川	1、新开工老旧小区改造8523个、开工建设配售型保障性住房7725套、6个城中村改造试点城市开工建设安置住房7.4万套	
河南	1、新筹集保障性租赁住房 4.7万套 2、新改造老旧小区31.8万户，更新改造老旧管网5048公里	1、新增保障性住房 5.7万套 2、实施城市更新项目3910个，改造城中村416个、老旧小区1459个
福建	1、开工老旧小区改造36万户、开工筹集保障性住房4.1万套	
上海	1、完成13.6万平方米中心城区零星二级旧里以下房屋改造、 31.1万平方米 小梁薄板房屋等不成套旧住房改造，大力推进无卫生设施旧住房改造， 2、新启动 21个 改造项目，是计划任务的2.1倍	1、全面完成中心城区零星二级旧里以下房屋改造，完成 31万平方米 小梁薄板房屋等不成套旧住房改造 2、启动 25个 城中村改造项目，建设筹措7万套（间）保障性租赁住房，
河北	建成棚改安置房9万套，改造老旧小区827个	
北京	1、建设筹集保障性租赁住房 7.1万套 、竣工各类保障房 8.3万套 2、老旧小区改造开工 742个 、完工548个	1、建设筹集保障性租赁住房 5万套 、竣工各类保障房 8万套 2、实施 500个 老旧小区综合整治，治理背街小巷1100条，改造提升老旧厂房40处
江西	改造老旧小区1343个 52.54万户	新开工老旧小区716个 26.95万户
辽宁	改造老旧小区 813个 、筹集保障房1.6万套	开展城中村改造和城市危旧房改造3.5万套、改造老旧小区 500个
重庆		新开工改造城镇老旧小区3011万平方米
广西	建设保障性安居工程住房10.2万套，改造城镇老旧小区1376个、14万户，19个城中村改造项目全部启动。	
天津	新建、转化配售型保障性住房7500套	推进30个城中村改造项目，启动180个城镇老旧小区改造

资料来源：各省人民政府网站，东证衍生品研究院（标红字体为同口径数据对比）

5、消费与科技仍为天平的两端

本次报告安排的十项重点工作中，扩大内需和发展新质生产力位于前两名，科教兴国排名第三，深化改革则排名第四。从这个意义上看，中国政策施政的天平仍向着高质量发展倾斜，供给端发力仍是最本质的路径没有改变。高水平高质量的资本形成是着眼于未来、难以被证伪的长期逻辑。而短期内，惠民生促消费工作是阶段性重心。报告提到要推动更多资金资源“投资于人”、服务于民生。当前中国消费不足的核心症结在于服务消费占比偏低，导致服务消费涨价并不能很好地反映到社零和CPI中。今年促消费工作的典型路径在于扩大健康、养老、托幼、家政等多元化服务供给，释放文化、旅游、体育等消费潜力。服务消费规模有望逐渐扩大。

6、财税改革：消费税改革有望落地

我们认为财税改革甚至比财政刺激规模更为重要。在土地财政退坡的当下，地方财力短缺、地方财政的可持续性问题的突出。地方积极性和灵活性严重受制于财政紧缩的状况。

本次报告在财税改革方面提到要“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”。消费税改革曾广泛受到市场热议，其从中央下放到地方且征收环节后移，既能有效补充地方财力，又能刺激地方施政从补贴生产端向补贴消费端，从而实现以消费提振畅通经济循环，以消费升级引领产业升级。我们预计年内改革有望落地。

7、投资建议

总体上来看，本次政府工作报告沿袭了稳中求进的总基调，报告内容多数落在市场预期内，而二月份以来的股市行情已经 price in。两会之后，市场的焦点将转向美国对华关税的实质性冲击落地、财政发力情况、以及 A 股年报和一季报的披露上。春节以来的行情主要受 deepseek 大模型带来的强产业趋势以及资金面驱动。利空因素逐渐积累，宏观考验和财报业绩考验均逐渐临近，当前 A 股偏高的估值水平（特别是科技股）能提供的安全边际我们认为有限的，因此建议调整敞口，提高 IH、IF 等业绩稳健品种的敞口，对 IM 可适当减仓。

8、风险提示

政策理解不到位，美国对华关税加码，海外地缘政治风险。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际(新加坡)私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持以金融科技助力衍生品发展为主线,通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力,坚持市场化、国际化、集团化发展方向,朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com