

扩大内需，点燃消费引擎 ——宏观策略篇

分析师：唐广华（F3010997，Z0011162）

联系人：孙西明（F03134969）

2025.03.31

扩大内需，点燃消费引擎

——2025年二季度宏观策略展望

- **推动经济持续回升向好。**1-2月份，随着各项宏观政策继续发力显效，国民经济延续向新向好态势，发展质量稳步提高。但也要看到，外部环境更趋复杂严峻，国内有效需求不足，部分企业生产经营困难，经济持续回升向好基础还不稳固。下阶段，要实施更加积极有为的宏观政策，全方位扩大国内需求，进一步深化改革开放，着力增强动力、激发活力、改善预期，推动经济持续回升向好。新质生产力的崛起正在重塑工业增长格局，推动工业经济向高质量发展迈进。新质生产力的崛起正在重塑工业增长格局，推动工业经济向高质量发展迈进。以旧换新相关商品销售较好。
- **全方位扩大国内需求。**中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，为大力提振消费，全方位扩大国内需求，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿，针对性解决制约消费的突出矛盾问题，制定实施提振消费专项行动方案。《方案》通过多维度举措全方位扩大国内需求，为经济增长提供强大动力，助力构建新发展格局。
- **外贸新格局：总体平稳开局，出口表现强劲。**2025年前两个月，我国货物贸易进出口总值6.54万亿元人民币，同比下降1.2%（与去年同期相比，今年前两个月少了2个工作日，剔除不可比因素影响，进出口增长1.7%）。其中，出口3.88万亿元，增长3.4%；进口2.66万亿元，下降7.3%。出口规模创历史同期新高，我国外贸开局总体平稳。加工贸易进出口增长。民营企业进出口增长。进口仍需改善。2025年前两个月，我国进口数据呈现出复杂的结构变化，整体表现相对较弱。
- **启航适度宽松之旅：择机降准降息。**球根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，适时降准降息，成为实施适度宽松货币政策的具体操作手段，旨在进一步降低企业融资成本，刺激投资和消费，促进经济平稳健康发展。

目 录

1

国内经济延续向新向好态势

2

更加积极和适度宽松

3

新质生产力引领产业

4

政策预判及大类资产展望

经济保持总体平稳、稳中有进发展态势

- 1-2月份，随着各项宏观政策继续发力显效，国民经济延续向新向好态势，发展质量稳步提高。但也要看到，外部环境更趋复杂严峻，国内有效需求不足，部分企业生产经营困难，经济持续回升向好基础还不稳固。下阶段，要实施更加积极有为的宏观政策，全方位扩大国内需求，进一步深化改革开放，着力增强动力、激发活力、改善预期，推动经济持续回升向好。

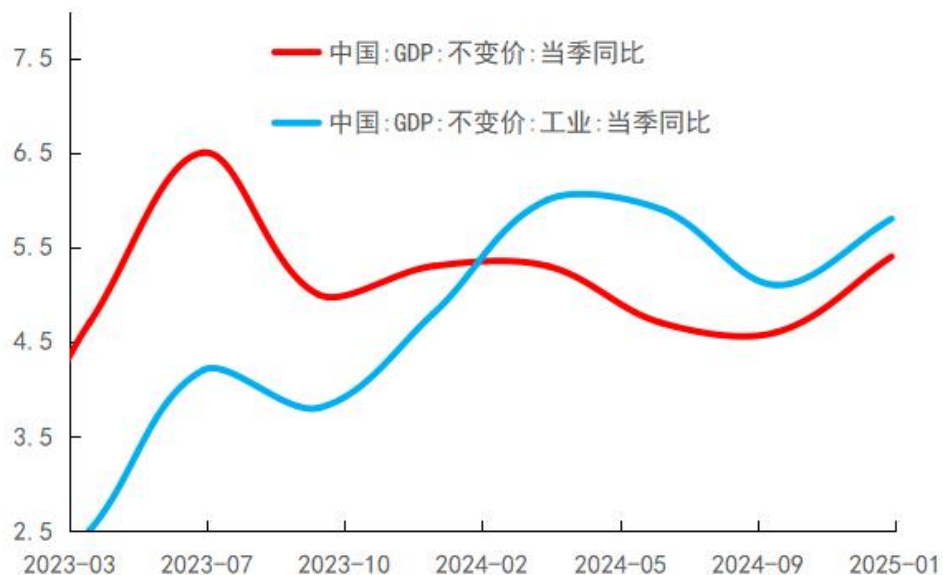
申银万国期货宏观经济数据一览																				
指标名称	GDP 当季同	社零总 额	固定投资 累计同比	地产投资 累计同比	基建投 资	销售面 积	新开工面 积	施工面积 累计同比	竣工面积 累计同比	工业增加值 当月同比	服务业生产指 数	失业率	出口金额 当月同比	进口金额 当月同比	社融规 模	MI 同比	PMI	CPI 当月同比	核心CPI 当月同	PPI 当月同
趋势																				
2025-02		4.00	4.10	-9.80	9.95	-5.10	-29.60	-9.10	-15.60	5.90	5.60	5.40			8.20	0.10	50.20	-0.70	-0.10	-2.20
2025-01												5.20			8.00	0.40	49.10	0.50	0.60	-2.30
2024-12	5.40	3.70	3.20	-10.60	9.19	-12.90	-23.00	-12.70	-27.70	6.20	6.50	5.10	10.70	1.00	8.00	1.20	50.10	0.10	0.40	-2.30
2024-11		3.00	3.30	-10.40	9.39	-14.30	-23.00	-12.70	-26.20	5.40	6.10	5.00	6.60	-4.00	7.80	-0.70	50.30	0.20	0.30	-2.50
2024-10		4.80	3.40	-10.30	9.35	-15.80	-22.60	-12.40	-23.90	5.30	6.30	5.00	12.70	-2.40	7.80	-2.30	50.10	0.30	0.20	-2.90
2024-09	4.60	3.20	3.40	-10.10	9.26	-17.10	-22.20	-12.20	-24.40	5.40	5.10	5.10	2.40	0.20	8.00	-3.30	49.80	0.40	0.10	-2.80
2024-08		2.10	3.40	-10.20	7.87	-18.00	-22.50	-12.00	-23.60	4.50	4.60	5.30	8.60	0.20	8.10	-3.00	49.10	0.60	0.30	-1.80
2024-07		2.70	3.60	-10.20	8.14	-18.60	-23.20	-12.10	-21.80	5.10	4.80	5.20	6.90	6.80	8.20	-2.60	49.40	0.50	0.40	-0.80
2024-06	4.70	2.00	3.90	-10.10	7.70	-19.00	-23.70	-12.00	-21.80	5.30	4.70	5.00	8.50	-2.50	8.10	-1.70	49.50	0.20	0.60	-0.80
2024-05		3.70	4.00	-10.10	6.68	-20.30	-24.20	-11.60	-20.10	5.60	4.80	5.00	7.40	2.00	8.40	-0.80	49.50	0.30	0.60	-1.40
2024-04		2.30	4.20	-9.80	7.78	-20.20	-24.60	-10.80	-20.40	6.70	3.50	5.00	1.30	8.30	8.30	0.60	50.40	0.30	0.70	-2.50
2024-03	5.30	3.10	4.50	-9.50	8.75	-19.40	-27.80	-11.10	-20.70	4.50	5.00	5.20	-7.60	-2.00	8.70	2.30	50.80	0.10	0.60	-2.80
2024-02		5.50	4.20	-9.00	8.96	-20.50	-29.70	-11.00	-20.20	-12.70		5.30	6.30	-8.00	9.00	2.60	49.10	0.70	1.20	-2.70
2024-01										26.30		5.20	7.70	15.60	9.50	3.30	49.20	-0.80	0.40	-2.50
2023-12	5.30	7.40	3.00	-9.60	8.24	-8.50	-20.40	-7.20	17.00	6.80	8.50	5.10	2.15	0.29	9.50	1.30	49.00	-0.30	0.60	-2.70
2023-11		10.10	2.90	-9.40	7.96	-8.00	-21.20	-7.20	17.90	6.60	9.30	5.00	0.69	-0.56	9.40	1.30	49.40	-0.50	0.60	-3.00
2023-10		7.60	2.90	-9.30	8.27	-7.80	-23.20	-7.30	19.00	4.60	7.70	5.00	-6.61	3.03	9.30	1.90	49.50	-0.20	0.60	-2.60
2023-09	5.00	5.50	3.10	-9.10	8.64	-7.50	-23.40	-7.10	19.80	4.50	6.90	5.00	-6.85	-6.25	9.00	2.10	50.20		0.80	-2.50
2023-08		4.60	3.20	-8.80	8.96	-7.10	-24.40	-7.10	19.20	4.50	6.80	5.20	-8.55	-7.19	9.00	2.20	49.70	0.10	0.80	-3.00
2023-07		2.50	3.40	-8.50	9.41	-6.50	-24.50	-6.80	20.50	3.70	5.70	5.30	-14.26	-12.15	8.90	2.30	49.30	-0.30	0.80	-4.40
2023-06	6.50	3.10	3.80	-7.90	10.15	-5.30	-24.30	-6.60	19.00	4.40	6.80	5.20	-12.38	-7.08	9.00	3.10	49.00		0.40	-5.40
2023-05		12.70	4.00	-7.20	9.53	-0.90	-22.60	-6.20	19.60	3.50	11.70	5.20	-7.56	-5.28	9.50	4.70	48.80	0.20	0.60	-4.60
2023-04		18.40	4.70	-6.20	9.80	-0.40	-21.20	-5.60	18.80	5.60	13.50	5.20	7.11	-8.82	10.00	5.30	49.20	0.10	0.70	-3.60
2023-03	4.70	10.60	5.10	-5.80	10.82	-1.80	-19.20	-5.20	14.70	3.90	9.20	5.30	10.84	-2.02	10.00	5.10	51.90	0.70	0.70	-2.50
2023-02		3.50	5.50	-5.70	12.18	-3.60	-9.40	-4.40	8.00	18.77		5.60	-2.87	4.24	9.90	5.80	52.60	1.00	0.60	-1.40
2023-01										-9.79		5.50	-12.02	-21.08	9.40	6.70	50.10	2.10	1.00	-0.80

资料来源：Wind，申万期货研究所

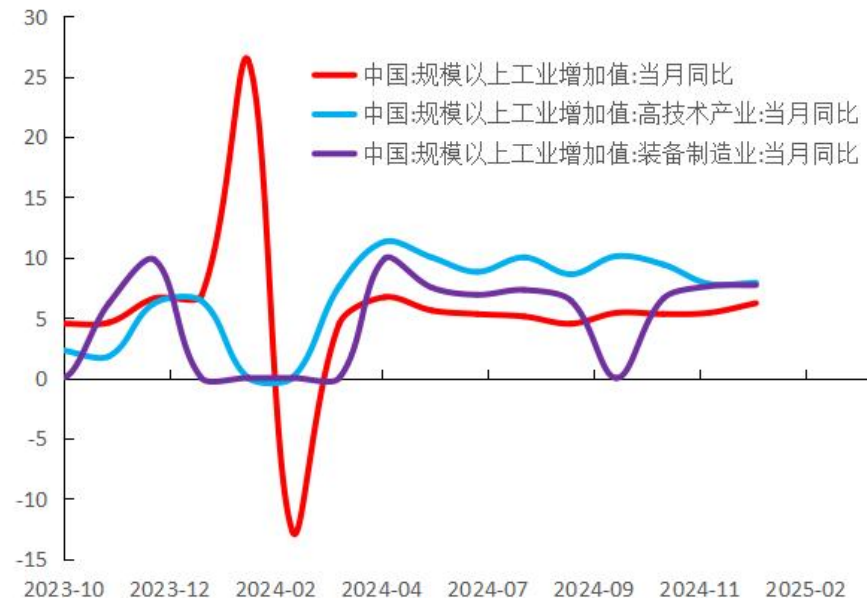
工业生产稳定增长，新动能引领工业加快增长

- 1-2月份，全国规模以上工业增加值同比增长5.9%，比上年全年加快0.1个百分点。装备制造业增加值同比增长10.6%，比上年全年加快2.9个百分点；高技术制造业增加值增长9.1%，加快0.2个百分点。这种增长态势背后，是新质生产力在推动工业结构优化和升级。新质生产力强调创新驱动、技术密集和高附加值，其发展带动了装备制造业和高技术制造业的快速增长。

国民经济稳中有进（%）



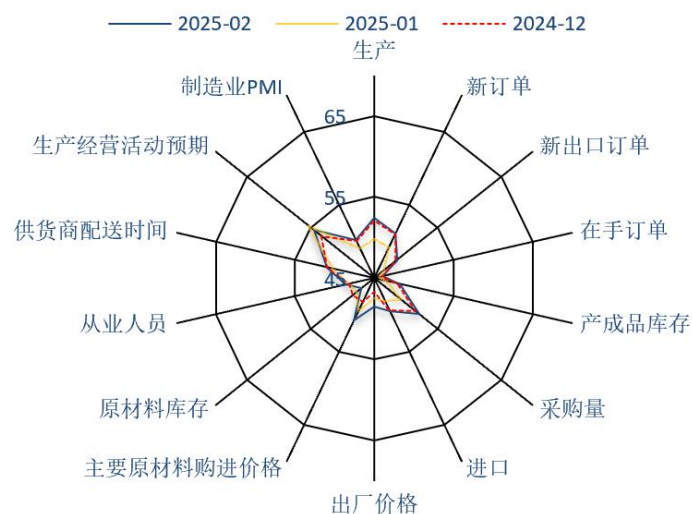
新动能引领工业加快增长（%）



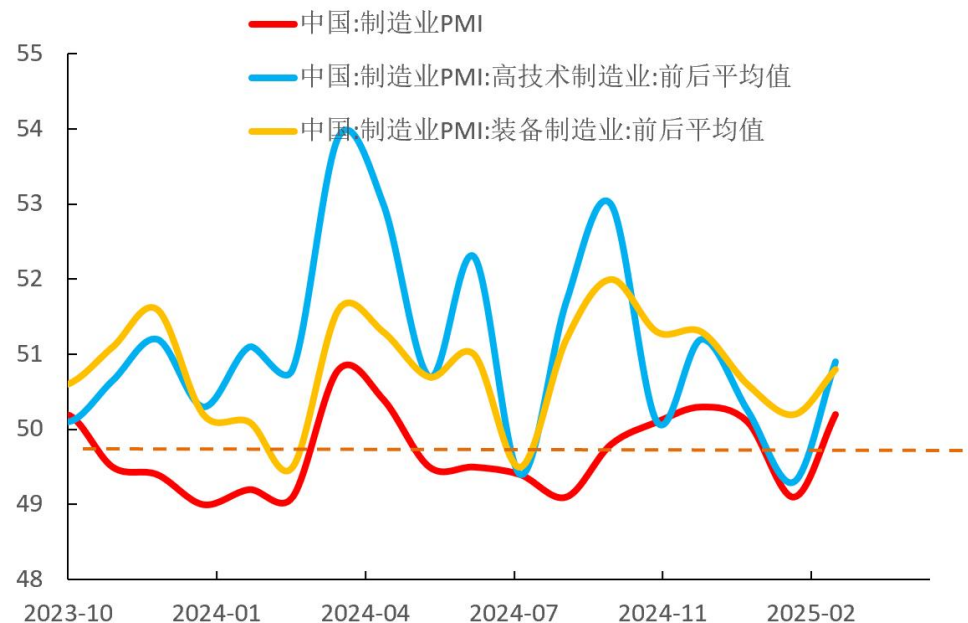
复工复产带动制造业PMI上扬

- 2月份，随着春节后企业陆续复工复产，生产经营活动加快，制造业采购经理指数明显回升，为50.2%，比上月上升1.1个百分点；非制造业商务活动指数为50.4%，比上月上升0.2个百分点；综合PMI产出指数为51.1%，比上月上升1.0个百分点。三大指数均位于扩张区间，我国经济景气水平总体有所回升。

近三月PMI情况



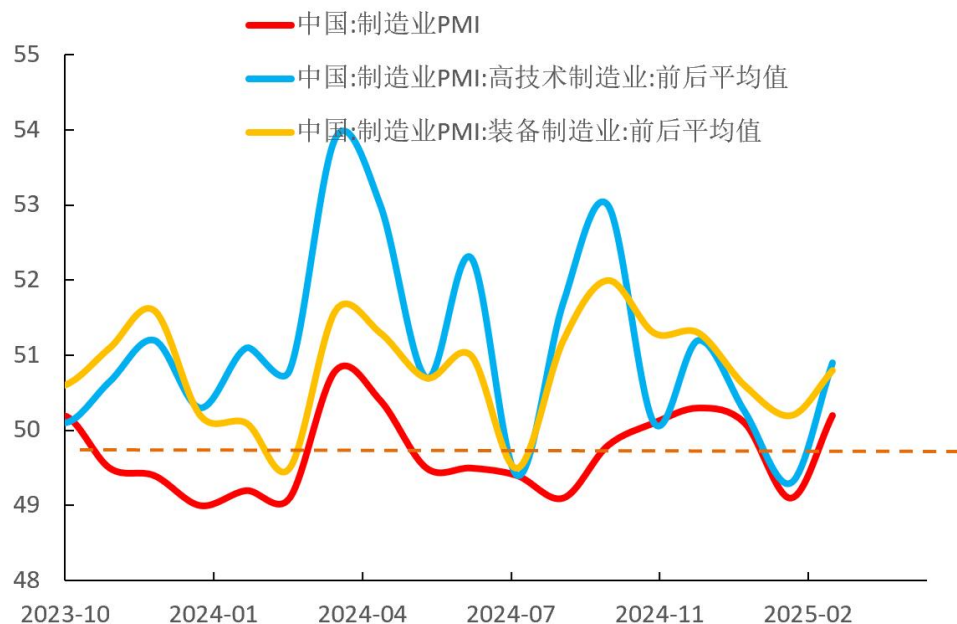
制造业景气水平回升 (%)



重点行业拉动PMI回升

- 春节后，大型企业复工复产进度较快，景气水平明显回升，PMI为52.5%，重回扩张区间，相比上月上升2.6个百分点；而中小型企业节后生产经营活动恢复相对滞后，景气水平有所回落，中、小型企业PMI分别为49.2%和46.3%，较上月下降0.3和0.2个百分点。装备制造业和高技术制造业PMI分别达50.8%和50.9%，较上月上升0.6和1.6个百分点，均处于扩张区间；高耗能行业和消费品行业PMI分别为49.8%和49.9%，比上月上升2.2和0.8个百分点，景气水平均得到改善，整体呈现出大型企业与部分重点行业向好，中小企业稍显滞后的经济态势。

制造业景气水平回升（%）

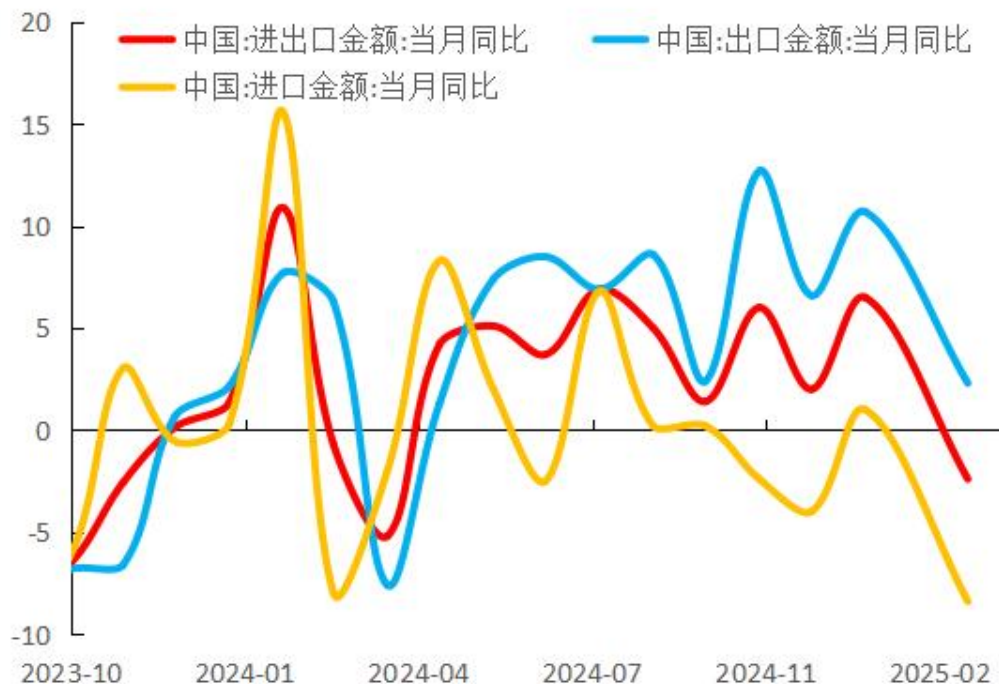


资料来源：Wind，申万期货研究所

外贸新格局：总体平稳开局，出口表现强劲

- 2025年前两个月，我国货物贸易（下同）进出口总值6.54万亿元人民币，同比（下同）下降1.2%（与去年同期相比，今年前两个月少了2个工作日，剔除不可比因素影响，进出口增长1.7%）。其中，出口3.88万亿元，增长3.4%；进口2.66万亿元，下降7.3%。出口规模创历史同期新高，我国外贸开局总体平稳。

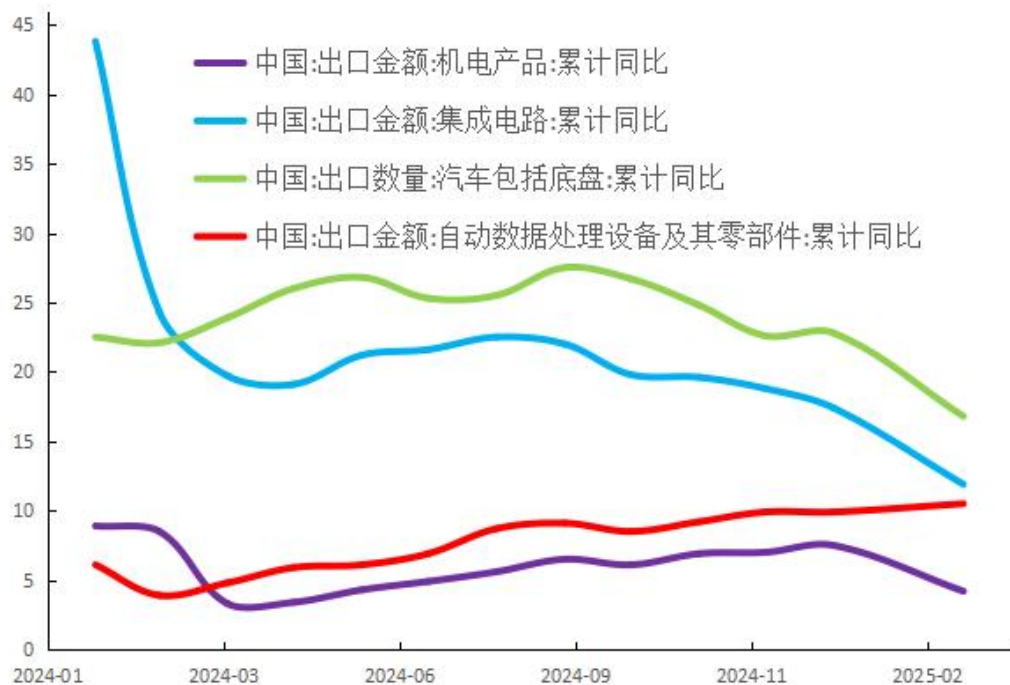
进出口金额同比（%）



民营企业进出口增长

- 2025年前两个月，民营企业进出口3.69万亿元，增长2%，占我外贸总值的56.4%，比去年同期提升1.8个百分点，已然成为我国外贸领域的中流砥柱。民营企业在复杂的国际贸易形势下脱颖而出，彰显出其经营机制的灵活性、市场适应性以及对政策环境的良好把握。未来，随着政策持续向民营企业倾斜，以及民营企业自身不断创新发展，有望在我国外贸发展中发挥更为关键的作用，推动我国外贸实现更高质量的增长。

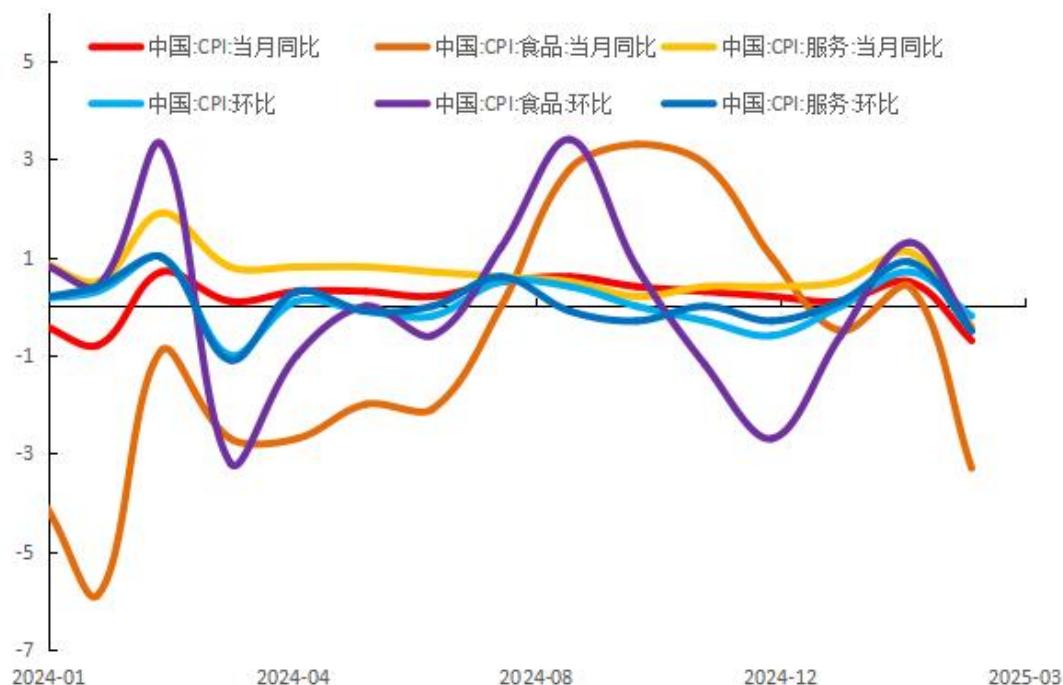
机电产品出口累计同比（%）



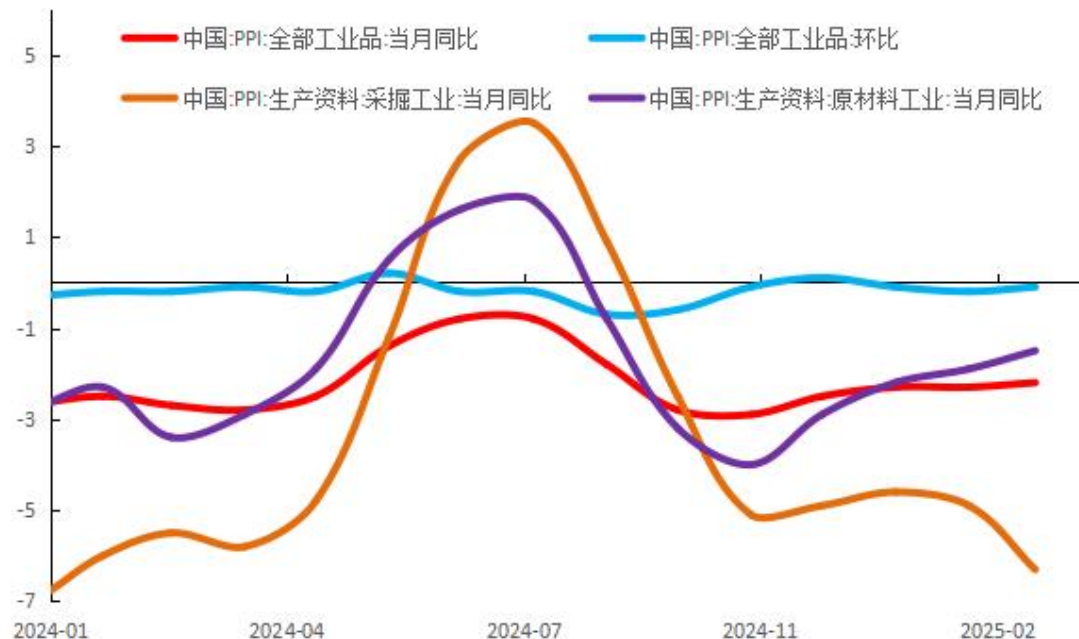
春节错月影响导致物价回落

- 2月份，居民消费价格指数（CPI）环比下降0.2%，同比下降0.7%；工业生产者出厂价格指数（PPI）环比下降0.1%，同比下降2.2%。这主要是受春节错月、假期和部分国际大宗商品价格波动等因素影响。从结构看，一些领域价格显现积极变化，CPI中部分工业消费品和服务价格稳中有涨，PPI降幅有所收窄，当前物价温和回升的态势没有改变。春节错月等因素影响CPI同比由涨转降，扣除春节错月影响CPI同比仍保持上涨。

CPI同比由升转降（%）



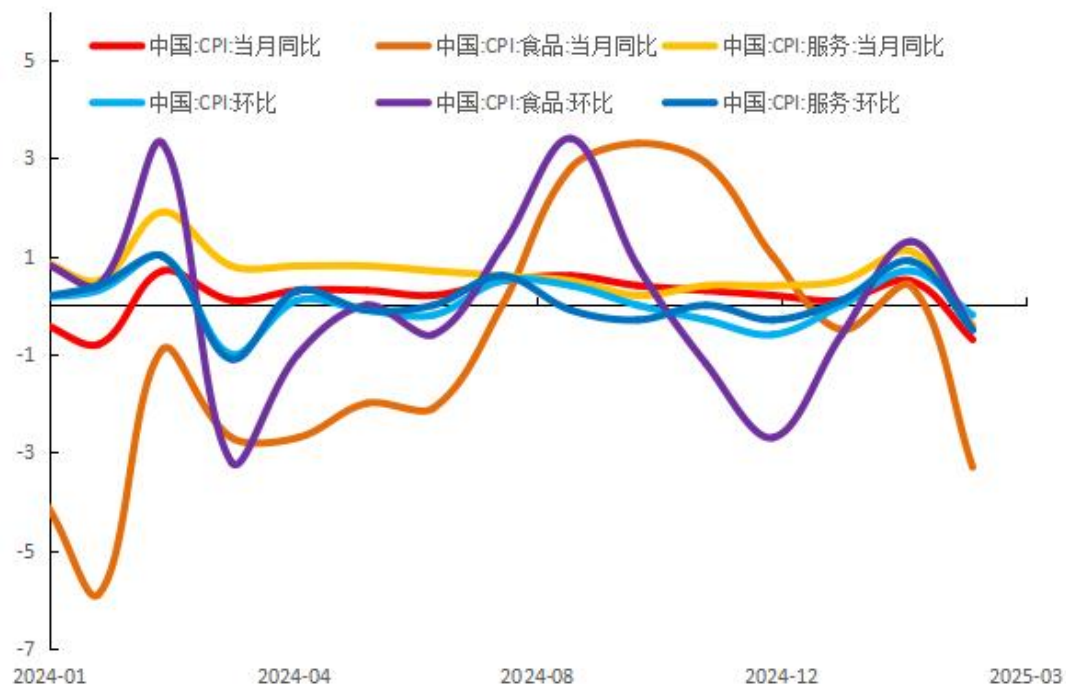
PPI同比降幅收窄（%）



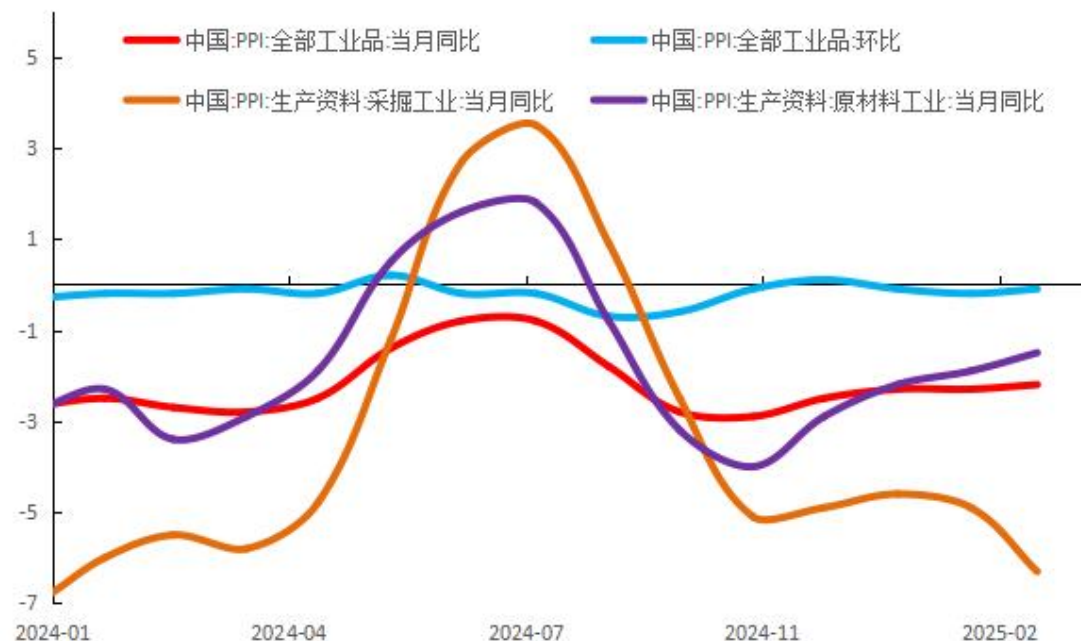
政策效果逐步显现推动PPI同比降幅收窄

- 2月份，PPI环比下降0.1%，其中生活资料价格持平，生产资料价格下降0.2%，主要是春节前后为工业生产淡季，多数建筑项目停工影响建材需求，加上受国际原油价格波动传导影响，国内石油相关行业价格下降，导致PPI环比下降。不过去年同期PPI环比下降0.2%，带动PPI同比降幅收窄至-2.2%。随着宏观政策效果逐步显现，部分行业生产需求增加，预计将推动PPI降幅继续收窄。

CPI同比由升转降（%）



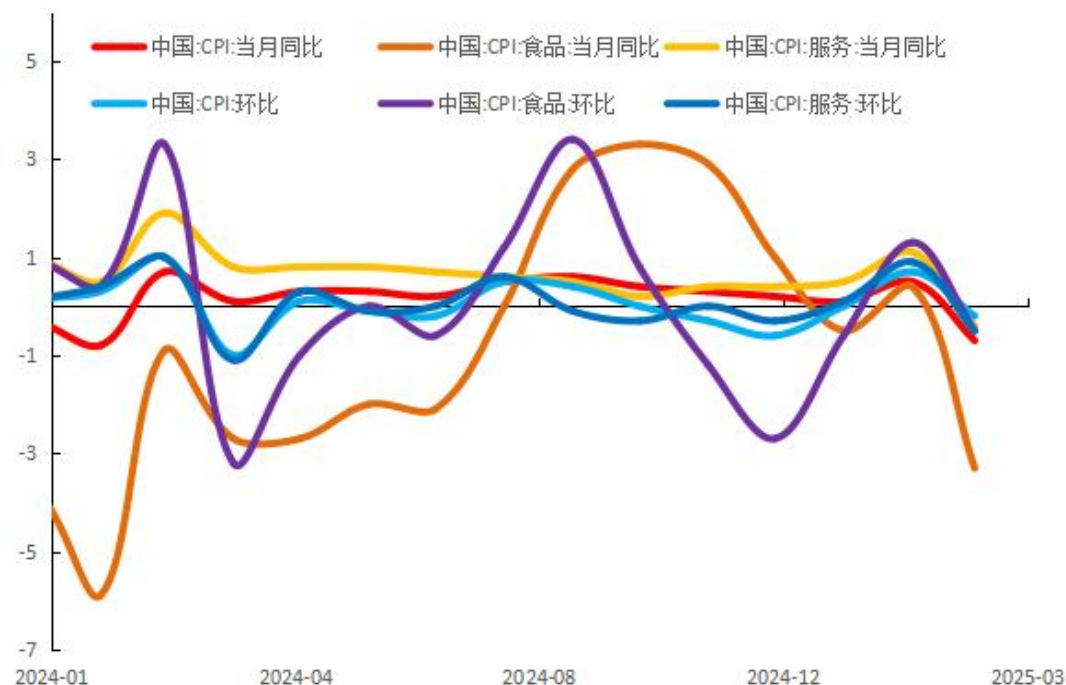
PPI同比降幅收窄（%）



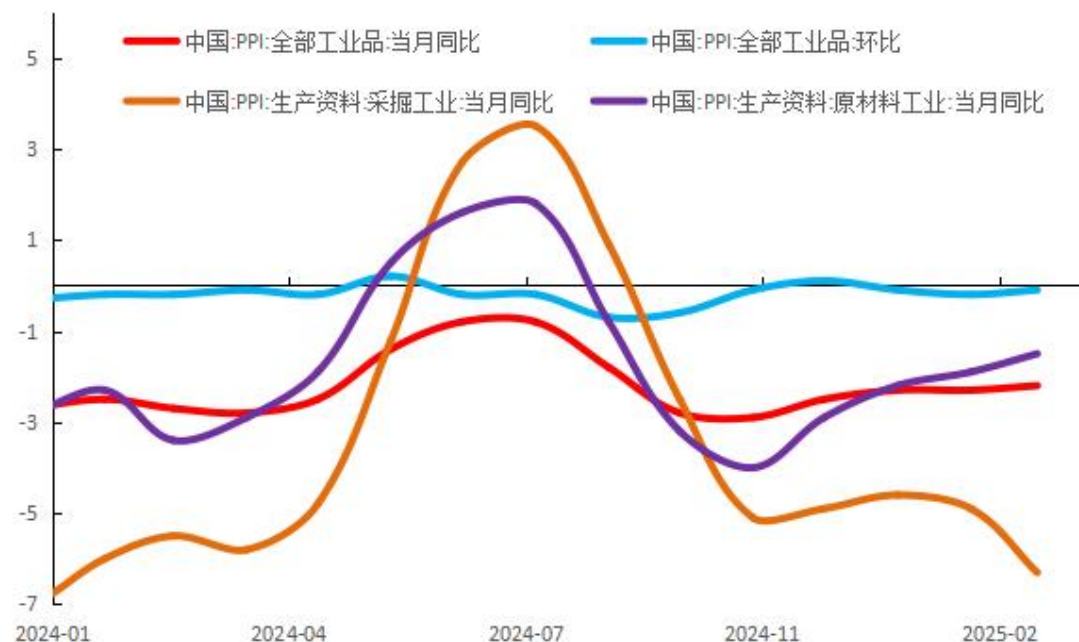
点燃内需引擎：全方位扩大国内需求

- 3月16日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，为大力提振消费，全方位扩大国内需求，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿，针对性解决制约消费的突出矛盾问题，现就实施提振消费专项行动制定本方案。

CPI同比由升转降（%）



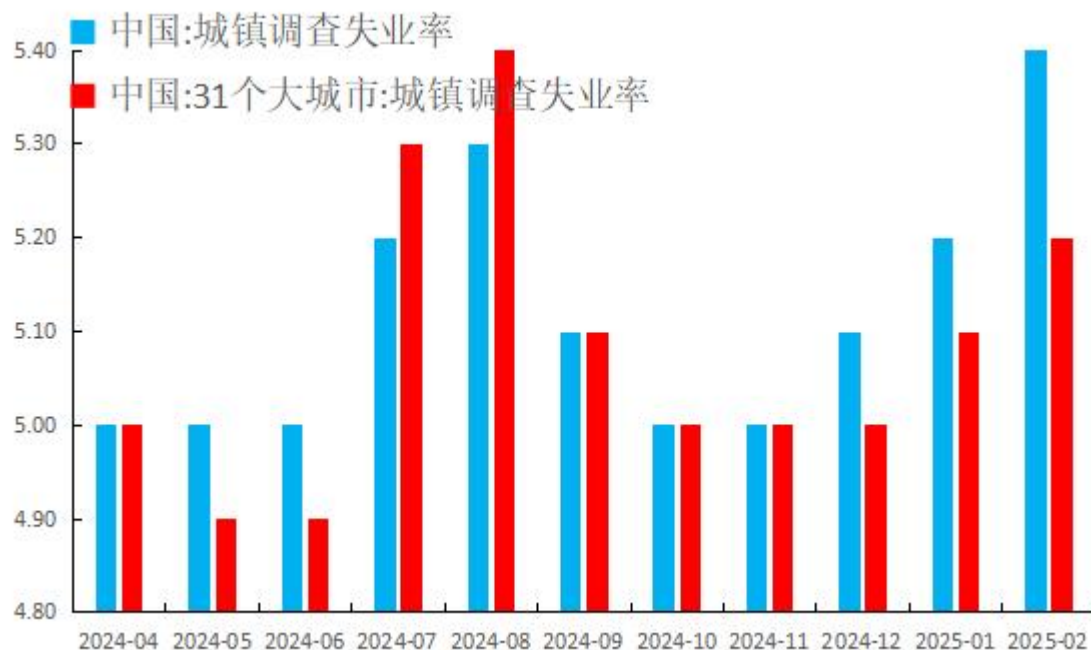
PPI同比降幅收窄（%）



就业形势总体稳定，城镇调查失业率平稳

- 1-2月份，全国城镇调查失业率平均值为5.3%。2月份，全国城镇调查失业率为5.4%，比上月上升0.2个百分点。本地户籍劳动力调查失业率为5.6%；外来户籍劳动力调查失业率为5.0%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为5.1%。31个大城市城镇调查失业率为5.2%。全国企业就业人员周平均工作时间为47.1小时。

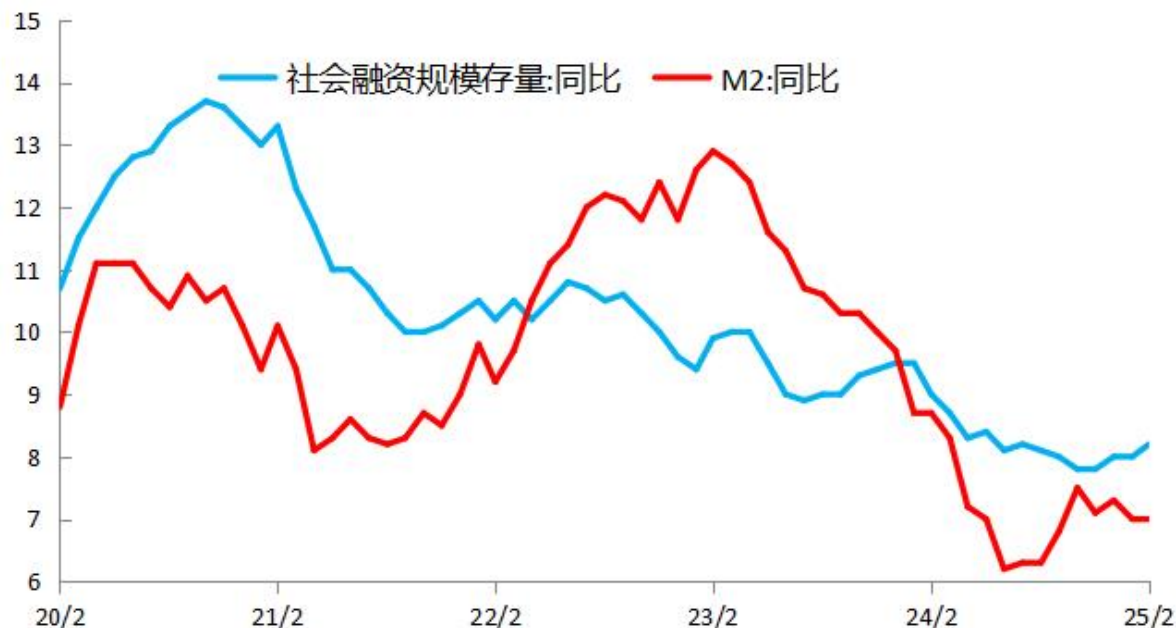
城镇调查失业率平稳（%）



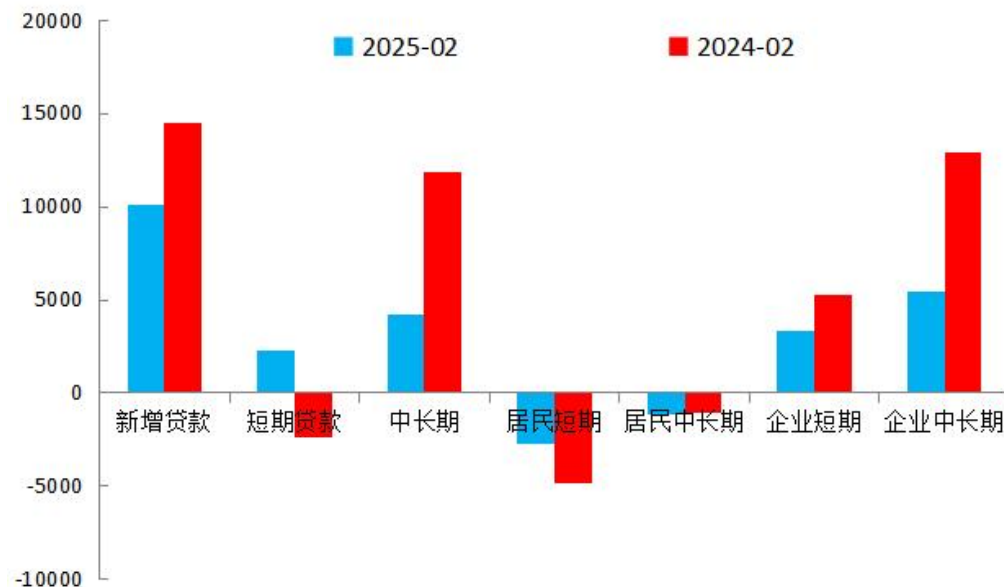
财政发力推动社融增速回升

- 2025年2月末社会融资规模存量为417.29万亿元，同比增长8.2%；广义货币(M2)余额320.52万亿元，同比增长7%；狭义货币(M1)余额109.44万亿元，同比增长0.1%。
- 新增人民币贷款有所回落。2月份金融机构新增人民币贷款10100亿元，同比少增4400亿元。其中居民短期和中长期贷款均为负，受春节假期影响，商品房销量仍未恢复，且存在部分居民提前还贷情况，导致居民中长期贷款为负。非金融性公司短期和中长期贷款也有所减少，同比合计少增9500亿元，不过票据融资同比多增4460亿元，信贷对实体经济的支撑仍需加强。

社融存量和M2同比走势(%)



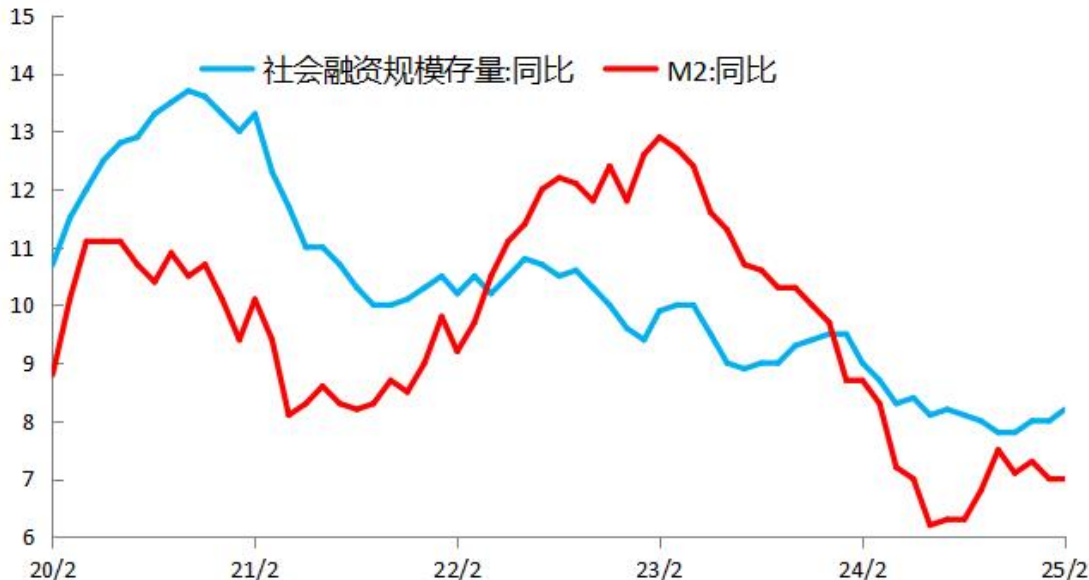
新增贷款主要分项走势(亿元)



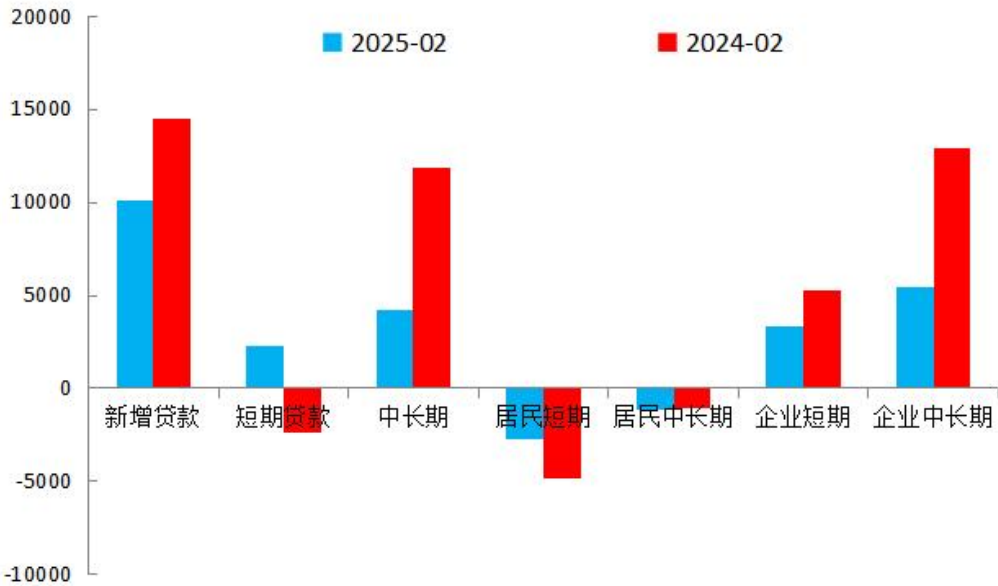
财政发力推动社融增速回升

■ 财政发力推动社融增速回升至8.2%。2月份政府债券净融资16967亿元，同比多增10956亿元，财政政策继续前置发力；企业债券净融资1702亿元，同比多增279亿元，企业融资需求保持旺盛；新增未贴现银行承兑汇票下降2985亿元，同比少减701亿元，其他非标融资继续处于低位。总体上，尽管居民中长期贷款不及去年同期，但企业贷款大幅增加，推动新增人民币贷款创历史新高，但财政政策前置发力推动政府债券同比大幅增加，共同推动当月社会融资规模达到22333亿元，同比多增7374亿元，社融存量增速回升至8.2%，较上月回升0.2%。后期，随着财政政策继续发力，同时货币政策保持宽松环境，稳定房地产市场，提振居民购房信心，社会融资增速有望继续维持在8%上方，推动经济更好恢复。

社融存量和M2同比走势（%）



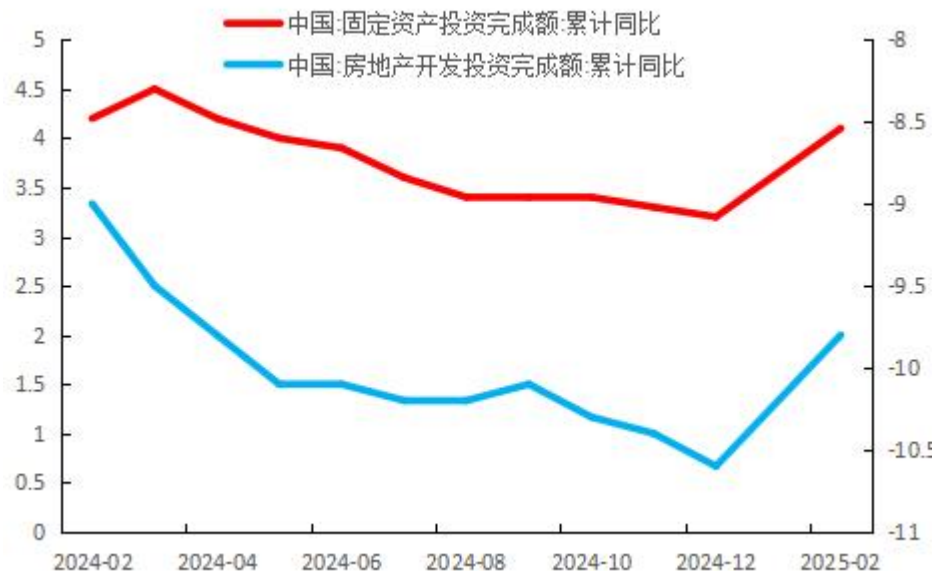
新增贷款主要分项走势（亿元）



房地产开发投资下降

- 1—2月份，全国房地产开发投资10720亿元，同比下降9.8%，降幅比上年全年收窄0.8个百分点；其中住宅投资8056亿元，下降9.2%，降幅收窄1.3个百分点。1—2月份，房地产开发企业房屋施工面积605972万平方米，同比下降9.1%。其中，住宅施工面积421351万平方米，下降9.7%。房屋新开工面积6614万平方米，下降29.6%。其中，住宅新开工面积4821万平方米，下降28.9%。房屋竣工面积8764万平方米，下降15.6%。其中，住宅竣工面积6328万平方米，下降17.7%。

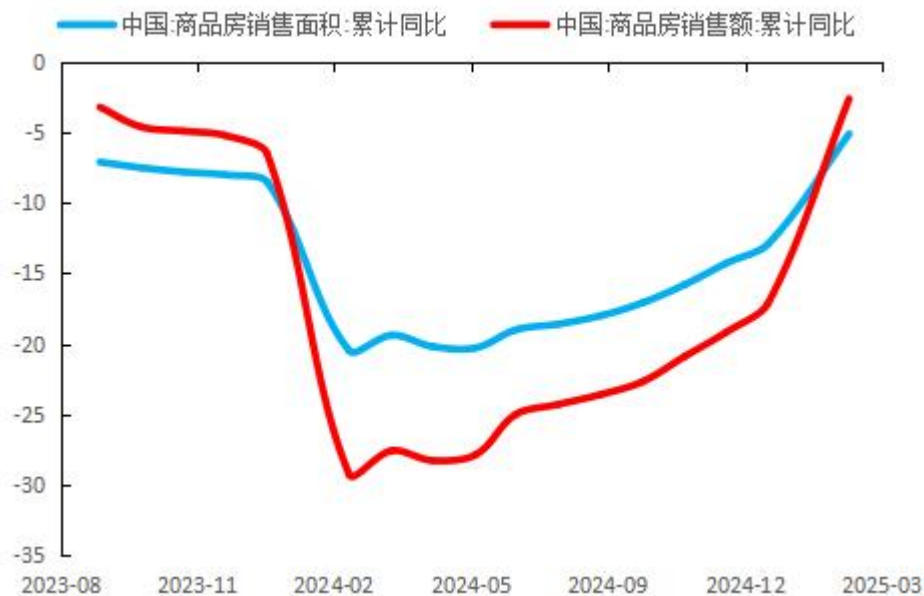
房地产开发投资下降（%）



房地产市场主要指标边际收窄

- 1—2月份，新建商品房销售面积10746万平方米，同比下降5.1%，降幅比上年全年收窄7.8个百分点；其中住宅销售面积下降3.4%，降幅收窄10.7个百分点。新建商品房销售额10259亿元，下降2.6%，降幅收窄14.5个百分点；其中住宅销售额下降0.4%，降幅收窄17.2个百分点。2月末，商品房待售面积79891万平方米，同比增长5.1%。其中，住宅待售面积增长6.6%。

房地产市场仍处在调整期（%）



持续用力推动房地产市场止跌回稳

- 政府工作报告说，持续用力推动房地产市场止跌回稳。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。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。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。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”。

地产市场景气度上升



地产与宏观关系发生深刻转变

过去地产拉动逻辑



当下高质量发展逻辑



2月外汇市场运行平稳，跨境资金呈现净流入

- 2月外汇市场运行平稳，跨境资金呈现净流入。2月企业、个人等非银行部门跨境收支顺差290亿美元。从主要渠道看，一是我国外贸平稳发展，货物贸易项下跨境资金净流入648亿美元，继续处于历史同期较高水平。二是国内经济回升向好和科技发展提振市场信心，2月外资净增持境内债券和股票合计达127亿美元。三是服务贸易、投资收益资金流出处于季节性低位。2月银行结售汇差额趋向基本均衡，衡量企业、个人购汇意愿的购汇率明显回落，市场预期和交易保持理性有序，境内外汇供求总体平衡。

外汇市场交易额上升（亿美元）



资料来源：Wind，申万期货研究所

目 录

- 1 国内经济延续向新向好态势
- 2 更加积极和适度宽松
- 3 新质生产力引领产业
- 4 政策预判及大类资产展望

货币政策：实施适度宽松的货币政策

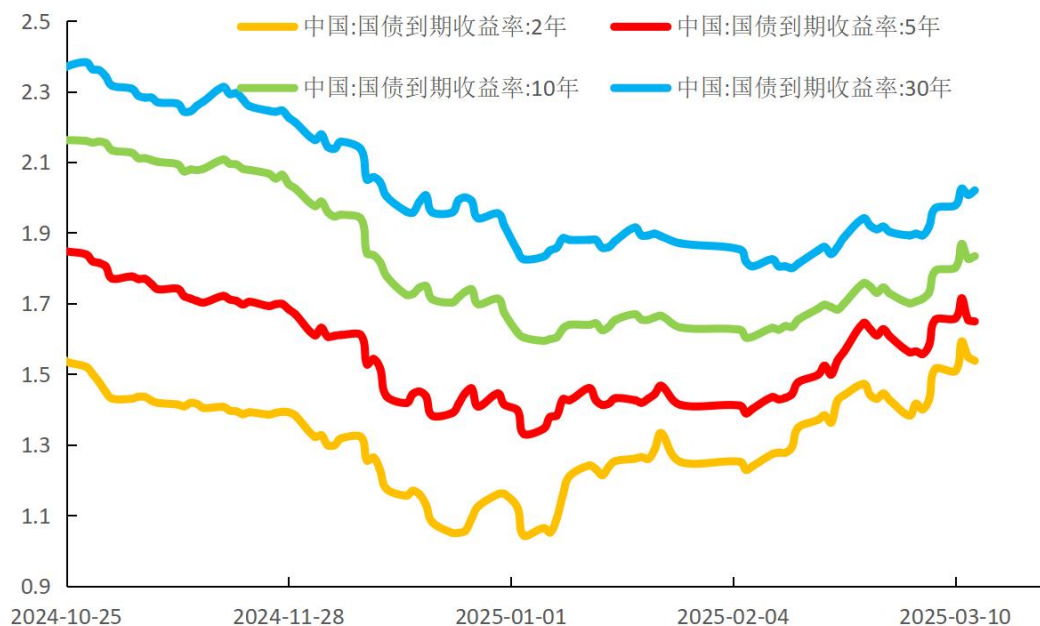
- 2025年政府工作报告明确指出要发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。

年份	货币政策
2024年	要 实施适度宽松的货币政策 。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能， 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 。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具 ，维护金融市场稳定。
2023年	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，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。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能，引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度。促进社会综合融资成本稳中有降。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2022年	稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，强化金融稳定保障体系。

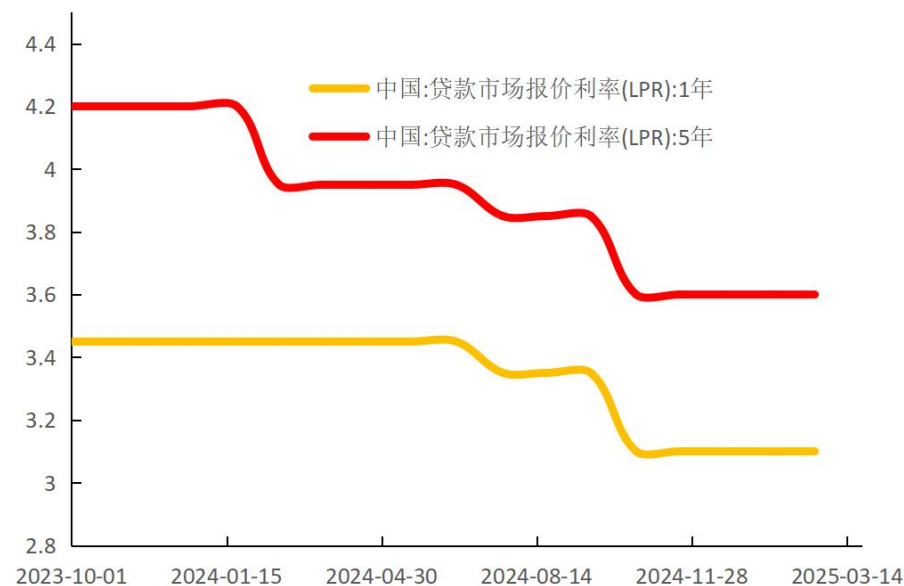
货币政策：启航适度宽松之旅：择机降准降息

- 3月13日，据央行网站，中国人民银行党委召开扩大会议，深入学习总书记在全国两会期间的重要讲话精神 and 全国两会精神，研究部署贯彻落实举措。中国人民银行党委书记、行长主持会议并讲话，各党委委员出席会议。会议指出，实施好适度宽松的货币政策，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息。

国债到期收益率 (%)



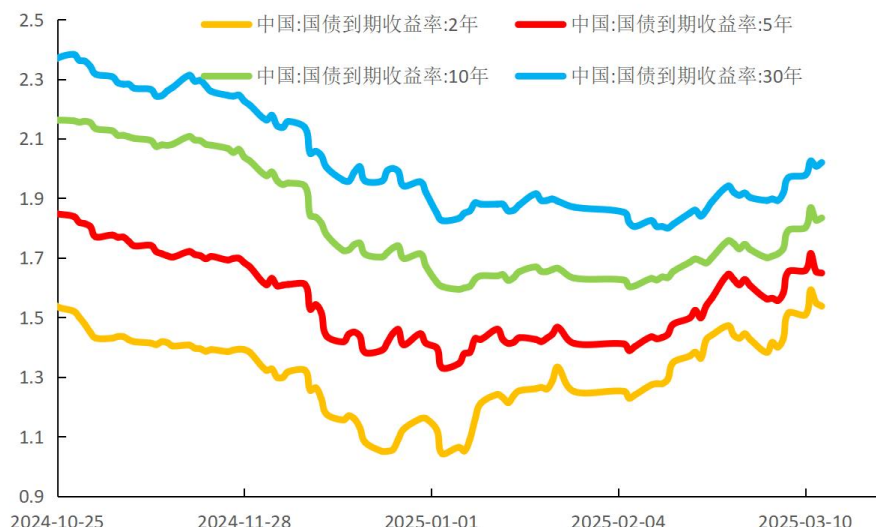
中国贷款市场报价利率 (%)



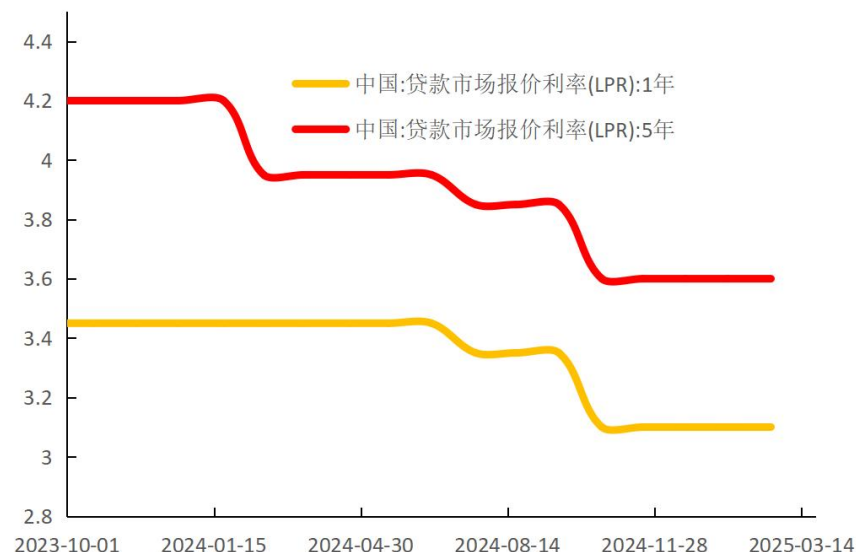
货币政策：启航适度宽松之旅：择机降准降息

- 实施好适度宽松的货币政策。实施适度宽松货币政策是宏观经济调控的关键，旨在通过灵活调整货币供应量，促进经济稳定增长，同时有效平衡短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡、支持实体经济与保持银行体系健康性等多重关系。这一政策的核心在于“适度”，既要避免过度宽松导致的通货膨胀和资产泡沫，也要防止过度收紧引发的经济衰退和金融风险。同时，需协调国内物价、经济增长与国际收支，确保资金流向实体经济，维护银行稳健。根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，适时降准降息，成为实施适度宽松货币政策的具体操作手段，旨在进一步降低企业融资成本，刺激投资和消费，促进经济平稳健康发展。

国债到期收益率 (%)



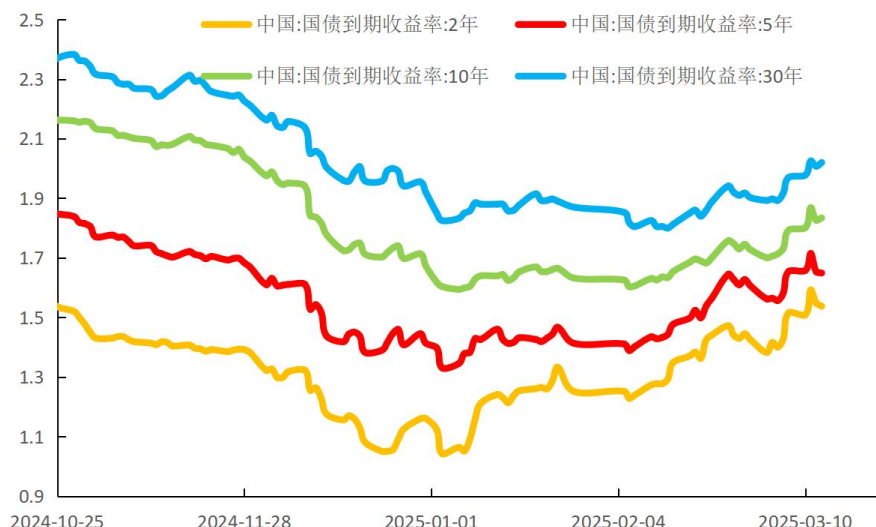
中国贷款市场报价利率 (%)



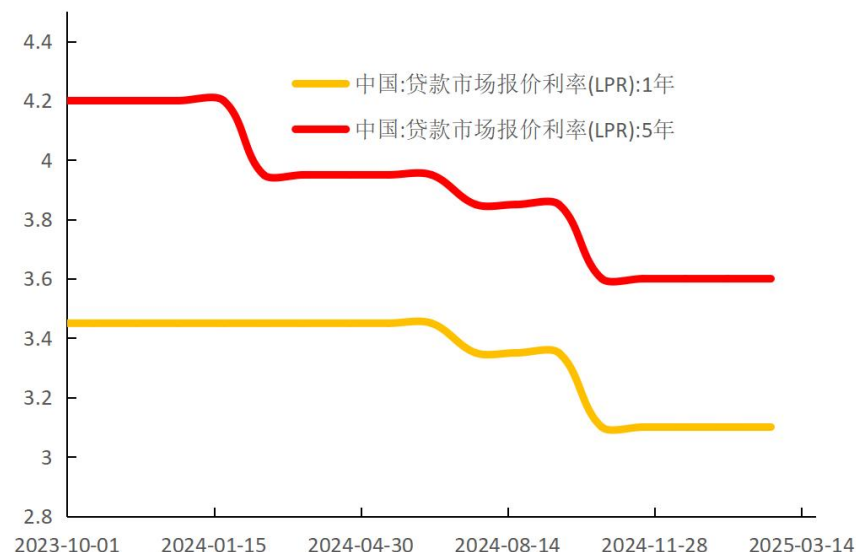
货币政策：启航适度宽松之旅：择机降准降息

- 进一步疏通货币政策传导渠道。进一步疏通货币政策传导渠道，是确保货币政策有效落地、促进经济高质量发展的关键。这要求完善利率形成和传导机制，通过优化金融市场结构，增强金融机构服务实体经济的能力，推动社会综合融资成本下降，为企业减轻财务负担，激发市场活力。同时，加强与市场的沟通，提升政策透明度，有助于市场预期的稳定，增强市场参与者对货币政策的信任与响应。通过公开、透明的政策沟通，市场能更好地理解政策意图，合理安排经济活动，形成政策与市场良性互动，共同推动经济持续健康发展。因此，疏通货币政策传导渠道、完善利率机制及提升政策透明度，是提升货币政策效能、促进经济平稳运行的重要举措。

国债到期收益率 (%)



中国贷款市场报价利率 (%)



货币政策：MLF美式招标改革

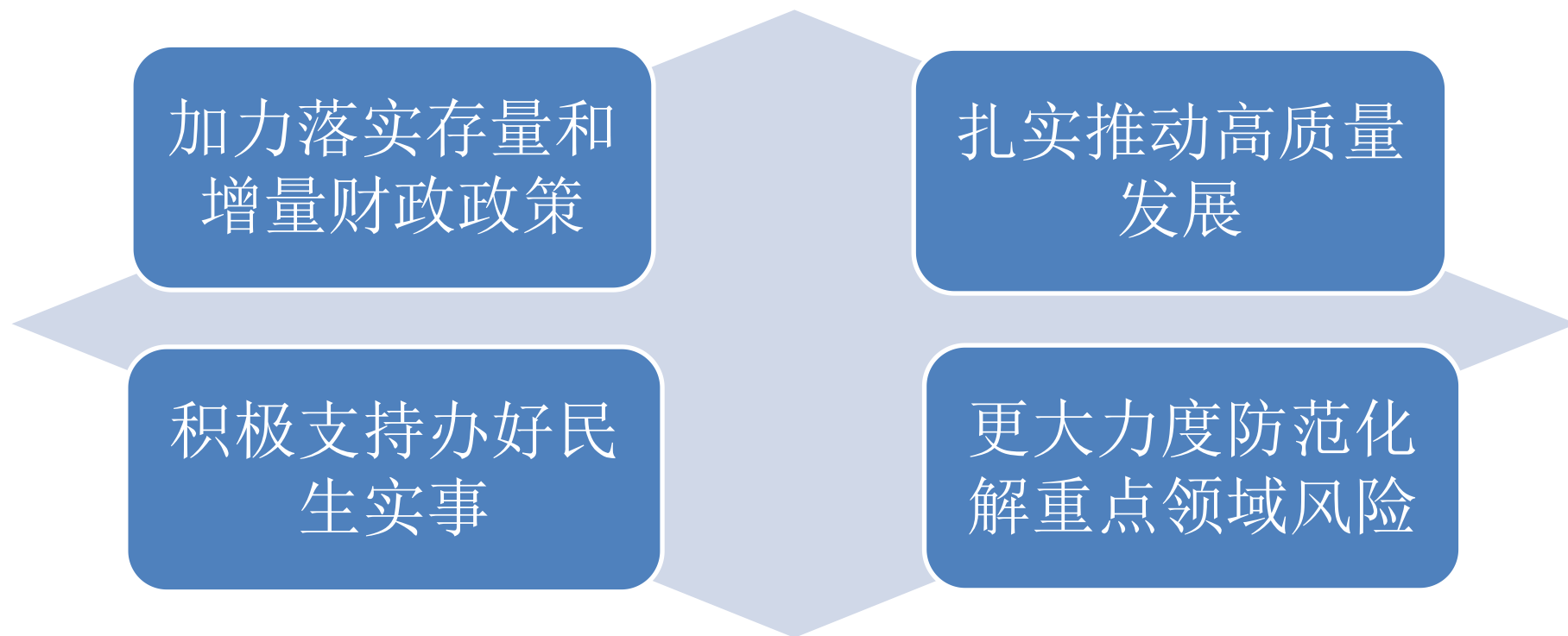
- 2025年3月24日17点，央行发布中期借贷便利（MLF）招标公告称，3月起MLF将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作，并预告3月25日将开展4500亿元1年期MLF操作。
- 多重价位中标，或以随行就市为契机助推MLF降成本。此前MLF为荷兰式招标，即统一按照边际价格作为单一中标利率，改为多重价位中标（美式招标）后，若中标，中标利率即投标利率，与买断式逆回购一致，对一级交易商定价的能力和审慎性提出更高要求，也意味着MLF的政策利率属性从淡化正式走向落幕。

中期借贷便利



财政政策：财政部发布《2024年中国财政政策执行情况报告》

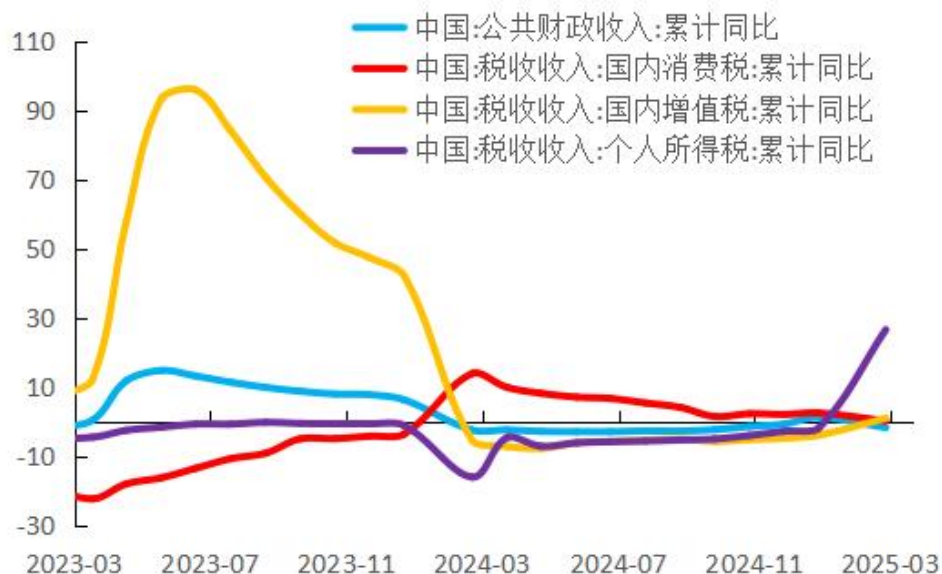
- 3月24日，财政部发布《2024年中国财政政策执行情况报告》。
- 2024年是实现“十四五”规划目标任务的关键一年。面对外部压力加大、内部困难增多的严峻复杂形势，各级财政部门坚持积极的财政政策适度加力、提质增效，有效落实存量政策，推动出台并扎实实施一揽子增量政策，狠抓预算执行管理，强化宏观政策协同，有力促进经济回升向好和高质量发展。



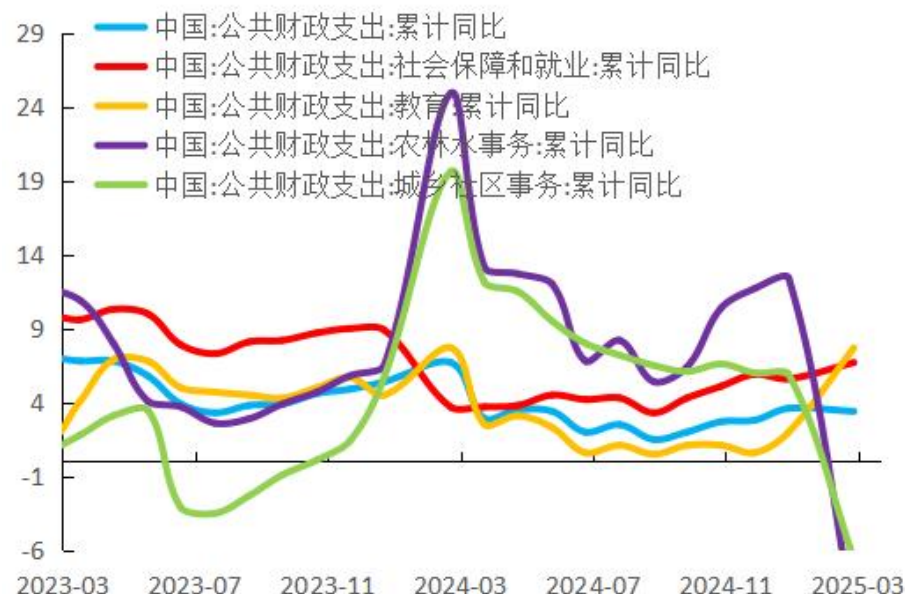
财政政策：财政运行总体平稳，全年预算目标基本完成

- 2024年，财政收入恢复性增长，比上年增长1.3%。各级财政部门加强财政资源统筹，加大支出强度，社会保障和就业、教育、农林水、科学技术等重点领域支出得到有力保障，预算执行情况较好。
- 财政收入保持恢复性增长态势，总体符合预期。2024年，全国一般公共预算收入219702亿元，比上年增长1.3%。受国内需求不足、工业生产者出厂价格下降等因素制约，以及2023年年中出台的减税政策翘尾减收等特殊因素影响，2024年1-9月全国一般公共预算收入下降2.2%。2024年，全国税收收入174972亿元，比上年下降3.4%。

财政收入实现可比增长（%）



财政支出结构优化（%）

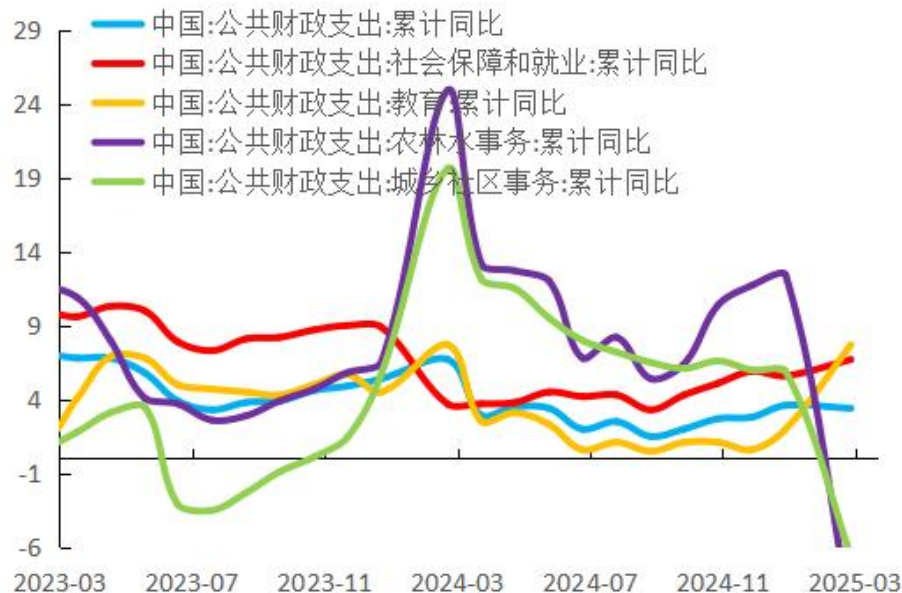
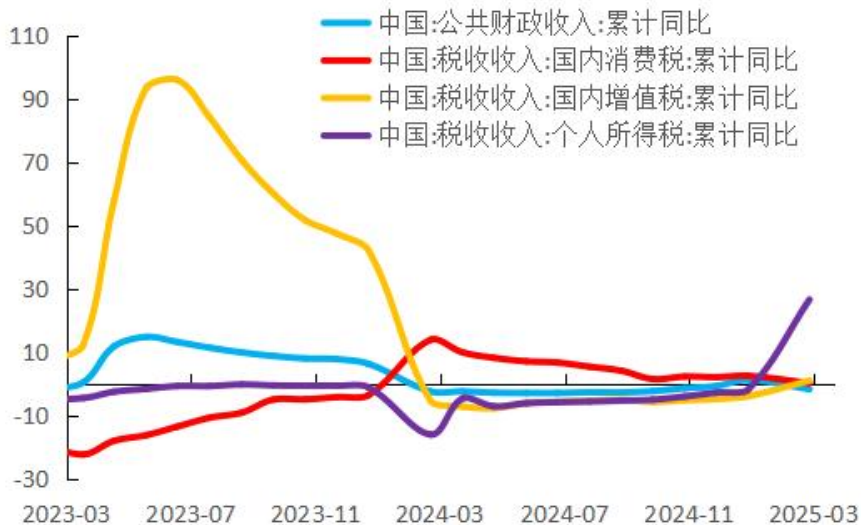


财政政策：财政运行总体平稳，全年预算目标基本完成

- 2024年，财政收入恢复性增长，比上年增长1.3%。各级财政部门加强财政资源统筹，加大支出强度，社会保障和就业、教育、农林水、科学技术等重点领域支出得到有力保障，预算执行情况较好。
- 财政支出保持较大强度，重点领域支出得到有力保障。2024年，全年一般公共预算支出284612亿元，增长3.6%。其中，中央一般公共预算本级支出40720亿元，增长6.5%；地方一般公共预算支出243892亿元，增长3.2%。持续优化支出结构，强化重点领域支出保障。其中，社会保障和就业支出42114亿元，增长5.6%；教育支出42076亿元，增长2%；农林水支出27045亿元，增长12.4%；城乡社区支出21742亿元，增长5.9%；科学技术支出11505亿元，增长5.7%。

财政支出结构优化（%）

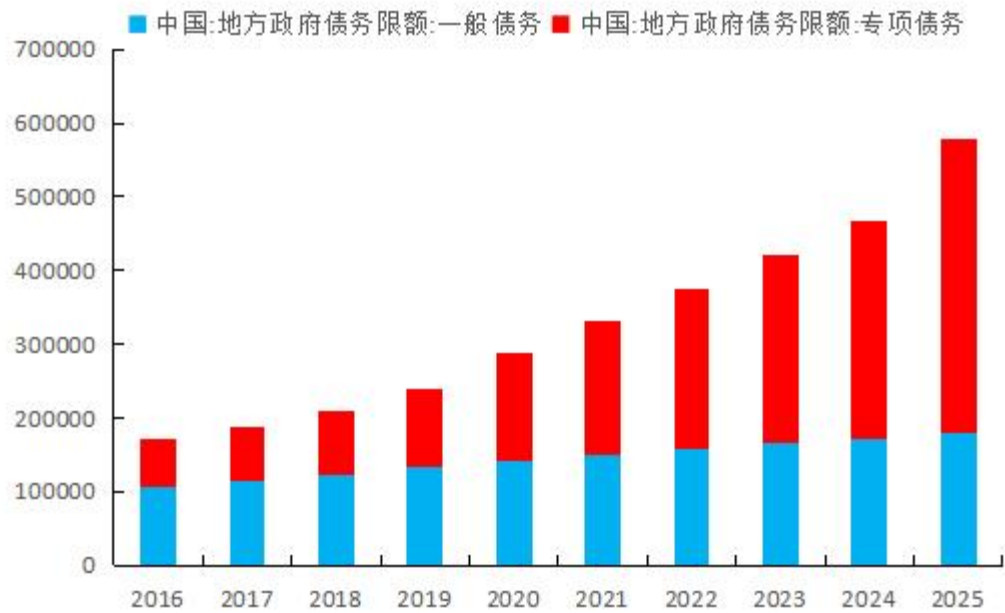
财政收入实现可比增长（%）



财政政策：财政运行总体平稳，全年预算目标基本完成

- 2024年组合使用超长期特别国债、专项债、税费优惠等政策工具，提升宏观调控的精准性和有效性。按照9月26日中央政治局会议部署，围绕化风险、惠民生、促发展实施一揽子增量政策，推动经济社会持续健康发展。
- 加快落实存量财政政策。
- 出台实施一揽子财政增量政策。

中国：地方政府债务限额

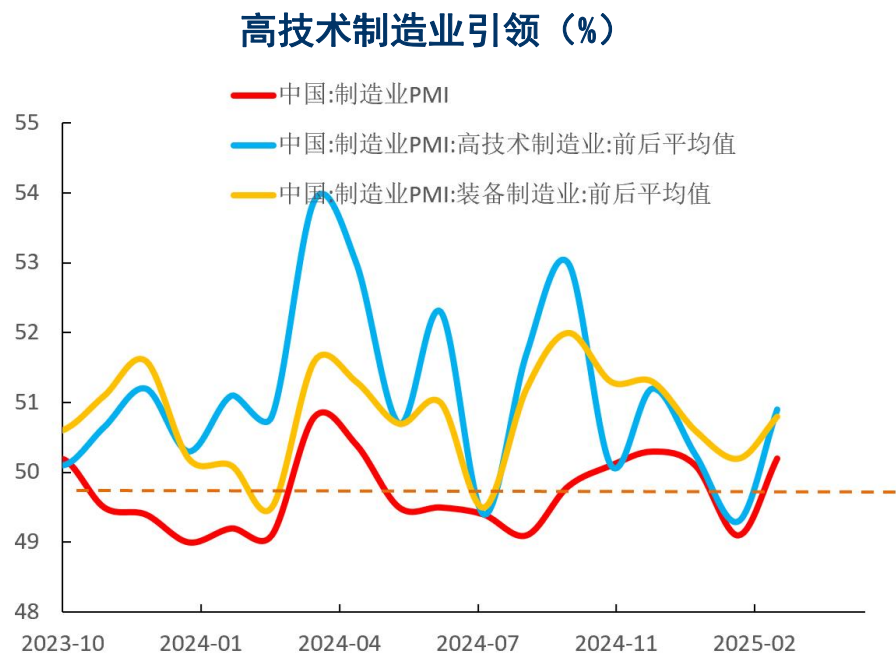


目 录

- 1 国内经济延续向新向好态势
- 2 更加积极和适度宽松
- 3 新质生产力引领产业
- 4 政策预判及大类资产展望

新动能引领产业

- 装备制造业两位数增长，工业产业结构持续向好。1—2月份，规模以上装备制造业增加值同比增长10.6%，较上年全年加快2.9个百分点；增速高于全部规模以上工业4.7个百分点，已连续19个月高于全部规模以上工业，对1—2月份全部规模以上工业生产增长的贡献率达54.6%。装备制造业增加值占全部规模以上工业的比重为32.0%，已连续24个月保持在30%以上，工业产业结构持续向好。
- 高技术制造业增速加快，引领工业经济向新发展。1—2月份，规模以上高技术制造业增加值同比增长9.1%，较上年全年加快0.2个百分点，增速高于全部规模以上工业3.2个百分点。

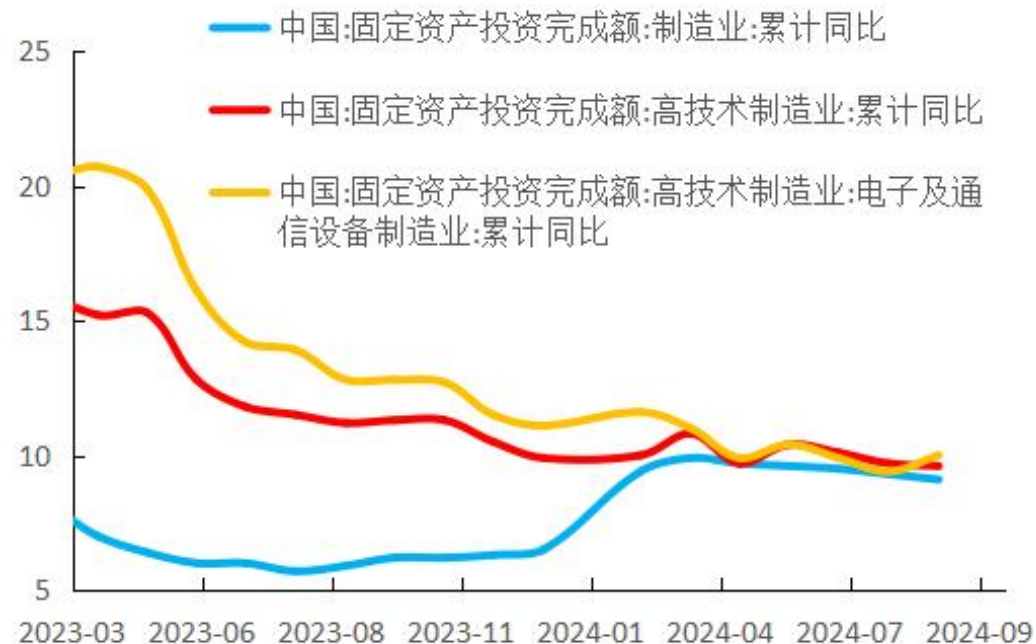
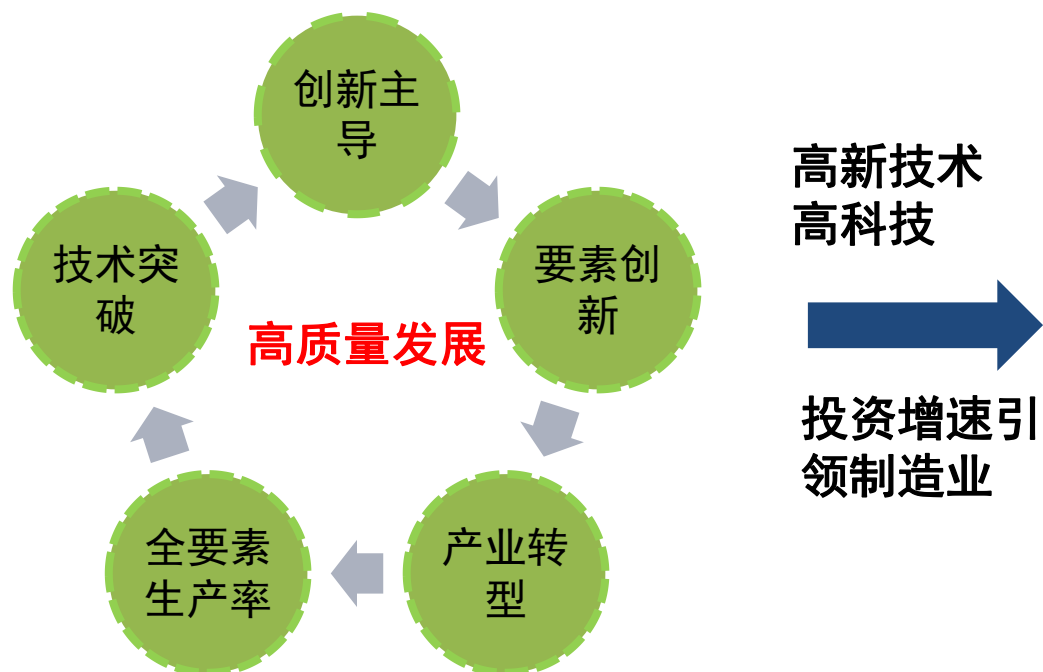


资料来源: Wind, 申万期货研究所

新质投资增速上升

- “新质生产力”更强调技术驱动、产业创新、商业模式和管理模式创新，强调数字化、网络化、智能化特征，是适应数字时代与绿色时代发展要求的先进生产力形式。
- 目前涉及包括新能源、新材料、高端设备等在内的8大新兴产业和元宇宙、脑机接口、人形机器人、生成式人工智能等9大未来产业。

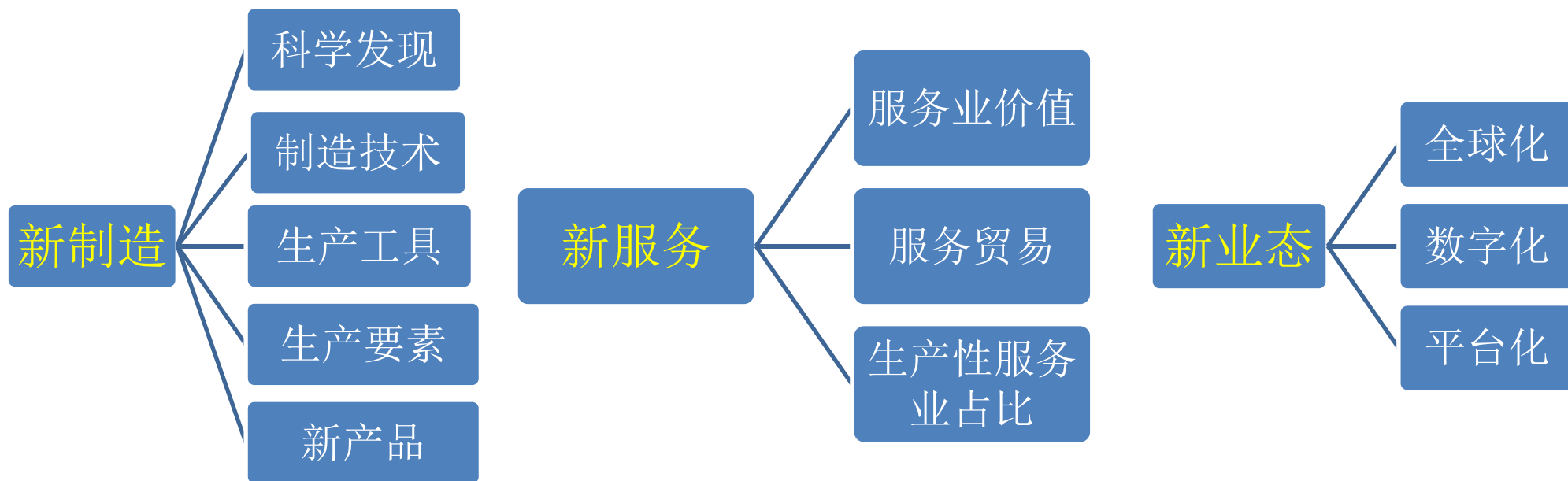
新质行业投资增速（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

新制造、新服务、新业态构成新质生产力

- “新质生产力”大致由三个“新”构成 ——以战略性新兴产业和未来产业为代表的“**新制造**”，以高附加值生产性服务业为代表的“**新服务**”，以及以全球化和数字化为代表的“**新业态**”，这些形成的聚合体就是新质生产力。
- 要把握住产业变革的大趋势，以颠覆性技术和前沿技术催生**新产业、新模式、新动能**，培育有利于新质生产力发展的产业生态。同时，**统筹好传统产业、战略性新兴产业、未来产业之间**的关系，把握好发展时序，形成梯次发展的良性格局。



目 录

- 1 国内经济延续向新向好态势
- 2 更加积极和适度宽松
- 3 新质生产力引领产业
- 4 政策预判及大类资产展望

政策总结：关注存量与增量政策落地情况

- 2025年政府工作任务包括：大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求；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；推动标志性改革举措加快落地，更好发挥经济体制改革牵引作用；扩大高水平对外开放，积极稳外贸稳外资；有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线；着力抓好“三农”工作，深入推进乡村全面振兴；推进新型城镇化和区域协调发展，进一步优化发展空间格局；协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展全面绿色转型；加大保障和改善民生力度，提升社会治理效能。

	指标	2025 年	2024 年
经济	GDP 增速	5%左右	5%左右
	CPI 增速	2%左右	3%左右
货币	货币政策、社会融资规模、货币供应量	发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，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	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，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。
财政	赤字率、特别国债、地方政府专	赤字率拟按 4%左右安排，赤字规模比上年增加 1.6 万亿元。拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元、比上	赤字率拟按 3%安排，赤字规模 4.06 万亿元，比上年年初预算增加 1800 亿元。拟安排地方政府专项债券 3.9

政策总结：关注存量与增量政策落地情况

- 2025年政府工作任务包括：大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求；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；推动标志性改革举措加快落地，更好发挥经济体制改革牵引作用；扩大高水平对外开放，积极稳外贸稳外资；有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线；着力抓好“三农”工作，深入推进乡村全面振兴；推进新型城镇化和区域协调发展，进一步优化发展空间格局；协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展全面绿色转型；加大保障和改善民生力度，提升社会治理效能。

	项债券	年增加 5000 亿元。合计新增政府债务总规模 11.86 万亿元、比上年增加 2.9 万亿元。拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元、比上年增加 3000 亿元。拟发行特别国债 5000 亿元。	万亿元、比上年增加 1000 亿元。从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1 万亿元。
房地产		持续用力推动房地产市场止跌回稳。加力实施城中村和危旧房改造。推进收购存量商品房。继续做好保交房工作。	优化房地产政策，对不同所有制房地产企业的合理融资需求一视同仁给予支持，健全风险防控长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。构建房地产发展新模式，注重利用存量资源。
就业		城镇调查失业率 5.5% 左右，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。	城镇新增就业 1200 万人以上，城镇调查失业率 5.5% 左右
产业		大力发展新质生产力，推动商业航天、低空经济等新兴产业发展，培育未来产业，加速制造业数字化转型	大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。深入推进数字经济创新发展。
社会保障		城乡居民基础养老金最低标准再提高 20 元。制定促进生育政策，发放育儿补贴。	城乡居民基础养老金月最低标准提高 20 元。健全生育支持政策，优化生育假期制度。

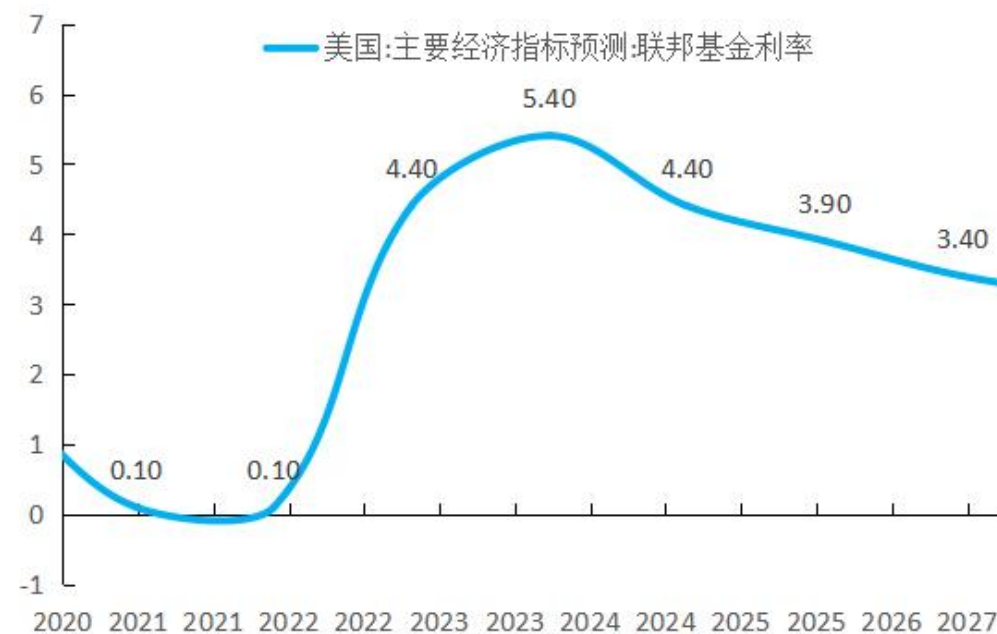
海外：3月美联储如期维持利率不变

- 当地时间3月19日，美联储将基准利率维持在4.25%-4.50%不变，符合市场预期。这是美联储连续第二次暂停降息。美联储表示经济前景的不确定性已增加。点阵图显示，2025年预计将降息两次，与去年12月一致。另外，美联储将于4月1日开始放缓资产负债表缩减步伐。

美国联邦基金目标利率



美国主要经济指标预测:联邦基金利率



海外：3月美联储如期维持利率不变

- 当地时间3月19日，美联储将基准利率维持在4.25%-4.50%不变，符合市场预期。这是美联储连续第二次暂停降息。美联储表示经济前景的不确定性已增加。点阵图显示，2025年预计将降息两次，与去年12月一致。另外，美联储将于4月1日开始放缓资产负债表缩减步伐。

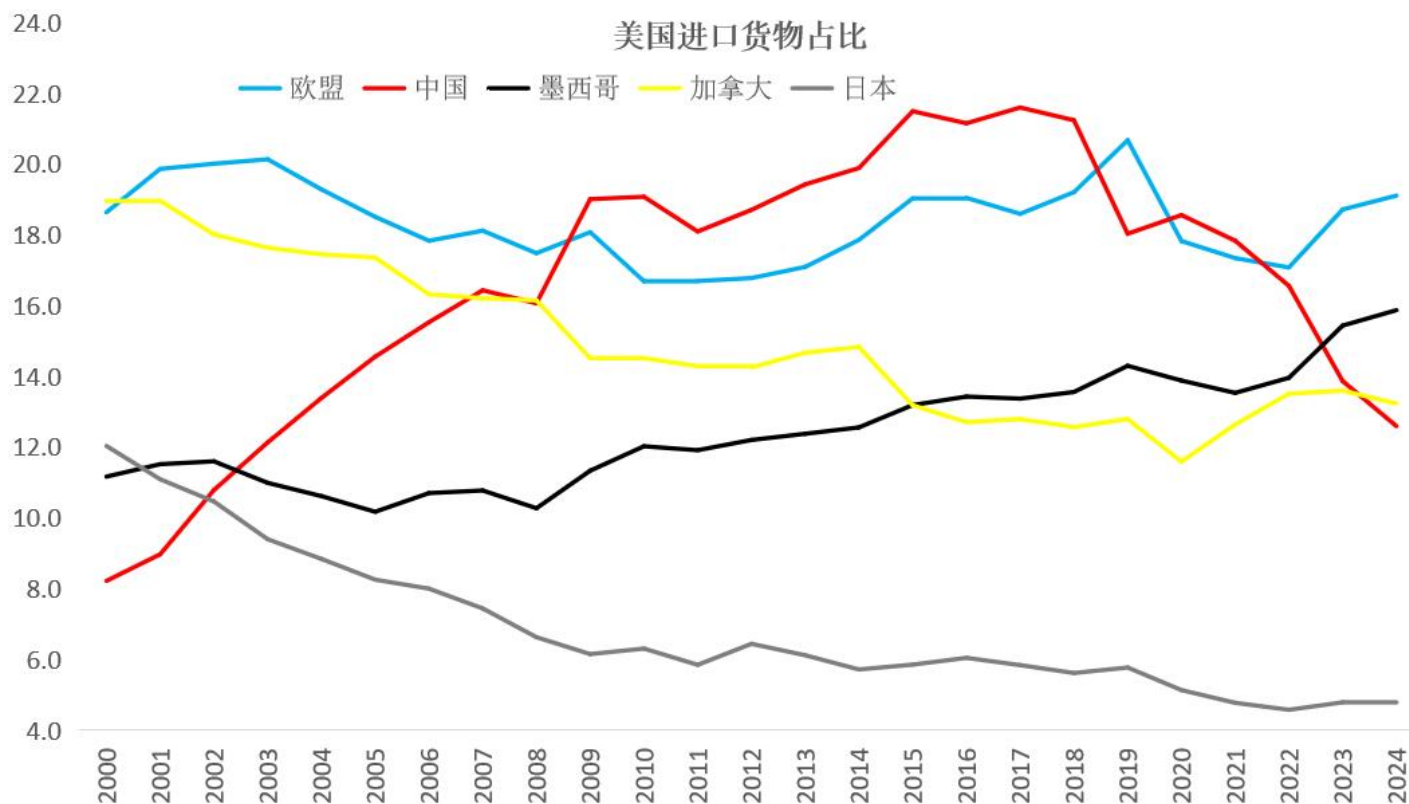
CME联邦基金利率期货隐含货币政策路径

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025/3/19				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	98.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	27.7%	71.8%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	19.0%	57.7%	22.9%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.9%	32.6%	45.5%	14.8%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.2%	22.4%	40.3%	27.1%	5.9%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	9.6%	27.7%	36.4%	20.7%	4.2%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.5%	4.6%	16.7%	31.1%	30.3%	14.3%	2.5%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.1%	1.0%	5.9%	18.3%	31.0%	28.5%	13.0%	2.3%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.3%	2.0%	8.6%	21.0%	30.5%	25.1%	10.7%	1.8%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.4%	2.6%	9.6%	21.8%	30.0%	23.9%	9.9%	1.6%	0.0%
2026/6/17	0.1%	0.6%	3.1%	10.6%	22.5%	29.6%	22.9%	9.3%	1.5%	0.0%
2026/7/29	0.1%	0.7%	3.4%	11.1%	22.8%	29.3%	22.3%	8.9%	1.4%	0.0%
2026/9/16	0.1%	0.8%	3.7%	11.4%	23.0%	29.1%	21.9%	8.7%	1.4%	0.0%
2026/10/28	0.1%	0.7%	3.4%	10.7%	21.9%	28.5%	22.5%	9.9%	2.0%	0.1%
2026/12/9	0.6%	3.1%	9.8%	20.5%	27.7%	23.3%	11.5%	3.0%	0.4%	0.0%

资料来源：CME，申万期货研究所

海外：美国关税政策影响

- 特朗普对中国商品加征10%关税政策落地。短期内，该举措可能导致中国出口商品成本上升，竞争力下降，进而影响出口企业的盈利能力和生存空间。同时，关税的增加还可能引发供应链重组，一些跨国公司可能会考虑将生产线从中国转移，以避免高额关税，这将对中国的制造业就业造成冲击。长期来看，该举措可能促使中国加速推进国产替代战略，提高国内产业的自主创新能力和市场竞争力。



资料来源：Wind，申万期货研究所

全球经济复苏

- 1、全球经济迎来了一系列积极信号，显示出复苏的曙光。政府和国际组织采取了一系列的经济刺激政策，为全球经济注入了新的活力，增长动能逐渐释放。**全球贸易逐渐走强，各国之间的贸易活动逐渐恢复正常，出口和进口均出现了增长。**特别是亚洲地区的贸易活动表现出色，拉动了全球贸易的增长。
- 2、**各国政府纷纷推出经济刺激政策**，包括增加基础设施建设投资、减税降费、提供贷款支持等，有效刺激了企业和个人的投资和消费需求。
- 3、全球各国的央行采取了一系列货币政策措施，包括**降息、扩大流动性**等，稳定了金融市场。股市、债市等各类资产价格逐渐回升，投资者信心增强。
- 4、在**全球化背景下，各国之间的经济联系日益紧密**。加强国际合作，共同应对全球性挑战，对于推动全球经济复苏具有重要意义。例如，各国在贸易、投资、金融等领域的合作，有助于促进全球经济的稳定增长。

经济复苏

全球化

通货膨胀

债务危机

影响资产价格的核心因素

一季度，商品和股市表现不一：

- **1、经济复苏。**全球经济复苏，需求增加、供需缺口收敛下大宗商品价格受多种因素影响，不同品种表现出不同的走势和特点；
- **2、释放流动性。**各国央行采取了一系列货币政策措施，降息降准、扩大流动性；
- **3、产业政策。**健全因地制宜发展新质生产力体制机制，促进各类先进生产要素向发展新质生产力集聚。抓好重点产业转型发展和优化升级，加快推进传统产业转型提质和落后低效产能出清，持续推进新兴产业培育壮大和未来产业前瞻布局，促进先进制造业和现代服务业、实体经济和数字经济深度融合。

下一阶段，资产配置主要驱动：

- **1、通胀回落。**二季度，全球通胀水平回落，市场流动性增加，推动大宗商品价格上涨。在全球经济复苏的背景下，农产品需求增加，从而推动价格上涨。能源产品如原油对美联储货币政策较为敏感。但油价还受到供需关系、地缘政治冲突以及库存变化等多种因素的影响。
- **2、政策刺激。**二季度，随着中国释放政策刺激，大宗商品整体表现强势，叠加地缘冲突扰动、近期美联储将基准利率维持在4.25%-4.50%不变，符合市场预期。这是美联储连续第二次暂停降息。美联储表示经济前景的不确定性已增加。
- **3、产业政策。**二季度，提振消费，扩大内需，关注增量政策，关注新质生产力，“两新”、“两重”。

风险提示

- 海外地缘政治风险加剧；
- 国内市场有效需求不足；
- 资产逻辑变化；
- 房地产形势变化；
- 部分政策落地效果不及预期。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

（核准文号 证监许可[2011]1284号）

研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明

作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾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获取任何形式的不当利益。

免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们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所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。