

2025年03月05日

扩财政促内需的含金量正在上升

《政府工作报告》解读

投资要点

- ◆ **一、目标维持 5%并突出外部风险，促进消费投资内需决心坚定。**同样的 5%，不同的外部环境——单边主义和保护主义加剧、世界经济增长动能不足，指向净出口对经济增长的拉动作用可能趋于减弱。国内内生性有效需求不足，特别是消费不振，为实现 5%左右的增长目标，需宏观政策更加积极有为，坚定扩大国内消费投资需求。初步预计在政策更加积极有为大力促进消费投资内需的导向下，**2025 年最终消费、资本形成、净出口可能分别对当年经济增长贡献 2.5、2.0、0.5 个百分点，其中最终消费和资本形成的贡献预计分别较 2024 年提升 0.3 和 0.7 个百分点。**
- ◆ **二、赤字率大幅升至 4%，消费补贴低于预期但有年中加码可能。**赤字率大幅提升 1 个百分点至 4%，财政支出增长约 4.4% 均基本符合预期，从经常性财政支出和预算内投资支出两方面有望对内需为主的 5.0% 左右的实际增长目标形成有力支撑。安排 3000 亿消费补贴资金力度稍低于我们此前预期，但考虑到今年赤字率安排较为充足，超长期特别国债规模也有提升，如果一二季度耐用品消费动能衰减较快，不排除年中类似去年加码消费补贴的可能。
- ◆ **三、特别国债专项债大幅扩容，化债发展并举，基建空间打开。**特别国债计划全年发行 1.8 万亿，处于我们预期区间内的偏高位置，这就为超长期特别国债带动超长期贷款等配套融资，更大力度支持“两重”建设提供了更大规模的高效资金支持。新增专项债 4.4 万亿，较去年多安排 5000 亿，可以保证用于投资建设的专项债资金规模不因新增土地收储和收购存量商品房等用途而受到挤压，而下放项目审核权限，简化投资审批流程，旨在缓解 2024 年专项债资金使用缓慢的难点，预计将较快形成基建投资靠前发力的局面。明确要求“减持在发展中化债、在化债中发展”，要求通过完善和落实化债方案、优化开合和管控措施、动态调整债务高风险地区名单等方式，“支持打开新的投资空间”。综合这三方面财政更大力度对投资稳增长的支持，我们倾向于上修广义基建投资 2025 年的同比增速预期至约 10%，基建投资稳增长的上限空间预计将进一打开。
- ◆ **四、货币“适度宽松”落实为更加积极的信用扩张要求。**《报告》延续了“适度宽松”、要求适时降准降息、保持流动性充裕等一系列最新立场定调，同时删除了去年报告中暗示信用扩张需求放缓的内容，指向“适度宽松”立场最终或落实为更加积极的信用扩张要求。我们对应预计 2025 年贷款、社融存量同比增速下行斜率将有所放缓，并与上修的基建投资增速形成新的对应关系。在利率和汇率的双重约束下，预计央行或将在数量型工具选择的方面将继续做出调整，降准仍是最优选，力度或更加果断。近期美国升级对多方的关税战引发经济风险加大和美元指数走弱的时期，可能为我国央行灵活考虑降息提供了一个稍纵即逝的时间窗口。
- ◆ **五、专项债收购存量房，缓解商品+保障房市场双向供需矛盾。**房地产调控政策方面，《报告》从“需求——供给循环”和“商品+保障”双轨市场建设两个方面给出了加快构建房地产发展新模式的机制安排，专项债收购存量商品房是沟通这两个层面的政策“题眼”，我们维持全年专项债将有 6000-8000 亿用于土地收储和收购存量商品房等的预测不变，维持 2025 年中附近房地产市场或见 L 型拐点的预测不变。
- ◆ **风险提示：**外部环境不确定性提升，净出口增长贡献低于预期风险。

主题报告

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号: S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

两会聚焦：五大看点 2025.3.4

PMI 节后反弹，投资好于消费——PMI 点评 (2025.2) 2025.3.2

LPR 四度持平，十债利率升至 1.7%，释放何种信号？——华金宏观·双循环周报（第 95 期） 2025.2.21

信贷创纪录“开门红”，年初集中还是全年趋高？——金融数据速评(2025.1) 2025.2.14
内外形势有何变化，货币如何调整优化？——《货币政策执行报告》(2024Q4) 解读·周报（第 94 期） 2025.2.14

免费领报告



扫一扫二维码 关注公号 回复"报告"

- 1、每日社群分享6份最新报告；
- 2、每日社群分享咨询简报
- 3、行业报告均为公开版，权利归原作者所有，七点行业报告仅分发做内部学习；

内容目录

一、目标维持 5%并突出外部风险，促进消费投资内需决心坚定	3
二、赤字率大幅升至 4%，消费补贴低于预期但有年中加码可能	4
三、特别国债专项债大幅扩容，化债发展并举，基建空间打开	6
四、货币“适度宽松”落实为更加积极的信用扩张要求	7
五、专项债收购存量房，缓解商品+保障房市场双向供需矛盾	9

图表目录

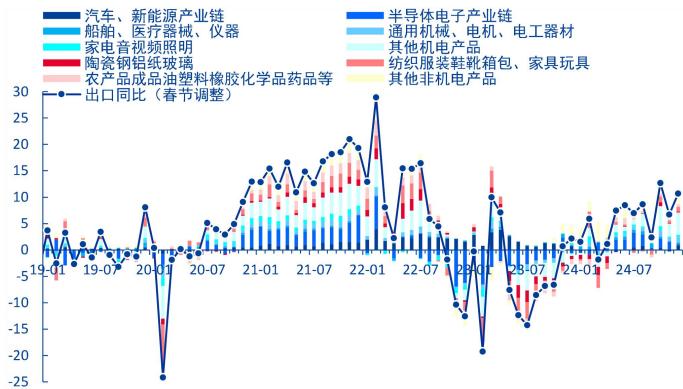
图 1: 美元计价出口同比及主要商品大类贡献 (%)	3
图 2: 主要经济体出口商品价格指数同比 (%)	3
图 3: 年度经济增长目标与实际 GDP 同比增速、贡献拆分及预测 (%)	4
图 4: 一般公共预算支出/GDP 及融资来源	5
图 5: 限额以上商品零售同比及预测 (%)	6
图 6: 社会消费品零售总额同比及预测 (%)	6
图 7: 基建投资同比及贡献结构 (%)	7
图 8: 贷款余额同比、贡献结构及预测 (%)	8
图 9: 社融存量同比、贡献结构及预测 (%)	9
图 10: 30 大中城市及一二三线城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比 (%)	10

3月5日，国务院总理李强在十四届全国人大三次会议开幕会上作《政府工作报告》（以下简称《报告》）。我们结合此前的预期，对照《报告》中提出的诸多新的政策和目标指引，进行深度解读和分析。

一、目标维持 5%并突出外部风险，促进消费投资内需决心坚定

同样的 5%，不同的外部环境——单边主义和保护主义加剧、世界经济增长动能不足，指向净出口对经济增长的拉动作用可能趋于减弱。今年《政府工作报告》对更趋复杂严峻的外部环境进行了三个层面的分析：其一是“单边主义、保护主义加剧，关税壁垒增多”，特朗普第二任期刚启动一个多月，就对华发动两轮加码关税措施，由此可能对我国货物贸易出口造成直接冲击，或表现为出口商品价格下跌、对美出口明显下滑。其二是“冲击全球产业链供应链稳定，对国际经济循环造成阻碍”，新一任美国政府不仅针对中国加码进口关税，而且对墨西哥、加拿大等主要贸易伙伴也实施加征关税行动，并开始按照特定商品类别计划实施对所有进口来源地的关税措施，这代表着一种新的普遍性关税主张以及更加强烈的美国产业链孤立主义导向，这可能导致我国自 2018 年以来加快带动形成的东盟、欧盟等域外协同生产供给产业链政策脆弱性的提升，我国中间品出口亦可能受到额外冲击。其三是“世界经济增长动能不足”，作为全球最大消费需求来源地的美国迅速发起新一轮针对性和普遍性关税措施，并可能引发包括中国和主要发达经济体在内的大范围反制措施，全球贸易成本和消费品价格可能出现显著提升，全球需求或将增长放缓，亦可能对作为全球最大出口国的我国出口增速形成拖累。2024 年我国实际 GDP 同比增长 5%符合当年增长目标，但净出口的贡献高达 1.5%，创 2007 年以来次高。在上述三个层面的外部环境更趋复杂严峻的现实形势下，预计 2025 年净出口对全年经济增长的贡献趋于减弱，初步预计或降至 0.5%左右，这意味着今年财政货币等宏观经济政策组合需明显加大力度以显著提升消费和投资内需在经济增长中的贡献合计达到 1 个百分点左右。

图 1：美元计价出口同比及主要商品大类贡献（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：主要经济体出口商品价格指数同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

国内内生性有效需求不足，特别是消费不振，为实现 5% 左右的增长目标，需宏观政策更加积极有为，坚定扩大国内消费投资需求。《报告》也明确指出国内需求尚不稳固的阶段性特征，提出“有效需求不足，特别是消费不振”，显示 2024 年消费需求的增长贡献偏低问题受到更大程度的政策重视。居民消费价格涨幅目标多年来首次下调 1 个百分点至 2% 左右，也与消费需求

不振的现状是相呼应的。2024 年实际 GDP 增长中，最终消费的贡献仅有 2.2%，不仅低于 2017-2019 年平均的 4.0%，也较 2022-2023 年平均的 3.1% 出现了大幅下滑，甚至低于疫情前期 2020-2021 年 2.6% 的平均拉动强度。这凸显出房地产周期深度调整超过三年之后，居民部门偿还债务加速挤占流量收入挤压消费能力、财富效应有所收缩影响预期抑制消费意愿的阶段性结构性问题。而当前房地产市场的持续调整筑底，根本原因在于产业布局和人口吸纳能力的区域性失衡与房价收入比的差距不断扩大之间形成居民购房压力的叠加效应，难以快速扭转，从而消费不振的困境亦缺乏内生改善动能。加之净出口贡献一旦较快回落，投资稳增长的必要性亦进一步提升，消费和投资内需都需要政策外生性地果决加码发力，以稳定潜在增长趋势，才可期待居民和企业部门预期的逐步改善。《报告》在这一路径方面传递出坚定的政策决心，明确要求“实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求”，“防范化解重点领域风险和外部冲击”。在对国内外经济形势进行精炼分析，并提出明确政策要求的基础上，《报告》提出今年发展的主要预期目标包括“国内生产总值增长 5% 左右”，与 2024 年目标和实际水平持平，突出强调“迎难而上、奋发有为”，“实现这些目标很不容易”，要求“充实完善政策工具箱，根据形势变化动态调整政策，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性”，令我们可以对 2025 年财政货币政策加码的力度、速度以及后续可能进一步加码的灵活度，都有较强的期待。我们初步预计在财政货币政策更加积极有为大力促进消费投资内需的导向下，2025 年最终消费、资本形成、净出口可能分别对当年实际经济增长贡献 2.5、2.0、0.5 个百分点，其中最终消费和资本形成的贡献预计分别较 2024 年提升 0.3 和 0.7 个百分点。

图 3：年度经济增长目标与实际 GDP 同比增速、贡献拆分及预测（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

二、赤字率大幅升至 4%，消费补贴低于预期但有年中加码可能

赤字率大幅提升 1 个百分点至 4%，财政支出增长约 4.4% 均基本符合预期，从经常性财政支出和预算内投资支出两方面有望对内需为主的 5.0% 左右的实际增长目标形成有力支撑。财政赤字是一般公共预算收入加调入资金小于支出的缺口。我们在前期报告中分析提到，三点原因的共同导致今年的经济增长目标需要大幅提升财政赤字率才可获得有力支撑，《报告》对财政赤字的安排与我们的预测基本一致。**(1) 财政支出增速需小幅提升以有力支持经济增长目标。**一般公共预算支出中绝大部分直接构成 GDP 中的政府消费和预算内投资，在内需对经济增长目标的

完成度重要性极高的 2025 年，财政支出增速应与名义 GDP 增速相当接近，才能充分保证财政稳增长的政策力度。《报告》指出安排一般公共预算支出规模 29.7 万亿、比上年增加 1.2 万亿，对应支出同比增速预算为 4.4%，较 2024 年财政支出增速稍高，与我们预期的 4.5% 也相当接近。中央预算内投资拟安排 7350 亿，同比增长达 5%，更稍高于预算支出增速。**(2)** 由于消费内需动能相对不足通胀低位运行、非税收入基数较高，**2025 年财政收入增速预计相对不高**。《报告》提出今年赤字率按 4% 左右安排，对应赤字规模 5.66 万亿，隐含的 2025 年名义 GDP 增速假设约为 4.9%，与实际 GDP 增长目标接近，显示 2025 年通胀可能仅温和回升，总体仍处于低通胀区间，这一假设水平基本与我们此前给出的一般公共预算收入同比增长 2.7% 的预测增速相匹配，收入增长慢于支出，收支缺口趋于扩大。**(3)** 土地出让金收入可能进一步同比下滑，政府性基金向一般公共预算的调入规模可能有所减少。综合这三点分析，《报告》提出 4% 的赤字率水平与我们此前预期一致，预计可从经常性支出 (GDP 中的政府消费) 和预算内投资支出两方面对 5% 左右的实际经济增长目标形成有力支撑。

图 4：一般公共预算支出/GDP 及融资来源

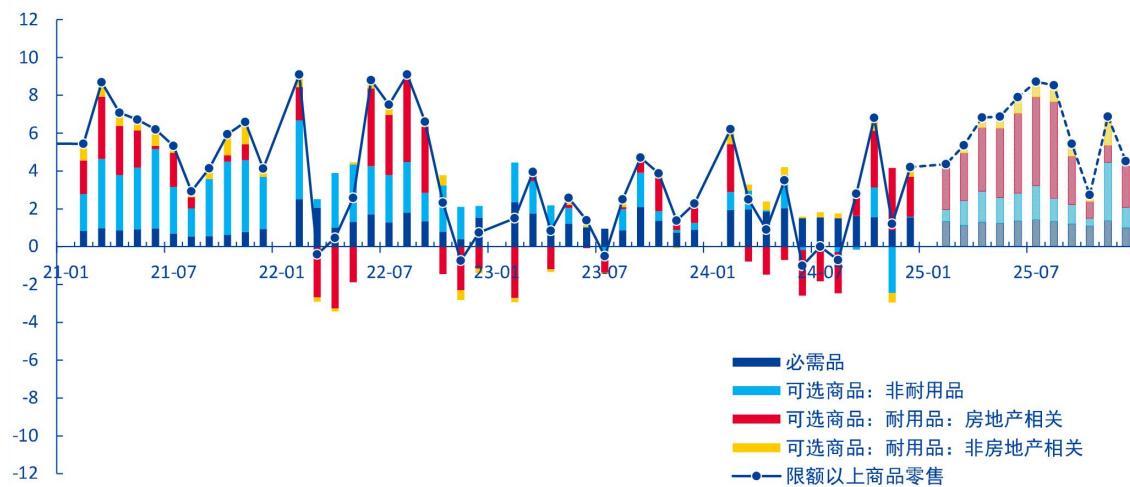


资料来源：CEIC，华金证券研究所

安排 3000 亿消费补贴资金力度稍低于我们此前预期，但考虑到今年赤字率安排较为充足，超长期特别国债规模也有提升，如果一二季度耐用品消费动能衰减较快，不排除年中类似去年加码消费补贴的可能。《报告》将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”作为今年首位的重点任务，要求“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”。在第一项子任务“实施提振消费专项行动”中，明确提出“安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新”，这一规模是 2024 年 9 月开始全面铺开的上一轮消费补贴金额的 2 倍，但低于我们此前预期的 5000 亿，这可能意味着 2025 年月均补贴金额安排较 2024 年后 4 个月的补贴期内要偏低一些。但从影响消费的几个主要因素来看，除补贴外的其他因素可能形成稍好于我们此前预期的拉动：一是专项债扩容至 4.4 万亿，幅度大于我们预期的 4.2 万亿，其中可能有更大规模的资金可以用于存量商品房收购，对开发商的流动性改善作用和竣工交付促进作用可能大于我们此前的预期，从而可能对耐用品消费形成更好的拉动作用；二是赤字率一次性提升 1 个百分点，预算内赤字增加 1.5 万亿，加上特别国债年度总体安排规模达到 1.8 万亿，扣除消费补贴 3000 亿和拟用于国有大型商业银行补充资本的 5000 亿特别国债安排后，仍有 1 万亿特别国债资金可资使用，与去年超长期特别国债总规模相当，因此如果上半年消费动能衰减较快，年中预计仍有一定的政策转圜空间可考虑加码消费补贴，类似于

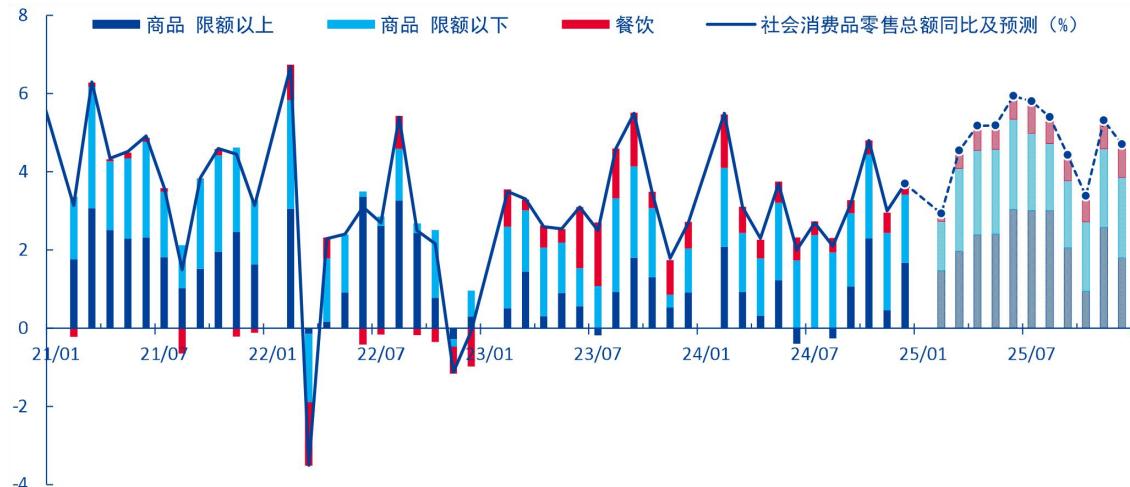
去年年中的情况。有鉴于这些最新的安排，我们仍维持 2025 年社会消费品零售总额、限额以上商品零售同比分别为 4.6%、6.0%，分别较 2024 年抬升 1.1 和 3.3 个百分点的预测不变，预计耐用消费品仍将成为重要的内需提振政策目标方向。

图 5：限额以上商品零售同比及预测（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2021, 2022.4-5, 10-12, 2023.3-5, 10-12 为两年平均增速

图 6：社会消费品零售总额同比及预测（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2021, 2022.4-5, 10-12, 2023.3-5, 10-12 为两年平均增速

三、特别国债专项债大幅扩容，化债发展并举，基建空间打开

基建投资是财政扩张刺激内需短期内更易见效的领域。《报告》从特别国债规模明显增加、专项债大幅扩容、提出化债与发展并举等三方面提高了 2025 年基建投资稳增长的潜在空间。(1) 特别国债计划全年发行 1.8 万亿，处于我们预期区间内的偏高位置，同时消费补贴（3000 亿）和国有大型商业银行补充资本（5000 亿）的资金规模相对低于预期，这就为超长期特别国债带动超长期贷款等配套融资，更大力度支持“两重”建设提供了更大规模的高效资金支持。(2) 新增专项债 4.4 万亿，较去年多安排 5000 亿，一方面可以保证用于投资建设的专项债资金规模不因新增土地收储和收购存量商品房等用途而受到挤压，另一方面在“积极扩大有效投资”的优先

工作中明确提出优化专项债管理机制，下放项目审核权限，简化投资审批流程，旨在缓解 2024 年直至四季度仍存在大量专项债资金投资使用进度缓慢的难点，预计将较快形成基建投资靠前发力的局面。(3)深入阐述化解地方政府债务风险与投资和经济发展的良性互动关系，明确要求“减持在发展中化债、在化债中发展”，要求通过完善和落实化债方案、优化开合和管控措施、动态调整债务高风险地区名单等方式，“支持打开新的投资空间”。2024 年 11 月新一轮“十万亿”化债方案确定并快速实施以来，一度在去年后两个月间因集中置换存量隐债、企业部门集中偿还被隐债占用的高息中长期贷款而导致金融数据出现短暂的快速降温。在化债和发展并举的要求下，我们倾向于微调对本轮隐债置换的方向性理解，更偏向于将“十万亿”的地方政府新增债务理解为“以置换换时间”的“启动资金”，最终目标可能更倾向于用一个拉长的过渡期来熨平与地产周期共振的地方政府债务周期，存量隐债置换与高效率增量投资同步进行，通过有效投资稳增长的方式，提升尚未被置换的隐债未来的潜在偿付比率，而可能并非寻求短期内快速出清和重组地方政府隐性债务，从而避免因隐债重组过快导致明显的收缩性政策效应。综合这三方面财政更大力度对投资稳增长的支持，我们倾向于上修广义基建投资 2025 年的同比增速预期至约 10%，基建投资稳增长的上限空间预计将打开。

图 7：基建投资同比及贡献结构（%）



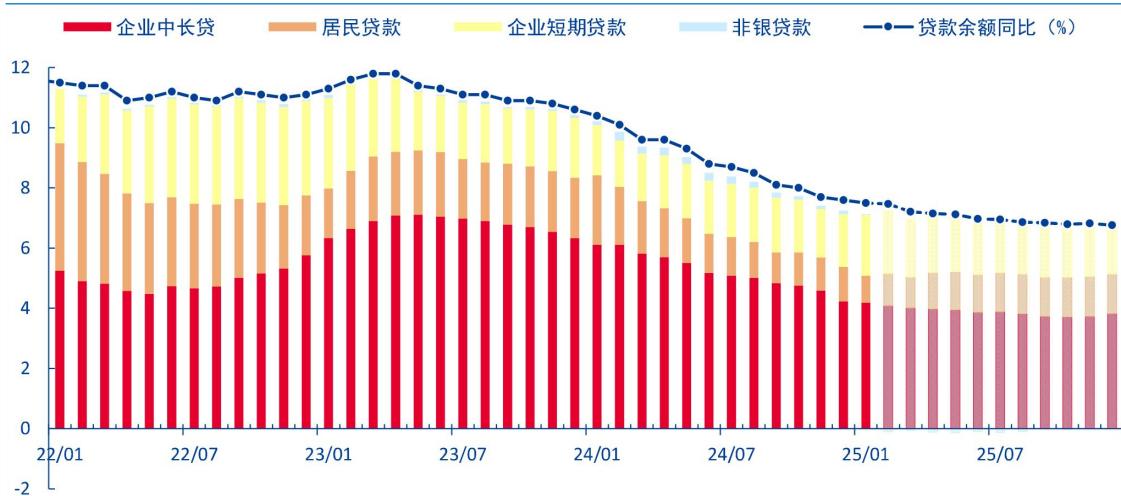
资料来源：CEIC，华金证券研究所

四、货币“适度宽松”落实为更加积极的信用扩张要求

货币政策方面，《报告》延续了自中央经济工作会议以来“适度宽松”、要求适时降准降息、保持流动性充裕等一系列最新立场定调，同时删除了去年报告中暗示信用扩张需求放缓的内容，指向“适度宽松”立场最终或落实为更加积极的信用扩张要求。我们对应预计 2025 年贷款、社融存量同比增速下行斜率将有所放缓，并与上修的基建投资增速形成新的对应关系。《报告》在“实施适度宽松的货币政策”方面再度强调要“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”，延续了自中央经济工作会议以来各项重要会议对货币政策的最新立场定调，亦相应调整了去年《报告》中的“稳健”、“灵活适度、精准有效”“合理充裕”等更偏中性的立场表述。值得注意的是，本次《报告》对信用扩张的目标导向较之去年明显转为积极，删除了去年报告中“盘活存量、提升效能”、“避免资金沉淀空转”等暗示信用扩张需求放缓的内容，新增“优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展”等更具积极

扩张含义的要求。从金融数据表现来看，经历 2024 年 2-4 季度信用扩张速度总体明显放缓之后，2025 年初新增信贷、社融分别突破 5 万亿、7 万亿，双双创出历史新高纪录，亦一定程度上显示出信用扩张年初靠前集中、货币政策积极配合适度宽松的积极互动迹象。综合考虑上文所述财政扩张对基建投资等更大力度的推动作用，以及与之相匹配的企业贷款等信用扩张需求可能有所增加的趋势，我们倾向于上修 2025 年新增贷款、社融规模分别至 17.3 万亿和 33.4 万亿，预计分别较 2024 年小幅少增 0.8 万亿和小幅多增 1.1 万亿，对应的 2025 年底贷款余额同比和存量社融同比增速预计分别为 6.8% 和 7.7%，分别较 2024 年小幅下行 0.8 和 0.3 个百分点。

图 8：贷款余额同比、贡献结构及预测（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

尽管《报告》明确指出要进一步完善货币政策传导机制的建设，但在利率和汇率的双重约束下，预计央行或将在数量型工具选择的方面将继续做出调整，降准仍是最优选，力度或更加果断。尽管《报告》明确要求“进一步疏通货币政策传导渠道，完善利率形成和传导机制”，但也指出要“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。年初以来，特朗普包括关税、边境管控、财政扩张等在内的一系列政策主张最终大概率将通过美国薪资通胀螺旋的二次升温导致美元指数上行风险加大，人民币面临的主动和被动贬值压力有进一步集聚的风险；尽管近期美元指数和美债收益率受美国就业表现预期偏弱、美联储 3 月会议临近等短期因素影响而小幅波动向下，但人民币相对美元升值的幅度比较有限，凸显出当前外部环境下人民币所面临的贬值压力是比较明显的；因此在稳汇率这一外部均衡目标的导向下，货币政策宽松的力度和流动性投放方式均受到抑制。2 月以来央行已经大幅减少了通过买债净投放基础货币的规模，以此避免中美负利差再度走扩导致人民币贬值压力的加剧。预计央行将继续在数量型工具选择的方面做出调整，从效率、成本、缩减常规逆回购规模以避免中美负利差再度走阔等因素综合考虑，降准无疑是当前阶段的最佳选择，加之《报告》“与各种不确定性抢时间”、“看准了就一次性给足”的明确指引，我们维持 2025 年全年需果断降准 100-150BP 的预测不变，但在美元指数的高位压力下，预计全年降息的幅度可能较小，但近期美国升级对多方的关税战引发经济风险加大和美元指数走弱的时期，可能为我国央行灵活考虑降息提供了一个稍纵即逝的时间窗口。

图 9：社融存量同比、贡献结构及预测（%）


资料来源：CEIC，华金证券研究所

五、专项债收购存量房，缓解商品+保障房市场双向供需矛盾

房地产调控政策方面，《报告》从“需求——供给循环”和“商品+保障”双轨市场建设两个方面给出了加快构建房地产发展新模式的机制安排，专项债收购存量商品房是沟通这两个层面的政策“题眼”，我们维持全年专项债将有 **6000-8000** 亿用于土地收储和收购存量商品房等的预测不变，维持 **2025** 年中附近房地产市场或见 L 型拐点的预测不变。《报告》延续中央经济工作会议和最新政治局会议等对“稳住楼市股市”的明确要求。三个方面的政策导向值得关注，专项债收购存量房是政策“题眼”。

(1) 要求“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，并明确提出在需求侧“加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善型住房需求潜力”，与中央经济工作会议要求一致。2024 年 9 月底以来的本轮房地产市场加力放松对新增房地产市场需求的释放效果已经在年底接近尾声，剔除春节错位效应之后，自 2025 年 1 月起一二线城市销售强度同步大幅降温，目前全国平均销售趋势基本重回接近 2024 年 7-8 月的水平。这显示经过一二线城市一轮存量需求集中释放之后，当前房价收入比与区域产业结构失衡相互叠加的背景下，房地产需求趋势性企稳仍然任重道远。预计 2025 年房地产需求侧加力放松方式或在 LPR 可能降息的同时以“房票”等更为灵活的货币化安置方式加快推动城中村和危旧房改造，以促进形成部分新增地产需求，但也应客观看到当前货币宽松操作面临一定外溢性约束，新一轮地方政府隐债置换也限制本轮城中村改造货币政策支持的力度，预计明显不及货币化棚改时期。

(2) 供给侧要求“合理控制新增房地产用地供应”，“盘活存量用地和商办用房”的定调也与中央经济工作会议一致。在此基础上，报告对存量商品房收储提出了更加具有可操作性的政策指引，新增提出“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”，“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”。城市政府灵活度和决策自主权的大幅放松，将十分有利于存量商品房收储工作的快速推进，不仅有利于迅速改善多数地区地产库存过高造成的房价下跌压力问题，而且通过存量商品房更具弹性的收储价格安排，开发商能够以更大的幅度短期内获得资金流动性的改善，从而能够以更大的积极性完

成当地预售住宅的竣工交付，这不仅直接有利于通过商品房销售增值推动资本形成对经济增长的贡献提升，而且还将对于缓解居民部门集中提前偿还贷款、释放消费购买力、拉动后地产周期耐用品消费等形成延伸性的带动作用。《报告》在专项债规模部分指出“拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元、比上年增加 5000 亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等”。其中消化地方政府拖欠企业账款等用途属于“十万亿”隐债置换方案中每年 4000 亿的安排，这意味着用于土地收储和收购存量商品房的专项债资金规模大概率将大于 4000 亿，我们维持今年额度或将在 6000-8000 亿左右规模的预测不变。(3) 专项债收购存量商品房，事实上也是同时缓解商品房市场库存过高、保障房市场供不应求双向供需矛盾的“题眼”之所在。《报告》明确要求“拓宽保障性住房再贷款使用范围”，“有序搭建相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式”。供需两侧、商品+保障两层次市场的同步加力呵护之下，我们预计 2025 年中附近房地产市场迎来“L 型”底部，预计后续房地产市场最终逐步走上保障房和商品房市场并行的“双轨”新模式。

图 10：30 大中城市及一二三线城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比（%）



资料来源：Wind, 华金证券研究所

风险提示：外部环境不确定性提升，净出口增长贡献低于预期风险。

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn

免费领报告



扫一扫二维码 关注公号 回复"报告"

- 1、每日社群分享6份最新报告；
- 2、每日社群分享咨询简报
- 3、行业报告均为公开版，权利归原作者所有，七点行业报告仅分发做内部学习；