

【宏观快评】

久战不输就是赢——十句话极简解读政府工作报告

主要观点

❖ 一、基调：强调“动态调整”

今年较为关注外部环境对我国贸易、科技、全球产业链供应链、全球市场预期的冲击。这样的环境之外，相应的政策取向部分更加强调相机抉择。“根据形势变化动态调整政策，把握政策取向，讲求时机力度。”

动态调整包括哪些？从今年政府工作报告来看，至少包括货币政策的“适时降准降息”、资本市场领域的“加强战略性力量储备和稳市机制建设”、投资领域的“强化项目储备和要素保障”。房地产领域的“因城施策调减限制性措施”等。从往年经验来看，或同样可能包括财政政策的加码。

❖ 二、增长：更务实的名义增长预期

增长方面，实际增速目标符合预期，此前地方政府工作报告的披露的 GDP 实际增速目标隐含的全国目标即为 5% 左右。但名义增长预期低于去年，根据赤字率、赤字额倒算的名义 GDP 增速在 4.9% 左右，低于去年的预期目标 7.4%。考虑到 2024 年名义 GDP 增速为 4.2%，这一增长预期或更加务实，但同样高于名义增速，或也需要进一步调整供求关系。

❖ 三、改革：财政金融领域或有诸多推进

今年或是改革落地加快的一年，根据国新办发布会上发言，“报告全文‘改革’一词总共出现了 40 多次，是今年报告特别重要的关键词。”就财政领域而言，政府工作报告细化了 9 件较为具体的改革内容。这些表述中部分为政府工作报告中首次提及，如“零基预算改革”、“消费税征收环节后移”，考虑到政府工作报告对应的是当年的工作部署，或意味着这些领域今年将有实质性进展。

❖ 四、财政：发债规模增加，但收入增长存忧

预计，在政府性收入增速-10%-0.7%的假设下，两本账支出增速在 3.4%-5.1% 之间。增速能否超过 5% 仍取决于收入端的完成情况。

❖ 五、消费：“以旧换新”增加多少消费？

我们使用两个角度估算“以旧换新”的乘数效应，取均值，可按 2 倍估算补贴乘数。乘数不降的情况下，3000 亿补贴有望拉动社零增速回升至 4.1% 左右。

❖ 六、产业：亮点在消费供给增加与设备智能化

产业方面，政府工作报告中有两大亮点值得关注：消费的供给增加以及智能终端的培育。结合最近的互联网大厂的资本开支计划，我们提示今年或是类似 2014-2015 年的一年，资本开支领域信息业尤为亮眼，对应到资本市场在活跃的交易支持下，科技领域或将有着更强的收益表现。

❖ 七、投资：重点或在乘数能否扩大

今年财政资金明确用于投资或包括四个部分，合计 5.33 万亿左右，略低于 2024 年。因而，对于投资而言，2025 年的关键变数或在于乘数端能否扩大（即 1 单位的财政资金撬动多少投资规模）。

❖ 八、地产：“控量稳价”思路下积极去库存

地产方面，继续聚焦稳楼市。稳楼市的思路或延续“控量稳价”。后续持续关注地产的库存去化情况，尤其是现房的去化情况。

❖ 九、民生：亮点或在生育支持

❖ 十、能耗：目标有所提高

❖ 风险提示：

物价低迷；贸易摩擦升级

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

电话：010-66500887

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

证券分析师：陆银波

电话：010-66500831

邮箱：luyinbo@hcyjs.com

执业编号：S0360519100003

相关研究报告

《【华创宏观】出口暂强，消费暂弱——1-2 月经济数据前瞻》

2025-03-04

《【华创宏观】土地溢价为何提升？》

2025-03-04

《【华创宏观】反“内卷”信号密集释放——政策周观察第 19 期》

2025-03-02

《【华创宏观】春节因素主导回升——2 月 PMI 数据点评》

2025-03-02

《【华创宏观】AI 资本开支，体量有多大？》

2025-02-25

免费领报告



扫一扫二维码 关注公众号 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；

目 录

一、基调：强调“动态调整”	4
二、增长：更务实的名义增长预期	4
三、改革：财政金融领域或有诸多推进	5
四、财政：发债规模增加，但收入增长存忧	6
五、消费：“以旧换新”增加多少消费？	7
六、产业：亮点在消费供给增加与设备智能化	8
七、投资：重点或在乘数能否扩大	9
八、地产：“控量稳价”思路下积极去库存	10
九、民生：亮点或在生育支持	10
十、能耗：目标有所提高	11

图表目录

图表 1 面临的困难和挑战以及政策取向	4
图表 2 历年名义增长预期与当年名义 GDP 增速	5
图表 3 财政金融领域改革部署对比	5
图表 4 财政收支平衡估算	6
图表 5 政府性基金收入：2022-2024 年实际完成低于预算目标	7
图表 6 四类商品 9-12 月零售额与 1-8 月之比	7
图表 7 信息业投资或类似 2014-2015 年表现亮眼	8
图表 8 政府工作报告与经济工作会议提及产业对比	9
图表 9 财政用于投资资金规模	10
图表 10 现房库存去化周期：属于偏高水平	10
图表 11 现房去化速度趋缓	10
图表 12 居民基本医保财政补贴标准	11
图表 13 居民基础养老金每月最低标准	11

一、基调：强调“动态调整”

我们对比 2024 年和 2025 年政府工作报告的两个地方的表述。一是面临的困难和挑战。二是政策取向。今年的困难和挑战部分对外部环境的描述篇幅大幅增加，字数上去年为 40 个字，今年为 149 个字。较为关注外部环境对我国贸易、科技、全球产业链供应链、全球市场预期的冲击。这样的环境之外，相应的政策取向部分更加强调相机抉择。“根据形势变化动态调整政策，把握政策取向，讲求时机力度。”

动态调整包括哪些？从今年政府工作报告来看，至少包括货币政策的“适时降准降息”、资本市场领域的“加强战略性力量储备和稳市机制建设”、投资领域的“强化项目储备和要素保障”。房地产领域的“因城施策调减限制性措施”等。**从往年经验来看，或同样可能包括财政政策的加码。**例如 2023 年的增发国债，2024 年的“增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务”、2024 年的“一次性安排中央单位上缴专项收益”等。

图表 1 面临的困难和挑战以及政策取向

	2024 年	2025 年
面临的困难和调整（外部环境）	世界经济增长动能不足，地区热点问题频发，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。	从国际看，世界百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻， <u>可能对我国贸易、科技等领域造成更大冲击</u> 。世界经济增长动能不足，单边主义、保护主义加剧， <u>多边贸易体制受阻，关税壁垒增多，冲击全球产业链供应链稳定</u> ，对国际经济循环造成阻碍。地缘政治紧张因素依然较多， <u>影响全球市场预期和投资信心，加剧国际市场波动风险</u> 。
面临的困难和调整（内部环境）	我国经济持续回升向好的基础还不稳固， 有效需求不足，部分行业产能过剩，社会预期偏弱 ，风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，国际循环存在干扰。部分中小企业和个体工商户经营困难。就业总量压力和结构性矛盾并存，公共服务仍有不少短板。一些地方基层财力比较紧张。科技创新能力还不强。生态环境保护治理任重道远。安全生产的薄弱环节不容忽视。政府工作存在不足，形式主义、官僚主义现象仍较突出，一些改革发展举措落实不到位。有的干部缺乏担当实干精神，消极避责、做表面文章。 一些领域腐败问题仍然多发 。	从国内看，经济回升向好基础还不稳固， 有效需求不足，特别是消费不振 。部分企业生产经营困难， 账款拖欠问题仍较突出 。群众就业增收面临压力。民生领域存在短板。一些地方基层财政困难。社会矛盾化解和风险防范工作还需要加强。政府效能和依法行政能力有待提升。一些工作协调配合不够，有的政策落地偏慢、效果不及预期。有的部门服务观念不强、办事效率不高。一些干部乱作为、不作为、不善为， 一些领域和地方腐败问题依然多发 。
政策取向	稳是大局和基础，各地区各部门要多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，谨慎出台收缩性抑制性举措，清理和废止有悖于高质量发展的政策规定。 强化宏观政策逆周期和跨周期调节 ，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。	充实完善政策工具箱， <u>根据形势变化动态调整政策</u> ，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。注重目标引领，把握政策取向， <u>讲求时机力度</u> ，强化系统思维，提升宏观政策实施效能。

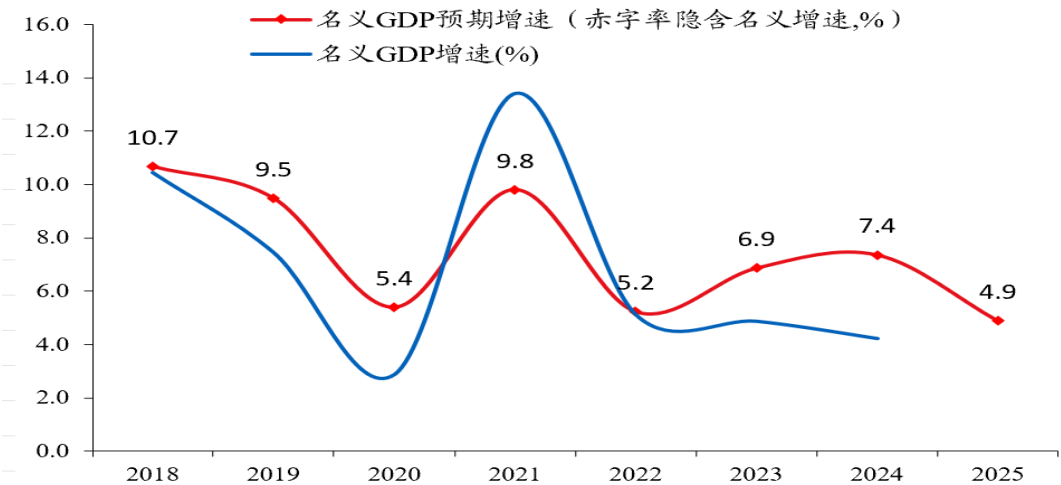
资料来源：中国政府网，华创证券

二、增长：更务实的名义增长预期

增长方面，实际增速目标符合预期，此前地方政府工作报告的披露的 GDP 实际增速目标隐含的全国目标即为 5% 左右。**但名义增长预期低于去年**，根据赤字率、赤字额倒算的名义 GDP 增速在 4.9% 左右，低于去年的预期目标 7.4%。考虑到 2024 年名义 GDP 增速为 4.2%，这一增长预期或更加务实，但同样高于名义增速，或也需要进一步调整供求关系。

根据政府工作报告，“居民消费价格涨幅 2% 左右，目的在于通过各项政策和改革共同作用，改善供求关系，使价格总水平处在合理区间。”

图表 2 历年名义增长预期与当年名义 GDP 增速



资料来源: Wind, 华创证券

三、改革：财政金融领域或有诸多推进

今年或是改革落地加快的一年，根据国新办发布会上发言，“报告全文‘改革’一词总共出现了 40 多次，是今年报告特别重要的关键词。”

就财政领域而言，政府工作报告细化了 9 件较为具体的改革内容。包括“零基预算改革”、“部分品目消费税征收环节后移”、“严控财政供养人员规模”、“加强战略性力量储备和稳市机制建设”、“改革优化股票发行上市和并购重组制度”等。这些表述中部分为政府工作报告中首次提及，如“零基预算改革”、“消费税征收环节后移”，考虑到政府工作报告对应的是当年的工作部署，或意味着这些领域今年将有实质性进展。

图表 3 财政金融领域改革部署对比

2024 年	2025 年
建设高水平社会主义市场经济体制改革先行区。	开展中央部门零基预算改革试点，支持地方深化零基预算改革，在支出标准、绩效评价等关键制度上积极创新。
谋划新一轮财税体制改革，落实金融体制改革部署，加大对高质量发展的财税金融支持。	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。
深化电力、油气、铁路和综合运输体系等改革，健全自然垄断环节监管体制机制。	规范税收优惠政策。
深化收入分配、社会保障、医药卫生、养老服务社会民生领域改革。	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。
	完善科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融标准体系和基础制度。
	深化资本市场投融资综合改革，大力推动中长期资金入市，加强战略性力量储备和稳市机制建设。
	改革优化股票发行上市和并购重组制度。
	加快多层次债券市场发展。

资料来源: 中国政府网, 华创证券

四、财政：发债规模增加，但收入增长存忧

2025 年财政政策较为积极，债务端包括专项债、特别国债、赤字在内，“今年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。”

11.86 万亿的组成为：1.3 万亿超长期特别国债（用于两重两新）+5000 亿特别国债（金融机构注资）+5.66 万亿赤字（中央赤字 4.86 万亿、地方赤字 0.8 万亿）+4.4 万亿专项债（含 8000 亿用于化债，其余用余投资建设、土地收储、收购存量商品房）。

但从财政支出端考虑，影响财政支出的除新增债务外还有财政收入。预计收入端对财政支出形成掣肘。我们预计，在政府性收入增速-10%-0.7%的假设下，两本账支出增速在 3.4%-5.1%之间。增速能否超过 5%仍取决于收入端的完成情况。具体而言：

1) 一般公共预算收入：预期增速为 0.1%，其中税收增速为 3.7%，非税增速为-14.2%。非税预算增速的下降，来自去年的高基数。2024 年全年，非税收入增速为 25.4%，“主要是一次性安排中央单位上缴专项收益以及地方依法依规加大国有资源资产盘活力度,国有资本经营收入和国有资源（资产）有偿使用收入增加较多。”

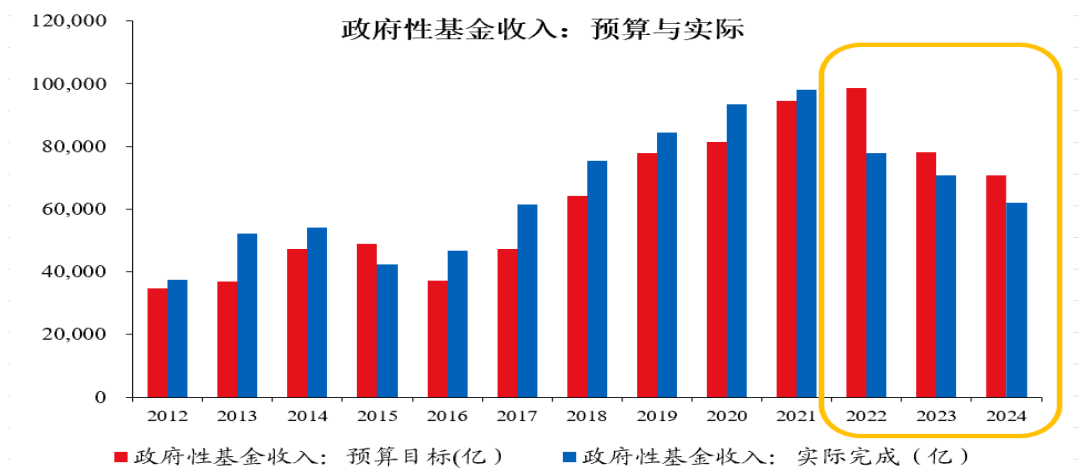
2) 政府性基金收入：预期增速为 0.7%，但这一增速能否实现，取决于卖地情况能否好转。往年经验来看，土地市场低迷时，实现的收入会低于预算目标。例如 2024 年，“**全国政府性基金预算收入 62090.4 亿元，为预算的 87.7%**，下降 12.2%，主要是地方国有土地使用权出让收入下降。”

图表 4 财政收支平衡估算

单位：亿元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025年预算情形	2025年基准情形
一本账（一般公共预算）收入	183352	190382	182895	202539	203703	216784	219702	219850	219850
一本账收入增速	6.2%	3.8%	-3.9%	10.7%	0.6%	6.4%	1.3%	0.1%	0.1%
二本账（政府性基金）收入	75405	84516	93489	98024	77879	70705	62090	62499.1	55881
二本账收入增速	22.6%	12.0%	10.6%	4.8%	-20.6%	-9.2%	-12.2%	0.7%	-10.0%
两本账收入合计	258757	274898	276384	300563	281582	287489	281792	282349	275731
两本账支出合计	301468	330239	363587	359983	371192	375913	386090	405893	399275
支出增速	14.1%	9.5%	10.0%	-1.0%	3.4%	1.3%	2.7%	5.1%	3.4%
支出：同比增量		28771	33348	-3604	11209	4721	10177	19803	13185
收支缺口（支出-收入=以下五项补充）	42711	55341	87203	59420	89610	88424	104298	123544	123544
广义赤字率（收支缺口/GDP）	4.6%	5.5%	8.4%	5.1%	7.3%	6.8%	7.7%	8.7%	8.7%
1、结转下年支出（特别提及）	0	0	0	12000	7393	5000	0	0	0
2、上年结转收入（特别提及）	0	0	0	0	12000	7393	5000	0	0
3、央行利润上缴（不计入收入）	0	0	0	0	16500	0	0	0	0
4、预算稳定调节基金等渠道净补充	5411	6241	2103	-780	-1697	-769	9698.0	4944.1	4944.1
5、政府债新增	37,300	49,100	85,100	72,200	70,200	86,800	89,600	118,600	118,600
其中：特别国债	0	0	10000	0	0	10000	10,000	18000	18000
其中：专项债	13500	21500	37500	36500	36500	38000	39,000	44000	44000
其中：中央赤字	15500	18300	27800	27500	26500	31600	33,400	48600	48600
其中：地方赤字	8300	9300	9800	8200	7200	7200	7,200	8000	8000
赤字合计（不含特别国债）	23800	27600	37600	35700	33700	38800	40,600	56600	56600
GDP(万亿)	93.6	100.6	103.5	117.4	123.4	129.4	134.9	141.5	141.5
名义GDP增速		7.5%	2.9%	13.4%	5.1%	4.9%	4.2%	4.9%	4.9%
赤字率（赤字/名义GDP）	2.5%	2.7%	3.6%	3.0%	2.7%	3.0%	3.0%	4.0%	4.0%

资料来源：Wind，华创证券预测

图表 5 政府性基金收入：2022-2024 年实际完成低于预算目标



资料来源：Wind，华创证券

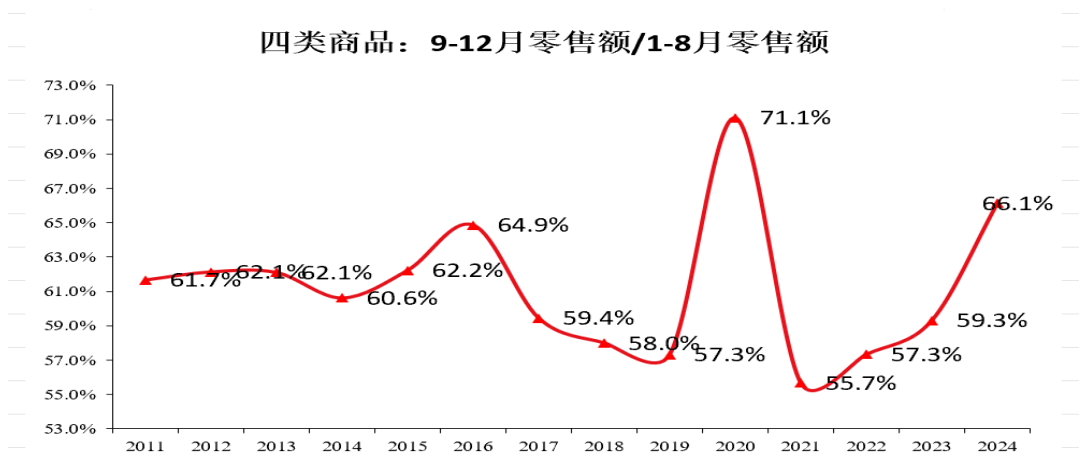
五、消费：“以旧换新”增加多少消费？

我们使用两个角度估算“以旧换新”的乘数效应，取均值，可按 2 倍估算补贴乘数。根据政府工作报告，“安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新”，相比 2024 年增量在 1500 亿左右。即，对社零的额外拉动在 $1500 \times 2 = 3000$ 亿。2024 年全年，社零规模为 48.7895 万亿元，增长 3.5%。则，以旧换新政策，带来的增速提升或在 0.6%（3000 亿/48.7895 万亿）。即，乘数不降的情况下，有望拉动社零增速回升至 4.1% 左右。

角度一：计算历年汽车、家电、家具、文化办公用品四类商品的零售额与 9-12 月零售额与前 8 个月零售额之比，2024 年明显偏高，这一偏高的部分可视为政策的增量效果，据此估算，2024 年 1500 亿的消费补贴的乘数可能在 1.6 倍左右。（注：没有补贴时，假设 9-12 月零售额与 1-8 月之比为 2011 年以来平均值，不含 2020 年）。

角度二：参考乘联会的估算。根据乘联会秘书长崔东树的分析《中央经济工作会议促进汽车消费可持续增长》，“由此测算原本是 5-12 月下降 95 万台，目前测算的同比增长 57 万台。综合看以旧换新和报废更新带来的合计在零售增量 150 万台，带来 2400 亿的销售增长。”考虑到汽车使用的补贴规模大概在 1000 亿左右，则乘数在 2.4 倍。

图表 6 四类商品 9-12 月零售额与 1-8 月之比



资料来源：Wind，华创证券

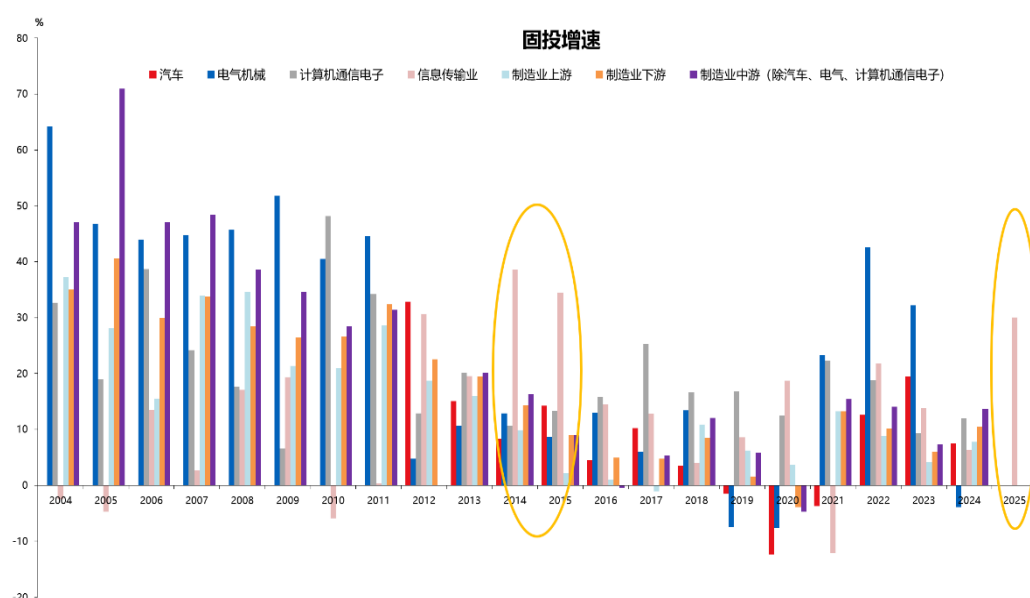
六、产业：亮点在消费供给增加与设备智能化

产业方面，政府工作报告中有两大亮点值得关注：消费的供给增加以及智能终端的培育。结合最近的互联网大厂的资本开支计划，我们提示今年或是类似 2014-2015 年的一年，资本开支领域信息业尤为亮眼，对应到资本市场在活跃的交易支持下，科技领域或将有着更强的收益表现。

一是关于消费，强调增加供给以促进消费。包括“着力破解消费供给的结构性矛盾”、“从放宽准入、减少限制、优化监管等方面入手,扩大健康、养老、托幼、家政等多元化服务供给。”“推动互联网、文化等领域有序开放,扩大电信、医疗、教育等领域开放试点。”

二是关于制造，强调发展智能设备。包括“支持大模型广泛应用，大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等新一代智能终端以及智能制造装备。”、“培育生物制造、量子科技、具身智能、6G 等未来产业。”

图表 7 信息业投资或类似 2014-2015 年表现亮眼



资料来源：Wind，华创证券预测

图表 8 政府工作报告与经济工作会议提及产业对比

2024年12月中央经济工作会议提及产业		2025年政府工作报告是否提及及相关表述	2024年政府工作报告提及
促进文化旅游业发展	✓	落实和优化休假制度，释放文化、旅游、体育等消费潜力	积极培育智能家居、文旅旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点
实施降低全社会物流成本专项行动	✓	加快建设统一开放的交通运输市场，实施降低全社会物流成本专项行动	实施降低物流成本行动
开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动	✓	开展 新技术新产品新场景大规模应用示范行动	-
开展“人工智能+”行动	✓	持续推进“人工智能+”行动	开展“人工智能+”行动
积极运用数字技术、绿色技术改造提升传统产业	✓	深入实施制造业 重大技术改造升级和大规模设备更新工程	推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造
培育未来产业	✓	建立未来产业投入增长机制，培育 生物制造、量子科技、具身智能、6G 等未来产业	制定未来产业发展规划，开辟 量子技术、生命科学 等新赛道，创建一批未来产业先导区
促进平台经济健康发展	✓	促进平台经济规范健康发展，更好发挥其在 促创新、扩消费、稳就业 等方面的积极作用	支持平台企业在促进创新、增加就业、国际竞争中 大显身手
推动“三北”工程标志性战役取得重要成果	✓	推动“三北”工程标志性战役取得重要成果	组织打好“三北”工程三大标志性战役
加快“沙戈荒”新能源基地建设	✓	加快建设“沙戈荒”新能源基地，发展海上风电，统筹就地消纳和外送通道建设	加强大型风电光伏基地和外送通道建设
建立一批零碳园区	✓	扎实开展国家碳达峰第二批试点，建立一批 零碳园区、零碳工厂	-
制定固体废物综合治理行动计划	✓	制定固体废物综合治理行动计划	强化固体废物、新污染物、塑料污染治理
稳步推进服务业开放，扩大电信、医疗、教育等领域开放试点	✓	推动互联网、文化等领域有序开放 ，扩大电信、医疗、 教育 等领域开放试点	放宽电信、医疗等服务业市场准入
发展社区支持的居家养老，扩大普惠养老服务	✓	从放宽准入、减少限制、优化监管等方面入手， 扩大健康、养老、托幼、家政等多元化服务供给 ；推进社区支持的居家养老，强化失能老年人照护，加大对老年助餐服务、康复辅助器具购置和租赁支持力度，扩大普惠养老服务	加强城乡社区养老服务网络建设
积极发展银发经济	✓	大力 发展银发经济	大力 发展银发经济
积极发展首发经济、冰雪经济	✓	积极 发展冰雪运动和冰雪经济	-
中央经济工作会议未细化，但政府工作报告提及产业		持续深化供给侧结构性改革，着力破解消费供给的结构性矛盾	-
		完善免税店政策，推动扩大入境消费	-
		推动 商业航天、低空经济 等新兴产业安全健康发展	加快前沿 新兴氢能、新材料、创新药 等产业发展，积极打造 生物制造、商业航天、低空经济 等新增长引擎
		支持 大模型 广泛应用	深化大数据、人工智能等研发应用
		大力发展 智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人 等新一代智能终端以及智能制造装备	巩固扩大 智能网联新能源汽车 等产业领先优势
		制定创新药目录，支持 创新药 发展	加快前沿 新兴氢能、新材料、创新药 等产业发展
		扩大5G规模化应用，加快 工业互联网 创新发展，优化 全国算力资源 布局	加快 工业互联网 规模化应用；加快形成 全国一体化算力体系
		办好特殊教育、继续教育、专门教育，引导规范民办教育发展	办好特殊教育、继续教育，引导规范民办教育发展， 大力提高职业教育质量
		扩大高中阶段教育学位供给，逐步推行免费学前教育	开展基础教育扩优提质行动，加快 义务教育优质均衡发展 和城乡一体化
		加快推进部分品目 消费税 征收环节后移并下划地方	促进跨境电商等新业态健康发展，优化海外仓布局
		促进 跨境电商 发展，完善跨境寄递物流体系，加强海外仓建设	实施 农机装备 补短板行动
		加快 先进适用农机装备 研发应用和农业科技成果大面积推广	提高高标准农田建设投资补助水平
		高质量推进高标准农田建设	加强无障碍环境、适老化设施建设，打造宜居、智慧、韧性城市
		发展数字化、智能化基础设施，完善无障碍适老化配套设施	-
		开展煤电低碳化改造试点示范	-

资料来源：中国政府网，华创证券

七、投资：重点或在乘数能否扩大

今年财政资金明确用于投资或包括四个部分，合计 5.33 万亿左右，略低于 2024 年（主要是 2024 年投资资金中有 2023 年的增发国债 1 万亿）。包括中央预算内投资 7350 亿、项目专项债预计为 3.6 万亿（4.4 万亿的新增专项债用预计有 8000 亿用于化债）、用于设备更新的特别国债 2000 亿、用于两重的特别国债 8000 亿。

因而，对于投资而言，2025 年的关键变数或在于乘数端能否扩大（即 1 单位的财政资金撬动多少投资规模）。从 2024 年披露的数据来看，中央预算内投资、项目专项债、用于设备更新特别国债、用于两重特别国债合计 4.67 万亿，撬动投资 6.9 万亿，乘数为 1.48，属于偏低水平，对应的是 2024 年企业中长期贷款增量偏低。

从政府工作报告来看，支持政府投资乘数扩大的较为积极的表述包括“用好超长期特别国债，强化超长期贷款等配套融资。”“动态调整债务高风险地区名单,支持打开新的投资空间。”“优化地方政府专项债券管理机制,实施好投向领域负面清单管理、下放项目审核权限等措施。”“进一步扩范围、降门槛，深入实施制造业重大技术改造升级和大规模设备更新工程。”

图表 9 财政用于投资资金规模

单位：亿元	2023年	2024年	2025年	单位：亿元	2024年财政资金	撬动投资	财政乘数
中央预算内投资	6800	7000	7350	中央预算内投资	7000	13000	
项目专项债（专项债去除此部分）	37000	31200	36000	项目专项债（专项债去除此部分）	31200	36000	
特别国债（用于设备更新）	0	1500	2000	特别国债（用于设备更新）	1500	8000	
特别国债（用于两重）	0	7000	8000	特别国债（用于两重）	7000	12000	
2023年增发国债		10000	0	合计	46700	69000	1.48
合计	43800	56700	53350				

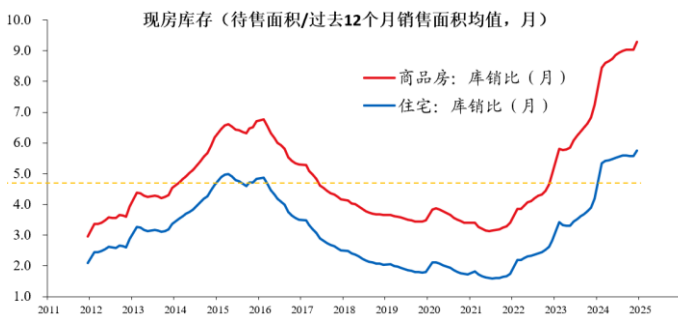
资料来源：中国政府网，国新办，发改委，华创证券预测

八、地产：“控量稳价”思路下积极去库存

地产方面，继续聚焦稳楼市。稳楼市的思路或延续“控量稳价”，而非 2015 年与 1998 年的量价齐增。政府工作报告中更加积极的表述包括“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”、“因城施策调减限制性措施，加力实施城中村和危旧房改造”、“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。”

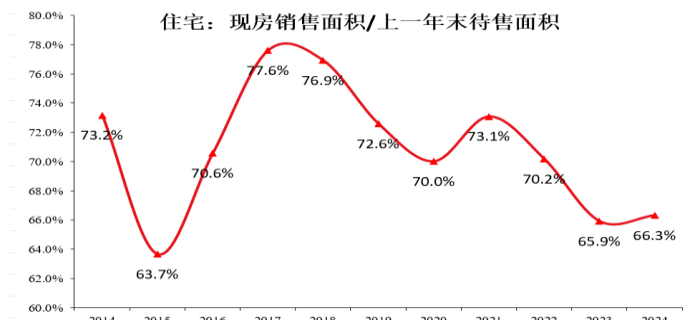
后续持续关注地产的库存去化情况，尤其是现房的去化情况。从目前的数据来看，截止至 2024 年 12 月末，住宅的未售现房（已竣工未销售）去化周期达到 5.76 个月，2011 年以来新高。以现房消费面积/上年末待售面积衡量的现房去化速度来看，2024 年为 66.3%，同样处于历史偏低水平。

图表 10 现房库存去化周期：属于偏高水平



资料来源：Wind，华创证券

图表 11 现房去化速度趋缓



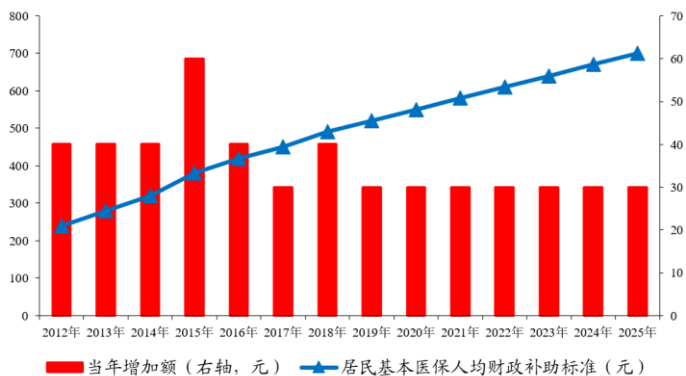
资料来源：Wind，华创证券

九、民生：亮点或在生育支持

民生保障方面，一方面，继续提高医保和养老金补贴标准，但提高幅度与 2024 年一致。例如，养老金方面，“城乡居民基础养老金最低标准再提高 20 元”，根据央视网报道，“近些年，中央财政补贴（即全国基础养老金最低标准）均以定额调整的方式上涨，已从制度建立初期的每人每月 55 元提高至 123 元。其中，2021 年-2024 年，中央财政补贴每人每月分别为 93 元、98 元、103 元、123 元。”

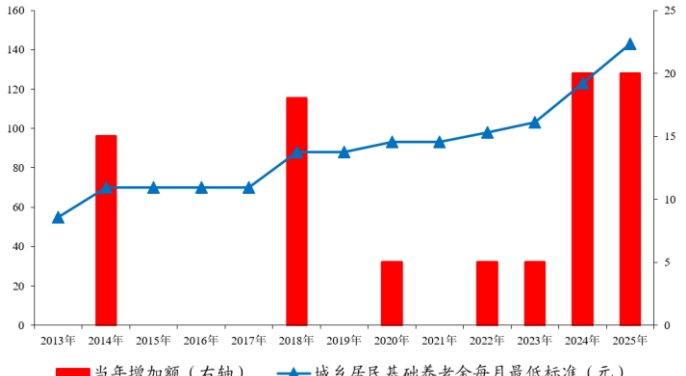
另一方面，今年或将有更多生育支持政策。包括“制定促进生育政策，发放育儿补贴，大力发展托幼一体服务，增加普惠托育服务供给。”“逐步推行免费学前教育”。此前，部分地区为鼓励生育，已发放育儿补贴。例如济南 2023 年 1 月，“本市户籍按照生育政策于 2023 年 1 月 1 日以后出生的二孩、三孩家庭，每孩每月发放 600 元育儿补贴，对其中的最低生活保障、特困供养人员及领取失业保险金期间的生育妇女每月加发 200 元育儿生活补贴，直至孩子 3 周岁。”

图表 12 居民基本医保财政补贴标准



资料来源：中国政府网，华创证券

图表 13 居民基础养老金每月最低标准



资料来源：人社部，央视网，华创证券

十、能耗：目标有所提高

今年政府工作报告提及，“单位国内生产总值能耗降低 3%左右。”参照去年情况，完成概率或较高。2024 年，能耗强度方面“单位国内生产总值能耗降幅超过 3%”，总的能源消耗方面（含原料用能等），“初步测算，2024 年全社会能源消费总量比上年增长 4.2%。非化石能源占能源消费总量的比重稳步提升，比上年提高 1.8 个百分点；煤炭比重下降 1.6 个百分点，石油下降 0.5 个百分点，天然气上升 0.3 个百分点。”

宏观组团队介绍

研究所副所长、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

副组长、高级分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。

高级研究员：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。

高级分析师：高拓

研究方向：财政政策。麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

研究员：李星宇

研究方向：大类资产。清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：夏雪

研究方向：海外宏观。中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：袁玲玲

研究方向：政策研究。南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：韩港

研究方向：国内基本面。南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	郑珺丹	销售经理		zhengjundan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	张晨奂	销售经理		zhangchenhuan@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	胡玉青	销售经理		huyuqing@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522

免费领报告



扫一扫二维码 关注公众号 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；