



## 宏观专题

# 稳定预期，激发活力

## ——政府工作报告的八点学习体会

### 证券分析师

#### 程强

资格编号：S0120524010005

邮箱：chengqiang@tebon.com.cn

#### 张浩

资格编号：S0120524070001

邮箱：zhanghao3@tebon.com.cn

### 研究助理

#### 戴琨

邮箱：daikun@tebon.com.cn

#### 连桐杉

邮箱：liants@tebon.com.cn

#### 陈冠宇

邮箱：chengy@tebon.com.cn

### 相关研究

### 投资要点：

- **核心观点：**3月5日，2025年政府工作报告正式公布，2025年是十四五规划最后一年，为圆满收官“十四五”，并为“十五五”的良好开局打牢基础，本次政府工作报告定调积极，结合短期内外部的风险和中期经济挑战，进行了针对性的政策和改革部署，我们认为，以下是本次会议着重需要关注的四个方面：
  - 一是政策基调强调稳定预期、激发活力，首先，宏观政策要结合形势动态调整，当前的政策安排依旧为未来留用空间和后手；其次，政策增强前瞻性、有效性、针对性，强调防患于未然，能早则早，研究清楚就一次性给足。另外，政府工作报告强调塑造积极的社会预期，要注意倾听市场声音，这要求既要有政策短期发力又要切实推进中长期改革，方能全面激发活力、提升各主体积极性，从而全面带动中央与地方、预算内与预算外、民企与国央企等积极性，实现政府与市场两方面的统筹发力。
  - 二是发展目标重点关注物价，增长、就业、能耗等发展目标在2025年继续实现的概率较高，“低通胀”水平是当前面临的中期经济挑战，这需要宏观政策进一步发力来扩大内需，本次政府工作报告也做出针对性部署，要求财政、货币等要和产业、科技、就业等打好组合拳，从“形成合力、能早则早、协同联动、尽量给足”四方面发力。同时，扩大内需重点在关注提振消费，拓宽收入渠道、消费供给牵引需求、改善环境提升意愿是促进消费的抓手，而投资领域则聚焦制造业和基建，产业基础再造和标准提升引领是制造业持续向好的支撑。
  - 三是产业发展聚焦新质生产力，关键是把握新一轮产业浪潮和科技革命，从中美关系政治新周期、高水平科技自立自强到扩大内需的现实需要，当下人工智能及半导体行业发展重要性及迫切性均显著提升，2025年壮大新兴、未来产业是产业发展的第一要务，推动“人工智能+”行动也成为产业转型的关键举措。另外，传统产业中，政府工作报告强调持续用力推动房地产市场止跌回稳，在稳需求、去库存、控供给三个方面进一步加强政策措施应对，积极鼓励发展房地产新发展模式，重点做好保障房体系和“好房子”建设。
  - 四是坚持经济体制改革引领发展、破局。24年三中全会后中长期改革方向基本确定，以改革破局、以改革引领发展的思路也更加清晰，25年政府工作报告也落实三中全会安排积极推进改革事宜，我们提示重点关注四个大的方面“全国统一大市场、扩大对外开放、落实民营经济发展、国有经济布局优化和结构调整”，这些领域的改革措施是应对中中长期内外部挑战的重要保障。
- **风险提示：**(1)中美战略竞争超预期加剧；(2)国内宏观政策超预期变化；(3)国际金融市场超预期波动。

## 内容目录

1. 稳定预期、激发活力 .....	4
2. 发展目标，重视物价 .....	6
3. 宏观政策积极有为，合力、抢早、联动、给足 .....	8
3.1. 财政政策：更加积极，确保政策持续用力、更加给力 .....	8
3.2. 货币政策：推动实现宽信用，广义财政、信用融资是主要抓手 .....	10
3.3. 打好政策组合拳，重点从“合力、抢早、联动、给足”四方面发力。 .....	13
4. 扩大内需，提振消费 .....	14
4.1. 提振消费：多渠道增收、以旧换新、供给牵引 .....	14
4.2. 积极扩大有效投资：关注基建与制造业两个方向 .....	15
5. 发展新质生产力，培育壮大新兴产业、未来产业 .....	18
5.1. 发展战略性新兴产业，半导体与 AI 产业紧迫性更强 .....	18
5.2. 持续推进 AI+行动 .....	20
5.3. 建立未来产业投入增长机制 .....	21
6. 推动标志性改革落地，以经济体制改革牵引发展 .....	21
6.1. 纵深推进全国统一大市场建设 .....	21
6.2. 落实促进民营经济发展的政策措施 .....	22
6.3. 国有经济布局优化和结构调整 .....	23
6.4. 深化财税金融体制改革 .....	23
6.4.1. 深化财税金融体制改革 .....	23
6.4.2. 加强战略性力量储备和稳市机制建设 .....	24
7. 持续用力推动房地产市场止跌回稳 .....	25
8. 扩大对外开放，加快绿色转型 .....	27
8.1. 拥抱全球化，扩大对外开放 .....	27
8.2. 加快绿色转型 .....	28
9. 风险提示 .....	29

## 图表目录

图 1: 核心 CPI 同比与二手房出售挂牌价指数走势接近 .....	8
图 2: CPI 同比与二手房出售挂牌价指数走势大致接近 .....	8
图 3: “六分法”下, 租赁房房租和教育服务价格是影响核心 CPI 最核心的因素 (仅考虑无波及效应下的两个单一分项间的影响) .....	8
图 4: 2025 年财政赤字率目标为 4%, 较 2024 年提升 1% .....	9
图 5: 货币政策支持高质量发展与宽信用框架 .....	10
图 6: 1-2 月政策行债券净融资高于近 5 年同期 .....	11
图 7: 1 月社融中企业债净融资达到近年较高水平 .....	11
图 8: 2024 年企业债收益率随国债下行 .....	12
图 9: 消费分析框架示意图 .....	15
图 10: 积极扩大有效投资框架 .....	16
图 11: 产业升级、技术改造、设备更新支撑制造业投资持续较高 .....	17
图 12: 中国人工智能产业链梳理及部分代表公司 .....	19
图 13: 中国半导体产业链概览 .....	19
图 14: “人工智能+”应用梳理 .....	20
图 15: 全国统一大市场建设推进框架 .....	22
图 16: 以“中长期资金+内生稳定性资金”为代表的内在稳定性长效机制 .....	25
图 17: 2024 年 9 月后, 70 大中城市二手房价格同比触底, 环比上涨城市增多 .....	26
表 1: 2024 年以来财政部、人民银行、证监会、金监总局出席国新办新闻发布会统计 ..	5
表 2: 2024 和 2025 年政府工作报告目标对比 .....	7
表 3: 结构性货币政策工具情况表 (截止 2024 年四季度末) .....	13

## 1. 稳定预期、激发活力

考虑当前我国经济发展仍旧面临着内外部一定的挑战和问题，2025 年政府工作报告强调，在对问题和挑战有着清醒和充分的认识的背景下，发展要直面困难、坚定信心，提出了 2025 年政府工作报告总基调和政策取向“坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，**稳定预期、激发活力**，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成十四五规划目标任务，为实现‘十五五’良好开局打牢基础”。

我们认为要重点关注“稳定预期、激发活力”，这是实现一切目标的前提和基础，可以从以下几个方面加以理解并加深认识：

**1、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。**从 2024 年的宏观政策部署来看，一季度增长表现较好，政策部署基本保持稳健，二季度以后增长有所放缓，面对“主要指标连续走低，下行压力加大”的情况，9 月 26 日政治局会议适时调整政策，随后陆续出台一系列政策发力稳增长，增加支持力度，是宏观政策根据形势变化动态调整，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性的典型表现，我们认为，926 正是基于政策层面关注到社会预期和经济活力变化而做出的及时应对，从结果上看，926 和其后的增量政策也有效扭转了社会预期，提振了经济活力，确保了 2024 年经济社会主要发展目标顺利实现。当前来看，CPI 和 PPI 已自 2023 年以来持续偏低，“低通胀环境”是经济面临的核心中期挑战，也是抑制经济活力和扰动预期的关键因素，需要政策动态校准、持续加力来稳定预期、激发活力。

**2、注重倾听市场声音，协同推进政策实施和预期引导，塑造积极的社会预期。**预期对现代经济发展影响重大，对经济发展的预期与经济现实的现实之间的关系类似主观能动性与客观规律之间的关系，既要清晰认识和尊重客观规律，也要充分发挥主观能动性。整体的社会预期是由一个个微观主体的预期合并形成的，个体的预期会直接影响其未来的消费、投资行为决策，也会在社会传播中对其他个体的预期产生影响，因此，塑造积极的社会预期对于发挥个体积极性，全力以赴争取经济社会发展的更好结果意义重大。

受认知水平、个体经历、社交网络等影响，个体对政策基调、政策节奏的理解通常存在一定的局限性，很多“预期差”也就由此产生。在经济发展面临一定压力的时期，个体往往希望政策能够立竿见影、一步到位，而这并不符合经济发展和宏观调控政策的客观规律，政策的出台需要周密的研究部署，政策的生效也需要一定的时间发酵，在这一进程中，个体可能产生一定的“预期差”，认为政策力度不及预期或政策效果不达预期，并在进一步的传播过程中形成有所偏误的所谓“主流”观点。

政府工作报告提出“注重倾听市场声音，协同推进政策实施和预期引导，塑造积极的社会预期”，我们认为这体现出政策层面更加注重预期引导，更清楚地认识到“预期差”产生的根源，旨在通过更积极的与市场沟通的方式引导塑造积极的社会预期。2024 年三季度以来，国新办新闻发布会频率明显提高，政策层与市

场的交流也有所增加，这一趋势或在 2025 年延续，政策层或将通过更多渠道拓展与市场的沟通，向市场传递政策信息更及时、更全面。另一方面，注重宏观政策取向一致性也是预期引导的重要方向，避免取向相悖政策的出台对社会预期产生不利影响。

**表 1：2024 年以来财政部、人民银行、证监会、金监总局出席国新办新闻发布会统计**

时间	主题	部委			
		财政部	人民银行	证监会	金监总局
2025/1/23	大力推动中长期资金入市，促进资本市场高质量发展	√	√	√	√
2025/1/14	金融支持经济高质量发展		√		
2025/1/10	财政高质量发展	√			
2025/1/8	加力扩围实施“两新”政策	√	√		
2024/11/22	促进外贸稳定增长		√		
2024/10/17	促进房地产市场平稳健康发展	√	√		√
2024/10/14	加大助企帮扶力度				√
2024/10/12	加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展	√			
2024/9/27	《国务院关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》				√
2024/9/24	金融支持经济高质量发展		√	√	√
2024/9/5	推动高质量发展		√		
2024/8/21	推动高质量发展				√
2024/7/31	推动高质量发展	√			
2024/6/26	《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》			√	√
2024/4/11	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	√			
2024/4/10	《统筹融资信用服务平台建设提升中小微企业融资便利水平实施方案》		√		√
2024/3/21	近期投资、财政、金融有关数据及政策情况	√	√		
2024/3/20	推进高水平对外开放更大力度吸引和利用外资		√		
2024/3/15	强监管防风险推动资本市场高质量发展			√	
2024/3/1	进一步优化支付服务提升支付便利性		√		
2024/1/25	金融服务经济社会高质量发展				√
2024/1/24	贯彻落实中央经济工作会议部署、金融服务实体经济高质量发展		√		

资料来源：国新办，德邦研究所

**3、宏观政策注重民生导向，以人为本、投资于人，提升居民的幸福感和获得感，稳定居民预期、提振信心。**作为居民，对经济发展和宏观政策的感受或并不似企业拿到的订单那么直接，也不似政府部门看到的数据那么直观，居民对经济发展和宏观政策的感受更多来自于自身的生活水平能否改善，基于此，宏观政策注重民生导向，着力提升居民的幸福感和获得感，稳定居民预期、提振信心就显得十分重要。

我国经济发展中历来存在投资驱动较强、消费驱动偏弱的特征，在房地产市场逐步形成新发展格局的背景下，前期房价走弱、经济增长阶段性承压等也导致了一定程度的“负财富效应”和对就业形势的担忧。在更加注重提振消费、扩大内需的政策导向下，如何提高居民消费意愿和消费能力就成为政策的核心问题。提升居民的幸福感和获得感是提升消费能力的关键，在消费倾向保持平稳的基础上，增加收入就能够增加消费；稳定居民预期、提振信心是提升消费意愿的关键，有了良好的收入增长预期、有了对未来就业形势的信心，居民就会更有信心进行诸如房产、汽车等大额消费。因此，在宏观调控政策上更加倾斜于民生，对稳定居民预期、提振居民信心意义重大。

**4、充分调动各方面积极性。**宏观经济是由各种微观主体组成的，努力实现更高层次的经济增长需要各类微观主体的共同努力。政府工作报告提出“有效激发各类经营主体活力”，我们也观察到，自 926 政治局会议以来，对于充分调动各方面积极性的表述逐渐增强，其核心目的在于落实经济工作建设的实际效能。我们

认为，这需要调动全部的积极性，包括中央和地方，预算内和预算外资金，央国企和民企等全部政府主体和市场主体，从而更好的落实政策安排，实现发展目标，重点关注以下三个方面：

**1) 深化国资国企改革进程加快推进，聚焦主责主业，重点发展关键领域和重要科技突破。** 国资国企是我国经济社会发展的重要支柱，国企不仅扮演着主要市场参与者的角色，还肩负着重要技术攻关、带动上下游产业链共同发展的重要使命。政府工作报告提出“实施国有经济布局优化和结构调整指引，加快建立国有企业履行战略使命评价制度”，我们认为下一步国资国企改革将聚焦主责主业，整合资源支持科技创新、产业发展和经济安全等，通过更专注于重要方面和关键领域，发挥国企的规模优势、资源优势，突破卡点，带动其他主体协同发展。

**2) 改善营商环境是提升民营经济主体积极性的关键环节。** 对于企业发展而言，除了统一、完善的市场制度、支持企业发展的具体政策措施以外，营商环境也是企业在开拓市场、布局经营的重要因素。改善营商环境与建设统一大市场互相促进，且民营经济对营商环境更加敏感，一个地区的营商环境很容易通过民营企业家口耳相传，进而影响当地民营经济的长期发展。政府工作报告提出“开展规范涉企执法专项行动，集中整治乱收费、乱罚款、乱检查、乱查封，坚决防止违规异地执法和趋利性执法”，理顺政府和企业关系，加强政府服务职能，避免不当行政行为伤害民营企业积极性，有利于改善营商环境，增强民营企业信心。

**3) 各级政府也是影响宏观经济运行的重要组成部分，各级政府的积极性也需要充分调动。** 政府工作报告明确提出“强化正向激励，完善考核评价体系……让广大干部把更多时间和精力用到干实事上”，在这一方面，自 926 政治局会议以来同样也有着逐步递进的表述，926 政治局会议要求为担当者担当、为干事者撑腰；2024 年 10 月 28 日政治局会议强调敢作善为、攻坚克难，主动为党分忧、为国尽责；2024 年 12 月 9 日政治局会议强调要充分调动各方面积极性，调动干部干事创业的内生动力；2024 年中央经济工作会议指出“要强化正向激励，激发干事创业的内生动力，切实为基层松绑减负，让想干事、会干事的干部能干事、干成事”，我们认为，通过行政化方式加强中央对经济工作的全面领导，能够自上而下将经济层面的政策部署逐级落实，以实现政策效能更好的逐级穿透。

## 2. 发展目标，重视物价

当前内外部环境日趋复杂，为高质量完成“十四五”规划目标任务、“十五五”良好开局奠定基础，2025 年经济发展主要预期目标设定为：1) 国内生产总值增长 5%左右。2) 城镇调查失业率 5.5%左右，城镇新增就业 1200 万人以上；3) 居民消费价格涨幅 2%左右；4) 居民收入增长和经济增长同步；5) 国际收支保持基本平衡；6) 粮食产量 1.4 万亿斤左右；7) 单位国内生产总值能耗降低 3%左右，生态环境质量持续改善。我们认为，综合考虑政策力度和经济惯性，增长、就业、能耗、收入等目标完成压力不大，物价水平的变化需要特别关注。

**表 2：2024 和 2025 年政府工作报告目标对比**

目标	2024年	2025年	变化方向	变化幅度
GDP增速	5%左右	5%左右	→	不变
新增就业	1200万人以上	1200万人以上	→	不变
失业率	5.50%	5.50%	→	不变
CPI	3%	2%	↓	下调1%
赤字率	3%	4%	↑	上调1%
赤字规模	4.06万亿元	5.66万亿元	↑	上调1.6万亿元
赤字率隐含名义GDP增速	7.40%	4.90%	↓	下调2.5%
地方政府专项债	3.9万亿元	4.4万亿元	↑	上调0.5万亿元
特别国债	1万亿	1.8万亿	↑	上调0.8万亿元
粮食产量	1.3万斤以上	1.4万斤以上	↑	上调0.1万斤

资料来源：新华社，人民日报客户端，德邦研究所

**2025 年 CPI 目标增速为 2% 左右，是 2015 年以来的首次下调：**2015 至 2024 年政府工作报告中 CPI 目标增速连续 10 年设定为 3% 左右，宏观政策更多侧重于 CPI 不超过 3%，通胀目标往往是约束性和限制性目标，而 2025 年将这一目标下调至 2%，则是希望推动物价水平回到 2% 以上。我们此前在 2024 年 12 月外发的《走出“低价”，关注什么？》报告中对物价水平有详细研究，我们发现了以下三个特征：1) 推动 CPI 回升变量既有需求侧逻辑，又有供给侧逻辑，后者比前者更易上行；2) 市场低估了房地产这一变量对物价的拖累；3) 想要需求侧改善带动 CPI 系统性上行，关键在于推动消费和地产政策的进一步发力，推动核心 CPI 回升。从我们的研究成果来看，通过需求侧拉动核心 CPI 快速上升，这一难度不小，且并非短期之举。

因此，当前我们身处“低通胀”环境，宏观经济运行和政策应对都更注重推动价的回升。根据我们在《走出“低价”，关注什么？》报告中提出的考虑二手房和新房价格的 CPI，2025 年 1 月分别同比-0.2%和-0.3%。本次政府工作报告也对此进行了针对性的部署，将通胀目标调整至 2%，是基于当前我国物价下行压力大于上涨压力的背景，在向全社会传递信号，希望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，努力通过各种政策去推动物价的温和回升，进而提振市场预期。

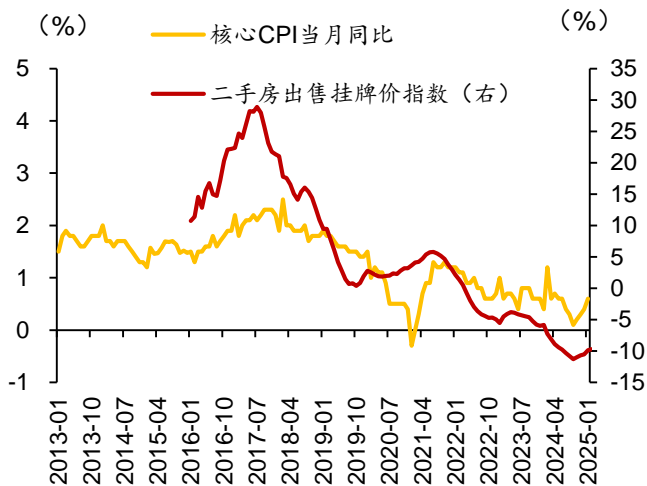
### 那么政策和改革将如何展开呢？

1) 政策端，要进一步实施扩内需政策，加大对房地产和消费的支持力度。地产政策方面，2025 年地产政策强调“持续用力”，通过金融支持（发挥房地产融资协调机制作用）、盘活存量（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）、优化增量（合理控制新增房地产用地供应）等组合拳，加大对地产市场的支持力度，推动房地产市场止跌回稳；消费政策方面，2025 年消费是经济政策的着力点，报告强调“强化宏观政策民生导向”、“经济政策的着力点更多转向惠民生、促消费”、“投资于人”，可能通过支持扩大就业、促进居民增收减负、加强消费激励和提振消费专项行动等，形成经济发展和民生改善的良性循环。

2) 改革端，重在挖掘需求潜力，一是注重供给牵引需求，消费领域注重丰富消费业态和提升消费供给水平，以更高品质消费供给来提升消费；投资领域，通过标准提升来引领和推动产业转型升级。二是改善营商、消费环境，一方面更好

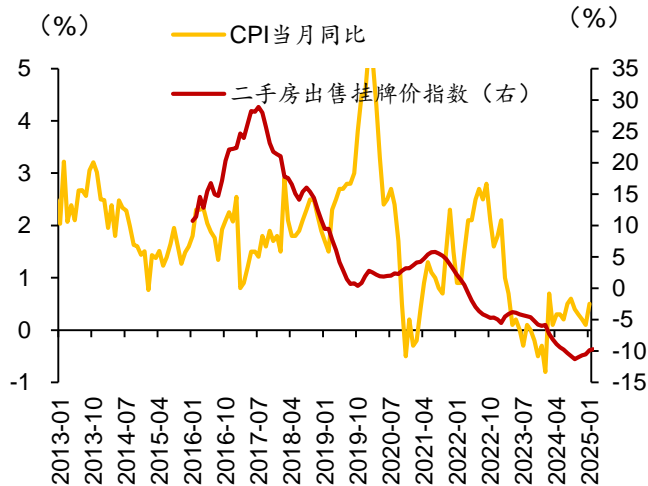
的吸引各主体的投资积极性，另一方面构建“优化消费环境—提振消费信心—扩大消费需求”良性循环。

图 1：核心 CPI 同比与二手房出售挂牌价指数走势接近



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：CPI 同比与二手房出售挂牌价指数走势大致接近



资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：“六分法”下，租房房租和教育服务价格是影响核心 CPI 最核心的因素（仅考虑无波及效应下的两个单一分项间的影响）

CPI (A)	子科目 (B)		子科目 (C)	权重	对应指标 (D)	科目 (D) 变动 1%时指标 (C) 变动	科目 (D) 变动 1%时指标 (A) 变动
	核心 CPI	商品	耐用	通信	3.0%	中国手机产量	0.0%
全球智能手机出货量						0.0%	-0.0001%
非耐用			烟酒	3.2%	烟草制品业固定资产投资完成额	-0.6%	-0.0061%
					烟草制品业规模以上工业企业增加值	-1.8%	-0.0192%
			服装	4.9%	烟草制品业平均用工人数	7.4%	0.0793%
					服装类限额以上企业商品零售额	-0.5%	-0.0115%
服务		周期	租房房租	14.7%	中国:二手房出售挂牌价指数	12.7%	1.8728%
			教育服务	6.3%	中国居民人均消费支出教育、文化和娱乐	10.2%	0.6439%
		非周期	医疗服务	6.4%	中国居民人均消费支出医疗保健	8.9%	0.5687%
			食品	15.30%	猪肉平均批发价	41.2%	6.3051%
非核心 CPI	能源		6.80%	汽油(95#,全国 VI)市场价	2.8%	0.1919%	

资料来源：Wind，德邦研究所测算

注：受到数据频率限制，部分季度频率的数据计算得到的拉动效果可能低于实际值，医疗和教育服务受到样本量限制，回归结果实际含义可能下降，烟酒分项中酒类高频数据受到数据可得性影响，并未将酒类高频数据加入回归模型，因此可能扰动烟酒类 CPI 回归结果的准确性和全面性

### 3. 宏观政策积极有为，合力、抢早、联动、给足

#### 3.1. 财政政策：更加积极，确保政策持续用力、更加给力

政府工作报告提出财政政策要更加积极，确保政策持续用力、更加给力，可以从以下几个方面来展开：

1) 更大规模的政府债务，兼顾总量和结构：2025 年赤字率拟按 4% 左右安排、比上年提高 1 个百分点，赤字规模 5.66 万亿元、比上年增加 1.6 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，支持国有大型商业银行补充资本。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。2025 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，我们认为，更大规模的政府债务体现了财政更加积极的特征，总量上能够对增长、就业等变量形成更大支持，结构上，也针对性的对提振消费、促进房地产市场止跌回稳、防范地方政府债务风险等问题予以支持。

**2) 财政支出提升并加快形成实际支出，加大转移支付；**2025 年一般公共预算支出规模 29.7 万亿元、比上年增加 1.2 万亿元，政府性基金预算支出规模 12.5 万亿元，两本账合计的财政支出达到了 42.2 万亿元，较 2024 年实际值（38.6 万亿元）提升了 3.6 万亿元，凸显财政支出更加积极。同时，政府工作报告要求“要加快各项资金下达拨付，尽快形成实际支出，持续优化支出结构，更加注重惠民生、促消费、增后劲，切实提高资金使用效益”，2025 年全国一般公共预算中社会保障和就业支出规模达到 4.4 万亿，较 2024 年提升 2.2 万亿，就业补助资金达 667 亿元，与 2024 年持平，2025 年在 2024 年 3% 的基础上继续提高企业和机关事业单位退休人员基本养老金调标比例等安排均体现了“惠民生”。此外，中央财政加大对地方一般性转移支付力度，2025 年达到 10.3 万亿元，重点向困难地区和欠发达地区倾斜。

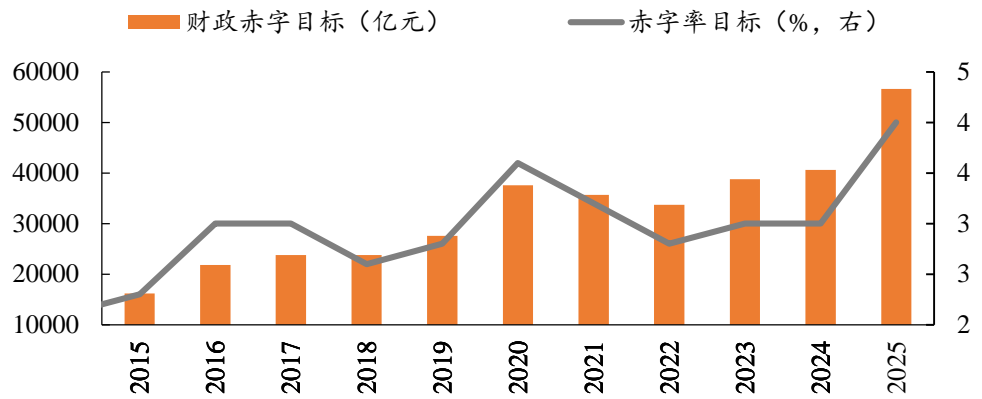
**3) 坚持在发展中化债、在化债中发展：**完善和落实一揽子化债方案，优化考核和管控措施，动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空。按照科学分类、精准置换的原则，做好地方政府隐性债务置换工作。完善政府债务管理制度，坚决遏制违规举债冲动。加快剥离地方融资平台政府融资功能，推动市场化转型和债务风险化解。

我们认为，从预算内的积极定调到预算外的边际改善，广义财政扩张是决定信用扩张的关键变量，也是推动扩内需的关键变量。

**财政预算内工具发力，助力政府消费及政府投资。**预计 2025 年财政预算内工具将边际提升，赤字率 4% 达历史最高水平，新增专项债规模 4.5 万亿，较 24 年边际增加 6000 亿，超长期特别国债 1.3 万亿用于支持“两重”和“两新”，较 24 年边际增加 3000 亿，预算内财政工具边际提升，增加了对政府消费和政府投资的支持力度，具体投向体现在以下方面：一般公共预算中“三保”（保基本民生、保工资、保运转）支出、卫生健康、科学技术、教育仍旧是支出大头，预算内基建（交通运输、农林水、城乡社区）等方向也保持较快增速。政府性基金层面，重在用好专项债的杠杆作用，一方面专项债规模进一步提升，可做资本金的项目支持范围也进一步扩充，从传统基建、新基建、新能源基建向文旅等消费领域进一步扩围。

其次，预算外的准财政领域也是广义财政发力的重要补充，这一块重点在于调动地方政府、国央企、政策性银行等各方面积极性。一方面通过政策性银行扩表积极支持中央重大项目、两重项目、房地产新发展模式的发展，2025 年以来已有一些印证，政策性银行 2025 年定调会表现积极，政金债发行规模也处于历史同期的较高水平。另一方面信用债净融资积极改善，前期化债有助于企业减少历史包袱，更好地重新起步，推动企业在市场竞争中快速发展。1 月社融中债券融资已有反映，企业债券净融资达 4454 亿。

图 4：2025 年财政赤字率目标为 4%，较 2024 年提升 1%



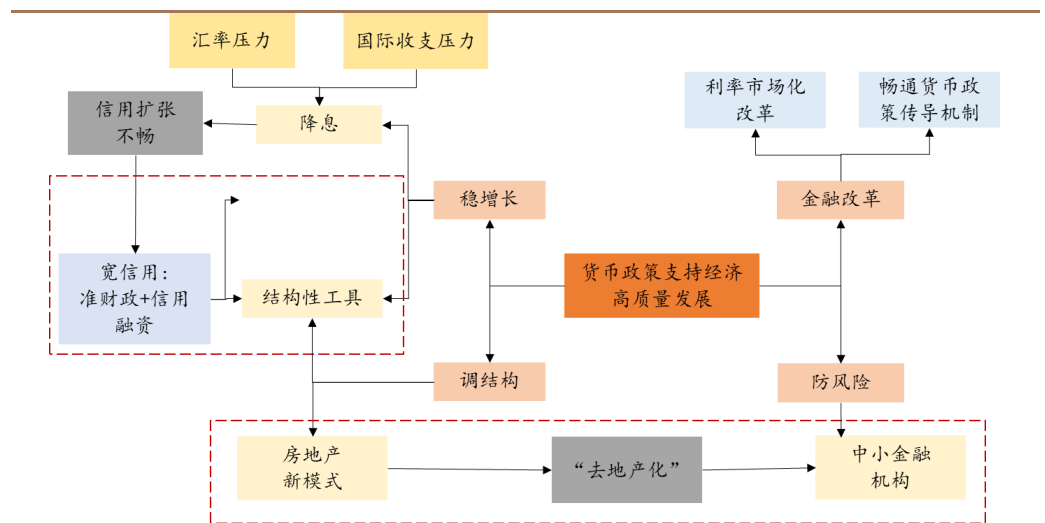
资料来源：Wind，德邦研究所

### 3.2. 货币政策：推动实现宽信用，广义财政、信用融资是主要抓手

政府工作报告提出“实施适度宽松的货币政策。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”，政策基调延续中央经济工作会议表述，且明确提出“适时降准降息”，释放宽货币的更积极信号，我们认为，扩大内需、推动实现价格总水平预期目标，核心在于增加有效投融资和消费需求，也就是促进信用扩张，加快货币流动，提高经济活性。为实现这样的目标，在宽货币的基础上，货币政策层面或需更加积极探索更有效的工具，更注重全方位扩大投融资需求。

在过去的 2024 年，我们观察到市场利率明显下行，流动性环境充裕稳定，但价格水平仍持续偏低，增长也阶段性出现乏力，说明相当一部分的资金并没有流向实体经济，而是在金融体系中流转，利率债受到市场青睐就是这一点的证明。为解决这一问题，单纯依靠宽货币可能会“南辕北辙”，反而可能进一步强化资金追逐利率债等安全资产的意愿。这就需要着力推动资金流向实体，流向能够带来实际增长、能够推动物价温和上升的领域，我们认为，这方面的主要抓手在于推动广义财政扩张、信用融资改善两个方向。

图 5：货币政策支持高质量发展与宽信用框架

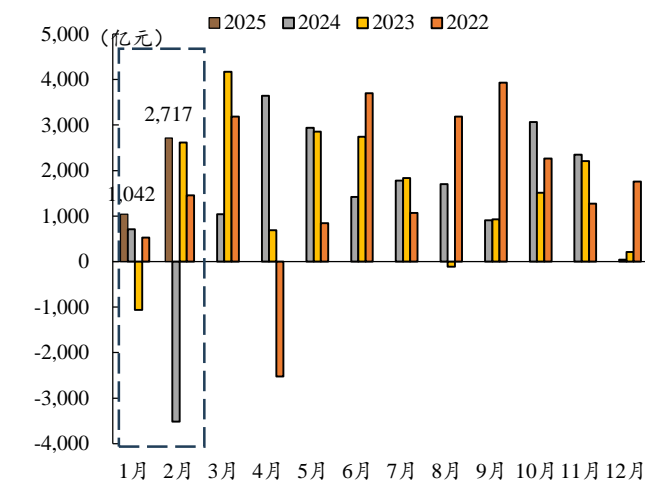


资料来源：德邦研究所绘制

1) 在推动广义财政扩张方向,除预算内财政扩张外,还可通过央行“准财政”工具加码、政策性银行扩表的方式实现。央行“准财政”工具主要以结构性货币政策工具为主,这部分下文会详细论述。政策性银行肩负着对经济中的特定领域提供定向支持的职责,其中尤其是国开行,其支持领域包括产业建设、产业升级、保障性安居工程、科技等领域,这些都属于当前经济发展的重点领域,通过政策性银行增加对这些领域的支持将表现为政策性银行扩表,我们认为这将是后续广义财政扩张的重要手段。通过政策性银行扩表积极支持中央重大项目、两重项目、房地产新发展模式的发展,2025年以来已有一些印证,政策性银行2025年定调会表现积极,政金债发行规模也处于历史同期的较高水平。

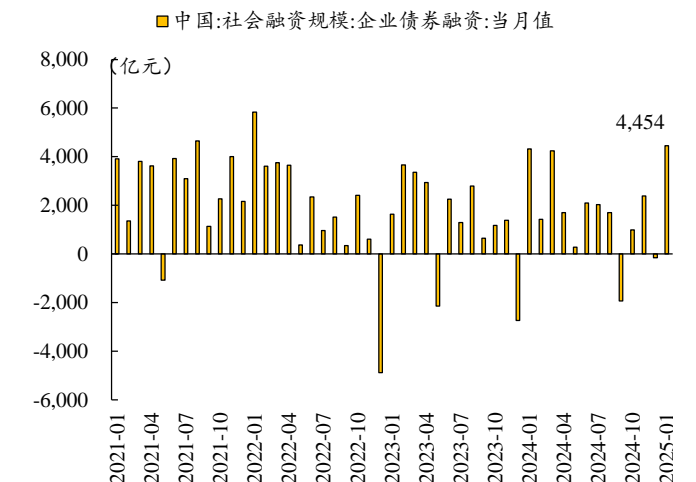
2) 在推动信用融资改善方向,信贷和信用债净融资改善是两大实现方式。1月实现了信贷社融“开门红”,创历史新高的企业中长贷表明实体融资需求有着充分的挖掘空间。政府工作报告提出“推动社会综合融资成本下降,提升金融服务可获得性和便利度”,货币政策或将继续推动LPR下行以实现社会综合融资成本下降,而提升金融服务可获得性和便利度则指向信贷和信用债融资业务规模的扩大,同样有利于信用融资改善。前期化债有助于企业减少历史包袱,更好地重新起步,推动企业在市场竞争中快速发展。1月社融中债券融资已有反映,企业债券净融资达4454亿。

图 6: 1-2 月政策行债券净融资高于近 5 年同期



资料来源: Wind, 德邦研究所

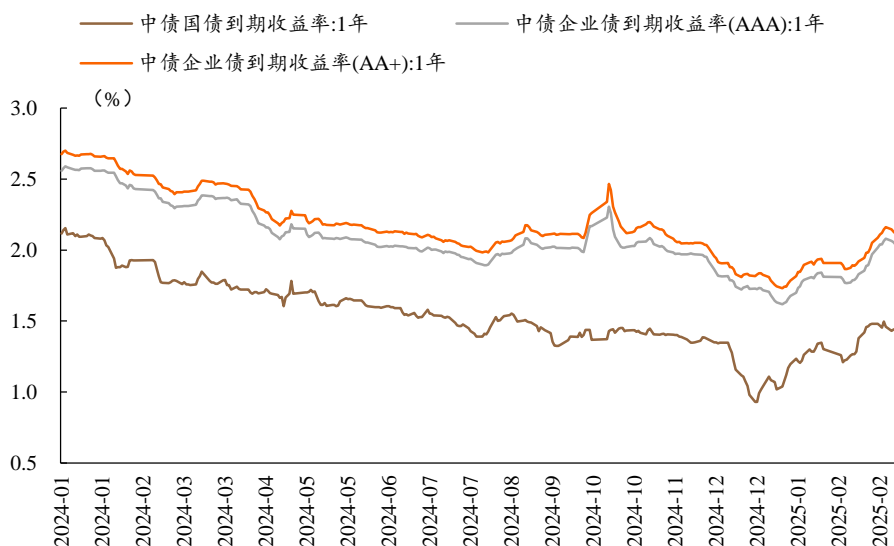
图 7: 1 月社融中企业债净融资达到近年较高水平



资料来源: Wind, 德邦研究所

2024 年国债利率的下行也带动了信用债利率下行,信用债融资成本的下降对企业发债融资意愿有积极作用。但受限于金融机构的分布特征,债券融资金融服务的可获得性和便利仍低于银行贷款,发行债券融资对于部分企业而言仍然较为困难,结合政府工作报告提出的“提升金融服务可获得性和便利度”和“加快多层次债券市场发展”,我们认为通过扩大债券融资服务的覆盖范围,能够让更多企业享受到债券融资成本下行的利好,扩展融资渠道,让更多有效融资需求得到满足,实现债券和贷款可以互为替代,也有利于通过市场竞争推动综合融资成本下降。

图 8：2024 年企业债收益率随国债下行



资料来源：Wind，德邦研究所

**加大结构性货币政策工具对科技创新、绿色发展、提振消费以及民营、小微企业等的支持。**结构性货币政策工具是央行“准财政”工具，通过发放再贷款鼓励金融机构提高对特定领域的金融供给。政府工作报告提出“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，加大对科技创新、绿色发展、提振消费以及民营、小微企业等的支持”，从现有存续工具来看，科技创新再贷款、碳减排支持工具和民企债券融资支持工具(II)分别对应了结构性货币政策对科技创新、绿色发展和民营、小微企业等的支持，这些工具有望进一步增加支持力度。而 2024 年新设的保障性住房再贷款和两项支持资本市场工具则对应“更大力度促进楼市股市健康发展”，也有望进一步推动落实。

从主要工作方向来看，上述工具中碳减排支持工具使用效率较高，设立不到半年的证券、基金、保险公司互换便利也已投放超千亿，而科技创新再贷款、保障性住房再贷款则存在使用效率不高的问题，这可能成为后续结构性货币政策的重点工作方向，即结合总量型货币政策、财政政策、产业政策等协同发力，挖掘相关领域有效融资需求，提高结构性货币政策工具使用效率，真正将政策支持落到微观主体实处。另一方面，当前尚未有提振消费相关的结构性工具，未来也可能设立相关工具支持消费品以旧换新和消费信贷发展等。

**表 3：结构性货币政策工具情况表（截止 2024 年四季度末）**

工具名称	存续状态	支持领域	发放对象	利率(1年期) /激励比例	额度(亿元)	余额(亿元)				使用率			
						2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	Q4	Q3	Q2	Q1
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	1.75%	8350	6715	6531	6771	6650	80%	78%	84%	82%
	支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	1.75%	18750	17500	16957	16942	16718	93%	90%	94%	93%
	再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	1.75%	7400	5758	5835	6000	5991	78%	79%	81%	81%
抵押补充贷款	存续	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.25%	/	22639	25841	28245	33700				
碳减排支持工具	存续	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构、部分外资金融机构和地方法人金融机构	1.75%	8000		5351	5478	5140		67%	68%	64%
民营企业融资支持工具(II)	存续	民营企业	专业机构	1.75%	500		0	0	0		0%	0%	0%
科技创新和技术改造再贷款	存续	科技型中小企业、重点领域技术改造及设备更新项目	21家全国性金融机构	1.75%	5000		7	0	/		0%	0%	
保障性住房再贷款	存续	收购已建成商品房用于保障性住房配售或租赁	21家全国性金融机构	1.75%	3000		162	121	/		5%	4%	
证券、基金、保险公司互换便利	存续	资本市场	符合行业监管部门条件的证券、基金、保险公司		5000	1050	/	/	/	21%			
股票回购增持再贷款	存续	资本市场	21家全国性金融机构	1.75%	3000		/	/	/				
普惠小微贷款支持工具	到期	普惠小微企业	地方法人金融机构	1% (激励)	800		650	615	554		81%	77%	69%
普惠养老专项再贷款	到期	公益型、普惠型养老机构运营、居家社区养老体系建设、老年产品制造	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400		21	17	18		5%	4%	5%
交通物流专项再贷款	到期	道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)、仓储企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000		10	128	206		1%	13%	21%
设备更新改造专项再贷款	到期	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21家全国性金融机构	1.75%	2000		1557	1557	1567		78%	78%	78%
普惠小微贷款减息支持工具	到期	普惠小微企业	16家全国性金融机构、地方法人金融机构	1% (激励)	/		269	269	269				
支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	到期	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000		2116	2194	2641		71%	73%	88%
科技创新再贷款	到期	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	4000		865	1548	1548		22%	39%	39%
收费公路贷款支持工具	到期	收费公路主体	21家全国性金融机构	0.5% (激励)	/		83	83	83				
房企纾困专项再贷款	到期	房企项目并购	5家全国性资产管理公司	1.75%	800		209	209	209		26%	26%	26%
保交楼贷款支持计划	到期	保交楼项目	工农中建交、邮储	0.00%	2000		127	141	86		6%	7%	4%
合计						63000	66591	70318	75401				

资料来源：中国人民银行，人民网，德邦研究所

**保持汇率在合理水平基本稳定。**前期美元升值速度较快、幅度较大，给人民币汇率带来了一定贬值压力，向前看，特朗普政策在逐步落地，后续美元指数仍可能阶段性上行，届时人民币汇率可能面临短期压力。政府工作报告提出“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，我们认为，美元较强的环境下，内外均衡将继续作为货币政策排名靠前的目标，央行或仍需通过多种手段综合施策，稳定外汇市场预期。

### 3.3. 打好政策组合拳，重点从“合力、抢早、联动、给足”四方面发力。

**政府工作报告指出打好政策“组合拳”，我们认为“合力、抢早、联动、给足”四方面是关键。**加强财政、货币、就业、产业、区域、贸易、环保、监管等政策协同以及与改革开放举措的协调配合，增强政策合力。健全和用好宏观政策取向一致性评估工作机制，把经济政策和非经济性政策统一纳入一致性评估，统筹政策制定和执行全过程，提升政策目标、工具、时机、力度、节奏的匹配度。出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足，提高政策实效。加强上下联动、横向协作，促进政策从“最初一公里”到“最后一公里”衔接畅通。注重倾听市场声音，协同推进政策实施和预期引导，塑造积极的社会预期。

**一是注重经济政策和非经济性政策的一致性，政策要形成“合力”。**2023年底的中央经济工作会议首次提出，“加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估”。党的二十届三中全会《决定》提出：“把经济政策和非经济性政策都纳入宏观政策取向一致性评估。”我们认为，将经济政策与非经济性政策统一纳入宏观政策取向一致性评估，有助于确保政策目标、工具、时机、力度等全流程协调匹配。通过健全评估机

制,统筹考虑非经济性政策和经济政策以避免不同部门的政策形成冲突,形成“1+1大于2”的协同效应,推动经济发展与民生改善良性循环。

**二是政策要能早则早、宁早勿晚,政策出台要“抢早”。**政府工作报告强调政策出台需“与不确定性抢时间”,明确要求“能早则早、宁早勿晚”。我们认为,通过提前释放政策信号,能够最大程度地稳定市场预期,避免因政策滞后导致经济波动。政策“抢早”本质上是宏观调控的节奏问题,能早出的政策早出,能快出的政策快出,而政策节奏的“早”也不仅是时间概念,更强调政策力度和时机的精准匹配。“政策能早则早、宁早勿晚”的提法体现了当前宏观经济调控的主动性和紧迫性。这一原则的核心在于通过提前布局和快速响应,对冲内外部不确定性风险,最大化政策效能。

**三是衔接畅通政策的“最初一公里”与“最后一公里”,政策要构成“上下联动”与“横向协作”。**报告中“上下联动、横向协作”的提法体现了系统思维与全局观念,一方面,上下联动的意义在于让中央的政策意图能够精准传递到地方,同时让地方的实际情况能够及时反馈到中央,这种双向互动才能真正让政策在执行中不走样,另一方面,横向协作的关键是打破部门或区域之间的梗阻,让政策的执行能够形成合力,这不仅需要制度上的设计,更需要一种整体性治理的理念。我们认为,上下联动解决的是信息传递和资源分配的问题,横向协作解决的是部门和区域之间的协调问题,而“最初一公里”到“最后一公里”的衔接畅通,则是对政策执行效果的最终保障。

**四是要与各种不确定性抢时间,看准了就一次性“给足”政策。**“与各种不确定性抢时间,看准了就一次性给足”是未来政策发力的核心策略之一,其本质是通过前瞻性预判、快速决策和集中资源投入,最大限度对冲风险、稳定预期并强化政策实效。核心逻辑在于通过速度、力度与精准度的统一,将政策从“被动响应”转向“主动塑造”,在复杂变局中把握战略主动权。面对外部环境的高度不确定性、内部结构性矛盾的紧迫性以及政策效能的边际递减效应,“一次性给足”可通过规模效应和协同性快速扭转预期,形成“政策冲击力”。同时,也要重点关注政策执行中的动态平衡,避免短期强刺激与长期结构性改革的脱节,真正实现“稳当下”与“利长远”的有机结合。

## 4. 扩大内需,提振消费

2025年政府工作报告指出“大力提振消费、提高投资效益,全方位扩大国内需求”。扩大内需的关键是提振消费,投资关注制造业、基建。

### 4.1. 提振消费:多渠道增收、以旧换新、供给牵引

**提振消费是扩内需的核心抓手。**2025年政府工作报告指出“大力提振消费、提高投资效益,全方位扩大国内需求”。2025年以来,宏观经济政策把提振消费摆到更加突出位置,是扩大内需、做大做强国内大循环的重中之重,其一,2024年12月中央经济工作会议在定调2025年重点任务时,将“大力提振消费”置于重点任务之首;其二,国常会2月10日研究提振消费的具体措施,是落实中央部署的重要体现;其三,各地方政府两会、集体学习及调研等来看,提振消费均是重点议题,且针对性提出来一系列应对方案。其四,在“去地产化”背景下,消费领域在过去两三年表现相对较弱,这是居民“用脚投票”的结果,大力提振消费是决策层直面问题,要提升居民幸福感、获得感的一大体现,政策部署重在以人为本。

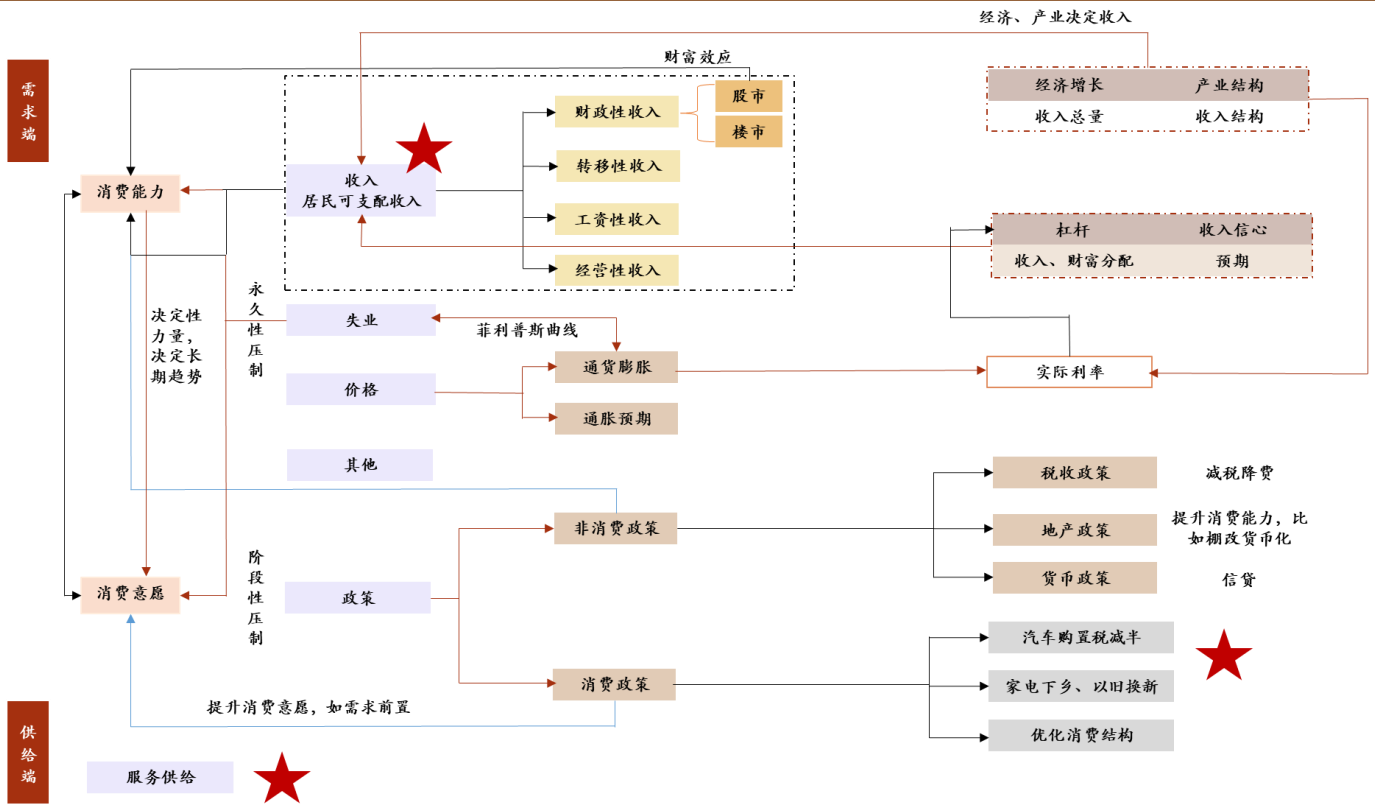
如何提振消费？政府工作报告强调“实施提振消费专项行动”，从具体措施来看，我们认为，重点推进以下三个方面：

1) 多渠道增收、完善收入增长机制。2025 年政府工作报告指出“多渠道促进居民增收，推动中低收入群体增收减负，完善劳动者工资正常增长机制。”例如，在农民进城市民化的过程中，在落户时给予一定的收入补贴和消费券加以支持，这部分群体的边际消费倾向较高，且存在着“安家落户”的刚性支出，收入的改善对消费有较为显著的作用。

2) 用好消费品补贴政策。安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新。超长期特别国债重点支持的领域除了家电、汽车外，也会进一步拓展到消费电子、家居建材等领域。从总量上看，规模和领域的增加可以更好地发挥消费品补贴政策的作用，也避免了补贴的“滞留”。而从结构上看，支持范围和时间的增加，导致单个品类的补贴力度可能较 2024 年边际下降。我们认为，消费品补贴政策若在部分领域表现较好，可以考虑在年中时期再进一步增加该领域的补贴额度，更好地助力产业发展和居民消费。

3) 供给牵引需求，改善消费环境、扩大多元化服务供给，挖掘消费需求。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。创新和丰富消费场景，加快数字、绿色、智能等新型消费发展落实和优化休假制度，释放文化、旅游、体育等消费潜力。

图 9：消费分析框架示意图



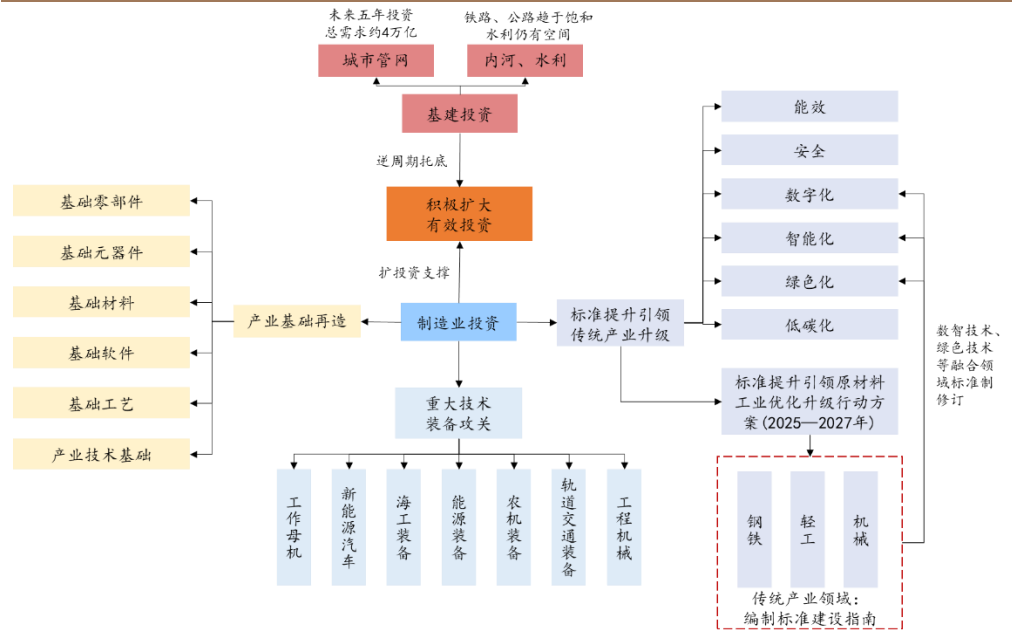
资料来源:德邦研究所绘制, 星号表示此次报告中强调的推进方向

## 4.2. 积极扩大有效投资：关注基建与制造业两个方向

扩大内需要求提升投资效益，重点关注基建与制造业两个方向。政府工作报告

告提出“积极扩大有效投资。紧扣国家发展战略和民生需求，发挥好各类政府投资工具作用，加强财政与金融配合，强化项目储备和要素保障，加快实施一批重点项目，推动‘十四五’规划重大工程顺利收官”，我们认为，制造业投资是积极扩大有效投资的中长期支柱，基建投资也是重要的逆周期托底工具。

图 10：积极扩大有效投资框架



资料来源：中国政府网，发改委，社科院工业经济研究所，人民网，新华社，德邦研究所绘制

**1) 基建投资：重要的逆周期政策工具。**凭借着我国强大的基建能力，基建投资能够在短期内转化为实物产出，提振经济增长，因此基建投资是稳增长、扩内需的有效抓手。在更注重有效益的投资导向下，对基建投资需要重点关注项目选择与安排。当前具体基建投资方向上，我们建议重点关注城市管网、内河建设、水利建设等领域。城市管网方面，2024年10月18日新闻发布会上，国家发改委副主任刘苏社针对城市更新领域表示“目前，我国城市发展已经进入了增量建设和存量更新并重的阶段，今后一个时期，城市改造更新的任务将越来越重。以城市重要的‘里子工程’地下管网建设改造为例，预计在未来五年需要改造的城市燃气、供排水、供热等各类管网总量将近60万公里，投资总需求约4万亿”，这可能成为2025年基建投资的一个重要增量方向。内河及水利建设方面，相较于高铁、高速公路等大基建都已趋近饱和，我国水利大基建仍有空间，2023年开始，内河建设投资项目出现了大幅增长，例如，广西在2022年8月启动“平陆运河”工程，预计到2027年完成，安徽投资950亿元的“江淮运河”也已通航，“后运河时代”相关新基建加速或拉动基建投资增速进一步提升，新基建的乘数效应不容忽视。2024年四季度以来，挖掘机开工时数有所上升，挖机销量改善，背后或也体现出水利建设更步入加速期。

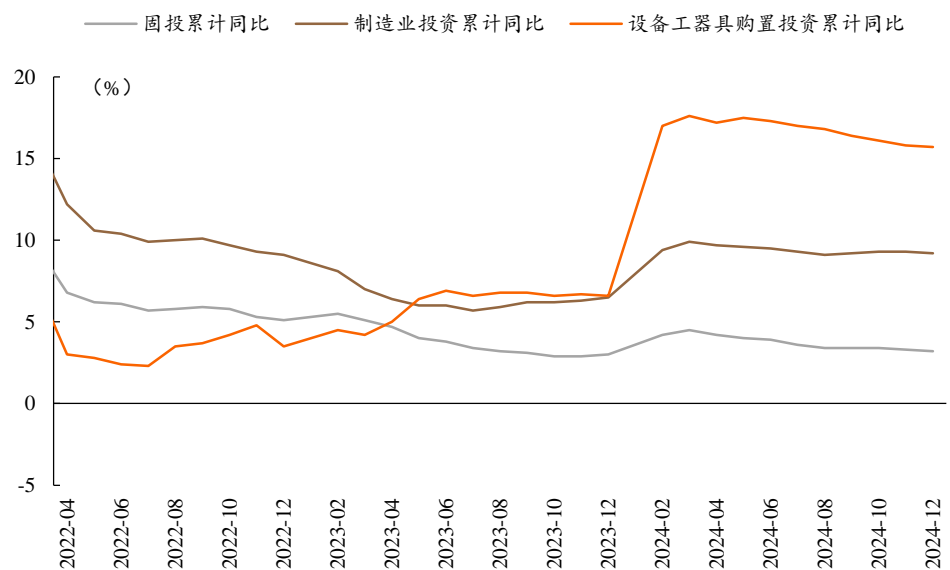
**2) 制造业投资：中长期支柱，两大变量支撑。**我们认为，制造业是“制造立国”的核心所在，2024年以来制造业投资持续高增来自于高技术制造业快速发展和两新政策、标准提升对传统制造业投资的支撑，对于后续制造业投资形势，我们提示重点关注两大变量支撑，其一是产业基础再造及重大技术装备攻坚，其二是高标准体系建设，标准提升引领传统产业升级，技改或新产能投放带动制造业投资。

特朗普政策可能进一步加剧全球产业链动荡，需通过完善产业基础和攻坚重大技术装备加以应对。当前中美关系进入政治新周期，特朗普再度上任美国总统后快速推动其政策主张落地，其惯用关税、制裁等手段制造贸易摩擦，可能对我国高端制造领域造成一定的发展阻碍，为此需要一方面完善产业基础，确保关键原材料、能源供给安全，另一方面则是在部分关键技术领域重点攻坚突破，加快推动自主可控、国产替代，避免断供风险。这两方面都需要增加制造业投资支持，制造业技术研发投入有望进一步提高。

以标准提升引领传统产业升级，“设备更新”加速器效应继续，技改与新产能投放持续支撑制造业投资。我国正处于经济结构转型升级期，制造业正逐步迈向高端化、智能化、绿色化。2021年以来，制造业投资持续性高增，我们认为核心原因是我国制造业规模庞大，相应地产业升级、结构调整的空间也足够大，在转向高质量发展的路上，制造业升级的空间可能足够容纳制造业投资中期维度的较高速增长。

2024年“两新”政策中的设备更新成为制造业技改投资的“加速器”，2025年支持设备更新的力度比2024年更大，进而有望对制造业投资产生更大的支持力度。政府工作报告提出“开展标准提升引领传统产业优化升级行动”，我们认为，标准提升政策不断出台，节能降碳等要求趋严、制造业生产技术标准提升，有望起到引导落后产能退出、推动先进产能建设的作用，也是制造业投资的重要驱动。

图 11：产业升级、技术改造、设备更新支撑制造业投资持续较高



资料来源：Wind，德邦研究所

## 5. 发展新质生产力，培育壮大新兴产业、未来产业

### 5.1. 发展战略性新兴产业，半导体与 AI 产业紧迫性更强

政府工作报告提出“培育壮大新兴产业、未来产业”，“深入推进战略性新兴产业融合集群发展”。我们认为，在诸多战略性新兴产业中，当前发展半导体和人工智能（AI）领域的紧迫性和重要性尤为突出。党的二十大报告指出，要“推动战略性新兴产业融合集群发展，构建新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等一批新的增长引擎”。

近年来，中国在新能源、高端装备等领域已形成具有全球竞争力的产业集群，并在关键赛道的技术迭代中展现出引领性突破。2023 年，中国可再生能源发电装机容量首次超越火电，截至 2023 年底，中国风电、光伏发电累计装机容量分别达 4.41 亿千瓦、6.09 亿千瓦，合计较十年前增长了 10 倍。截至 2024 年初，中国新能源汽车产销量连续九年位居世界第一，全球市场份额超过六成；光伏组件产量连续 16 年居全球首位；中国申请的动力电池专利占全球的 74%。高端装备领域，国产大飞机 C919 商业运营、第四代核电机组研发突破，自主创新体系在精密制造与化工新材料领域正向国际一流水准迈进，为下一代技术革命奠定基础。这种系统性优势的积累，源于中国在产业生态构建上的独特禀赋。政策端的顶层设计与市场端的规模效应形成共振，既通过新型举国体制攻克卡脖子技术，又依托全球最大应用市场加速技术迭代。这种由“制造红利”向“智造红利”的跃迁，不仅重构全球价值链分工，更在碳中和背景下形成具有中国特色的工业文明新范式。

与此同时，以泛半导体产业与人工智能为代表的新一代信息技术领域，我国距离世界领先地位仍有差距。当下来看，发展新一代信息技术的重要性和迫切性进一步提升，一方面是人工智能对经济发展、社会进步、国际政治经济格局等方面将产生重大而深远的影响。习近平总书记曾指出：“人工智能是引领这一轮科技革命和产业变革的战略性技术，具有溢出带动性很强的‘头雁’效应”“加快发展新一代人工智能是事关我国能否抓住新一轮科技革命和产业变革机遇的战略问题”。另一方面，中美博弈进入新的政治周期，科技是中美博弈第一主战场，实现高水平科技自立自强的关键是把握本轮人工智能科技浪潮。

**2025 年新质生产力发展的关键是人工智能和半导体产业链。人工智能具备典型通用技术特征，是培育和发展新质生产力的重要引擎，要抢抓人工智能发展的历史性机遇，实现高水平科技自立自强，推动经济社会高质量发展。人工智能也是 2025 年各省级行政单位的政府工作报告中提到的重点，北京市提出要完善新一代信息技术、人工智能等产业支持政策；上海市提出要推动产业转型升级，加快推进人工智能产业创新高地建设；江苏省提出要强化智能应用场景推广，推进人工智能赋能新型工业化；浙江省提出要支持杭州打造人工智能产业发展高地，力争数字经济核心产业增加值增长 6.5% 以上；广东省提出要促进人工智能赋能千行百业。**

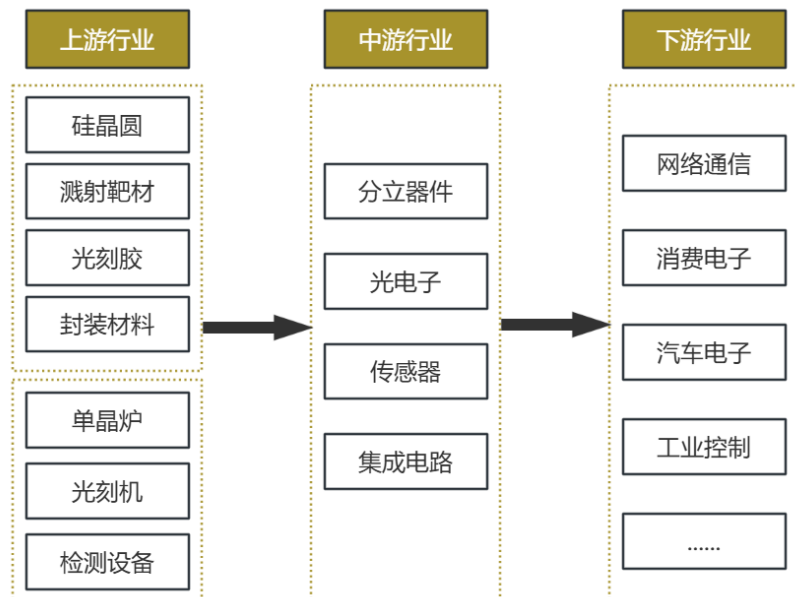
图 12：中国人工智能产业链梳理及部分代表公司



资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所绘制

半导体国产化是构筑中国科技主权的重要基石。作为数字时代的核心基础设施，自主可控的半导体产业链关乎国家安全与经济命脉，既是突破外部技术封锁的关键屏障，也是孕育下一代技术革命的创新土壤。通过构建从材料、设备到芯片设计的完整生态，不仅能摆脱关键领域受制于人的被动局面，更将重塑全球产业规则，为智能经济时代提供底层技术支撑，最终实现从工业大国向创新强国的质变跃升。2024年5月24日，国家集成电路产业投资基金三期股份有限公司（下称“国家大基金三期”）注册成立，注册资本达3440亿元。《国家集成电路产业发展推进纲要》明确，设立国家集成电路产业投资基金，重点吸引大型企业、金融机构以及社会资金对基金进行出资。基金实行市场化、专业化运作，减少政府对资源的直接配置，推动资源配置依据市场规则、市场竞争实现效益最大化和效率最优化。基金支持围绕产业链布局，重点支持集成电路制造领域，兼顾设计、封装测试、装备、材料环节，推动企业提升产能水平和实行兼并重组、规范企业治理，形成良性自我发展能力。

图 13：中国半导体产业链概览

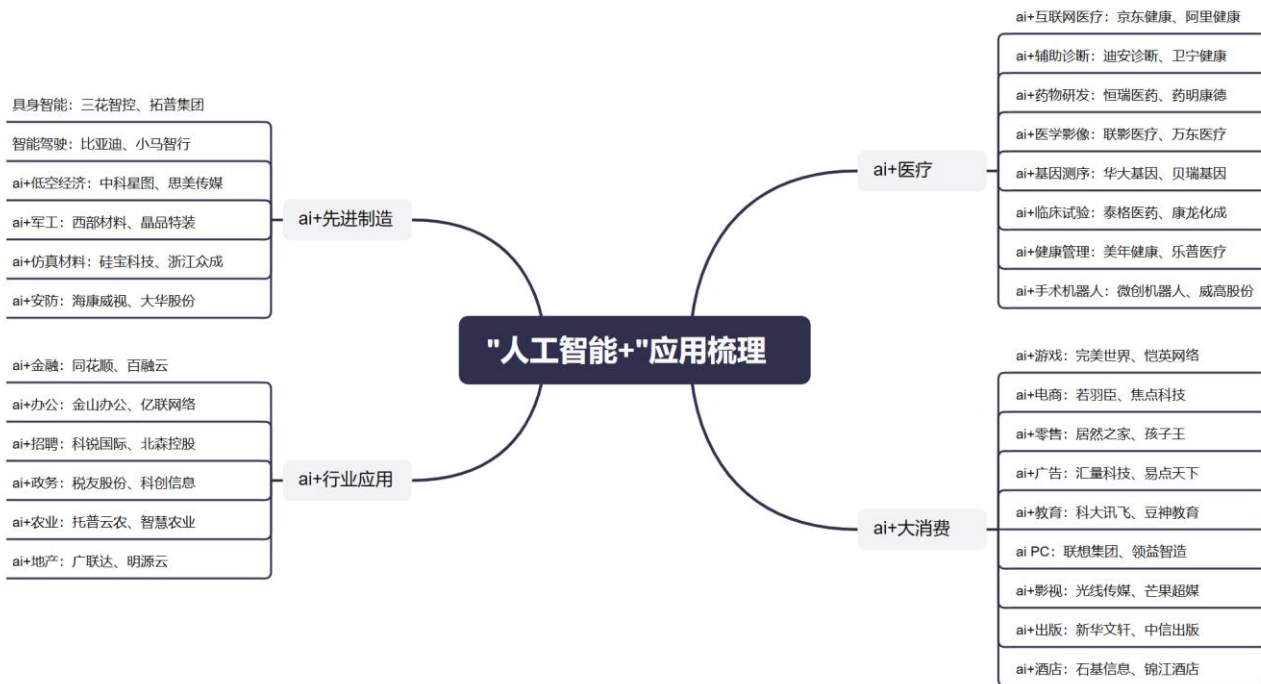


资料来源：华经产业研究院，德邦研究所

## 5.2. 持续推进 AI+行动

持续推进 AI+行动，将数字技术与制造优势、市场优势更好结合起来，从算力、数据、平台等领域持续发力。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，激发数字经济创新活力。当前，人工智能技术发展已从科学家推动转为研发应用推动。在基础理论突破、信息环境支撑、经济社会需求拉动的共同作用下，人工智能技术和应用迅猛发展，呈现出加速突破、应用驱动的新趋势，已成为新一轮科技革命和产业变革的重要驱动力量。具体而言，就是要做到如下三个方面：**第一，产业赋能方面**，要让人工智能尽可能在工业、农业、服务业中利用起来，积极支持大模型在垂直领域的开发和应用，让人工智能真正赋能产业转型升级，赋能新质生产力；**第二，终端应用方面**，要推动智能网联汽车、AI 手机、AI 电脑、智能机器人等新一代智能终端快速发展。发展人工智能终端，既可以跟制造优势结合，加快商业落地，同时也可以跟老百姓的需求更好地结合，让老百姓更快享受智能生活；**第三，场景培育方面**，2025 年将开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动，在确保安全前提下，加快人工智能在低空经济、教育培训、医疗健康等多场景应用。在这个过程中，要防止过多采用“私有化部署+项目制”的方式，造成市场“碎片化”问题，要充分发挥大规模应用和快速迭代升级优势，促进科技创新和市场应用的良性互动。

图 14：“人工智能+”应用梳理



资料来源：wind，德邦研究所绘制

从行业需求来看，各行业对通过智能化升级降本增效的渴望极为强烈，无论是智能汽车领域的辅助驾驶、金融领域的智能风控，还是医疗行业的辅助诊断等，人工智能都展现出了巨大的应用价值。从产业应用方面，工业质检、城市治理、医疗影像等垂直领域智能化渗透率稳步提高，生成式人工智能更催生数字内容生产、智能客服等千亿级新市场。2025 年 2 月 10 日召开的国常会也提出，支持新型消费，加快发展促进“人工智能+消费”等，持续打造消费新产品新场景新热点。“人工智能+”建设的浪潮将至，有望推动 AI 应用百花齐放。

### 5.3. 建立未来产业投入增长机制

**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。**未来产业由前沿技术驱动，当前处于孕育萌发阶段或产业化初期，是具有显著战略性、引领性、颠覆性和不确定性的前瞻性新兴产业。大力发展未来产业，是引领科技进步、带动产业升级、培育新质生产力的战略选择。有助于把握新一轮科技革命和产业变革机遇，围绕制造业主战场加快发展未来产业，支撑推进新型工业化。

**生物制造：新增长引擎。**生物制造前景广阔，是将生物技术创新产品推向商业规模的引擎，是生物经济的基础，要充分发挥我国生物经济发展优势，推动生物技术赋能经济社会发展，加快构建现代生物产业体系，有序推进生物资源保护利用，着力做大做强生物经济，加强国家生物安全风险防控和治理体系建设，提高国家生物安全治理能力，切实筑牢国家生物安全屏障。

**6G：未来十年全球最重要的综合性数字信息基础设施之一。**6G 产业有望引领产业数字化、网络化、智能化、绿色化发展，促进数字经济和实体经济深度融合，为 global 经济发展带来新机遇。我国在 6G 无线空口传输、网络架构、芯片和终端等多个关键领域已取得一定成果，未来 6G 技术在通感融合、人工智能融合、天地一体化通信等方面仍有巨大潜力。

**具身智能：抢抓具身智能科技创新和产业发展关键期。**人形机器人集成人工智能、高端制造、新材料等先进技术，有望成为继计算机、智能手机、新能源汽车后的颠覆性产品，将深刻变革人类生产生活方式，重塑全球产业发展格局。人形机器人技术加速演进，已成为科技竞争的新高地、未来产业的新赛道、经济发展的新引擎，发展潜力大、应用前景广。

**量子科技：引领新一轮的科技革命和产业变革。**我国量子科技创新成果层出不穷，不仅推动了量子产业的迅猛发展，更让量子科技逐渐融入人们的日常生活。中国自主研发的量子计算机——“九章三号”已成功实现 100 个量子比特的纠缠态制备，成为全球首个达到此里程碑的国家。同时，我国已建成超过 1 万公里的量子通信骨干网络，覆盖全国多地。在政策支持、企业创新以及产业协同的合力推动下，量子产业有望驶入“快车道”。

## 6. 推动标志性改革落地，以经济体制改革牵引发展

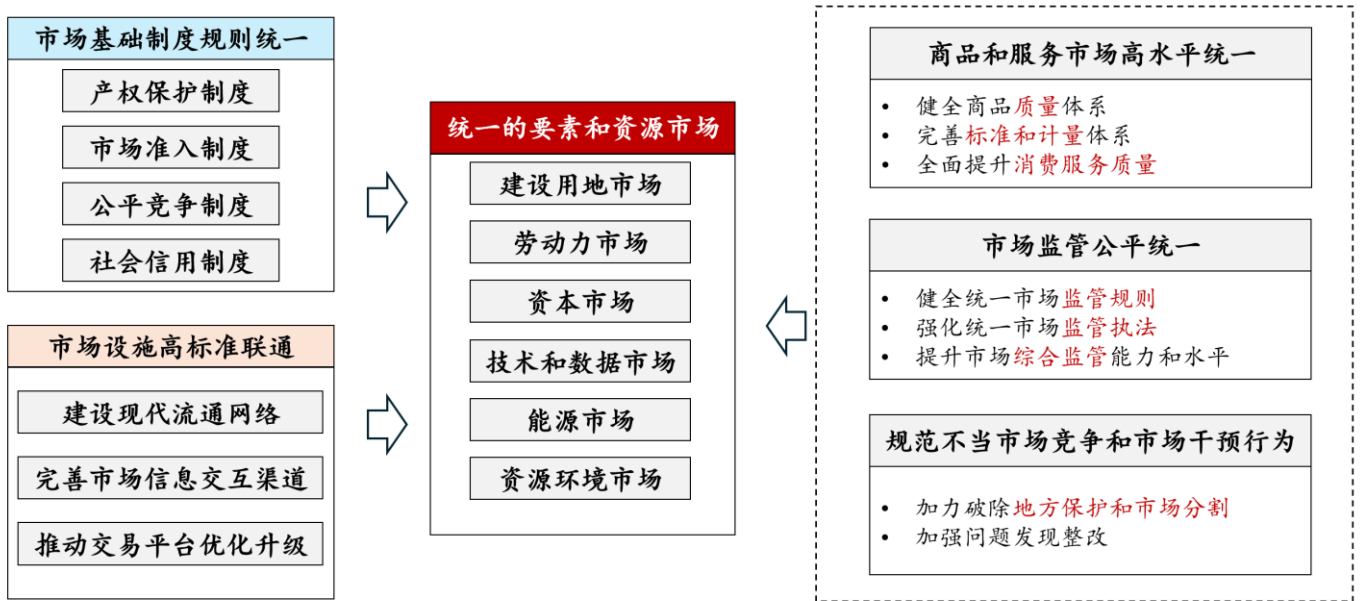
### 6.1. 纵深推进全国统一大市场建设

**政府工作报告提出，纵深推进全国统一大市场建设。**加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争。实施全国统一大市场建设指引，修订出台新版市场准入负面清单，优化新业态新领域市场准入环境。制定重点领域公平竞争合规指引，改革完善招标投标体制机制。出台健全社会信用体系的政策，构建统一的信用修复制度。完善企业简易注销制度，逐步推广经营主体活动发生地统计。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。

**2024 年 12 月，国家发改委印发《全国统一大市场建设指引（试行）》，**在市场制度、市场设施、要素和资源市场建设、标准质量体系建设、监管公平统一、市场行为规范等层面作出部署，**2025 年统一大市场建设迎来关键期。**从各省市政

府工作报告来看，多数提及落实这一指引，推进诸方面具体工作。且从地区工作部署来看，各省市基于地区优势，重点推进与本地区发展密切相关的领域改革，例如，资源、能源大省和数字经济发展较快地区如山东、四川、江苏、湖南、福建、广东侧重要素市场建设；交通枢纽地区如湖北聚焦物流体系建设等。展望未来，全国统一大市场建设绝非简单的规则统一，而是触及政府与市场关系以及央地权责的深层变革。我国将推动各地区、各部门加快融入和主动服务全国统一大市场建设工作，使全国统一大市场建设向纵深推进。

图 15：全国统一大市场建设推进框架



资料来源：国家发改委，德邦研究所绘制

## 6.2. 落实促进民营经济发展的政策措施

政府工作报告提出，有效激发各类经营主体活力。对于民营经济而言，政府工作报告提出扎扎实实落实促进民营经济发展的政策措施，切实依法保护民营企业合法权益，鼓励有条件的民营企业建立完善中国特色现代企业制度。加力推进清理拖欠企业账款工作，强化源头治理和失信惩戒，落实解决拖欠企业账款问题长效机制。深化政企常态化沟通交流，切实帮助企业解决实际困难和问题。支持个体工商户发展。开展规范涉企执法专项行动，集中整治乱收费、乱罚款、乱检查、乱查封，坚决防止违规异地执法和趋利性执法。政府要寓管理于服务之中，用服务的暖心增强企业的信心。

一方面，提升民营经济主体积极性是 2025 年经济发展的重要着力点。2025 年 2 月总书记出席民营企业座谈会，此前各地两会也较多提及支持民营经济发展的措施，在民营经济较发达的地区，江苏提出“健全民营企业权益保障制度”，浙江提出“切实维护民营企业和企业合法权益”，广东提出“依法保护民营企业产权和企业权益”，彰显各地保障民营企业权益，鼓励民营企业积极进取的态度。此外，山东、湖北、浙江均提及解决拖欠企业账款问题，这也是地方政府化债推进，清偿隐债对民营经济发展的积极因素。

另一方面，改善营商环境既有利于构建统一大市场，又是提升民营经济主体

积极性的关键环节，各地主要通过便利政府服务流程、整治涉企执法乱象等角度着手。对于企业发展而言，除了统一、完善的市场制度、支持企业发展的具体政策措施以外，营商环境也是企业在开拓市场、布局经营的重要因素。改善营商环境与建设统一大市场互相促进，且民营经济对营商环境更加敏感，一个地区的营商环境很容易通过民营企业家口耳相传，进而影响当地民营经济的长期发展。从各地两会来看，便利政府涉企服务办事效率、整治涉企执法乱象是改善营商环境的主要着力点。例如，山东、浙江、湖南都提及“高效办成一件事”，政府涉企服务流程的通畅、快速是民营企业能够在当地落地业务、开拓市场的核心支撑。此外，多地也提及整治涉企执法乱象，对企业权利、企业家权益的保护是营商环境的最重要因素。

### 6.3. 国有经济布局优化和结构调整

政府工作报告提出，有效激发各类经营主体活力。对于国有经济而言，政府工作报告提出坚持和落实“两个毫不动摇”。高质量完成国有企业改革深化提升行动，实施国有经济布局优化和结构调整指引，加快建立国有企业履行战略使命评价制度。

深化国资国企改革进程加快推进，聚焦主责主业，重点发展关键领域和重要科技突破。国资国企是我国经济社会发展的重要支柱，国企不仅扮演着主要市场参与者的角色，还肩负着重要技术攻关、带动上下游产业链共同发展的重要使命。各地两会对国资国企改革也做了较多部署，聚焦主责主业，整合资源支持科技创新、产业发展和经济安全是主要方向。例如，山东要求抓好“一企一业、一业一企”试点，湖北要求推动省属企业聚焦科技和产业创新，江苏要求提升核心竞争力，更好发挥科技创新、产业控制、安全支撑作用等。

### 6.4. 深化财税金融体制改革

#### 6.4.1. 深化财税金融体制改革

政府工作报告强调“深化财税金融体制改革”，我们认为重点关注以下两个方面：一是“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”，二是“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”。

如何理解消费税环节后移对地方自主财力的影响？我们认为，对消费税下划地方不应片面的从央地分税和平衡地方收支的角度理解，应更多从税源而非税收的角度去理解，消费税的背后基础是消费，消费对我国经济增长的拉动作用逐步提升，而消费背后一方面是受居民财富、当前收入和未来收入预期影响，另一方面取决于本地提供的消费供给是否有竞争力，收入及预期的背后是当地经济发展状态的支撑，消费供给的竞争力则来源于现代服务业的发展支撑，因此，从税源角度来看，消费税下放地方重点在于给予了地方政府更大的积极性，通过经济增长和产业发展，一方面改善居民收入和财富，另一方面强化自身的消费供给竞争力，从而推动消费的增长达到扩大税源的目的，地方消费税也自然提升。考虑政策的稳定性和连贯性，我们认为改革可能是渐进的，一方面是考虑企业的实际税负压力，快速调整税收政策或使得企业肩负较大税负压力，另一方面是考虑实操层面落地的可操作性，建立过渡期逐步落地。

如何理解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？我们

认为培育税源的关键是扩大内需、提振产业，在促进地方高质量发展的过程中培育财源，特别是运用好一系列政策工具更好的支持本地区发展，提升企业经营水平和居民收入水平，进而扩大财源与税基。

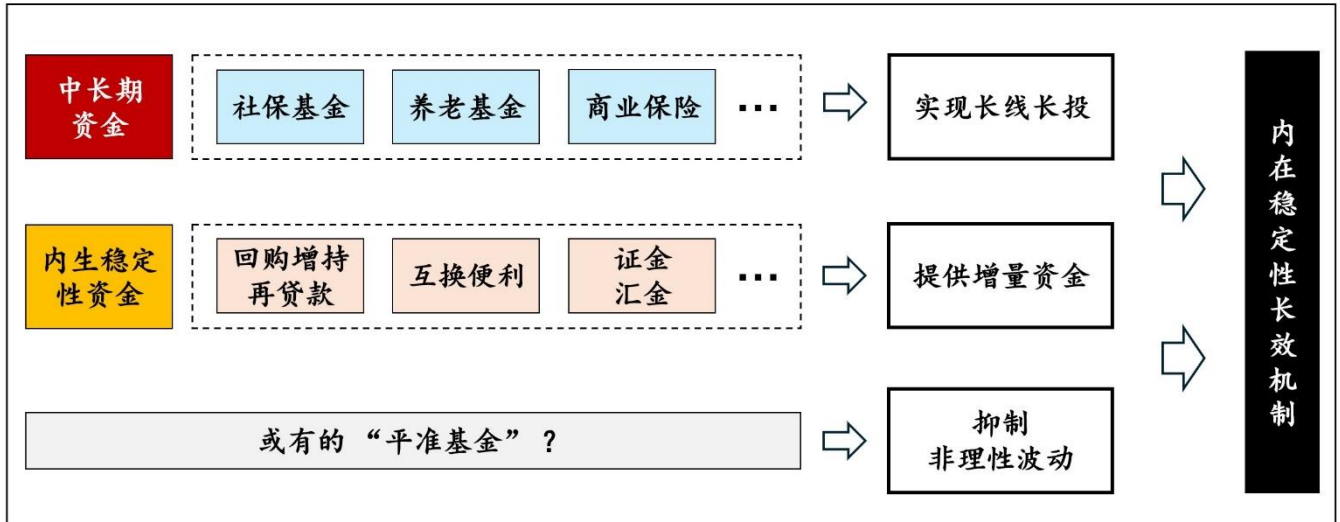
#### 6.4.2. 加强战略性力量储备和稳市机制建设

政府工作报告提出，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。

2025 年以来，中长期资金入市继续向前推进。2025 年 1 月 22 日，中央金融办、中国证监会、财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行和金融监管总局联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，1 月 23 日除中央金融办以外的五部门针对推动中长期资金入市发声。①证监会：今年起每年新增保费的 30% 用于投资 A 股；②财政部：推动更多中长期资金入市。③金融监管总局：第二批保险资金的长期股票投资试点，春节前先批 500 亿，马上到位，投资股市。④央行：今年 1 月互换便利操作的 550 亿元可随时用于融资增持股票；⑤人社部：在确保社保基金安全的前提下推动基金取得稳健投资收益。五部门联合发声进一步落实市场预期，体现政策推动中长期资金入市的决心，发布会强调对中长期资金实行长周期考核，国有商业保险公司、基本养老保险基金等中长期资金建立三年以上长周期考核，全国社保基金实行五年以上长周期考核，引导中长期资金进行长期价值投资培育耐心资本，实现长钱长投。同时，发布会进一步明确互换便利规模，表明股票回购增持再贷款期限由 1 年延长到 3 年，为资本市场提供内生稳定性资金支持。

我们认为，在政府工作报告的指引之下，我国股票市场未来将逐步构成以“中长期资金+内生稳定性资金”为代表的内在稳定性长效机制。其中前者以社保、保险、养老保险基金、银行等为基础，后者则以回购再贷款、互换便利、证金汇金等为基础，同时，未来还有望出台平准基金以应对资本市场的非理性剧烈波动，进一步促进资本市场行稳致远。从长期来看，通过制度优化、资金引导和市场稳定机制的完善，资本市场服务实体经济的效能有望逐步提升，增强应对内外部复杂环境挑战的能力，增强市场韧性、防范系统性风险，并以此服务实体经济与新质生产力发展。

图 16: 以“中长期资金+内生稳定性资金”为代表的内在稳定性长效机制



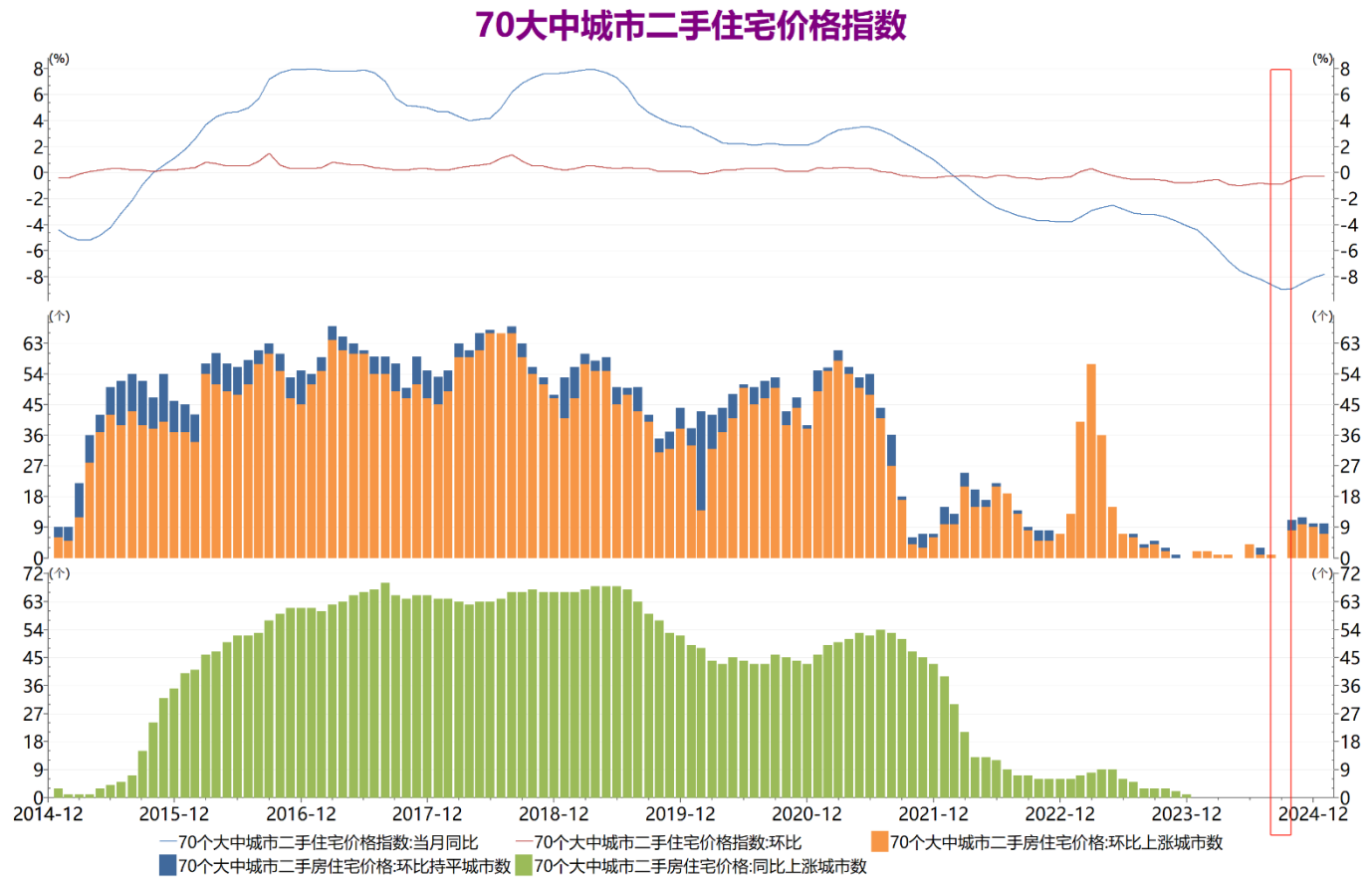
资料来源：德邦研究所绘制

## 7. 持续用力推动房地产市场止跌回稳

2025 年政府工作报告指出“持续用力推动房地产市场止跌回稳”。我们认为更大力度的稳需求、控供给和去库存可以加速推动房价实现“二阶导”跌幅收窄到“一阶导”止跌回稳，政府工作报告已经做出部署。

**第一是稳需求：**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。据 CRIC 监测数据，重点 44 城 2025 年 2 月 5-16 日新房总成交规模达到了 267 万平方米，较 2025 年春节前日均微增 1%，与 2024 年同期相比回落 27%，与 2024 年 11-12 月日均相比跌幅均在 50% 以上。重点 23 城 2025 年 2 月 5-16 日二手房总成交规模达到了 274 万平方米，较 2025 年春节前日均下降 34%，较 2024 年同期增长 6%，与 2024 年 11-12 月日均相比跌幅分别为 42% 和 48%。当前可以观察到房地产市场成交量表现边际好转，但价格仍未出现止跌回稳，我们认为量持续性的出现边际回升，才能对价形成一个正向的支撑，从而形成正向的循环，最终出现止跌回稳的局面。在跟踪方面，如果一线、二线城市核心区域（如上海、深圳、杭州等）在因城施策的过程中出现量价边际回升的迹象，或可以作为需求边际好转的前瞻指标。

图 17：2024 年 9 月后，70 大中城市二手房价格同比触底，环比上涨城市增多



资料来源：Wind，德邦研究所

**第二是去库存：**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。当下存量商品房收购力度有限，政府工作报告也有强调“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”。我们认为未来要进一步关注更大规模的存量商品房收购占成交量的比例，出现较为明显的边际回升时，或指向去库存进展加速。

**第三是控供给：**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。在地产销售修复的过程中，新房的需求量孱弱或对土地成交量产生一定掣肘，据明源地产研究院统计，2025 年 1 月（截至 22 日）300 城土地成交环比降 83%、同比增 3%，核心城市优质地块带动下溢价率达 7.4%。北上杭等热点城市已经在 1 月迎来开门红，头部房企在优质地块中的竞争激烈。土地市场整体仍处于局部火热、整体筑底的局面，销售到投资传导尚需一段时间修复，预计拿地仍以央国企老面孔为主。我们认为，新房销售数据和二手房销售数据改观情境下，土地市场的供给或会出现改善，而当前各地更多采取控制土地供给，例如 2 月 24 日，广东省财政厅发行专项债用于 19 个地市的 86 个项目建设。其中部分专项债用于“收储”，即回收闲置存量土地，我们认为从“控供给”到“放供给”的转变是未来需求侧出现较大改善的前瞻变化。

此外，政府工作报告明确要求“加快构建房地产新发展模式”，参考新加坡的房地产改革和运营经验，我们认为发展“新模式”重点关注两个方面：

一是完善保障性住房体系，强化保障房提供的社会保障机制。2024年7月新型城镇化五年行动方案已经发布，本次政府工作报告明确要求“科学有序推进农业转移人口市民化，全面推进常住地提供基本公共服务，强化随迁子女义务教育保障，推动将符合条件的农业转移人口纳入住房保障体系”。我们认为，随着我国市民化进程的推进和城镇化率的提升，城市住房保障体系也需要进一步完善，给予中低收入人群、新市民等更完善的住房保障支持。

二是推动“好房子”建设，2024年3月9日，住建部部长倪虹在第十四届全国人大二次会议民生主题记者会上答中外记者问时强调：“不同面积、不同价位都有不同的好房子。我们将引导建筑师精心设计好户型，鼓励企业研发好产品、好材料、好设备，我们也希望能够多行业跨界协同，合力建造绿色、低碳、智能、安全的好房子，让群众能够住得健康、用得安全方便。”为优化各地的住宅建筑设计，提升住宅建筑居住品质，助力“好房子”建设，多地组织有关单位在充分调研的基础上，出台了“好房子”、品质住宅的设计导则。2023年以来，北京市、深圳市、山东省、合肥市、南京市、江西省、温州市、福建省官方先后出台关于“住宅品质提升”的设计指引；青岛市将“好房子”率先写入建设技术导则。我们预计，未来在高品质住宅方面，各地或会持续形成供地、交易等系列支持文件。

## 8. 扩大对外开放，加快绿色转型

### 8.1. 拥抱全球化，扩大对外开放

**拥抱全球化，扩大对外开放。**2025年中美关系进入政治新周期，特朗普奉行“孤立主义”和“美国优先”的战略主张，在经贸、科技、经济和气候等诸多领域制造摩擦、寻求“脱钩”和替代。从我国的视角来看，外贸领域短期面临着关税加码的挑战，长期则面临着供应链脱钩的风险，外资领域也面临着海外资本避险流出等隐患，在此背景下政府工作报告明确要求坚持扩大开放，积极拥抱全球化，我们认为针对外贸与外资领域的挑战，重点关注：

**1) 开拓多元化市场，培育新贸易增长点。**从我国贸易对象国来看，我国对欧美日韩等经济体出口占比逐步下降，对一带一路及“全球南方”等发展中经济体的占比逐步提升，多元化市场有助于我们应对美国“关税大棒”的冲击，2025年我国将进一步推动共建“一带一路”战略，统筹推进重大标志性工程和“小而美”民生项目建设，形成一批示范性合作成果，同时深化多边和区域经济合作，维护以世界贸易组织为核心的多边贸易体制，扩大同各国利益的汇合点，促进共同发展。此外，从我国贸易商品及服务角度来看，打造新的贸易增长点也至关重要，得益于我国强大的制造业基础，在全球产业分工体系中，我国突出的产能优势成为出口的重要保障，未来培育新贸易增长点是稳外贸的重要基础，我们认为，在“新三样”、集成电路、音影设备、机械设备、航空船舶等领域进一步拓展对外出口。

**2) 稳外资关注制度性开放，对接国际高标准体系，打造“投资中国”品牌。**政府工作报告要求大力鼓励外商投资，其一是推进服务业扩大开放综合试点示范，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。其二是鼓励外国投资者扩大再投资，支持参与产业链上下游配套协作，切实保障外资企业在要素获取、资质许可、标准制定、政府采购等方面的国民待遇。其三是加强外资企业服务保障，加快标志性项目落地，持续打造“投资中国”品牌。其四是持续营造市场化、法治化、国际化一流营商环境，让外资企业更好发展。

## 8.2. 加快绿色转型

**加快绿色转型。发展绿色低碳经济，循环经济，推广再生材料。**要求完善支持绿色低碳发展的政策和标准体系，营造绿色低碳产业健康发展生态。深入实施绿色低碳先进技术示范工程，培育绿色建筑等新增长点。完善资源总量管理和全面节约制度，加强重点用能单位节能节水管理，有力有效管控高耗能项目。加强废弃物循环利用，大力推广再生材料使用。健全绿色消费激励机制，推动形成绿色低碳的生产方式和生活方式。

绿色低碳经济有望成为破解生态约束、重塑发展模式的重要路径。通过资源集约利用和能源结构转型，推动经济活动与自然系统深度和解，在减少环境污染的同时培育新增长动能，加速技术创新和产业升级，催生清洁能源、循环经济等新兴领域，构建更具韧性和可持续性的经济体系，既是应对全球生态治理责任的重要选择，也是突破传统增长瓶颈的重要途径。

**推进双碳战略。扎实开展国家碳达峰第二批试点，**要求建立一批零碳园区、零碳工厂。构建碳排放双控制度体系，扩大全国碳排放权交易市场行业覆盖范围。开展碳排放统计核算，建立产品碳足迹管理体系、碳标识认证制度，积极应对绿色贸易壁垒。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。开展煤电低碳化改造试点示范。规划应对气候变化一揽子重大工程，积极参与和引领全球环境与气候治理。

双碳战略通过设定碳达峰、碳中和目标锚定发展航向，为经济社会系统性变革提供刚性约束和行动框架，推动市场规则与生态价值的深度融合，为经济高质量发展注入持久动力，加速实现环境保护与产业竞争力的双赢跃升。

## 9. 风险提示

- (1) 中美战略竞争超预期加剧；
- (2) 国内宏观政策超预期变化；
- (3) 国际金融市场超预期波动。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券首席经济学家、研究所所长

张浩，硕士，德邦研究所宏观组组长

戴琨，硕士，德邦研究所宏观组助理研究员

陈冠宇，硕士，德邦研究所宏观组助理研究员

连桐杉，硕士，德邦研究所宏观组助理研究员

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

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，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。