

宏观

政府工作报告定调积极

2025年03月10日

宏观周报（3月第1周）

2

分析师：陈江月

执业证书：S1030520060001

电话：0755-83199599-9055

邮箱：chenjy@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

核心观点：

- 1) **权益：上周市场缩量上涨。**①政策方面，政府工作报告整体积极，“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚”，赤字率抬升至4%的历史新高，消费、科技板块重要性凸显，财政货币政策均有倾斜，基本符合市场预期，对市场情绪整体有所支撑。②基本面方面，1-2月出口同比增长2.3%，较去年12月的10.7%增速回落，从整体上来看，主要是受到春节错位、今年1-2月工作日同比减少，去年同期基数较高的影响，1-2月出口整体仍然保持韧性，关税影响暂不显著。③海外方面，美国2月非农数据低于预期，失业率超预期升至4.1%，但美联储主席表态劳动力市场稳健，不急于调整利率，降息预期相对稳定在年内降息3次。另外近期弱美元逻辑加强，人民币汇率压力减弱。
- 2) **固收：上周债市收益率上行。**①当周催化方面，两会前财政投放和央行护航“两会”下资金明显松动，但央行连续净回笼下资金松动并未持续，存单利率坚挺，流动性预期谨慎难消。两会后降准降息均未有落地，宽松预期落空冲击债市情绪。②从交易机会角度来看，当前市场对于流动性转松的预期相对不强，利率可尝试寻找逢高做多机会，博弈可能的3月数据转弱后央行态度转鸽。从曲线形态来看，目前利率曲线平坦，在资金中枢进一步上行空间整体有限的判断下，短端利率的胜率和赔率开始好于长端。
- 3) **海外：美股下跌、美债利率涨跌不一、美元指数下跌、人民币升值、黄金上行。**①美国2月季调后非农就业人口增15.1万人，预期增16万人，美国2月失业率4.1%，预期4.00%。美国2月ADP、非农数据低于预期，失业率超预期抬升，但美联储主席表态劳动力市场稳健，不急于调整利率，降息预期边际相对稳定，美债利率变动幅度有限。②上周弱美元逻辑强化，一是对加拿大、墨西哥等贸易伙伴加征关税的政策反复、美乌关键矿产协议谈判受阻，削弱美元作为“安全资产”的叙事逻辑，避险需求转移加快，二是特朗普政府对消减政府开支控制赤字率的重视减弱通胀预期，就业市场也有所降温，叠加政策不确定性削弱美国经济前景。
- 4) **上周事件：**政府工作报告整体积极，未超预期；1-2月出口韧性仍存，关税影响未明显显现。
- 5) **风险提示：**基本面恢复不及预期、关税超预期升级。

## 正文目录

一、 市场宏观变量回顾 .....	3
二、 上周宏观事件分析 .....	4
2.1 政府工作报告整体积极，未超预期.....	4
2.2 1-2 月出口韧性仍存，关税影响未明显显现 .....	7
三、 当周关注 .....	7

## 图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾.....	3
Figure 2 政府工作报告梳理.....	6

## 一、市场宏观变量回顾

Figure 1 市场宏观变量周度回顾

大类市场	市场复盘	宏观变量点评
权益	<p>上周市场缩量上涨，周均成交额17009亿元，环比缩量2907亿元。上证指数1.56%，深证成指2.19%，创业板指1.61%，万得全A2.43%；沪深3001.39%，小市值指数4.03%；恒生指数5.62%，恒生科技指数8.43%。</p> <p>板块上，有色金属、国防军工、计算机表现靠前，石油石化、房地产、公用事业表现靠后。风格上，成长好于价值、小盘好于大盘。</p>	<p>1) 政策方面，政府工作报告整体积极，“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚”，赤字率抬升至4%的历史新高，消费、科技板块重要性凸显，财政货币政策均有倾斜，基本符合市场预期，对市场情绪整体有所支撑。2) 基本面方面，1-2月出口同比增长2.3%，较去年12月的10.7%增速回落，从整体上来看，主要是受到春节错位、今年1-2月工作日同比减少，去年同期基数较高的影响，1-2月出口整体仍然保持韧性，关税影响暂不显著。3) 海外方面，美国2月非农数据低于预期，失业率超预期升至4.1%，但美联储主席表态劳动力市场稳健，不急于调整利率，降息预期相对稳定在年内降息3次。另外近期弱美元逻辑加强，人民币汇率压力减弱。</p>
固收	<p>上周债市收益率整体上行。全周T2506下跌0.53%，TL2506下跌1.21%，TF2506下跌0.32%。现券来看，10年国债活跃券上行6BP，30年国债活跃券上行7BP，10年国开活跃券上行6BP，5年国开上行4.75BP，3年国开上行4.5BP，1年国开上行0.5BP。</p> <p>上周央行公开市场净回笼8813亿元，本周将有7779亿元逆回购和900亿元国库现金定存到期。</p>	<p>1) 当周催化方面，两会前财政投放和央行护航“两会”下资金明显松动，但央行连续净回笼下资金松动并未持续，存单利率坚挺，流动性预期谨慎难消。两会后降准降息均未有落地，宽松预期落空冲击债市情绪。2) 从交易机会角度来看，当前市场对于流动性转松的预期相对不强，利率可尝试寻找逢高做多机会，博弈可能的3月数据转弱后央行态度转鸽。从曲线形态来看，目前利率曲线平坦，在资金中枢进一步上行空间整体有限的判断下，短端利率的胜率和赔率开始好于长端。</p>
海外及其他	<p>上周道指跌2.37%，标普500指数跌3.1%，纳指跌3.45%。其中，标普500指数和纳指录得周线三连跌。美债方面，2年期美债收益率下行1bp至3.98%，10年美债收益率上行8bp至4.30%。汇率方面，美元指数周跌3.41%报103.8945，离岸人民币兑美元涨515个基点报7.2435。大宗方面，美油期货跌3.88%，COMEX黄金期货涨2.43%，LME期铜涨2.61%。</p>	<p>1) 美国2月季调后非农就业人口增15.1万人，预期增16万人，美国2月失业率4.1%，预期4.00%。美国2月ADP、非农数据低于预期，失业率超预期抬升，但美联储主席表态劳动力市场稳健，不急于调整利率，降息预期边际相对稳定，美债利率变动幅度有限。2) 上周弱美元逻辑强化，一是对加拿大、墨西哥等贸易伙伴加征关税的政策反复、美乌关键矿产协议谈判受阻，削弱美元作为“安全资产”的叙事逻辑，避险需求转移加快，二是特朗普政府对消减政府开支控制赤字率的重视减弱通胀预期，就业市场也有所降温，叠加政策不确定性削弱美国经济前景。</p>

资料来源：wind、世纪证券研究所

## 二、上周宏观事件分析

### 2.1 政府工作报告整体积极，未超预期

#### 事件：

2025 年 3 月 5 日，李强总理向十四届全国人大三次会议作政府工作报告。

#### 点评：

##### 1. 宏观目标和政策定调

整体而言，政府工作报告未超市场预期。其中 GDP 目标的持平和 CPI 目标的下调在地方两会召开后基本在市场预期内，宏观定调上相对积极的部分主要是政府工作报告中对于“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”的表态，对政策提前度和充分预期引导重视程度较高。

##### 2. 财政政策

从财政空间来看，赤字率 4% 攀升至历史新高，达到市场预期上沿，但地方专项债、超长期特别国债、补充资本金的特别国债发行额度相对来说低于市场预期。专项债方面市场预期 4.5 万亿以上，落地 4.4 万亿，但投向提及收购存量商品房、消化地方拖欠账款等措施盘活存量资产，符合市场预期。超长期特别国债方面，市场预期用于“两重”“两新”超长债达 1.5 万亿以上，其中以旧换新 5000 亿以上，设备更新 3000 亿以上，“两重”7000 亿左右，实际落地 1.3 万亿，以旧换新安排 3000 亿。补充资本金的特别国债方面，市场预期 6000-10000 亿，实际落地 5000 亿。

##### 3. 货币政策

货币政策表述基本符合预期，延续“适度宽松”基调，提及适时降准降息，近期汇率风险有所缓释，“抢跑”利率有所回调，关税压力增加，政府债供给压力上行，我们预计央行可能在一季度末开启降准降息窗口。

##### 4. 扩内需政策

消费重要性抬升，虽然以旧换新额度未超预期，但收入机制方面提及“劳动者工资正常增长机制”、社保方面“养老金最低标准提高 20 元、居民医保和基本公共卫生服务经费人均财政补助标准分别再提高 30 元和 5 元”，另外“育儿补贴”、“健康、养老、托幼、家政等多元化服务供给”等“促消费”机制也正在完善中。

##### 5. 房地产政策

房地产方面没有太多增量信息，政府工作报告保持了 24 年“924”政策中稳

地产的态度。在政策工具箱方面，包括：因城施策调减限制性措施、城中村和危旧房改造、盘活存量控制增量、推进收储、持续保交楼和防范房企债务违约风险。在财政方面，专项债投向会倾斜收购存量商品房、消化地方拖欠账款等措施盘活存量资产；在货币方面，拓宽保障性住房再贷款使用范围。

## 6. 科技政策

新兴、未来产业已经成为破局全球竞争的关键，科技板块政策的跟进速度在加快，人工智能的新进展在政府工作报告中也做了强调，“持续推进人工智能+行动”，从去年“积极培育新兴产业和未来产业”切换成“培育壮大新兴产业、未来产业”，科技自信心抬升。

Figure 2 政府工作报告梳理

	2025	2024	2023	2022
GDP目标	5%左右	5%左右	5%左右	5.5%左右
CPI目标	2%左右	3%左右	3%左右	3%左右
财政政策	赤字率： <b>4%</b> 赤字规模： <b>5.66</b> 万亿 地方专项债： <b>4.4</b> 万亿 特别国债： <b>超长债 1.3 万亿；特别国债 5000 亿元补充大型商业银行资本</b>	赤字率： <b>3%</b> 赤字规模： <b>4.06</b> 万亿 地方专项债： <b>3.9</b> 万亿 特别国债： <b>超长债 1 万亿（今年开始连续发行，纳入政府性基金预算）</b>	赤字率： <b>3%</b> 赤字规模： <b>3.88</b> 万亿 地方专项债： <b>3.8</b> 万亿 特别国债： <b>1 万亿（纳入中央赤字）</b>	赤字率： <b>2.8%</b> 左右 赤字规模： <b>3.37</b> 万亿 地方专项债： <b>3.65</b> 万亿
货币政策	<b>实施适度宽松的货币政策；适时降准降息；更大力度促进楼市股市健康发展；大力推动中长期资金入市；加强稳定机制建设。</b>	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效 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	稳健的货币政策要精准有力 保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配	加大稳健的货币政策实施力度 保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配
产业政策	<b>扩内需：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。超长期国债 3000 亿支持消费品以旧换新。</b> 新质生产力和产业升级： <b>持续推进人工智能+行动；充分发挥新兴举国体制优势，强化关键核心技术攻关和前沿性；培育壮大新兴产业、未来产业。</b>	<b>大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力；</b> 推动产业链供应链优化升级；积极培育新兴产业和未来产业；深入推进数字经济创新发展。 促进消费稳定增长，从增加收入、优化供给、减少限制性措施等方面综合施策。	<b>加快建设现代化产业体系，</b> 强化科技创新对产业发展的支撑。产业政策发展要和安全并举。	深入实施创新驱动发展战略，巩固壮大实体经济根基。推进科技创新，促进产业优化升级，突破供给约束堵点，依靠创新提高发展质量。
房地产政策	<b>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，</b> 加大实施城中村和危旧房改造。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，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。有效防范房企债务违约风险。	优化房地产政策,对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持,促进房地产市场平稳健康发展。 <b>适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化,加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给。</b>	有效防范化解优质头部房企风险,改善资产负债状况,防止无需扩张,促进房地产业平稳发展。 支持刚性和改善型住房需求,加快推进老旧小区和危旧房改造。	坚持房子是用来住的,不是用来炒的定位。稳地价、稳房价、稳预期,因城施策促进房地产良性循环和健康发展。
防风险	稳妥化解地方政府债务风险。 <b>坚持在发展中化债、在化债中发展，</b> 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间。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。	完善重大风险处置统筹协调机制，压实企业主体责任，部门监管责任、地方属地责任。 <b>统筹好地方债务风险化解和稳定发展，</b> 进一步落实一揽子化债方案。 <b>建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制。</b>	深化金融体制改革，完善金融监管，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险。防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，见底利息负担，遏制增量、化解存量。	保持宏观杠杆率基本稳定，牢牢守住不发生系统性风险的底线。

资料来源：2025年“两会”政府工作报告、世纪证券研究所整理

## 2.2 1-2月出口韧性仍存，关税影响未明显显现

### 事件：

海关总署3月7日公布数据显示，按美元计价，前两个月，我国进出口总值9093.7亿美元，同比下降2.4%；其中，出口5399.4亿美元，增长2.3%；进口3694.3亿美元，下降8.4%；贸易顺差1705.2亿美元。

### 点评：

1-2月出口同比增长2.3%，较去年12月的10.7%增速回落，从整体上来看，主要是受到春节错位下叠加今年1-2月工作日减少2日，去年同期基数较高（24年1-2月同比7.1%）的影响。用1-2月出口金额环比前年四季度出口金额剔除基数效应来看，25年1-2月出口仍然保持韧性，并未受到2月4日生效的10%的关税影响出现异常下滑。从国别结构来看，对美出口同比增长2.3%，持平总值，快于欧日，弱于东盟，边际变动相对其他主要贸易国并未明显走弱。从产品结构来看，劳动密集型产品增速整体较低，包括箱包、纺织鞋服、玩具等，一方面这部分受到去年高基数影响较大，另一方面可能有部分劳动密集型产品对美输出依赖度偏高，易被替代性又偏强的综合影响。机电产品则维持较快增长，对1-2月同比增速达为4.2%，对中国出口总体增速的拉动达到2.5个百分点。

后续来看，虽然3月高基数的影响下滑，但3月12日生效的钢铝25%关税以及3月4日对中国再加征10%的关税对3月出口会形成新一轮的挑战，后续可以进一步关注对美出口以及易受影响的劳动密集型产品的边际变动。

## 三、当周关注

日期	事件
3月12日（周三）	待定中国2月新增人民币贷款(亿元)：前值 51,300.00 13,037.50
	待定中国2月社会融资规模:当月值(亿元)：前值 70,567.00 27,142.86
	待定中国2月社会融资规模存量:同比(%)：前值 8.008.32
	待定中国2月M2:同比(%)：前值 7.007.06
	待定中国2月M1:同比(%)：前值 0.401.20
	20:30 美国2月CPI:末季调:同比(%)3.00
	20:30 美国2月CPI:季调:环比(%)0.50

### 分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

### 投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

### 免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。