

宏观点评 20260305

细微处见大势，关注 5 个信息——学习政府工作报告精神

2026 年 03 月 05 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

相关研究

《黄金 ETF，2026 年 2 月复盘与 3 月展望》

2026-03-03

《纳斯达克 100ETF，2 月复盘与 3 月展望》

2026-03-03

■ **核心观点：**今年政府工作报告在总量政策方面与市场预期较为一致，但在投资、消费、绿色、财税、民生等细节方面有较多重点细节信息，可以从细微处见大势布局。一是 8000 亿政策性金融工具，比去年增加 3000 亿，挖掘投资潜力；二是设立 1000 亿财政金融协同促内需专项资金，从供需两端促消费、扩内需；三是能耗目标改为碳排放目标，单位 GDP 碳排放量目标降幅 3.8%，淘汰落后产能；四是加强初婚初育家庭住房保障，可以起到鼓励婚育、地产去库存、降成本促消费三方面作用；五是调整优化消费税征收范围、税率。

■ **1、经济增长目标更加务实，从“5%左右”下调至“4.5%-5.0%，在实际工作中努力争取更好结果”，但隐含名义 GDP 和平减指数回升。**

■ **①含义：**调整增长目标是从实际出发，也是为调结构和改革留出空间，4.5%-5.0%并非简单的高于 4.5%即可，而是以 4.5%为底线，尽量争取达到 5.0%左右。同时，此前四中全会辅导百问指出，实现 2035 目标对应未来十年年均经济增速 4.17%，“十五五”前期保持 4.5-5.0%区间增速也有利于实现长期目标。

■ **②历史对比：**2015 年目标是“7%左右”，2016 年降至“6.5%-7%”，从实际增长来看，最终 2016 年（6.8%）相比 2015 年（7.0%）下降不多。

■ **③隐含名义增速和 GDP 平减指数：**4%的赤字率和 5.89 万亿的财政赤字，隐含的名义 GDP 规模是 147.25 万亿，对比去年的 140.2 万亿，隐含名义 GDP 增速 5%，隐含 GDP 平减指数为 0-0.5%，两个目标均高于 2025 年实际表现。

■ **2、财政政策：延续积极，但不再“超常规”，“准财政”增量更多。**

■ **（1）增量资金：**三大债务融资工具总量 11.89 万亿，较 2025 年小幅增加 300 亿。2026 年赤字率 4%，赤字规模 5.89 万亿，较去年增加 2300 亿；用于“两重两新”的超长期特别国债 1.3 万亿，专项债 4.4 万亿，都跟去年持平；注资银行的特别国债从去年 5000 亿降至 3000 亿。赤字、特别国债、专项债三项加起来看，总规模为 11.89 万亿，较 2025 年小幅增加 300 亿。这是因为 2025 年为对冲潜在关税冲击，财政政策打足提前量，具有“超常规”的特点，今年潜在压力较小，不必再“超常规”。

■ **（2）物价回升有望使得财政资源更充足，与赤字提高的效果相同。**仅从三项债务融资工具的规模来看，2026 年财政扩张力度似乎有限，但物价回升带来财政收入的自然改善，使得政府可以不通过债务融资，也能有更充裕的财政资金。我们此前报告指出，2026 年全年 PPI 同比增速若回升 1.8 个百分点，仅此一项便可带来约 2600 亿元的额外税收收入，实际效果相当于赤字率提高 0.2 个百分点，从 4%→4.2%。

■ **（3）“准财政”的政策性金融工具规模更大、启动更早，发挥扩投资作用。**今年安排 8000 亿政策性金融工具，较去年增加 3000 亿。回顾 2025 年，政策性金融工具部署于 4 月底的政治局会议，最终落地于四季度，整体节奏偏慢，对投资的提振效果有所折扣。2026 年将相关部署前移至政府工作报告层面，并加快落地，从而更有效地稳住投资增速。

■ **（4）关注财税改革：调整优化消费税征收范围和税率。**政府工作报告提出“健全地方税体系，拓展地方税源。调整优化消费税征税范围、税率，并推进部分品目征收环节后移”。2025 年消费税 1.68 万亿，主要目的是“寓禁于征”，主要针对“两高一资”（高耗能、高污染、资源性）以及烟酒车等部分消费品，从全球实践来看，可能将一些有负外部性的

消费品类纳入消费税范围。此外，消费税征收环节后移并下划地方的改革也将进一步推进，既能充实地方收入，也能激励地方改善消费环境。

■ 3、货币政策：促进社会综合融资成本低位运行。

■ **政府工作报告提出“促进社会综合融资成本低位运行”**，延续了此前 2 月发布的 25Q4 货政报告的提法，“低位运行”取代原来“推动下降”，意味短期总量宽松概率下降，未来政策重心将通过维持低利率环境来缓解企业压力，同时避免过度挤压商业银行的净息差。我们仍然认为今年有“降息”的空间和概率，但节奏上需要视经济增长和金融市场形势综合研判，基准预期为主要政策利率——7 天期逆回购利率或有 1 次“降息”操作、或有 50bps 左右的“降准”操作。

■ 4、消费政策：从直接补贴到广泛激活需求、降低成本。

■ **(1) 重点关注：支持初婚初育家庭的保障房政策。**这可能是今年影响最大的一个政策创新，对年轻人而言，住房成本较高，制约了婚育意愿。通过为初婚初育家庭提供更多保障房，既可以鼓励婚育，又降低了生活成本有助于促进消费，还有利于房地产去库存（收储存量房用于保障房，保障房提供给初婚初育家庭）。

■ **②海外已有类似政策落地。**2024 年 5 月韩国首尔政府宣布将在今后三年中为新婚夫妇提供近 4400 套公租房，以鼓励生育；从 2026 年起，政府每年还将额外为新婚夫妇提供 4000 套公租房。而 2023 年首尔有 3.6 万对夫妻登记结婚，这意味着每年 11% 的新婚夫妇可以住进专属的公租房。

■ **(2) 推出 1000 亿财政金融协同促内需专项资金，财政金融加强配合。**2026 年政府工作报告提出设立 1000 亿元财政金融协同促内需专项资金，通过组合运用贷款贴息、融资担保与风险补偿等手段，发挥财政资金的乘数效应，旨在撬动大规模金融信贷精准流向内需市场。政策导向明确：一方面通过提高个人消费贷款贴息上限及延长期限，实质性降低居民在耐用消费品及服务领域的融资成本，修复消费意愿；另一方面通过风险共担机制强化对服务业经营主体的金融支持，稳定服务行业就业并优化供给。

■ **(3) 消费政策重心正在从耐用品补贴转向更广泛的需求激活。**“以旧换新”补贴资金从去年的 3000 亿减少至 2500 亿，这一变化并非意味着消费政策的总体收缩，而是政策重心的主动转移：从针对耐用消费品的补贴，转向更广泛的消费需求激活与生活成本优化。从近期已出台的政策信号来看，2026 年消费政策的着力点可能主要集中在以下几个维度：其一，优化消费贷款贴息政策；其二，持续推进有奖发票等消费激励机制，春节假期已安排 10 亿元资金在 50 个城市试点，节后还有 90 亿资金，持续补贴至 7 月 31 日；其三，加大对服务消费的政策支持；其四，切实降低居民生活成本，如公积金改革、加大初婚初育家庭的保障房支持等；其五，优化有效供给，包括扩大“一老一小”等服务消费供给，以及 AI 应用终端、智能眼镜等新消费供给。

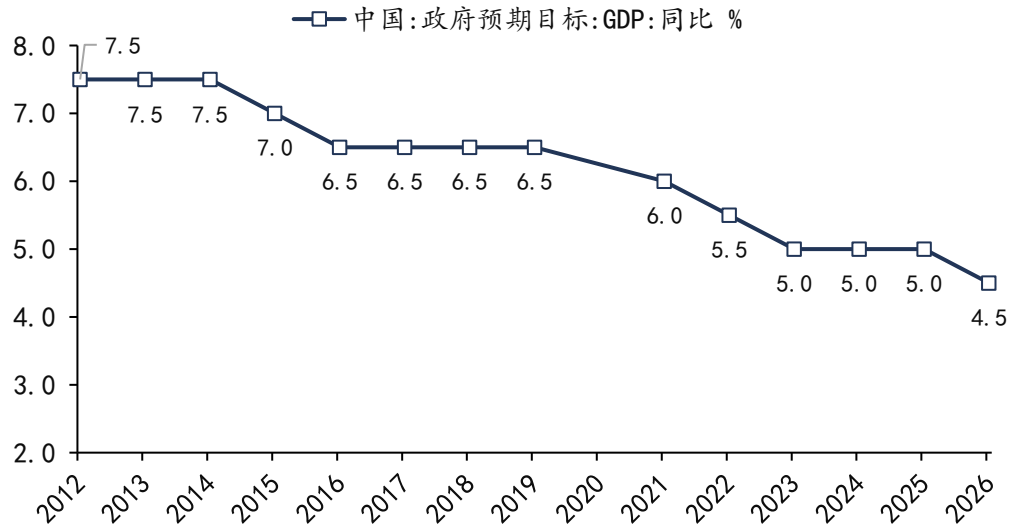
■ 5、碳排放：从能耗目标到碳排放目标，淘汰落后产能、管控耗能排放。

■ **①今年政府工作报告指出单位 GDP 碳排放量同比下降 3.8%，这个目标不算高，实际中应该会争取更好结果。**两个方面理解 3.8% 目标，一是对比往年，2024 年目标是下降 3.9%（最终下降 3.4%），2025 年没有确定目标，最终下降 5%。相比于 2025 年降幅，2026 年 3.8% 的目标不算高，最终实际结果可能会更好。二是“十五五”单位 GDP 碳排放量目标是下降 17%，年均下降 3.4%，此前“十四五”是下降 18%，同时 2030 碳达峰目标要求 2030 年单位 GDP 碳排放量比 2005 年下降 65% 以上¹，按照生态环境部数据 2021 年比 2005 年下降了 50.9%，以此推算 2025 年累计已经下降 55.3%。

¹ 我国提交《中华人民共和国气候变化第一次双年度透明度报告》和《中华人民共和国气候变化第四次两年更新报告》 中华人民共和国生态环境部

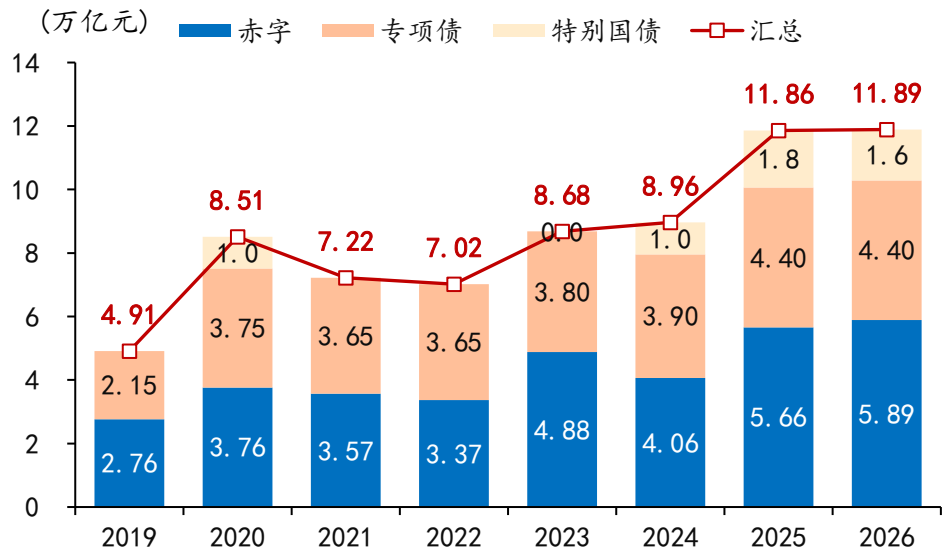
- ②目标已经变化，能耗双控转向碳排放双控，思路是从“节约用能”转向“绿色用能”。今年开始不再把单位 GDP 能耗作为目标，而是使用单位 GDP 碳排放量。此前 2023 年 7 月，中央全面深化改革委员会第二次会议审议通过《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》。背后的含义是，能耗双控控制能源消费总量和强度，而“碳排放双控”只针对碳排放。这意味着使用清洁能源不再受限，政策思路从“节约用能”转向“绿色用能”。
- ③碳排放约束加强，淘汰落后产能，会推动上游行业集中度提升和价格上涨。报告指出“有力有效管控高耗能高排放项目，加快淘汰落后产能”，生产端倒逼落后产能退出，推动企业技术升级，短期开工率受限，中长期优质产能释放使供给更具韧性；价格端因节能改造成本等推升行业平均成本，叠加供需缺口扩大，价格中枢上移；行业竞争逻辑从规模扩张转向能效与技术比拼，头部企业凭借成本与政策优势整合市场，行业集中度快速提升，推动上游行业从粗放增长向高质量发展转型。
- 6、**房地产：聚焦风险化解与存量治理的政策逻辑**。2026 年房地产政策的重心从“应急管理”转向“存量治理与风险化解”。报告强调“因城施策控增量、去库存、优供给”，通过盘活存量资产以缓解市场供需错配压力，鼓励收购存量商品房用于保障性住房。同时，政策持续强化“保交房”白名单制度的精准滴灌作用，通过项目侧的信贷支持守住不发生系统性风险的底线，确保市场实现平稳过渡。
- 与此同时，深化住房公积金制度改革及推进新模式配套政策建设，重塑“人、房、地、钱”的要素联动机制，标志着房地产行业正回归民生保障与精细化服务的本质属性，在高质量发展的框架下寻求长期稳态。
- 7、**资本市场：深化投融资改革，解决一级市场痛点，打通“科技-产业-金融”良性循环**。
- (1) **聚焦投融资动态平衡与“耐心资本”的制度化**。2024 年“924”以来，中国资本市场表现较好，市场重心已由“融资功能”加速向“投资端与融资端平衡”转型。报告提出“健全中长期资金入市机制”，实质上是对前期政策的进一步健全和落实，通过进一步优化保险资金、社保基金等长线资金的入市比例与考核机制，并配合完善投资者保护制度，改变“短多长少”的资金结构，为市场构建稳健的“压舱石”。
- (2) **聚焦一级市场痛点，打通“科技-产业-金融”良性循环**。针对一级市场面临的“募投管退”循环痛点，报告明确提出“拓展私募股权和创投基金退出渠道”，释放了重塑创投生态的信号。在 IPO 常态化与并购重组政策放宽的基础上，未来有望构建更具包容性的并购退出机制，破解科创资本的“退出难”困境。这不仅是提高直接融资与股权融资比重的必要前提，更有利于促进“新质生产力”发展。畅通从创投孵化到二级市场退出的全链条循环，资本市场将更有效地引导社会资本流向战略性新兴产业，实现“科技-产业-金融”良性循环。
- **风险提示**：房地产市场如果进一步走弱可能出台其他政策；出口如果下行可能引发其他稳增长政策；地缘政治变化影响物价和外贸。

图1: 历年经济增长目标的下限



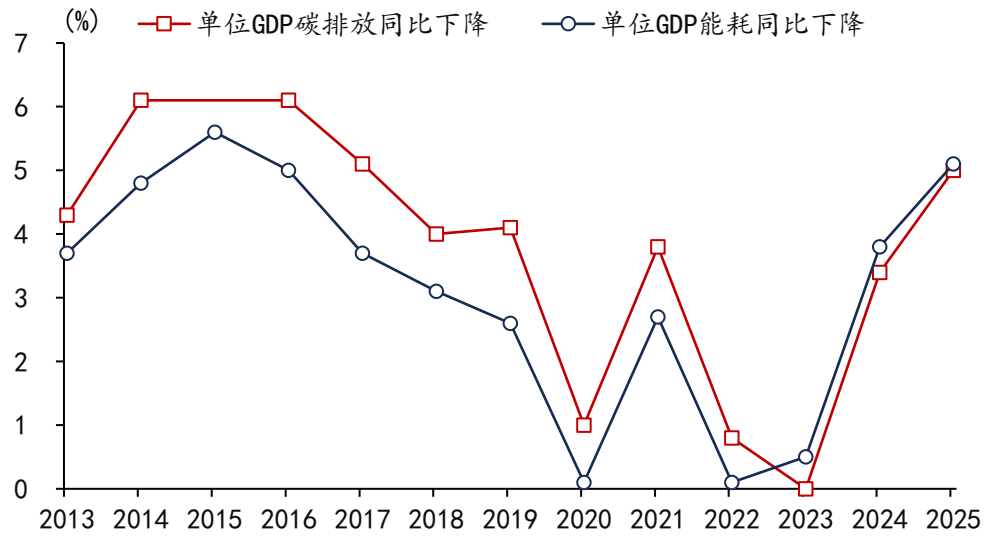
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 从三大债务融资工具看财政政策力度



数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: ①2023 年底增发的 1 万亿国债按实际使用计入 2024 年; ②每年专项债均为年初目标, 没有考虑年内增加额度

图3：过去几年单位 GDP 碳排放和单位 GDP 能耗的降幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：公积金改革要适应房地产发展模式的转变

	旧发展模式的公积金	新发展模式的公积金
资金流向	资金流向新建商品房	分流向租赁、存量房等
提取门槛	高门槛，服务于买房	降低门槛，允许租房、装修、物业费等
覆盖人群	稳定就业者	扩容至灵活就业等新市民
跨区域流动	土地财政下的属地割裂	后土地财政时代，放开异地贷款
消费影响	强制储蓄，一定程度上挤出消费	降低生活成本，释放消费活力

数据来源：东吴证券研究所绘制

免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>