

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《五一假期消费强劲，汇率升值提升
宽松货币政策预期》 - 2025.05.06

宏观研究

汇率压力降低放行货币政策，结构性投资机会将再次展开

● 投资要点

国务院新闻办公室于2025年5月7日上午9时举行新闻发布会，中国人民银行行长潘功胜、金融监管总局局长李云泽、中国证监会主席吴清介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况，并答记者问。

第一，以制度韧性应对外部不确定性，提振市场信心。我们理解，在外部环境不确定性急剧上升，国内经济景气度有所放缓背景下，5月17日，央行、金融监管总局和证监会举行新闻发布会，不仅是对“425”中共中央政治局会议精神的贯彻落实，亦是向市场传递更为明确的一揽子稳市场稳预期的金融政策，再次向市场传递政策将根据外部环境变化因时而动态度，坚信我们有信心、有能力、有条件应对外部变化，以提振市场信心。

第二，汇率掣肘弱化，适度宽松货币政策落地，降准或更多是配合积极财政政策。

第三，促消费政策亦成为当前货币政策的重要着力点。从一季度社零数据来看，居民边际消费倾向并未提升，消费回暖主要是居民收入增速带动。鉴于全年居民收入增长和经济增长同步，若居民比较消费倾向无明显提升，考虑价格因素，全年消费增速上限或是5.5%-6%左右。若以此计算，未来社零增速或在6.1%-6.8%左右。仅从内生增长角度，消费修复力度仍有不足。(1) 降息推动降低社会综合融资成本，缓解居民债务压力，间接提高居民可支配收入，有助于促消费扩内需；(2) 服务消费和养老再贷款结构性货币政策工具落地，拓展消费修复空间；(3) 增大信贷支持力度，助力以旧换新政策提质增效。

第四，坚定资本市场稳中向好信心，结构性慢牛行情可期。我们理解，党中央对于稳市场、稳预期高度重视，A股市场亦展现了较为强劲的韧性，当前上证指数已完成了对前期意外冲击的回补，接下来指数有望继续“慢牛”，结构性投资机会将再次展开，建议关注低空经济、人工智能、房地产等领域投资机会。

● 风险提示：

全球贸易摩擦超预期发展；政策效果不及预期；地缘政治风险。

目录

1 以制度韧性应对外部不确定性，提振市场信心	4
2 汇率掣肘弱化，适度宽松货币政策落地	4
3 促消费亦成为当前货币政策的重要着力点	6
4 坚定资本市场稳中向好信心，结构性慢牛行情可期.....	7
风险提示	8

图表目录

图表 1： 降准降息与人民币汇率.....	5
图表 2： 2024.9.24 以来重要会议对资本市场表态.....	7

国务院新闻办公室于 2025 年 5 月 7 日上午 9 时举行新闻发布会，中国人民银行行长潘功胜、金融监管总局局长李云泽、中国证监会主席吴清介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况，并答记者问。

1 以制度韧性应对外部不确定性，提振市场信心

我们理解，在外部环境不确定性急剧上升，国内经济景气度有所放缓背景下，5 月 17 日，央行、金融监管总局和证监会举行新闻发布会，不仅是对“425”中共中央政治局会议精神的贯彻落实，亦是向市场传递更为明确的一揽子稳市场稳预期的金融政策，再次向市场传递政策将根据外部环境变化因时而动态度，坚信我们有信心、有能力、有条件应对外部变化，以提振市场信心。

第一，本次新闻发布会是对“425”中共中央政治局会议精神的贯彻落实。如“425”中共中央政治局会议强调“适度宽松、适时降准降息、保持流动性充裕”“创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等”，央行在本次发布会中宣布三大类共十项措施均是围绕以上内容展开。

第二，会议接续发力，向市场传递稳增长的决心，提振市场信心。“425”中共中央政治局会议释放了相对积极的信号，短期稳增长政策方向不变，节奏或加快，政策将根据外部环境变化因时而动。本次新闻发布会，央行、金融监管总局和证监会从各自角度介绍了具体的一揽子稳市场稳预期的金融政策措施，如央行推出的降准降息、完善现有结构性货币政策工具、创设新的政策工具等十项举措；市场监管总局明确提出“加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度”等八项举措；证监会明确“坚定不移办好自己的事，既努力在市场运行上体现‘稳’，同时在激发市场活力、强化市场功能上体现‘进’”。市场一度将本次会议与去年 924 新闻发布会相比较，间接体现了，本次会议有效提振市场信心。我们理解，这次会议应是应对外部环境不确定下的系列稳增长政策的开始，在底线思维下，二季度应是存量稳增长政策加速落地阶段，若政策效果不及预期，三季度打开增量政策落地的窗口。

2 汇率掣肘弱化，适度宽松货币政策落地

第一，汇率掣肘弱化是适度宽松货币政策落地的关键。我们在《宽松的货币政策择何时？》报告中，我们理解，当前货币政策需要兼顾内外均衡，对内需要关注稳增长目标、防范资金空转等，对外需要面临稳汇率，而稳汇率是首要任务。本次新闻发布会亦强调“坚定维护中国的汇市、债市、股市等金融市场平稳运行”，汇市稳定亦放在首位。同时，在《宽松的货币政策择何时？》报告中，我们明确强调，人民币贬值压力最大阶段或已过去，即使4月初因美国贸易政策，人民币汇率面临小幅贬值压力，或只是阶段性波动，不会形成贬值的“单边市”，仍然会保持双向波动、动态均衡，叠加美元走弱预期，稳汇率或不再是适度宽松货币政策的关键约束条件，上半年适度宽松货币政策有望落地，降息10bp。

“五一”假期人民币汇率升值，直接缓解适度宽松货币政策落地的制约。“五一”假期，离岸人民币汇率出现了较为明显升值，美元兑人民币汇率从4月30日的7.2689变动至5月6日7.2080，升值了0.84%。央行在本次发布会提出了降准降息等十项措施，符合我们之前预期。

图表1：降准降息与人民币汇率



资料来源：Wind，中邮证券研究所

第二，降准应是配合财政发力，保持社会流动性充裕。央行在新闻发布会提出“降低存款准备金率0.5个百分点，预计将向市场提供长期流动性约1万亿元”，并于5月15日实施。我们理解，背后的政策含义应是配合积极的财政政策（详见报告《中共中央政治局会议学习》）。

3 促消费亦成为当前货币政策的重要着力点

从一季度社零数据来看，居民边际消费倾向并未提升，消费回暖主要是居民收入增速带动。鉴于全年居民收入增长和经济增长同步，若居民比较消费倾向无明显提升，考虑价格因素，全年消费增速上限或是 5.5%-6% 左右。若以此计算，未来社零增速或在 6.1%-6.8% 左右。仅从内生增长角度，消费修复力度仍有不足。本次货币政策亦从多角度支持促消费扩内需。

第一，降息推动降低社会综合融资成本，缓解居民债务压力，间接提高居民可支配收入，有助于促消费扩内需。

央行在新闻发布会中指出“下调政策利率 0.1 个百分点，即公开市场 7 天期逆回购操作利率从目前的 1.5% 调降至 1.4%，预计将带动贷款市场报价利率（LPR）同步下行约 0.1 个百分点”“降低个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，五年期以上首套房利率由 2.85% 降至 2.6%，其他期限利率同步调整”，在有效需求不足的背景下，降低利率对于刺激投资的作用或相对有限，但可直接缓解居民偿债压力，间接增加居民可支配收入，有助于促消费扩内需。按照央行测算，降低个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，预计每年将节省居民公积金贷款利息支出超过 200 亿元。同时，截至 2024 年末，金融机构个人购房贷款余额为 37.68 万亿元，粗略估算，假设房贷利率从 6 月份开始调整，降低政策利率会节省居民贷款利息支出超过 210 亿元。因此，政策利率和公积金利率调整，预计节省居民贷款利息支出超过 400 亿元，消费乘数按照 1 来算，预计拉动消费增长 0.16%。

第二，服务消费和养老再贷款结构性货币政策工具落地，拓展消费修复空间。

在扩大消费方面，此前并未有结构性货币政策工具。“425”中共中央政治局会议提出“设立服务消费与养老再贷款”，央行在本次新闻发布会中予以明确，“设立 5000 亿元‘服务消费与养老再贷款’，引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持”，这有助于提升居民边际消费倾向，拓宽消费修复空间。后续仍需进一步明确服务消费与养老再贷款发放方式，如对象、利率等，目前政策效果尚无法明确。若再贷款发放对象是相关服务的供应商，政策效果显现或存在一定滞后性。

第三，增大信贷支持力度，助力以旧换新政策提质增效。

央行宣布“增加 3000 亿元科技创新和技术改造再贷款额度”“阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率从目前的 5%调降为 0%”，政策着力点是促进以旧换新政策加力扩围。其中，科技创新和技术改造再贷款提高额度，再贷款额度新增 3000 亿元，再贷款额度从 5000 亿元增加至 8000 亿元，直接支持“两新”政策加力扩围；汽车金融公司、金融租赁公司直接面向汽车消费、设备更新投资等领域，对这两类金融机构阶段性调降存款准备金率，亦是间接支持“两新”政策提质增效。

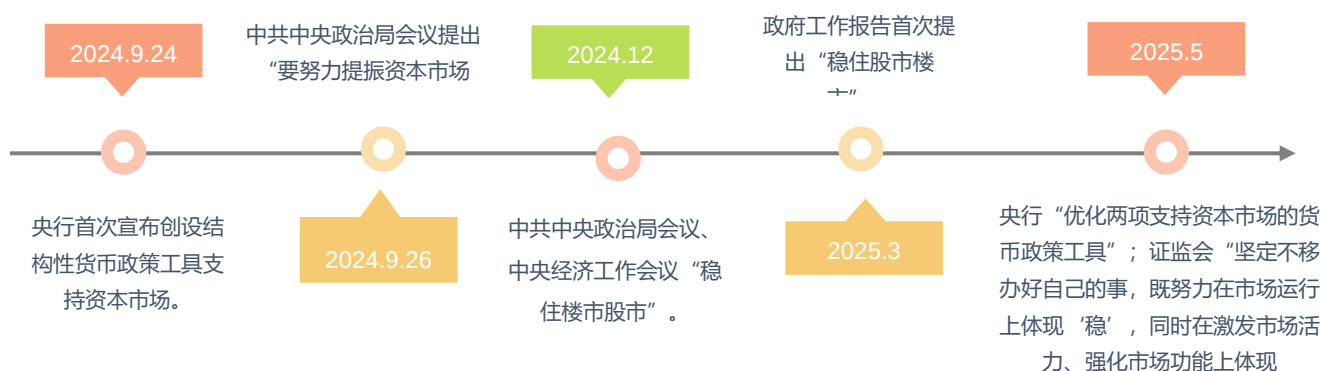
4 坚定资本市场稳中向好信心，结构性慢牛行情可期

我们理解，党中央对稳市场、稳预期高度重视，A 股市场亦展现了较为强劲的韧性，当前上证指数已完成了对前期意外冲击的回补，接下来指数有望继续“慢牛”，结构性投资机会将再次展开，建议关注低空经济、人工智能、房地产等领域投资机会。

自 2024 年 9 月 24 日以来，党中央对稳市场、稳预期高度重视，我国 A 股市场韧性凸显。2024 年 9 月 24 日，央行在新闻发布会中首次宣布创设结构性货币政策工具支持资本市场，主要包括创设证券、基金、保险公司互换便利和创设股票回购、增持专项再贷款。2024 年 9 月 26 日，中共中央政治局会议提出“要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施”。2024 年 12 月，中共中央政治局会议和中央经济工作会议均明确提出“稳住楼市股市”。2025 年 3 月，政府工作报告首次将“稳住股市楼市”纳入总体要求，体现了宏观调控思路转变，更加重视资产价格，并强调“深化资本市场投融资综合改革，…，加强战略性力量储备和稳市机制建设”，体现了党中央对稳市场的高度重视。

在本次新闻发布会，央行要求“优化两项支持资本市场的货币政策工具，将 5000 亿元证券基金保险公司互换便利和 3000 亿元股票回购增持再贷款，这两个工具的额度合并使用，总额度 8000 亿元”；证监会强调“坚定不移办好自己的事，既努力在市场运行上体现‘稳’，同时在激发市场活力、强化市场功能上体现‘进’”。

图表2：2024.9.24 以来重要会议对资本市场表态



资料来源：中邮证券研究所

风险提示

全球贸易摩擦超预期发展；政策效果不及预期；地缘政治风险。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048