

二季度经济运行不确定性加大，政策对冲恰逢其时

—2025 年 5 月 7 日国新办发布会点评

◆ 一季度经济良好开局后，二季度贸易战影响下经济运行压力增大，政策对冲恰逢其时

本次综合性金融政策推出的宏观经济背景有二：一是中长期视角上，本着“以我为主”的原则，进一步落实去年末中央经济工作会议精神和年初《政府工作报告》部署，加大稳经济政策力度，改善中国经济面临的内需不振和通胀低迷；二是短期视角上，面对特朗普政府 4 月初掀起的新一轮贸易战对全球经济的扰动和针对我国的高关税对我国经济的直接冲击，提前给足宏观政策予以对冲。

今年我国经济开局良好。一季度我国 GDP 在去年基数并不低的基础上实现了+5.4%这一超市场预期的增速。同时，单月来看，3 月核心经济指标中的规上工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资、出口等数据当月增速均较前 2 月有不同程度的改善。总体来看，4 月初爆发的新一轮贸易战并未影响我国一季度经济，“抢出口”效应反而对一季度经济形成一定支撑。

展望二季度，贸易战冲击之下，全球和我国经济运行面临的不确定性客观来说有所增强。国际机构在新一轮贸易战爆发后，对全球、中国和美国 2025 年的经济预期多有下调。如 IMF 在 4 月 22 日发布的最新全球经济展望中，对全球、中国和美国 2025 年 GDP 增速的预期分别是+2.8%、+4.0%和+1.8%，分别较 2025 年 1 月 17 日的预测低 0.5PCTS、0.6PCTS 和 0.9PCTS。此外，贸易战的冲击在我国自身的经济指标上也初步显现，4 月服务业 PMI 和建筑业 PMI 虽然仍然录得荣枯线之上，但制造业 PMI 录得 49.0%，比 3 月下降 1.5PCTS，再次跌至荣枯线之下，显示受到贸易战冲击相对较大的工业部门已经开始面临一定的压力。

在此种客观宏观经济局面下，此次包含降准、降息在内的一揽子金融政策的及时推出，可以说恰逢其时，符合《政府工作报告》中提出的“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”。

◆ 总体宽货币力度加码的同时，政策精准度有所提升

本次降准政策主要为两大方面：一是自去年 9 月份降准 0.5 个百分点后，时隔半年多再次全面降准 0.5 个百分点，释放约一万亿元流动性，有助于进一步降低银行负债端资金成本，稳定宏观经济预期；二是从刺激内需、稳定受贸易战冲击较大的实体经济的角度出发，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%，有助于精准刺激汽车消费和降低制造业设备租赁成本，为制造业企业进一步减负。

本次的降息政策主要为三大方面：一是降低总体的贷款成本。代表政策利率的公开市场 7 天期逆回购操作利率将从目前的 1.5%调降至 1.4%，后续有望带动贷款市场报价利率（LPR）同步下行约 0.1 个百分点，带动实体经济贷款成本总体下行；二是在“精

主要数据

上证指数	3342.6651
沪深 300	3831.627
深证成指	10104.1286

主要指数走势图



作者

董忠云	分析师
SAC 执业证书: S0640515120001	
联系电话: 010-59562478	
邮箱: dongzy@avicsec.com	
符旸	分析师
SAC 执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyyjs@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	

相关研究报告

金融市场分析周报	—2025-05-05
宏观政策加力提速进一步明确	—2025-04-28
金融市场分析周报	—2025-04-25

准滴灌”方面专门发力，有效降低事关国计民生、对经济基本面影响较大以及受贸易战影响较大的领域的融资成本。央行下调结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点，包含各类专项结构性工具利率、支农支小再贷款利率等央行向商业银行提供再贷款资金的利率从目前的 1.75% 降至 1.5%，抵押补充贷款（PSL）这一央行向政策性银行提供资金的工具利率从目前的 2.25% 降至 2%；三是进一步降低购房的金融成本，托举当前仍处低迷状态的商品房市场。央行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。

本次降准幅度为 0.5 个百分点，与去年 2 月和 9 月降准幅度相同。本次降息幅度为 10 个 BP，与 2020 年至今历次的降息幅度相比不算大。自 2020 年开始，包含本次降息在内，央行共进行了 9 次降息，其中 2020 年 3 月和 2024 年 9 月为降息 20 个 BP，包含本次降息在内的其余 7 次降息为降息 10 个 BP。

虽然总体的降息降准幅度并未明显加大，但本次宽货币政策具有两个鲜明特征：一是在贸易战对我国的经济影响并未完全显现时即果断进行政策对冲，向市场传递及时和明确的政策信号，对稳定市场信心意义重大；二是政策精准性明显提升，无论是降准方面的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%，还是在降息方面的下调结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点以及降低个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，均显示出在二季度我国经济下行压力因外部冲击而加大的情况下，央行提前释放政策空间，在稳住经济基本盘的基础上，向承受冲击较大的经济部门精准投放金融资源的政策决心。

中国人民银行行长潘功胜在会上表示，下一步，人民银行将继续认真贯彻党中央、国务院各项部署，实施好适度宽松的货币政策，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，持续做好货币政策调控，并加强与财政政策的协同配合，推动经济高质量发展。结合央行的相关表态以及此次货币政策投放力度仍然相对有所保留的基本情况，或意味着后续若我国经济动能受到贸易战的冲击较大、或中美阶段性贸易谈判结果低于预期的情况下，年内央行仍有较大的货币政策宽松空间，后续反映宽货币向宽信用传导效果的 M1 同比、M2 同比、社融存量同比等是重要观察指标。此外，本次发布会内容并未涉及财政政策的进一步扩张，但后续亦值得期待。

◆ 高频数据显示一季度“小阳春”或已结束，降房贷利率有助于稳住商品房市场

得益于去年包含降存量房贷、降二套首付比例等政策的利好，今年一季度我国商品房市场出现“小阳春”。据克尔瑞数据，2025 年一季度，存量商品房(二手房)转移登记同比大幅增长 34.7%，达到 164.6 万件。据统计局数据，今年一季度一手商品房成交 2.2 亿平方米，同比下降 3%，累计下行幅度为 2023 年 6 月以来最低。总体来看，一季度在二手房销售带动下，商品房市场总体呈现企稳态势。进入 4 月，我们统计的高频数据显示，虽然二手房交易在房价下跌、以价换量的基础上仍然维持热度（如北京、深圳二手房成交面积分别同比增长 20% 和 35%，成都、杭州为代表的 9 个二线城市二手房成交面积同比大多录得 10% 以上），但一手房市场明显成交放缓。4 月，我们统计的 4 个一线城市、12 个二线城市和 15 个三线城市一手房成交面积同比分别为 -12.6%、-6.4% 和 -31.3%，下行幅度较 3 月明显加大。

我们认为，此次降低个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，有助于在去年 9 月推出的政策效果初显后劲不足的情况下，对商品房销售形成接续的政策支撑，稳住商

品房市场预期，确保在贸易战影响工业部门、我国经济动能受到外部扰动的情况下，房地产部门保持相对平稳，不会对我国经济形成进一步的拖累。后续相关政策效果仍需继续观察。

◆ 金融政策与财政政策配合，用内需的确定性对冲外需的不确定性

此次央行的一揽子政策中，有多个政策对消费形成利好。如：设立 5000 亿元“服务消费与养老再贷款”，通过引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持，精准满足居民在服务消费升级中的资金需求；增加支农支小再贷款额度 3000 亿元，支持银行扩大对涉农、小微和民营企业的贷款投放。政策有望增加中低收入群体的资金来源，增强其消费能力；通过下调公积金贷款利率（首套房利率降至 2.6%）和结构性工具利率（如支农支小再贷款利率降至 1.5%），直接降低居民购房、消费贷款的利息负担，间接提升居民可支配收入，助力消费回升；通过调降汽车金融公司的存款准备金率至 0%，释放更多信贷资源用于支持居民的汽车消费；通过优化资本市场工具（合并 8000 亿元互换便利与回购再贷款额度等），稳定股市信心，以提升居民财产性收入预期的方式，间接支撑消费意愿的回升。

2025 年 3 月，社零同比录得+5.9%，高于今年前 2 月的+4.0%和去年全年的+3.5%。从居民消费倾向（人均支出/人均可支配收入）看，2025 年一季度居民消费倾向为 63.1%，为 2020 年以来历年一季度最高值，显示一季度居民消费倾向提升。在一季度居民消费已有边际改善的基础上，此次央行一揽子金融政策对消费的支持，一方面是延续《2025 年政府工作报告》中提升对内需重视程度的政策精神，另一方面也是在 4 月份美国单方面掀起新一轮贸易战，我国今年剩余时间的外需面临较大不确定性的情况下，稳住居民消费这一内需的核心组成部分。我们认为，在中长期视角的坚持对外开放、积极拓展非美出口目的地的同时，短中期内，用内需的确定性对冲外需的不确定性将是我国今年宏观政策的核心发力点。

◆ 贸易战降低全年经济预期，但政策发力对冲之下，相关冲击的影响大概率可控

客观来说，4 月份爆发的新一轮贸易战对我国今年的经济增速预期有不小的影响。2024 年我国对美出口规模占总出口的比重为 14.7%，极端情景下，即当前中美互加高关税令中美直接贸易因高额关税壁垒完全中断，关税冲击或将拖累中国 GDP 增速 2 个百分点左右。

但上述静态测算较为粗糙，并未考虑我国对非美贸易伙伴的出口可能相应增加，即通过对美国的间接出口来绕过关税影响。事实上，美国大部分的进口需求并不会因中美高关税而消失，而美国国内或其他国家的生产商也难以迅速顶替中国的生产能力，因此可以合理预期，中国商品最终仍将实现与美国需求的对接，方式上可以通过借道出口或中美通过谈判大幅降低现有关税水平等。这意味着本轮关税对 GDP 增速的实际冲击幅度大概率远小于 2%，如国际货币基金组织预期贸易战对我国 GDP 增速的拖累在 0.6%。

总体而言，在关税战升级的背景下，尽管我国 2025 年经济增速预期面临下调压力，但通过一系列宏观政策的精准对冲与结构性调整，冲击的影响预计整体可控。

首先，近年来，我国对外需依赖度逐步下降，内需对 GDP 贡献率已超过 70%，超大规模内需市场为产业升级提供回旋余地。

其次，此次央行的货币宽松政策及时而精准，同时后续我国的货币和财政政策仍有较大空间。超长期特别国债、地方债置换等中央财政继续发力，叠加央行的降准降息、

结构性货币工具等政策组合将有效缓解外需下滑对实体经济的冲击。

最后，我国经济持续转型，全要素生产率持续提高，也为应对外部冲击提供了更多的空间。此次除降息降准外，央行针对科技行业也推出了进一步的金融支持政策。增加3000亿元科技创新和技术改造再贷款额度以及为科技创新企业和股权投资机构发行低成本、长期限的科创债券融资提供支持等举措，进一步确保我国高新科技行业在发展的过程中能够得到充足的金融支持，为我国突破有关国家科技封锁和全要素生产率的提高注入新的动力。

预期后续财政政策大概率将与货币宽松协同发力，尤其是中央财政加杠杆的力度有望进一步加大。与此同时，消费和房地产销售在政策不断加码的推动下，有望实现进一步回暖。

考虑到中美将展开贸易谈判，后续的市场预期将随着谈判结果而出现波动。当前时点，我们认为仍应对我国经济持有“理性乐观”的态度。核心的逻辑在于：即使贸易战持续时间超预期，在我国整体经济结构越来越不依赖美国且拥有充足的政策储备的情况下，贸易战冲击的影响将相对可控。

风险提示：中美贸易谈判进展低于预期；全球经济衰退超预期；内需恢复速度不及预期；国际地缘格局超预期变动。

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637