

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

《4月经济高频数据环比平稳，基建投资和入境游新业态亮点显现》 -
2025.04.21

宏观研究

中共中央政治局会议精神学习

● 核心观点

本次中共中央政治局会议释放了相对积极信号，有信心、有能力，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性，同时会议也是有克制的，二季度进入存量政策加速落地期，但底线思维下储备增量政策，因时而动，确保全年经济稳定增长。二季度外部环境将进一步明确清晰，年中政治局会议或成为政策重新定调的关键转折点。重点关注以下几点：一是专项债发行节奏或进一步加快，对债券市场产生一定供给压力，关注降准降息落地。短期可关注“两重”建设、以旧换新政策带来的投资机会；二是服务消费或成为拓宽消费修复空间的着力点，短期关注消费回暖带来的投资机会；三是关注人工智能+应用落地的投资机会；四是短期房地产市场或进入存量政策优化实施阶段，增量政策出台概率有所下降，重点关注存量房收储政策优化落地。

● 风险提示：

中美贸易摩擦超预期加剧；政策效果不及预期；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 会议基调：有信心、有能力，以确定性应对不确定性.....	4
2 政策方向不变，政策取向更为积极	4
3 巩固地产稳定态势，关注存量地产政策优化落地	6
4 提高中低收入群体收入、发展服务消费，拓宽消费修复空间.....	6
5 培育壮大新质生产力，关注人工智能+应用推广	7
风险提示	8

图表目录

图表 1: 居民边际消费倾向 (%)	7
图表 2: 居民可支配收入增速与社零同比增速 (%)	7

1 会议基调：有信心、有能力，以确定性应对不确定性

我们理解，本次中共中央政治局会议释放了相对积极的信号，有信心、有能力应对外部变化，短期稳增长政策方向应保持不变，节奏或加快，全方位扩大国内需求，进一步巩固经济长期向好的趋势，不过政策将根据外部环境变化因时而动，以国内经济确定性的韧性应对外部环境的不确定性。

本次中共中央政治局会议肯定了一季度经济发展情况，会议指出“经济呈现向好态势，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进”，这亦表明对前期一揽子稳增长政策的方向和节奏的肯定。与此同时，会议重视外部环境的新变化，会议指出“外部冲击影响加大”。在此背景下，会议明确全年政策总基调仍是“底线思维”，即短期实现 5% 的经济增速目标预计不会发生变化，长期坚持高质量发展。

会议明确指出“统筹国内经济工作和国际经贸斗争，坚定不移办好自己的事，坚定不移扩大高水平对外开放，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性”。全方位扩内需是当前重点工作部署，要坚定不移办好，近期相关政策已经陆续出台，同时应对外部环境不确定性，政策亦将因时而动，再次提及“四稳”，是后续政策应对外部不确定性的主要着力点之一。2018 年中美贸易摩擦时期，7 月中共中央政治局会议亦提及六稳，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”。与之比较，稳就业居于首位，同时保留了稳预期，新增加“稳企业、稳市场”。根据天眼查专业版数据，我国现存在业、存续状态的外贸相关企业超 803.9 万家；根据 2019 年商务部《国务院加快外贸转型升级推进贸易高质量发展工作情况的报告》数据，外贸直接和间接带动就业人数 1.8 亿左右，占全国就业总数的 20% 以上，稳就业、稳市场是外需变化背景下稳定宏观面的基本盘。

2 政策方向不变，政策取向更为积极

我们理解，面对外部不确定性提升，短期政策方向不变，政策节奏有望进一步加快，进一步提升国内经济基本面的韧性，以更为从容地应对外部不确定性。

第一，二季度进入存量政策加速落地期。会议指出“要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”。会议表述新增“加紧”，体现了会议要求政策节奏要加快，符合政府工作报告提出的“能早则早、宁早勿晚”会议精神，同时“用好用足”表述亦是佐证，表明二季度进入存量政策加速落地期。会议亦明确指出“加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用”。

第二，专项债发行节奏或有望进一步加速，短期可关注消费、“两重建设”等领域。今年是财政政策大年，赤字率提升、专项债扩容、增发超长期特别国债，目前发行节奏虽较 2024 年有所加快，但仍弱于 2022 年和 2023 年水平。从专项债发行节奏来看，截至 4 月 27 日，新增专项债发行额度为 1.14 万亿元，较 2024 年发行节奏明显加快，较去年同期增长 57.41%，但明显低于 2022 年 1.4 万亿和 2023 年 1.6 万亿。预计 5 月、6 月专项债发行节奏或进一步加快。

从资金使用方向来看，短期仍需重点关注消费、“两重建设”等领域。会议指出“加力实施两重建设”“加力实施城市更新行动”，以及超长期特别国债用于以旧换新领域。考虑“抢出口”行为结束，短期外需或出现较为明显回落，增强内需拉动力，对于稳定经济尤为重要，因此，需要关注专项债、超长期国债加速落地，对重大项目建设和对消费拉动作用。

第三，货币政策配合财政发力，降准降息落地预期提高，重点关注结构性货币政策工具和政策性金融工具。（1）会议再提“适度宽松、适时降准降息、保持流动性充裕”，我们理解，5 月和 6 月降准降息概率提升，重点或是配合财政政策；（2）会议提到“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”。**在科技创新方面**，目前已经成立科技创新与设备更新再贷款，额度共 5000 亿元，其中，激励引导金融机构发放科技型中小企业首次贷款的再贷款额度为 1000 亿元；激励引导金融机构发放技术改造和设备更新项目贷款的再贷款额度为 4000 亿元。工具已经创设，未来或扩大额度。**在扩大消费方面**，暂时无结构性货币政策工具。3 月 21 日，国家金融监督管理总局正式发布《关于发展消费金融助力提振消费的通知》，宣布个人消费贷款额度最高提至 50 万元、期限最长延至 7 年。我们理解，这应是金融支持消费的一个探索，但后期并未大范围落地实施，后续不排除相关政策继续完善推进。

此外，根据本次会议内容，“设立服务消费与养老再贷款”，或在服务消费和养老领域或率先落地相关结构性货币政策工具。在稳外贸领域，我们理解，重点应是支持外贸中小微企业，实现稳企业、稳市场、稳就业，可能的方向或是为外贸中小微企业提供贷款支持，解决短期流动性危机等。

第四，储备增量政策，重提超常规逆周期调节，节奏或在下半年。会议提到“根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节”。我们理解，这是底线思维下的政策储备。面对超预期的外部环境，存量的稳增长政策对经济拉动作用，是否完全对冲外部不确定性的影响，存在不确定性。在此背景下，会议强调储备增量政策，体现了我们积极主动应对态度，不排除后续实施消费补贴或其他支持消费政策、稳地产政策或亦会加力。

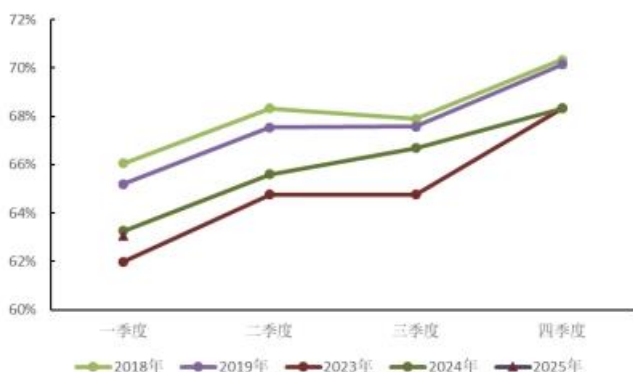
3 巩固地产稳定态势，关注存量地产政策优化落地

在房地产方面，我们理解，本次在房地产领域表述相对中性，短期或进入存量政策优化实施阶段。会议提出“持续巩固房地产市场稳定态势”，与政府工作报告表述“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，或说明肯定了当前稳地产政策的效果，市场进入存量政策优化实施阶段。未来可关注三个方面：一是关注好房子供给。好房子或对应了好区位，土地溢价或有所提升，1-2月土地出让价格亦有所反应，这在一定程度上满足了居民对美好生活的需求，亦可缓解地方财政压力；二是关注收储改善存量市场供求关系。会议提到“优化存量商品房收购政策”。我们理解，目前存量房收储在收购定价、再使用、再贷款利率方面并未明确，或制约了收储政策落地，后续或在以上方面进一步优化；三是城中村和危旧房改造，保障住房基本需求。

4 提高中低收入群体收入、发展服务消费，拓宽消费修复空间

我们理解，发展服务消费，或成为改善居民边际消费倾向，拉动消费需求回升的有效措施。消费取决于居民收入和居民边际消费倾向。从一季度经济数据来看，与2024年同期相比，居民边际消费倾向并未提升，甚至小幅回落，这指向

居民预算约束并未改变。因此，一季度社零增速回升，应是居民收入增速拉动（详见报告《超预期开局下的韧性突围，关注政策再平衡》）。未来持续推动消费回暖，可从两个方面入手：**一是提高居民收入**。会议明确提出“要提高中低收入群体收入”，我们理解，这会对消费产生直接影响，但在当前经济形势下，或是一个慢变量，直接抓手相对有限。**二是提升居民边际消费倾向**。与此同时，会议提到“大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用”，我们理解，这是培育居民新的消费点，可有助于提升居民边际消费倾向，有助于拓宽消费修复空间。

图表1：居民边际消费倾向（%）


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表2：居民可支配收入增速与社零同比增速（%）


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

5 培育壮大新质生产力，关注人工智能+应用推广

会议提到“推进关键核心技术攻关，创新推出债券市场的“科技板”，加快实施“人工智能+”行动”。我们理解，“人工智能+”行动”或将成为未来重要方向，需要重点关注。开年以来，Deep Seek 取得重大突破，数字化和智能化发展再次引发市场广泛关注，后续数字化和智能化应用成为重要趋势，或成为引领新一轮科技革命的方向，亦将创造新的消费场景或消费业态。关注自动驾驶、智能穿戴、超高清视频、脑机接口、机器人、增材制造等新技术新产品开发与应用推广。

综上，我们理解，本次会议释放了相对积极信号，有信心、有能力，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性，同时会议也是有克制的，二季度进入存量政策加速落地期，但底线思维下储备增量政策，因时而动，确保全年经济稳定增长。二季度外部环境将进一步明确清晰，年中政治局会议或成为政策重新定调的关键转折点。重点关注以下几点：一是专项债发行节奏或进一步加快，对债券市场产生一定供给压力，关注降准降息落地。短期可关注“两重”建

设、以旧换新政策带来的投资机会；二是服务消费或成为拓宽消费修复空间的着力点，短期关注消费回暖带来的投资机会；三是关注人工智能+应用落地的投资机会；四是短期房地产市场或进入存量政策优化实施阶段，增量政策出台概率有所下降，重点关注存量房收储政策优化落地。

风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧；政策效果不及预期；海外地缘政治冲突加剧。

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