

总量及行业 2025 年 4 月中央政治局会议解读

西南观点

1. 宏观观点

叶凡 S1250520060001

- 4 月 25 日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。
- 点评：会议肯定了年初以来的经济恢复成效，经济呈现向好态势，社会信心持续提振，但基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，要强化底线思维，充分备足预案，扎实做好经济工作。会议明确了未来政策的发力方向为“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”，其中“稳就业”是首要任务。政策总体思路是，要加紧实施更加积极有为的宏观政策，要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出台早见效，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，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面。财政政策方面，“加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用”，今年超长期特别国债已于 4 月下旬进入发行期，截至 4 月中下旬，地方新增专项债发债进度达 24% 左右，预计二季度地方专项债发行将提速，财政节奏有望加快；货币政策方面，“适时降准降息”的基调未变，还将“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”，尤其提到“设立服务消费与养老再贷款”，后续央行工具箱将继续丰富。总量政策上，后续降准和降息仍然可期，短期内降准的可能性较大；产业政策的重心依然在新质生产力方面，会议指出要创新推出债券市场的“科技板”，加快实施“人工智能+”行动，“两新”政策也有望扩围提质，扩大消费和投资；地产方面，要加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造，后续城市更新相关投资有望进一步加快；资本市场方面，会议指出“持续稳定和活跃资本市场”，相较之前中央经济工作会议和两会的表述，新增了“活跃”资本市场的目标；外贸问题上，一方面要“加快推动内外贸一体化”，并用改革方式破除内需不足的问题，比如“加快全国统一大市场建设”等，另一方面加强对企业“走出去”的服务，并积极维护多边主义，反对单边霸凌行径。一季度我国 GDP 实现 5.4% 的增速，二季度我国出口或将面临关税扰动，但随着 4 月政治局会议的各项政策部署加快落地，且去年同期基数较低，有望对二季度经济增速起到支撑作用，我国经济或延续稳中向好态势。
- 风险提示：中美贸易博弈超预期，对经济冲击超预期。

2. 策略观点

程睿智 S1250524050004

- 本次中共中央政治局会议是去年 9 月底以来对抗通缩的政策组合拳的进一步延续，会议的核心要点一为加紧实施更加积极有为的宏观政策，二是内需的优先级的提升；首先，之所以超常规逆周期调节是因为当前面临的是非典型性周期+趋势的压力，所以超常规不仅仅意味着刺激工具和力度层面的创新与增强，更意味着逆周期政策节奏超常规，9 月以来政策重在提前发力，第一次实现“走在曲线之前”，以应对内外部经济进一步的压力，而这一次会议是对这个思路的确认；第二，内需优先级明显抬升。会议指出“要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用”，这使得直接针对通缩预期的进一步政策值得期待。

- 从市场的角度来讲，根据我们 2024 年 12 月年度策略报告《25 年策略——周期的再校准》所阐释，对抗通缩意味着非贸易部门相对贸易部门相对强弱发生扭转。疫情之后，我国与海外主要经济体的一个核心差异在于贸易部门相对非贸易部门更强。根据巴拉萨萨缪尔森理论，贸易部门与非贸易部门的相对价格体现实际汇率的变化，我国非贸易部门相对贸易部门显著承压，指示了实际汇率的回落；所以，当我国政策开始着手对抗通缩，贸易部门与非贸易部门的相对强弱开始收敛，意味着实际汇率有升值的倾向；从 A 股市场的表现来看，我们筛选了 21 个非贸易部门行业，发现非贸易部门组合超额收益和实际汇率具有正相关性。所以，未来在政策不断指向提振内需的过程中，需密切关注非贸易部门尤其是消费性服务业板块的机会，如餐饮旅游（酒店餐饮、旅游景区）、零售（专业连锁）、金融（证券、多元金融）、传媒（游戏、影视、广告、出版、教育）以及计算机（IT 服务）、物流、动保等。
- 实际上，对于清明假期后的 A 股而言，虽然有较强的海外扰动，但是 A 股的韧性十足。我们认为这和去年以来持续的央企市值管理政策有很大的关系。4 月 7 日~11 日，共有新增 137 家左右的 A 股公司发出回购提议公告，整体回购金额总额在 430 亿左右。其中，回购金额最大的是宁德时代，整体回购金额区间为【40~80 亿元】；其次为徐工机械，整体回购金额区间为【18~36 亿元】。这意味着持续以来的市值管理政策，在今年为市场提供了一层很强的缓冲垫。在延续政策呵护的态度下，A 股有望继续保持稳中向好的态势。
- 风险提示：后续海外基本面大幅恶化的风险；国内后续政策落地节奏慢于预期的风险；贸易政策博弈的相关风险。

3. 固收观点

杨杰峰 S1250523060001

- “上有顶、下有底”的震荡格局可能还将延续。当前长债市场仍处于多空博弈的僵持阶段，收益率呈现“上有顶、下有底”的震荡格局。目前压制利率下行的因素主要是：1) 政治局会议再显政策定力，市场货币宽松预期的定价修正；2) 特朗普关税政策边际松动，带动风险资产回暖、债市承压；3) 此前利率过快下行，短期仍有技术性调整可能性。但支撑利率下行的因素也同样明显：1) 央行公开市场持续净投放，流动性环境已处于相对宽松状态；2) 支持性货币政策原则难改，政策托底效应仍在；3) 银行等配置盘后续进场。我们预计市场短期或维持震荡，需关注后续政策信号与经济数据带来的破局动能。
- 目前适合追求高胜率而非高赔率。债券市场在中美关税政策后已进入横盘震荡阶段，市场对货币宽松预期的定价或持续修正。从策略角度看，建议采取“票息打底+灵活交易”的组合构建思路：一方面以 2 年期 AA-/AA 级信用债作为底仓，锁定票息和套息收益；另一方面控制久期敞口，优先在 5 年期二永债等流动性品种中寻找交易机会，待利率方向明朗后再择机参与长端。
- 风险提示：数据统计可能存在误差；模型运行结果与实际结果可能存在误差；宏观经济运行情况超预期；政策效果存在不确定性。

4. 传媒行业观点

刘言 S1250515070002

- 文化娱乐消费以注重体验感为模式，是服务性消费的重要组成部分。在基本生活需求得到满足之后，国民对精神世界的需求愈发强烈，这催生了以沉浸式体验为核心的小说、电影、剧集、直播、游戏等行业，这些行业在国内消费领域占据着重要地位。
- 当前，国际局势不确定性上升，我国文化娱乐消费对外依赖度极低的特点，使其展现出较强的稳定性，能够有效抵御国际局势风险带来的冲击。
- 文化娱乐的呈现形式丰富多样，是人工智能、虚拟现实等前沿技术的核心应用领域，其商业模式已初具雏形。在当前国内前沿科技快速发展的背景下，文化娱乐行业有望实现从技术研发到商业应用的全面落地，进而催生众多投资机会。
- 风险提示：科技进展不及预期的风险，行业政策可能发生变化的风险。

5. 地产行业观点

刘洋 S1250523070005

- 4月25日中共中央政治局召开会议，关于房地产行业会议强调“加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势”。
- 城市更新力度有望提升。4月财政部、住建部发文明确中央财政继续支持部分城市实施城市更新行动，城市范围、资金支持范围均有所扩大。今年以来已经有不少城市出台配套的房票安置政策，据不完全统计，今年以来超20个地区优化房票政策。
- 构建房地产发展新模式重要性提升。发展新模式，重点可能在完善“市场+保障”住房供应体系、完善行业基础性制度、建立“人地钱”要素联动机制、高品质住房建设等方面，有利于行业中长期平稳健康发展。本次会议首次提出“加大高品质住房供给”，未来新房承接改善需求、二手房承接刚性需求的格局可能更加清晰。
- 优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。今年以来房地产市场呈现持续修复态势，一季度全国商品房销售面积降幅明显收窄，会议强调“持续巩固房地产市场稳定态势”，预计政策仍会保持宽松。2024年以来支持收购存量商品房的政策不断推出，保障性住房再贷款、专项债等资金支持先后落位，为市场的企稳起到了积极作用。当前在收购过程中仍存在多项卡点，后续有望进一步打通，有助于促进房企去库存，提高闲置资源使用效率，加快保障房建设。
- 行情的催化应由政策转向关注基本面的兑现，建议关注优质房企建发股份、滨江集团以及经纪公司我爱我家。
- 风险提示：政策落地不及预期，房地产销售不及预期。

6. 建材行业观点

竺文钊 S1250524060002

- 4月25日，中共中央政治局会议分析了当前内外部经济形势，对未来经济工作作出部署，面对外部冲击影响加大和经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固两个方面的形势，会议强调了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。
- 国际经贸摩擦加剧，内需政策更加积极。面对日益复杂的外部环境，良好的内部发展环境，坚实的内部发展是高水平对外开放的基石，刺激内需相关政策将会更加积极有力。“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”将提供更加积极有利的内部宏观经济环境。
- 房地产、基建相关内需重要性凸显。房地产开发和基础设施建设在经济总量中占比较大，2024年房地产开发完成额为7.6万亿(-10.6%)，基础设施建设投资完成额为24.9万亿(+9.2%)，且两项投资对上下游的拉动力较强。会议中指出，加大资金支持力度，扩围提质实施“两新”政策，加力实施“两重”建设。此外要加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。以上政策的实施，有利于房地产行业的回暖，有利于内需的拉动。
- 房地产市场有望触底回升。2025年3月，一线/二线/三线城市新建商品住宅销售价格指数同比分别为-2.8%、-4.4%、-5.7%，环比降幅均持续收缩，70大中城市中，价格指数上涨的城市为24个，环比增加。受益于地产相关的利好政策陆续出台并落地，商品房成交有望触底回升。
- 消费建材较为受益。相对水泥、玻璃等建材，消费建材的需求更为受益，一方面是新建商品房成交有望触底回升；二是二手房成交占比越来越高；三是老旧小区改造和城市更新政策持续加码。以涂料和家具行业为例，可以看出消费建材行业的韧性，涂料行业：经中国涂料工业协会统计，2024年，中国涂料行业总产量3534.1万吨(-1.60%)，主营业务收入总额4089.0亿元(+1.56%)，利润总额262.9亿元(+9.34%)。
- 建议关注在品牌、产品、渠道等方面综合竞争优势突出的消费建材标的：兔宝宝、三棵树、北新建材。
- 风险提示：宏观经济波动风险、复苏不及预期风险、行业竞争加剧风险。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyr@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lze@swsc.com.cn