

2025 年 04 月 26 日

低估增量政策的四大误区——4 月政治局会议学习

宏观研究团队

——看多中国系列之三

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

事件：中共中央政治局 4 月 25 日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。我们认为，市场可能低估增量政策落地的决心和力度，存在几大误区。

● **误区 1：考虑到美方态度软化的可能性，短期不需要出台有力的增量政策——我们认为：对美“奉陪到底”，谈判要建立在平等、尊重、互惠的基础上，指向中美谈判难有明确的时间表，我们要“坚定不移办好自己的事”**

会议指出“统筹国内经济工作和国际经贸斗争”，明确这是现在的宏观主线。总体而言，中美谈判的前提是：(1)美国需要遵守世贸规则。会议指出“积极维护多边主义，反对单边霸凌行径”。商务部 4 月 11 日指出美方关税措施“严重违反世贸规则”，中方“坚定捍卫多边贸易体制”；(2)美方需要取消关税。4 月 24 日商务部表示“如果美方真想解决问题，就应该彻底取消所有对华单边关税措施”。4 月 25 日外交部指出“中美双方并没有就关税问题进行磋商或谈判”，指向中美谈判难有明确的时间表，因此会议指出“坚定不移办好自己的事”。

● **误区 2：一季度经济很好，增量政策不着急，可以等数据下滑之后再出台对冲政策——我们认为：外部压力下政策逻辑可能发生变化，政策发力节奏有望靠前，只有“以我为主”扩大内需才能牢牢掌握主动权**

会议肯定“经济呈现向好态势，社会信心持续提振”，因此市场认为增量政策将延缓出台。我们认为 Q1 经济高增并不影响后续政策的出台节奏，因为：(1)Q1 GDP 实际同比 5.4% 包含了抢出口抢转口等因素，4 月对等关税超预期落地后出口面临下行压力，根据 4 月前 24 日高频数据，预计 4 月出口同比回落至 -2% 左右。会议也指出“向好基础还需稳固，外部冲击影响加大”。(2)Q2 是美国库存与中国经济韧性的比拼，只有“以我为主”扩大内需，才能牢牢掌握主动权。会议指出“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”、“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”，突出加紧、早、及时，是一种主动作为的态度。我们认为，有别于过去几年“应对式”政策节奏，2025 年在外部冲击下，政策决策、出台可能更为灵活，二季度是中美各自“压力测试”的关键期，是政策落地的合适窗口期。

● **误区 3：会议没明确提“完成经济社会发展目标”，5% 的 GDP 目标是否还要完成存在变数——我们认为：5% 的经济目标还是要守**

市场关注到本次会议没明确提及“完成目标”，5% 的 GDP 目标是否还要完成存在变数。我们认为 5% 的经济目标还是要守：首先，3 月刚开完两会明确全年经济社会发展预期目标，历史上 4 月政治局会议由于距离 3 月两会时间较近，较少强调完成目标，一般会放到 7 月年中的政治局会议上重申完成全年经济目标；其次，4.18 国常会已明确“锚定经济社会发展目标，加大逆周期调节力度”。我们认为与疫情期间的不可抗力不同，今年 5% 的目标还是要完成，需要增量政策的支持。报告《政策可能超预期》中，我们测算 54%-145% 的关税对我国 GDP 的扰动约 1-2 个百分点，对应 1.5-3 万亿左右，可作为后续财政发力规模的参考。

● **误区 4：“底线思维”的意思是保底线，即便政策出台，力度也不会大——我们认为：2025 年的关键词是“超常规”，“底线思维”指向政策宜“满”不宜“亏”，政策的力度、手段都可能有别于以往**

首先，会议指出“要强化底线思维，充分备足预案”，市场解读是保底线，而不是提经济，政策力度不会大。但我们认为“底线思维”指的是政策形成足够的安全垫，以保证底线绝不会被突破，政策宜“满”不宜“亏”。其次，会议指出“加强超常规逆周期调节”，“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”。我们认为，当下关税战冲击加剧符合“超常规政策”的触发条件，更多增量政策“蓄势待发”，主线是扩大内需，可能的方向为：(1)货币：适时降准降息，结构性政策工具进一步支持科技创新、扩大消费、稳定外贸，央行重启买债等；(2)出口：会议指出“多措并举帮扶困难企业，加快推动内外贸一体化”，预计将精准帮扶出口企业，“对受关税影响大的企业提高失业保险基金稳岗返还比例”。进行外贸救济，例如出口转内销、开拓非美市场等；测算 54%-145% 的关税拖累对美出口 1-2 万亿元，可作为转内销和以旧换新加码规模的参考；(3)消费：会议指出“提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，扩围提质实施‘两新’政策”，指向可能出台一揽子扩消费政策，例如消费品以旧换新扩容至出口转内销的产品，发放文旅等服务消费券，加大生育补贴力度，发放中低收入群体生活补贴等；(4)地产：会议指出“有力有序推进城中村和危旧房改造，优化存量商品房收购政策”，预计有望加大收储和城改旧改棚改力度，一线放开限购，进一步下调利率等；(5)股市：会议指出“持续稳定和活跃资本市场”，指向将继续发挥中国版“平准基金”的作用坚决稳住资本市场。(6)财政：会议指出加快专项债、超长债发行使用，指向财政支出节奏有望加快，增加对实体部门的支持。不排除必要时新增财政。

● **风险提示：**政策变化超预期；地缘政治反复超预期。

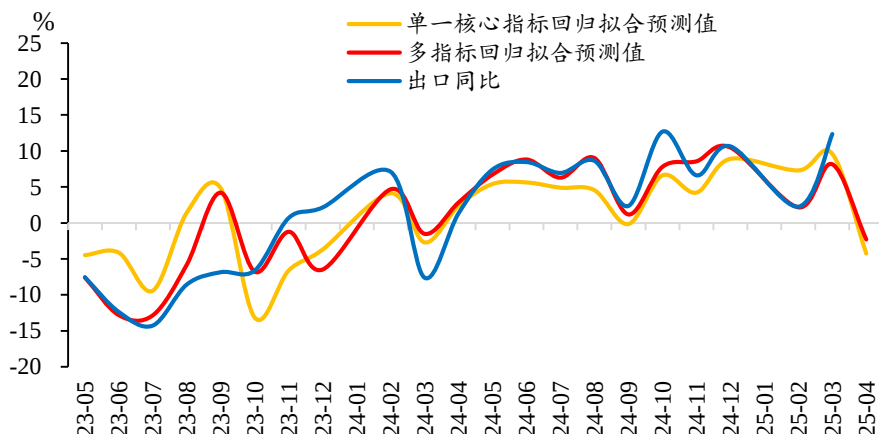
相关研究报告

《财政支出进度有望加快——宏观经济点评》-2025.4.20

《当前高频数据指向 4 月出口同比转负——宏观周报》-2025.4.20

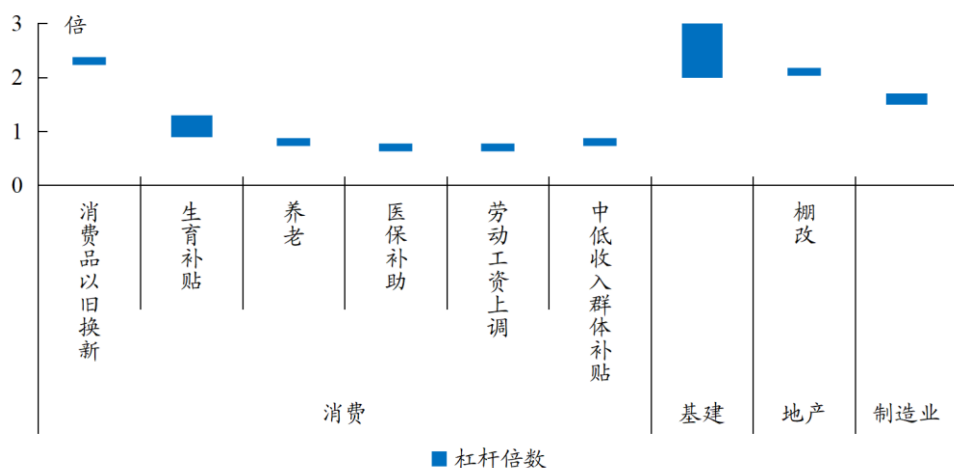
《关税对冲政策组合：杠杆、约束与推演——看多中国系列之二》-2025.4.19

附图 1：根据 4 月前 24 日高频数据，预计 4 月出口同比回落至-2%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：各类政策财政乘数梳理



数据来源：发改委、BLS、张明源《适度超前开展基础设施投资对财政可持续性的影响研究》、中诚信研究院、北大汇丰商学院、住建部、Wind、开源证券研究所

附图 3：三种关税情形与政策对冲组合推演

投向	细分	杠杆倍数	2025年已落地 规模(亿元)	各情形需对冲政策规模(亿元)			各情形政策对冲效果(亿元)		
				乐观情形	中性情形	悲观情形	乐观情形	中性情形	悲观情形
消费	消费品以旧换新(扩至服务消费券)	2.3	3000	1000	1500	2000	2300	3450	4600
	生育补贴	0.9-1.3	-	1000	1000	1500	900	900	1350
	养老	0.75	414	400	400	600	300	300	450
	医保补助	0.68	404	400	400	600	272	272	408
	劳动工资上调	0.64	约500	1000	1500	2000	640	960	1280
	中低收入群体补贴	0.9	-	-	1000	1500	-	900	1350
	出口转内销补贴	低于以旧换新	-	1000	1000	1000	2000	2000	2000
地产	平价收储+棚改货币化	2.1	-	-	1000	2000	-	2100	4200
	一线放开限购	-	-	-	-	-	-	700	1400
基建		2-3	-	1000	1500	2000	2000	3000	4000
制造业	设备更新等	1.5-1.7	1500	500	500	500	750	750	750
中欧缓和+ 转口对冲20%							2968	4425	6156
合计				6300	9800	13700	12130	19757	27944
占GDP比重				0.47%	0.73%	1.02%	0.90%	1.46%	2.07%
关税对GDP拖累							1.00%	1.50%	2.00%

数据来源：发改委、BLS、张明源《适度超前开展基础设施投资对财政可持续性的影响研究》、中诚信研究院、北大汇丰商学院、住建部、Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn