

2025 年 4 月 25 日

中国宏观

应对外部变化，强化内需驱动—4 月中央政治局会议点评

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

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。本次政治局会议在肯定经济呈现向好态势的同时，直面“外部冲击影响加大”挑战，提出了一系列更具前瞻性和针对性的政策预案。会议明确要求“统筹国内经济工作和国际经贸斗争”，并提出“稳企业”要求，反映了对当前关税摩擦升级可能带来潜在冲击的高度重视。在政策工具箱方面，会议强调“加紧实施更加积极有为的宏观政策”的基调，提出适时降准降息、创设新的结构性货币政策工具，并加快地方政府专项债券、超长期特别国债发行使用，根据形势变化及时推出增量储备政策，体现出政策的灵活性与协同性。特别是在扩大消费、促进民生等关键领域。本次政治局会议提出一系列稳预期、提信心的具体举措，为应对外部不确定性、保持经济稳定运行和推进结构转型提供坚实保障。

⊕ 财政政策加码提速，债券发行再提速

- * 会议明确强调要“用好用足更加积极的财政政策”，并特别提出要“加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用”，释放出财政政策将更加积极有为的明确信号。2025 年开年以来，政府债券发行节奏已显著提速，1 季度地方政府专项债发行规模创下新高，达 2.4 万亿元（人民币，下同）（包括化债资金的 1.4 万亿元），同比增长超 80%，充分体现了“早发行、早使用”的政策导向。在当前外部环境不确定性增加的背景下，财政政策前置发力的重要性日益凸显。后续财政部门专项债发行节奏有望进一步加快，并尽快落实超长期特别国债的发行计划，确保资金迅速转化为实物工作量，形成有效投资拉动，更好地应对外部影响。

⊕ 降准、降息节奏可能差异化，以应对外部冲击下的多重平衡

- * 会议明确提出要“适时降准降息”，但在当前环境下，货币政策面临多重平衡考量。一季度 GDP 同比 5.4% 的经济“开门红”以及资本市场表现活跃，一定程度上缓和了宽松的紧迫性。然而，随着关税不确定性上升，央行需在稳增长、稳汇率与稳资本之间寻求平衡，同时还需兼顾银行息差，以上因素使得降息操作可能相对谨慎，或将待关税政策对实体经济影响进一步显现后再相机抉择。
- * 会议也强调“保持流动性合理充裕”、“加力支持实体经济”以及“创设新的结构性货币政策工具”等方向性要求。考虑到地方政府专项债和超长期特别国债发行提速的流动性需求，及对实体经济定向支持需要，降准操作或会先于降息实施。预计央行将在 2 季度择机降准 100 基点，释放长期流动性支持，并为经济稳定运行提供充足资金支持，同时为应对外部影响预留政策空间。

⊖ 扩内需应对外部环境不确定性

* 促消费：多维度激发消费潜力，提质扩面

会议将“扩大国内需求”置于更加突出位置，并提出了一系列促消费具体举措，体现了在外部环境不确定性增加背景下，强化内需驱动的战略导向。

- 1) **提高中低收入群体收入成为优先任务。**会议明确要求“提高中低收入群体收入”，并将其前置，凸显了政策层面对收入分配调节的重视。中低收入群体边际消费倾向较高，对扩大消费具有乘数效应。预计后续将通过提高最低工资标准、扩大社保覆盖面、增加转移支付等多种方式，切实提升中低收入群体的收入水平和消费能力。
- 2) **将服务消费打造成为新的增长点。**会议特别提出“重视服务消费”，并强调“尽快清理消费领域限制性措施”，为民间资本进入服务消费领域扫清障碍。同时，会议还提出设立“服务消费与养老再贷款”，预计将通过定向金融支持，进一步释放医疗健康、文旅、养老等领域的消费潜力，并带动相关行业就业增长。
- 3) **“以旧换新”政策提质扩面。**2024 年下半年推出的家电、汽车“以旧换新”补贴政策效果显著。在当前外部冲击加大的背景下，内需对经济增长的支撑作用愈发重要，预计消费补贴政策将进一步加码——一方面，在现有 3000 亿元资金支持基础上，补贴规模有望进一步扩大；另一方面，补贴范围还有望从家电、汽车等传统耐用消费品有望扩展至教育、医疗、文化等服务消费领域。

* 保民生：“投资于人”，民生保障双轨并行

“保民生”作为扩大内需的关键支点，本次会议继续将“保民生”放在重要的战略位置。在当前外部环境不确定性提升背景下，其重要性较年初经济工作部署进一步凸显。

- 1) **短期措施侧重在纾困措施。**会议针对当前面临的稳就业挑战，特别在外部冲击加大的情况下，提出了针对性举措，对受关税冲击较大的外向型企业，将通过“提高失业保险基金稳岗返还比例”等方式减轻企业负担，稳定就业岗位。预计后续政策层面还将针对出口导向型制造业、劳动密集型产业等重点领域实施更有针对性的支持，包括加大稳岗补贴力度、优化就业服务等，确保就业大局稳定。
- 2) **中长期结构改革重点在于保障体系持续完善。**会议强调“健全分层分类的社会救助体系”，体现了对构建长效民生保障机制的战略考量。通过建立多层次、全覆盖的社会保障网，不仅能够有效兜牢民生底线，还能增强居民消费信心，释放更大消费潜力。

当前，我国社会保障制度仍存在城乡差异、群体覆盖不均等。随着人口老龄化加速和经济结构调整深入，亟需更加完善社会保障

体系。因此，政策设计上需要加快推进养老、医疗等民生领域的制度建设，特别是针对低收入群体、灵活就业人员、农民等重点人群的保障措施将更加精准。

*** 稳企业：多维度支持，短期纾困与长期创新并重**

会议首次明确提出“稳企业”，将其置于宏观政策框架的重要位置，体现了政府对当前复杂外部环境下企业面临挑战的高度重视，也是对外部冲击的前瞻性应对。

- 1) **多措并举，纾困帮扶困难企业。**会议强调要“多措并举帮扶困难企业”，特别是加强融资支持，推动内外贸一体化发展。当前，中小企业融资难、融资成本高等问题仍存，尤其是在外部不确定性增加的背景下，企业经营压力可能进一步加大。通过降低融资成本、扩大信贷投放等措施有望为企业特别是出口导向型的小微企业提供更多金融支持。同时，推动内外贸一体化发展，引导外贸企业开拓国内市场，有序“出口转内销”，也有助于企业分散风险，增强抗冲击能力。

*** 产业对冲：“债券‘科技板’”+深化“人工智能+”行动**

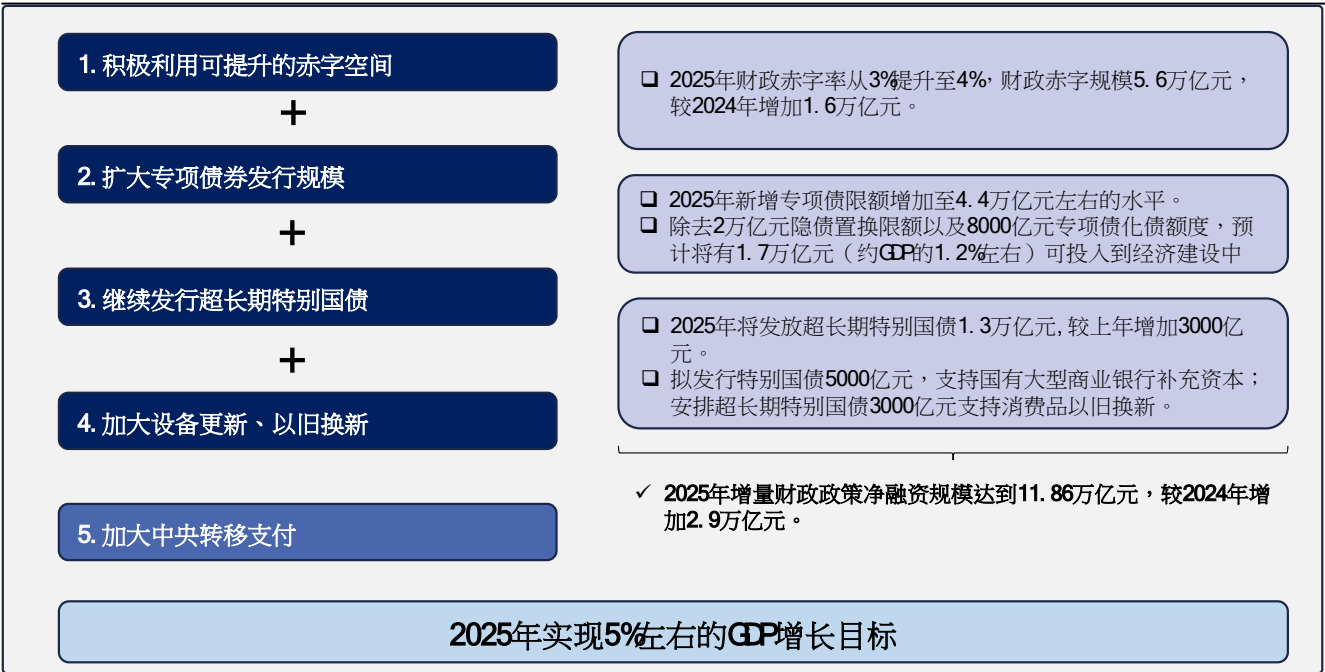
- 1) **科技创新驱动转型升级。**会议提出“推进关键核心技术攻关”与“创新推出债券市场的‘科技板’”。应对关税冲击，企业还是需要加力科技创新，转型升级来应对挑战，高技术、高附加值产业可以凭借技术壁垒和市场竞争能力，受到关税等外部冲击相对较小。同时，通过债券市场“科技板”的创新设计，也可以发挥社会资本的力量，缓解科技型企业融资难等问题。
- 2) **继续深化“人工智能+”行动。**会议再次强调“加快实施“人工智能+行动”。人工智能作为新一轮科技革命和产业变革的核心驱动力，其对提升全要素生产率、降低生产成本作用日益凸显。随着我国生成式AI等技术的快速发展，人工智能与实体经济的融合将进一步深化，有望在制造业、服务业等领域形成新的增长点。人工智能+行动有望通过政策引导、资金支持等多种方式，推动人工智能技术在更多行业场景的落地应用，提升产业链整体效率和竞争力。

*** 稳地产、稳股市：构建应对外部冲击的信心屏障**

- 1) **房地产市场稳中求进。**一季度房地产市场继续显现企稳迹象，而房价企稳对促进消费信心恢复具有关键作用。会议提出要“持续巩固房地产市场稳定态势”，预计后续政策还是将从供需两端协同发力：需求端将继续因城施策调减限购、限贷等限制性措施，释放被抑制的刚性和改善性住房需求，同时加力推进城中村改造工程，激活存量住房市场；供给端将合理控制新增供应，通过调节土地供应节奏避免市场供应过剩，并加大对地方政府收储存量商品房的支持力度，预计后续专项债券资金将向此类项目倾斜。

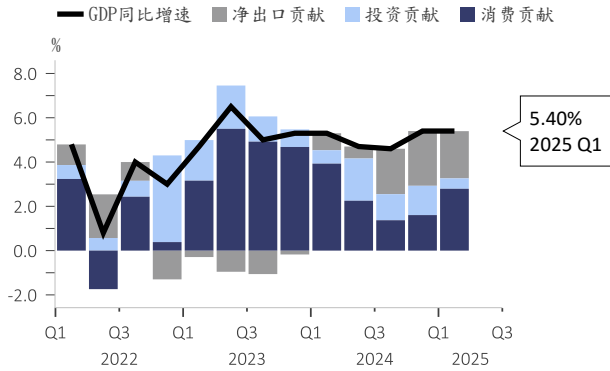
2) **政策托底，资本市场韧性增强。**在 4 月初关税升级后，中国央行等多部门快速响应，中央汇金公司适时入场增持，发挥“平准基金”功能，有效稳住了资本市场。会议强调“持续稳定和活跃资本市场”，释放了积极信号。即便在关税形势存在不确定性的背景下，我国权益市场下行风险相对有限。同时，随着内需对冲政策持续发力，资本市场有望形成政策和信心的双重支撑。

图表 1: 2025 年“两会”增量财政政策



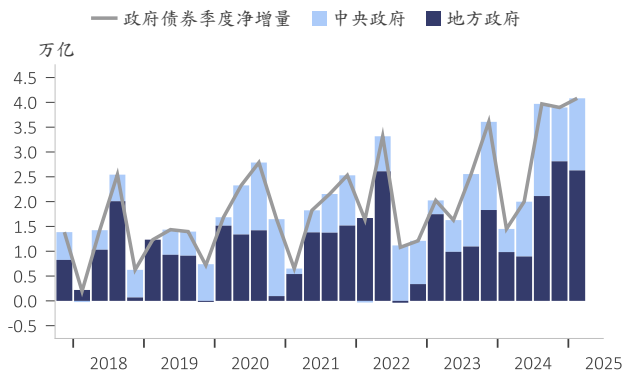
资料来源: 全国两会, 交银国际

图表 2: 1 季度 GDP 同比增长 5.4%



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: 1 季度政府债发行提速



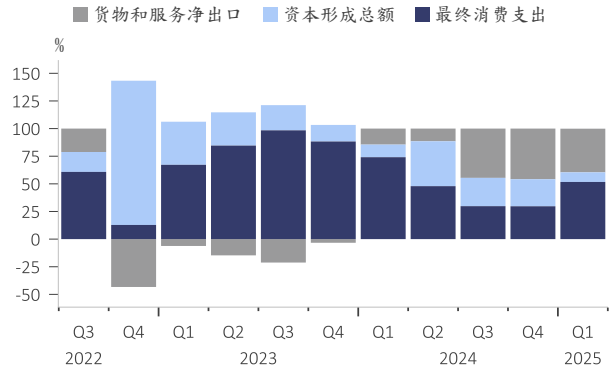
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 70 城一手房环比转正城市数量占比



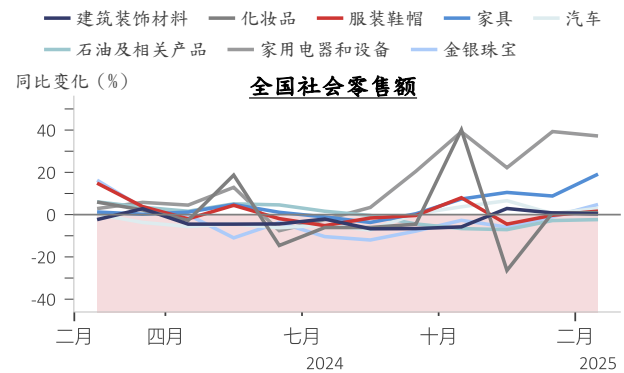
资料来源: 国家统计局, 交银国际

图表 3: ...净出口贡献占比近 40%



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: “以旧换新”政策发力显效



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 70 城二手房环比转正城市数量占比



资料来源: 国家统计局, 交银国际

图表 8: 2025 年 4 月中央政治局会议

	2025 年 4 月	2024 年 12 月	2024 年 9 月
经济形势研判	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，社会大局保持稳定。 同时，我国经济持续回升向好的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。	经济运行总体平稳、稳中有进，我国经济实力、科技实力、综合国力持续增强。新质生产力稳步发展，改革开放持续深化，重点领域风险化解有序有效，民生保障扎实有力，全年经济社会发展主要目标任务将顺利完成。	经济运行总体平稳、稳中有进，新质生产力稳步发展，民生保障扎实有力，防范化解重点领域风险取得积极进展，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。 我国经济的基本面及市场广阔、经济韧性强、潜力大等有利条件并未改变。同时，当前经济运行出现一些新的情况和问题。
宏观政策基调	坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局， 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。 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。	坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。	要全面客观冷静看待当前经济形势，正视困难、坚定信心，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感。要抓住重点、主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务。
财政政策	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。 加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。兜牢基层“三保”底线。	更加积极的财政政策	要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层“三保”工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。
货币政策	适度宽松的货币政策。适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济。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。	适度宽松的货币政策	要降低存款准备金率，实施有力度的降息。
产业政策	培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业。 持续用力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。 大力推进重点产业提质升级，坚持标准引领，规范竞争秩序。 加大服务业开放试点政策力度，加强对企业“走出去”的服务。	要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。	要支持和规范社会力量发展养老、托育产业，抓紧完善生育支持政策体系。

资料来源: 政府网, 新华网, 交银国际整理

图表 9: 2025 年 4 月中央政治局会议（续）

	2025 年 4 月	2024 年 12 月	2024 年 9 月
地产政策	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。	稳楼市	要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
防风险	要持续用力防范化解重点领域风险。继续实施地方政府一揽子化债政策，加快解决地方政府拖欠企业账款问题。	要有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。	
扩内需	<u>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。尽快清理消费领域限制性措施，设立服务消费与养老再贷款。</u> 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。	要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。	要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。要培育新型消费业态。
促民生	<u>要着力保民生。对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。健全分层分类的社会救助体系。</u>	要加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感。	要守住兜牢民生底线，重点做好应届高校毕业生、农民工、脱贫人口、零就业家庭等重点人群就业工作，加强对大龄、残疾、较长时间失业等就业困难群体的帮扶。要加强低收入人口救助帮扶。要抓好食品和水电气热等重要物资的保供稳价。
稳企业	<u>要多措并举帮扶困难企业。加强融资支持。加快推动内外贸一体化。</u>		
外需	坚定不移扩大高水平对外开放。	要扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。	要加大引资稳资力度，抓紧推进和落实制造业领域外资准入等改革措施，进一步优化市场化、法治化、国际化一流营商环境。
汇率		稳外资	
资本市场	<u>持续稳定和活跃资本市场。</u>	稳股市	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。
区域发展		要加大区域战略实施力度，增强区域发展活力。	

资料来源: 政府网，新华网，交银国际整理

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司及滴普科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。