

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号：S1500524070002

邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅

大厦B座

邮编：100031

政策有所进有所留——逐句解读 4.25 政治局会议通稿

2025 年 4 月 25 日

- 第一，本次会议发生在美国关税政策不明朗之际，政策呈现出“有所进有所留”的特征。
- 第二，会议将“外部冲击影响加大”定性为当前我国经济的主要问题。
- 第三，应对外部冲击，会议提出的总体要求是“强化底线思维，充分备足预案，扎实做好经济工作”。
- 第四，大的政策基调未做调整，但提出了一些新的要求。
- 第五，货币政策有新的看点，有望出台新的结构性工具。
- 第六，会议对促消费做出重要部署，消费有望迎来明确利好。
- 第七，对于受到关税冲击的困难企业和民生，会议强调要多措并举给予帮扶。
- 第八，增量政策已有储备，将根据形势变化及时推出。
- 第九，股市下行风险不大，短期可能以结构性行情为主，建议重视大消费板块。
- **风险因素：**美国关税政策进一步升级，新兴市场需求不及预期等。

目 录

一、政策有所进有所留	3
二、逐句解读	5
风险因素	8

图 目 录

图 1：2025 年准备金缺口约为 1.2 万亿元	4
---------------------------------	---

一、政策有所进有所留

第一，本次会议发生在美国关税政策不明朗之际，政策呈现出“有所进有所留”的特征。每年4月的中央政治局会议，都会分析研究经济形势和经济工作，由于会议召开在经济数据一季报之后，因而成为市场观察决策层经济态度和政策动向的重要窗口。本次会议正处于美国对华高额“对等关税”不明朗之际，市场对国内政策思路的关注度尤其高。但本次会议却言简意赅，惜字如金，通稿正文不足1300字，为近年同期字数最少的一次。结合具体部署来看，政策呈现出“有所进有所留”的特征，“进”体现为强调加紧实施和用好用足前期政策，“留”体现为大的政策基调暂不做调整，相机抉择，谋定而动，保持足够的灵活性。

第二，会议将“外部冲击影响加大”定性为当前我国经济的主要问题。中央对今年一季度经济工作总体是满意的，给出了很高评价，指出“经济呈现向好态势，社会信心持续提振”。而对问题的表述上出现明显变化——去年底中央经济工作会议对问题的定性是四大问题，即“国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多”；本次会议重点提到的问题只有一个，即“外部冲击影响加大”。从新的定性看，外部冲击已经成为影响当前我国经济正常发展的主要矛盾。

第三，应对外部冲击，会议提出的总体要求是“强化底线思维，充分备足预案，扎实做好经济工作”。何谓底线思维？党的二十大报告指出，“我们必须增强忧患意识，坚持底线思维，做到居安思危、未雨绸缪，准备经受风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验。”进入新时代，习近平总书记多次强调：“要善于运用‘底线思维’的方法，凡事从坏处准备，努力争取最好的结果，这样才能有备无患、遇事不慌，牢牢把握主动权。”概括地说，底线思维就是做好最坏打算，争取最好结果。对我们来说，当前最坏的结果就是中美高关税持续，双方经贸实质性脱钩。我们最坏的打算就是承担住这一结果，妥协和退让并不是我们的选项。

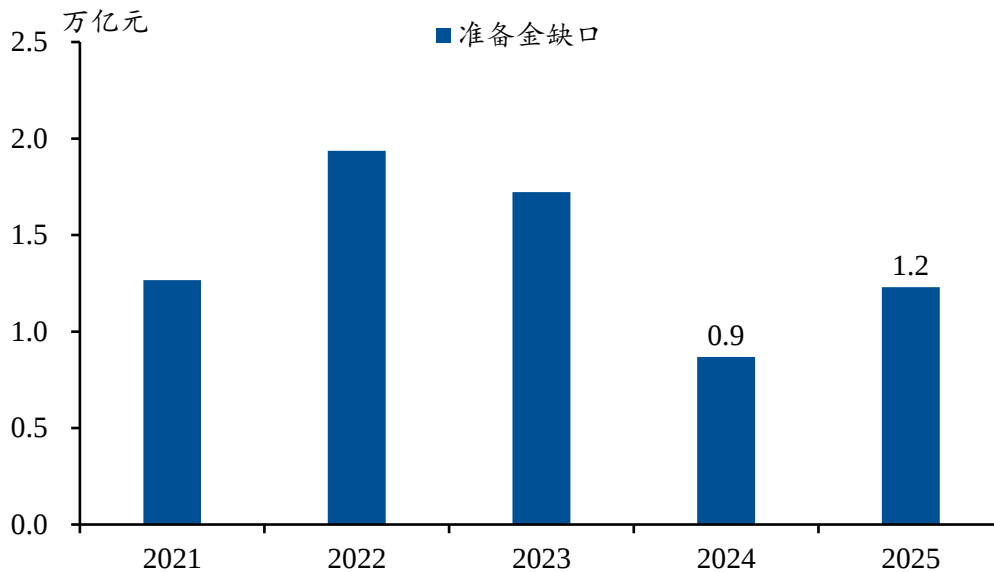
第四，大的政策基调未做调整，但提出了一些新的要求。会议强调，坚定不移办好自己的事，坚定不移扩大高水平对外开放。变化在于，一方面，提出了“四稳”的新要求，2018年7月，在关税1.0背景下，中央政治局曾提出“六稳”（稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期），本次会议在对等关税背景下，提出“四稳”（稳就业、稳企业、稳市场、稳预期），区别在于，不再对美方抱有幻想，不再强调稳外贸稳外资，更重视稳住己方基本盘。另一方面，强调加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。

第五，货币政策有新的看点，有望出台新的结构性工具。

会议强调，适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济。关于降准，我们测算，2025年准备金缺口约为1.2万亿元，全年若降准1个百分点，足以解决该缺口且有余量，我们预计上半年和下半年各有一次降准，下一次降准或发生在4-5月份。关于降息，空间确实有，但过去几年连续降息已降至历史低位背景下，我们认为降息空间较为有限。

会议同时强调，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。今年政府工作报告已经提出，优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展，加大对科技创新、绿色发展、提振消费以及民营、小微企业等的支持。新的结构性货币政策工具可能包括但不限于“服务消费与养老再贷款”，新型政策性金融工具可能类似PSL，这些工具都有助于引导金融资金定向投向特定领域。

图 1：2025 年准备金缺口约为 1.2 万亿元



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

第六，会议对促消费做出重要部署，消费有望迎来明确利好。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。中低收入群体增收，可能是后续消费最大的利好之一。两会已经提出“多渠道促进居民增收，推动中低收入群体增收减负，完善劳动者工资正常增长机制”。《提振消费专项行动方案》第一部分即城乡居民增收促进行动，相关部门正在制订实施细则。会议明确提到，扩围提质实施“两新”政策，加力实施“两重”建设。大规模设备更新和消费品以旧换新的政策补贴范围有望继续扩大，有利于支持社零增长。在更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环背景下，消费在国民经济中比重有望得到提升。

第七，对于受到关税冲击的困难企业和民生，会议强调要多措并举给予帮扶。一是强调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。对于目前受到关税冲击、出现经营困难的出口企业，预计会有针对性地帮扶措施。可能的措施包括内外贸一体化、出口转内销等。二是强调要着力保民生。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。三是强调用深化改革开放的办法解决发展中的问题。历史上，中国经济遇到重大冲击之时，大部分是靠改革开放打开了新的局面，迎来了更好的发展。当前我国制造业开放程度已经很高，下一步主要看点可能在于服务业开放，包括放宽准入、减少限制、优化监管等。近期，国务院原则同意《加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》，把更多城市纳入服务业扩大开放试点范围。

第八，增量政策已有储备，将根据形势变化及时推出。会议指出，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。从中可以看到，我们已经储备了增量政策，不是不出，时机未到。关税明朗之际，可能就是增量政策推出之时。

第九，股市下行风险不大，短期可能以结构性行情为主，建议重视大消费板块。会议仍然重视资本市场，在有限的篇幅里，仍然讲到“持续稳定和活跃资本市场”。美国对华加征高额“对等关税”，对我国 A 股平稳运行带来挑战。从分子端来看，美国“对等关税”对我国部分行业出口有结构性压制，对外出口依赖度较高行业及公司盈利面临恶化风险；从分母端来看，美国加征关税对全球股市估值体系构成冲击，市场风险偏好下降。但受益于目前 A 股整体估值处于历史低位，A 股总体下行概率可能不高。在政策有所进有所留的阶段，股市可能以结构性

行情为主。鉴于政策对消费的支持较为明确，建议重视大消费板块的机会。

二、逐句解读

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。中共中央总书记习近平主持会议。（每年4月的中央政治局会议，都会分析研究经济形势和经济工作，由于会议召开在经济数据一季报之后，因而成为市场观察决策层经济态度和政策动向的重要窗口。本次会议正处于美国对华高额“对等关税”不明朗之际，市场对国内政策应对思路的关注度尤其高。但本次会议却言简意赅，惜字如金，通稿正文不足1300字，为近年同期字数最少的一次。结合下文具备部署来看，政策呈现出“有所进有所留”的特征。）

会议认为，今年以来，以习近平同志为核心的党中央加强对经济工作的全面领导，各地区各部门聚力攻坚，各项宏观政策协同发力，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。（中央对今年一季度经济工作总体是满意的，给出了很高评价。从数据上看，今年一季度GDP同比达到5.4%，增速和去年四季度持平。分项指标上，工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额等指标均有不同程度回升。这一成绩是在去年同期高基数基础上实现的，尤为难得。）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。（相比去年底中央经济工作会议，本次会议对问题的定性出现明显变化。去年底对问题的定性是四大问题，即“国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多”，这次重点提到的问题只有一个，即“外部冲击影响加大”。从新的定性看，外部冲击已经成为影响当前我国经济正常发展的主要矛盾。）要强化底线思维，充分备足预案，扎实做好经济工作。（应对外部冲击，会议强调“强化底线思维”。党的二十大报告指出，“我们必须增强忧患意识，坚持底线思维，做到居安思危、未雨绸缪，准备经受风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验。”进入新时代，习近平总书记多次强调：“要善于运用‘底线思维’的方法，凡事从坏处准备，努力争取最好的结果，这样才能有备无患、遇事不慌，牢牢把握主动权。”概括地说，底线思维就是做好最坏打算，争取最好结果。）

会议指出，要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。（坚定不移办好自己的事，就是对外部对手最好的回击。2018年7月，在关税1.0背景下，中央政治局曾提出“六稳”（稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期），本次会议在对等关税背景下，提出“四稳”，区别在于，不再对美方抱有幻想，不再强调稳外贸稳外资，更重视稳住己方基本盘。）

会议强调，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。加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。（政策基调变化不大，主要是强调加紧实施和用好用足前期政策。当前美国关税政策反复多变，对华关税能否下降仍然扑朔迷离，形势不明朗的情况下，我方政策基调不必急于确定，相机抉择、谋定而动可能是更好的选择。）兜牢基层“三保”底线。适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济。（关于降准，我们前期报告曾经测算，2025年准备金缺口约为1.2万亿元，全年若降准1个百分点，足以解决该缺口且有余量，见《中美博弈，消费修复——2025年中国宏观展望》20241215。我们预计上半年和下半年各有一次降准，下一次降准或发生在4-5月份。关于降息，空间确实有，但过去几年连续降息已降至历史低位背景下，我们认为降息空间较为有限。）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。（今年政府工作报告已经提出，优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展，加大对科技创新、绿色发展、提振消费以及民营、小微企业等的支持。新的结构性

货币政策工具可能包括但不限于“服务消费与养老再贷款”，新型政策性金融工具可能类似PSL，这些工具都有助于引导金融资金定向投向特定领域。）强化政策取向一致性。

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。（中低收入群体增收，可能是后续消费最大的利好之一。两会已经提出“多渠道促进居民增收，推动中低收入群体增收减负，完善劳动者工资正常增长机制”。《提振消费专项行动方案》第一部分即城乡居民增收促进行动，相关部门正在制订实施细则。4月中旬，李强总理强调，更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，在此背景下，消费在国民经济中比重有望得到提升。）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。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。（大规模设备更新和消费品以旧换新，政策补贴范围有望继续扩大，有利于支持社零增长。）

会议强调，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。（对于目前受到关税冲击、出现经营困难的出口企业，预计会有针对性地帮扶措施。可能的措施包括内外贸一体化、出口转内销等。）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。

会议强调，要坚持用深化改革开放的办法解决发展中的问题。加快全国统一大市场建设，扎实开展规范涉企执法专项行动。（历史上，每当中国经济遇到重大冲击之时，都是靠改革打开了新的局面，迎来了更好的发展，1992年小平同志南方讲话就是一个典型案例。在当前做强国内大循环背景下，更有必要加快全国统一大市场建设。）加大服务业开放试点政策力度，加强对企业“走出去”的服务。（制造业开放程度已经很高，下一步主要看点可能在于服务业开放，包括放宽准入、减少限制、优化监管等。近期，国务院原则同意《加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》，更多城市纳入服务业扩大开放试点范围。）同国际社会一道，积极维护多边主义，反对单边霸凌行径。（对世界各国，始终高举多边主义旗帜；对美国，打则奉陪到底，谈则大门敞开。）

会议指出，要持续用力防范化解重点领域风险。（主要是地方政府债务风险和房地产风险）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。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。（明确提到“优化存量商品房收购政策”，收储政策有望更加灵活，实际力度可能加大。）持续稳定和活跃资本市场。（高额关税对A股平稳运行带来挑战，企业盈利和风险偏好均承压，但受益于整体估值处于历史低位，下行风险并不大。）

会议强调，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。（这也是应对外部冲击，稳就业、稳企业、稳市场、稳预期的一部分。）健全分层分类的社会救助体系。加强农业生产，稳定粮食等重要农产品价格。巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接。持续抓好安全生产和防灾减灾等各项工作。

会议指出，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。（增量政策已有储备，根据形势变化及时推出。不是不出，时机未到。关税明朗之际，可能就是增量政策推出之时。）

会议强调，要加强党对经济工作的全面领导，鼓励党员干部迎难而上、主动作为，树立和践行正确政绩观。认真开展深入贯彻中央八项规定精神学习教育，以作风建设新成效开创高质量发展新局面。

会议还研究了其他事项。

风险因素

美国关税政策进一步升级，新兴市场需求不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券研发中心宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020 年“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。