

宏观点评 20250425

增量政策的 6 条线索——学习 4 月政治局会议精神

2025 年 04 月 25 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

相关研究

《“十四五”收官之年的机遇与挑战》

2025-04-24

《特朗普支持率降至二战后最低水平》

2025-04-20

■ 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。从时间来看，比去年（4 月 30 日）和前年（4 月 28 日）都要早。

■ 会议客观判断经济形势，充分肯定一季度的经济成绩，同时看到“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”。一季度 5.4% 的超预期增长来之不易，同时关税带来的外部冲击也不容忽视，对外部影响的判断从 12 月的“不利影响加深”，到“外部冲击影响加大”。

■ 政策基调方面，强调“加紧实施更加积极有为的宏观政策”、“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，加强超常规逆周期调节”。为应对正在到来的关税冲击，一方面需要抓好 3 月两会部署的政策落实，另一方面择机出台新的增量政策，加大逆周期调节力度。对于增量政策的判断，4 月 17 日国务院第十三次专题学习，对政策的时机、力度有具体阐述，“要讲究政策时机，在一些关键的时间窗口，推动各方面政策措施早出手、快出手，对预期形成积极影响。要把握政策力度，必要时敢于打破常规，打好‘组合拳’，让市场真正有获得感”。

■ 具体来看，增量政策有以下 6 条线索：

■ 1、财政政策方面，会议指出“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。”今年财政支出进度并不慢，比如今年是 4 月 24 日开始发行超长期特别国债，而去年是 5 月 17 日，早了近一个月。再比如从赤字进度来看，今年一季度实际赤字率达到 4%，是过去十年里仅次于 2020 年的水平，表明财政支出进度较快。

■ 接下来应对外部冲击的财政政策可能会分三步走，目前还在第一步，即财政支出前置，继续加快专项债发行、加快支出落地。第二步是必要时可以调整支出用途，如去年 7 月将 1 万亿超长期特别国债里的 3000 亿用于“两新”，发挥了更好的稳增长作用。第三步是赤字、特别国债、专项债进一步扩张。应对外部冲击，有足够的财政政策空间。

■ 化债方面，会议指出“继续实施地方政府一揽子化债政策”。今年 Q1 基建增长 11.5%，其中市政投资增速由负转正贡献很大，去年代表市政的公共设施投资下降 3.1%，而今年 Q1 增长 4.9%，反映出的是 5 年 10 万亿化债计划减轻地方财政压力后，地方基建项目增速回升。

■ 2、货币政策方面，总量操作适时降准降息，结构性货币政策将发挥更大作用。二季度货币政策“降准降息”正随基本面而打开操作窗口，但是在落地节奏上则取决于经济数据、市场预期和外部冲击的实时研判。结构性货币政策将发挥更大作用，会议指出“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”，对科创企业、服务业、出口企业的融资支持政策在二季度将逐步落地，实现更精准的支持效果。

■ 3、扩内需方面，服务消费的重要性提高，金融支持政策开始落地，期待下一步启动财政支持。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。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。”

■ 会议对服务消费的重视程度有所提高，本次明确设立服务消费和养老再贷款，通过结构性货币政策支持服务消费的发展，未来可能将消费的财政补贴扩围至服务消费。再贷款支持可能相对更偏向供给侧，供给侧的支持可以更好保住就业，但仅靠供给侧支持是不够的，最终还是依赖于需求支持，才能驱动行业持续复苏，因此需要尽快出台补贴服务消费的财政政策。

- **促消费政策接下来也有三方面期待：**一是服务消费再贷款跟“以旧换新”形成互补；二是生育补贴落地；三是未来可能适时推出服务消费补贴，实现激发内需、提振就业的多重效果。
- **4、房地产方面，巩固稳定态势，加大政策支持以避免市场边际走弱。**相比于此前“止跌回稳”的表述，本次会议表述改为“持续巩固房地产市场稳定态势”，“巩固稳态”体现了对当前市场形势的认可，也包含对未来的要求，意味着房地产政策的力度和持续性不会弱。去年四季度以来，房地产市场确实出现了边际企稳的信号，如一线城市房价在过去6个月里有5个月都是环比上涨，但4月以来动能有所走弱，截至4月24日，30大中城市商品房销售面积平均为20.1万平，低于去年同期的23.7万平。
- **未来“巩固稳态”的房地产政策空间体现为三个方面，一是收储商品房政策存在优化空间，**如4月15日李强总理北京调研时明确指出“在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权，并及时研究推出新的支持措施”；**二是用货币化安置的方式支持城中村和危旧房改造；三是常规的降低公积金利率、降低商贷利率、推出购房税费优惠、放松核心城市限购限售等。**
- **5、出口企业纾困。**会议指出“要多措并举帮扶困难企业。加强融资支持。”
- **出口企业纾困有两个思路，**一是通过出口退税、融资支持等政策帮助企业暂时渡过难关。二是支持打开市场，如出口转内销、内外贸一体化建设。后者最根本的依靠在于提振国内需求，使得消费市场扩容，能够消化掉转内销的出口。2024年我国对美出口3.7万亿，如果下降30%-60%意味着出口减少1.1-2.2万亿；而居民消费体量大约54万亿，如果消费额外扩容1-2个点，就能消化掉一半左右的出口冲击，剩下部分依靠其他非美市场。今年Q1社零增速4.6%，较去年全年3.5%提高了1个点，未来需要稳定在4.5%以上，需要宏观政策大力支持。
- **6、保民生就业。**会议指出“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”
- **稳岗返还政策**是政府为了稳定企业就业岗位，对足额缴纳失业保险费、且上年度未裁员或裁员率低于一定标准的企业，给予其实际缴纳失业保险费一定比例的返还。
- **我们此前报告指出，出口冲击带来的再就业压力，主要靠建筑业和服务业解决。**商务部曾测算2018年我国每百万美元出口拉动的就业人数约为40.2人次，由于劳动生产率的提升，近年来该数据可能降至29.1人次¹，2024年我国出口3.57亿美元，拉动就业约1.04亿，出口每下降1个点，带来的就业压力约为104万人次。极端情况下，出口增速可能下降6.6个点，只要我国5个就业弹性最大的行业名义经济增速从Q1的4.5%提高到5.6%-7.0%，就能额外吸纳686万就业，基本能消化掉关税冲击带来的就业压力。这五个行业依次是：住宿餐饮（22.1人）、居民服务（14.6人）、水利环境和公共设施（11.4人）、建筑业（10.3人）、批发零售业（9.7人），因此建筑业的以工代赈和服务业的扩容提质，对缓解就业压力十分关键。
- **风险提示：**房地产市场风险；关税事件反复和出口下行压力；以旧换新政策后续不及预期的风险。

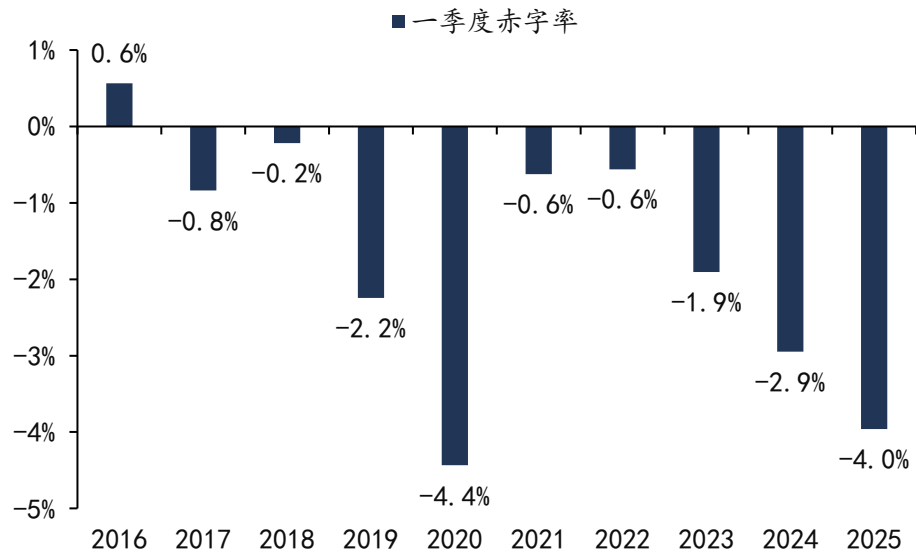
¹ 4月外发报告《贸易摩擦如何影响我国就业？政策如何应对？》中对此有测算和说明

表1：4月政治局会议和中央经济工作会议表述对比

	2025年4月政治局	2024年12月经济工作会议	2024年4月政治局
形势判断	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。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。	当前 外部环境变化带来的不利影响加深 ，我国经济运行仍面临不少困难和挑战，主要是 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 。同时必须看到，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。我们要正视困难、坚定信心，努力把各方面积极因素转化为发展实绩。	经济持续回升向好仍面临诸多挑战，主要是 有效需求仍然不足，企业经营压力较大，重点领域风险隐患较多，国内大循环不够顺畅，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升 。同时必须看到，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，开局良好、回升向好是当前经济运行的基本特征和趋势，要增强做好经济工作的信心。
政策基调	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盘。	要坚持 稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合 ，充实完善政策工具箱，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性	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，着力推动高质量发展， 坚持乘势而上，避免前紧后松 ，切实巩固和增强经济回升向好态势
财政政策	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 。兜牢基层“三保”底线。	要实施更加积极的财政政策。 提高财政赤字率 ，确保财政政策持续用力、更加给力。加大财政支出强度，加强重点领域保障。 增加发行超长期特别国债 ，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。 增加地方政府专项债券发行使用 ，扩大投向领域和用作项目资本金范围。优化财政支出结构，提高资金使用效益，更加注重惠民生、促消费、增后劲，兜牢基层“三保”底线。党政机关要坚持过紧日子	要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度 ，保持必要的财政支出强度，确保基层“三保”按时足额支出。
货币政策	适时降准降息，保持流动性充裕，全力支持实体经济。 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 。	要实施 适度宽松的货币政策 。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能， 适时降准降息 ，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定	要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具 ，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本。
扩内需	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。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。	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。实施提振消费专项行动 ，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准。加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。 加强自上而下组织协调，更大力度支持“两重”项目 。适度增加中央预算内投资。加强财政与金融的配合，以政府投资有效带动社会投资。及早谋划“十五五”重大项目。大力实施城市更新。实施降低全社会物流成本专项行动	要积极扩大国内需求，落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案 。要创造更多消费场景，更好满足人民群众多样化、高品质消费需要。 要深入推进以人为本的新型城镇化 ，持续释放消费和投资潜力。要实施好政府和社会资本合作新机制，充分激发民间投资活力。
供给侧	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。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。	以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。加强基础研究和关键核心技术攻关，超前布局重大科技项目，开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动。 开展“人工智能+”行动，培育未来产业 。加强国家战略科技力量建设。健全多层次金融服务体系，壮大耐心资本， 更大力度吸引社会资本参与创业投资 ，梯度培育创新型产业。 综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为 。积极运用数字技术、绿色技术改造提升传统产业	要因地制宜发展新质生产力 。要加强国家战略科技力量布局， 培育壮大新兴产业，超前布局建设未来产业 ，运用先进技术赋能传统产业转型升级。 要积极发展风险投资，壮大耐心资本 。
改革开放	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 。 加大服务业开放试点政策力度，加强对企业“走出去”的服务 。同国际社会一道，积极维护多边主义，反对单边霸凌行径。	扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资 。有序扩大自主开放和单边开放，稳步扩大制度型开放，推动自由贸易试验区提质增效和扩大改革任务授权，加快推进海南自由贸易港核心政策落地。积极发展服务贸易、绿色贸易、数字贸易。深化外商投资促进体制机制改革。稳步推进服务业开放，扩大电信、医疗、教育等领域开放试点，持续打造“投资中国”品牌。推动高质量共建“一带一路”走深走实，完善海外综合服务体系	要坚定不移深化改革扩大开放，建设全国统一大市场 ，完善市场经济基础制度。 要积极扩大中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口 ，支持民营企业拓展海外市场，加大力度吸引和利用外资。
房地产	加力实施城市更新行动， 有力有序推进城中村和老旧小区改造 。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 。	持续用力推动房地产市场止跌回稳 ，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度。	继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待， 统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施 ，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
化债	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。		要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险省份和市县真正压降债务、又能稳定发展 。
资本市场	持续稳定和活跃资本市场 。	稳住楼市股市……深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市卡点堵点，增强资本市场制度的包容性、适应性。	多措并举促进资本市场健康发展

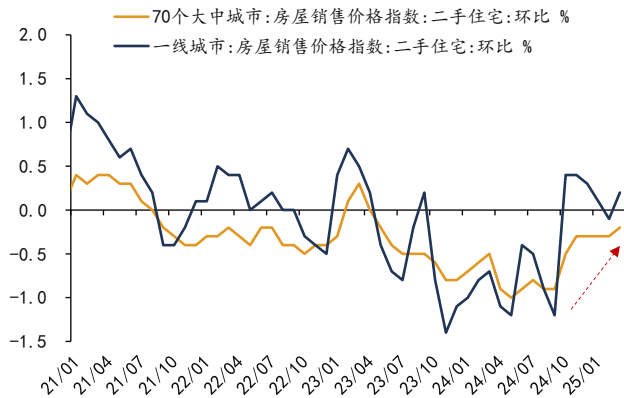
数据来源：新华社，东吴证券研究所

图1：从赤字率角度来看，今年 Q1 财政支出进度仅次于 2020 年



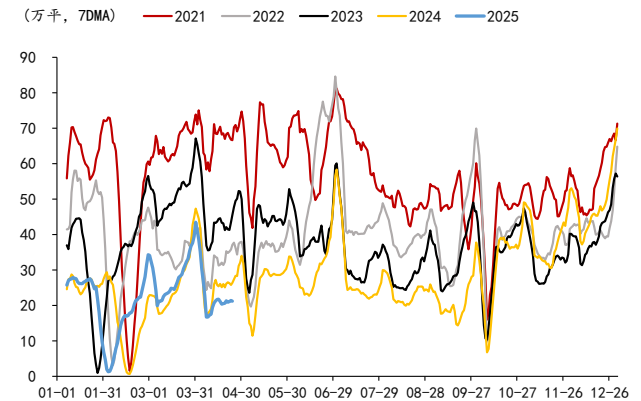
数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：赤字率=（当期一般公共预算收入-支出）/GDP，正数表示盈余，负数表示赤字

图2：24Q4 以来房价环比企稳



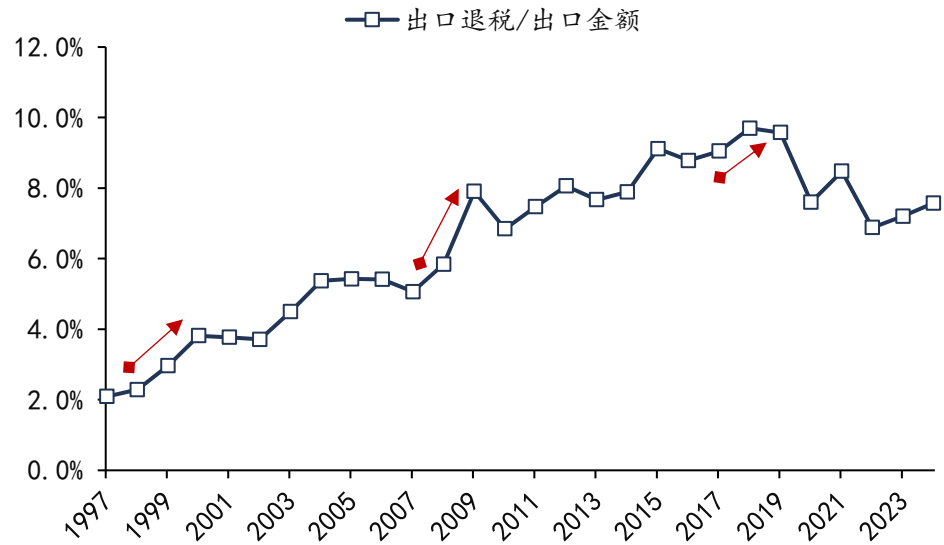
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：30 大中城市商品房销售面积同比开始转负



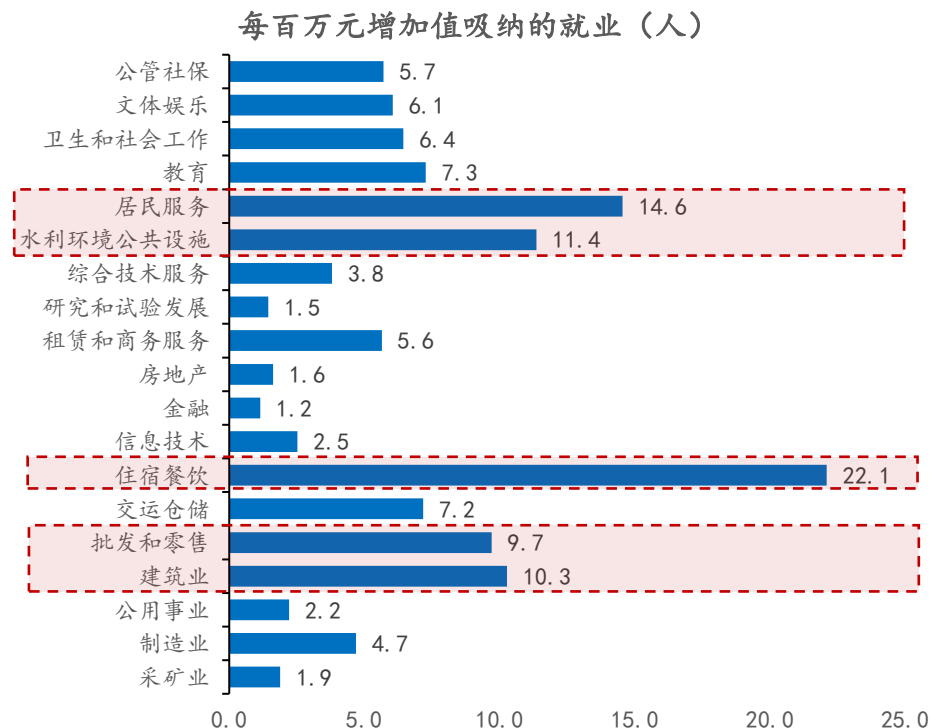
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：外需冲击时，出口退税率会有所提高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2020年每百万元增加值吸纳的就业来看，服务业普遍更高



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>