

4月政治局会议学习体会

储备充足，蓄势待发

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：	田地	0755-81982035	tianti2@guosen.com.cn	执证编码：S0980524090003
证券分析师：	邵兴宇	010-88005483	shaoxingyu@guosen.com.cn	执证编码：S0980523070001
证券分析师：	董德志	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100001
联系人：	王奕群		wangyiqun1@guosen.com.cn	

会议：

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。

解读：

图1：近年4月政治局会议文本对比

维度	2025. 04	2024. 04	2023. 04
宏观形势	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	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	经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战
政策基调	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	靠前发力有效落实已经确定的宏观政策	-
财政政策	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	积极的财政政策。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	积极的财政政策要加力提效
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，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，设立服务消费和养老再贷款	稳健的货币政策。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	稳健的货币政策要精准有力
地产政策	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	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。抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产发展新模式
企业欠款	加快解决地方政府拖欠企业账款问题	-	各类企业都要依法合规经营。要下决心从根本上解决企业账款拖欠问题
风险防控	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	深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险地区和县既真正压降债务、又能稳定发展	有效防范化解重点领域风险，统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作
民生就业	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。不断完善稳就业稳经济的政策工具箱	突出就业优先导向，促进中低收入群体增收。要巩固拓展脱贫攻坚成果，扎实推进乡村全面振兴	强化就业优先导向，扩大高校毕业生就业渠道，稳定农民工等重点群体就业。要巩固拓展脱贫攻坚成果
扩大内需	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	落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。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	改善消费环境，促进文化旅游等服务消费。要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资
外贸外资	加快推动内外贸一体化。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	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。支持民营企业拓展海外市场，加大力度吸引和利用外资	要全面深化改革，扩大高水平对外开放。要支持有条件的自贸试验区和自由贸易港对接国际高标准经贸规则

资料来源：中国政府网、国信证券经济研究所整理

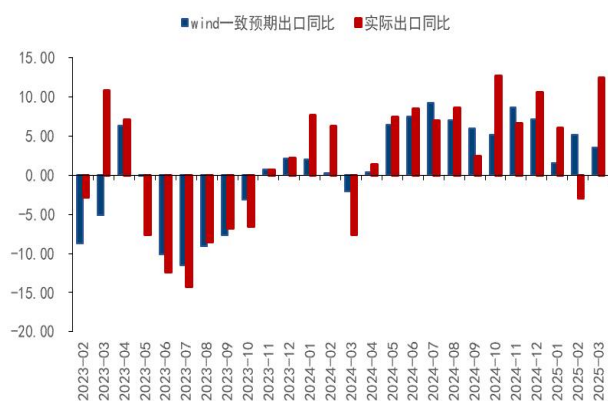
◆ 经济形势：一季度开门红，“以内补外”应对冲击

在复杂的内外部形势挑战下，一季度我国经济顺利实现开门红。实际 GDP 同比增长 5.4%，持平 2024 年四季度的高点。从三大产业看，第二产业 GDP 增速继续明显上行，第三产业 GDP 增速有所回落。第二产业中，工业 GDP 增速继续上升至 6.3%，创 2023 年以来历史新高，建筑业 GDP 增速小幅回落但仍高于去年三季度的低点，表明一季度国内与技术和创新相关的经济部门发展势头较为强劲，基建和房地产相关的传统产业延续企稳态势，成为下一阶段我国经济“稳定器”。同时，会议强调“大力发展服务消费”，指向外贸冲击下，经济发展的重心将进一步向第三产业倾斜，发挥其对经济结构转型，和商品出口承压下对就业的牵引带动作用。

从支出法看，2020-2024 年，我国最终消费、资本形成总额、净出口对 GDP 同比的拉动平均值分别为 2.7、1.5、0.8 个百分点，合计约为 5.0%。这意味着，只要三大需求增速回归过去五年的历史平均水平，2025 年就能实现 5.0% 的经济增速目标。一季度中国内需（消费+投资）对 GDP 当季同比的拉动去年四季度提升 0.4 个百分点至 3.3%，仍然处于历史偏低水平，其中最终消费的拉动上升至 2020-2024 年均值上方，资本形成总额低于历史均值，净出口对 GDP 同比的拉动仍然明显高于历史均值。考虑到美国加征关税可能对出口带来冲击，以及“以内补外”的总体思路下，外贸和地产成为关注重心。

一季度外需旺盛，进口较为疲弱。前三月，我国出口实现了开门红，1-3 月出口累计同比达到+5.8%，其中 3 月份当月同比达到+12.4%，反映外需较为旺盛。结构上看，一季度出口在产品 and 国别两个维度均出现好的变化。从产品上看，集成电路（前三月累计同比+10.8%）、家用电器（前三月累计同比+8.7%）等主要产品增速高于整体水平，在出口占比不断扩大，通用机械等产品增速边际改善较为明显。从国别看，我国对东盟出口前三月增速达到+8.1%，出口格局进一步分散化。总结来看，一季度出口数据既反映了我国出口贸易转型加速、出口韧性进一步增强的事实，同时，一季度出口数据良好也同样受到特朗普政府正式执政以来，全球贸易环境不确定性上升、出口“抢订单”、转口贸易走强的影响。另外，特别需要注意的是，一季度我国进口累计同比仅为-7.0%，处于近年来较低水平，反映国内需求仍然存在较大提振空间。

图2：一季度进出口数据超出市场预期



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：对新兴市场出口保持较高增速

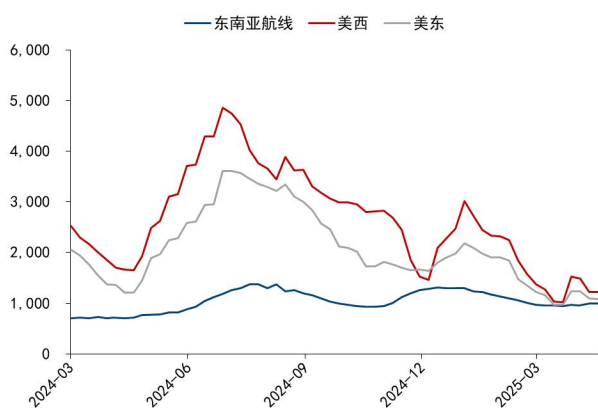


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

往后看，在特朗普 4 月份宣布对进口商品征收关税后，全球贸易形势迎来重大冲击，但我国出口仍将在艰难中继续前进。在本次政治局会议中，强调了“统筹国内经济工作和国际经贸斗争”，“国际经贸斗争”的用词反映了对等关税后严峻的外贸形势。一方面，对等关税极大改变了贸易预期，我国出口形势快速转冷。从高频数据来看，在对等关税宣布后，集装箱运价回落，同时出现出口商退关等情况，出口、特别是对美出口迅速转冷。与此同时，对等关税也直接冲击了各国需求，导致外需回落。从海外景气度来看，在宣布加征关税后，美国经济预期在很大程度上陷入混乱。从 4 月 15 日公布美国纽约联储制造业 PMI 情况来看，新订单预期已经较上月+15.5 的水平大幅下落到-6.6，已经创下该数据统计以来最低水平，超出 2008 年次贷危机和 2020 年疫情冲击。即使不考虑关税带来的阻碍，在外需衰退的情况下，我国出口也必然面临较大压力。

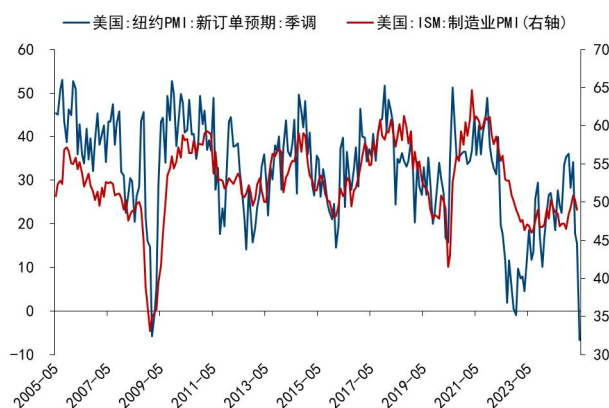
从总的原则上来看，本次政治局会议要求“坚定不移办好自己的事”，以自身政策定力来应对外部环境变化。我们看到，一季度我国出口已经存在多元化趋势，关税战发生后，我国也进一步强化了与其他国家在产业链供应链合作，同时内需提振空间广阔，我国对外贸易仍将在艰难中前进，“以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性”。在具体应对措施上，本次会议明确提出，“加强对企业‘走出去’的服务。同国际社会一道，积极维护多边主义，反对单边霸凌行径。”同时，会议特别强调“要多措并举帮扶困难企业。加强融资支持。加快推动内外贸一体化”、“对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例”。从应对措施来看，既体现了我国政府维护多边主义国家秩序的努力，也从资金和就业等多个角度入手，缓解关税冲击带来的不利影响。

图4：对美航线集装箱运价走低、东南亚航线保持韧性



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：美国制造业景气度大幅下降

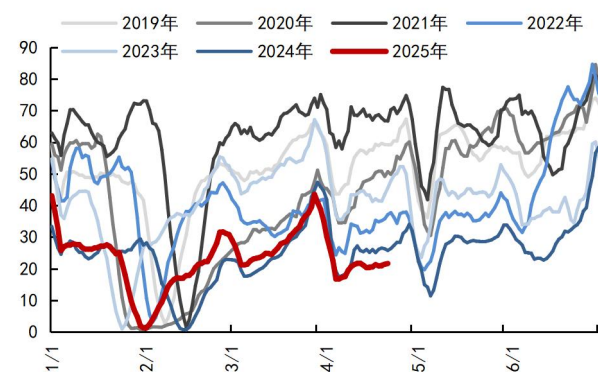


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

房地产方面，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。会议强调“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”。土地相关的存量政策正在逐步落地。截至4月25日，土地储备项目披露2975亿，发行土地储备专项债575亿；棚户区改造项目1.3万亿，棚改专项债924亿。

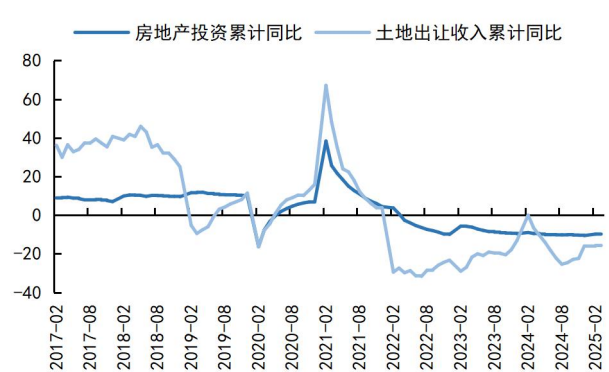
当前房地产市场下行压力仍存，巩固企稳态势需要更多增量政策。观察商品房成交的高频数据，可以看到年初至今出现较为明显的一二手房分化。二手房成交远高于去年，有明显的“小阳春”行情，而一手房成交则表现不佳。价格上来看，从去年924一揽子政策后，房地产价格有所企稳，但政策效果有退坡迹象。从经济数据来看，一季度房地产投资累计同比-9.9%，跌幅较去年有所收窄，但仍未触底。

图6：30城商品房成交面积



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：房地产投资和土地收入继续下行



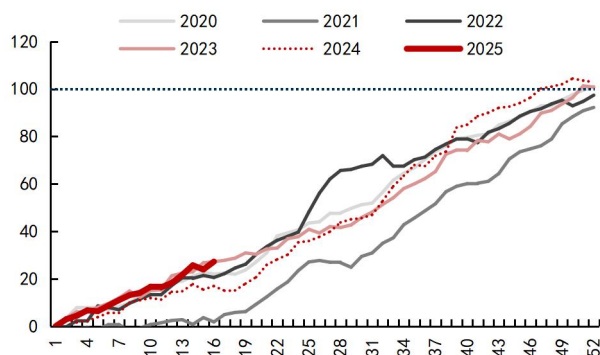
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 财政政策：存量落地提速，加码或在下半年

财政政策方面，仍然延续“更加积极”的基调，“用好用足更加积极的财政政策”。从今年的财政运行情况来看，财政收入端承压依旧，但支出端有不错表现，一季度财政政策力度较去年继续提高。一季度一般公共预算收入同比下降 1.1%。其中，税收收入同比下降 3.5%，非税收入同比增长 8.8%。一般公共预算支出同比增长 4.2%，一季度广义财政支出增速为 5.6%。其中中央支出同比增长 8.9%，地方支出同比增长 3.6%。

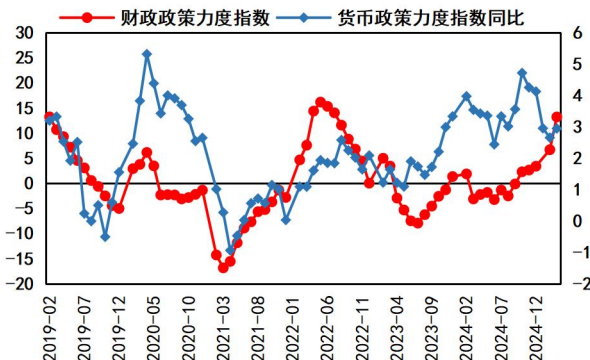
债务方面，到目前政府债净融资保持较高的强度，特别国债也已开始发行。政府债净融资截至第 16 周（4/14-4/20）累计 4.8 万亿，超出去年同期 3.3 万亿，主要是国债净融资和置换债务专项债发行较快。广义财政赤字（国债净融资+新增地方债发行）截至第 16 周（4/14-4/20）广义赤字累计 3.3 万亿，进度达到 27.6%。特别国债 4-24 开始发行，4 月 24 日发行特别 2860 亿，其中注资特别国债 1650 亿，超长期特别国债 1210 亿。

图8：广义赤字进度较快



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

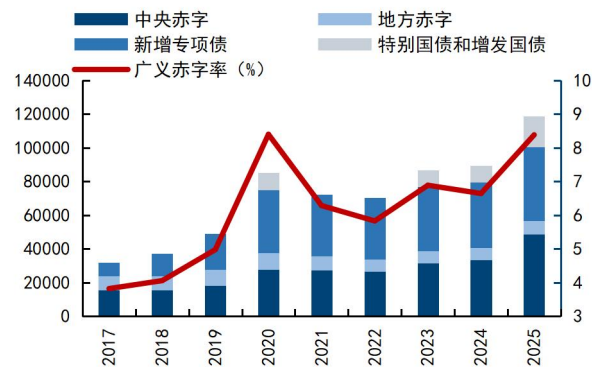
图9：财政政策力度指数继续提升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

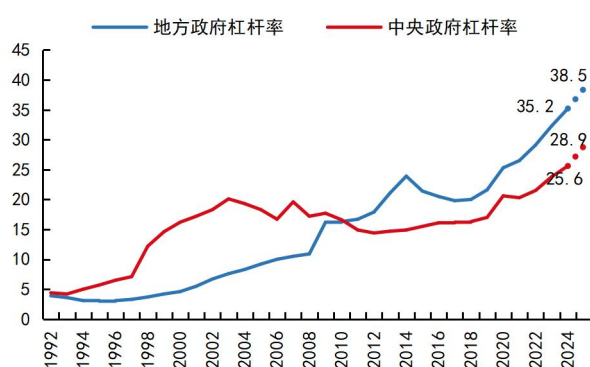
防风险方面，要持续用力防范化解重点领域风险。会议提出“继续实施地方政府一揽子化债政策”，并针对拖欠企业账款问题，明确强调要“加快解决”。目前，置换债务的 2 万亿特殊再融资债已发行 1.6 万亿，余量四千亿。用于化债的 8000 亿新增专项债发行 1437 亿，后续可能随专项债发行提速而加快。

图10：今年广义赤字规模扩张较多



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图11：央地杠杆率继续抬升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

前瞻来看，后续会加速存量政策落地。会议强调“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”。目前新增地方债发行 1.5 万亿，还有 3.7 万亿待发，其中包括 3.2 万亿的新增专项债。特别国债则剩余超 1.5 万亿。在存量政策较多的情况下，政策加码为时尚早，在此之前会先加快存量债务的发行和资金的使用。这对二三季度的财政支出和基建投资都将形成一定的支撑。

如果有财政加码，时点大概率落在下半年。会议表述“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”，表明后续仍有增量财政政策出台的可能。根据我们对关税政策冲击的估计，可能需要万亿级别的增量财政政策来对冲。从投向上来看，虽然持续强调政策向民生与消费内需倾斜，但基建投资仍然是见效更快、掌控力更强的拉动方式。

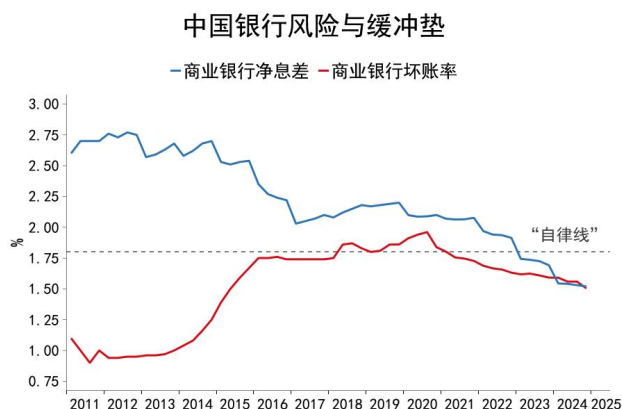
◆ 货币政策：二季度“降准+结构性降息”有望落地

货币政策方面，总体延续“适度宽松”的总基调。今年以来，我国货币政策较好的兼顾了“内外平衡”目标，在面对美国特朗普政府“对等关税”等重大外部冲击及不确定性的情况下，汇率保持稳定，同时信贷、社融、M2 等数据有序增长，显示货币政策对今年一季度我国经济的持续回升创造了适宜的货币政策环境。

前瞻地看，下一阶段货币政策对经济的逆周期支持力度有望继续加强。从节奏上看，今年二季度货币政策可能通过“降准+结构性降息”的方式对冲贸易战带来的影响，支持实体经济。

价格方面，短期内全面调降利率仍面临一定约束，有望优先通过再贷款等结构性降息工具降低实体经济融资成本。总体而言，目前我国货币政策的主要约束已经由“供给约束”转为“需求约束”，有效需求不足成为将“宽货币”转化为“宽信用”的重要掣肘。这种情况下，LPR 降息的作用相对更为直接。

图12：我国银行净息差持续收窄



资料来源:Macrobond、国信证券经济研究所整理

图13：今年以来市场资金利率中枢偏高



资料来源:Macrobond、国信证券经济研究所整理

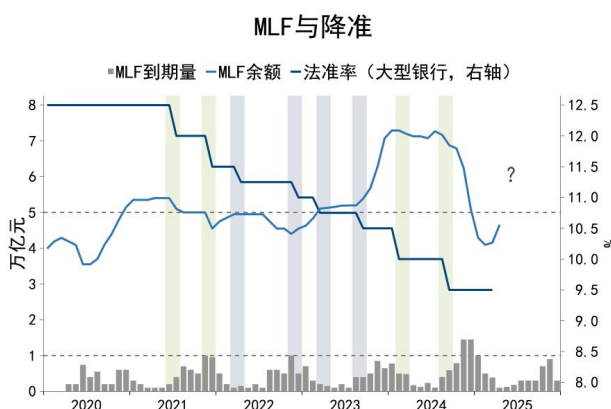
但与此同时，需要看到，在金融支持实体经济的大背景下，银行净息差持续收窄，今年一季度位于 1.52%，已低于自律机制考核中 1.80%及以上的合意区间。净息差关系到金融持续支持实体经济的能力，一方面，净息差是银行抵御风险的“缓冲垫”，适当的净息差对金融体系的健康和稳定至关重要；另一方面，净息差也是银行扩大信贷投放的重要激励。息差过薄，甚至低于不良率，可能弱化银行资产投放的动力。

图14：人民币汇率走势偏离中美利差



资料来源:Macrobond、国信证券经济研究所整理

图15：二季度 MLF 到期压力有限



资料来源:Macrobond、国信证券经济研究所整理

这种情况下，当前 OMO 等政策利率对 LPR 调降的引导作用仍需要存款利率同步调降配合。考虑到目前我国定期存款利率水平已经较低，且低于货币市场基金、活期理财等收益水平，为防止资金脱媒，调降存款利率也存在一定压力。因此，短期内，通过“创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具”，定向精准支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等重点领域尤为关键。可以起到“定向降息”的实际效果。

降准方面，预计二季度有望进行一次降准，幅度预计为 50BP。今年开年以来，央行购债暂停，中长期流动性投放主要依靠买断式逆回购和 MLF，额度和期限相对有限。二季度央行有望通过一次全面降准，释放约 1 万亿元人民币长期流动性，为政府融资特别是超长期特别国债提供适宜的资金环境。与此同时，降准也有较强的信号意义，有助于提振社会预期。

◆ 风险提示

海外市场波动，海外政策调整滞后。

相关研究报告：

《2025 年 3 月财政数据快评-收入回正，支出提速》——2025-04-19

《进出口数据快评-出口增速大幅度回升》——2025-04-14

《3 月金融数据解读-抢抓“窗口期”初显成效》——2025-04-14

《美国 3 月 CPI 数据点评-关税冲击增加通胀“失控”风险》——2025-04-11

《中国通胀数据快评-3 月国内 CPI 同比止跌企稳，核心 CPI 重回上升趋势》——2025-04-10

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032