

2025 年 04 月 19 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

4 月政治局会议临近，政策博弈线索有哪些

报告摘要

核心观点：

- ◆ 一季度经济开局良好，但通胀水平仍有待提升。3 月出口数据超预期，或因“抢出口”效应的带动，并一定程度上带动工业增加值增长。但与此同时，消费、投资、房地产等多个核心经济指标超预期改善更值得关注，我们认为或主要因稳增长政策效果超预期。
- ◆ 4 月初爆发的新一轮贸易冲突并未体现在一季度经济中，相反，“抢出口”效应反而对一季度经济形成一定支撑。往后看，二季度经济走势因外需不确定性的影响存在着压力。因此，进一步贯彻去年 9 月以来形成的稳增长加力的宏观政策思路，相关政策进一步前置的概率持续提升，预计即将到来的 4 月政治局会议的内容或将成为市场博弈重点。
- ◆ 扩内需作为 2025 年政府首要工作任务，有望成为对冲政策的重点方向。美国“对等关税”落地以来，近期国内政策层吹风不断。近期多地陆续发布育儿补贴政策，加大生育养育保障力度；总理在北京调研强调，我国房地产市场仍有很大的发展空间，要进一步释放市场潜力；此外，旅游在近期消费政策中被重点提出。因此，我们认为扩内需政策可重点关注育儿补贴、房地产、旅游等方向。
- ◆ 市场预期来看，2 月下旬开始，市场对万得全 A 的 2025 年业绩预测逐步走弱。我们认为这或是市场在修正此前特朗普政府上台初期的就职演讲中对华态度较为缓和的评估，并逐步定价特朗普政府将对中国持续提升关税。
- ◆ 申万二级行业中，年初至今一致预测净利润变化幅度靠前的行业为农业综合 II、地面兵装 II、其他电子 II、贵金属、家电零部件 II 等，或反映在外部环境不确定性下，年初以来市场对安全与自主可

作者

董忠云	分析师
SAC 执业证书：S0640515120001	
联系电话：010-59562478	
邮箱：dongzy@avicsec.com	
符咏	分析师
SAC 执业证书：S0640514070001	
联系电话：010-59562469	
邮箱：fuyyjs@avicsec.com	
庞晨	研究助理
SAC 执业证书：S0640124040009	
联系电话：	
邮箱：pangc@avicsec.com	
王警仪	研究助理
SAC 执业证书：S0640123090015	
联系电话：	
邮箱：wangjybj@avicsec.com	
杨子萌	研究助理
SAC 执业证书：S0640124060008	
联系电话：	
邮箱：yangzm@avicsec.com	

相关研究报告

中航策略周报：《复盘上轮贸易摩擦，本轮中方更具博弈优势》

中航策略周报：《关税“风浪”起？清风拂山岗》

中航策略周报：《四月决断》

中航策略周报：《外部震荡、内部改善，A 股、港股独立行情有望延续》

中航策略周报：《国内消费政策有望助推“东升西落”，外资或将加速流入 A 股》

中航策略周报：《中国两会遇上“美国衰退”叙事，新一轮“东升西落”交易预期正在酝酿中》

股市有风险 入市需谨慎

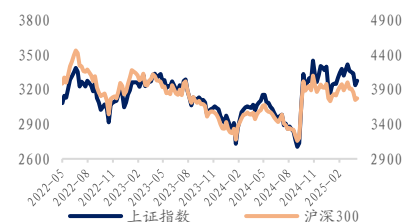
中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

控概念相对更为看好，这也意味着二季度内需方面的政策博弈存在一定空间。

市场走势：



投资建议：

- ◆ 美国“对等关税”超出市场预期，国内稳增长政策有望加速推出，同时参考 4 月日历效应，建议关注大盘价值风格。本次年报恰逢新“国九条”发布一周年的时间窗口，上市公司分红率有望提升，关注红利板块投资机会。中期看，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，同时参考上一轮中美贸易摩擦，内需消费板块和自主可控有望成为市场中期主线。此外，全球不确定性提升，黄金短期回调后，关注黄金类资产中期投资机会。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场表现分化，上证指数（+1.19%）、沪深 300（+0.59%）表现较强；深证成指（-0.54%）、科创 50（-0.31%）、创业板指（-0.64%）、中证 500（-0.37%）、中证 1000（-0.52%）表现较弱。行业风格上，金融风格表现较强，上涨 2.76%；成长风格表现较弱，下跌 0.54%。分行业来看，申万一级行业中银行、房地产、综合表现较强，分别上涨 4.04%、3.40%、3.01%；国防军工、农林牧渔、计算机表现较弱，分别下跌 2.55%、2.15%、0.84%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 11086.57 亿元，较上周减少 5037.24 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 17.95 倍，较上周上涨 1.02%。

正文：

一季度经济开局良好，但通胀水平仍有待提升。3 月出口数据超预期，或因“抢出口”效应的带动，并一定程度上带动工业增加值增长。但与此同时，消费、投资、房地产等多个核心经济指标超预期改善更值得关注，我们认为或主要因稳增长政策效果超预期。或因“抢出口”效应的带动，3 月单月出口同比增速高达 12.4%，一定程度上带动工业增加值增长，3 月工业增加值中的出口交货值同比增长 7.7%，较 1-2 月提升 1.5pct。社零同比 5.9%，继续呈现稳中向好态势。其中，或因“以旧换新”政策拉动下，汽车、家电、家居等耐用品增速明显提升。固投同比 4.3%，继续改善。其中，制造业投资和基建投资为主要拉动项，或体现出内部“设备更新”政策和财政靠前发力的政策效果。同时，3 月商品房销售额和销售面积同比分别为-1.6%和-0.9%，降幅较去年全年的-17.1%和-12.9%明显缩窄，但也存在低基数和以价换量原因。

4 月初爆发的新一轮贸易冲突并未体现在一季度经济中，相反，“抢出口”效应反而对一季度经济形成一定支撑。往后看，二季度经济走势因外需不确定性的影响存在着压力。因此，进一步贯彻去年 9 月以来形成的稳增长加力的宏观政策思路，落实今年政府工作报告中提出的包含宽货币、宽财政和稳消费在内的一系列的增量稳增长政策的必要性明显加强，相关政策进一步前置的概率持续提升，预计即将到来的 4 月政治局会议的内容或将成为市场博弈重点。

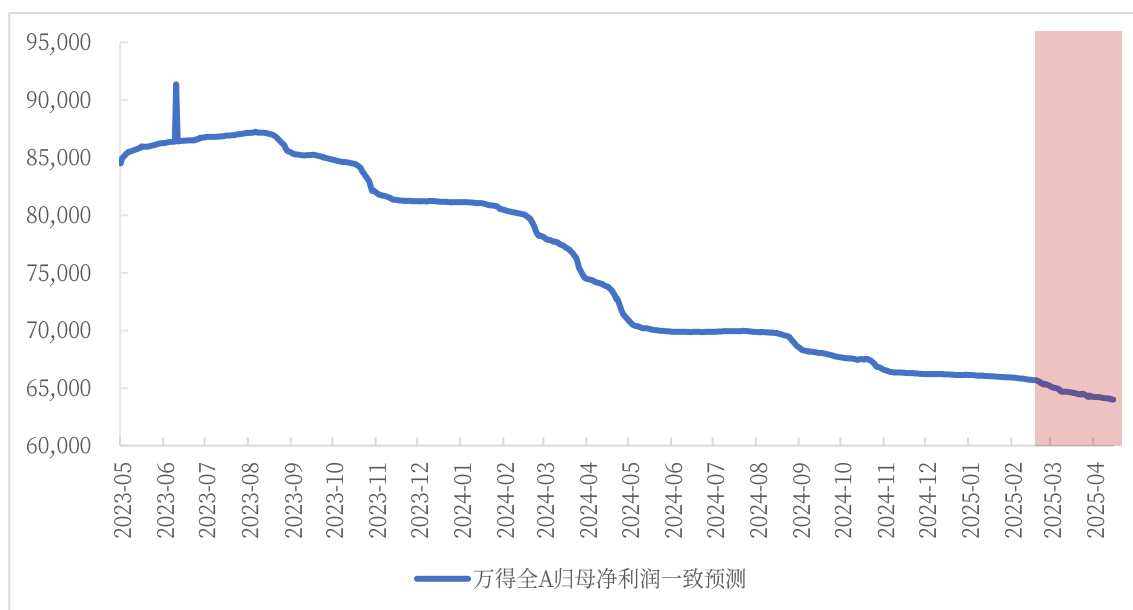
扩内需作为 2025 年政府首要工作任务，有望成为对冲政策的重点方向。美国“对等关税”落地以来，近期国内政策层吹风不断，我们认为扩内需政策可重点关注育儿补贴、房地产、旅游等方向。近期多地陆续发布育儿补贴政策，加大生育养育保障力度。4 月 7 日湖南常德上调二孩三孩家庭公积金贷款上限分别至 96 万元、120 万元，4 月 10 日《海南省提振和扩大消费三年行动方案》提及加大生育养育保障支持，出台育儿补贴办法，4 月 10 日起全国“首个母婴政府消费券”在江西南昌正式上线，4 月 16 日《云南省提振消费专项行动实施方案》提出多项生育养育保障具体措施，4 月 18 日《贵州省提振消费实施方案（征求意见稿）》提及加大生育养育保障力度。房地产作为经济重要支柱，政策预期升温，4 月 15 日李强总理在北京调研强调，我国房地产市场仍有很大的发展空间，要进一步释放市场潜力。4 月 16 日统计局答记者问表示，从总体上看，房地产市场现在还处在调整阶段，房地产需求还需要进一步释放。此外，旅游在

近期消费政策中被重点提出。4月16日据商务部消息，商务部等9部门联合印发《服务消费提质惠民行动2025年工作方案》，任务举措包括了餐饮、住宿、旅游休闲、旅游列车、空中游览等旅游相关领域活动。4月21日国务院新闻办公室将举行新闻发布会介绍《加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》有关情况，积极推动扩大服务供给，释放服务消费发展潜力，会议内容值得关注。

此外，政策层也积极对多国开展外交，发展新动能。4月15日至4月18日，习近平总书记对越南、马来西亚、柬埔寨进行国事访问，在此期间中越发布《中华人民共和国和越南社会主义共和国关于持续深化全面战略合作伙伴关系、加快构建具有战略意义的中越命运共同体的联合声明》、中马发布《中华人民共和国和马来西亚关于构建高水平战略性中马命运共同体的联合声明》，提出多项密切合作、互联互通举措。4月11日，中国和西班牙发布《中华人民共和国和西班牙王国关于加强全面战略伙伴关系的行动计划（2025—2028年）》，提出在经济、贸易和投资，农业和渔业，科技、创新和绿色发展以及民间交往等多领域加强合作。

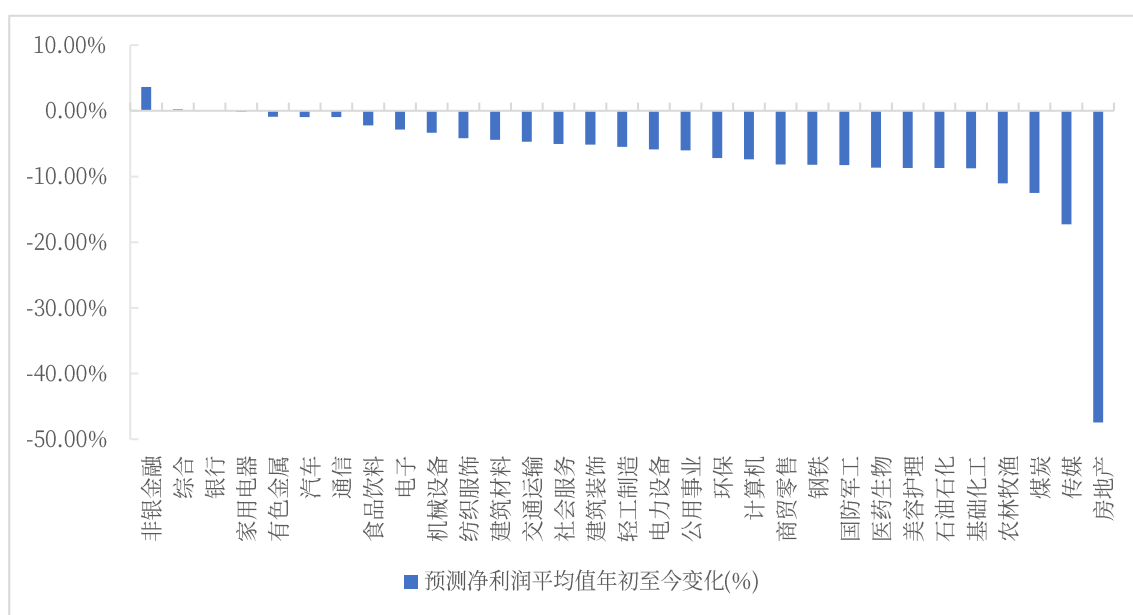
市场预期来看，2月下旬开始，市场对万得全A的2025年业绩预测逐步走弱。我们认为这或是市场在修正此前特朗普政府上台初期的就职演讲中对华态度较为缓和的评估，并逐步定价特朗普将对中国持续提升关税。万得全A的一致预测归母净利润由1月2日的66149.50亿元下降至4月18日的63991.29亿元，下滑幅度3.26%，下滑主要从2月下旬开始。我们认为，这或反应市场在重新评估特朗普对华态度。当地时间1月20日，特朗普政府就职后对外透露认为中美关系非常良好，对中国“宁愿不用关税”，希望与中国达成贸易协议，该态度远好于此前市场的悲观预期。但此后约1个月的时间，美国分别在当地时间2月1日和2月27日两次对华提升了10%关税，市场预期也逐渐开始转变。

图1 万得全A一致预测净利润走弱（单位：亿元）



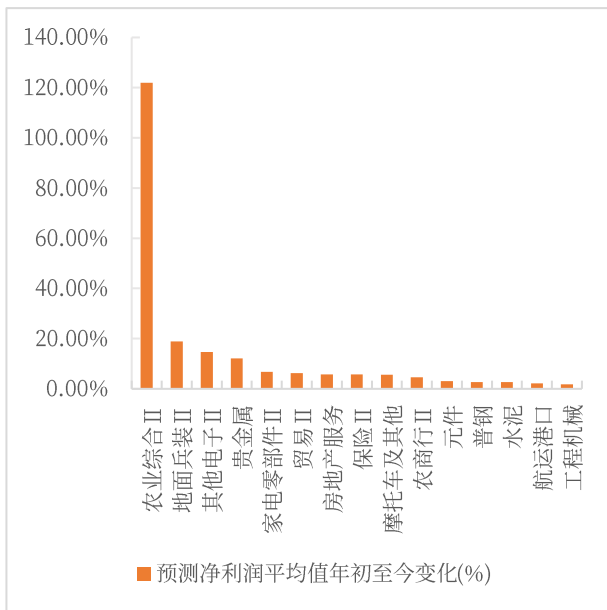
资料来源：Wind，中航证券研究所整理

分行业来看，年初至今申万一级行业一致预测净利润上升的有非银金融、综合、银行，预期改善幅度分别为 3.62%、0.22%、0.05%。预期下滑较多的行业有房地产、传媒、煤炭、农林牧渔、基础化工等。申万二级行业中，年初至今一致预测净利润变化幅度靠前的行业为农业综合Ⅱ、地面兵装Ⅱ、其他电子Ⅱ、贵金属、家电零部件Ⅱ等；靠后的行业为房地产开发、其他家电Ⅱ、冶钢原料、渔业、体育Ⅱ等，或反映在外部环境不确定性下，年初以来市场对安全与自主可控概念相对更为看好，这也意味着二季度内需方面的政策博弈存在一定空间。

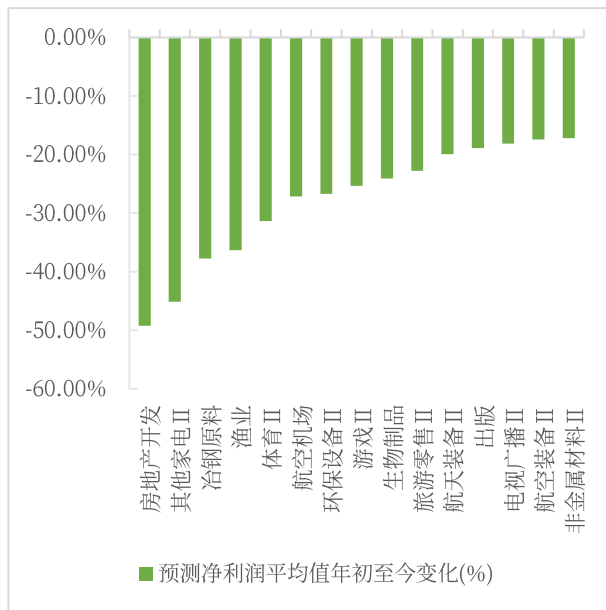
图2 申万一级行业年初至今一致预测净利润变化（单位：%）


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：2025 年 1 月 2 日至 2025 年 4 月 18 日）

图3 今年业绩预期变化靠前 15 个申万二级行业（单位：%）
图4 今年业绩预期变化靠后 15 个申万二级行业（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：2025 年 1 月 2 日至 2025 年 4 月 18 日）



资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：2025 年 1 月 2 日至 2025 年 4 月 18 日）

投资建议：

美国“对等关税”超出市场预期，国内稳增长政策有望加速推出，同时参考 4 月日历效应，建议关注大盘价值风格。本次年报恰逢新“国九条”发布一周年的时间窗口，上市公司分红率有望提升，关注红利板块投资机会。中期看，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。提振消费、扩大内需和科技创新引领新质生产力发展被列为 2025 年前两大工作任务，同时参考上一轮中美贸易摩擦，内需板块和自主可控有望成为市场中期主线。此外，全球不确定性提升，黄金短期回调后，关注黄金类资产中期投资机会。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637