

主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部

吴进辉

wujh@cspengyuan.com

李席丰

lixif@cspengyuan.com



4月25日，政治局会议部署下阶段的经济基调和工作任务。

会议指出外部冲击影响加大，强调底线思维，备足预案，再提超常规逆周期调节。充分认识到经济需要进一步巩固，贸易战的影响加大，当前国内需求仍不足，GDP平减指数创历史达到8个季度为负，抢出口效应明显，关税持续影响下，企业信心和失业率可能受到冲击，经济有逐步下行压力。要加强底线思维，充分备足预案，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，再次提出加强超常规逆周期调节，表明政策的力度和决心强。所谓底线思维，是指凡事从坏处准备，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。政策并不是一味保持定力，而是根据形势及时变化，在合适的时机和窗口，该出手就出手，内部确定性应对外部不确定性。

对于关税和贸易战，会议也给出了非常积极和明确的信号，要求做好国际经贸斗争，坚定不移办好自己的事，同国际社会一道，积极维护多边主义，反对单边霸凌行径。

总体看，政策积极有态度，对贸易战也有高度清醒认知，注重实际，考虑到关税的反复和中美博弈的持续，政策要随时留有后手，新工具肯定会出，但要纲举目张，充分落实现有政策，加快支出，尽快形成效用，稳扎稳打，坚定做好自己的事情，定能变局中开新局。

对总量政策要求加紧实施和用好用足存量政策，随时储备增量政策，重点是创设新工具支持科技创新、扩大消费、稳定外贸三大方面。对内的主要抓手体现在：大力发展服务消费，做好稳就业和保民生，培育壮大新质生产力，实施“人工智能+”行动，同时深化改革，建设全国统一大市场，持续推进化债和稳定房地产工作。加快推动内外贸一体化，鼓励企业走出去，适当补贴受关税影响较大的企业，关注后续的补贴政策和出口转内销政策等。

对资本市场有较强诉求，尤其是注意微观“显性”指标的变化比如股市的变化、收入和就业变化等，加强预期和信心引导，也是宏观治理的重要内容。

2025年4月25日，政治局会议召开，分析研究当前经济形势，确定下阶段的经济基调和工作任务。

一、总体经济形势和政策基调：充分认清外部冲击影响加大，强调底线思维，备足预案，再提超常规逆周期调节

会议肯定了一季度经济呈现向好态势，社会信心持续提振，一季度GDP实际同比增长5.4%，超市场预期，其中3月份社会消费品零售总额同比增长5.1%，开年Deepseek引发现象级浪潮，科技新动能驱动力显现。会议也充分认识到经济向好基础需要进一步巩固，外部冲击影响加大，当前国内需求仍不足，GDP平减指数创历史达到8个季度为负，抢出口效应明显，关税的加码和贸易战影响下，企业信心和失业率可能受到冲击，经济有逐步下行压力。会议特别指出要加强底线思维，充分备足预案，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，再次提出加强超常规逆周期调节，表明政策的力度和决心强，随时可出手稳就业稳经济。所谓底线思维，是指凡事从坏处准备，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。政策并不是一味保持定力，而是根据形势及时变化，在合适的时机和窗口，该出手就出手，应对外部的不确定性。

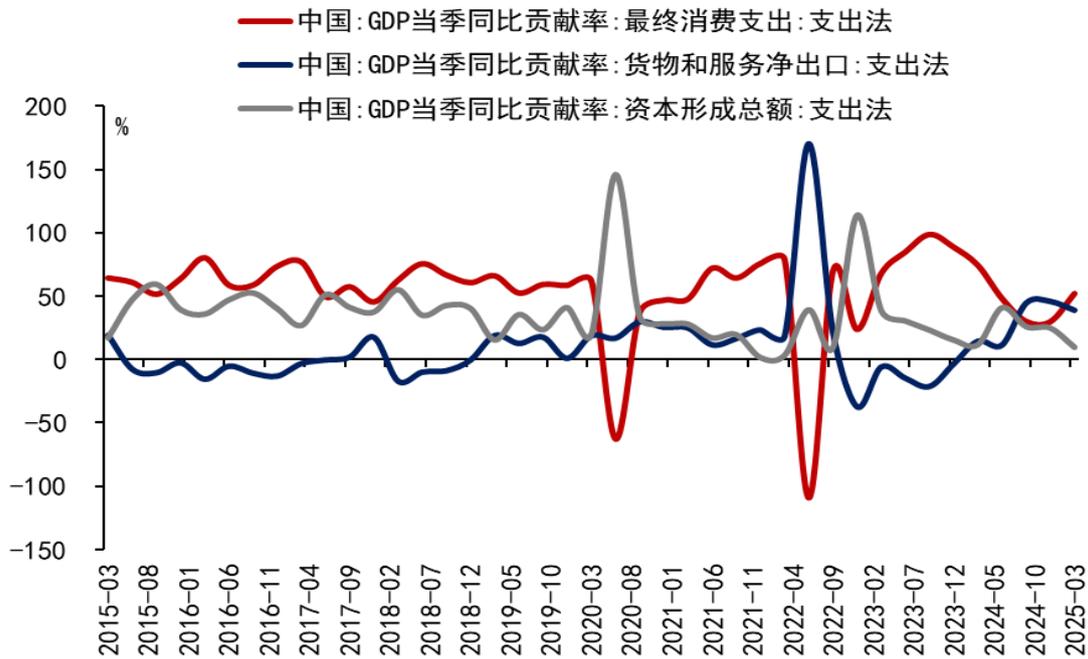
对于关税和贸易战，会议也给出了非常积极和明确的信号，要求做好国际经贸斗争，坚定不移办好自己的事，同国际社会一道，积极维护多边主义，反对单边霸凌行径。当前正处于百年未有之大变局，逆全球化加剧，供应链和产业链碎片化，只要我们自己不犯错，坚持做好高质量发展，积极扩内需，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，就能应对外部复杂环境的不确定性。

总体看，政策积极有态度，对贸易战也有高度清醒认知，注重实际，考虑到关税的反复和中美博弈的持续，政策要随时留有后手，新工具肯定会出，但要纲举目张，充分落实现有政策，加快支出，尽快形成效用，稳扎稳打，坚定做好自己的事情，定能变局中开新局。

对总量政策要求，加紧实施和用好用足存量政策，随时储备增量政策，财政货币产业等政策做好配合和取向一致性，重点是创设新工具支持科技创新、扩大消费、稳定外贸三大方面。对内的主要抓手体现在：大力发展服务消费，尽快清理消费领域限制性措施，做好稳就业和保民生，培育壮大新质生产力，实施“人工智能+”行动，同时深化改革，建设全国统一大市场，持续推进化债和稳定房地产工作。加快推动内外贸一体化，鼓励企业走出去，适当补贴受关税影响较大的企业，关注后续的补贴政策 and 出口转内销政策等。

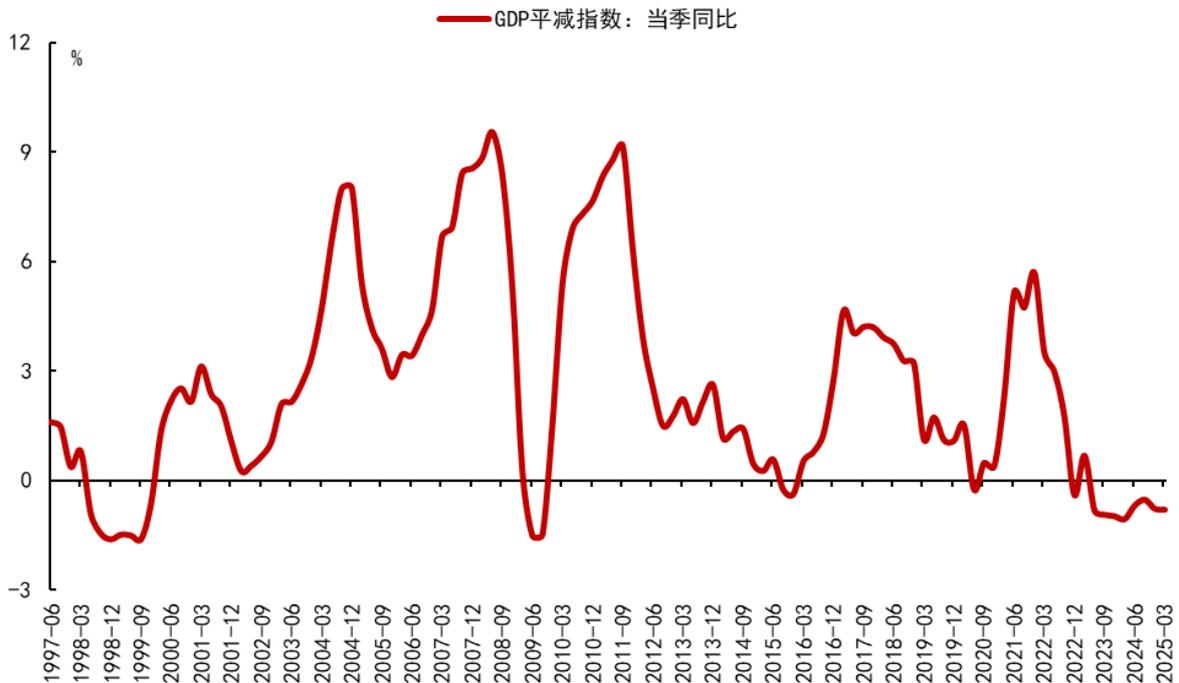
会议对资本市场有较强诉求，要求“持续稳定和活跃资本市场”，今年在关税冲击全球金融市场上，我国果断出手，汇金推出“类平准基金”，央企等纷纷增持和回购股份，稳定市场，为市场注入信心。可以看出会议对微观主体感受方面比较关注，尤其是注意“显性”指标的变化比如股市的变化、收入和就业变化等，加强预期和信心引导，也是宏观治理的重要内容。

图表 1 三大需求对 GDP 的贡献率：消费回升明显



资料来源：iFnd 中证鹏元

图表 2 GDP 平减指数连续 8 个季度负增长，连续为负时间创历史最高



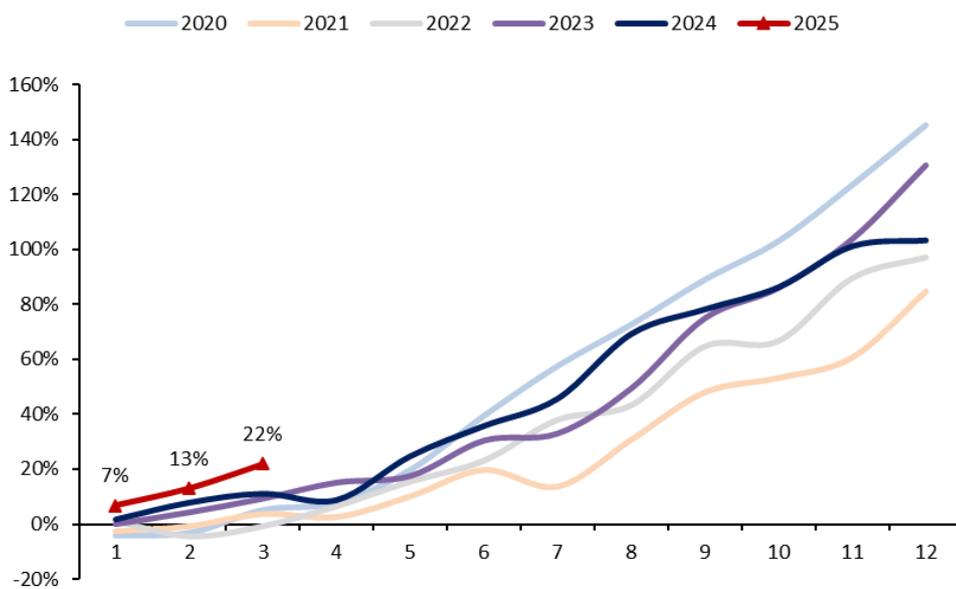
资料来源：Wind 中证鹏元

二、财政政策：二季度是加紧实施、用好用足现有政策，下半年可考虑增发国债

会议指出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，加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用，对财政政策的表述十分积极。相比今年的政府工作报告，这次政治局会议对宏观和财政政策表述的主要增量在于“加紧实施”和“用好用足”。政策已经认识到了当前宏观经济的压力，对现有政策的高质量落实有诉求，另一方面也显示出增量财政政策或不急于出台，需要等待现有政策的落地进度，下半年有可能增发国债。

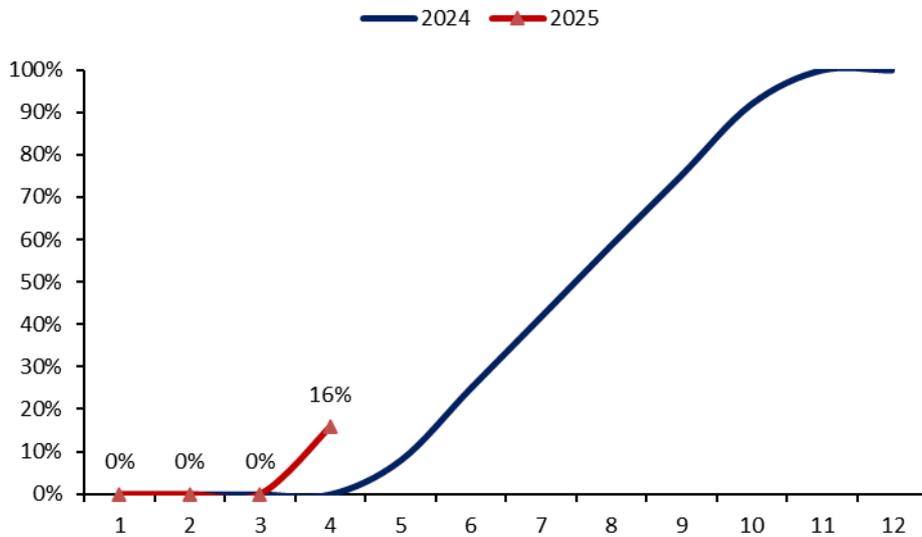
截至4月26日，超长期特别国债净融资额2,860亿元，占今年预算的1.8万亿特别国债的16%，支出进度快于去年同期。截至3月，国债（包含特别国债）净融资进度是22%，是2021年以来同期最快的国债净融资进度。专项债发行进度为30%，快于去年同期水平，与政府工作报告“能早则早”和本次政治局会议“加紧实施”的表述相互印证。但同时也要看到，目前国债净融资进度和专项债发行进度均不到50%，短期内新增债务额度的概率不大。

图表3 今年国债净融资进度处于2020年以来最高水平



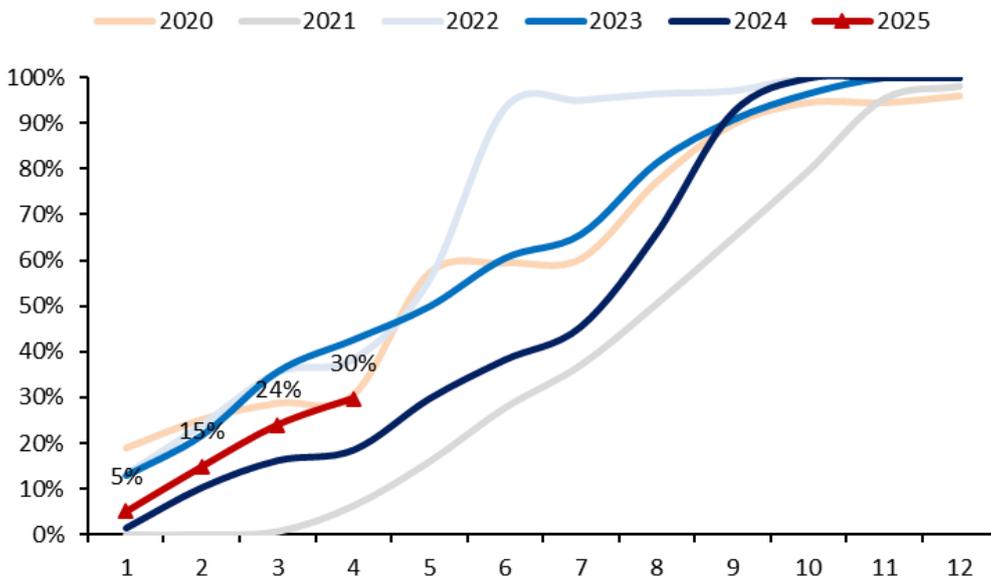
资料来源：政府工作报告 Wind 中证鹏元

图表 4 今年特别国债净融资进度快于去年同期



资料来源：政府工作报告 Wind 中证鹏元，截至 2025 年 4 月 26 日

图表 5 今年专项债发行进度快于去年同期



资料来源：政府工作报告 Wind 中证鹏元，截至 2025 年 4 月 26 日

三、货币政策：总量宽松不变，注意时机，重在结构性新工具

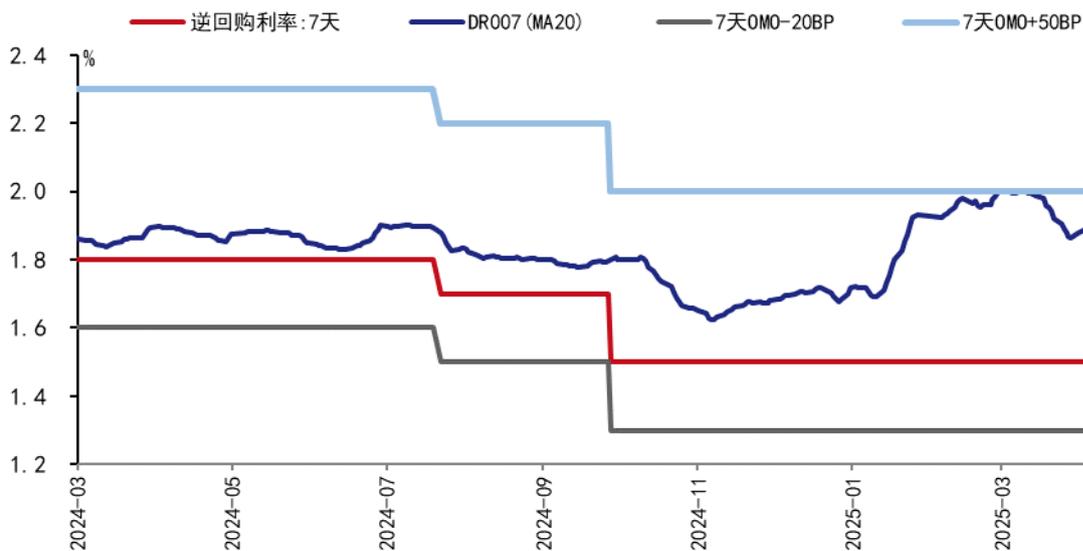
一是货币政策延续“适度宽松”的定调，表示“适时降准降息，保持流动性充裕”，基本和去年 12 月底政治局会议、中央经济工作会议和今年 3 月两会保持一致。在外部冲击升级、增长压力加大的背景下，货币政策的托底作用更加重要，需要“加力支持实体经济”，以对冲经济下行压力。虽然面临巨大的外部压力，但是对比去年 9 月底政治局会议“要降低存款准备金率，实施有力度的降息”的表述，本次会议对降准降息的急迫感相对并不强，这可能和一季度经济取得良好开局、美联储降息放缓、特朗普关税政策软化等因素有

关，并尽量为未来预留政策空间。央行表示金融机构存款准备金率还有下行空间，降准指向更加明确，降准可能早于降息落地，预计降准在 5 月落地的概率较大，配合专项债和特别国债发行，幅度在 50BP 左右，释放万亿资金以弥补资金缺口；降息随时可根据内外部形势变化而选择，幅度在 20-30BP，接近 2024 年全年水平。

二是提出“设立新型政策性金融工具”。本次会议提出“设立新型政策性金融工具”，放在结构性货币政策工具部分，这也是此次会议的重点。回顾历史，我国曾推出政策性金融工具来保持经济稳定增长，比如 2015 年-2017 年推出的 2 万亿专项建设基金、2022 年推出的 7400 亿政策性开发性金融工具，两项工具均由政策性银行筹资，然后投向特定领域。预计本次“新型政策性金融工具”可能是政策性银行通过央行 PSL（抵押补充贷款）或者发债融资等方式进行筹资，投向支持的领域。政策性金融工具有金融杠杆效应，对于撬动投资起到重要的引领作用，而且为许多国家重大项目提供资金支持，并通过投放重点领域服务于长期的国家战略。此外，根据本次会议“强化政策取向一致性”的定调，预计中央财政可能会对新型政策性金融工具进行贴息，降低贷款主体融资成本，发挥更大的杠杆撬动作用。

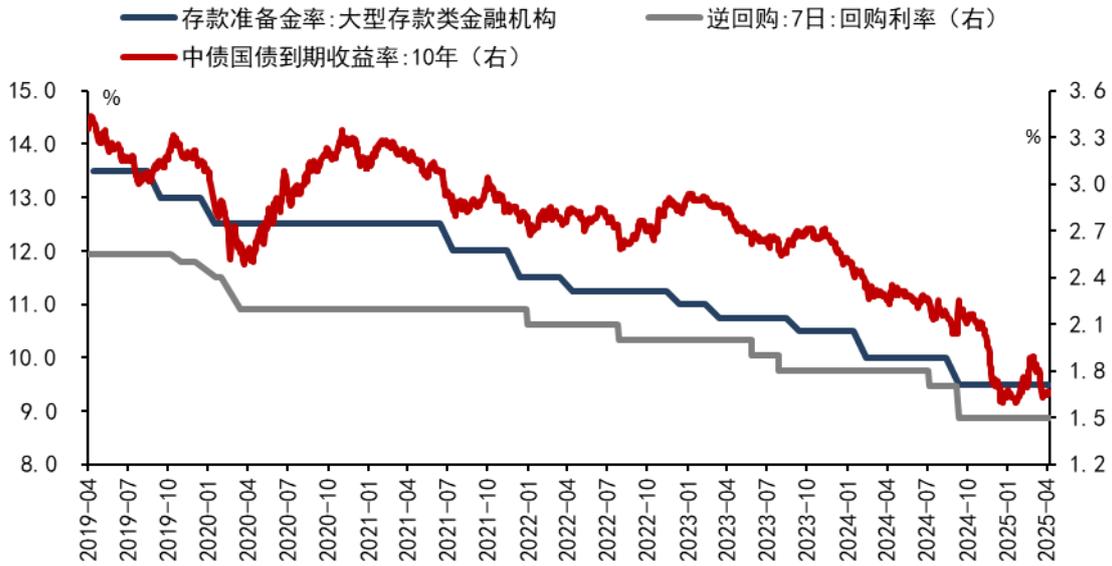
三是结构性货币政策工具定位发生变化，要求“支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。”今年 3 月政府工作报告表示“优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展，加大对科技创新、绿色发展、提振消费以及民营、小微企业等的支持”，而本次会议中结构性货币政策工具重点支持的领域发生变化，不仅继续强调对科技创新和消费的重视，而且根据形势的变化，增加对稳定外贸的支持力度，符合当前的政策定位。

图表 6 今年以来资金利率大幅偏离政策利率



资料来源：Wind 中证鹏元

图表 7 未来货币政策空间进一步打开，适时降准降息



资料来源: Wind 中证鹏元

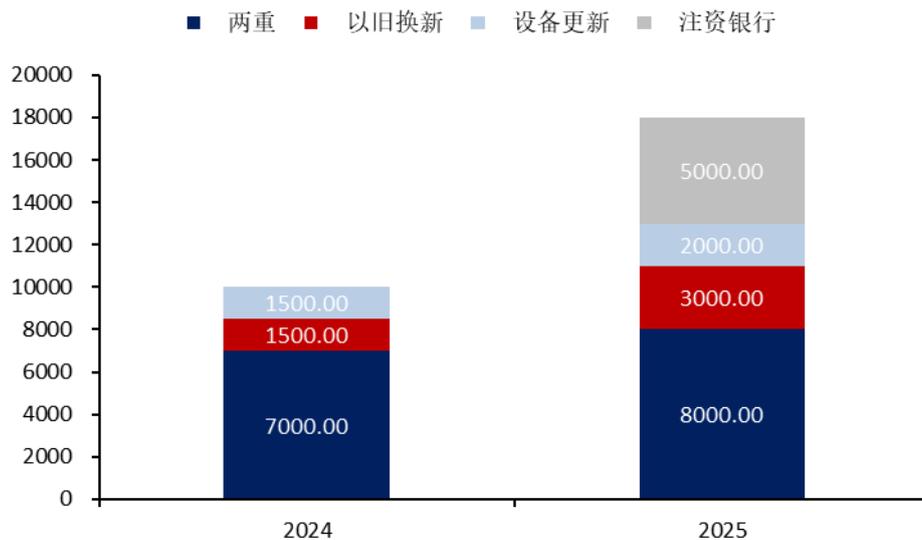
四、大力发展服务消费，推动内外贸一体化

内需方面，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。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，加快推动内外贸一体化”。

自去年年底的中央政治局会议和中央经济工作会议以来，扩大内需就被放在了经济工作的首要位置，以消费循环畅通经济循环。本次政治局会议关于消费最大的增量信息是明确指出了要设立政策性金融工具如再贷款支持服务消费与银发经济。后续注意服务业消费的政策工具和育儿补贴等。会议进一步强调内外贸一体化，支持关税影响较大的企业，要关注出口转内销政策的推动效果。

“两重”“两新”方面，今年的“两重”的规模为 8,000 亿元，同比去年增加 1,000 亿元，“两新”规模 5,000 亿元，同比去年增加 2,000 亿元。此外，需要注意的是，对“两重”的表述是“加力实施”，可能对范围的扩大并不明显，对“两新”的表述是“加力拓围”，后续可以期待更多消费品覆盖在“两新”的范围内。

图表 8 今年“两重两新”规模同比去年提升 3,000 亿元



资料来源：政府工作报告 Wind 中证鹏元，截至 2025 年 4 月 26 日

图表 9 “两新”带动家电、通讯和文娱类商品零售总额增速较好

		2025-03	2025-02
社零及分项	社零当月同比	5.90	4.00
	商品零售同比	5.90	3.90
	餐饮收入同比	5.60	4.30
限额以上同比	限额以上企业商品零售总额	8.60	4.40
	粮油、食品、饮料、烟酒类	11.80	0.00
	粮油、食品类	13.80	11.50
	饮料类	4.40	-2.60
	烟酒类	8.50	5.50
	服装鞋帽针纺织品类	3.60	3.30
	服装类	3.00	0.00
	化妆品类	1.10	4.40
	金银珠宝类	10.60	5.40
	日用品类	8.80	5.70
	体育、娱乐用品类	26.20	25.00
	书报杂志类	2.80	0.00
	家用电器和音像器材类	35.10	10.90
	中西药品类	1.40	2.50
	文化办公用品类	21.50	21.80
	家具类	29.50	11.70
	通讯器材类	28.60	26.20
	石油及制品类	-1.90	0.90

建筑及装潢材料类	-0.10	0.10
汽车类	5.50	-4.40
其他类	11.70	0.00

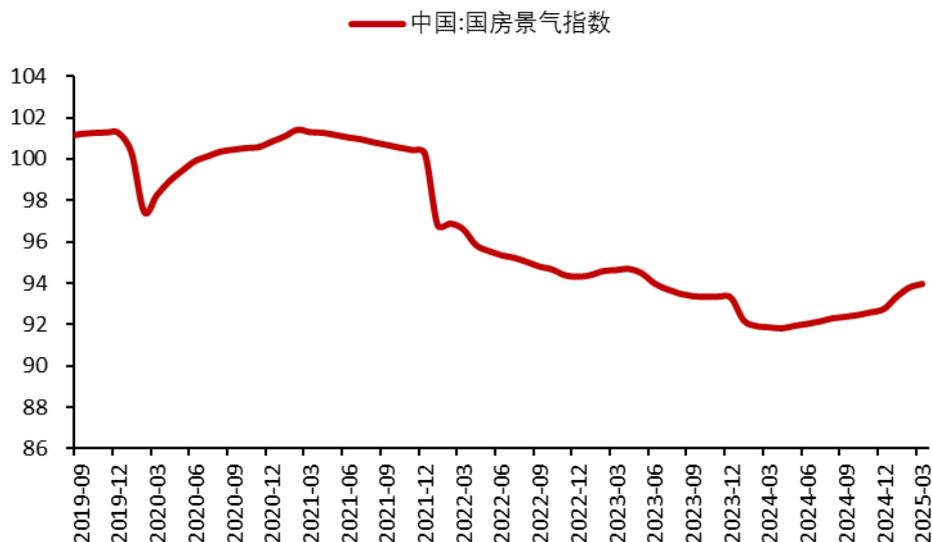
资料来源：Wind 中证鹏元

五、持续巩固地产稳定态势，注意观察量价表现

房地产方面，会议指出“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”。其中有关措施与去年年底的政治局和中央经济工作会议基本一致。后续重点做好几项工作，大幅降低房贷利率和公积金贷款利率，5年LPR利率有望在二季度下降15bp以上。加大白名单贷款扩围，因城施策出台收储土地和商品房的措施，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权。推进城市更新，加力实施城中村和危旧房改造，通过多种方式盘活存量、优化增量。着力推动“好房子”建设，完善“市场+保障”住房供应体系，推动预售制、土地制度和房地产税收制度改革，试点现房销售，加快构建房地产发展新模式。

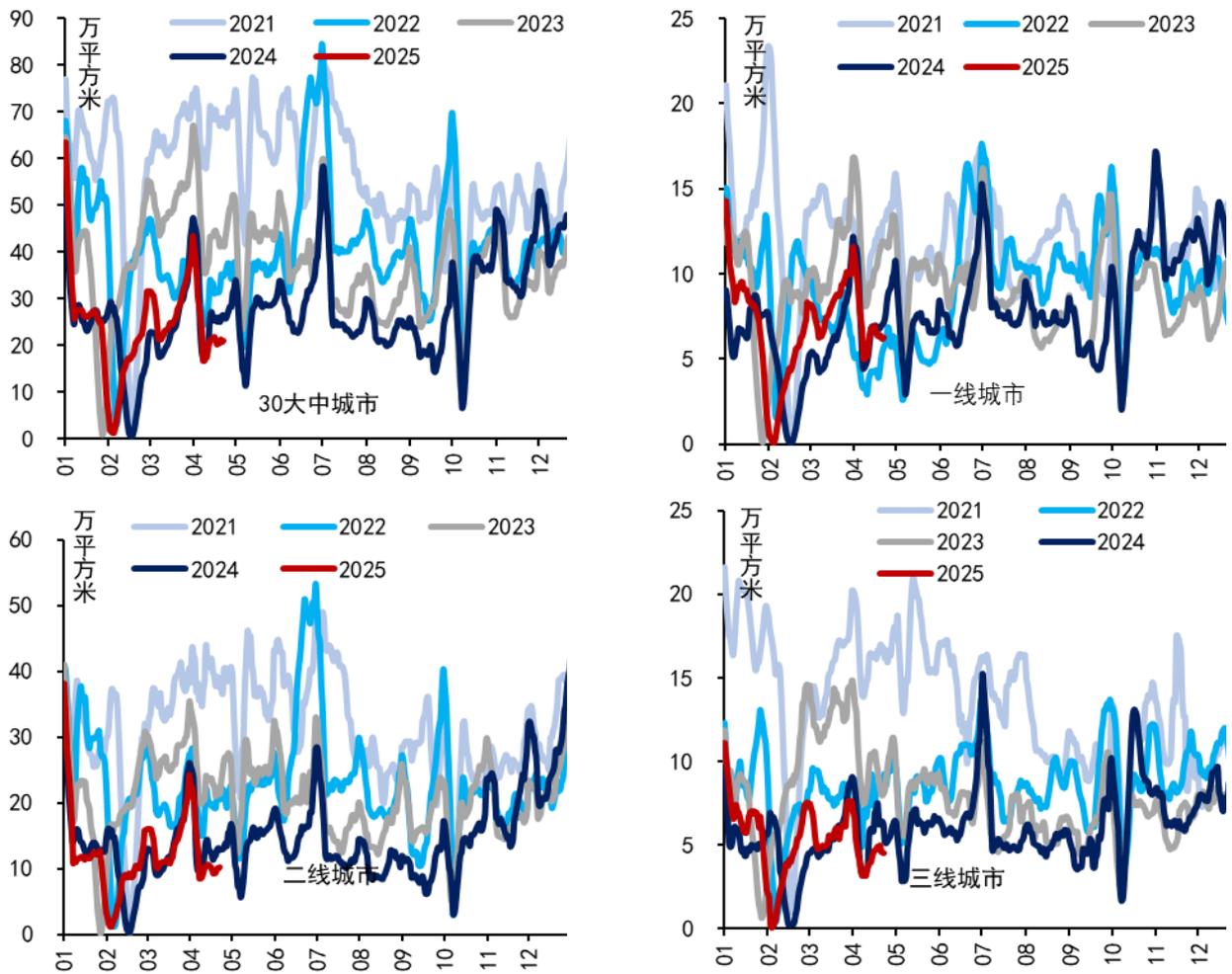
“持续巩固房地产市场稳定态势”传递出或已认为房地产阶段性企稳，跟此前会议的“止跌回稳”有一定变化，今年以来房地产市场确实出现小阳春，有积极的变化，但是要观察持续性，不可盲目乐观。虽然开年以来，商品房价格并未有明显在筑底企稳特征，但是从开年以来一季度的成交量来看，商品房成交面积确实呈现出阶段性企稳的特征，30城商品房成交面积（七日均值）好于去年同期水平。但进入二季度以来，30城商品房成交面积下行压力不小，已经低于2024年同期水平。后续需要继续跟踪商品房成交面积，如果成交量同比去年继续下滑，地产则可能会面临较大的量价齐跌的压力。

图表 10 国房景气指数持续回升



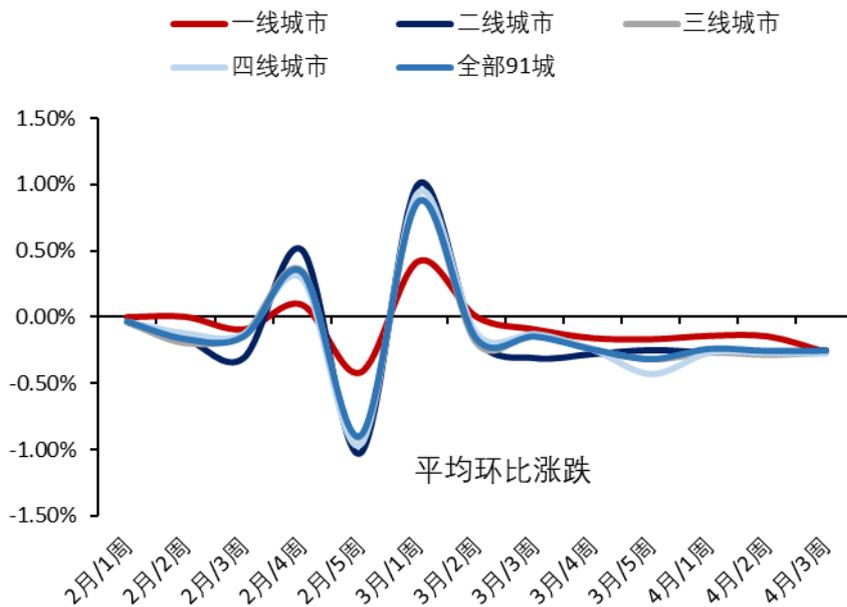
资料来源：Wind 中证鹏元

图表 11 30 城商品房成交面积：二季度存在下行压力



数据来源：Wind 中证鹏元整理，七日移动平均

图表 12 91 座城市冰山指数分线级环比变化



资料来源：冰山指数 中证鹏元

六、继续推进地方化债，重视地方欠款问题

本次政治局会议明确提出“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”，意味着化债政策延续前期的政策力度和方向，同时督促地方政府加快清偿拖欠企业的欠款，保障企业正常运营，维护市场秩序。去年四季度中央财政进一步加大化债支持力度，经报全国人大常委会批准，增加 6 万亿地方政府债务限额置换存量隐性债务，将于 2028 年底需化解隐性债务降至 2.3 万亿元。本次置换政策是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施，实施这样一次大规模置换措施，意味着我们化债工作思路作了根本转变。本次政治局会议将化债放在防风险的首位，将继续推动地方债务风险的降低，让地方政府腾出空间更好发展经济、保障民生。

今年地方化债延续 2024 年政策主线，置换债、特殊再融资债、债务重组等政策持续推进，城投企业继续面临融资监管趋严的监管环境，各个主体面临“优胜劣汰”的加速分化格局，也倒逼城投加快市场化业务的实质转型。整体来看，地方政府债务化解的大原则没变：一是“遏增化存”仍是不可突破的底线，持续完善和落实一揽子化债方案，优化债务期限结构，展期降息，时间换空间，在发展中化债；二是当前地方债务化解已经进入深水期，更加强调建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，建立全口径地方债务体系，注重源头治理，远近结合、堵疏并举、标本兼治。

免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳 地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼 邮编：518040
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

北京 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-66216006 传真：010-66212002

上海 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120
总机：021-51035670 传真：021-51035670

湖南 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000
电话：029-88626679 传真：029-88626679

江苏 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019
电话：025-87781291 传真：025-87781295

四川 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

山东 地址：山东省济南市历下区龙奥西路 1 号银丰财富广场 B 座 1302 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

陕西 地址：陕西省西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 座 803 室
电话：029-88626679 传真：029-88626679

香港 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140