

主要内容：随着对等关税对国内出口端扰动的影响初步显现，国内政策仍需积极部署，而扩内需政策仍在路上，在4月底政治局会议召开在即的窗口期下，市场关心政策将在哪些领域做出部署。本文就当前对政策节奏的理解，对政治局会议可能出台的政策方向展开前瞻性探讨，以期为市场理解政策脉络提供参考。

我们认为，政策调整通常需要经历“评估基本面实际影响”、“调整政策基调”以及“推出增量政策”这几个步骤，4月政治局会议预计更多偏向于存量政策的落实，政策定调相对积极但难有增量空间。主要体现在财政支出力度和节奏加快、货币配合发力下降准窗口临近、以及加快服务消费补贴、推进存量住房收储等扩内需方向。而随着二季度外部冲击和出口扰动的逐渐明朗化，预计年中政治局会议将评估实际影响并部署更长期的扩内需政策框架，预计增量政策将在7月政治局会议后至9月期间出台。

具体来看：

1. 4月政治局会议起到“承上启下”的作用

作为一季度经济形势总结以及二季度政策部署的重要会议，4月政治局会议成为市场观测政策变化的时间窗口。一般而言4月政治局会议通常在延续3月全国两会的相关基调下，同时评估一季度经济发展及宏观环境变化，对二季度政策部署做出相应调整。

图表 1：历年4月政治局会议表述对比

历年4月政治局会议表述对比		
	对当前经济形势的判断	政策定调
2024	经济持续回升向好仍面临诸多挑战，有效需求仍然不足。	坚持稳中求进工作总基调，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。
2023	当前我国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。	坚持稳中求进工作总基调，统筹推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。
2022	我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战。	要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间。
2021	经济运行开局良好，高质量发展取得新成效。	坚持稳中求进工作总基调，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，保持经济运行在合理区间。
2020	当前经济发展面临的挑战前所未有，必须充分估计困难、风险和不确定性。	坚持稳中求进工作总基调，稳是大局，要在稳的基础上积极进取，培育壮大新的增长点，牢牢把握发展主动权。
2019	主要宏观经济指标保持在合理区间，一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好。	稳中求进、突出主线、守住底线、把握好度。宏观政策要立足于推动高质量发展，更加注重质的提升。
2018	经济运行延续了稳中向好态势。但制约经济持续向好的结构性、深层次问题仍然突出。	全力打好“三大攻坚战”，把加快调整结构与持续扩大内需结合起来，保持宏观经济平稳运行。

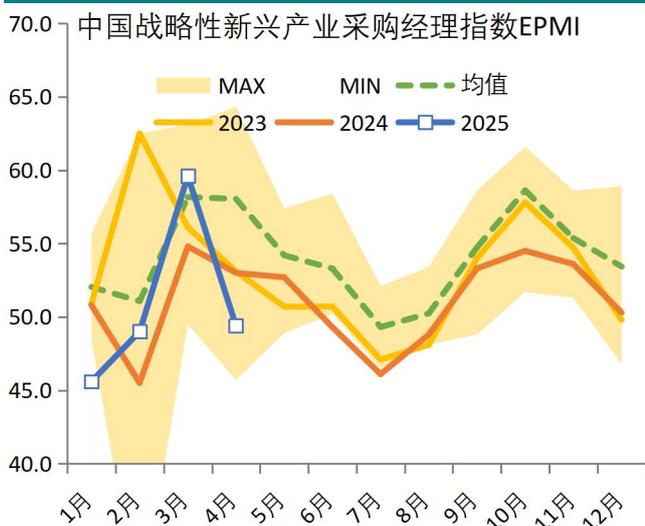
资料来源：Wind，新潮期货研究所

2. 关税影响初步显现，扩内需政策仍待出台

4月战略新兴产业采购经理指数EPMI环比大幅下行10.2个点至49.4%，环比降幅为同期最大值，且季节性上看景气度仅好于22年4月。其中生产和订货均有所下行，出口订单下滑幅度较大，绝对水平降至40以下，出口端影响似乎显现。

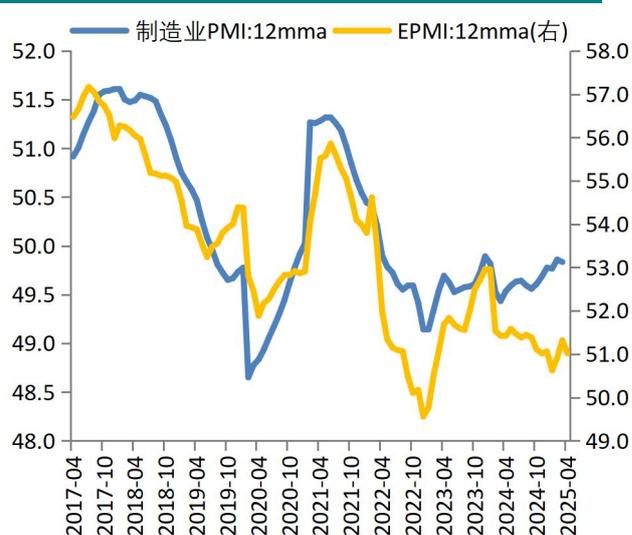
EPMI作为最早公布的景气数据，对PMI指数也有一定指示作用，其边际变化初步显现外需影响。对此政策端也积极部署，4月18日国务院常务会议指出“面对复杂严峻的外部环境，锚定经济社会发展目标，加大逆周期调节力度”，从稳就业稳外贸、促消费扩内需、优结构提质量等方面发力，强调持续稳定股市和楼市，要在关键时间窗口推出相关政策措施。

图表 2：关税影响初步显现 (%)



资料来源：Wind，新潮期货研究所

图表 3：EPMI 对 PMI 指数有一定指示作用 (%)



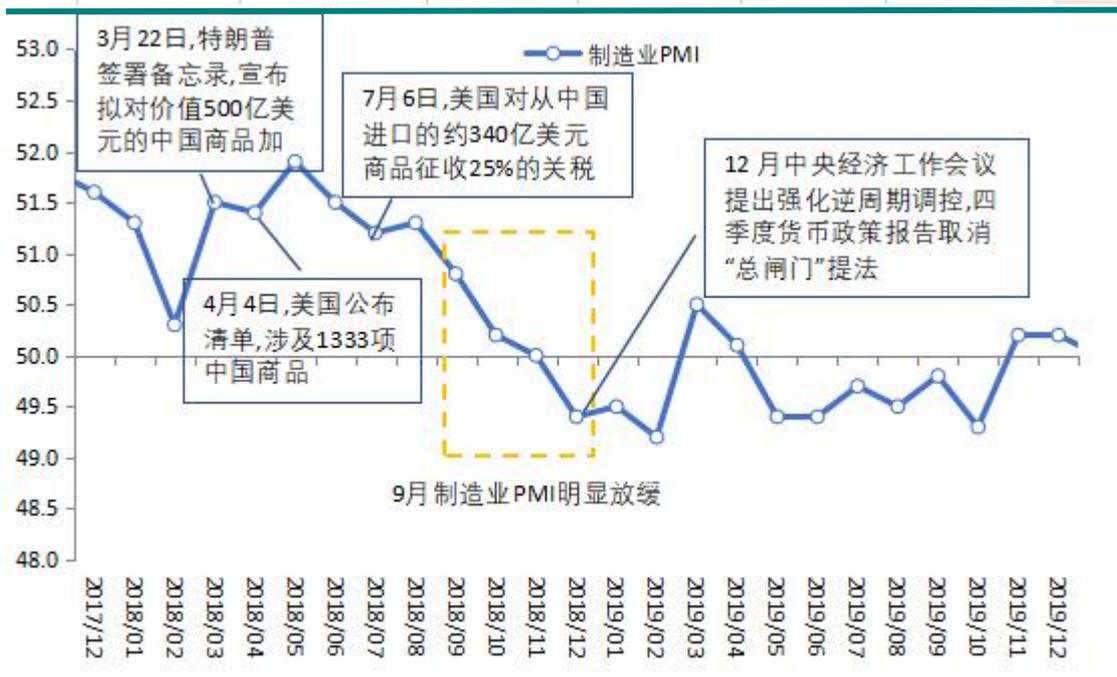
资料来源：Wind，新潮期货研究所

3. 如何理解短期和中长期政策节奏？

近期关税政策仍然反复无常，本周特朗普关税态度再生变化，表示预计谈判不会是“硬碰硬”，称将大幅降低对华关税，但其短期态度缓和不改长期目标，关税政策不确定性仍然较强。因此理解当前政策节奏仍是判断后续政策落地的关键。

通常来说，面对内外部环境变化，政策调整需要经历“评估基本面实际影响”、“调整政策基调”以及“推出增量政策”这几个步骤，未来增量政策出台或需等待冲击显现后的进一步评估及储备。从历史经验来看，2018年关税落地到制造业PMI放缓再到政策发力，每个环节均存在一定的时滞。

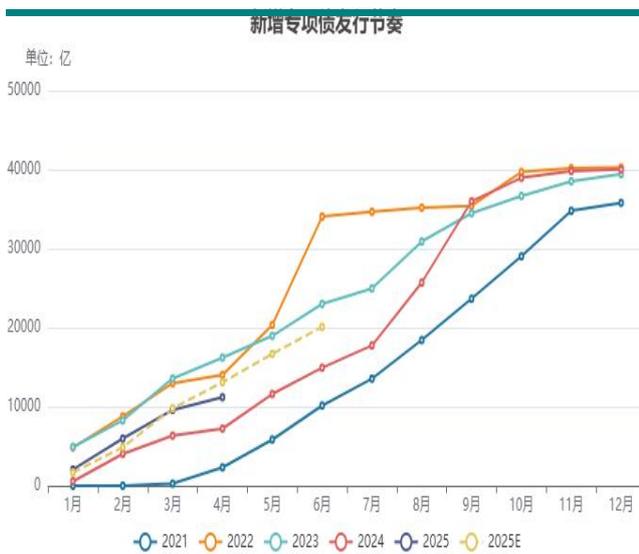
我们认为4月政治局会议预计更多偏向于存量政策的落实，政策定调相对积极，而增量政策或落在三季度区间。4月底的政治局会议是对等关税政策后首个重要时间节点，预计将对稳增长、扩内需政策进行统一部署，其重点在于推动存量政策的落地实施。而随着二季度外部冲击和出口扰动逐渐明朗，年中的政治局会议将评估实际影响并制定进一步政策安排，预计增量政策将在7月政治局会议后至9月期间出台。

图表 4: 关税政策→数据走弱→政策发力存在一定时滞 (%)


资料来源: Wind, 新潮期货研究所

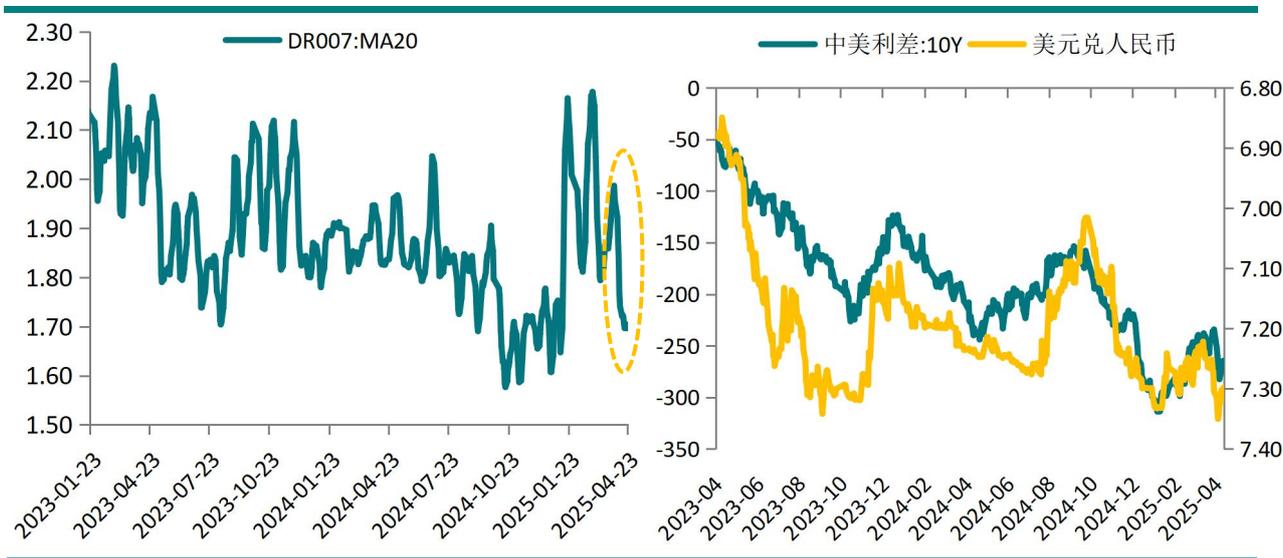
当前市场对 4 月底政治局会议的政策预期并不高，短期政策重心在于加速存量政策落地：

1) 财政政策：今年年初以来财政发行较为前置，政府债发行较快下支撑一季度社融总量好转，而随着 4 月 24 日 1.3 万亿元超长期特别国债发行的启动，在发行规模增长、发行时间靠前下，财政支出节奏有望进一步加快。预计专项债和超长期特别国债的发行与使用进度将进一步提速，资金到位加快下相关基建项目实物工作量有望加速推进。

图表 5: 政府债发行前置 (亿元)

图表 6: 财政支出加快 (%)


2) 货币政策：在财政政策加快落地的背景下，宽信用仍需宽货币配合发力，积极的金融政策引导信贷和社融进一步扩张。此前政策持续强调“适时降准降息”，对此4月17日国务院“加强预期管理，协同推进政策实施和预期引导”专题学习会上，李强总理指出“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”。

目前来看，降准条件已基本成熟，二季度政府债券发行提速，需要通过降准补充中长期流动性，降息的必要性也有所上升。但短期内，中美息差和汇率因素仍制约降息进程，降息时机的选择需密切关注美联储货币政策动向。从银行间资金利率来看，近期资金利率稳步转松，DR007中枢已从3月的1.8%降至1.7%，关税冲击下资金面实际趋于宽松。

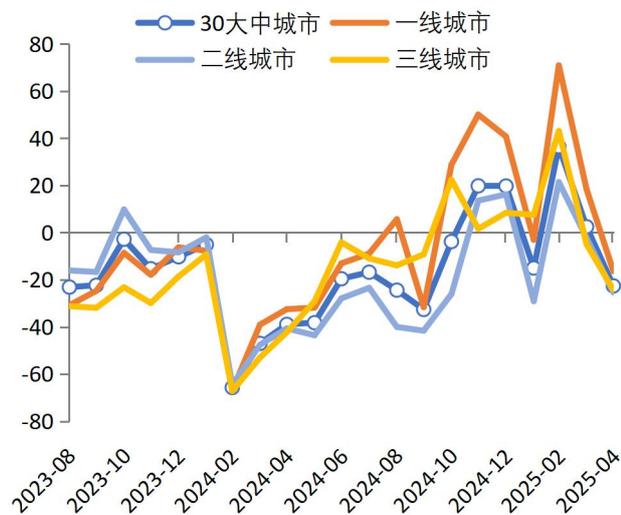
图表 7：银行间资金利率实际转松 (%)
图表 8：中美利差仍是短期汇率约束 (bp, 元)


资料来源：Wind，新潮期货研究所

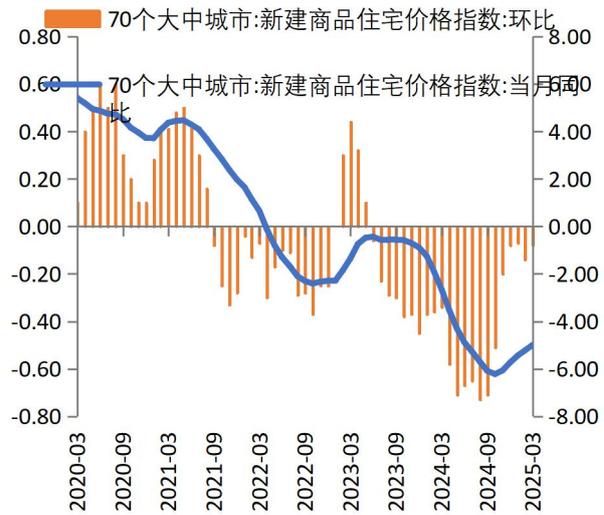
资料来源：Wind，新潮期货研究所

3) 内需政策：一方面，加快存量住房收储、释放地产需求仍是扩内需的一大方向，后续关键在于政策的具体安排和资金额度。当前房地产的主要矛盾仍在于居民和企业预期偏弱，如何改善预期是关键。今年春节后二手房市场呈现小阳春效应，但房价并未呈现明显企稳状态，70城二手房价格环比降幅收窄但仍有下跌，二手房挂牌价格指数仍在回落，显示地产量价平衡尚未达成。4月初以来，市场高频数据显示新房和二手房销售好转趋势均有所收敛，后续仍可关注核心城市进一步放松的空间。

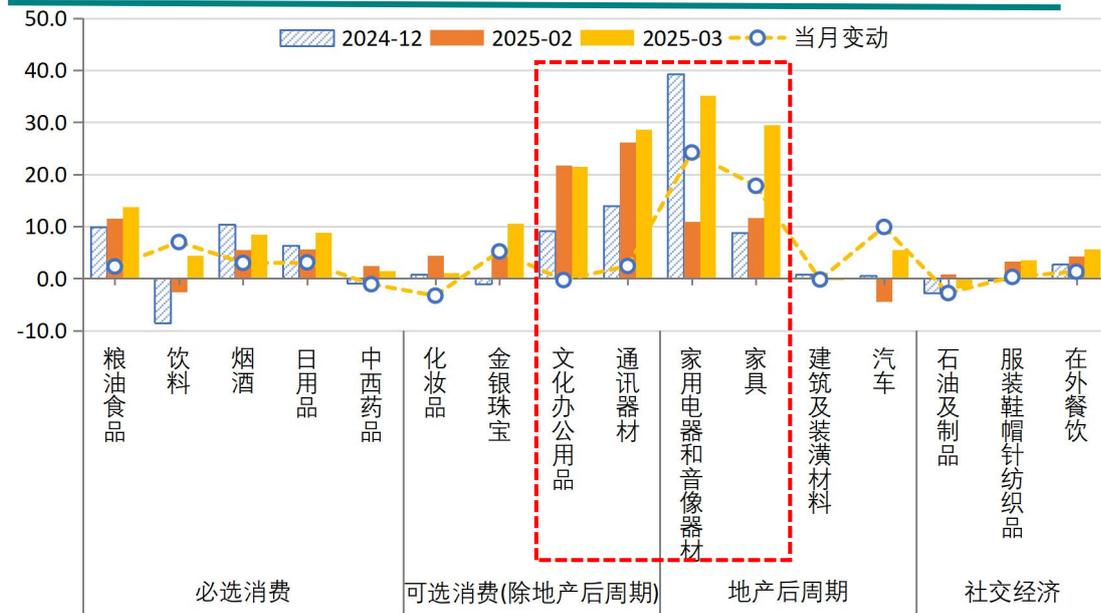
另一方面，加快服务消费补贴是对两会政策部署的进一步落地。3月社会零售消费受到以旧换新等政策的支撑，后续可关注对服务消费的直接性补贴，如住宿餐饮、门票等，以及促进工资性收入合理增长以及研究建立育儿补贴制度等方面。在居民收入不确定性仍强、消费倾向偏低的当下，促消费政策仍需持续加力。五一假期是重要的政策效果观察窗口。

图表 9：地产销售高频好转趋势有所收敛 (%) **图表 10：地产量价平衡尚未达成 (%)**


资料来源：Wind，新潮期货研究所



资料来源：Wind，新潮期货研究所

图表 11：以旧换新政策驱动一季度消费回暖 (%)


资料来源：Wind，新潮期货研究所

4) 稳定资产价格仍具体较强的战略意义，通过“财富效应”的扩散改善居民预期，带来消费能力和意愿的回暖。稳定资产价格一方面包括稳股市、稳楼市，目前一系列稳市场政策已经率先出台，A股迎来“稳市组合拳”，中央汇金、央行等多部门合作，形成“政府”和“市场”合力，并明确底线。另一方面，稳汇率也起到稳市场的作用，人民币币值稳定有利于稳定资本流动，从战略意义上来说也稳定了市场信心。

而随着二季度外部冲击和出口扰动的逐渐明朗化，预计年中政治局会议将评估实际影响并部署更长期的扩内需政策框架，预计增量政策将在7月政治局会议后至9月期间出台：1) 财政空间存在进一步扩容空间，两会强调“中央财政还预留了充足的储备工具和政策空间”，因此若年中广义财政基本完成全年目标，则后续财政存在追加增量空间，体现在增加预算、增发国债或专项债上。2) 产业政策上，“以高质量供给引领需求、创造需求”的要求下进一步推动科技创新和产业创新融合。3) 继续促进长期改革，加快推动养老、医疗等社会保障体系改革。

4. 资产价格启示

稳市场政策意味着股市的底线明确，但扩内需政策仍在路上，叠加关税的长期不确定性仍在，市场情绪仍偏谨慎，后续政治局会议扩内需方向仍决定结构性的博弈机会，中期仍需观察外需回落和政策效果的传导节奏。短期指数震荡+结构性机会是方向，关注红利、地产、有色等内需防守板块。

而对于债市来说，关税冲击从预期走向现实，货币政策宽松预期确定性较强，降准窗口期临近，而增量政策尚待落地，在经济形势与政策节奏存在节奏差的背景下，二季度债市机会仍大于风险，震荡中酝酿机会，调整或是布局机会。

分析师：

黄婷莉

从业资格号：F03141791

投资咨询号：Z0021706

审核人：李明玉

从业资格号：F0299477

投资咨询号：Z0011341

免责声明

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，期货交易咨询业务许可证号32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因

投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者期货交易咨询建议。