

关税冲击、内需缓冲与政策应对

宏观深度

财信研究院 宏观团队

伍超明 胡文艳 李沫

核心观点：

5 月 12 日中美日内瓦会谈后，美对关税大幅下调，但总体仍处于高位且后续存在上调风险，将对国内出口、就业、经济增长产生较大冲击。美国关税对我国经济影响几何？国内两大内需能否完全缓冲？政策是否还需加力？

一、关税冲击：或导致 GDP 下降 0.6-1.4 个百分点。出口方面，关税生效后，预计导致中对美出口萎缩 4-8 成，拖累我国出口下降 6-12%；对于 2025 年全年出口增速，预计在 -2.9% 至 1.4% 区间，中枢水平在 0 附近。**就业方面**，中对美出口的下降不可避免会对我国就业市场造成直接冲击，预计导致 2025 年就业减少约 450 万人。**经济增长方面**，基于投入产出法和贸易逆差法，预计影响 2025 年 GDP 下降 0.6-1.4 个百分点。

二、内需缓冲：乐观情形下能对冲约 1 个百分点的增长缺口。投资方面，预计政策托举有望基本对冲外部需求下降的影响，其对 GDP 的拉动或保持稳定。其中，制造业投资直接面临关税冲击，2025 年增速预计回落 2.0-3.5 个百分点；房地产投资降幅有望小幅收窄 2 个百分点左右；基建投资（广义）受益于政策有力托举，预计增速能提高至 11.2% 左右，使投资增速整体保持稳定。**消费方面**，政府消费或为主要对冲力量，预计整体拉动 GDP 提高 1 个百分点左右。其中，政府消费受益于逆周期政策加力和政策着力点转向消费，今年增速有望提高至 6% 左右；居民消费受服务业吸纳就业能力减弱、制造业就业面临关税冲击和居民行为趋于谨慎等因素影响，消费能力与意愿均受限，增速或小幅放缓。

三、政策应对：建议增加万亿财政储备政策、发挥股市楼市财富效应、加快服务业供给侧改革。基于前两部分的测算结果，预计 2025 年国内经济可能仍存在 0.4 个百分点以上的增长缺口，需约 8000 亿元的财政增量资金予以对冲，这是其一。其二是应进一步加大力度稳股市楼市，充分发挥其财富效应。在当前形势下，虽然畅通国内大循环无法长期依赖股市楼市财富效应，但在预期难以扭转且需求不足背景下，不充分发挥股市楼市财富效应国内大循环很难畅通起来。股市楼市财富效应是激活“收入增长—消费需求增加—物价回升—企业利润提高—经济增长—收入增长”这一循环的有效手段，同时也是打破经济面临的“扩大消费需求需要有收入、增加收入需要经济增长、经济增长需要需求增加”这种类似“先有鸡还是先有蛋”无解循环的重要突破口。其三是服务消费占比高，但供给严重不足，需放宽市场准入释放巨大潜能。

目录

一、关税冲击：或导致 GDP 下降 0.6-1.4 个百分点	3
（一）出口：预计中对美出口萎缩 4-8 成，2025 年出口增长 0%左右	3
（二）就业：预计导致 2025 年就业减少约 450 万人	4
（三）GDP：预计影响 2025 年 GDP 下降 0.6-1.4 个百分点	5
二、内需缓冲：乐观情形下能对冲约 1 个百分点的增长缺口	6
（一）投资：政策托举对冲需求下降，整体有望稳定运行	6
（二）消费：政府消费或为主要对冲力量，整体拉动 GDP 提高约 1%	9
三、政策应对：增加万亿财政储备政策、发挥股市楼市财富效应、加快服务业供给侧改革	13

正文：

5月12日中美日内瓦会谈后，美对关税大幅下调，但总体仍处于高位且后续存在上调风险，将对国内出口、就业、经济增长产生较大冲击。美国关税对我国经济影响几何？国内两大内需能否完全缓冲？政策是否还需加力？本文对上述问题进行分析判断。

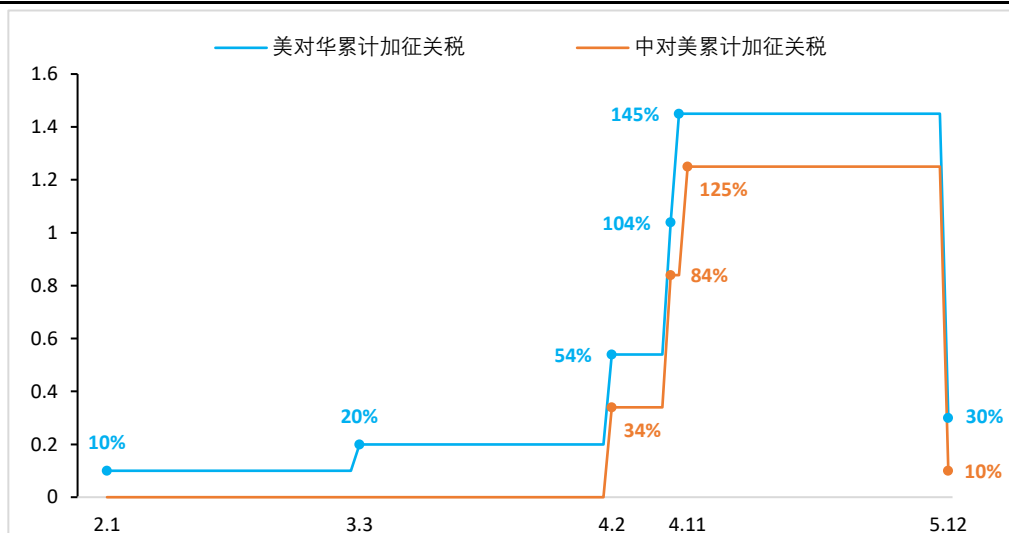
一、关税冲击：或导致 GDP 下降 0.6-1.4 个百分点

2025 年美国对全球发起贸易战，其对我加征关税税率一度飙升至 145%（20%芬太尼关税+34%对等关税+91%报复性关税）的极端水平。5月12日中美发布日内瓦经贸会谈联合声明，双方达成阶段性共识，决定取消 91%的报复性关税，并暂缓实施 24%的对等关税 90 天，即 7 月 9 日之前阶段性按照加征 30%的关税税率执行（见图 1）。

从此次中美会谈和美英谈判结果看，本轮贸易战仍有三大核心关键未发生改变：其一，特朗普政府秉持“美国优先”理念，推动制造业回流、重塑全球经济格局与秩序的目标始终未变；其二，本轮关税战“美国力图阻止其他大国超越自身，其他大国则强力维护本国发展权利”这一难以调和的矛盾持续存在；其三，全球高关税长期化的趋势未变，包括美国对全球普加 10%以上的基准关税以及对特定领域征收更高关税。根据美国耶鲁大学预算实验室 5 月 12 日最新测算，即使考虑了贸易转移效应，美国平均关税税率也将提升至 16.4%，创下 1937 年以来新高。

因此，预计外部环境急剧变化的不确定性依然存在，国际经贸秩序剧烈调整的风险难消，将对国内出口、就业、经济增长产生较大冲击。

图 1：中美两国加征关税税率（%）



资料来源：公开信息整理，财信研究院

（一）出口：预计中对美出口萎缩 4-8 成，2025 年出口增长 0%左右

基于中美日内瓦谈判双方关税的调整，我们综合前期研究方法和国际权威机构测算结果，评估美国关税政策对国内出口的影响。

1) 前期研究更新：预计中国对美出口萎缩 4-8 成，影响国内出口下降 6-12%，全年增速在 0% 左右。

根据中美日内瓦协议，在关税生效后的 90 天内（4.9-7.9），美对华关税阶段性按照 30% 执行。基于 90 天后美对华关税的可能演进路径，我们设置三种情景：情景一为 24% 关税永久取消，美对华加征关税维持在 30%；情景二为 24% 关税仅保留 10%，美对华加征关税提高至 40%；情景三为 24% 关税全部恢复，美对华加征关税提高至 54%。在上述三种情景下，假设美国对全球加征 10%-15% 的关税，根据深度报告《美对中贸易战：性质、影响、政策与资产配置》中的测算方法，可估算出美国关税政策将导致 4-12 月中国对美出口分别下降 4-6 成、5-7 成、6-8 成，对应影响同期出口增速分别下降 6%-9%、7%-10%、8%-12%（见表 1）。

对于 2025 年出口的整体影响，考虑到 2025 年 1-4 月我国出口实际增长 6.4%，并假设 4-12 月份我国对非美国出口增速维持在 2024 年水平，可估算出上述三种情景下，2025 年我国出口增速将分别处于 -0.4% 至 1.4%、-1.4% 至 0.7%、-2.9% 至 -0.2% 的区间，整体而言，出口仍面临一定负增长风险（见表 1）。

表 1：美国关税对国内出口影响的测算

情景假设	美国对全球加征关税	关税对 4-12 月的影响		2025 年出口增速
		中国对美出口降幅	影响出口下降幅度	
90 天后美对华关税维持 30% （24% 对等关税永久取消）	10%-15%	40.2%-57.6%	5.9%-8.5%	[-0.4%, 1.4%]
90 天后美对华关税提高至 40% （24% 对等关税保留 10%）		46.9%-68.1%	6.9%-10%	[-1.4%, 0.7%]
90 天后美对华关税提高至 54% （24% 对等关税全部恢复）		56.3%-82.8%	8.3%-12.2%	[-2.9%, -0.2%]

资料来源：财信研究院

2) 美国耶鲁大学预算实验室（TBL）：预计中国对美出口萎缩近 6-8 成，整体出口下降 8.4%-11.5% 左右。耶鲁大学的测算结果公布了我国在贸易转移前后的美国进口份额变化，根据这一份额变化，能够推算出我国对美出口的下降幅度。若将中美日内瓦谈判前后的测算结果分别视为影响的上限和下限，可以估算出中国对美出口下降幅度在 54.9%-80.6%（见表 2），对应中国整体出口下降 8.4%-11.5%。

表 2：美国耶鲁大学预算实验室对美国关税影响的测算结果

测算时间	美对中有有效关税	中国在美国进口中的份额变化	中国对美出口降幅
2025 年 4 月 15 日	105.2	14% → 3%	-80.6
2025 年 5 月 12 日	33.2	14% → 6%	-54.9

资料来源：美国耶鲁大学预算实验室，财信研究院

（二）就业：预计导致 2025 年就业减少约 450 万人

据商务部 2022 年的公开资料显示，外贸作为拉动经济增长的“三驾马车”之一，所带动的就业人数高达 1.8 亿人，占全国就业总人数的比重逾两成，是左右国内就业基本盘的重要力量。特朗普政府发起的本轮全球关税战，短期内难以避免将对我国外贸和就业市场造成直接冲击。我们基于上文对出口影响的测算结果，以及商务部课题测算出的出口对就业的拉动强度，得到关税冲击将导致 2025 年我国就业减少 450 万人左右，具体看：

特朗普关税对就业的影响主要基于两个关键指标：中对美出口下降规模和单位出口对就业的拉动强度。1) 根据上文的测算，关税冲击将导致中国对美出口下降 4-8 成，但考虑到 2025 年 1-4 月份中对美出口实际只下降 2.2%，可测算出 2025 年全年中对美出口或下降 3-6 成，相应导致对美出口额减少 1500-3100 亿美元。2) 对于单位出口对就业的拉动强度，商务部《全球价值链与中国贸易增加值核算研究报告》对全国和分国别层面均进行了测算。结果显示，2018 年我国每百万美元对美出口拉动的就业人数约为 39.3 人次，且从 2013-2018 年全国层面该指标平均每年降低 1.26 人次，如果按照这一变化线性外推，可估算出 2025 年对美出口的就业拉动强度在 30.5 人次/百万美元左右。综合两部分结果，可得到 2025 年美国关税政策将导致国内就业减少 460-950 万人左右，中枢水平约 700 万人（见表 3）。

但需要指出的是，上述测算未将贸易转移效应纳入考量。贸易转移效应可能会使中国对其他国家（除美国外）的出口有所增加，进而对冲部分就业下降的影响。参考 2018-19 年贸易战的经验，通过贸易转移效应可对冲约 3-4 成的出口降幅。因此，综合来看，2025 年我国实际面临的就业冲击将会小于测算结果，预计拖累就业减少 450 万人左右。

表 3：美国关税对国内就业影响的测算

情景假设		90 天后美对华关税维持 30% (24%对等关税永久取消)	90 天后美对华关税提高至 40% (24%对等关税保留 10%)	90 天后美对华关税提高至 54% (24%对等关税全部恢复)
中对美出口降幅 (%)	1-4 月	2.20%		
	5-12 月	40%-58%	47%-68%	56%-83%
	2025 年全年	29%-42%	34%-49%	40%-60%
2025 年中对美出口额下降幅度(亿美元)		1500-2200	1800-2600	2100-3100
每百万美元对美出口拉动国内就业(人)		30.5		
2025 年就业减少量 (万人，未考虑贸易转移)		460-670	540-780	650-950
2025 年就业减少量 (万人，考虑贸易转移)		450		

资料来源：《全球价值链与中国贸易增加值核算研究报告》，财信研究院

（三）GDP：预计影响 2025 年 GDP 下降 0.6-1.4 个百分点

对 GDP 影响部分，继续采用深度报告《美对华贸易战：性质、影响、政策与资产配置》中的两种测算方法，并基于上文对出口影响的测算结果进行更新。

1) 投入产出法：预计拖累国内 GDP 增速下降 1.0 个百分点左右。根据 2020 投入产

出表测算，中国出口需求每下降 1%，将导致 GDP 增速下降 0.14 个百分点。在国内出口下降 6-12% 的情况下，预计关税政策将拖累国内 GDP 增速下降 0.8-1.7%。由于这一影响 4 月起才显现，预计美国关税将拖累 2025 年国内 GDP 增速下降 0.6-1.3 个百分点。

2) 贸易逆差法：预计导致国内 GDP 下降 0.7%-1.4%。该方法分为两步：第一步，假设中美贸易逆差收窄幅度与我国对美出口收窄幅度相同，即在 4-8 成左右，将直接影响国内 GDP 增速下降 0.8-1.5%。第二步，美国对全球普加 10-15% 的关税将导致我国 GDP 增速额外下滑 0.1-0.4% 左右。具体测算过程见深度报告《美对中贸易战：性质、影响、政策与资产配置》。综合上述结果，预计美国关税政策将拖累国内 GDP 增速下滑 0.9-1.9 个百分点左右，按照影响三个季度计算，将拖累 2025 年 GDP 增速下降 0.7-1.4 个百分点。

二、内需缓冲：乐观情形下能对冲约 1 个百分点的增长缺口

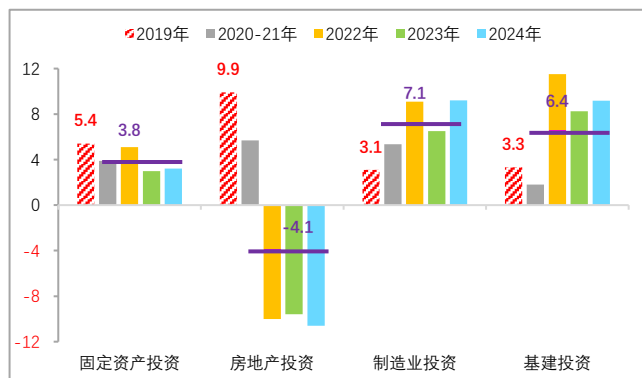
上文分析显示，2025 年出口对国内 GDP 的拉动作用将下降 0.6-1.4 个百分点。为了实现政府工作报告设定的 5% 左右的经济增长预期目标，需要以内需增长的确定性予以对冲。下面我们基于当前政策力度对 2025 年投资和消费两大内需走势进行判断，以评估内需可能的缓冲力度。

（一）投资：政策托举对冲需求下降，整体有望稳定运行

疫后国内投资数据呈现出“整体稳定运行、但内部结构发生显著变化”的特征。在 2020-24 年期间，固定资产投资增速总体保持相对稳定，但房地产、制造业、基建投资增速明显分化。具体而言，房地产投资增速由 2019 年的 9.9% 急剧下滑，疫后 5 年平均增速降至 -4.1%，同期制造业和基建投资起到有力的对冲作用，两者增速分别由 3.1%、3.3% 跃升至 7.1%、6.4%（见图 2），达到疫情前（2019 年）的两倍多和近乎两倍的水平。

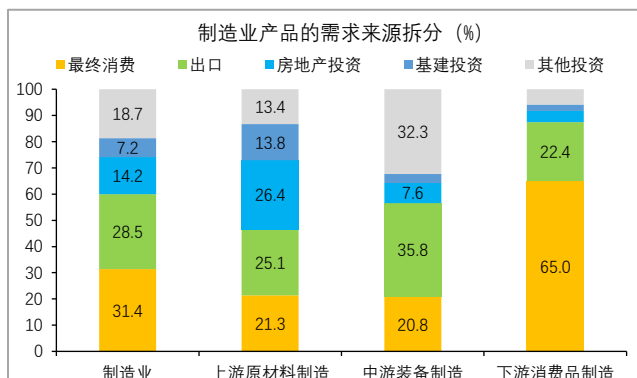
展望 2025 年，疫后五年累积的高基数，无疑会对制造业和基建投资继续维持高增长形成一定制约；同时外部特朗普关税冲击带来的出口下行压力也会作用于投资领域，投资增速能否继续稳定增长成为当下亟待剖析的关键问题。下面我们围绕这个问题对 2025 年投资走势进行分析预判。

图 2：三大类固定资产投资增速变化（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 3：制造业产品的需求来源拆分（%）



资料来源：2020 年投入产出表，财信研究院

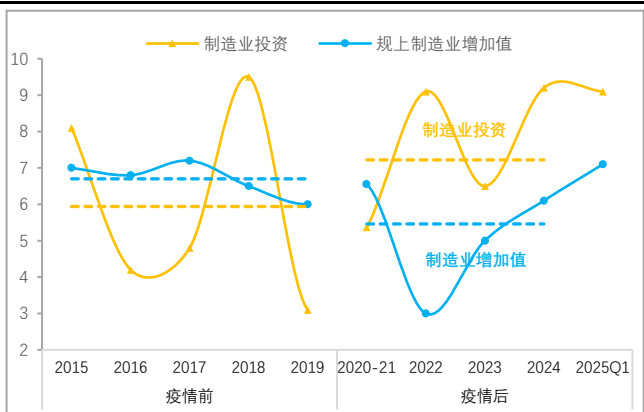
1、制造业投资：直接面临关税冲击，2025 年增速或下滑 2.0-3.5%

在三大投资领域中，制造业投资因与出口贸易联系紧密，受关税冲击的影响最为直接且显著，而房地产投资主要受国内供需关系影响，基建投资则由政府主导，两者受关税影响相对较小。本部分重点分析关税政策对制造业投资的影响。

首先，预计特朗普关税冲击将通过降低出口需求和加剧产能过剩两条路径，对制造业投资形成拖累。一方面，根据 2020 年投入产出表，出口需求对我国制造业总产出的贡献度接近 30%（见图 3），是制造业的重要需求来源。关税政策将直接导致出口订单减少，通过“出口收缩→生产下降→投资放缓”的传导链条，对制造业投资形成首轮直接冲击。另一方面，制造业投资反映企业未来生产能力，规模以上制造业增加值则体现当下生产情况，两者相对变化代表着制造业的产能利用情况。疫情前的 2015-2019 年，制造业规上增加值增速略高于投资增速，表明产能利用率处于合理区间；疫情后的 2020-2024 年，制造业投资增速大幅高于规上增加值增速，意味着产能过剩问题不断累积（见图 4）。预计关税冲击会进一步压降企业开工率，形成“出口减少→产能闲置→不敢投资”的负反馈循环。

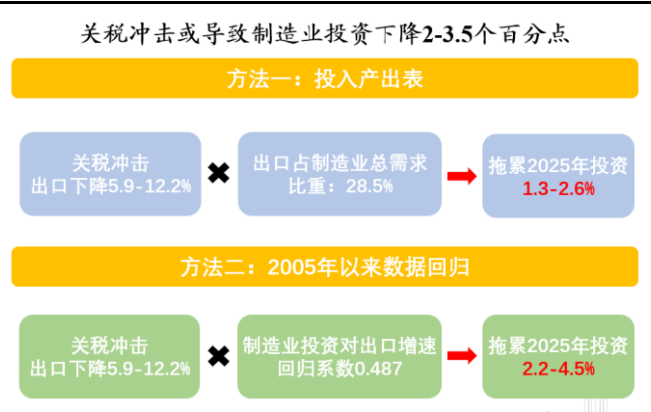
其次，预计关税冲击拖累 2025 年制造业投资增速回落 2.0-3.5 个百分点。为全面评估关税政策对制造业投资的影响，此处采用投入产出表分析与历史数据回归分析两种方法进行量化测算。从投入产出表看，出口需求带动了约 28.5% 的制造业总产出，在出口需求减少 6%-12% 的情况下，将拖累制造业投资增速下降 1.7-3.5 个百分点。由于关税政策二季度起才生效，预计其将影响 2025 年制造业投资增速下降 1.3-2.6 个百分点。从历史数据回归看，2005 年以来制造业投资增速对出口增速的回归系数约为 0.49，这表明出口增速每变动 1%，制造业投资将同向变动 0.49 个百分点。基于此，预计出口增速下降将导致 2025 年制造业投资增速下降 2.2-4.5 个百分点（见图 5）。综合看，在中性情况下，关税政策将导致 2025 年制造业投资增速下降 2.0-3.5 个百分点。

图 4：制造业投资和规上增加值增速变化（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 5：关税冲击对制造业投资的影响测算（%）



资料来源：2020 年投入产出表，财信研究院

2、投资增速保持稳定：2025 年（广义）基建投资需提高至 11.2% 左右

在出口需求下降和制造业投资承压的双重挑战下，2025 年实现 5% 增长目标的难度

加大。作为逆周期调节的关键抓手，投资端需发挥有效托底作用，至少不能对经济增长形成拖累。因此，2025 年宏观政策对制造业、房地产、基建三大类投资均有相应的托举措施。对于制造业投资，“两新”政策加力扩围、加快发展新质生产力的支撑作用明显；对于房地产投资，一揽子稳楼市政策陆续出台，旨在推动市场止跌回稳；对于基建投资，通过新增专项债、政策性金融工具等多元化工具予以支持，是财政逆周期调节的重要抓手。值得注意的是，由于制造业投资面临外部关税冲击，房地产市场仍处于深度调整周期，基建投资成为 2025 年稳定投资的关键力量。

经测算，2025 年基建投资增速（广义，下同）需提升 2.0 个百分点至 11.2%，才能确保整体投资增速维持稳定。基于 2024 年制造业投资（33.3%）、房地产投资（19.5%）、基建投资（26.9%）的占比结构，在 2025 年制造业投资增速下降 2.0-3.5%、房地产投资降幅收窄约 2 个百分点的假设下，两者将分别影响整体投资增速回落 0.7-1.2 个百分点和提高 0.4 个百分点，综合影响约为-0.3 至-0.8 个百分点左右。为对冲这一负向缺口，2025 年（广义）基建增速需提高 1.0-2.9 个百分点，达到 10.2-12.1%的增速水平（见表 4），才能确保整体投资增速保持稳定增长态势。

表 4：2025 年投资增速保持稳定，需要基建投资增速提高 1.0-2.9 个百分点

投资类别和占比	主要影响因素	增速变化	对全部投资影响
制造业投资 (33.3%)	需求下降+新动能支撑	-2% ~ -3.5% ↓	-0.7% ~ -1.2% ↓
房地产投资 (19.5%)	低基数+稳地产政策	+2%左右 ↑	0.4%左右 ↑
基建投资 (26.9%)	逆周期调节+地方积极性	1.0% ~ 2.9% ↑	0.3% ~ 0.8% ↑

资料来源：WIND，财信研究院

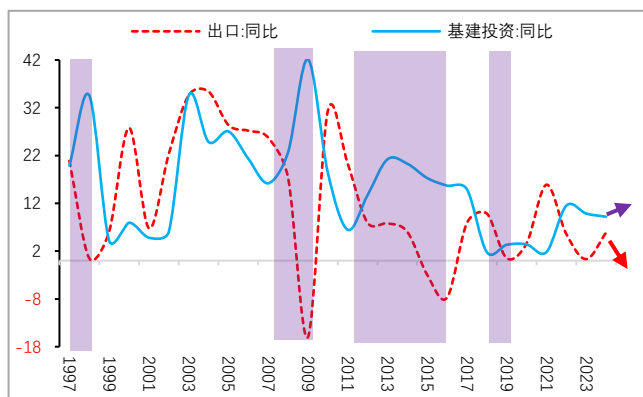
3、2025 年基建投资有望达到 11.2% 左右，投资对经济的拉动变化不大

一是基建投资回升的必要性提升。回顾历史，在 1997-1998 年亚洲金融危机、2007-2009 年美国次贷危机、2011-2016 年欧债危机以及 2018-2019 年中美贸易摩擦期间，我国出口增速均因外部冲击大幅回落，而同期基建投资增速则普遍回升，有效发挥了对冲作用（见图 6）。虽然 2018-2019 年基建投资的对冲作用相对较弱，但鉴于本轮外部冲击的不利影响更为严重，且国内需求恢复基础尚不稳固，基建逆周期调节的必要性已显著上升。此时政府需更好发挥“有形之手”作用，适度加快基建投资进度，直接拉动需求的同时，激活需求扩张新循环，增强内需增长稳定性，有效对冲外部风险。

二是基建投资增速回升有条件、有空间。主要体现在地方政府积极性和财政政策发力空间上。其一，2025 年地方政府投资建设积极性显著提升，且未来有望延续。如 2025 年 1-4 月份，地方政府主导的公共设施、燃气生产、水生产以及道路运输等细项基建行业投资增速较 2024 年增速均有所回升（见图 7）。预计随着地方化债工作持续推进以及扩大有效投资政策落地，制约地方政府积极性的债务和项目不足压力有望迎来缓解，为其基础设施建设积极性提供有力支撑。其二，财政存量政策和增量政策空间均较为充足，

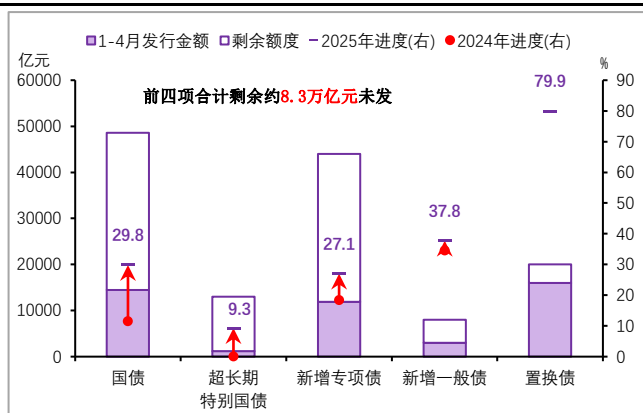
基建投资资金来源有保障。存量政策方面，截止4月底，部分用于基建的一般国债、超长期特别国债、新增专项债、新增一般债合计发行约3万亿元，占全年额度的27%左右，4-12月份还有约8.3万亿元的新增政府债券待发行（见图8）。增量政策空间方面，一方面根据国际货币基金组织（IMF）数据，截至2024年三季度末，我国中央政府杠杆率仅有25.1%，低于全球主要经济体平均水平较多（见图9），中央财政加杠杆空间充足。另一方面，4月政治局会议也提出“根据形势变化及时推出增量储备政策”，若外部冲击超预期或国内经济恢复不及预期，财政加力的概率较高，为基建投资提供资金保障。

图6：出口增速和基建投资增速变化



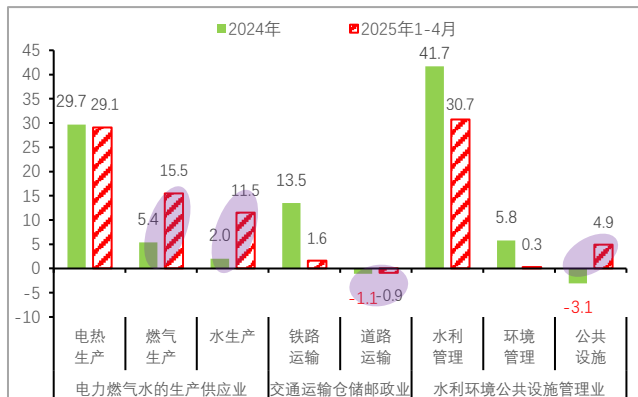
资料来源：WIND，财信研究院

图8：政府债券发行规模与进度



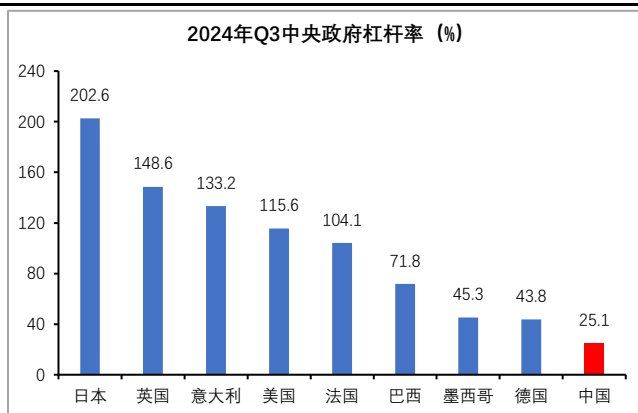
资料来源：WIND，财信研究院

图7：2025年1-4月份地方基建投资增速有所回升



资料来源：WIND，财信研究院

图9：2024年Q3中央政府杠杆率 (%)



资料来源：IMF，财信研究院

综合以上分析，制造业投资受外部关税冲击影响，增速预计回落2.0-3.5个百分点；房地产投资降幅有望小幅收窄2个百分点左右，但整体仍难改负增长态势；而基建投资在政策有力托举下，有望成为稳投资的关键力量，预计增速能达到11.2%左右。总体而言，乐观情况下，整体投资增速有望继续保持稳定增长态势，对经济增长的拉动作用变化不大。

（二）消费：政府消费或为主要对冲力量，整体拉动GDP提高约1%

在新冠疫情冲击、房地产调整与物价低位运行等多重因素的交织作用下，疫后消费对GDP的拉动作用明显减弱，从2018-2019年年均拉动GDP增长4%降至2020-2024年的2.7%（见图10）。但面对当前外部环境恶化（特朗普政府关税政策加剧出口压力）

与内部转型阵痛（经济转型升级期间投资增速承压）的双重制约，扩大消费成为短期稳增长与中长期调结构的必然选择。

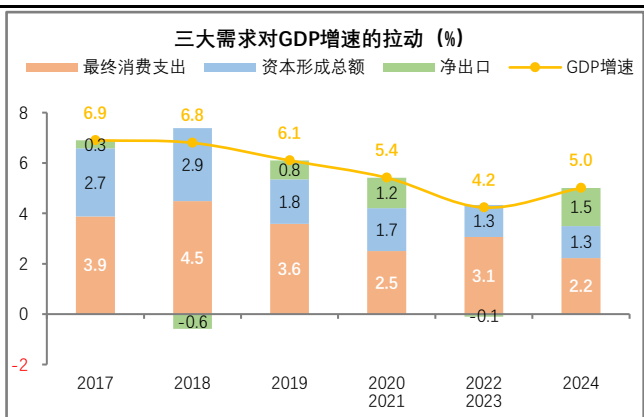
根据我国支出法 GDP 的核算分类，最终消费支出可分为居民消费支出和政府消费支出两大部分，其中前者占比约 7 成，后者占比为 3 成左右。展望 2025 年，受益于政策的有力托举，政府消费的对冲作用有望明显强化，居民消费则依旧面临“就业-收入-消费”不畅的制约，预计整体消费对 GDP 的拉动将提高 1 个百分点左右。

1、政府消费：或为主要对冲力量，预计拉动名义 GDP 较去年提高约 1.2 个百分点

政府消费支出是政府部门为提供公共服务或以低价向居民提供货物和服务所形成的净支出，是财政支出的重要组成部分，主要包括医疗卫生、教育、社会保障等民生领域支出，以及国家安全和国防等支出。从历史经验来看，在经济下行期，政府消费通常都会发挥重要的托底对冲作用，如 1997-1998 年东南亚金融危机、2007-2009 年全球金融危机、2015-2016 年国内经济疲弱期以及 2020 年新冠肺炎疫情以来，政府消费增速多数时候均高于 GDP 增速（见图 11），对经济形成一定托举。展望 2025 年，考虑到内外部冲击下，实现 5% 增长目标的难度明显加大，加上经济政策着力点更多转向惠民生、促消费，政府消费有望成为扩消费、稳增长的关键力量。

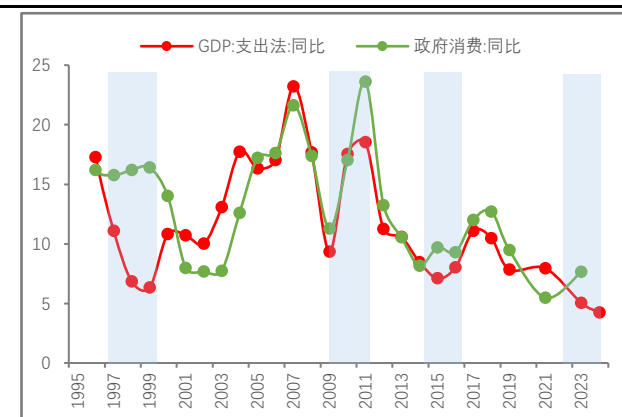
从量化测算结果看，我们预计今年政府消费可拉动名义 GDP 较去年提高约 1.2 个百分点。主要分两步测算：第一步，基于年初的财政预算安排和一季度实际的财政支出数据，我们假定 2025 年政府消费增速存在三种情景（见表 5）。其中，悲观情景为与 2025 年一般公共预算支出目标增速一致，可增长 4.4%；中性情景为与 2025Q1 民生相关财政支出增速一致，达到 6.1%；乐观情景为 2025 年增加的赤字规模全部用于政府消费，对应其增速可达到 7.0% 左右。第二步，在上述三种情景下，结合 2024 年政府消费占 GDP 的比重数据（根据 2024 年三大需求对 GDP 的拉动、居民消费支出增速等数据推算），可估算出 2025 年政府消费将分别拉动名义 GDP 增长 0.7、1.0 和 1.1 个百分点，较 2024 年分别提高 0.9、1.2 和 1.3 个百分点，平均提高 1.2 个百分点左右。

图 10：疫后消费对 GDP 的拉动作用减弱



资料来源：WIND，财信研究院

图 11：历史经验：经济下行期政府消费托底作用显著



资料来源：WIND，财信研究院

注：2021 年和 2023 年为两年平均值

表 5：2025 年政府消费及其对 GDP 拉动测算

不同情景假设	增速	对最终消费支出的拉动	对名义 GDP 的拉动
情景一:与 2025 年一般公共预算支出目标增速一致	4.4%	1.3%	0.7%
情景二:与 2025Q1 民生相关财政支出增速一致	6.1%	1.8%	1.0%
情景三:2025 年增加的赤字规模全部用于政府消费	7.0%	2.0%	1.1%

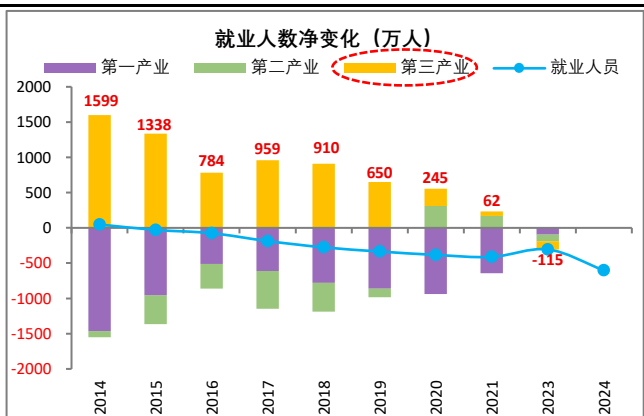
资料来源：WIND，财信研究院

2、居民消费：收入与消费意愿改善受限，对 GDP 的拉动或小幅减弱

居民消费主要由收入水平（消费能力）和边际消费倾向（消费意愿）决定，属于经济运行的内生变量，具有较强的顺周期特征。展望 2025 年，面对内部需求不足旧矛盾待解和外部关税新冲击来袭，预计居民消费能力与消费意愿均面临一定压力，居民消费改善动能或仍偏弱。

一是内外部挑战加剧“就业-收入-消费”循环不畅，居民消费能力改善空间有限。居民消费能力主要取决于收入，就业是获取收入的关键途径，但目前国内服务业和制造业就业均面临不小的压力。一方面，国内需求不足导致服务业吸纳就业能力已大幅减弱。受疫情冲击、房地产市场调整、微观主体预期转差等多重因素叠加影响，疫后服务业就业人数已由升转降，从 2018-2019 年年均增加 780 万人，变为 2022-2023 年年均减少 115 万人（见图 12）。往后看，国内物价仍在低位运行叠加特朗普关税冲击，企业生产经营仍面临诸多困难，服务业就业恢复面临较多阻碍。2025 年一季度数据也显示，除房地产业外，多数服务业细分行业 GDP 增速仍在下降（见图 13）。另一方面，外部关税冲击将进一步加剧制造业就业压力。关税冲击将通过减少出口需求和打击微观主体投资意愿两条路径，显著冲击制造业就业，根据我们上文的测算，预计 2025 年我国就业人数将因关税冲击减少约 450 万人。为缓解上述就业压力、提振消费，今年以来中央积极开展提振消费专项行动、推出一揽子助企纾困举措，有利于对冲部分压力，但居民消费能力总体改善空间有限。

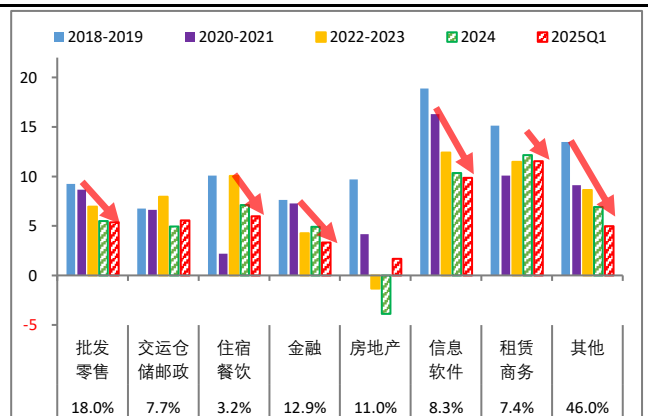
图 12：服务业：吸纳就业能力大幅减弱



资料来源：WIND，财信研究院

注：2023 年为两年平均值

图 13：2025Q1 细分服务业 GDP 增速多数仍在下降

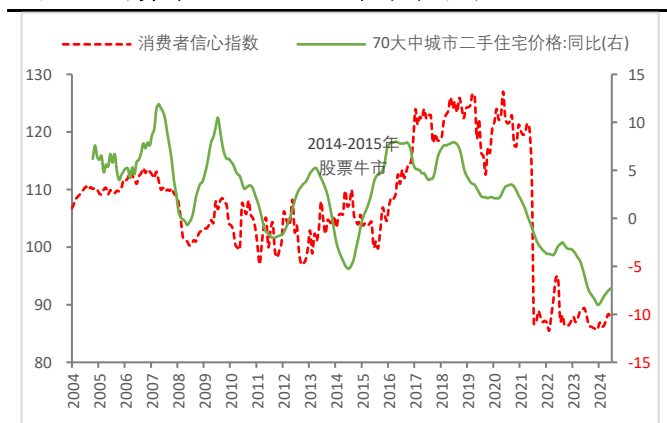


资料来源：WIND，财信研究院

注：横轴百分数为 2024 年各行业 GDP 占服务业 GDP 比重

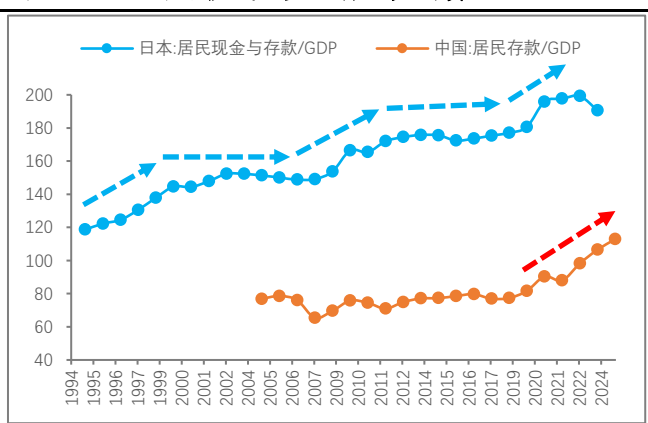
二是居民“多储蓄、少消费”行为模式短期难改，消费意愿提升动力偏弱。一方面，在就业与收入压力加剧、外部不确定性攀升的双重压力下，居民对未来经济前景的预期明显转差。这一转变显著冲击了消费者信心，降低了居民的消费意愿。另一方面，房地产等存量财富仍在持续缩水，可能会进一步加大居民“多储蓄、少消费”行为模式长期化的风险。如历史上，国内消费者信心指数与二手房房价增速存在较为明显的正相关关系（见图 14）。此外，日本在 1990 年房地产泡沫破灭后，居民现金和存款占 GDP 比重连续 30 年以上延续升势（见图 15），也表明在房价下跌周期中，居民将在很长一段时间内更倾向于选择储蓄而非消费。

图 14：消费者信心指数与二手房房价增速



资料来源：WIND，财信研究院

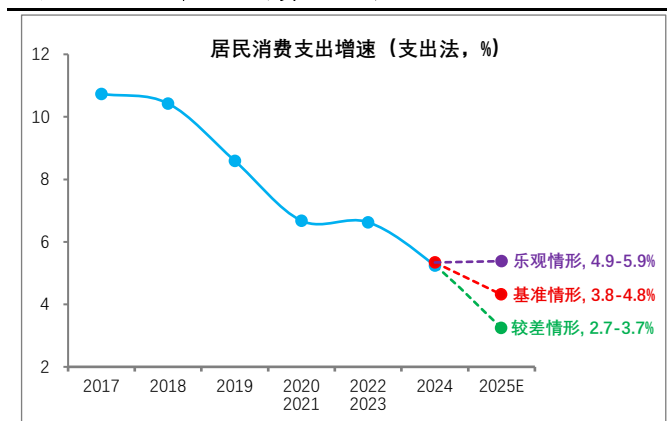
图 15：居民行为模式：多储蓄、少消费



资料来源：WIND，财信研究院

三是预计 2025 年居民消费增长 3.8-4.8%，对名义 GDP 的拉动小幅减弱。根据公式，居民消费支出=居民可支配收入×边际消费倾向。基于上文的分析，我们预计 2025 年名义居民可支配收入约增长 4-5%，略高于同期名义经济增长速度，但较 2024 年有所回落；同时假定居民边际消费倾向，存在悲观、基准、乐观三种恢复情景，即疫后 2020-2024 年五年均值水平、与 2025Q1 水平基本相当以及恢复至疫情前趋势水平，可测算出基准情景下，2025 年名义消费支出约增长 3.8-4.8%（见图 16），拉动名义 GDP 增长 1.5-1.9%，较 2024 年的 2.1%有所回落。

图 16：2025 年居民消费支出增速预测（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图 17：最终消费支出对经济的拉动

最终消费支出（2024）→（2025）		
消费增速变化	政府消费	-1.0% → 6.0%左右
	居民消费	5.2% → 3.8-4.8%
最终消费对经济的拉动	名义 GDP	1.9% → 2.5-2.9%
	实际 GDP	2.2% → 3.0-3.4%

资料来源：WIND，财信研究院

综合以上分析，基准情形下，预计 2025 年政府消费、居民消费分别增长约 6.0%、

3.8-4.8%左右，两者合计拉动名义 GDP 约增长 2.5-2.9%，拉动实际 GDP 增长 3.0-3.4% 左右（见图 17）。对于实际 GDP 的拉动作用，2025 年较 2024 年提高约 1 个百分点左右。如果再结合对投资的预判，今年内需对 GDP 的缓冲作用，在乐观情况下预计在 1 个百分点左右。

三、政策应对：增加万亿财政储备政策、发挥股市楼市财富效应、加快服务业供给侧改革

综合前两部分的分析，虽然中美关税有所下调，但整体水平依然偏高，且存在反复风险，预计美国关税政策将导致国内 GDP 下降 0.6-1.4 个百分点；同时外部冲击会通过就业、投资预期、消费信心等多渠道向内需传导，预计投资和消费两大内需最多能对冲 1 个百分点左右的增长缺口。因此，若外部冲击影响加大，或者国内需求恢复不及预期，及时推出增量政策依然是十分必要的。两点建议：

一是建议增加万亿规模的财政储备政策，根据形势变化及时靠前推出。根据上文的分析，2025 年国内 GDP 可能仍存在 0.4 个百分点以上的增长缺口，在近十年财政乘数降至 0.7 倍（IMF 测算结果）左右的情况下，对冲上述缺口需约 8000 亿元的财政增量资金。同时，外部不确定性正从风险预期演变为实际成本，企业等微观主体“等一等”“再多看一看”等观望情绪可能增加，将降低政策效力和加大内需恢复难度，也需要一定增量政策予以呵护和对冲，建议增量储备政策规模需达到万亿元甚至以上。此外，未来需密切关注中美谈判变化，以及价格、房地产、服务业等关键内需指标的变化情况，及时靠前推出增量储备政策，以确保经济平稳运行。

二是充分发挥股市楼市财富效应破解国内大循环堵点，加大服务供给侧改革释放服务消费潜能。当前阶段，扩内需的关键在消费，扩消费的关键在服务，扩服务的关键在增收和优供给，增收的关键短期在稳股市楼市，中长期在提高全要素生产力，优供给的关键在放宽市场准入，加大服务供给侧改革释放服务消费潜能。在当前形势下，稳股市楼市具有战略意义，不仅是赋能高质量发展的需要，也是畅通国民经济循环的迫切需要。虽然畅通国内大循环无法长期依赖股市楼市财富效应，但在预期难以扭转且需求不足背景下，不充分发挥股市楼市财富效应国内大循环也很难畅通起来。在短期内，股市楼市财富效应是激活“收入增长—消费需求增加—物价回升—企业利润提高—经济增长—收入增长”这一循环的有效手段，同时也是打破经济面临的“扩大消费需求需要有收入、增加收入需要经济增长、经济增长需要需求增加”这种类似“先有鸡还是先有蛋”无解循环的重要突破口。至于服务消费，不仅在国民经济中占比高，而且更重要的是供给严重不足，需求潜能释放空间很大，当下和未来的工作重点，是切实落实好 2024 年出台的《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》。

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。