



# 关税冲击与应对

——宏观经济2025年中期投资策略

姓名 何宁（分析师）

证书编号：S0790522110002

邮箱：hening@kysec.cn

2025年5月

# 核心观点

## ➤ 一、对等关税的影响

- 1、特朗普加征关税的底层逻辑是减少贸易逆差、促进美国制造业回流。
- 2、虽然对关税谈判不能太乐观，但若美国经济持续下行、通胀预期持续升温，将迫使美国选择谈判，因此也无需太悲观。美国债券市场的压力与波动，也会对特朗普政府产生压力，加速其谈判行动。
- 3、美联储政策决策方面，美国4月新增非农就业再超预期，美联储或保持观望，短期难降息。
- 4、关税对我国的影响方面，测算54%-145%的情形下，对我国GDP的冲击在1-2个百分点区间。短期看，4月PMI数据显示关税对制造业扰动初步显现。后续重视关税扰动的两个重要阶段：第一阶段为5-6月；第二阶段为7-8月。

## ➤ 二、经济数据的隐忧

- 隐忧1：出口增速下滑。4月出口同比或回落至+0.6%左右；2025年全年出口同比或回落至-8%左右。
- 隐忧2：地产成交走弱，房价修复可能暂缓。中国偿债比率改善至10.9%，需要继续下行。
- 隐忧3：价格水平偏弱。多因素共振导致PPI持续下行；核心CPI环比连续弱于季节性；消费修复仍是“量”好于“价”。
- 隐忧4：消费品以旧换新乘数较高，但约束在于对未来需求的透支效应。可考虑扩围至服务消费领域（餐饮、文旅等）。
- 隐忧5：失业率与失业金背离。应以促进供需适配为导向，扶持特定行业扩张，缓解大学生就业压力。

## ➤ 三、以我为主的应对

- 1、中美谈判难有明确的时间表，我们要“坚定不移办好自己的事”。
- 2、外部冲击加大，政策落地的合适窗口期即将到来。
- 3、完成5%的经济目标需要增量政策。
- 4、“底线思维”指向政策宜“满”不宜“亏”，2025的关键词是“超常规”。

政策加码的可能方向有：(1)货币：适时降准降息，结构性政策加码，央行重启买债等；(2)出口：精准帮扶出口企业；进行外贸救济，例如出口转内销、开拓非美市场等；(3)消费：可能出台一揽子扩消费政策，例如消费品以旧换新扩容至出口转内销的产品，发放文旅等服务消费券，加大生育补贴力度，发放中低收入群体生活补贴等；(4)地产：有望加大收储和城改旧改棚改力度，一线放开限购，进一步下调利率等；(5)股市：继续发挥中国版“平准基金”的作用坚决稳住资本市场；(6)财政：财政支出节奏有望加快，不排除必要时新增财政。

建议优化财政投向，侧重于财政乘数更高的领域：(1)消费：以旧换新2.3倍，生育补贴0.9-1.3倍，养老、医保、劳动工资、中低收入群体补贴在0.7-0.9倍。(2)投资：基建2-3倍，制造业1.5-1.7倍，地产2.1倍、考虑货币化会更高。

➤ 风险提示：国内政策不及预期，美国经济超预期衰退，关税战反复超预期。

# 目录

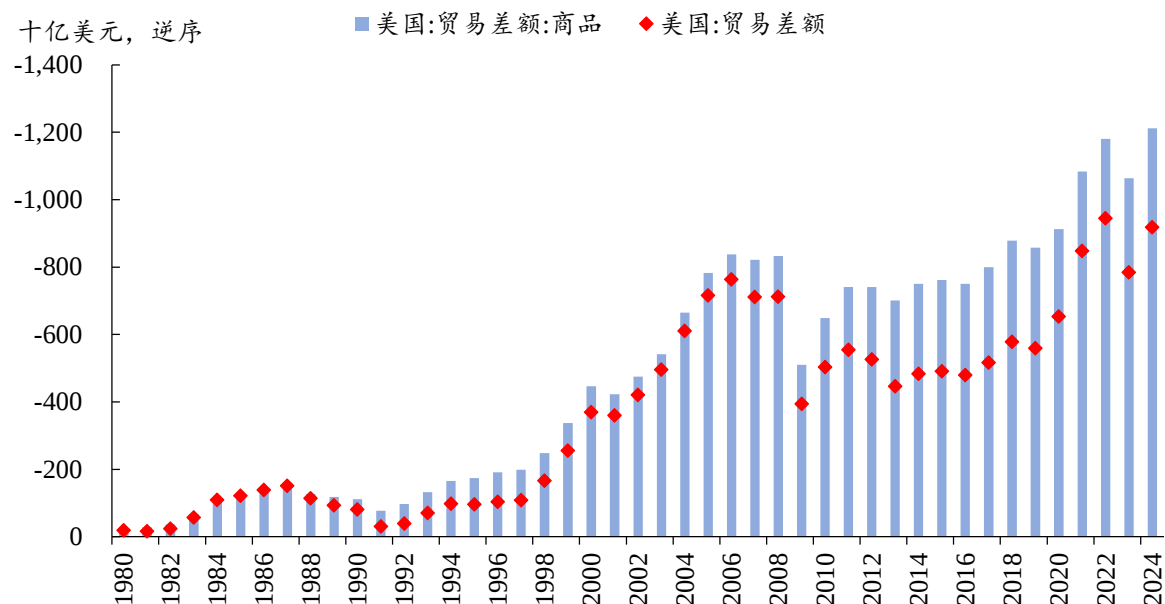
## CONTENTS

- 1 对等关税的影响
- 2 经济数据的隐忧
- 3 以我为主的应对
- 4 风险提示

## 1.1 加征关税主要服务于减少贸易逆差、促进美国制造业回流

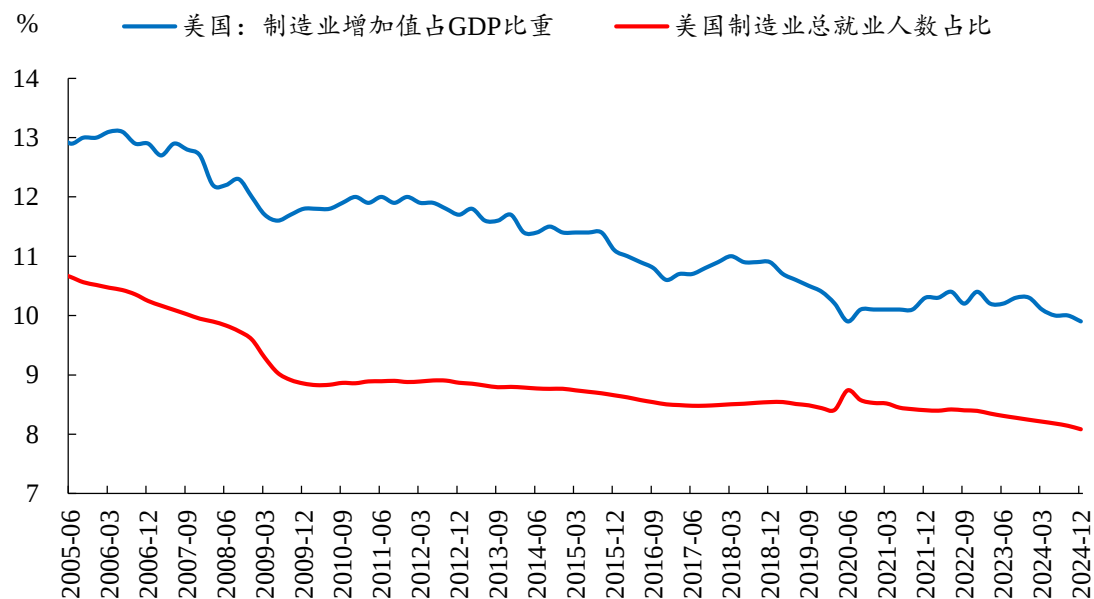
- 关税是特朗普的重要政策主张，关税是主要手段而不是最终目的。主要目的或有两点：
- 一是贸易保护，减少美国贸易逆差。自1980年起，美国的贸易逆差规模持续高增，其中商品贸易逆差金额更高，2024年约1.2万亿美元，这反映了全球化带来的产业分工。但从特朗普的角度来看，**是美国在“供养”全球其他国家，且削弱了美国的制造业。**
- 二是促进制造业产业回流，增加美国本地制造业就业。如前所述，特朗普或希望使用关税迫使制造业企业回流美国，在美国本土形成就业。截至2024年12月，美国制造业增加值占GDP比重仅有9.9%，制造业就业占总就业比重仅有8.08%。

图1：美国商品贸易逆差持续高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：美国制造业在经济中占比较低



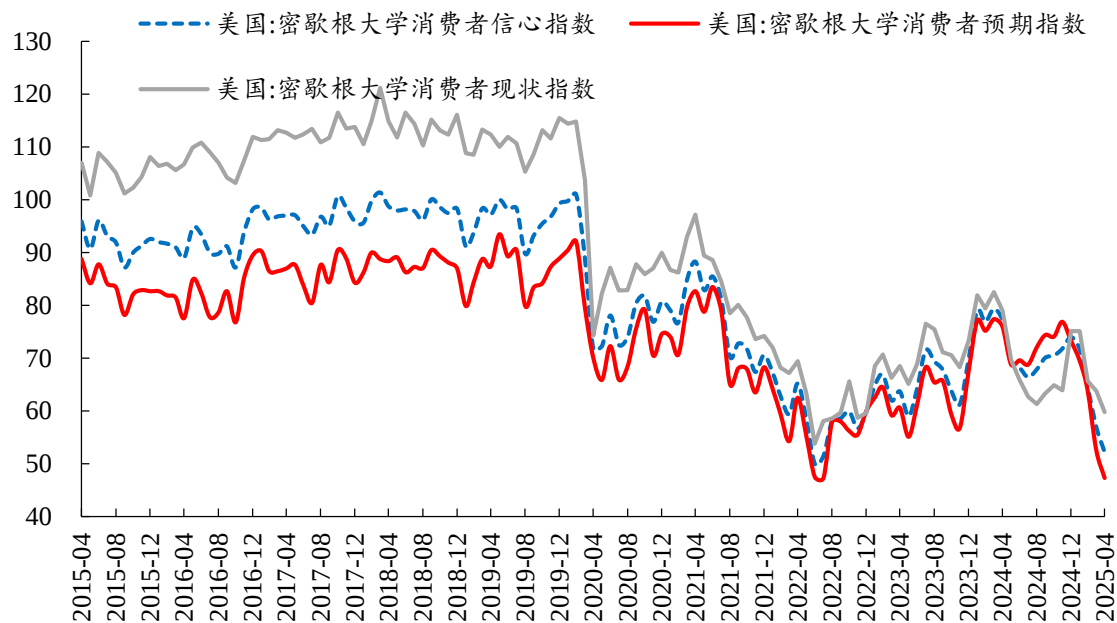
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2 关税战及谈判的几点想法与可能

虽然对关税谈判不能太乐观，但若美国经济持续下行，将迫使美国选择谈判，因此也无需太悲观。

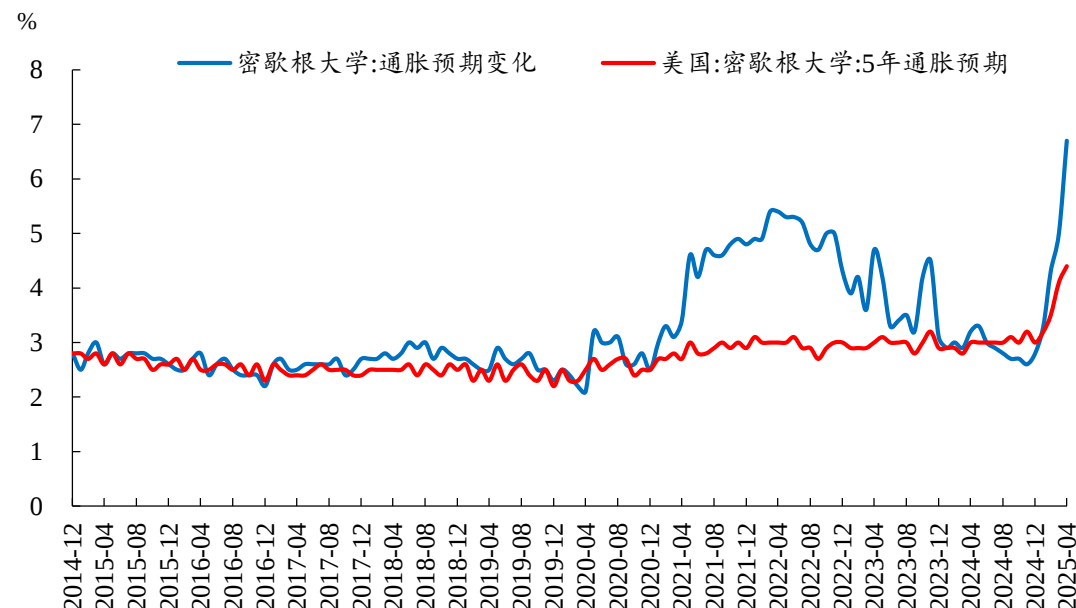
- 4月密歇根大学消费者信心指数再度下跌，其中信心指数、预期指数、现状指数分别降至52.2、47.3、59.8，均较特朗普1月就职之处大幅下降，显示当前美国民众对经济前景的极度悲观。
- 此外，消费者未来通胀预期却接连上升，4月密歇根大学消费者1年、5年通胀预期分别录得6.5%、4.4%，均较3月份大幅抬升（+1.5pct、+0.3pct），较1月份的预期翻倍有余。

图3：消费者预期与信心指数接连走低



数据来源：wind、开源证券研究所

图4：消费者通胀预期变化创下历史新高



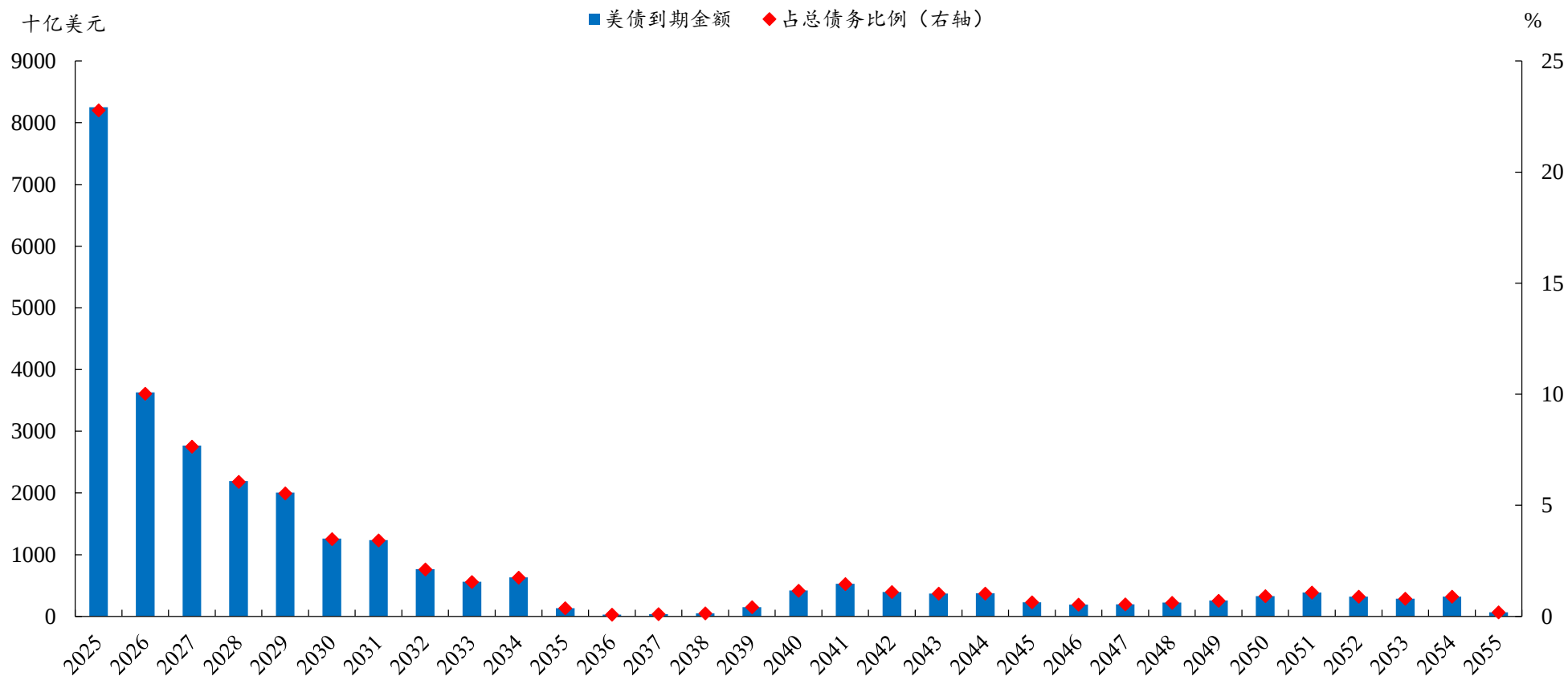
数据来源：wind、开源证券研究所

## 1.2 关税战及谈判的几点想法与可能

美国债券市场的压力与波动，也会对特朗普政府产生压力，加速其谈判行动。

- 债券市场是当前特朗普关注的重点，2025年是美债到期高峰期（约8.25万亿美元，占可市场化交易总债务比重为22.8%），其中短债占比较高，但中长期占比也不低。因此特朗普政府面临巨大的债务滚续压力，这或许是特朗普政府对美债市场非常敏感的原因之一。

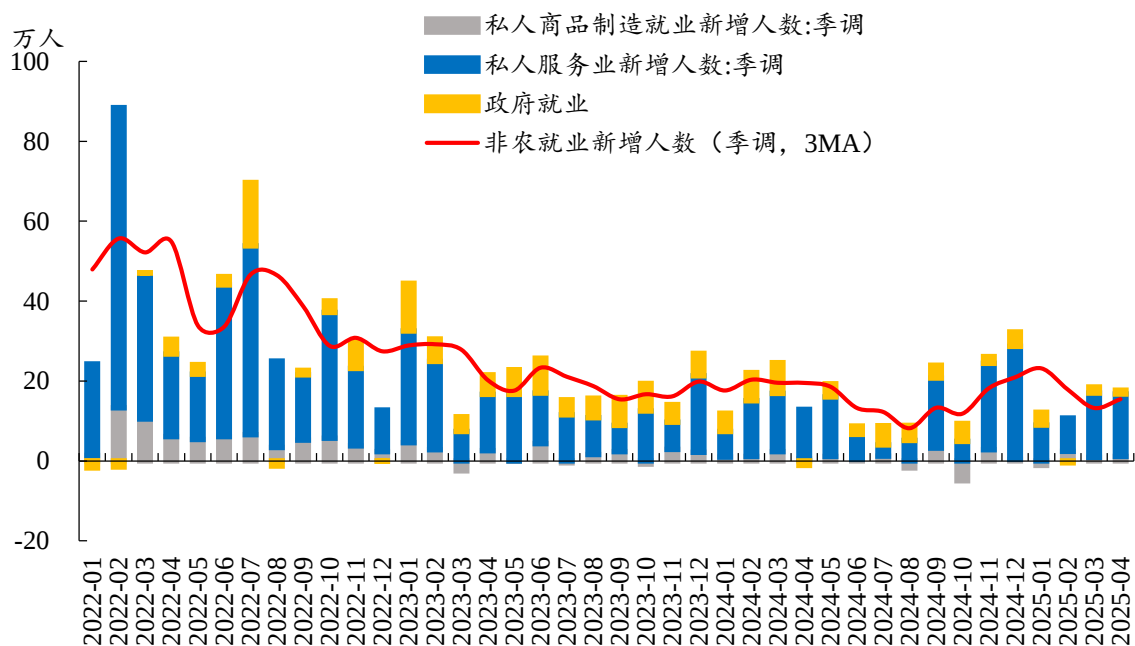
图5：2025年美债偿债压力较大



## 1.3 美国4月新增非农就业再超预期，美联储或保持观望，短期难降息

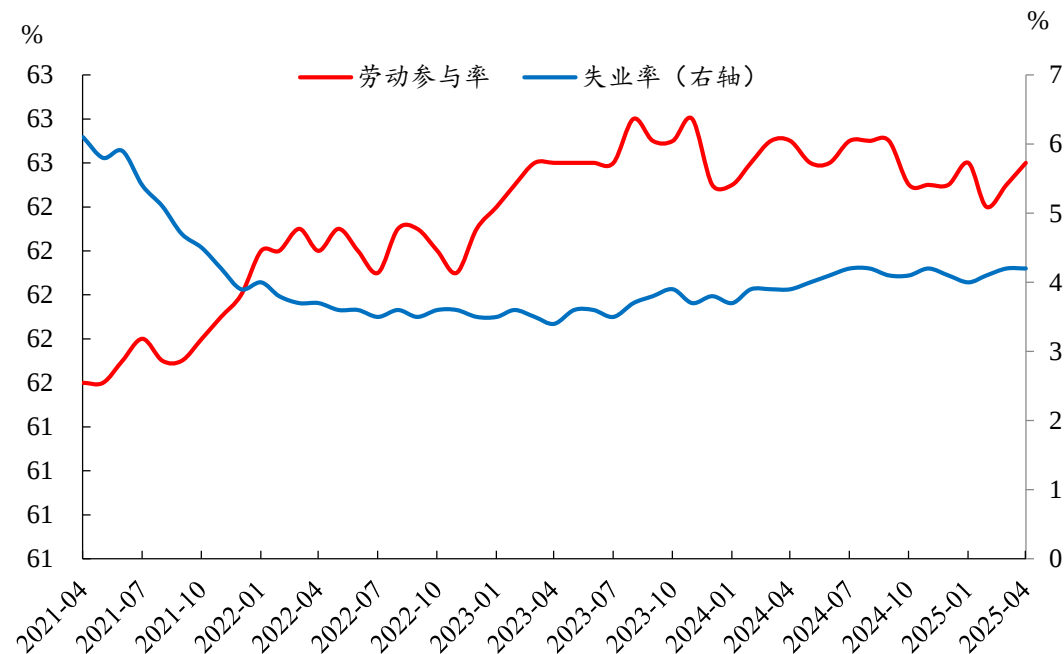
- 4月美国新增非农就业17.7万人，较3月份初值（22.8万）有所下降，但高于市场预期。趋势上看，近3个月平均新增就业15.47万人，亦较前值略有上行。但2月、3月累计下修5.8万，4月数据或也将继续面临不小的下修，就业市场总体或并未大幅超过预期。此外，4月失业率上升0.04个百分点至4.187%，未出现较大提升，或显示在关税的冲击下，美国劳动力市场目前尚有韧性。
- 对美联储而言，当前美国就业市场的韧性，或促使其5月FOMC会议上继续选择观望，我们认为美联储首次降息可能在三季度，虽然节奏上偏晚，但对美联储而言，或需要确认通胀不会反复才会降息，当然首次降息幅度也可能超过25bp。

图6：4月美国新增非农上升较多，且趋势边际走强



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：4月劳动参与率均略有提升，失业率基本不变

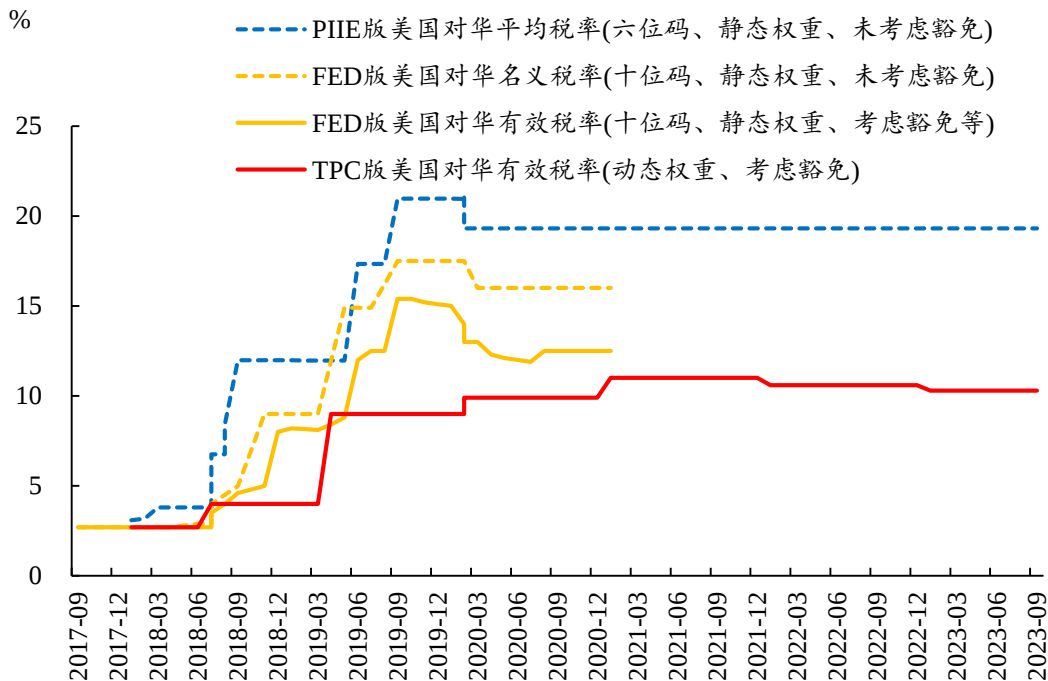


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.4 加征54%关税预计对中国GDP冲击1.2个百分点左右

- 中性假设下，假设应税税率落地至实际税率存在一定幅度折扣，但因全面加征、对小额商品继续征税等因素杜绝了部分关税规避渠道，本轮实际税率相较于名义税率打8折(上一轮名义加征13.3%，实际上升8.2%，打了近6折)，也即若名义税率上升10%，则实际税率上升8%，而东盟、拉美对冲效果起到原来的60%，则拖累总出口增速0.75个百分点，拖累GDP增速0.22个百分点。若进行简单的线性外推，加征54%的关税预计拖累中国GDP1.2个百分点左右。

图8：TPC采用动态权重测算每年美国对华有效税率，相对较为准确



数据来源：PIIE、FED、TPC、CBO、开源证券研究所

表1：中性假设下(名义税率执行效果打8折，拉美、东盟仍有部分对冲效果)，则美加征54%关税，GDP下降1.2个百分点

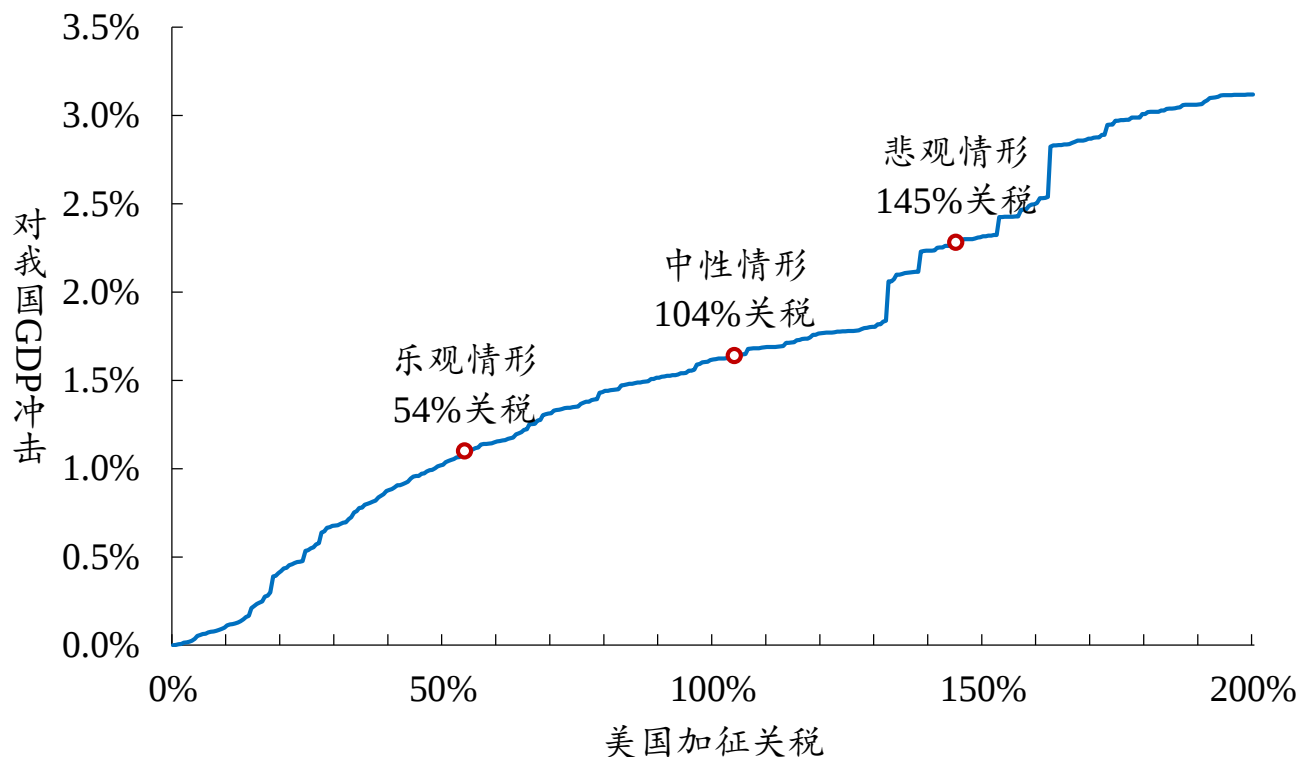
| 关税加征幅度 | 对美出口(%) | 出口总量(%) | GDP(%) |
|--------|---------|---------|--------|
| 加征10%  | -4.98   | -0.75   | -0.22  |
| 加征20%  | -9.97   | -1.51   | -0.43  |
| 加征30%  | -14.95  | -2.26   | -0.65  |
| 加征40%  | -19.94  | -3.01   | -0.87  |
| 加征50%  | -24.92  | -3.77   | -1.09  |
| 加征60%  | -29.90  | -4.52   | -1.30  |

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.4 关税对经济的冲击并非线性

➤ 当关税超过一定水平后，其对经济的冲击为非线性。假设对华依赖度越高的商品，其价格弹性越不敏感，则可以测算关税与其对我国GDP冲击的曲线。54%-145%的情形下，**对我国GDP的冲击在1-2个百分点区间**。

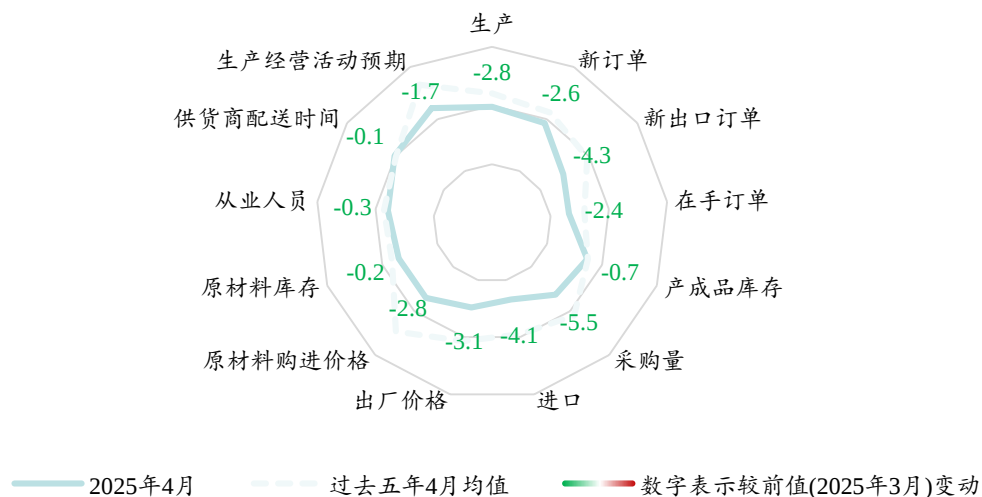
图9：以价格弹性描绘关税对我国GDP冲击的曲线



## 1.4 关税扰动初步显现，后续关注两个阶段

- 关税对制造业扰动初步显现，叠加此前抢出口抢生产形成的高基数，4月制造业PMI分项普遍走弱。建筑业预计Q2仍有动能，服务业PMI相对平稳但新订单明显下滑。
- 后续重视关税扰动的两个重要阶段。第一阶段为5-6月：受益于关税大幅加码后抢转口、两轮豁免商品以及少量美企恢复订单，4月出口仍有韧性，5-6月下行压力可能进一步增大。第二阶段为7-8月：若关税形势仍未明显好转，出口企业可能减少生产排期、优化人员等，叠加高校毕业季临近，届时关税扰动将沿产业链向外贸上下游传导，并可能扩散至民生就业领域。

图10：4月制造业PMI分项普遍走弱



# 目 录

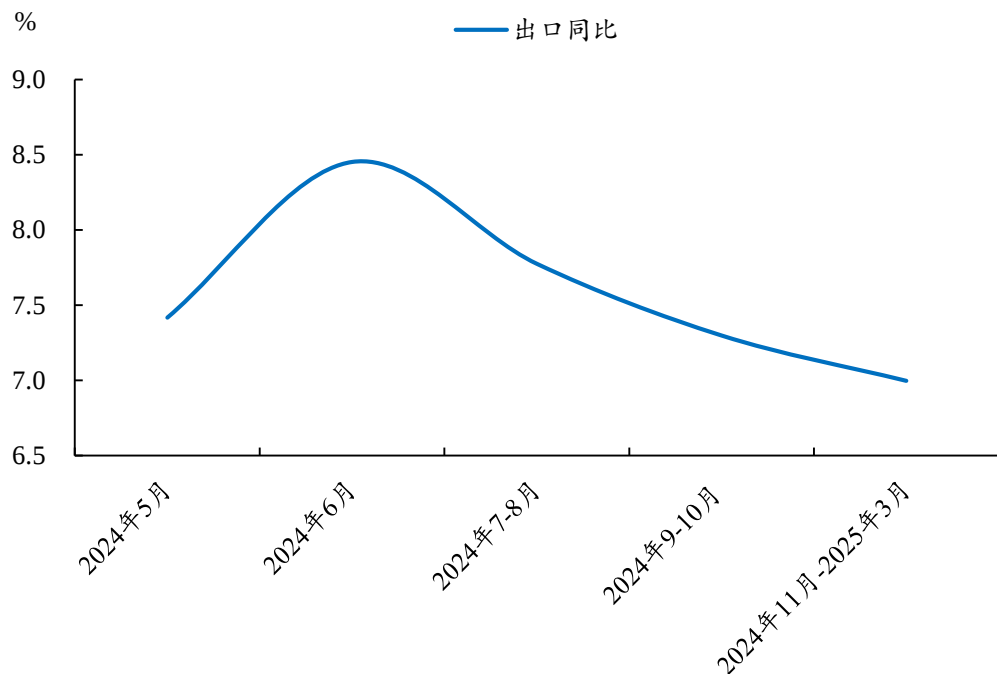
## CONTENTS

- 1 对等关税的影响
- 2 经济数据的隐忧
- 3 以我为主的应对
- 4 风险提示

## 2.1 隐忧1：出口增速下滑

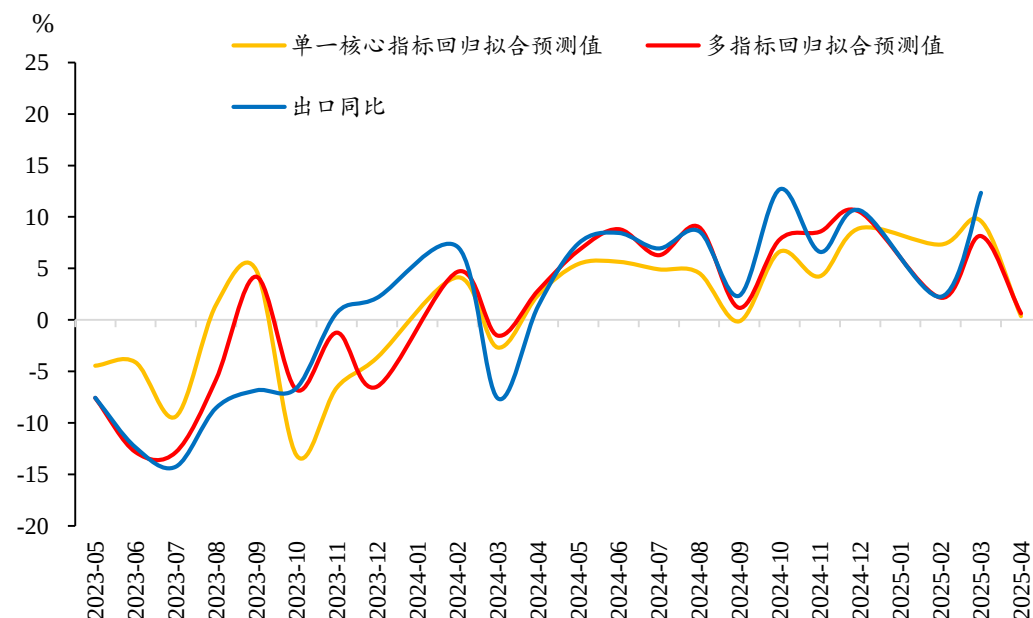
- 根据出口高频数据拟合，4月出口同比或回落至+0.6%左右，较前值(+12.3%)大幅回落，节奏上看，港口船舶高频数据自4月11日前后大幅回落后在近两周逐渐向上修复，推测可能存在中间品抢出口以及豁免产品对美出口支撑。
- 参考往年全球贸易衰退周期规律，同时假设对美出口下降85%，则2025年全年出口同比或回落至-8%左右。

图11：出口自然周期自2024年6月开始趋势性回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：截至4月27日出口高频数据指向4月出口同比或回落至+0.9%左右

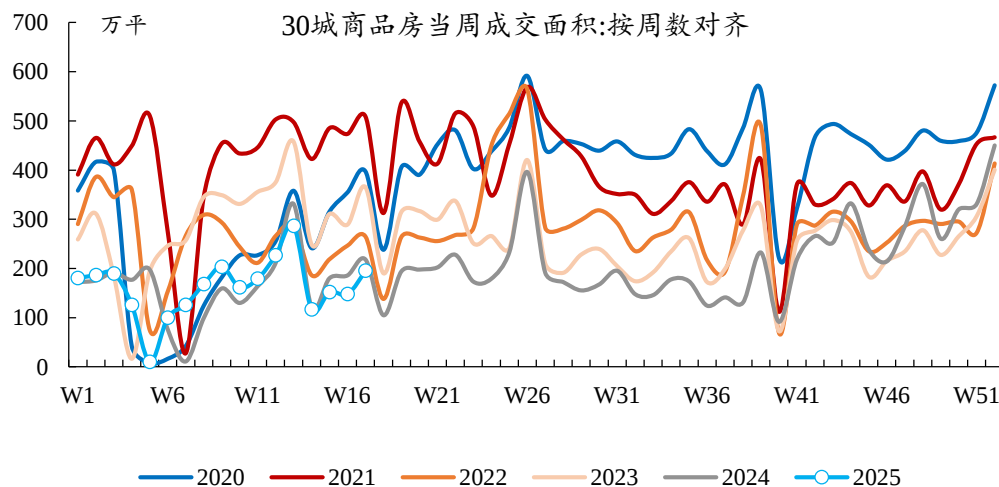


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2 隐忧2：地产成交走弱，房价修复可能暂缓

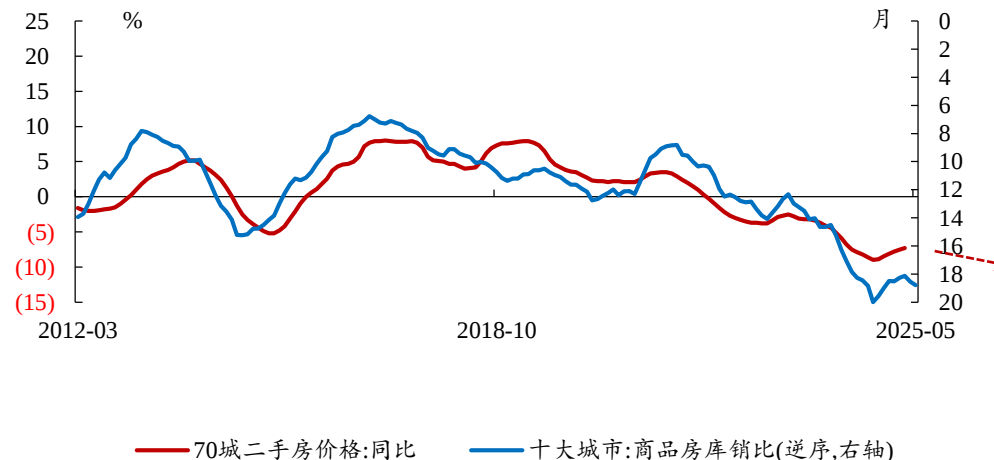
- 4月第3周至5月第1周，30城商品房成交同比分别为-16%、-21%、-10%，二手房成交仍正增但增速放缓。
- 924以来一揽子政策加力驱动房价修复，但二手房价同比的领先指标显示，4月下旬商品房库销比小幅走弱，或指向关税对房价回暖带来一定扰动。

图13：4月新房成交走弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：商品房库销比领先于二手房价，4月下旬有走弱迹象

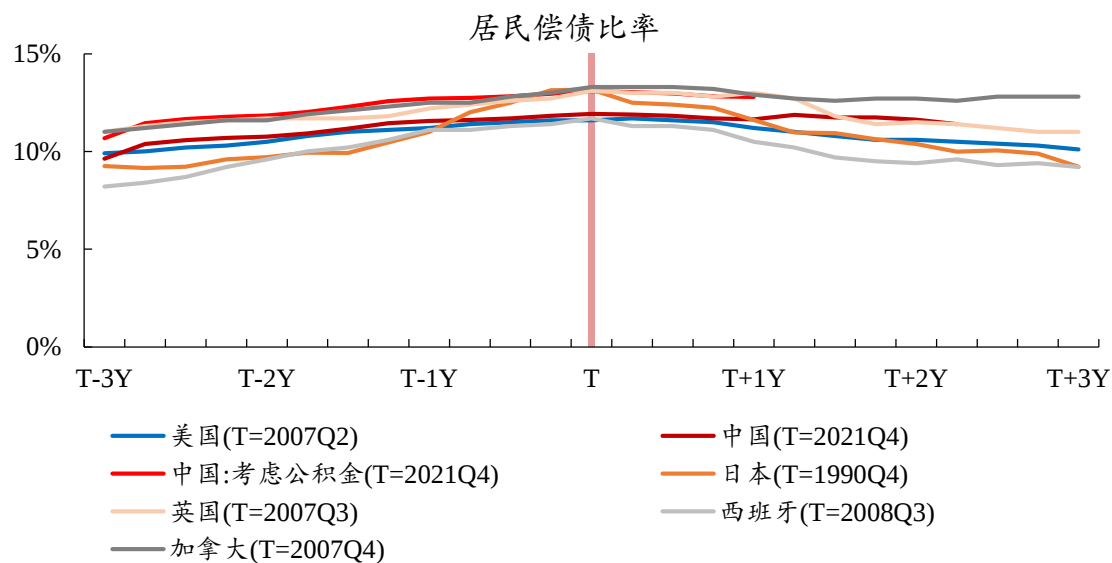


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2 中国偿债比率改善至10.9%，需要继续下行

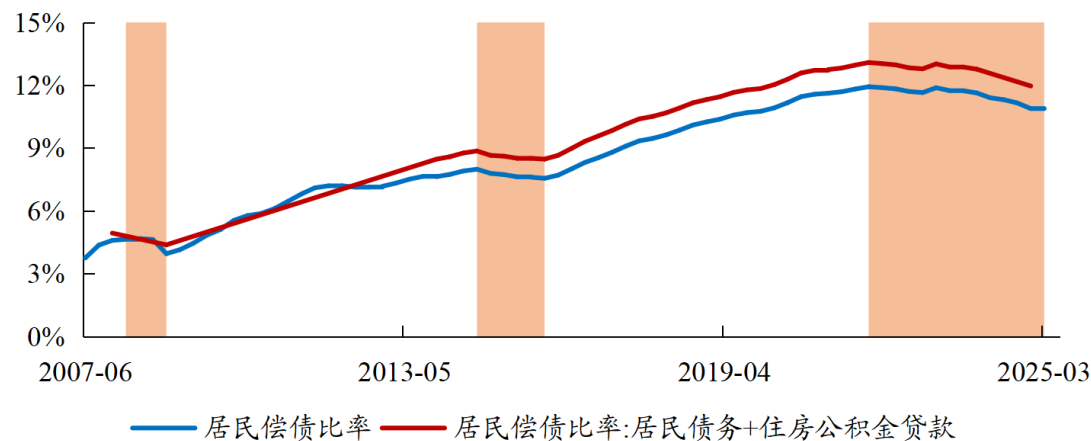
- **居民端偿债比率修复：**居民偿债比率=居民当年应还债务本息/居民可支配收入，复盘海外国家金融危机/地产出清的时点，居民偿债比率收敛于11%-13%的水平。我国同样符合该规律，2021Q3年居民偿债比率达到11.9%、超过了临界水平。在924一揽子货币政策加码后，2025Q1该指标已改善至10.9%，预计2025年新房销售增速-3%、二手房销售增速+5%。若能配合一定的收入性政策，则改善幅度更大。
- **政府端货币化安置+收储贡献增量需求。**10月17日住建部提出，通过货币化安置等方式新增实施100万套城中村和危旧房改。2018-2020三年攻坚后，棚改规模和货币化比例大幅下降，测算2023年货币化约50万套，则本次对商品房销售的边际增量约50万套。专项债收储，可参考2018-2022年棚改专项债年均规模约4000亿元，预计本次体量可能相仿。

图15：海外国家发生金融地产风险/去杠杆时点



数据来源：BIS、Wind、开源证券研究所

图16：我国居民偿债比率已修复至临界水平(11%)以下



数据来源：BIS、Wind、开源证券研究所

## 2.2 地产真的筑底了吗？——从美日资产负债表修复说起

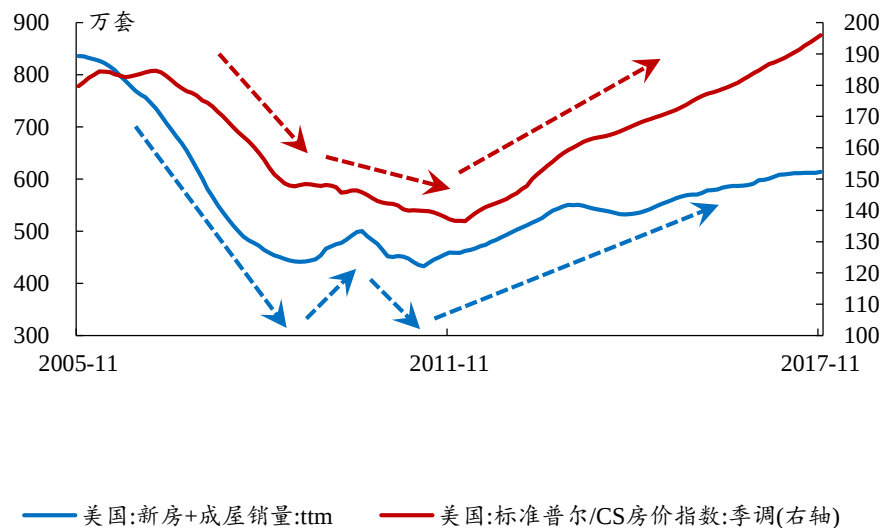
- 美国和日本在房地产泡沫出清的过程中表现出一定的相似性，两者均可以分为3个阶段

阶段1：泡沫破裂，地产“量”先于“价”下行；

阶段2：地产B浪反弹，量回升带动价格降幅放缓；

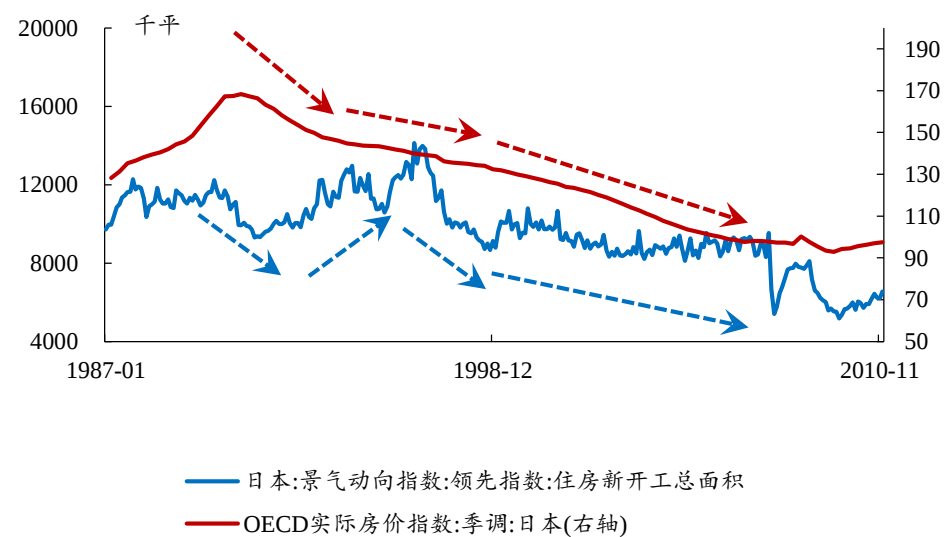
阶段3：美国和日本在该阶段出现分化，美国“量”的回升具有延续性而日本没有，最终表现为美国量价均向上，日本量价均向下。

图17：美国地产“量”具有韧性，房价止跌回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：日本地产“量”不具有延续性，房价未能止跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

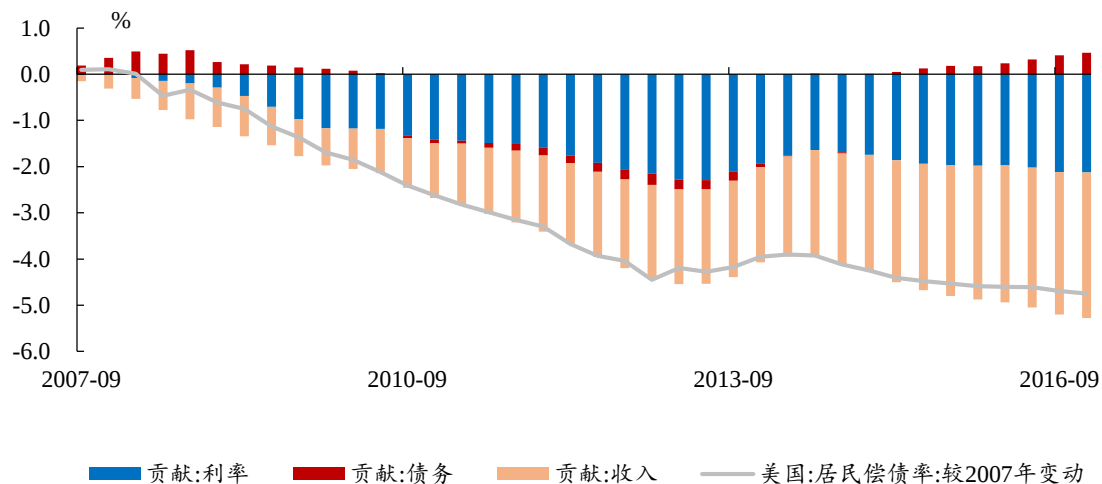
## 2.2 地产真的筑底了吗？——从美日资产负债表修复说起

- 为何美日地产出现背离？根源在于资产负债表修复路径不同。

美国：2007Q2-2016Q2十年期间，美国居民偿债比率下降了4.6个百分点至8.1%，其中收入改善贡献了-3.0个百分点，债务先出清再扩张、贡献了0.3个百分点，利率下行贡献了-2.0个百分点，贡献率分别为66%、-7%、44%（贡献值和贡献率符号相反）。

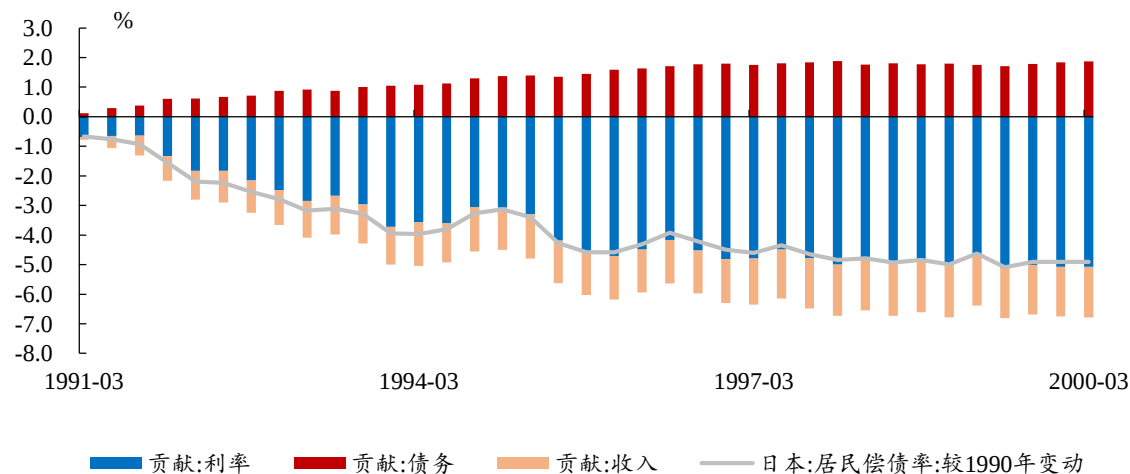
日本：1990Q4-2000Q4十年期间，日本居民偿债比率下降了4.9个百分点至8.3%，其中收入改善贡献了-1.5个百分点，债务未能有效出清、贡献了1.7个百分点，利率下行贡献了-4.4个百分点，贡献率分别为35%、-40%、105%，即日本居民资产负债表的修复水平与美国相近但因贡献存在显著差异，日本主要受益于低利率，收入增速放缓导致债务不降反升。

图19：美国居民资产负债表修复



数据来源：BIS、Wind、开源证券研究所

图20：日本居民资产负债表修复



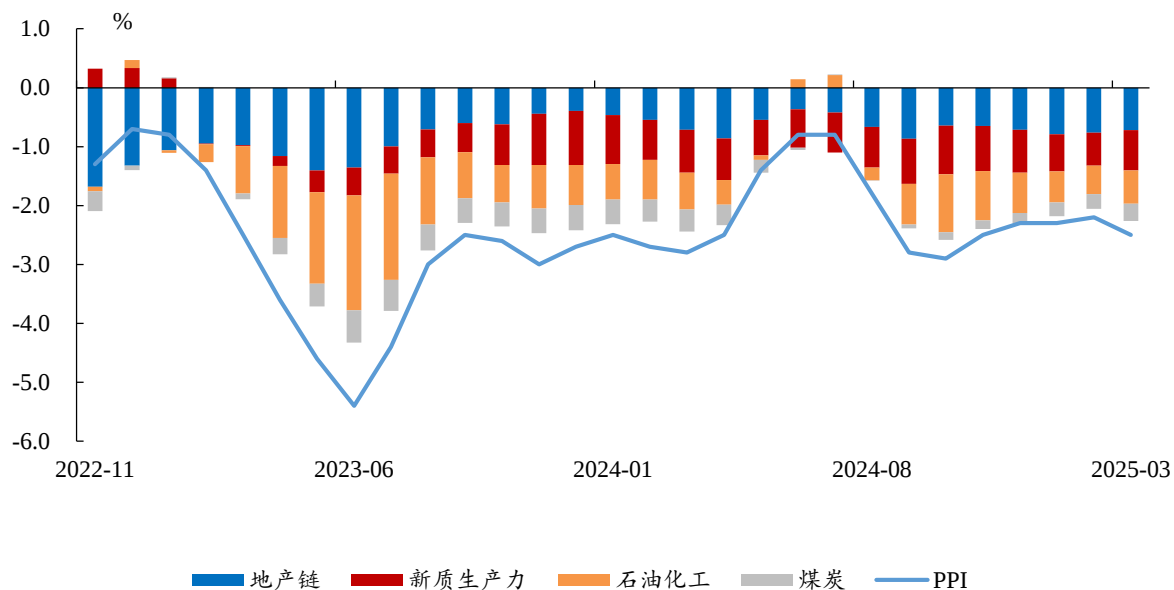
数据来源：BIS、Wind、开源证券研究所

## 2.3 隐忧3：价格水平偏弱

**多因素共振导致PPI持续下行**，可以拆解为地产链收缩、新质生产力过度扩张（供大于求+技术进步）、石油化工（主要由国际供需决定，OPEC逐步取消减产、沙特与美达成协议增产叠加全球需求走弱）、煤炭供需再平衡。

- (1)2022年：四因素拖累分别占比150%、-33%、-3%、21%，地产链拖累较大。
- (2)2023年：四因素拖累分别占比29%、13%、32%、11%，地产链和石油化工拖累较大。
- (3)2024年：四因素拖累分别占比29%、34%、21%、9%，地产链和新质生产力拖累较大。
- (4)2025年：四因素拖累分别占比33%、27%、22%、11%，地产链拖累较大，部分新质生产力困境反转、供需格局略有改善。

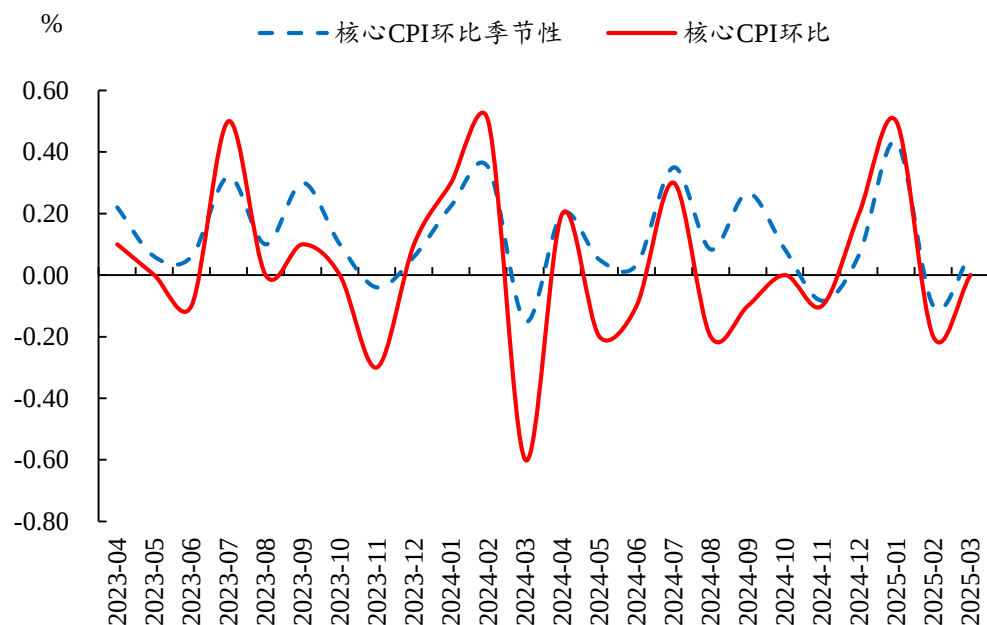
图21：PPI持续下行是多因素共振的综合结果



## 2.3 隐忧3：价格水平偏弱

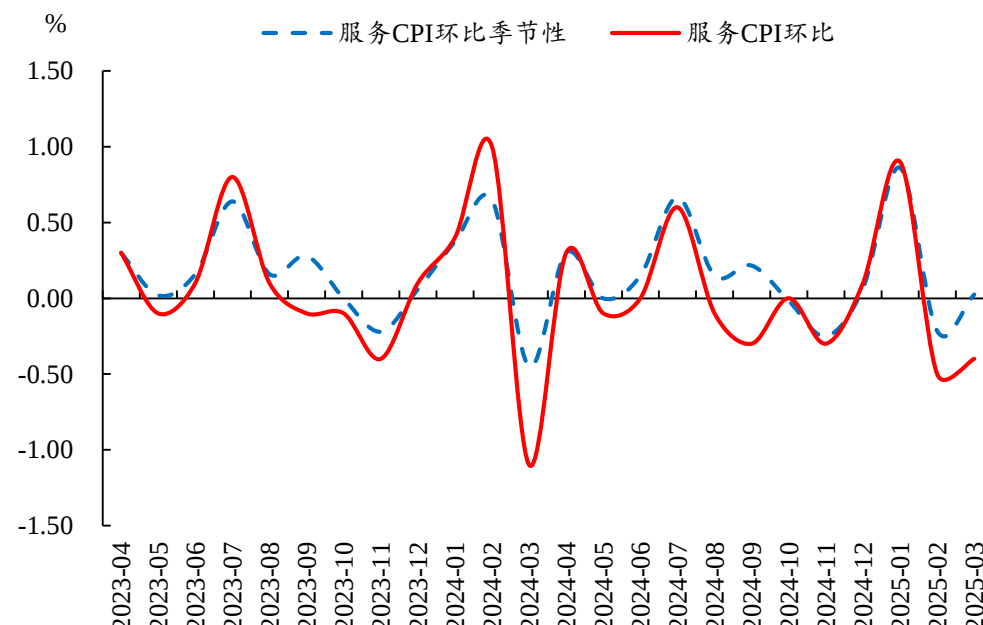
- 核心CPI环比连续2个月弱于季节性：**3月核心CPI环比较前值上升0.2个百分点至0%，在2024年12月-2025年1月连续两个月超季节性（2025年4月季节性采用2019、2021、2023-2024年环比平均值）回升后又连续两个月降至季节性以下。3月核心CPI环比低于季节性0.07个百分点，服务CPI低于季节性均值0.43个百分点，表明核心CPI环比较低主要受服务消费价格拖累。

图22：2025年3月，核心CPI环比略弱于季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2025年3月，服务CPI环比与季节性差距较大



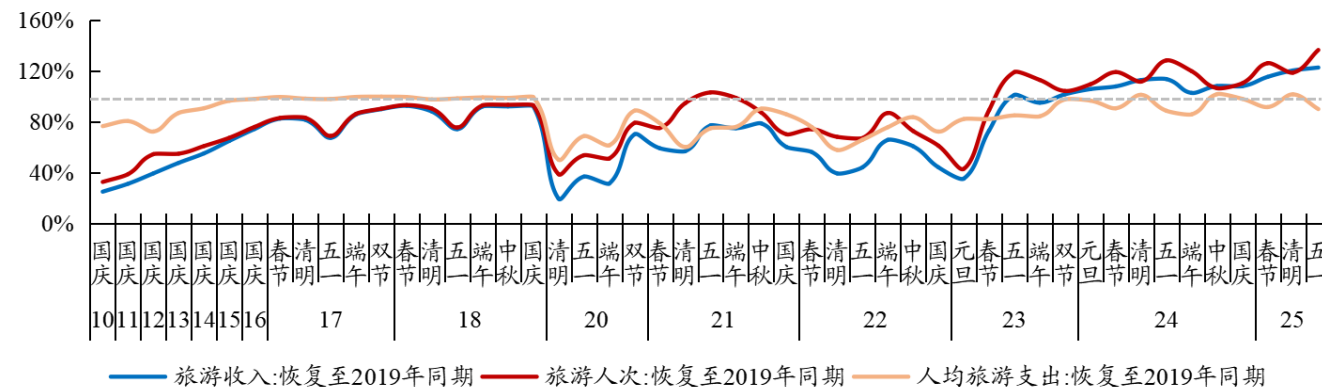
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.3 隐忧3：价格水平偏弱

消费修复仍是“量”好于“价”。

- (1)国内旅游量好于价，收入、人次、人均支出约较2019年同期变动+23%、+36%、-10%；
- (2)电影市场明显走弱，票房、观影人次、票价三指标分别较2019年同期下降57%、50%、9%；
- (3)全社会跨区域流动量较2019年增长近4成，其中铁路、公路、水路、民航分别较2019年同期变动+39.0%、-20.9%、-2.5%、24.3%；
- (4)交运价格端有边际改善趋势，测算“五一”假期国内机票分别较2019、2024年同期增长20%、1%。
- (5)百度迁徙指数创新高，入境经济明显回暖。假期全国口岸日均出入境人员将达215万人次、较2024年同期增长27%，入境游订单和消费金额分别同比增长173%、180%。

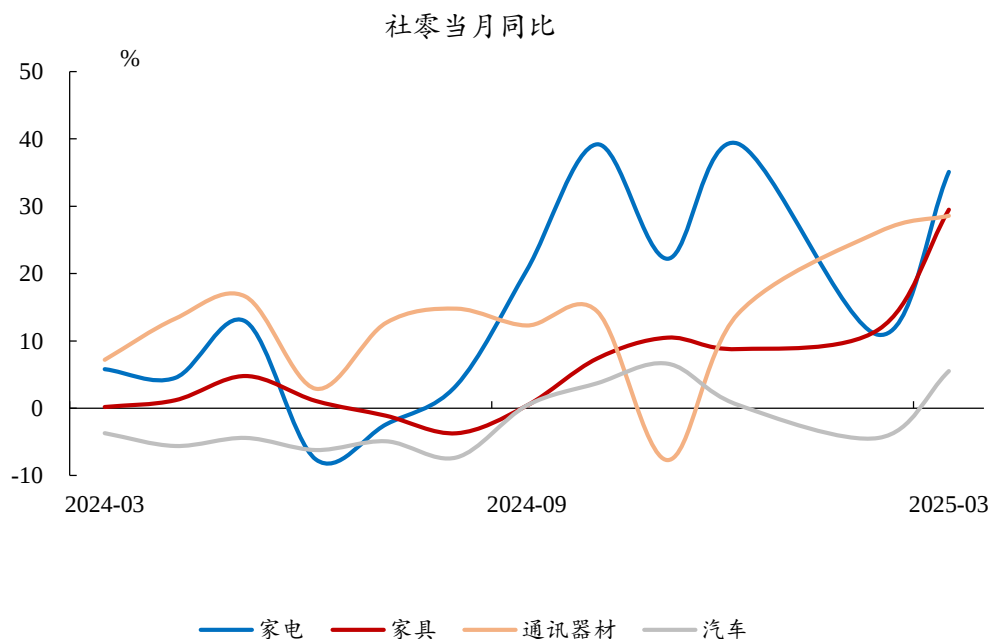
图24：2025年五一旅游量好于价



| 场景   | 细项               | 口径      | 2024   | 较2019同期增长 | 较2024同期增长 |
|------|------------------|---------|--------|-----------|-----------|
| 国内游  | 旅游收入(亿元)         | 文旅部     |        | 22.6%     | 8.0%      |
|      | 旅游人次(亿人)         |         |        | 36.4%     | 6.4%      |
|      | 人均消费支出(元)        |         |        | -10.1%    | 1.5%      |
| 出入境游 | 入境游客消费金额         | 支付宝     |        |           | 180.0%    |
|      | 入境游订单量           | 携程、去哪儿等 |        |           | 173.0%    |
|      | 日均出入境人员(万人)      | 国家移民管理局 | 215.00 | 5.6%      | 27.0%     |
| 观影   | 收入(亿元)           | 猫眼      | 7.01   | -57.0%    | -51.1%    |
|      | 人次(亿人)           | 猫眼      | 0.18   | -52.6%    | -50.0%    |
|      | 票价(元)            | 猫眼      | 39.56  | -9.2%     | -2.2%     |
| 出行   | 全社会跨区域流动量(亿人)    | 交通运输部   | 9.15   | 37.1%     | 5.8%      |
|      | 小客车流动量(亿人)       | 交通运输部   | 7.34   | 53.5%     | 4.9%      |
|      | 营运性客运量(即老口径, 亿人) | 交通运输部   | 1.81   | -3.8%     | 9.3%      |
|      | 铁路(亿人)           | 交通运输部   | 0.61   | 39.0%     | 10.5%     |
|      | 公路(亿人)           | 交通运输部   | 1.08   | -20.9%    | 4.4%      |
|      | 水路(亿人)           | 交通运输部   | 0.06   | -2.5%     | 40.5%     |
|      | 民航(亿人)           | 交通运输部   | 0.07   | 24.3%     | 12.5%     |
|      | 国内机票价格(元)        | 携程      | 900.00 | 20.3%     | 1.1%      |

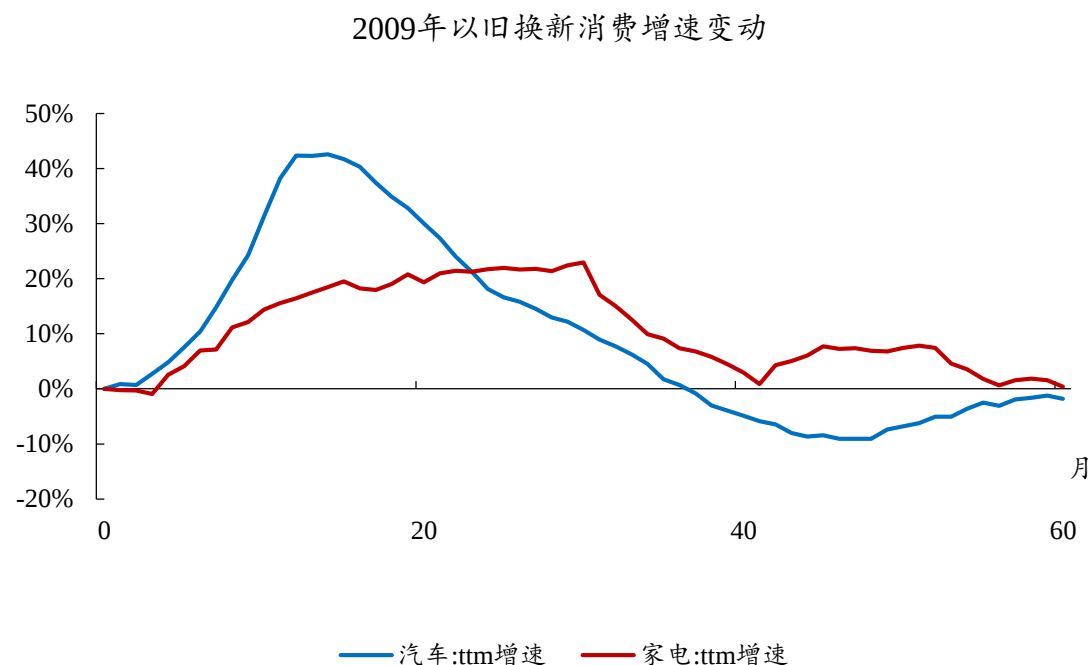
- 复盘上一轮2009-2011年消费品以旧换新，汽车拉动效果在第14月见顶、第37月开始透支，家电拉动效果在第30月见顶、第41月开始透支。北京、上海的3月数据，部分品类已出现了透支效应。
- 商品消费具有周期性、服务消费具有粘性因而跨期挤出效应不明显。因此，可考虑扩围至服务消费领域（餐饮、旅游、电影、文娱等）。

图25：家电、汽车零售增速有所波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：本轮透支效应或早于2009-2011年

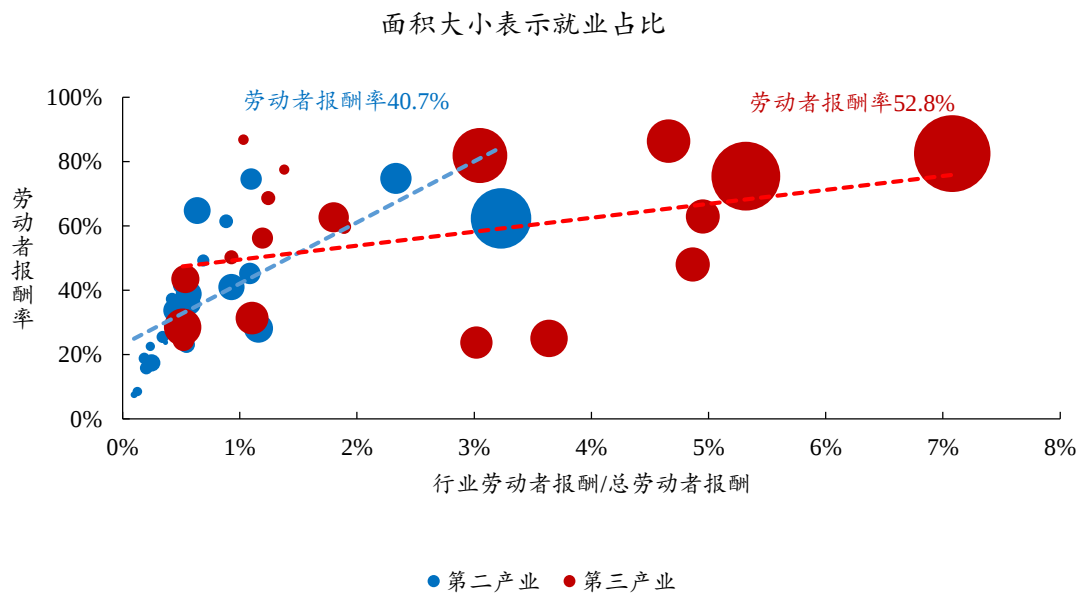


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.4 以服务消费为核心的消费新时代或将到来

- 我们在2023年提出“以服务消费为核心的消费新时代或将到来”（详见《迈入消费新时代》）。
- 一则服务业扩张利于提高居民劳动报酬。2020年我国第三产业的劳动者报酬率为52.8%，远高于第二产业的40.7%；美国经验同样如此，即服务业扩张→劳动报酬提高→消费水平提高→服务业扩张的自洽内循环。
- 二则服务业有助于吸纳就业。相较于其他行业，劳动密集度较高的服务业在吸纳就业方面优势明显。
- 措施：落实劳动工资调整，加大养老、医保、中低收入群体补贴等收入性政策力度；加强财政和金融支持，发放服务消费券（餐饮、电影、旅游、体娱），服务消费和养老再贷款。

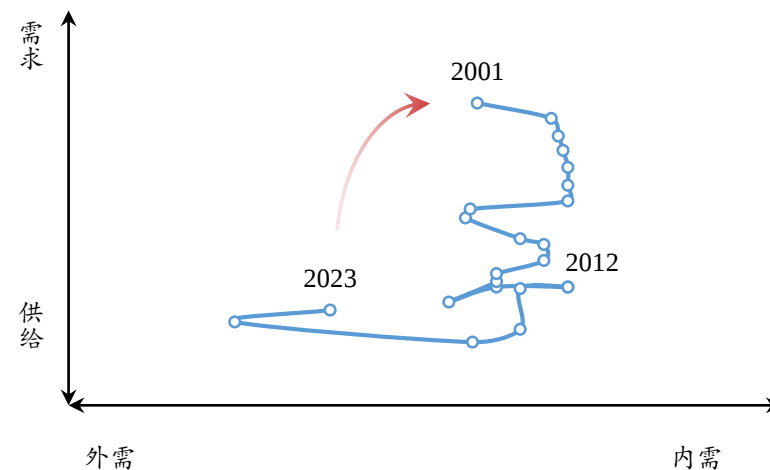
图27：第三产业扩张有利于提高居民劳动报酬率



数据来源：统计局、开源证券研究所；

KYSEC

图28：进一步向“内需”要动能



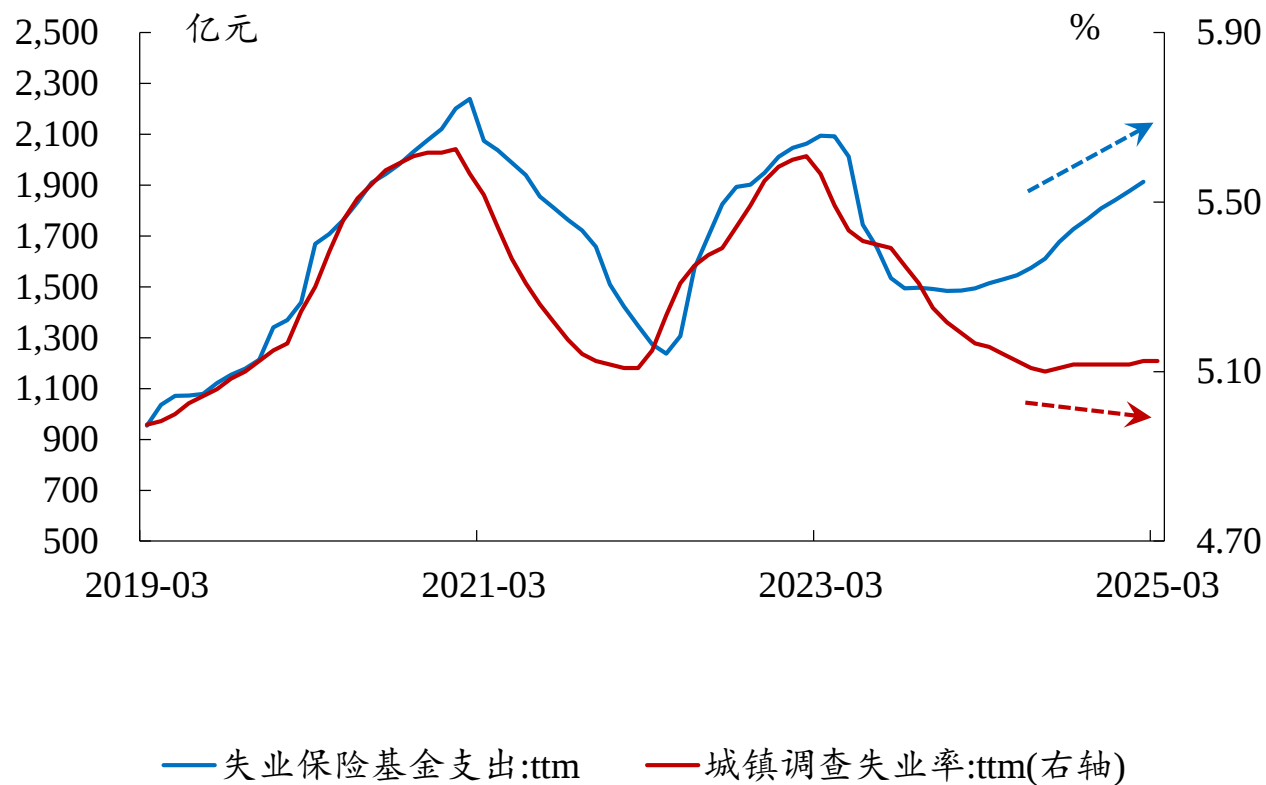
注：供需关系用“工业企业产销率”衡量，内外需用“货物和服务出口:中国/全球”衡量

数据来源：统计局、开源证券研究所；

## 2.5 隐忧5：失业率与失业金背离

➤ 3月失业率小幅改善至5.2%。历史数据显示，失业率与失业保险基金支出相关性较好，但2024年以来两者呈现一定背离，一方面与部分省市上调失业金有关，另一方面可能指向实际就业形势不佳。

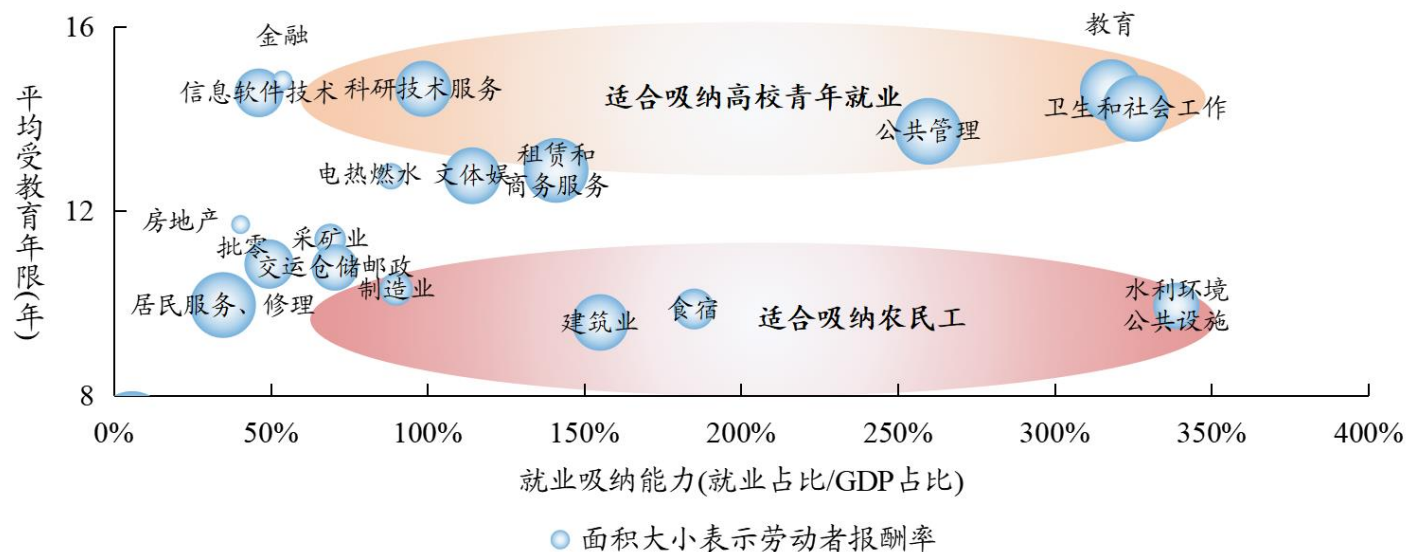
图29：失业保险金和失业率背离



## 2.5 如何稳定就业市场？

- 2025年我国高校毕业生规模预计达到1222万人，较2024年增加43万。
- (1)以促进供需适配为导向，扶持特定行业扩张，缓解大学生就业压力。从就业吸纳能力（就业占比/GDP占比）和行业平均受教育年限来看，教育、医疗、社会工作、公共管理、科研技术服务比较适合吸纳高校就业。
- (2)增加企业减税和设立“雇佣补贴”。若企业承诺不裁员或增加就业岗位，给与一定幅度的税收减免、发放雇佣补贴。

图30：构造平均受教育年限和就业吸纳能力的二维框架



数据来源：《中国劳动统计年鉴》、统计局、Wind、开源证券研究所

# 目 录

## CONTENTS

- 1 对等关税的影响
- 2 经济数据的隐忧
- 3 以我为主的应对
- 4 风险提示

### 3.1 中美谈判难有明确的时间表，我们要“坚定不移办好自己的事”

➤ 市场误区1：考虑到美方态度软化的可能性，短期不需要出台有力的增量政策——我们认为：对美“奉陪到底”，谈判要建立在平等、尊重、互惠的基础上，指向中美谈判难有明确的时间表，我们要“坚定不移办好自己的事”

4月政治局会议指出“统筹国内经济工作和国际经贸斗争”，明确这是现在的宏观主线。中美谈判的前提是：(1)美国需要遵守世贸规则。4月政治局会议指出“积极维护多边主义，反对单边霸凌行径”；(2)美方需要取消关税。5月2日，商务部表示，美方想谈就应拿出谈的诚意，要在纠正错误做法、取消单边加征关税等问题上做好准备，拿出行动。

表2：关税加码以来外交部、商务部表态

| 日期    | 部门        | 核心内容                                                                                                                        |
|-------|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 4月9日  | 外交部       | 美方行为是“霸道霸凌行径”，中方“坚决反对，绝不接受”。“如果美方置两国和国际社会的利益于不顾，执意打关税战、贸易战，中方必将奉陪到底”。                                                       |
| 4月11日 | 商务部       | 美方关税措施“严重违反世贸规则”，中方“坚定捍卫多边贸易体制”。                                                                                            |
| 4月13日 | 外交部（发布视频） | 发布视频谴责美方“关税霸凌”，自诩“世界灯塔”的国家打着“美国优先”的旗号，扇盟友耳光、割世界韭菜、拉各国垫背，让本来就十分脆弱的世界经济雪上加霜，把自己搞成了“世界公敌”。强调“大海”与“小池塘”的开放与封闭对比。                |
| 4月24日 | 商务部       | 如果美方真想解决问题，就应该彻底取消所有对华单边关税措施。                                                                                               |
| 4月30日 | 外交部       | 中美双方并没有就关税问题进行磋商或谈判。                                                                                                        |
| 5月2日  | 商务部       | 中方注意到美方高层多次表态，表示愿与中方就关税问题进行谈判。中方正在进行评估。中方立场始终如一，打，奉陪到底；谈，大门敞开。关税战、贸易战是由美方单方发起的，美方想谈就应拿出谈的诚意，要在纠正错误做法、取消单边加征关税等问题上做好准备，拿出行动。 |

## 3.2 外部冲击加大，政策落地的合适窗口期即将到来

➤ 市场误区2：一季度经济很好，增量政策不着急，可以等数据下滑之后再出台对冲政策——我们认为：外部压力下政策逻辑可能发生变化，政策发力节奏有望靠前，只有“以我为主”扩大内需才能牢牢掌握主动权

4月政治局会议肯定“经济呈现向好态势，社会信心持续提振”，因此市场认为增量政策将延缓出台。我们认为Q1经济高增并不影响后续政策的出台节奏，因为：

(1)Q1 GDP实际同比5.4%包含了抢出口抢转口等因素，4月对等关税超预期落地后出口面临下行压力，4月政治局会议也指出“向好基础还需稳固，外部冲击影响加大”。

(2)Q2是美国库存与中国经济韧性的比拼，只有“以我为主”扩大内需，才能牢牢掌握主动权。4月政治局会议指出“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和适度宽松的货币政策”、“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”，突出加紧、早、及时，是一种主动作为的态度。我们认为，有别于过去几年“应对式”政策节奏，2025年在外部冲击下，政策决策、出台可能更为灵活，二季度是中美各自“压力测试”的关键期，是政策落地的合适窗口期。

### 3.3 完成5%的经济目标需要增量政策

➤ 市场误区3：政治局会议没明确提“完成经济社会发展目标”，5%的GDP目标是否还要完成存在变数——我们认为：5%的经济目标还是要坚定不移完成

首先，3月刚开完两会明确全年经济目标，历史上4月政治局会议较少强调完成目标，一般7月会议会重申完成全年经济目标；其次，4.18国常会已明确“锚定经济社会发展目标，加大逆周期调节力度”。我们认为与疫情期间的不可抗力不同，今年5%的目标还是要完成，需要增量政策的支持。报告《政策可能超预期》中，我们测算54%-145%的关税对我国GDP的扰动约1-2个百分点，对应1.5-3万亿左右，可作为后续财政发力规模的参考。

表3：中央政策表态力度积极

| 日期    | 部门/机构                    | 核心内容                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|-------|--------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 4月6日  | 《人民日报》评论员文章《集中精力办好 自己的事》 | <ul style="list-style-type: none"><li>货币：未来根据形势需要，降准、降息等货币政策工具已留有充分调整余地，随时可以出台；</li><li>财政：财政政策已明确要加大支出强度、加快支出进度，财政赤字、专项债、特别国债等视情仍有进一步扩张空间；</li><li>消费：将以超常规力度提振国内消费，加快落实既定政策，并适时出台一批储备政策；</li><li>资本市场：以实实在在的政策措施坚决稳住资本市场，相关预案政策将陆续出台；</li><li>企业纾困：各级政府将“一行一案”“一企一策”精准帮扶受冲击较大的行业和企业。</li></ul> |
| 4月17日 | 李强主持国务院第十三次专题学习          | 要找准政策重点，对症下药、集中施策。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。要把握政策力度，必要时敢于打破常规，打好“组合拳”，让市场真正有获得感。                                                                                                                                                                                                     |
| 4月18日 | 国常会                      | 锚定经济社会发展目标，加大逆周期调节力度，着力稳就业稳外贸，着力促消费扩内需。要鼓励企业积极稳定就业，加大职业技能培训力度，扩大以工代赈等支持。要促进养老、生育、文化、旅游等服务消费，扩大有效投资。要持续稳定股市。相关举措一旦推出，要直达企业和群众，提高落地效率，确保实施效果。                                                                                                                                                      |

➤ 市场误区4：“底线思维”的意思是保底线，即便政策出台，力度也不会大——我们认为：2025年的关键词是“超常规”，“底线思维”指向政策宜“满”不宜“亏”，政策的力度、手段都可能有别于以往

首先，政治局会议指出“要强化底线思维，充分备足预案”，市场解读是保底线，而不是提经济，政策力度不会大。但我们认为“底线思维”指的是政策形成足够的安全垫，以保证底线绝不会被突破，政策宜“满”不宜“亏”。

其次，政治局会议指出“加强超常规逆周期调节”，“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”。我们认为，当下关税战冲击加剧符合“超常规政策”的触发条件，更多增量政策“蓄势待发”，主线是扩大内需。

怎么做？

（1）节奏超常规。早出手，且关键时点快出手，提振市场预期。

（2）力度超常规，以保住底线，并进一步实现经济目标。

（3）手段超常规。更为直接的补贴和刺激政策可以短时间内起到对冲作用，这时“类发钱”政策（例如工资调整、转移支付、各类补贴、消费券等）较为合适。

## 3.5 政策加码可能的方向

- (1) **货币**：适时降准降息，结构性政策工具进一步支持科技创新、扩大消费、稳定外贸，央行重启买债等；
- (2) **出口**：政治局会议指出“多措并举帮扶困难企业，加快推动内外贸一体化”，预计将精准帮扶出口企业，“对受关税影响大的企业提高失业保险基金稳岗返还比例”。进行外贸救济，例如出口转内销、开拓非美市场等；测算54%-145%的关税拖累对美出口1-2万亿元，可作为转内销和以旧换新加码规模的参考；
- (3) **消费**：政治局会议指出“提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，扩围提质实施‘两新’政策”，指向可能出台一揽子扩消费政策，例如消费品以旧换新扩容至出口转内销的产品，发放文旅等服务消费券，加大生育补贴力度，发放中低收入群体生活补贴等；
- (4) **地产**：政治局会议指出“有力有序推进城中村和危旧房改造，优化存量商品房收购政策”，预计有望加大收储和城改旧改棚改力度，一线放开限购，进一步下调利率等；
- (5) **股市**：政治局会议指出“持续稳定和活跃资本市场”，指向将继续发挥中国版“平准基金”的作用坚决稳住资本市场；
- (6) **财政**：政治局会议指出加快专项债、超长债发行使用，指向财政支出节奏有望加快，增加对实体部门的支持。不排除必要时新增财政。

### 3.5 三种关税情形下的政策对冲组合

- (1)乐观：投向消费4800亿、基建1000亿、制造业500亿，合计6300亿元；
- (2)中性：投向消费6800亿、地产1000亿、基建1500亿、制造业500亿，合计9800亿元；
- (3)悲观：投向消费9200亿、地产2000亿、基建2000亿、制造业500亿，合计13700亿元。
- 因而，中性和悲观情形或需财政增量补充资金。

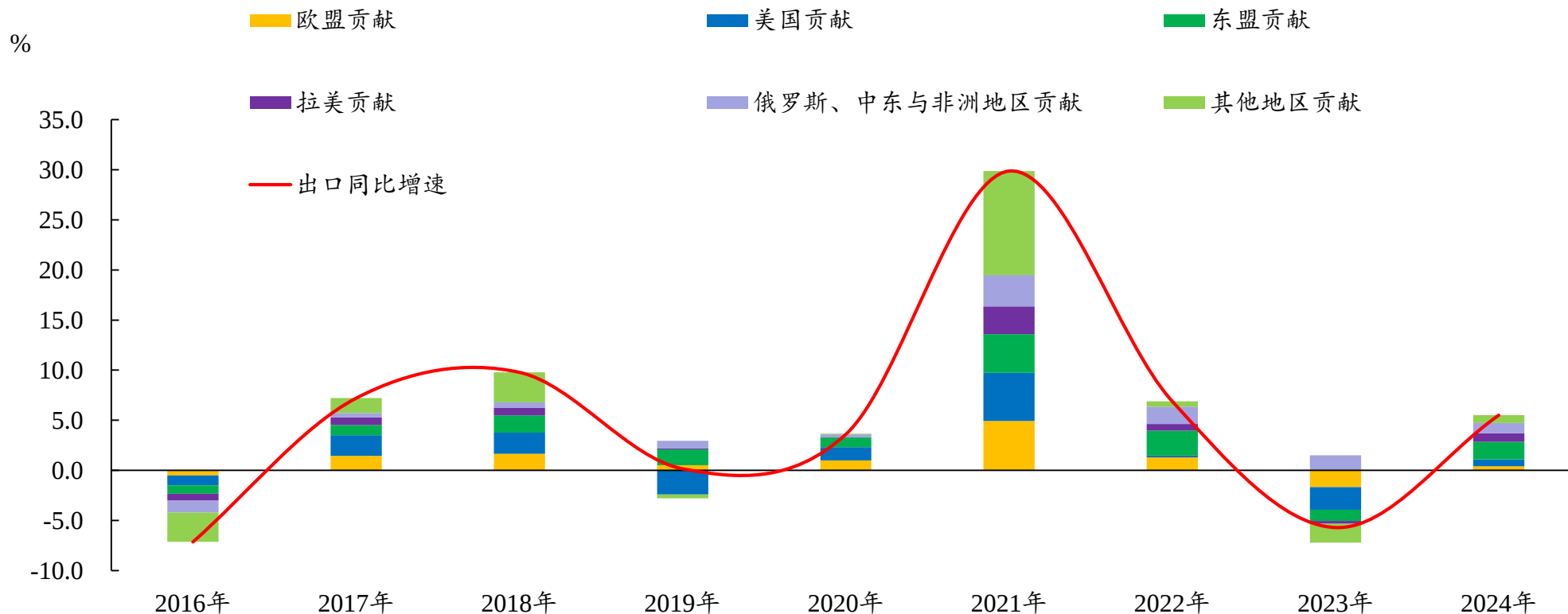
表4：政策对冲效果测算

| 投向               | 细分               | 杠杆倍数    | 2025年已落地<br>规模(亿元) | 各情形需对冲政策规模(亿元) |       |       | 各情形政策对冲效果(亿元) |       |       |
|------------------|------------------|---------|--------------------|----------------|-------|-------|---------------|-------|-------|
|                  |                  |         |                    | 乐观情形           | 中性情形  | 悲观情形  | 乐观情形          | 中性情形  | 悲观情形  |
| 消费               | 消费品以旧换新(扩至服务消费券) | 2.3     | 3000               | 1000           | 1500  | 2000  | 2300          | 3450  | 4600  |
|                  | 生育补贴             | 0.9-1.3 | -                  | 1000           | 1000  | 1500  | 900           | 900   | 1350  |
|                  | 养老               | 0.75    | 414                | 400            | 400   | 600   | 300           | 300   | 450   |
|                  | 医保补助             | 0.68    | 404                | 400            | 400   | 600   | 272           | 272   | 408   |
|                  | 劳动工资上调           | 0.64    | 约500               | 1000           | 1500  | 2000  | 640           | 960   | 1280  |
|                  | 中低收入群体补贴         | 0.9     | -                  | -              | 1000  | 1500  | -             | 900   | 1350  |
|                  | 出口转内销补贴          | 低于以旧换新  | -                  | 1000           | 1000  | 1000  | 2000          | 2000  | 2000  |
| 地产               | 平价收储+棚改货币化       | 2.1     | -                  | -              | 1000  | 2000  | -             | 2100  | 4200  |
|                  | 一线放开限购           | -       | -                  |                |       |       |               | 700   | 1400  |
| 基建               |                  | 2-3     | -                  | 1000           | 1500  | 2000  | 2000          | 3000  | 4000  |
| 制造业              | 设备更新等            | 1.5-1.7 | 1500               | 500            | 500   | 500   | 750           | 750   | 750   |
| 中欧缓和+<br>转口对冲20% |                  |         |                    |                |       |       | 2968          | 4425  | 6156  |
| 合计               |                  |         |                    | 6300           | 9800  | 13700 | 12130         | 19757 | 27944 |
| 占GDP比重           |                  |         |                    | 0.47%          | 0.73% | 1.02% | 0.90%         | 1.46% | 2.07% |
| 关税对GDP拖累         |                  |         |                    |                |       |       | 1.00%         | 1.50% | 2.00% |

## 3.5 出口市场多元化三年内或存在2400亿美元空间

保守假设下，出口市场多元化三年内或存在2400亿美元空间。美国占我国出口比重由2017年的19%下降至2024年的14.7%，而东盟、拉美、非洲、俄罗斯等地区占我国出口比重由2017年的29.4%上升至2024年的27.8%。2017年-2024年，我国对以上地区复合增长率约为10.9%，若以上地区与我国外贸关系未发生改变，则按照每年此增速计算，则2025-2027年三年出口总额存在约4900亿美元增长空间，即便按照保守增速5.4%计算，则2025-2027年三年出口总额存在约2400亿美元增长空间。

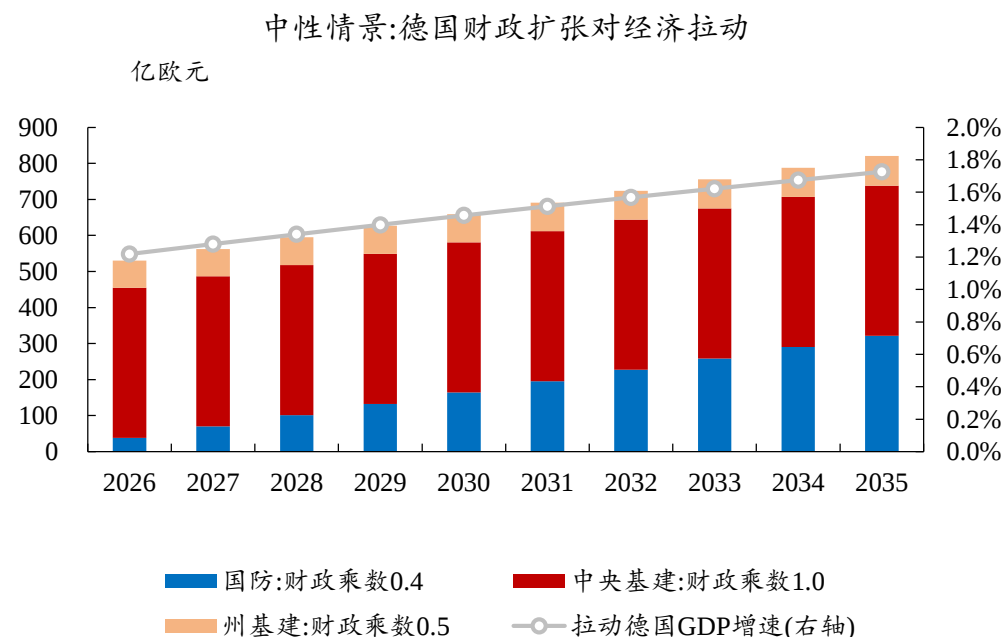
图31：若出口东盟、拉美、非洲、俄罗斯等地区按过去规律发展，则2025-2027年三年出口总额存在约4900亿美元增长空间



## 3.5 欧洲财政转向：利好国内电力设备、轻工板块

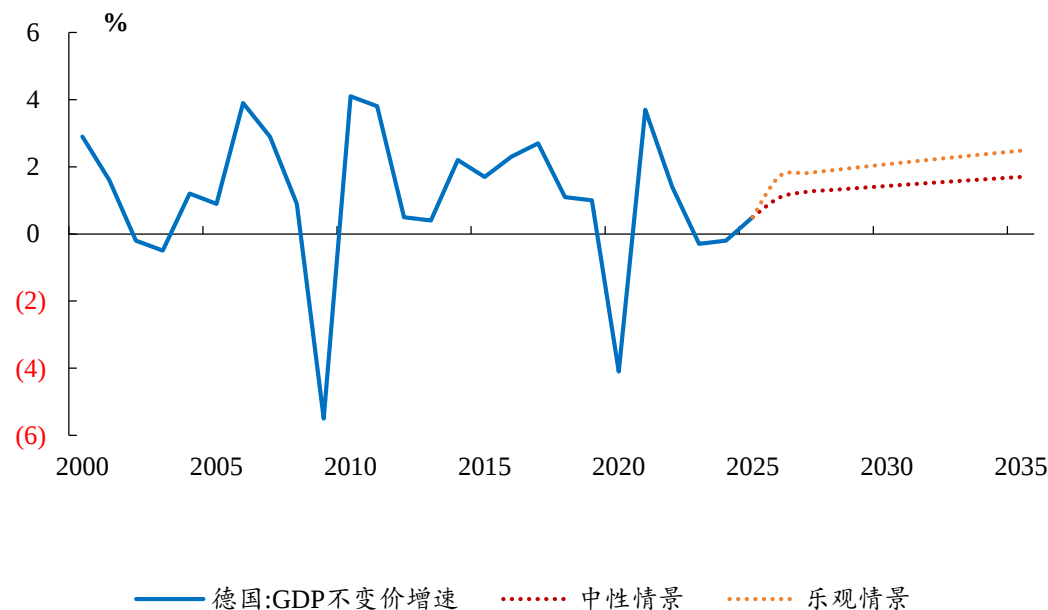
- ▶ 3月4日，欧盟委员会主席冯德莱恩提出一项新计划，要筹集8000亿欧元“重新武装欧洲”。3月5日，德国新任政府宣布了一项规模空前（5000亿欧元）的财政扩张计划，将修改宪法并誓言“不惜一切代价”重振经济、加强国防。
- ▶ 将德国各类财政支出\*相应财政乘数后，可得财政方案对经济的总拉动效应。测算中性和乐观情形下，2026首年拉动德国GDP 560-833亿欧元、拉动GDP增速1.3-1.9个百分点；未来10年平均拉动德国GDP 750-1050亿欧元、拉动GDP增速1.6-2.3个百分点。

图32：未来10年拉动德国GDP增速 750-1050亿欧元



数据来源：Cimadomo 《Changing patterns of fiscal policy multipliers in Germany, the UK and the US》、Wind、开源证券研究所

图33：未来10年拉动德国GDP增速1.6-2.3个百分点

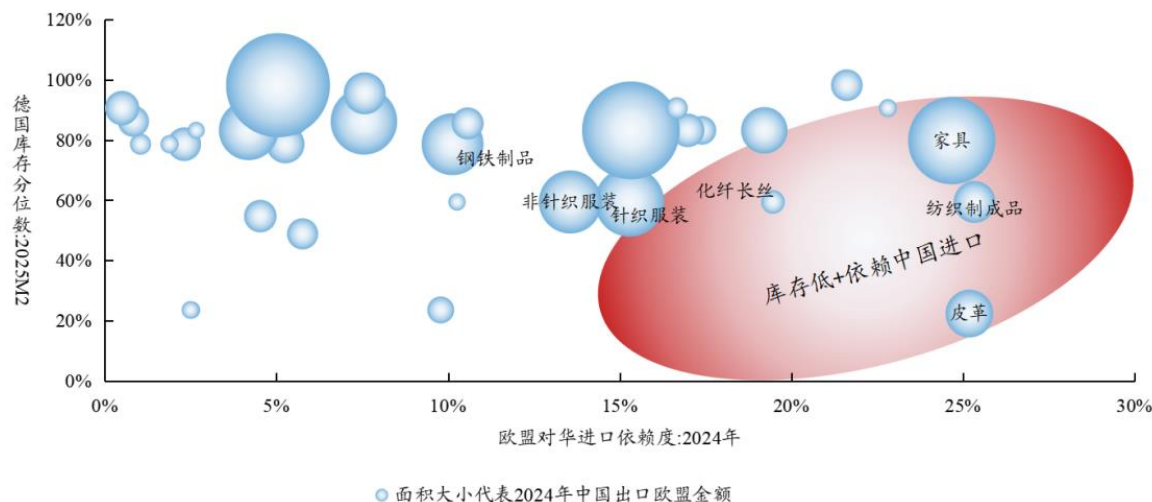


数据来源：Cimadomo 《Changing patterns of fiscal policy multipliers in Germany, the UK and the US》、Wind、开源证券研究所

## 3.5 欧洲财政转向：利好国内电力设备、轻工板块

- 首先看财政方案投向：4000亿基建+1000亿增资气候转型基金，两者合计来看，国内电力板块最为受益。
- 其次看“库存低+依赖对华进口”指标：符合特征的行业主要为轻工板块（皮革、化纤长丝、服装、钢铁制品、家具等），2025年2月德国库存分位数分别为22%、59.4%、59.4%、78.6%%，2024全年欧盟对华依赖度分别为25.2%、19.5%、15.3%、24.7%。

图34：“欧洲库存低+依赖对华进口”行业有望受益



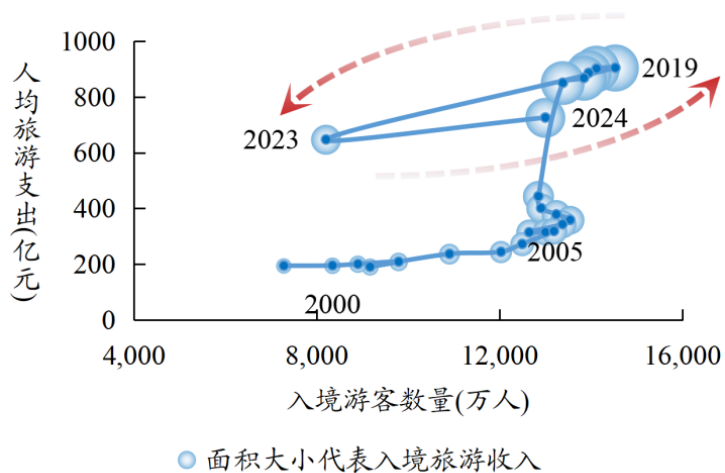
数据来源：TradeMap、开源证券研究所

### 3.5 出口转内销需要探索，大力发展入境经济

**出口转内销：**2020年6月17日印发《国务院办公厅关于支持出口产品转内销的实施意见》；2025年4月10日，京东宣布未来一年内将采购不低于2000亿出口转内销商品，帮助外贸企业快速开拓国内市场。**推测本次可能会有资金支持，例如消费品以旧换新扩容等形式。**但执行存在几个难点：1、国内竞争激烈，转内销可能需降价；2、平台利润抽成；3、产品与国内需求适配性问题。

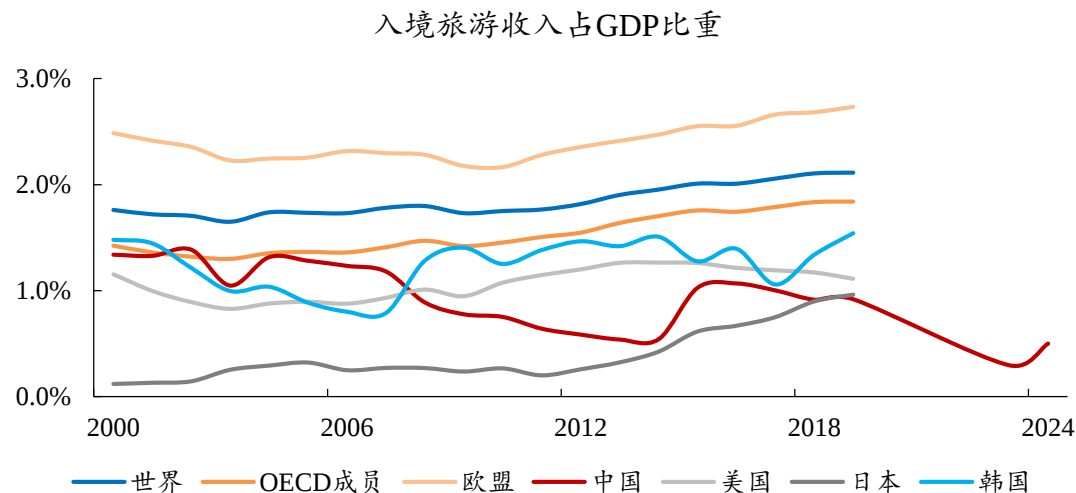
**入境经济或提振2025年GDP约0.2个百分点：**纵向来看，2015-2019年我国入境旅游收入占GDP比重稳定在0.9-1.0个百分点，2024年入境旅游稳步向疫前水平修复，占GDP比重回升0.2个百分点至0.5%，收入、游客数量、人均支出分别为942亿美元、1.3亿人、725美元，较2019年仍有20%、11%、28%的修复空间。横向来看，2019年全球、OECD、欧盟、美国、日本、法国、德国的该指标分别为2.1%、1.8%、2.7%、1.1%、1.0%、1.3%、2.8%，与商务部“主要国家在1%到3%”的表述一致。**测算2025年入境经济的边际增量约2084亿元，占GDP比重提高0.15个百分点至0.65%，2026年或能初步接近疫前水平。**

图35：我国入境旅游稳步向疫前水平修复



数据来源：World Bank、Wind、开源证券研究所

图36：2024年我国入境旅游收入/GDP小幅回升至0.5%



数据来源：World Bank、Wind、开源证券研究所

# 目 录

## CONTENTS

- 1 对等关税的影响
- 2 经济数据的隐忧
- 3 以我为主的应对
- 4 风险提示

- 1、国内政策不及预期：若政策出台或执行不及预期，可能会影响我国经济修复弹性。
- 2、美国经济超预期衰退：如果美国经济超预期衰退，可能对全球金融市场带来不稳定因素。
- 3、关税战反复超预期：如果美国关税战反复超预期，可能会对我国乃至全球经济造成影响。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                    | 备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 |
|------|------------------|-----------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 证券评级 | 买入（buy）          | 预计相对强于市场表现20%以上；      |                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现5%~20%；     |                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现5%以下。       |                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；         |                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。         |                                                                                                                                                                                                                                                                                    |

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

# THANKS

感 谢 聆 听



## 开源证券