



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

国金证券研究所

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 联系人：张馨月

songxuetao@gjzq.com.cn

zhangxinyue@gjzq.com.cn

关税对冲政策的核心逻辑

基本内容

近期政策信号密集释放，增量政策的核心逻辑逐渐清晰：

第一，外交工作是应对关税冲击的头等大事。“对等关税”的本质不是贸易，而是博弈。中美分别作为最大制造国和最大消费国，能否争取到更多第三方国家的支持决定了博弈的走向。中国与非美国家的外交成果将决定政策的目标，是对冲短期的出口下滑，还是应对长期的外部风险。

第二，以加强预期管理和流动性管理为代表的政策时效性强，预计将靠前落地。重要性高的政策需要配合财政加码，落地时点和出口数据走弱有关。

风险提示

增量政策不及预期，房地产下行压力超预期，出口变动超预期。



美国“对等关税”落地以来，外部的关税博弈和内部的对冲政策成为影响市场走势的重要变量。随着近期政策信号密集释放，增量政策的逻辑逐渐清晰。

第一，外交工作是应对关税冲击的头等大事。

4月9日，美国对中国“对等关税”生效，同时宣布暂停其他国家和地区的“对等关税”90天。“对等关税”的本质不是贸易，而是博弈。中美分别作为最大制造国和最大消费国，能否争取到更多第三方国家的支持决定了博弈的走向。

在中国宣布反制“对等关税”之后，其他国家的态度也在发生变化。英国表示，要与中国建立更深层次的伙伴关系，而非设置新的障碍。欧盟表示，愿同中方推进各领域高层对话，深化经贸、绿色经济、气候变化等领域互利合作。日本表示，在美日贸易谈判上不打算做出重大让步，也不会急于达成协议。

美国挥舞关税大棒加速了全球贸易秩序的重构，也对美元体系为核心的货币秩序形成重要影响，这对中国而言是重要的历史机遇。

近期的政策动向也印证了外交工作是当前的头等大事。就在“对等关税”落地的4月9日，中央周边工作会议在北京召开，明确要“聚焦构建周边命运共同体”。4月14日至18日，习近平总书记对越南、马来西亚和柬埔寨进行国事访问，取得了丰硕的成果。中越发布《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《关于构建高水平战略性中马命运共同体的联合声明》，中柬发布《关于构建新时代全天候中柬命运共同体、落实三大全球倡议的联合声明》。中国与越南、马来西亚和柬埔寨合计签署100多份双边合作文本，在巩固传统领域合作基础上，也打造了在人工智能、产供应链合作等领域新的增长点。

中国与非美国国家的外交成果将决定政策的目标，是对冲短期的出口下滑，还是应对长期的外部风险。中国与非美国国家的外交关系越巩固，美国单方面加征关税对中国出口的冲击越小，中美博弈的天平也会进一步朝着中国倾斜，对应的稳增长压力也越小。反之，超常规的政策“组合拳”将加快落地。

第二，从政策储备来看，增量政策可以大致分为时效性和重要性两个维度。

时效性强的政策将靠前落地，以加强预期管理和流动性管理为代表。

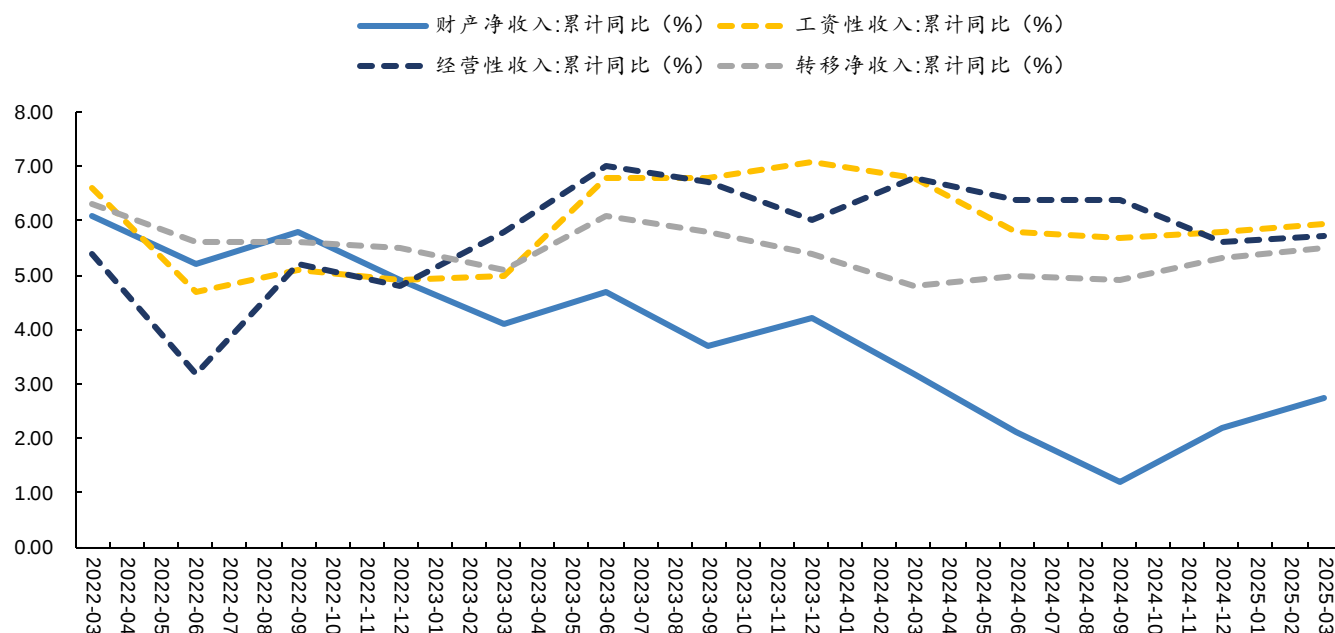
一是稳定市场预期，稳定股市楼市。4月17日国务院第十三次专题学习的主题是“加强预期管理，协同推进政策实施和预期引导”。李强总理强调，“在政策制定实施和政府工作的方方面面，都要有稳预期的意识”，“在一些关键的时间窗口，推动各方面政策措施早出手、快出手，对预期形成积极影响”。

4月18日召开的国常会将“持续稳定股市”置于“持续推动房地产市场平稳健康发展”之前，意味着稳定股市在经济全局中的战略地位进一步提升。以中央汇金为代表的“国家队”将继续发挥“类平准基金”的作用。4月15日李强总理在北京调研时强调，“我国房地产市场仍有很大的发展空间”。

股市楼市的表现关乎居民的财产性收入，去年“924”一揽子政策落地后，居民财产性收入的增速已连续两个季度改善。



图表1：“924”一揽子政策落地后，居民财产性收入增速明显改善



来源：Wind，国金证券研究所

二是稳住就业，扩大消费。一方面，要定向纾困外贸企业。“对等关税”冲击下，中小微外贸企业面临经营和稳岗挑战。稳住外贸经营主体，既是稳住就业的基本盘，也关系到居民的工资性收入和经营性收入。因此，针对外贸企业出台纾困政策的必要性和紧迫性较强。4月18日召开的国常会指出，“要稳定外贸外资发展，一业一策、一企一策加大支持力度”。增量政策的抓手包括加大对外贸企业的税收优惠力度、通过支农支小再贷款或设立新的货币政策工具支持金融机构加大外贸领域信贷投放、针对外贸企业发放稳岗补贴、帮助外贸企业扩宽内销渠道等。

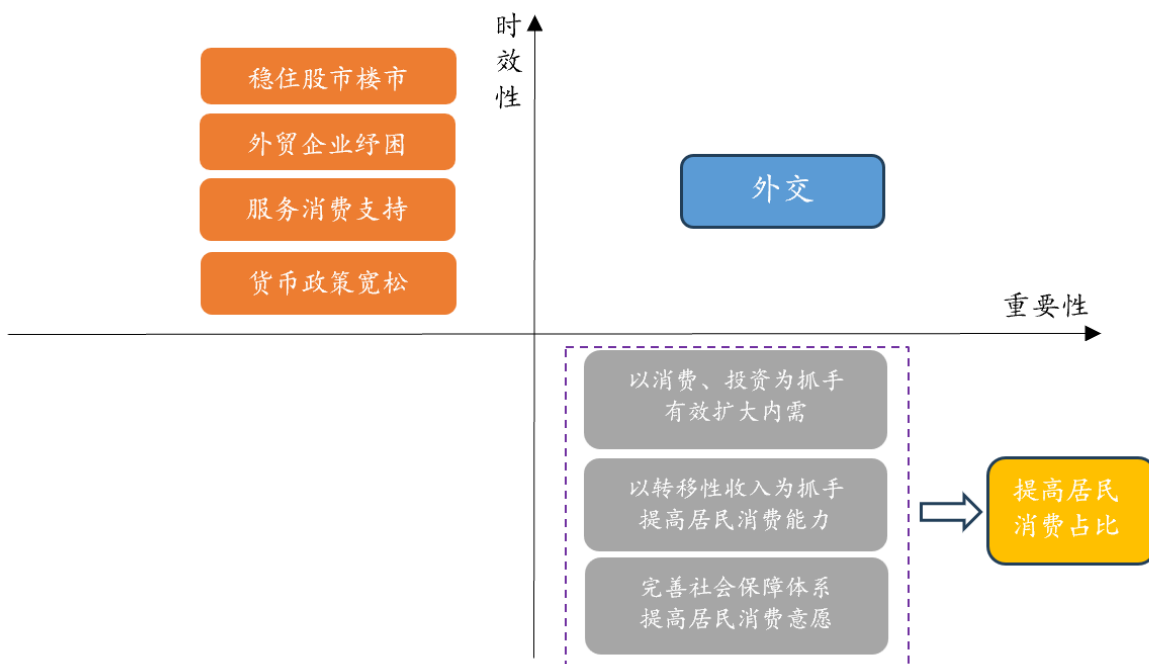
另一方面，扩大服务消费，既吸纳外贸企业在关税冲击下释放出来的就业压力，也顺应了居民的消费趋势，乘数效应大、透支效应小。

近期政策密集释放提振服务消费的信号。4月14日国家统计局副局长盛来运表示，“服务消费是未来支撑消费增长的一个非常重要的领域，而且发展成长性、发展空间都非常大”。4月16日商务部部长王文涛在《求是》杂志署名文章《多措并举扩大服务消费》，提出“进一步研究制定财政、税收、金融等支持(服务消费)政策”。同日，商务部等9部门印发《服务消费提质惠民行动2025年工作方案》。4月18日召开的国常会则明确指出，“要促进养老、生育、文化、旅游等服务消费”。

三是加强流动性管理。超长期特别国债将于4月24日首发，二季度也是地方政府专项债发行的高峰期。目前湖南已明确将于6月底之前完成专项债的发行，其他10个“专项债自审自发”省市的发债节奏预计不会相差太大，因此政府债的发行高峰期即将到来，货币政策配合财政发债节奏进入流动性宽松的窗口期，短期内可能降准或加大买断式逆回购的力度，降息的时点还需关注美联储货币政策的变化。



图表2：增量政策的四个象限



来源：国金证券研究所

重要性高的政策需要配合财政加码，落地时点和出口数据走弱有关。

比如“以旧换新”政策加力扩围，将出口转内销产品纳入消费支持范围。提振消费的核心是提高居民消费能力和消费意愿。

提高居民消费能力，要以转移性收入为抓手。向失业者、中低收入人群、育儿家庭等特定群体发放补贴，增加居民的转移性收入，有助于改善居民的消费能力。

提高居民消费意愿，要以完善社会保障体系为抓手。加强育儿、养老、住房、医疗、教育等领域的民生保障，减轻居民支出压力，比如建立多元化的生育支持体系、提高城乡居民基本养老金等。

这类政策整体遵循“储备在先、落地在后”的原则。4月18日召开的国常会强调，“锚定经济社会发展目标，加大逆周期调节力度”，这意味着实现5%的经济增长目标依然是当前的“政策锚”，储备政策的空间较为充足。财政部部长蓝佛安此前也表示，“中央财政预留了充足的储备工具和政策空间”，财政赤字、专项债、特别国债等视情仍有进一步扩张空间。政策的力度将取决于外交情况和基本面压力。

但政策的落地时间遵循“以我为主”的原则，时点将相对靠后，具体取决于出口数据转弱的时间。特朗普4月9日宣布对除中国以外的多数国家暂停征收“对等关税”90天后，“抢转口”将取代“抢出口”，成为二季度出口数据中的未知数。

风险提示

- 1) 中美博弈背景下，政策可能保持定力，增量政策的力度和节奏或不及预期。
- 2) 关税冲击造成外需收缩，“出口转内销”或加剧价格下行压力。
- 3) 美国或通过与其他国家贸易谈判限制中国转口贸易，加剧出口回落的压力。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究