

2025 年 04 月 19 日

关税对冲政策组合：杠杆、约束与推演

宏观研究团队

——看多中国系列之二

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

引言：近期市场关注美国对华关税大幅加码对出口和经济民生的拖累，以及后续扩内需政策如何演绎。本文旨在测算各类政策的财政乘数、约束、空间，并给出三种关税情形下可能的对冲政策组合及其规模。

● 消费：应对关税扰动，扩内需和促内循环之首选

1、消费品以旧换新。(1)杠杆倍数约 2.3 倍：基于 DID 模型测算消费品以旧换新的边际拉动，模型 R 方为 0.784，各期交互项 treat*after 的 p 值均显著，即 2024 年 9 至 12 月的消费政策拉动效应可能为 601、922、995、912 亿元，合计约 3430 亿元，杠杆倍数或为 2.3 倍。(2)约束或在于商品消费的潜在透支效应，后续消费品补贴扩容规模或不大，可考虑服务消费券（餐饮、旅游、电影、体娱等）。
2、生育补贴。(1)资金规模：若呼和浩特方案推广至全国，则 2025 年或需财政支出约 1000 亿元、2025-2029 年均约 2000 亿元，根据 OECD 数据回归测算 2025 首年有望促进新生 32 万人口。(2)杠杆倍数短期约 0.9 倍、中长期明显增厚至约 1.3 倍。其对经济的拉动包括直接提振育龄群体消费支出，促进新生从而间接释放小孩抚养需求以及未来住房消费。测算 1000 亿元生育补贴拉动 2025 年 GDP 871 亿元、杠杆约 0.9 倍、拉动 GDP 增速 0.06%；2025-2029 年均拉动 GDP 2587 亿元、杠杆约 1.3 倍、拉动 GDP 增速 0.16%。

3、收入性政策（养老+医保+劳动工资）。(1)2025 年已落地收入性政策包括：城乡居民基础养老金约 414 亿，医保补助约 404 亿元，部分群体涨薪等。(2)收入性政策以消费倾向作为杠杆倍数：按美国情形推算，我国老龄群体（65 岁以上）、医保补助（全体居民）、劳动群体（25-64 岁）、中低收入消费倾向分别为 75%、68%、64%、90%，分别作为养老金、医保、劳动工资上调、中低收入群体补贴的杠杆倍数。(3)收入性政策空间或达 GDP 0.6%。1999 年财政陆续出台了一系列调整收入分配的政策措施，支持国有企业下岗职工基本生活费和离退休职工基本养老金按时足额发放等，财政支出达 540 亿元、占当年 GDP 0.6%。

● 投资：杠杆倍数高于消费但约束较多

1、基建投资：杠杆倍数约 2-3 倍，但约束在于基建投资回报率持续下滑，符合收益率要求的项目储备可能有限。3626 家城投公司财报显示，ROE 中位数已从 2014 年的 2.87% 降至 2023 年的 1.09%，ROA 中位数相应从 1.58% 降至 0.47%。

2、制造业投资：杠杆倍数约 1.5-1.7 倍。从产能利用率、PPI、库销比等指标来看，制造业尤其是新质生产力可能有一定程度的供大于求。若大力支持制造业投资不利于供需缺口收窄和价格水平回升，政策可能精准滴灌定向支持芯片半导体等国产替代、自主可控行业。

3、房地产：政策工具箱可能包括再增一批货币化安置规模，扩大地方收储力度，放开一线城市限购，降低房贷利率和公积金利率等。2015-2019 年全国棚改完成投资约 7.4 万亿元、PSL 最大投放规模为 3.6 万亿元，则杠杆倍数约为 2.1 倍。

● 稳出口政策与经贸合作并进

(1)出口退税：稳出口常用政策，约束在于不利于出清依赖退税打价格战的企业，以及我国需修复中欧经贸关系、合作应对特朗普关税；(2)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。我们判断本次可能会有资金支持，例如外贸企业补贴、平台采购补贴、出口转内销消费券等形式。(3)欧盟财政转向，中欧关系缓和有利于对冲部分出口。2021-2024 年，欧盟对华进口依赖度从 8.5% 降至 4.9%。但近期中欧多次释放积极信号，若欧盟对华进口依赖度提高 1 个百分点，可消化我国出口 1200 亿美元。

● 三种关税情形下的政策对冲组合

假设乐观、中性、悲观三种情形，关税分别拖累 2025 年 GDP 1.0、1.5、2.0 个百分点，并进一步试算了可能的政策对冲组合及其规模。以中性情形为例，需投向消费 6800 亿、地产 1000 亿、基建 1500 亿、制造业 500 亿，合计 9800 亿元。中性和悲观情形或需额外发行特别国债补充财政资金。

● 风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《政策可能超预期——看多中国系列之一》-2025.4.18

《5.4%不是超常规政策的约束项——兼评 Q1 经济数据》-2025.4.17

《间接抢出口推动 3 月出口高增——宏观经济点评》-2025.4.15

目 录

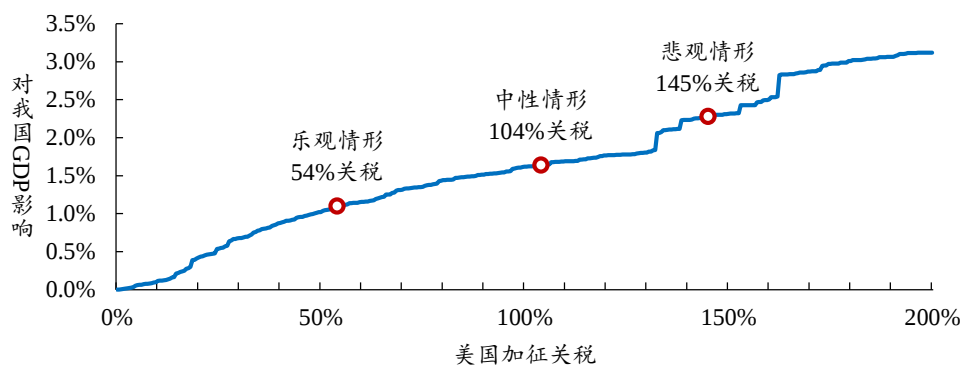
1、消费：应对关税扰动，扩内需和促内循环之首选	3
1.1、消费品以旧换新：杠杆倍数 2.3 倍	3
1.2、生育补贴：杠杆倍数首年约 0.9 倍，中长期明显增厚约 1.3 倍	6
1.3、收入性政策（养老+医保+劳动工资）：杠杆倍数 0.7-0.9 倍	8
2、投资：杠杆倍数高于消费但约束较多	9
3、稳出口与经贸合作并进	11
4、三种关税情形下的政策对冲组合	13
5、风险提示	14

图表目录

图 1：根据美国对华依赖度，推演不同关税幅度对我国 GDP 影响	3
图 2：双重差分得到的 β_3 即为政策实施的边际效应	4
图 3：模型 R 方为 0.784，各期 treat*time 交互项均显著	4
图 4：2024 年 9 至 12 月的消费政策拉动效应分别为 601、922、995、912 亿元	5
图 5：家电、汽车零售增速有所波动	5
图 6：本轮透支效应或早于 2009-2011 年	5
图 7：第三产业扩张有利于提高居民劳动报酬率	6
图 8：各国家庭福利支出占 GDP 比重与生育率呈正相关关系	6
图 9：按 OECD 回归系数，2025 首年生育补贴或拉动新生儿 32 万人	7
图 10：生育补贴，首年杠杆倍数约 0.9 倍	7
图 11：中长期来看，生育补贴杠杆倍数增厚至 1.3 倍	7
图 12：美国居民分年龄的消费倾向呈现 U 型	8
图 13：美国居民中低收入群体消费倾向较高	8
图 14：近年来基建的财政乘数可能降至 2-3 倍	9
图 15：城投 ROE 和 ROA 数据显示，基建项目收益率持续下滑	9
图 16：地产链和新质生产力可能有一定程度的供大于求	10
图 17：新质生产力可能有一定程度的供大于求，汽车、交运设备或已反转向上	10
图 18：PSL 对棚改投资杠杆倍数约 2.1 倍	11
图 19：出口退税为稳出口常用政策	11
图 20：中性和乐观情形下，2026 首年拉动德国 GDP 增速 1.3-1.9 个百分点	12
图 21：中性情形下，2026 年拉动德国 GDP 560 亿欧元	12
图 22：欧洲财政扩张叠加中欧关系缓和，对华进口依赖度可能反转向上	12
图 23：各类政策财政乘数梳理	13
图 24：三种关税情形与政策对冲组合推演	13

引言：近期市场关注美国对华关税大幅加码对出口和经济民生的拖累，以及后续扩内需政策如何演绎。我们基于美国对华进口依赖度描绘了关税与 GDP 影响的非线性关系，54%、104%、145%三种关税情形下，测算对我国 GDP 的扰动或在 1-2 个百分点区间，意味着对冲政策规模可能较大。因而，本文承接《政策可能超预期——看多中国系列之一》，旨在测算各类政策的财政乘数、约束、空间，并给出三种关税情形下可能的对冲政策组合及其规模。

图1：根据美国对华依赖度，推演不同关税幅度对我国 GDP 影响



数据来源：TradeMap、Wind、开源证券研究所

1、消费：应对关税扰动，扩内需和促内循环之首选

1.1、消费品以旧换新：杠杆倍数 2.3 倍

(1)模型设计：我们基于 DID 模型测算 2024 年 9-12 月消费品以旧换新的边际拉动，该模型主要用于评估政策干预或其他外生冲击对某个结果变量的因果影响，例如北大沈俏蔚教授基于该模型测算 2020 年数轮小额消费券对新增消费的拉动 (MPC) 在 3.4-5.8 倍之间¹。（详见《DID 模型测算消费补贴边际拉动约 2.3 倍》）

具体而言，将政策未支持品类作为控制组，支持品类（家电、汽车、家具、建材等）作为干预组，分别以变量 $treat$ 标记为 0 和 1；对于“政策实施前”和“实施后”，以变量 $after$ 标记为 0 和 1；交互项 $treat*after$ 的系数即为经过两次差分后“纯净”的消费政策拉动效果（见模型 a）。

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 * treat_i + \beta_2 * after_i + \beta_3 * treat_i * after_i + \epsilon_{it} \quad (a)$$

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 * treat_i + \beta_2 * time_i + \beta_3 * treat_i * time_i + \epsilon_{it} \quad (b)$$

¹ 北大光华管理学院《研究简报》第 175 期 沈俏蔚：消费券的政策实验 https://www.gsm.pku.edu.cn/thought_leadership/info/9044/2773.htm
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

图2：双重差分得到的 β_3 即为政策实施的边际效应

双重差分过程	政策实施前 time=0	政策实施后 time=1	差分
控制组 treat=0	β_0	$\beta_0+\beta_2$	β_2
干预组 treat=1	$\beta_0+\beta_1$	$\beta_0+\beta_1+\beta_2+\beta_3$	$\beta_2+\beta_3$
差分	β_1	$\beta_1+\beta_2$	β_3

资料来源：山东财大统计交叉科学研究中心、开源证券研究所

(2)杠杆倍数：模型 R 方为 0.784，各期交互项 treat*after 的 p 值均显著，即 2024 年 9 至 12 月消费品以旧换新的拉动效应可能为 601、922、995、912 亿元，合计约 3430 亿元，杠杆倍数或为 $3430/1500=2.3$ 倍。

图3：模型 R 方为 0.784，各期 treat*time 交互项均显著

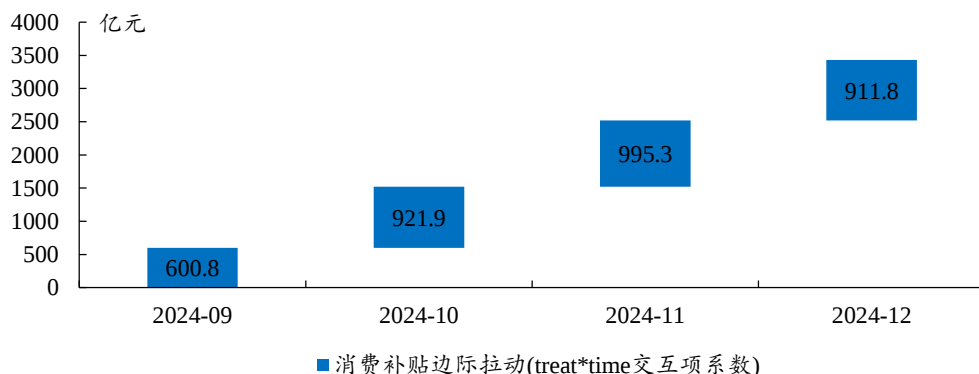
OLS Regression Results

Dep. Variable:totalretailR-squared:0.784Model:OLSAdj. R-squared:0.749Method:Least SquaresF-statistic:22.86Date:Fri, 17 Jan 2025Prob (F-statistic):3.58e-31Time:11:09:58Log-Likelihood:-769.85No. Observations:140AIC:1580.Df Residuals:120BIC:1639.Df Model:19Covariance Type:nonrobust

	coef	std err	t	P> t	[0.025	0.975]
Intercept	16.6538	17.719	0.940	0.349	-18.428	51.736
time[T.Timestamp('2024-04-30 00:00:00')]	14.6923	25.058	0.586	0.559	-34.921	64.305
time[T.Timestamp('2024-05-31 00:00:00')]	40.2923	25.058	1.608	0.110	-9.321	89.905
time[T.Timestamp('2024-06-30 00:00:00')]	17.4000	25.058	0.694	0.489	-32.213	67.013
time[T.Timestamp('2024-07-31 00:00:00')]	18.3231	25.058	0.731	0.466	-31.290	67.936
time[T.Timestamp('2024-08-31 00:00:00')]	19.0154	25.058	0.759	0.449	-30.598	68.629
time[T.Timestamp('2024-09-30 00:00:00')]	22.2154	25.058	0.887	0.377	-27.398	71.829
time[T.Timestamp('2024-10-31 00:00:00')]	43.3231	25.058	1.729	0.086	-6.290	92.936
time[T.Timestamp('2024-11-30 00:00:00')]	-16.2769	25.058	-0.650	0.517	-65.890	33.336
time[T.Timestamp('2024-12-31 00:00:00')]	32.5321	25.058	1.298	0.197	-17.081	82.145
treat	-254.3538	66.297	-3.837	0.000	-385.618	-123.090
treat:time[T.Timestamp('2024-04-30 00:00:00')]	139.6077	93.759	1.489	0.139	-46.028	325.243
treat:time[T.Timestamp('2024-05-31 00:00:00')]	280.4077	93.759	2.991	0.003	94.772	466.043
treat:time[T.Timestamp('2024-06-30 00:00:00')]	-36.9000	93.759	-0.394	0.695	-222.535	148.735
treat:time[T.Timestamp('2024-07-31 00:00:00')]	184.4769	93.759	1.968	0.051	-1.158	370.112
treat:time[T.Timestamp('2024-08-31 00:00:00')]	103.8846	93.759	1.108	0.270	-81.751	289.520
treat:time[T.Timestamp('2024-09-30 00:00:00')]	600.7846	93.759	6.408	0.000	415.149	786.420
treat:time[T.Timestamp('2024-10-31 00:00:00')]	921.8769	93.759	9.832	0.000	736.242	1107.512
treat:time[T.Timestamp('2024-11-30 00:00:00')]	995.2769	93.759	10.615	0.000	809.642	1180.912
treat:time[T.Timestamp('2024-12-31 00:00:00')]	911.7679	93.759	9.725	0.000	726.133	1097.403

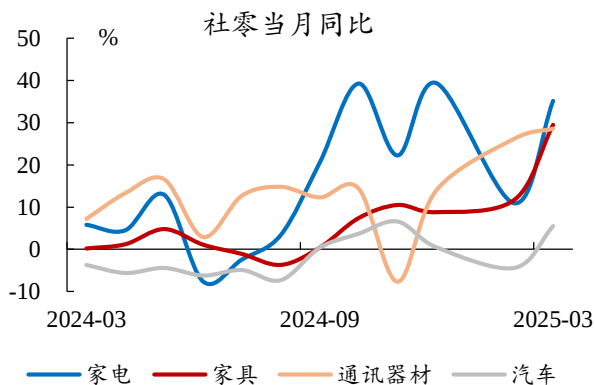
Omnibus:53.469Durbin-Watson:2.153Prob(Omnibus):0.000Jarque-Bera (JB):148.202Skew:1.508Prob(JB):6.58e-33Kurtosis:7.038Cond. No.42.6

数据来源：Wind、开源证券研究所

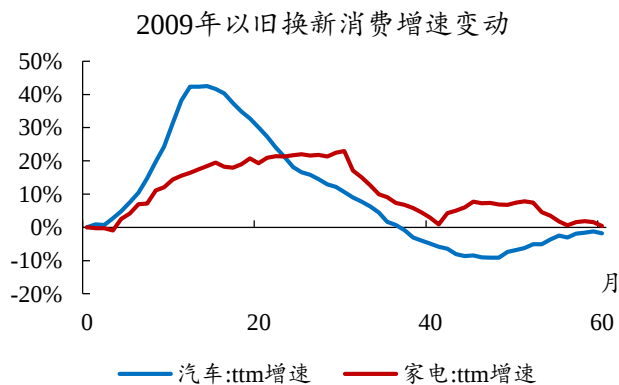
图4：2024年9至12月的消费政策拉动效应分别为601、922、995、912亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3)约束或在于潜在的透支效应。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。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，后续若消费品补贴扩容可能规模不大，可考虑增加服务消费券（餐饮、旅游、电影、体娱等）。

图5：家电、汽车零售增速有所波动


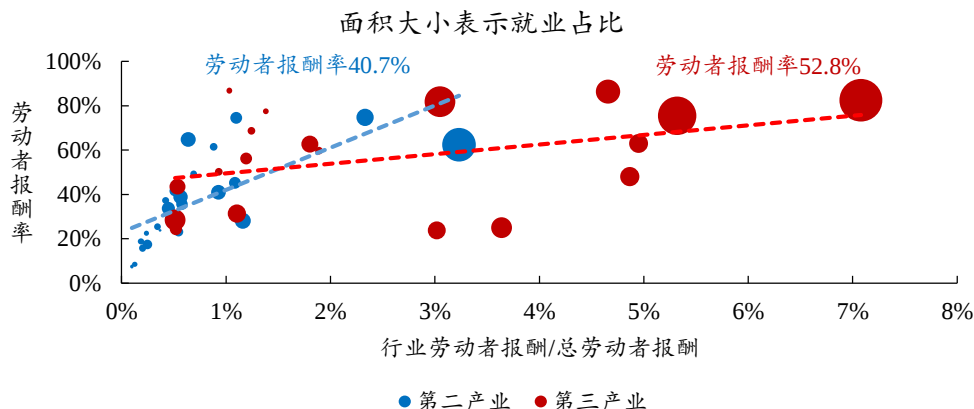
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：本轮透支效应或早于 2009-2011 年


数据来源：Wind、开源证券研究所

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。产业本质决定了第三产业（人力资本）的收入分配更多倾向居民，第二产业收入分配更多倾向资本。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，第三产业就业人员占比从 2000 年的 27.5%大幅提升至 2023 年的 48.1%，明显强于第二产业。

图7：第三产业扩张有利于提高居民劳动报酬率

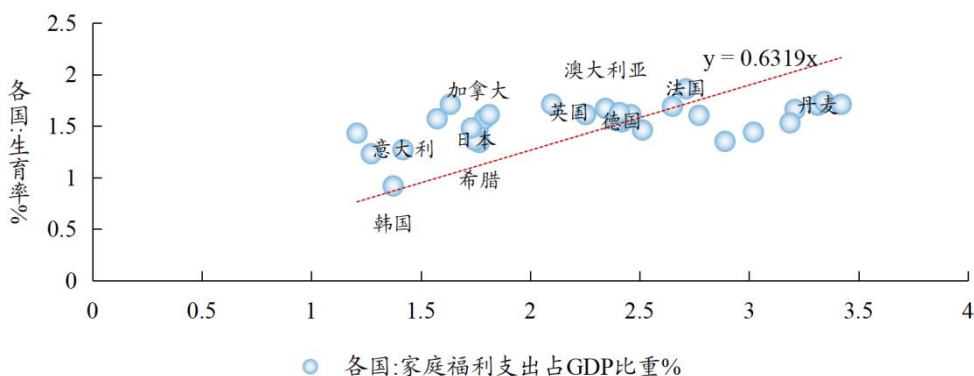


数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

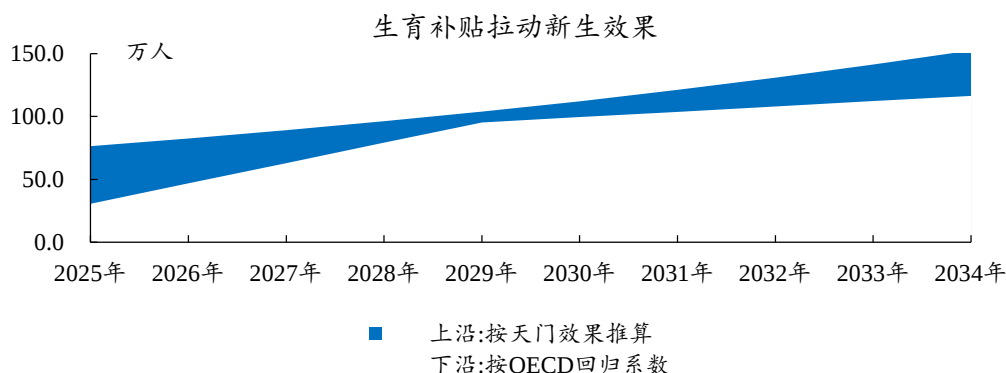
1.2、生育补贴：杠杆倍数首年约 0.9 倍，中长期明显增厚约 1.3 倍

(1)按呼市方案 2025 年全国生育补贴约 1000 亿元。2024 年全国出生 954 万人，按抽样占比测算一孩、二孩、三孩及以上约为 452、371、131 万人。若呼和浩特模式（一孩一次性 1 万，二孩五年共 5 万，三孩及以上十年共 10 万）推广至全国，则 2025 年或需财政支出约 1000 亿元、2025-2029 年均约 2000 亿元。OECD 数据显示，各国家庭福利支出占 GDP 比重与生育率呈正相关关系， $Y=0.63 \times X$ 。2025 首年 1000 亿生育津贴约占我国 GDP 0.07%，则有望促进新生 32 万人口（6.89 亿女性 $\times 0.07\% \times 0.63 = 32$ 万），若参考天门促生育效果则可能更高。（详见《生育补贴的经济账：从促生育到稳增长》）

图8：各国家庭福利支出占 GDP 比重与生育率呈正相关关系



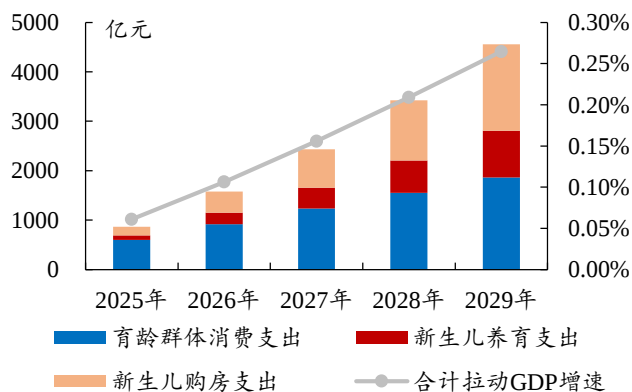
数据来源：OECD、开源证券研究所

图9：按 OECD 回归系数，2025 首年生育补贴或拉动新生儿 32 万人


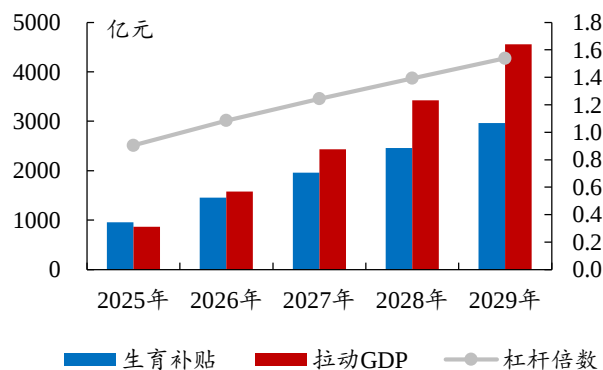
数据来源：OECD、Wind、开源证券研究所

(2)生育补贴对经济的拉动包括直接提振育龄群体消费支出，促进新生从而间接释放小孩抚养需求以及未来住房消费。提振育龄群体消费支出：按美国情形推算我国生育群体（25-44 岁）消费倾向约 64%，2025 年拉动社零 608 亿元；释放小孩抚养和住房需求：根据《中国生育成本报告 2024 版》，全国家庭 0-17 岁孩子的养育成本平均为 53.8 万元，再算一套房子 100 万，则年均支出分别为 3.0、5.6 万元。因此，2025 年拉动小孩抚养和住房支出分别为 92、171 亿元。

(3)杠杆倍数短期约 0.9 倍、中长期增厚至约 1.3 倍。短期来看，1000 亿元生育补贴拉动 2025 年 GDP 871 亿元、杠杆约 0.9 倍、拉动 GDP 增速 0.06%；需要指出的是，中长期来看杠杆倍数将明显增厚，2025-2029 年均拉动 GDP 2587 亿元、杠杆约 1.3 倍、拉动 GDP 增速 0.16%。具体落至资金层面，我们认为地方现有财力或难完全承担，可能延续消费品以旧换新的模式，即央地按照一定比例实行共担。

图10：生育补贴，首年杠杆倍数约 0.9 倍


数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：中长期来看，生育补贴杠杆倍数增厚至 1.3 倍


数据来源：Wind、开源证券研究所

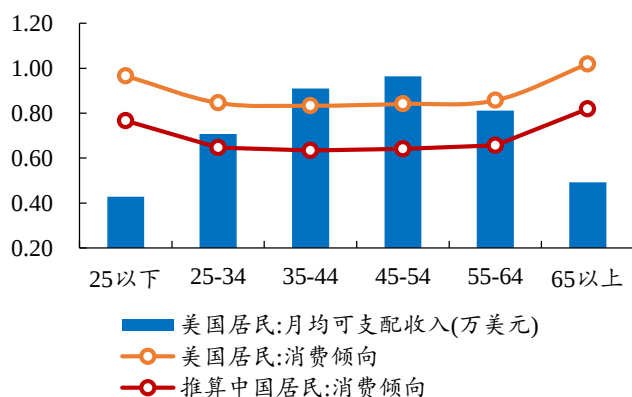
1.3、收入性政策（养老+医保+劳动工资）：杠杆倍数 0.7-0.9 倍

2025 年已落地收入性政策包括：城乡居民基础养老金提高 20 元/人/月，总计约 20 元*12 月*1.7 亿人=414 亿；医保补助提高 30 元/人，总计约 30 元*13.5 亿人=404 亿元；部分群体涨薪；其他劳动工资政策仍在研究中。

(1)收入性政策以消费倾向作为杠杆倍数：根据 BLS 数据，2022-2023 年美国居民消费倾向 88%，分年龄的消费倾向呈现 U 型。25 岁以下、25-34、35-44、45-54、55-64、65 岁以上的消费倾向，分别较全国水平+9%、-3%、-5%、-4%、-2%、+14%；按收入等级来看，中低收入群体的消费倾向明显较高，前 20%、中高 20%、中等 20%、中低 20%、后 20%的消费倾向，分别较全国水平-17%、-5%、+10%、+33%、+116%。考虑到美国面向中低收入群体的食品券、救济补贴等福利较为完善，因此不可直接按其差额推算我国中低收入群体的消费倾向，应向下小幅调整。

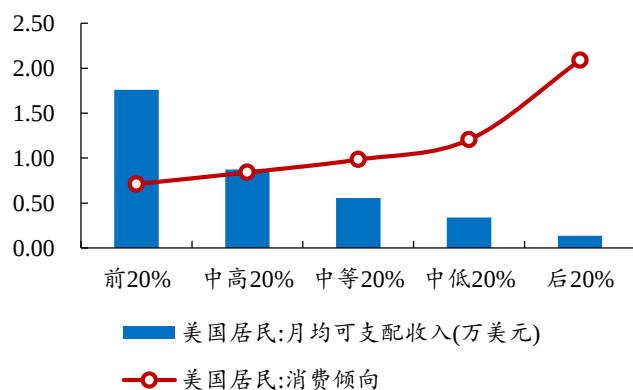
按美国情形推算，我国老龄群体（65 岁以上）、医保补助（全体居民）、劳动群体（25-64 岁）、中低收入的消费倾向分别为 75%、68%、64%、90%，分别作为养老金、医保、劳动工资上调、中低收入群体补贴的杠杆倍数。

图12：美国居民分年龄的消费倾向呈现 U 型



数据来源：BLS、Wind、开源证券研究所

图13：美国居民中低收入群体消费倾向较高



数据来源：BLS、Wind、开源证券研究所

(2)参考 1999 年，收入性政策空间或达 GDP 0.6%。可借鉴 1999 年，财政陆续出台了一系列调整收入分配的政策措施，支持国有企业下岗职工基本生活费和离退休职工基本养老金按时足额发放等，1999 年国家财政支出达 540 亿元、占当年 GDP 0.6%。2001 年两次调高机关事业单位职工工资，合计人均工资每月增加 180 元。中央财政还大幅增加了中西部地区增资的转移支付补助，建立了艰苦边远津贴制度。增收措施在一定程度上提振了居民消费支出。

2、投资：杠杆倍数高于消费但约束较多

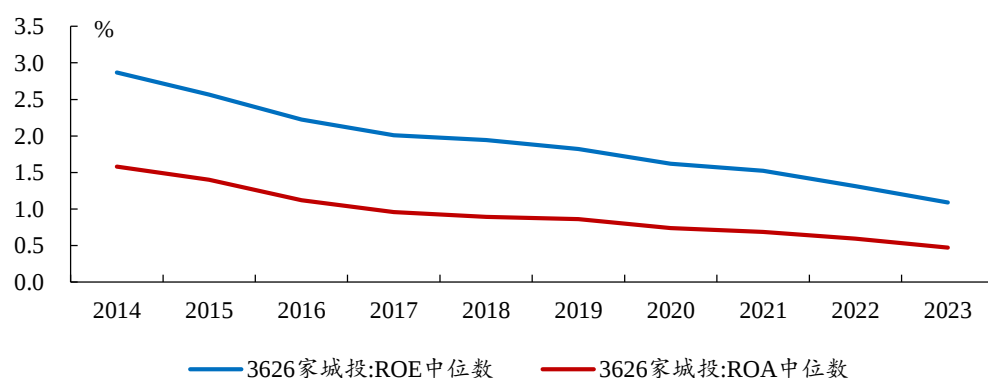
(1)基建投资：杠杆倍数约 2-3 倍。从张明源、中诚信研究院、北大汇丰商学院等研究来看，近年来基建财政乘数可能降至 2-3 倍。尽管仍高于多数消费政策，但约束在于基建投资回报率持续下滑，符合收益率要求的项目储备可能有限。我们梳理了 3626 家城投公司的财报数据，ROE 中位数已从 2014 年的 2.87% 降至 2023 年的 1.09%，ROA 中位数相应从 1.58% 降至 0.47%。

图14：近年来基建的财政乘数可能降至 2-3 倍

时期	杠杆	来源	具体内容
1998-2002	5 倍	发改委	1998-2002 年五年间发行的 6600 亿元长期建设国债，共带动银行贷款和其他社会资本形成 3.3 万亿元的投资规模。
2020-2022	2.7 倍	张明源《适度超前开展基础设施投资对财政可持续性的影响研究》	虽然受到多种因素制约，但是 2020—2022 年政府资金的平均资金撬动效应高达 2.7 倍。
2022	1.9 倍	中诚信研究院	中诚信研究院院长袁海霞：“预计今年或有 3.15 万亿至 3.4 万亿元新增专项债投向基建领域，理论上或可拉动基建投资约 6.17 万亿至 6.26 万亿元”。
2022	2.2 倍	北大汇丰商学院《财政政策现状、历史进程回顾与展望》	财政资金撬动基建投资的杠杆作用正在减弱，主要是预算外扩张渠道被严格控制以及社会资本参与基建投资积极性不高，所以财政基建系数在 2019 年触底后趋稳。2022 年约为 2.2 倍。

资料来源：发改委、张明源《适度超前开展基础设施投资对财政可持续性的影响研究》、中诚信研究院、北大汇丰商学院、开源证券研究所

图15：城投 ROE 和 ROA 数据显示，基建项目收益率持续下滑

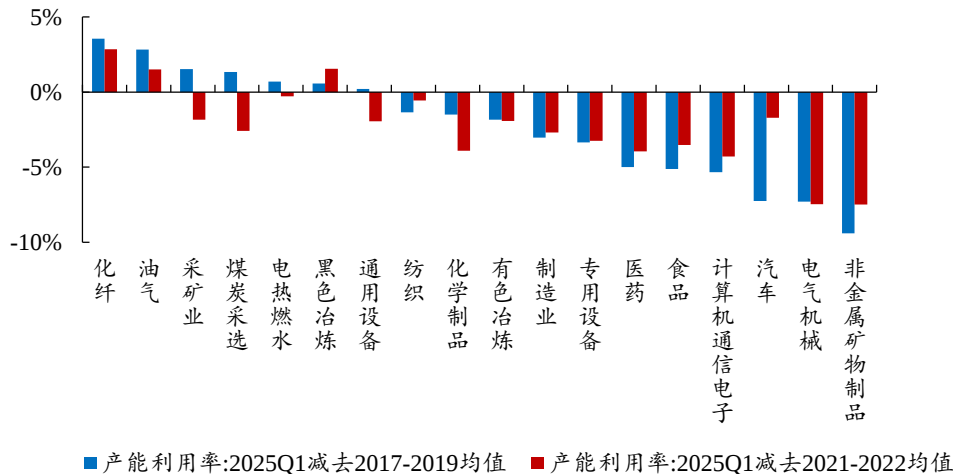


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)制造业投资：杠杆倍数约 1.5-1.7 倍。2022 年 9 月央行设立 2000 亿设备更新再贷款、财政贴息 1%，截至 2023 年 1 月 31 日已签约部分领域设备更新改造项目贷款金额 2989 亿元，则杠杆约为 $2989/2000=1.5$ 倍；2024 年 4 月央行设立 5000 亿科技创新和技术改造再贷款、按贷款本金的 60%向金融机构发放再贷款，7 月 25 日增加了 200 亿财政资金贴息 1.5%+超长期特别国债补贴 1480 亿，若用足科创再贷款对应杠杆为 $1/60\%=1.7$ 倍。2025 年 3 月 6 日，人民银行指出进一步扩大科技创新和技术改造再贷款规模，从目前的 5000 亿元扩大到 8000 亿元至 1 万亿元。

约束在于，从产能利用率、PPI、库销比等指标来看，制造业尤其是新质生产力可能有一定程度的供大于求，若大力支持制造业投资不利于供需缺口收窄和价格水平回升，但政策可能精准滴灌定向支持芯片半导体等国产替代、自主可控行业。

图16：地产链和新质生产力可能有一定程度的供大于求



数据来源：Wind、开源证券研究所

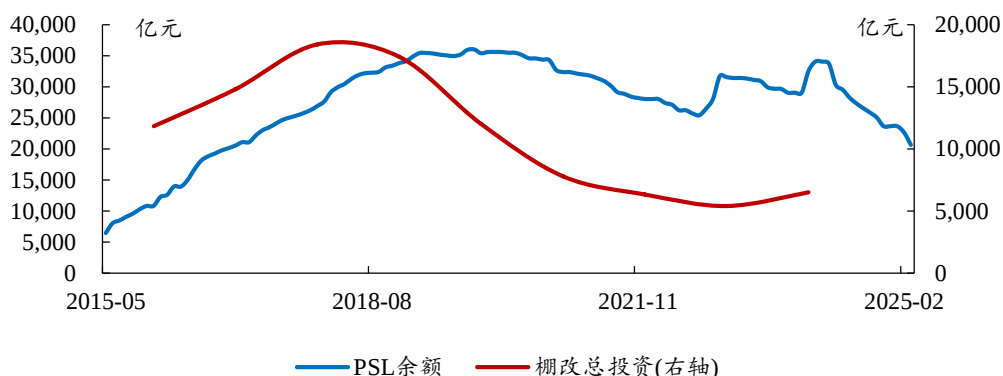
图17：新质生产力可能有一定程度的供大于求，汽车、交运设备或已反转向上

新质生产力	产能利用率		PPI		库销比(反向指标)		三维度打分		上市公司capex	
	近10年趋势	供需特征	近10年趋势	供需特征	近10年趋势	供需特征	综合排名	综合特征	近10年趋势	特征
医药		供大于求		供大于求		供大于求	5	供大于求		持续放缓
专用设备		供大于求		供大于求		供大于求	7	供大于求		持续放缓
汽车		困境反转		供大于求		上升	2	上升		高位回落
交运设备		上升		上升		上升	1	上升		上升
电气机械		困境反转		困境反转		困境反转	3	困境反转		持续放缓
计算机通信电子		困境反转		困境反转		供大于求	4	困境反转		低位回升
仪器仪表		供大于求		供大于求		供大于求	6	供大于求		持续放缓

数据来源：Wind、开源证券研究所

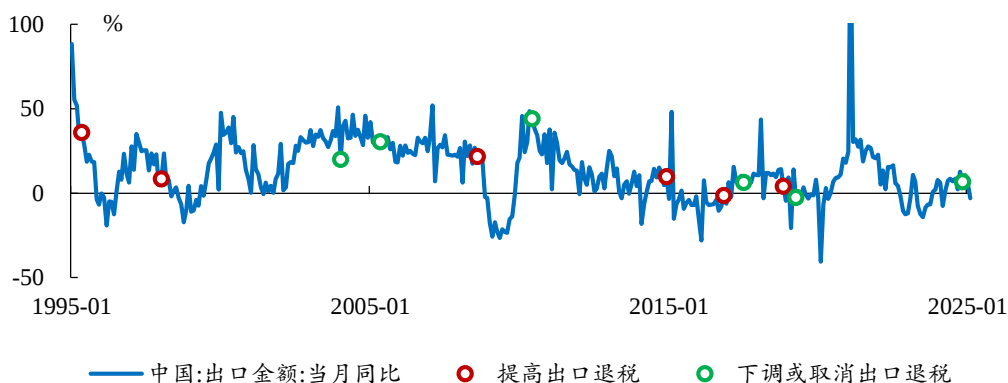
(3)房地产：伴随外部风险临近，房地产作为内需重要分项有必要进一步稳固“止跌回稳”态势，政策工具箱可能包括再增一批货币化安置规模、扩大地方收储力度、放开一线城市限购、降低房贷利率和公积金利率等。

PSL 对棚改投资的杠杆倍数约 2.1 倍。根据住房和城乡建设部数据，2015-2019 年全国棚改完成投资约 7.4 万亿元、PSL 最大投放规模为 3.6 万亿元，则杠杆倍数约为 $7.4/3.6=2.1$ 倍。2024 年 10 月 17 日，住建部提出通过货币化安置房方式新增实施 100 万套城中村改造、危旧房改造，因而可能视情况再增一批货币化安置规模，例如 50-100 万套，且可配套新型城镇化战略，加强对进城农民工和新市民的住房安置。

图18：PSL 对棚改投资杠杆倍数约 2.1 倍


3、稳出口与经贸合作并进

(1)出口退税：稳出口常用政策，出口下行时提高退税率（1995-1996、1998、2008-2009、2014、2016、2018 年），出口回升后下调或取消退税（2004、2005、2010、2017、2019 年）。约束在于不利于出清依赖退税打价格战的企业，以及我国需修复中欧经贸关系、合作应对特朗普关税，例如 2024 年 11 月 15 日下调“铜铝、光伏、电池、部分金属矿物”退税，意在缓解中欧电车新能源竞争，因此后续出口退税应着重于中欧竞争重合度偏低的商品。2024 年外贸企业出口退税 1.9 万亿元、出口退税率约 7.6%，每提高 1%出口退税率增厚企业利润 2500 亿元。

图19：出口退税为稳出口常用政策


(2)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。我们判断本次可能会有资金支持，例如外贸企业补贴、平台采购补贴、出口转内销消费券等形式。

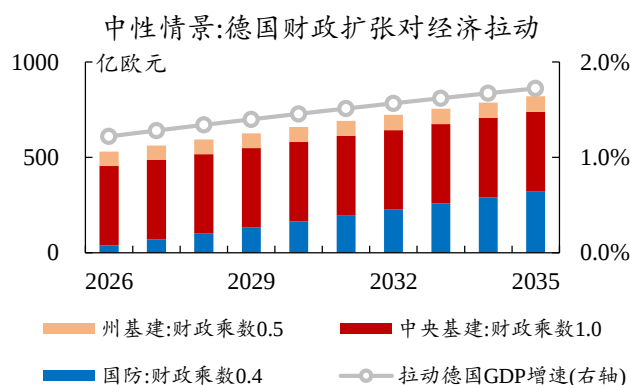
(3)欧盟财政转向，中欧关系缓和有利于对冲部分出口。3月4日，欧盟委员会主席冯德莱恩提出一项新计划，要筹集8000亿欧元“重新武装欧洲”。3月21日，德国联邦参议院正式通过财政方案，包括放开国防债务限制、设立5000亿欧元特别基金、允许各联邦州新增债务。我们将德国各类财政支出*相应财政乘数后，可测算财政方案对经济的总拉动效应。中性和乐观情形下，2026首年拉动德国GDP 560-833亿欧元、拉动GDP增速1.3-1.9个百分点；未来10年平均拉动德国GDP 750-1050亿欧元、拉动GDP增速1.6-2.3个百分点。

图20：中性和乐观情形下，2026首年拉动德国GDP增速1.3-1.9个百分点



数据来源：Cimadomo²《Changing patterns of fiscal policy multipliers in Germany, the UK and the US》、Wind、开源证券研究所

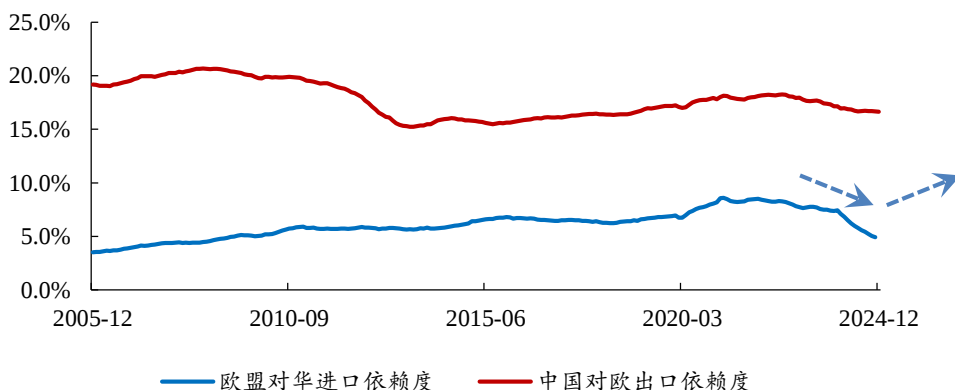
图21：中性情形下，2026年拉动德国GDP 560亿欧元



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

2021-2024年，欧盟对华进口依赖度从8.5%降至4.9%，但近期中欧多次释放积极信号。4月10日，欧盟委员会宣布与中国达成重要共识，双方将启动以“最低进口价格”机制替代现行对华电动汽车关税的谈判。欧盟对华进口依赖度若能提高1个百分点，可消化我国出口1200亿美元。

图22：欧洲财政扩张叠加中欧关系缓和，对华进口依赖度可能反转向上



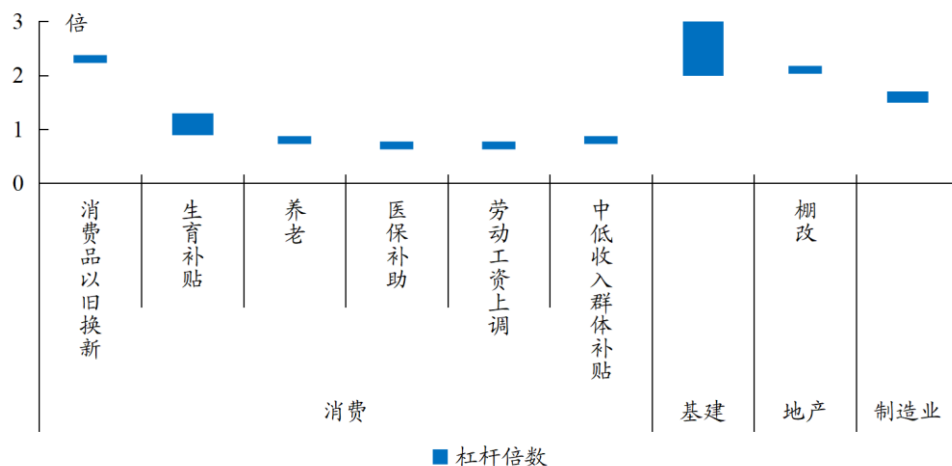
数据来源：TradeMap、开源证券研究所

² [1] Cimadomo J, B é nassy-Qu é r é , Agn è s. Changing patterns of fiscal policy multipliers in Germany, the UK and the US[J]. Journal of Macroeconomics, 2012, 34(3):845-873. DOI:10.1016/j.jmacro.2012.02.006.

4、三种关税情形下的政策对冲组合

前文详细测算了各类政策的财政乘数和约束，我们假设乐观、中性、悲观三种情形，关税分别拖累 2025 年 GDP 1.0、1.5、2.0 个百分点，并进一步试算了可能的政策对冲组合及其规模：

图23：各类政策财政乘数梳理



数据来源：发改委、BLS、张明源《适度超前开展基础设施投资对财政可持续性的影响研究》、中诚信研究院、北大汇丰商学院、住建部、Wind、开源证券研究所

(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额外发行特别国债补充资金。

图24：三种关税情形与政策对冲组合推演

投向	细分	杠杆倍数	2025年已落地规模(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+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%

数据来源：发改委、BLS、张明源《适度超前开展基础设施投资对财政可持续性的影响研究》、中诚信研究院、北大汇丰商学院、住建部、Wind、开源证券研究所

5、风险提示

- (1)政策力度不及预期；
- (2)美国经济超预期衰退。

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。

分析师承诺

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。

股票投资评级说明

	评级	说明
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。

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。

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，已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

地址：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
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn