

2025 年 04 月 18 日

政策可能超预期

宏观研究团队

——看多中国系列之一

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

核心观点：对等关税已落地，关注政策在节奏和力度上超过市场预期的可能性，看多权益和短债。

●“奉陪到底”凸显反击决心，“以我为主”扩大内需，牢牢掌握主动权

对外凸显反击决心，对内更要扩大内需掌握主动权。对等关税加码以来，外交部、商务部等部门多次强调美方“霸凌”行径，将关税作为“极限施压工具”，中方将“奉陪到底”，体现斗争到底、捍卫自身利益的坚决态度。与 2018 年相比，本次反击的速度和力度都更强。中美谈判要建立在遵守多边贸易体制，平等、尊重的前提之下，指向未来一段时间将是美国库存与中国经济韧性的比拼，因此对内更要“以我为主”扩大内需，从而牢牢掌握主动权。

●是持久战，更是接力赛，强反制、稳住股市之后，有望加码政策扩大内需

首先，这可能是场持久战，二季度更是中美分别进行“压力测试”的关键期，其结果不仅影响全球贸易格局，还可能涉及货币体系的重塑和国际格局的重构。政治上没有后退，经济上必须稳住。其次，这更是一场接力赛，强反制、坚决稳住资本市场之后，有望加码增量政策扩大内需，乘势而上。

●超常规政策的三大内涵

2024 年 12 月政治局会议提出“加强超常规逆周期调节”，2025 年 4 月 17 日李强总理指出“要把握政策力度，必要时敢于打破常规”，如何理解超常规？

其一，节奏超常规，早出手，且关键时点快出手。《政府工作报告》指出“实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间”，李强总理 4 月 17 日主持国务院专题学习时指出“推动各方面政策措施早出手、快出手”。因此，市场要摒弃传统政策节奏的固化思维，今年的政策决策、出台节奏可能更为灵活、及时。我们认为现在已经进入到对等关税之后的政策落地窗口期，既定政策或可更快落地，增量政策也有望加快推出。

其二，力度超常规，以保住底线，并进一步实现经济目标。(1)稳就业保民生是底线。底线思维不是指政策与底线的紧平衡，而是要求政策力度明显超过底线从而形成足够的安全垫，以保证底线绝对不会被突破。因此，面对风险挑战时，“底线思维”不是被动应对，是提前布局、积极作为，带有主动性和前瞻性，这就意味着政策和预案应是充足的、宜“满”不宜“亏”，逻辑跟过去几年市场认为的“挤牙膏”、“经济下来了再给政策”将形成区别。当前的底线无疑是就业和民生。我们根据上市公司财报推算，2024 年外贸拉动就业约 2.2 亿人，占总就业比重从 2020 年的 26.4% 升至 30.3%。出口美国占中国总出口比重的 15% 左右，意味着与对美出口直接相关的就业人口可能是 $2.2 \text{ 亿} \times 14.7\% = 3300 \text{ 万人}$ 。政策或有望及时发力，进行出口补贴、失业救济并大力扩大内需，防范失业风险、切实兜住兜牢民生底线。(2)完成 5% 的经济目标需要增量政策支持。对等关税落地后，实现 5% 经济目标的难度趋增。一方面，关税升至较高水平后，对经济的影响将趋于非线性。假设美对华依赖度越高的商品其价格弹性越不敏感，且关税由出口商和进口商各承担 50%，测算可得 54%、104%、145% 三种关税情形下，对我国 GDP 的扰动或在 1-2 个百分点区间。另一方面，根据 4 月前 17 天出口高频数据拟合，4 月出口同比或回落至 -3.4%。若叠加了外贸周期衰退的影响，全年出口或在 -12% 左右。因此，财政政策有望加大支出强度、扩大增量规模，并主要投向出口、消费和地产。

其三，手段超常规。4 月 6 日《人民日报》指出“将以超常规力度提振国内消费”，指向消费政策可能超预期、超常规。我们认为在出口下滑可能造成经济受到“瞬时冲击”的时候，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）推出的可能性提升。不过，长远来看，解决有效需求不足的问题不应诉诸于补贴政策，而是应稳住股市楼市等资产价格、完善收入分配制度、健全社会保障体系、促进就业等等。

●政策加码的可能

结合 4 月 6 日《人民日报》评论员文章《集中精力办好自己的事》以及 4 月 15 日李强总理在北京市调研的内容来看，我们认为政策加码可能有以下几个方向：

(1)货币：随时可能落地降准降息，结构性政策进一步支持出口、股市、地产，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)财政“以超常规力度”提振消费，加快支出进度，并新增财政用于消费，比如消费品以旧换新的进一步扩容扩围；出口转内销补贴；发放服务消费券；中低收入群体生活补贴；加快推出生育补贴等等；(4)地产：加大收储和棚改力度，一线放开限购，进一步下调利率等。

资产配置：看多权益（国产替代、消费），看多短债，债券收益率曲线将陡峭化。

●风险提示：政策变化超预期；地缘政治反复超预期。

相关研究报告

《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

《信贷改善背后的结构性特征——宏观

经济点评》-2025.4.14

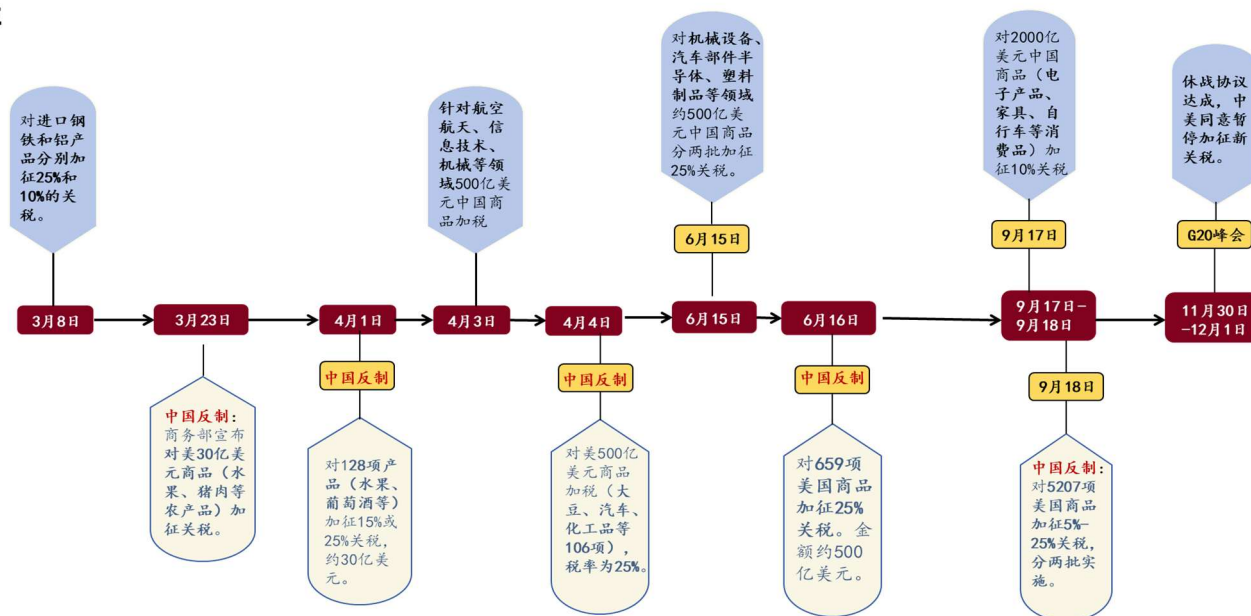
附表 1: 近期我国外交部门对待关税回应态度

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	国务院	调整《国务院关税税则委员会关于调整对原产于美国的进口商品加征关税措施的公告》规定的加征关税税率，由 84%提高至 125%。鉴于在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性，如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。国务院关税税则委员会办公室在声明中表示，即便美方继续加征再高关税，已经没有经济意义，而且还将沦为世界经济史上的笑话。
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 12 日	外交部	美方将关税作为“极限施压工具”，中方反制是“维护国际公平正义”。
4 月 13 日	外交部 (发布视频)	发布视频谴责美方“关税霸凌”，自嘲“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。

资料来源：新华网等、开源证券研究所

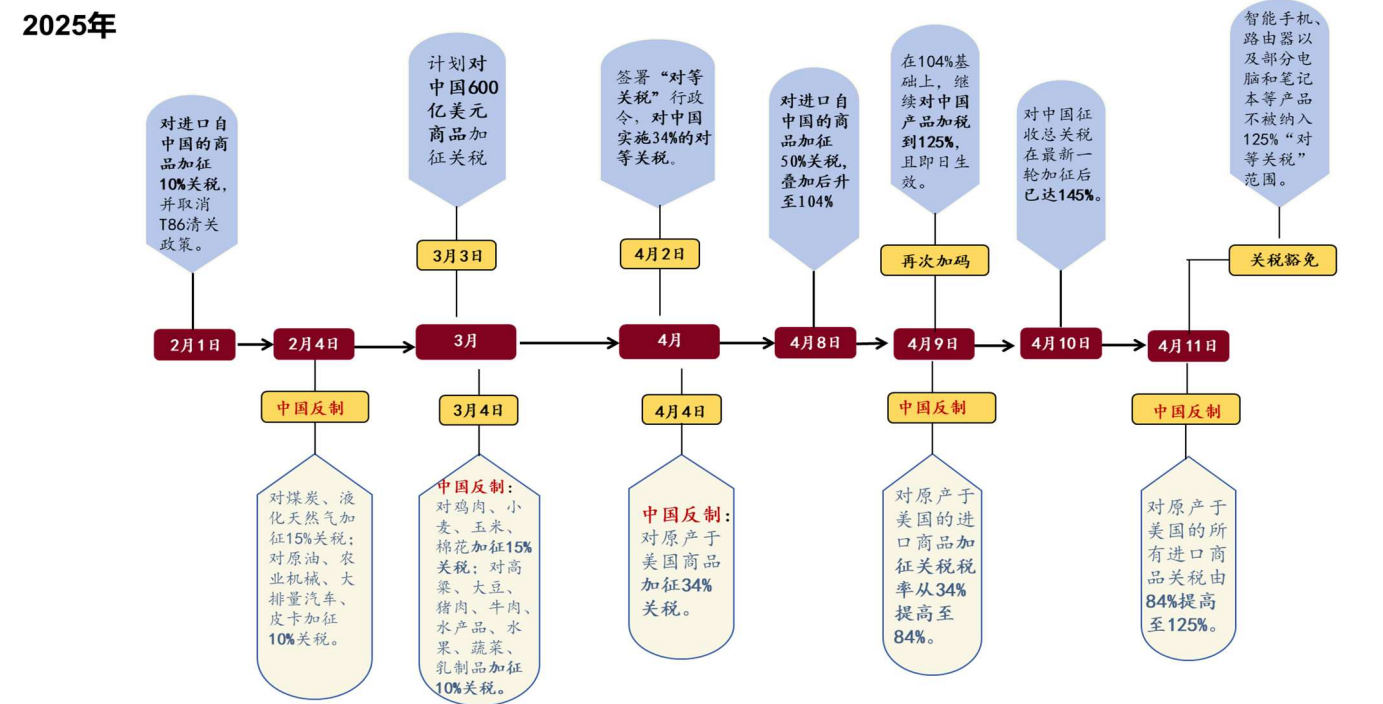
附图 1: 2018 年加征关税至我国初次反击时隔半个月

2018年



资料来源：新华网等、开源证券研究所

附图 2：2025 年我国反击速度和力度都更强



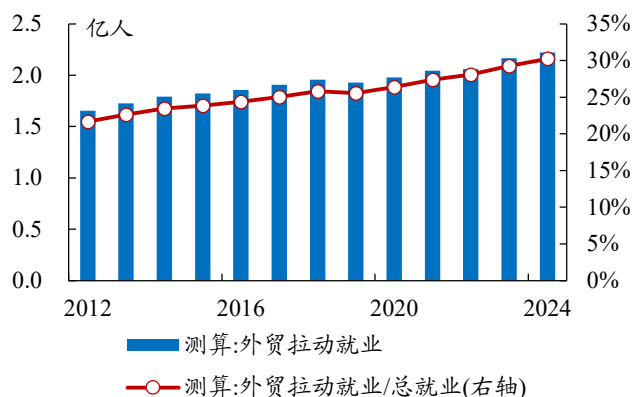
资料来源：新华网等、开源证券研究所

附表 2：近期中央层面对下一步政策的表态

日期	部门/机构	核心内容
4 月 6 日	员文章《集中精力办好自己的事》	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；
		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《人民日报》评论 有进一步扩张空间；
		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；
4 月 11 日	形势专家和企业家座谈会	资本市场：以实实在在的政策措施坚决稳住资本市场，稳定市场信心，相关预案政策将陆续出台；
		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，支持企业调整经营策略，指导帮助企业在尽可能维持对美贸易的同时，开拓国内市场和北美市场。
		外部冲击对我国经济平稳运行造成一定压力。我们对此已经作了充分估计，做好了应对各种不确定因素的准备。要实施好更加积极有为的宏观政策，靠前发力推动既定政策尽快落地见效，根据形势需要及时推出新的增量政策，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性。要做大做强国内大循环，把扩大内需作为长期战略，加大力度稳就业促增收，在抓好消费品以旧换新的同时加快释放服务消费潜力。

资料来源：新华网、人民日报等、开源证券研究所

附图 3: 外贸占总就业比重或接近 3 成



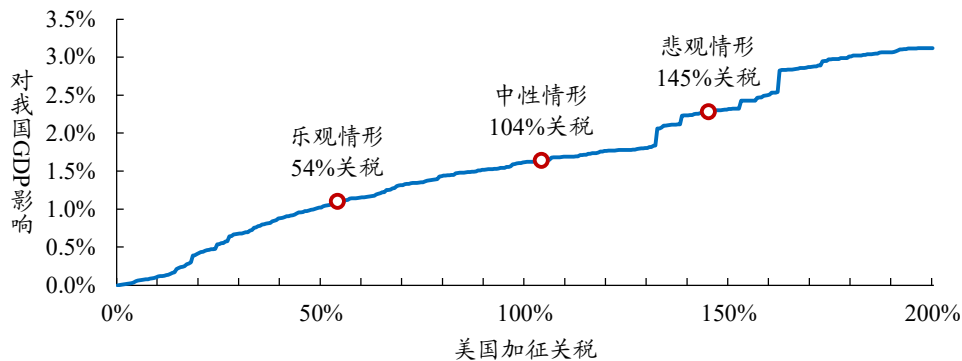
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 4: 出口大幅走弱是扩内需政策的重要催化



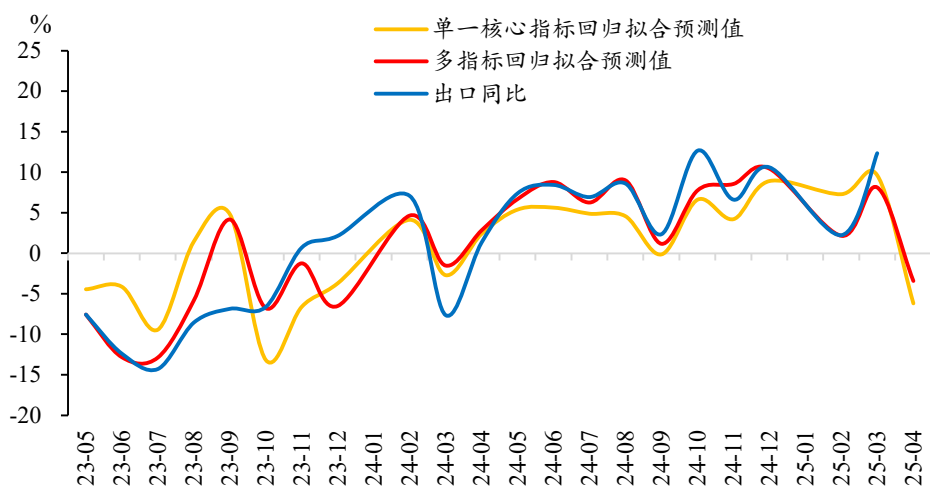
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 5: 根据美国对华依赖度, 推演不同关税幅度对我国 GDP 扰动



数据来源: TradeMap、Wind、开源证券研究所

附图 6: 预计 4 月出口同比回落至-3.4%左右



数据来源: Wind、开源证券研究所

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