



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：张云杰

执业证号：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **随着关税冲击后市场的逐步企稳，当前我们正进入从稳市场到稳经济的接续阶段。**稳市场的“先手棋”效果立竿见影，接下来做好稳经济的接续同样重要，这从近期国家层面一系列会议的频繁召开中已初见端倪。稳经济需要储备政策尽早与市场“见面”，否则下行压力的显现将造成二次风险。围绕总理所说的“有充足的储备政策工具”，我们认为后续政策端有如下线索：

➤ **“打铁还需自身硬”：关税乱局下，稳经济更需要构建“内循环”的明确指引。**在外部不确定性加剧的背景下，两会提出的“投资于人”含金量还在攀升——短期来看内需修复是稳定经济基本面的关键一环，长期来看“内循环”的构建更是一项经济战略调整。我们认为接下来政策将向两个方向发力、促进内需的企稳：

一方面，既有政策进一步加力扩容。比如加力实施城中村改造、推进货币化安置，不仅可以加快形成更多实物工作量，同时还能惠及更多居民。再如去年颇有成效的“两新”、已在部分地区落地的生育津贴，都将成为今年财政促消费的重要路径。

另一方面，挖掘服务消费中的“潜力股”。相较于其他发达经济体，当前我国服务消费的发展空间还很大。哪些服务消费领域有待挖掘？我们推测可能集中在当前居民消费支出占比偏低（潜能更大）、但又能较大幅度拉动价格整体回升（效果更好）的领域，这就意味着教育文化娱乐板块（含旅游、职业培训、文艺活动等）可能成为“首选”。

➤ **化解外部冲击：着重应对就业风险。**我国工业行业外贸依存度超过 10%（其中制造业部门更高，超过 13%），出口下行风险将加剧企业经营压力，进一步影响招聘需求。参考总理在 4 月 9 日座谈会的最新讲话，“及时推出增量政策”将重点锚定“加大力度稳就业促增收”。

参考我们在《关税风暴：政策对冲的经济账》中的测算方法，**美国对华加征 125% 关税（新增有效税率超过 100%），对规上工业企业营收同比的拖累约 1.4 个百分点；按静态弹性估算，对用工需求减少超过 200 万人。**考虑到 2025 年新增城镇就业目标为 1200 万人，关税落地对国内就业压力的影响不可忽视。

相应地，对重点产业的扶持力度也将加大。细分行业来看，外贸依存度高、行业体量大的多为高技术制造业，如计算机通信、电气机械、汽车、运输设备等。

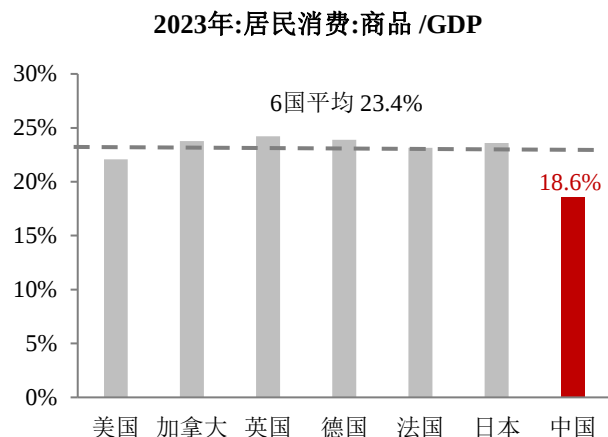
增量的储备政策，可能包括再贷款、财政贴息、减税降费等。2024 年，我国机电设备、车辆及运输设备的对美出口敞口分别为 14.6%、8.6%。在美国按照最新税率对华加征关税的情形下，政策若充分对冲出口风险、维持企业稳定经营，增量支持力度需要达到 1.2 万亿元以上。

➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期；美国贸易政策超预期。

相关研究

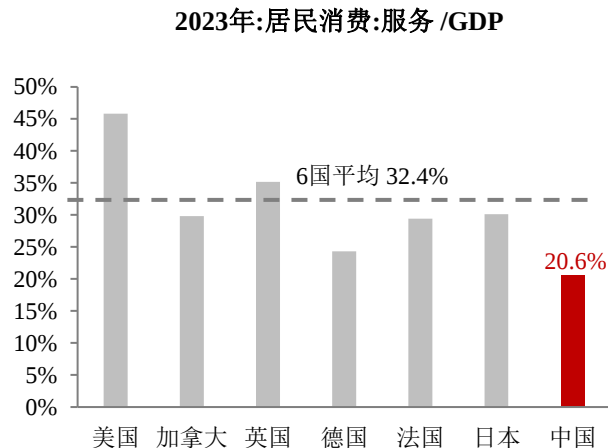
1. 经济动态跟踪：政策前奏：三条主线-2025/04/06
2. 美国政策前瞻：关税疑云：交易逻辑与终局-2025/04/06
3. 经济动态跟踪：关税风暴：政策对冲的经济账-2025/04/05
4. 经济动态跟踪：以史为鉴：重大关税冲击下的市场演绎-2025/04/02
5. 2025 年 3 月 PMI 点评：PMI 重回高点：顺风与逆流-2025/03/31

图1：我国居民商品消费水平和发达国家相对接近



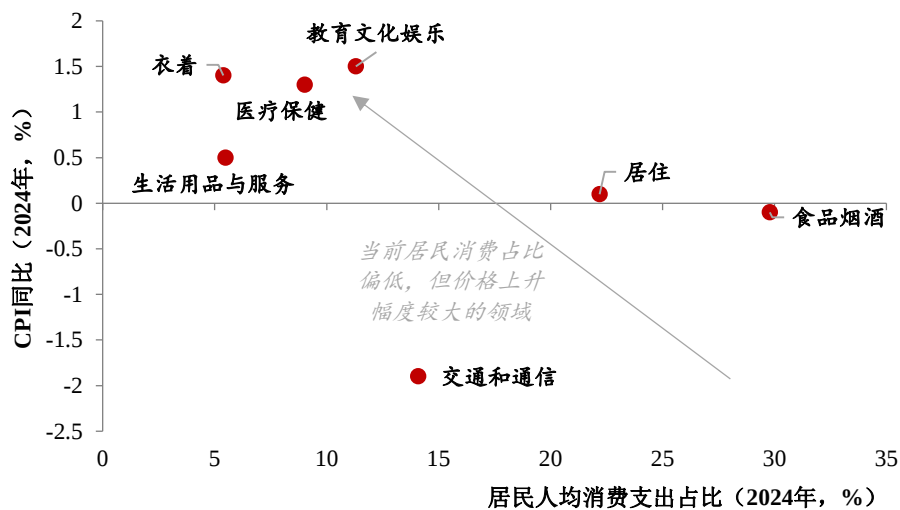
资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

图2：我国居民服务消费水平与发达国家距离较大



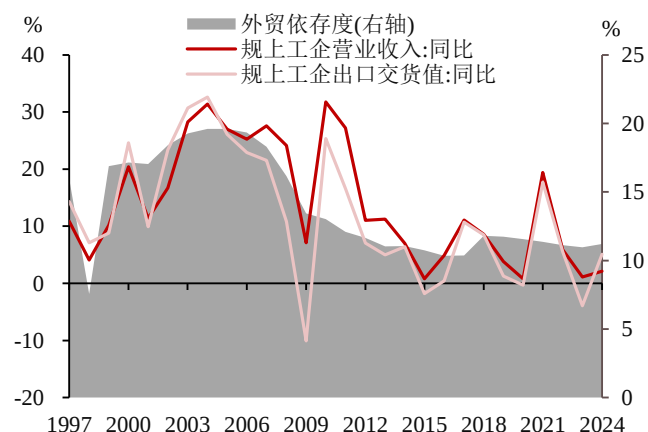
资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

图3：服务消费中，发展教育文化娱乐可能成为“首选”



资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：出口对于工业企业经营有直接影响



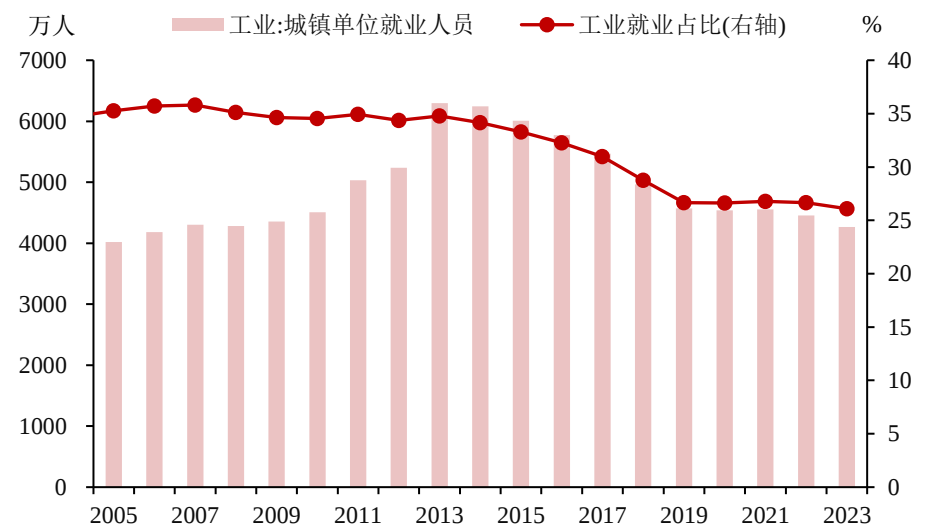
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：企业经营会进一步影响就业



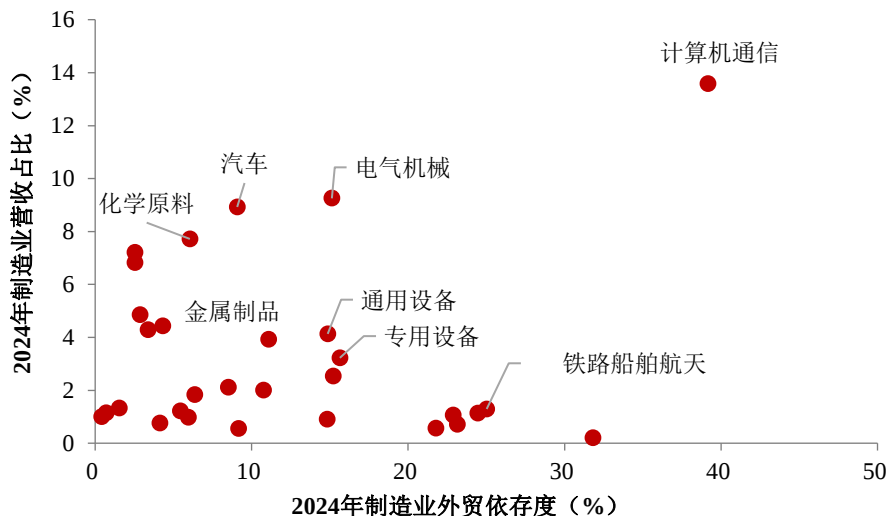
资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：工业城镇单位就业人员比重超过 25%



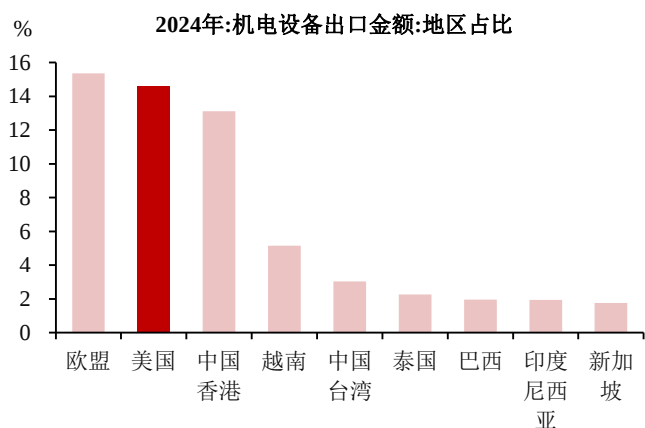
资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：细分行业中，尤其是高技术制造业的外贸依存度、行业体量均较高



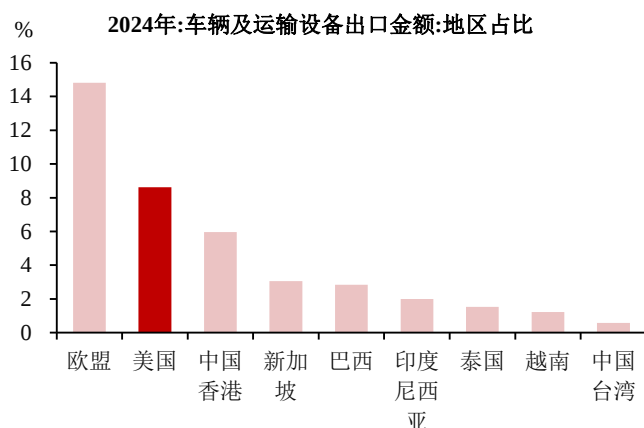
资料来源：iFind，民生证券研究院

图8：2024年，机电设备对美出口敞口为14.6%



资料来源：iFind，民生证券研究院

图9：2024年，车辆及运输设备对美出口敞口为8.6%



资料来源：iFind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048