

宏观点评 20250407

应对关税冲击，逆周期政策还有哪些可选项？

2025 年 04 月 07 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

■ **1、宏观政策会加大力度保障实现 5% 的经济目标。**一季度来看，政策节奏并不快；随着对等关税落地，政策加码时刻已经到来。3 月 23 日李强总理指出将在“必要时推出新的增量政策，为经济持续向好、平稳运行提供有力支撑”，目前已到“必要时”。

■ **2、政策关键在 3 个问题，即节奏、力度、方向。**

■ **从政策节奏来看，4 月政治局会议是重要的时间窗口。**一方面，政策出台越早，经济的损失越小，所以储备到下半年出的政策可能会提前到二季度；另一方面，参考去年 924 后的一揽子政策，稳增长是涉及各个部门的系统性政策，需要一定时间研判形势、确定政策。

■ **从政策力度来看，必然会加大力度稳增长，但政策思路仍然遵循高质量发展的逻辑。**保障实现 5% 增长目标可能并不意味着大放水式的强刺激，坚持高质量发展仍然是主要思路和逻辑，在稳增长的同时，仍然会兼顾债务风险的平衡，并通过结构性改革释放经济活力。

■ **从政策方向来看，按照潜在空间从大到小排序：消费>房地产>基建投资>制造业投资。**今年 1-2 月制造业投资增长 9%，基建投资（含电力）增长 10%，进一步扩大基建和制造业投资的空间并不大，而年初社零增速只有 4%，消费的潜在空间都比投资要大得多。另外，房地产销售和投资仍然偏弱，也存在一定的潜在空间。

■ **3、我们认为稳增长的政策选择很多，接下来的系统性政策可能会有三个重点：①防止出口风险扩散→②调整需求结构→③扩大政策规模。**下面我们将讨论这三个方向里，可能的政策选择：

■ **（1）防止出口风险扩散，主要是稳定出口链企业和就业，减轻关税冲击对整体经济的影响。**可选的政策包括：

■ **①扩大出口退税规模，**参考 2017-2018 年出口退税率提高 0.6 个点，对应出口退税增加近 1700 亿，达到 2 万亿左右。

■ **②降低非美国国家的进口关税、提高对非美国国家的出口补贴（要在避免贸易摩擦和反倾销调查的前提下），鼓励企业扩大非美市场。**如上轮贸易战期间，2018 年对美进口加征反制关税，同时降低非美国国家的进口关税，全年我国关税总水平下降近四分之一，从去年的 9.8% 降至 7.5%。

■ **③促进出口转内销，部分产品可以给予一定补贴，**比如按出口退税的标准补贴，或是参与国内市场的“以旧换新”补贴。

■ **④加大财政补助失业保险的力度，让参保的失业人员都能顺利领取失业金，减轻出口链失业带来的消费冲击。**从调查失业率口径来看，2023 年末 2400 万城镇调查失业人员里，只有 352 万人领取失业保险，受益率只有 14.7%。

■ **⑤参考 2020 年，可能会有阶段性的出口企业税费缓缴，**减轻流动性压力，支持企业渡过难关。

■ **（2）调整需求结构，主要是激发国内需求，外需走弱、内需接力。**可选的政策包括：

■ **①现有的消费补贴可以提高幅度。**举例来说，可以把目前家电汽车手机等产品的补贴力度上调 10 个点，如手机补贴 15%、至多 500 元，可以上调至 25%、至多 1500 元，其他产品以此类推。

■ **②将补贴范围扩大至服务消费。**可以考虑交通出行（如公交地铁、铁路等）、餐饮、酒店住宿、旅游景点等方面，参考家电“以旧换新”，对这

相关研究

《对等关税后的美国经济与市场策略推演》

2025-04-07

《利率：宽松预期推向前低，资金面仍是关键》

2025-04-07

些服务消费给予 10%-20%的消费补贴，并且提高频次，比如可以考虑每月（或季度）每人每类服务消费一张补贴券，扩大补贴人群的覆盖面。

- ③允许合理用途提取公积金、医保个人账户资金。许多城市对公积金提取和医保个人账户使用有较大限制，应该允许合理用途的提取，以减轻居民收支压力。公积金方面，所有租房、购房、装修等相关用途都可以允许提取；医保个人账户可以允许各地借鉴 2021 年之前北京市的政策，个账资金存至个人银行账户，不限制使用方向。
- ④扩大货币化安置规模，并加快落地。去年 10 月通过货币化安置的方式支持 100 万套住房改造，可以考虑扩大规模，如扩围至 200 万套。另外，前期货币化安置落地较慢，需要加快政策的落地。
- ⑤其他房地产政策，一方面，常规的降低公积金贷款利率、降低商贷利率还有空间；另一方面，专项债收储商品房加快推进。去年 10 月提出专项债收储商品房，时隔半年，进展偏慢，可以加快形成方案推进，必要时加大收储力度，促进各城市供需平衡。
- ⑥扩大投资的两个方向，一是支持人工智能等新质生产力方向的投资布局，二是在养老和医疗等领域的“补短板”投资。
- （3）扩大政策规模，主要是财政和货币等总量型政策的扩张。

- ①财政方面，可以分两步走，第一步是调整支出结构、提高稳增长效率。在出现极端压力之前，可以调整现有财政资金的使用结构，如 8000 亿用于“两重”的特别国债，可以调整用于产业投资、促消费、稳定出口就业等方面，提高现有政策的稳增长效率，如去年 7 月调整 3000 亿超长期特别国债用于设备更新和以旧换新。第二步，财政政策加力，如 4 月 6 日《人民日报》指出“财政赤字、专项债、特别国债等视情仍有进一步扩张空间”。
- ②货币政策方面，及时降准、适时降息，稳定社会信心和金融市场预期，引导融资成本继续下行。此外可以通过结构性货币政策，精准支持受关税冲击的出口企业，如扩大出口信用保险的承保规模和覆盖面、引导金融机构提高对出口企业的信贷投放比例等。

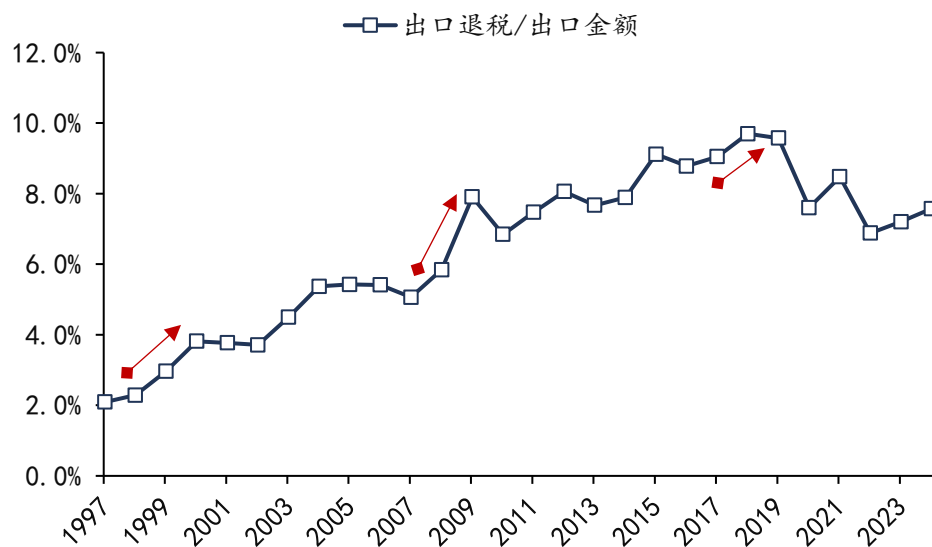
- 风险提示：政策落地不及预期；政策调整风险；政策理解偏误。

表1: 《人民日报》“集中精力办好自己的事”提及的储备政策

领域	政策
政策基调	党中央对美方对我实施新一轮经贸遏压已有预判, 对其可能造成的冲击有充分估计, 应对预案的提前量和富余量也打得较足。去年中央经济工作会议已经就如何应对美新一轮对华遏制打压作出全面部署, 强调要充实完善政策工具箱, 根据外部影响程度动态调整政策, 加强超常规逆周期调节 , 提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。今年全国两会上, 我们出台的很多政策, 如将今年财政赤字率确定为4%左右, 运用国债资金扩大对“两新”“两重”的支持等都是超常规政策的具体体现。
财政政策	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
货币政策	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
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 ……面对高关税持续压缩对美贸易空间, 我们更要把扩大内需作为长期战略, 努力把 消费打造成经济增长的主动力和压舱石 , 发挥超大规模市场优势
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, 开拓国内市场和非美市场 。
出口	国家正加快打通 “出口转内销” 政策堵点、卡点

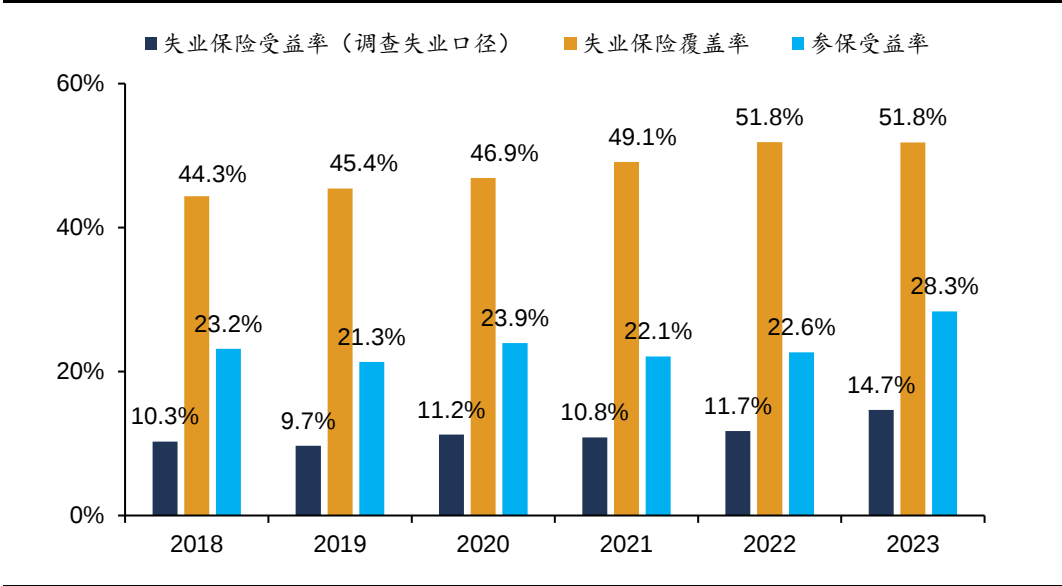
数据来源:《人民日报》, 东吴证券研究所

图1: 外需冲击时, 出口退税率会有所提高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2：失业保险的受益率可以提高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>