



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

➤ 如我们上篇报告《关税风暴：政策对冲的经济账》所述，随着关税风险的兑现，当前市场的核心矛盾已转化为经济下行和政策对冲的角力。打铁还需自身硬，清明假期最后一天官媒的发声，表明决策层已经就应对冲击做好了各种预案，我们预计 4 月底的政治局会议将给增量的储备政策定下基调。在此之前，股市作为宏观经济的风向标，稳市场将成为预期管理的重中之重，存在与之相关的三条主线：

➤ 首先，汇率的底线不会被突破，从而成为市场的稳定锚。无论未来关税风险如何升级，维持人民币汇率相对稳定即是“以不变应万变”。

一方面，当前环境下人民币贬值“弊大于利”。面对高额关税，人民币贬值对冲外贸的效果微乎其微，反而可能加剧资金外流的风险。从近年经验来看，7.35（美元兑人民币）或是需要“坚守”的底线。

另一方面，人民币贬值也与我国“捍卫多边主义”的基调不符。近年来，其他主要亚洲货币基本“锚定”人民币汇率波动。若人民币“失守”，可能引起其他经济体的“竞争性”贬值，对稳定市场、构建反制同盟等均有不利影响。

➤ 其次，降准或快于降息，辅之于结构性货币政策利率调降。

为什么降准优先于降息？从 2023 年以来的历次操作来看，降准开始更多承载稳定市场的功能。尤其在 2024 年 12 月政治局会议上，首次将“稳住楼市股市”作为经济工作的重点任务

为什么是结构性货币政策利率调降，而非总量降息？参考央行近期表态“研究创设新的结构性货币政策工具，加大消费重点领域低成本资金支持”，以新型再贷款为主体的结构性工具，可以在“结构性降息”、加大相关领域金融支持力度的同时，兼顾汇率稳定。而总量层面的降息，可能要等到美联储进一步宽松之后。

➤ 第三，加码服务消费是政策的优先项和必选项。鉴于当前传统投资的“潜能”渐小，相对于再刺激传统投资的地产和基建，政策转向服务消费“性价比”可能更高。一方面，“扩内需”政策的加码可能更有利于市场的预期引导；另一方面，当前与消费挂钩的财政支出乘数大于投资。

➤ 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. 美国政策前瞻：关税疑云：交易逻辑与终局-2025/04/06

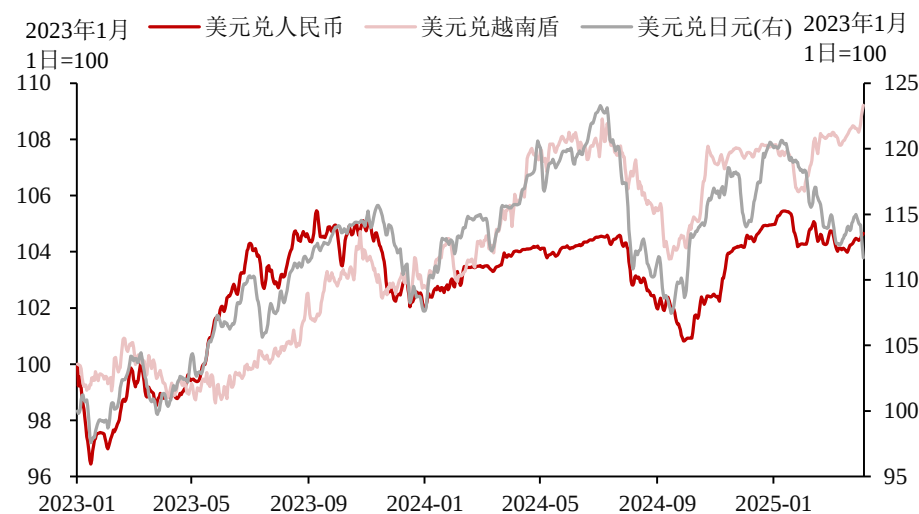
2. 经济动态跟踪：关税风暴：政策对冲的经济账-2025/04/05

3. 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

4. 2025 年 3 月 PMI 点评：PMI 重回高点：顺风与逆流-2025/03/31

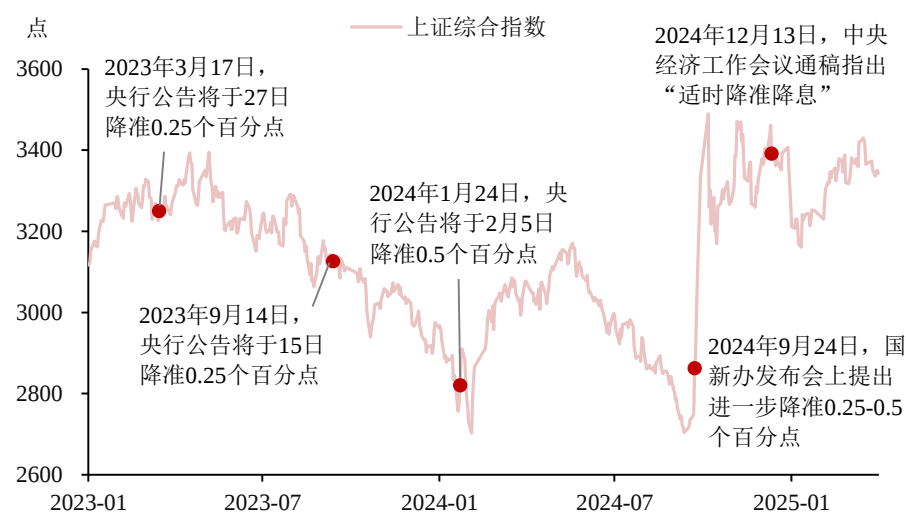
5. 美国经济点评：美国经济周期性走弱才刚开始-2025/03/30

图1：近年来，其他主要亚洲货币“锚定”人民币汇率波动



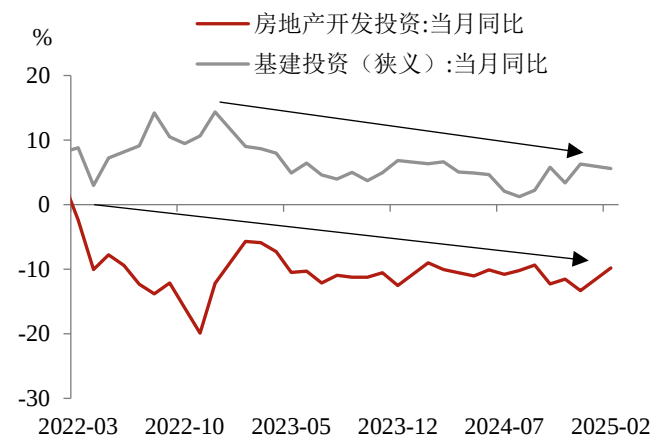
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：2024年以来的历次降准



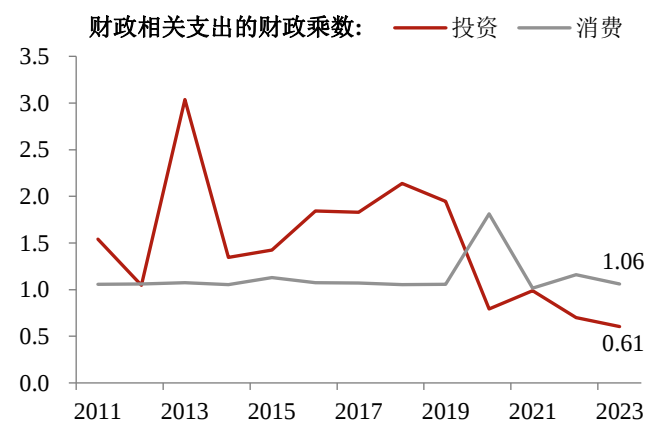
资料来源：中国人民银行、国新办、iFind，民生证券研究院

图3：传统投资项目的“可施展空间”渐小



资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：财政支出投向消费的效果大于投资



资料来源：Wind，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机构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