

关税风暴：政策对冲的经济账

2025 年 04 月 05 日



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

➤ 我们的上一篇报告《以史为鉴：重大关税冲击下的市场演绎》曾指出，“对等关税”下的市场演绎将进入一个新的阶段，而今随着尾部风险的确认，市场的核心矛盾也转化为经济下行斜率 vs. 政策对冲力度，这就需要算好与之相关的经济账：一是关税冲击下出口和经济之间会形成多大的“负反馈”？二是政策何时、何种方式、多大力度对冲？

➤ “对等关税”下，外需下行对于出口和经济的拖累幅度，可能会明显强于首轮中美贸易摩擦。

➤ 出口方面，54%的新增关税中，实际有效税率大约在 50%左右。其中包含今年 3 月初落地的 20%关税，以及 4 月 2 日宣布的 34%关税（剔除钢铝制品、汽车及零部件等行业关税后，有效税率约 30%）。以静态的出口弹性计算，50%的新增关税大致拖累出口增速下行 9.14 个百分点，对应出口金额 2.3 万亿元，这一拖累规模占 2024 年全年中国对美出口总额的 62.3%。

需要注意的是，若其他经济体（尤其是东盟等亚洲地区）未能通过谈判降低部分关税，我国对非美国国家的出口转移也将受到明显抑制，这一拖累幅度可能更大。

➤ 经济方面，新增关税对实际 GDP 增长的拖累可能不低于 1 个百分点。基于中国出口总额占经济比重，新增关税大致拖累 1.72 个百分点的名义 GDP。考虑到关税可能加剧价格层面的“负反馈”，对实际 GDP 的拖累可能更高（作为对比，2019 年约 0.5 个百分点）。

➤ 行业层面，制造业部门尤其是高技术制造业承压。我国工业部门中，主要是制造业外贸依存度较高、约 13%。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、汽车等。

➤ 若加征关税足额落地，财政对冲的力度多大为宜？如前文所述，累计新增 54%的关税大致拖累 1.72 个百分点的名义 GDP，即会对 GDP 造成约 2.4 万亿元的拖累。参考 IMF 估算的中国财政乘数为 0.7-1.5 倍，则需要 1.62-3.48 万亿元的财政资金去加以对冲，这一区间的中位数为 2.55 万亿元，即 2.55 万亿元的财政支出是对冲美国加征关税的适中规模。

➤ 从财政刺激的可能方向来看：消费 > 出口。鉴于美方宣布对等关税后、中方立马集中推出一系列反制措施，可见接下来中方对进一步刺激出口的意愿可能略弱于刺激消费。总理李强在外贸形势及相关政策部署中多次强调“政策储备充足、积极应对”，预计后续政策对冲将以财政、货币“协调配合”的形式落地：

收入端，一是预计将在二季度开始落地的生育、养老补贴，财政增量预计在 4000-5000 亿元（详细测算参见《生育补贴促消费的经济账》、《生育养老：财政的空间有多大？》）；二是进一步下调存量房贷利率，参考 2024 年的存量房贷基数，0.5-1 个百分点的平均利率降幅，可节省居民部门利息支出 1500-3000 亿元。

供给端，考虑到过往“两新”、科创再贷款等聚焦于制造业部门、商品消费，服务业消费应是接下来刺激消费的“重头戏”。目前已明确的超长期特别国债支持“两新”5000 亿元，科创再贷款追加额度、可撬动新增信贷资金 5000-9000 亿元。

相关研究

1. 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

2. 2025 年 3 月 PMI 点评：PMI 重回高点：顺风与逆流-2025/03/31

3. 美国经济点评：美国经济周期性走弱才刚开始-2025/03/30

4. 宏观经济专题：注定不对等：对等关税分析指南-2025/03/27

5. 2025 年 1-2 月工业企业利润点评：开年工业“哪家强”？-2025/03/27

但随着近年来政策资源持续向制造业部门倾斜，我国第二产业投资比重持续上升、三产投资相应下滑，尤其是住宿餐饮、教育、科学技术等服务业投资呈现下行压力。

“支持消费供给提质惠民”下，文旅、养老、体育等重点领域的消费基础设施和经营主体是重点支持对象。从 2.55 万亿元的支出中扣除其他政策支持，服务业领域的金融与财政贴息、减税降费等政策增量，需要达到 4000-8500 亿元。

➤ **不过，刺激消费增量政策的落地可能还有一段时间。**无论是去年的“两新”，还是今年的生育补贴，从政策“预告”到全面落实大概需要 4-6 个月时间。**近期重要政策窗口为 4 月政治局会议，预计会议将针对外部风险的加剧提出政策指引。**考虑到政策从部署到落地存在时间间隔、以及一季度经济表现较好，刺激消费增量政策的具体落地可能在下半年。

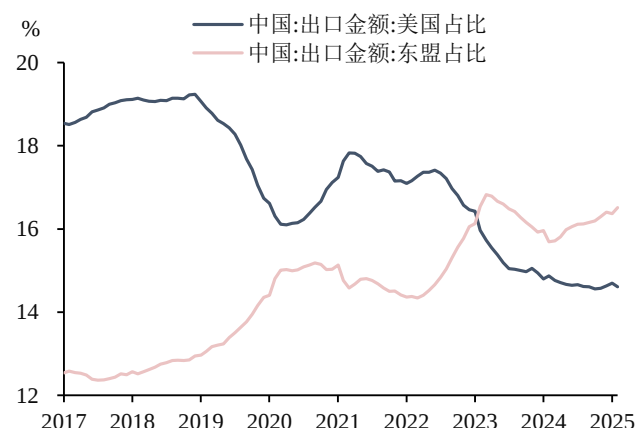
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：“对等关税”落地对中国出口及 GDP 的潜在影响

美国加征20%关税对中国名义GDP影响测算(不同出口价格弹性)				
项目	符号	影响测算		
出口价格弹性 (资料来源)	a	-1.00 《THE ECONOMIST》	-1.40 《Review of International Economics》	-1.80 《世界经济》
新增关税前加权平均税率(%)	b	12.30	12.30	12.30
新增关税税率(%)		54.00	54.00	54.00
有效新增关税税率(%)	c	50.00	50.00	50.00
关税影响出口价格(%)	$d=1/(1+b)*c$	44.52	44.52	44.52
关税影响对美出口增速(%)	$e=a*d$	-44.52	-62.33	-80.14
	ave (e)		-62.33	
中国对美出口占总出口比重(%)	f	14.66	14.66	14.66
关税影响总出口增速(%)	$g=e*f$	-6.53	-9.14	-11.75
	ave (g)		-9.14	
出口占名义GDP比重(%)	h	18.87	18.87	18.87
关税对名义GDP影响(%)	$i=g*h$		-1.72	

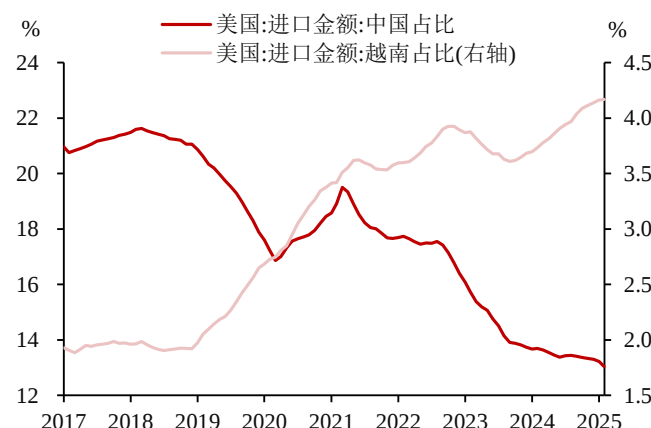
资料来源: Wind, 经济学人, RIE, 世界经济, 民生证券研究院

图2：近年来，核心贸易伙伴占我国出口份额变化



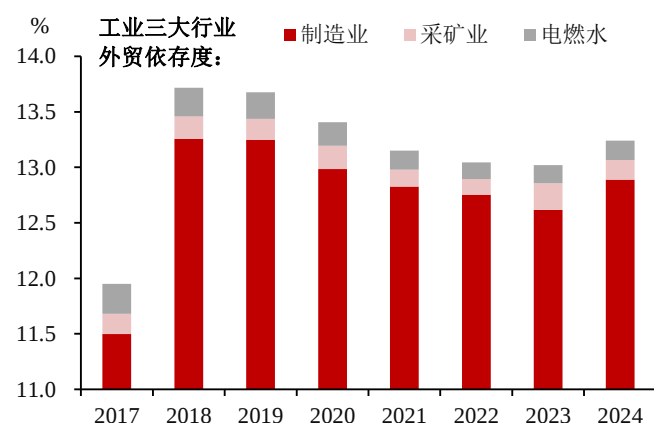
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图3：近年来，美国进口结构发生显著调整



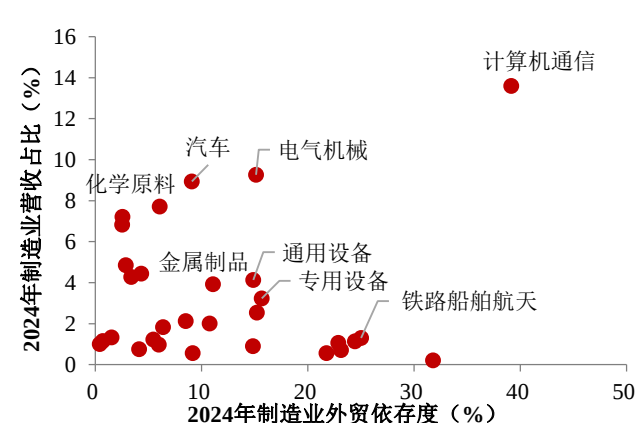
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图4：2024 年，我国制造业外贸依存度约 13%



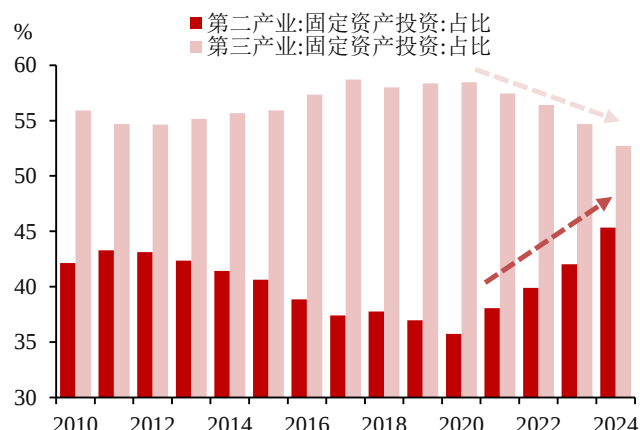
资料来源: iFind, 民生证券研究院

图5：高技术制造业的外贸依存度、行业体量均较高



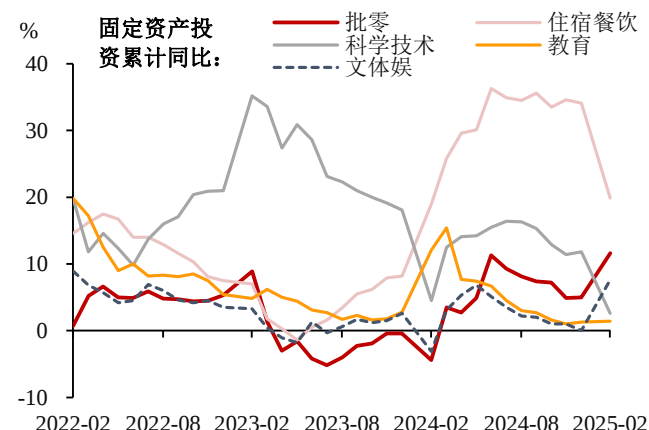
资料来源: iFind, 民生证券研究院

图6：2020年以来，我国二产投资占比上升、三产下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：住宿餐饮、科技、教育等服务业投资呈现下行压力



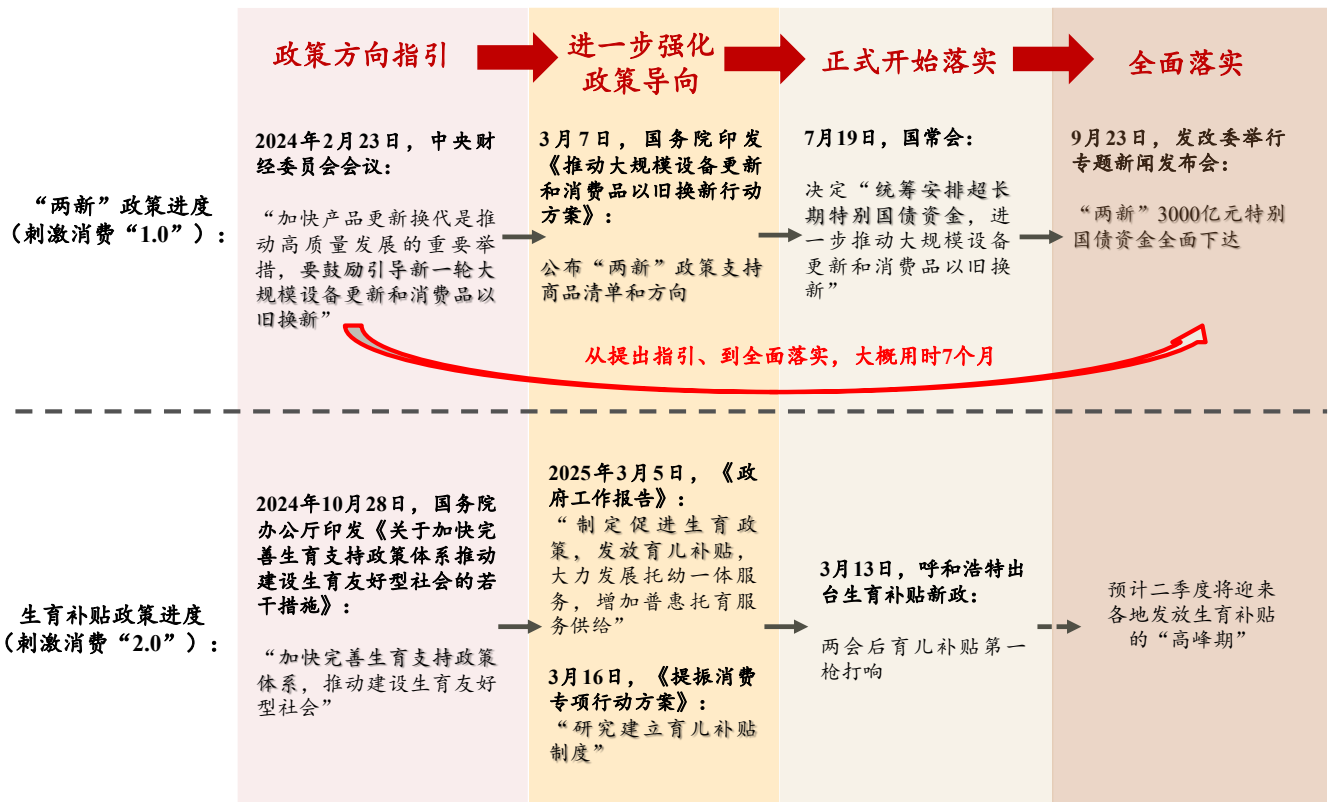
资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：现存的阶段性结构货币政策工具

项目	碳减排支持工具	科技创新和技术改造再贷款（第1期）	科技创新和技术改造再贷款（第2期）	保障性住房再贷款
额度	暂无限制	5000亿元	3000-5000亿元	3000亿元
余额	4385亿元（截至202412）	超过5400亿元（截至202412）	-	162亿元（截至202409）
适用金融机构	21家全国性金融机构			
央行激励比例	贷款本金60%	贷款本金60%	强化对银行的政策激励	贷款本金60%
申请机制	按季操作			
投向要求	碳减排重点领域（清洁能源、节能环保和碳减排技术）内的各类企业	科技型中小企业以及重点领域的数字化、智能化、高端化、绿色化技术改造和设备更新项目		支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房用作保障性住房
资金利率	1.75%	降低再贷款利率		低成本资金支持
实施期	至2027年末	至额度用完		至2027年末
市场利率	与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平，其中1-5年期贷款利率不高于5年期LPR	保持财政贴息力度，切实降低企业融资成本		-

资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

图9：“促消费”类政策从提出方向、到全面落实，至多需要两个季度



资料来源：中国政府网、新华社、国新办等，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