



月度中国宏观洞察：两会明确政策方向，迎接更严峻外需挑战

中美关系：关税战后续还有升级风险。特朗普上任后已加征中国商品关税高达 20%。相较上一轮关税战，此轮加征关税涉及面较广，执行更为迅速。根据今年 3 月初的经验，我们不排除特朗普在 4 月 2 日再次提高中国出口商品关税的可能性，幅度可能还是 10%。目前中美双方均尚未表现出就关税问题展开磋商的意愿，预计双方开始商议或至少要等到下半年。尽管当前出口数据尚未体现关税战影响，我们认为二季度起的出口数据或将开始承受关税压力，同比增速或转负。

数据回顾：1-2 月整体表现不俗，细节反映复苏仍不稳固。中国 1-2 月的实体经济数据好于预期，不过支撑消费的数码商品销量改善以及房产销售的复苏能否持续仍有待进一步观察，且 2 月信贷和通胀数据仍较弱。高频数据显示 3 月内需复苏的趋势仍在继续，尽管依然不平衡。

经济展望：一季度经济增速或仍在 5%或以上，但二季度起经济或面临下行压力。尤其是 2 月和 3 月美国两次加征所有自中国进口商品 10% 关税的政策对中国出口的影响或逐渐体现。不过政府或并不会在二季度就匆忙调整两会制定的政策方向，下一次潜在的显著调整或要等到 7 月政治局会议和二季度 GDP 数据出炉后。我们仍维持全年 4.5% 的经济增速预测不变，不过亦需警惕力度远高于 我们 和市场此前预期的关税战对中国经济的影响。

政策展望：两会明确方向后，政策进入落实期。在财政预算还未通过两会的 1-2 月，财政政策依然在继续发力。财政政策预计或成为接下来政策发力的主力军。重点关注《提振消费专项行动方案》的后续细节政策，尤其是全国性的促进生育政策和育儿补贴政策细节。“适度宽松”的货币政策将继续，二季度有望降准，定向宽松政策亦将陆续展开，但降息或要等到美联储预计 6 月降息后。房地产政策的短期重点或在落实已预告的供给端政策。需求端政策短期或处在观望期，中期或降低住房公积金贷款利率、提供契税优惠或/和配合生育政策推出购房优惠等。

汇率展望：后续关税战对人民币影响或加大。在特朗普上任两月加征 20% 中国商品关税后，我们注意到迄今为止汇率受到的影响不大，人民币兑美元汇率大致和新一轮关税战之前持平。尽管如此，我们并不认为人民币就会对接下来潜在的中美关税战升级继续免疫。如果此后特朗普再次提高中国进口商品关税，那么我们认为央行或允许人民币适当贬值以抵消关税对出口的负面影响，但幅度或小于 2018-2019 年关税战。

投资风险：后续政策刺激和政策成效不及预期；消费复苏乏力；房地产市场迟迟不企稳；特朗普执政下的中美关系风险，尤其在贸易方面。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025 年 3 月 31 日



扫码关注浦银国际研究

月度中国宏观洞察：两会明确政策方向，迎接更严峻外需挑战

特朗普上任后已加征中国商品关税 20%，中美关税战后续还有升级风险

3 月以来，中美关税纷争继续升级。继 2 月初美国对所有进口自中国的商品加征 10% 关税、中国亦反制加征美国能源和汽车等商品关税之后，3 月初美国再加征所有进口自中国商品加征 10%。在特朗普上任后短短两个月的时间里，中国出口到美国的所有商品已经被加征高达 20% 的关税，整体关税水平在 40% 附近，距离此前特朗普竞选期间提出的加征中国进口关税到 60% 仅剩下 20% 的差距。根据估算，20% 的加征关税或影响中国出口约 6 个百分点，拖累经济增速 1.2 个百分点（图表 2）。中国亦在美国加征关税之后发布了针对美国某些进口商品类别的加征关税政策。

在上一轮关税战，美国在加征的过程中会细分商品类目分批加征¹，且设置较长公示期²。相比之下，此轮加征关税涉及面较广（直接针对所有中国商品），执行更为迅速（2 月 1 日宣布后，2 月 4 日即加征）。而中国的反制措施亦有别于上轮关税战：在 2018-2019 年，中国一开始的反制措施较为对等——涉及商品价值和美国加征部分相同。而此轮关税战中，中国仅选取了部分商品实施加征关税，并采取将美国部分企业纳入出口管制管控名单以及不可靠实体清单等反制手段（图表 1）。

4 月 2 日或是关税战的下一个关键时间。特朗普已经预告将在 4 月 2 日公布互惠关税更多细节。特朗普对互惠关税的表态较为反复：一度称将给不少国家提供互惠关税的豁免，然而 3 月 30 日又反口称将对所有国家实施互惠关税。加墨两国在美国-墨西哥-加拿大协定（USMCA）内商品的关税豁免政策也将在同一时间到期。此外，针对药品和芯片行业的关税以及对欧盟的关税政策均有变化可能。特朗普上任以来已经施加的关税已经超过我们和市场对今年加征关税幅度的基本假设。因此，我们依然认为不可忽视特朗普利用关税等手段扭转美国贸易逆差和增加关税方面的财政收入的意图。若美国的平均关税率在 4 月 2 日继续升高，或拉低包括美国在内的全球经济增速，不利于中国的外需。虽然目前市场预计的各项潜在加征关税措施似乎并未涉及中国，但是根据 3 月初的经验，我们不排除特朗普在 4 月初再次提高进口自中国商品的关税的可能性，幅度可能还是 10%。

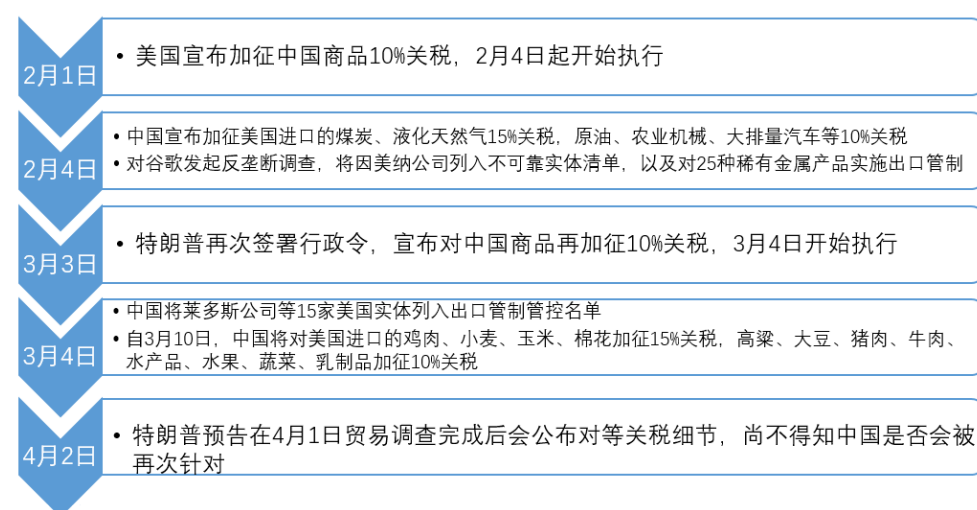
¹ 2018 年 4 月 3 日，美国贸易代表公布 500 亿美金商品关税加征清单，7 月 6 日和 8 月 23 日才分批执行。

² 首轮针对 500 亿美元中国出口商品，先加征 340 亿美元商品 25% 的关税，再加征 160 亿美元商品 25% 的关税，分批执行。第二轮针对 200 亿美元商品，先加征 10%，再加码到 25%。

尽管当前中国的出口数据尚未体现关税战影响（图表 3、图表 4），我们认为二季度起的出口数据或将开始承受关税压力，同比增速或有可能转负。在明确的数据支撑下，中国政府或开始针对稳外贸发布更多支持措施。在此前 2018 年的关税战中，央行曾在 2018 年下半年到 2019 年 9 月下调高达 3.2 个百分点的存款准备金率（图表 5），信贷脉冲亦大幅上升（图表 6）。不过考虑到贸易战带来的汇率压力，当时央行并未下调政策利率。其他部门亦积极行动，重点扶持中小型出口企业，减轻加征关税对其的影响（图表 7）。

然而，无疑美国加征关税将不利于中国出口和经济增长，美国激进的关税政策对美国亦是有害的。虽然鲍威尔在 3 月美联储议息会议发布会上宣称关税影响或是暂时的，而非像疫情影响一般是长期的，但是我们怀疑在关税战的层层升级之后，美国是否能毫发无伤。如果关税影响并非暂时的，那么我们计算当前美国已经对加拿大、墨西哥和中国三国施加的关税或拉高美国每年 CPI 通胀率 0.62 个百分点。物价水平的上升亦会抑制美国居民本就下行的消费意愿以及企业投资意愿，拉低消费和投资，最终拉低经济增速。目前中美双方均尚无表现出就关税问题展开磋商的意愿，预计中美双方坐到谈判桌来商议双边贸易问题或还需等到双方均对关税战对经济的影响有更切身体会，或至少要等到下半年。

图表 1：2025 年新一轮中美贸易战进展



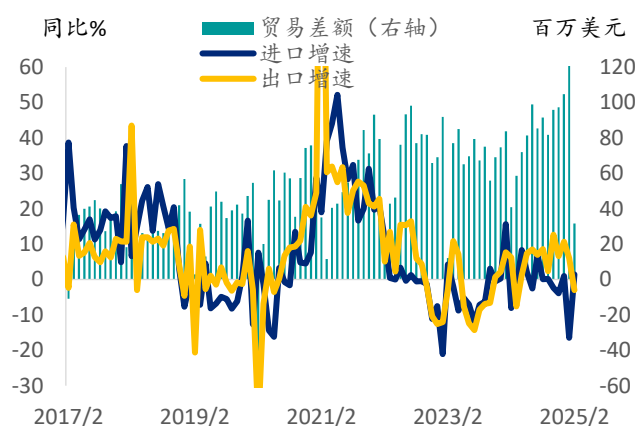
资料来源：新闻报道、中国商务部、浦银国际

图表 2：美国对从中国进口商品加征关税的影响研究：已加征的 20% 关税或影响出口 6 个百分点，GDP 1.2 个百分点

	来源	公式	2018-2019 年贸易战前平均关税从 3.8% 提高到	2025 年 2 月-3 月初，对所有出口美国商品加征 20%	特朗普威胁进一步将关税增加至 60%
美国对中国进口商品关税增幅	政策	a	15.5%	20.0%	20.7%
关税到价格的传导	Feenstra (1989)	b	0.6	0.6	0.6
美国进口商品的价格增幅	计算得出	c=a*b	9%	12%	12%
美国从中国进口商品总额（亿美元）	中国统计局 2020, 2023	d	4518	5003	5003
美国进口价格弹性	Kee et al (2008)	e	-3.39	-3.39	-3.39
美国从中国进口商品预计减少（亿美元）	计算得出	f=c*d*e	-1424	-2035	-2106
中美贸易顺差（亿美元）	中国海关 2020, 2023	g	3169	3361	3361
中国总出口（亿美元）	中国海关 2020, 2023	h	25900	33790	33790
中国 GDP（亿美元）	中国统计局 2020, 2023	i	148626	176620	176620
对中美贸易顺差的影响	计算得出	k=f/g	-44.9%	-60.5%	-62.7%
对中国出口的影响	计算得出	l=f/h	-5.5%	-6.0%	-6.2%
对中国 GDP 的影响	计算得出	m=f/i	-1.0%	-1.2%	-1.2%

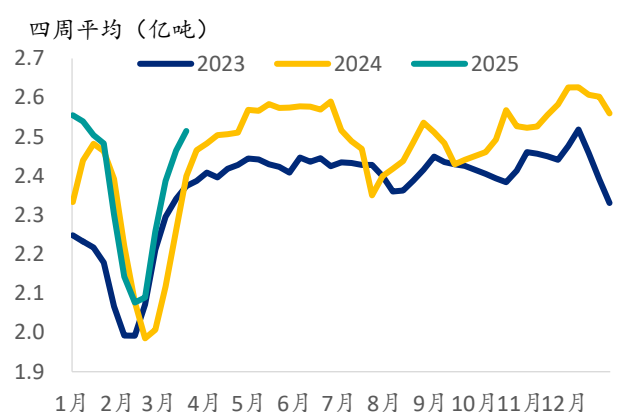
资料来源：同花顺、CEIC、浦银国际估算

图表 3：今年 2 月出口下滑更多或是因为春节错位和高基数效应



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 4：截止到 3 月 23 日，港口完成货物吞吐量表现好于去年同期



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 5：央行曾在 2018 年下半年到 2019 年 9 月下调存款准备金率高达 3.2 个百分点



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 6：信贷脉冲在贸易战爆发后大幅上升，尤其是以社融计算的信贷脉冲



资料来源：CEIC、浦银国际

图表 7：中国政府在此前贸易战爆发后的应对政策措施

日期	部门	具体内容
2018 年 9 月 28 日	国务院	国务院常务会议进一步降低机电设备、纺织品、建筑装饰材料等 1585 种产品进口关税，自 2018 年 11 月 1 日起实施。关税从 2017 年的 9.8% 下调至 7.5%，2018 年的关税调整可为企业和消费者节省人民币 600 亿元。
2018 年 10 月 7 日	财政部	财政部研究未来更大规模的减税和更积极的财政政策，以稳定增长。税费减免总额预计超过人民币 1.3 万亿元，而全国人大期间确定的目标是人民币 1.1 万亿元。此外，财政部还将支持重大项目建设，并通过提高个人所得税扣除来刺激消费。
2018 年 10 月 7 日	央行	下调部分银行存款准备金率 100 个基点，除了其中 4500 亿元用于偿还到期的 MLF 贷款外，将额外释放流动性 7500 亿元支持实体经济。
2018 年 10 月 8 日	国务院	2018 年 11 月 1 日起，国务院再次提高出口退税率，原 15% 出口和部分 13% 出口退税率提高至 16%；出口退税率 9% 的，税率提高到 10%，有的甚至达到 13%；出口退税率 5% 的，税率提高到 6%，有的甚至达到 10%。该措施不适用于高耗能、高污染、产能过剩相关出口。同时，7 档返利下调至 5 档。
2018 年 10 月 22 日	央行	公布两项新举措支持民营企业融资：1) 宣布新增 1500 亿元再贷款和再贴现贷款额度，用以支持银行向中小企业和民营企业发放贷款；2) 设立民营企业债券融资支持工具。
2018 年 11 月 8 日	银保监会	银保监会主席郭树清要求银行对民企的新增贷款在整体企业贷款中的比例在大银行必须达到 1/3，对中小银行必须达到 2/3。对整体银行系统来说，争取在 3 年的时间内将民企企业贷款在总体企业贷款中的比重提升到 50% 以上，此前大约在 40%。
2018 年 11 月 9 日	国务院	国务院常务会议要求 2018 年四季度中小企业贷款利率降低 1 个百分点，并要求国有企业和政府按时偿还对民营企业的应收账款。
2019 年 1 月 2 日	央行	宣布扩大普惠金融定向降准范围：对授信额度在 1000 万元以下的中小企业贷款实行定向降准，此前标准为 500 万元。
2019 年 1 月 9 日	国务院	国务院常务会议公布减轻中小企业税负的新举措，预计每年减轻 2000 亿元税负。
2019 年 1 月	央行	央行分两次降低存款准备金率，分别在 15 日和 25 日降低 50 个基点，排除了偿还到期的 MLF 贷款之外，约释放 8000 亿元永久性流动性。
2019 年 2 月 14 日	国务院	发布《关于加快民营企业 IPO 和股权再融资的新指导意见》，我们预计民企进入资本市场的融资渠道将有所拓宽。
2019 年 5 月 6 日	央行	宣布在 5 月 15 日对农村中小银行下调存款准备金率最多 3.5 个百分点到 8%，注入 2800 亿元永久性流动性。
2019 年 9 月 6 日	央行	宣布在 9 月 16 日下调整体存款准备金率 50 个基点。为了进一步扩大对小微企业和民企的贷款支持，城市商业银行的存款准备金率分两次在 10 月 15 日和 11 月 15 日下调，共下调 100 个基点。两项降准操作总共释放 9000 亿元流动性。

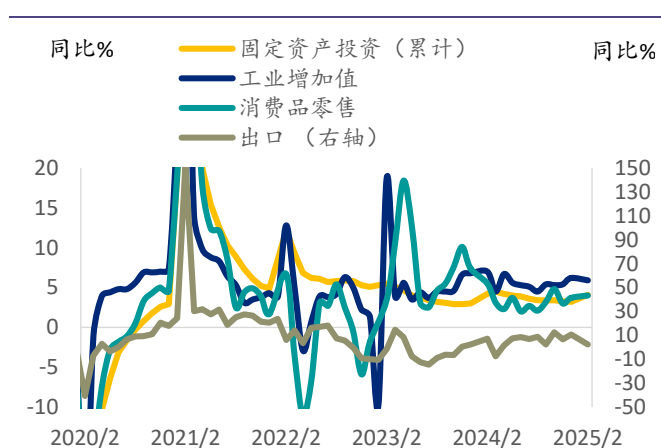
资料来源：新闻报道，浦银国际

数据回顾：1-2 月整体表现不俗，细节反映复苏仍不稳固

中国 1-2 月的实体经济数据好于预期，继续体现此前政策刺激成效。从需求端来看，1-2 月社会消费品零售总额同比增速继续加快，且好于市场预期。其中餐饮消费同比增速显著改善是主要推动力。固定资产投资同比增速大幅反弹 0.9 个百分点到 4.1%（图表 8），得益于基建投资增速的大幅加快以及房地产投资跌幅的收窄（图表 9）。然而，1-2 月平均核心 CPI 和服务 CPI 较去年 12 月有所下降，尽管整体 CPI 大致持平，促通胀依然任重道远。从供给端来看，工业生产总值同比增速虽然有所下降，但仍高于预期。再加上今年春节影响基本落在 1-2 月数据，而去年 3 月数据亦受到春节部分影响，因此 5.9% 的同比增速依然较为强劲。

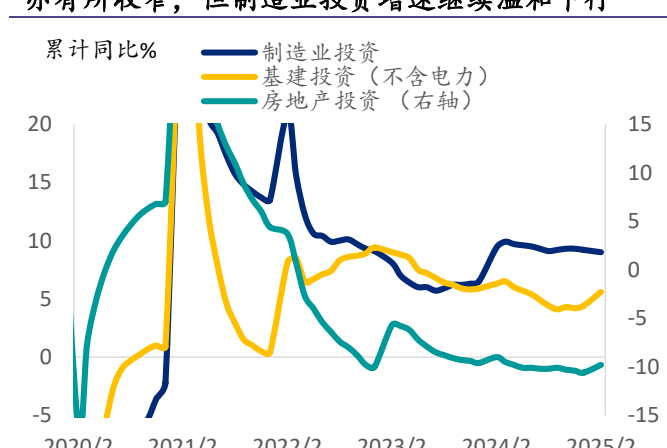
但细节反映复苏仍不稳固。在消费领域，消费品以旧换新政策的升级推动了数码商品的显著改善。不过考虑到以旧换新政策对家电和汽车销售促进作用的减弱，政策成效的可持续性仍有待观察。在房地产领域，尽管投资和销售较去年全年来说跌幅有所收窄，但对比我们自行计算的去年 12 月单月的数据来看，1-2 月表现是弱于去年 12 月的（不过两种口径对比或存在统计误差、图表 10）。此外，70 大中城市新建商品房价格环比跌幅在 2 月亦有略微扩大（图表 11）。并且，房产销售复苏呈现显著的分化现象，三线城市复苏明显弱于一二线城市（图表 12），这和三线城市房价迟迟没有企稳相对应。房地产行业要彻底企稳或仍需耐心等待。接下来还需密切关注房价和房产销售这两大行业先行指标的演变。在信贷方面，1-2 月新增人民币贷款仍较去年同期下降 2,300 亿元，主要是新增居民贷款大减，这或意味着信贷需求依然较弱（图表 13）。

图表 8：1-2 月实体经济数据均好于预期



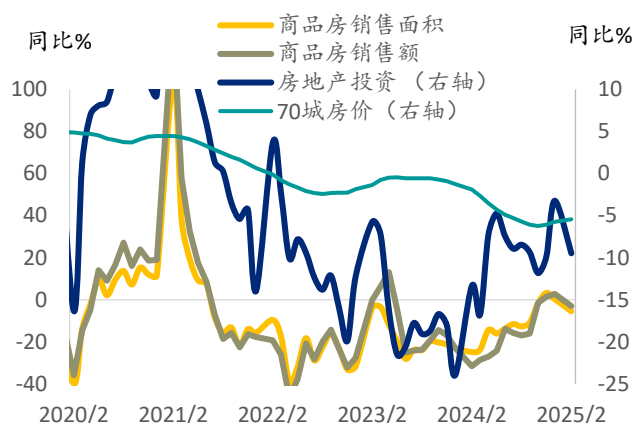
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 9：基建投资增速大幅加快，房地产投资跌幅亦有所收窄，但制造业投资增速继续温和下行



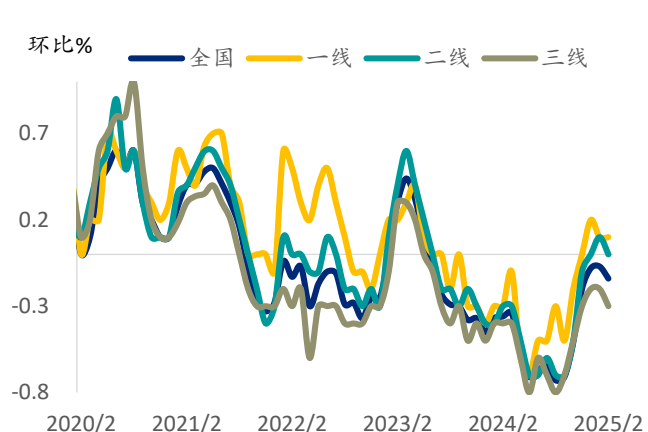
资料来源：同花顺，浦银国际

图表 10: 从我们自己推算的同比增速来看, 1-2 月销售和投資增速均慢于去年 12 月



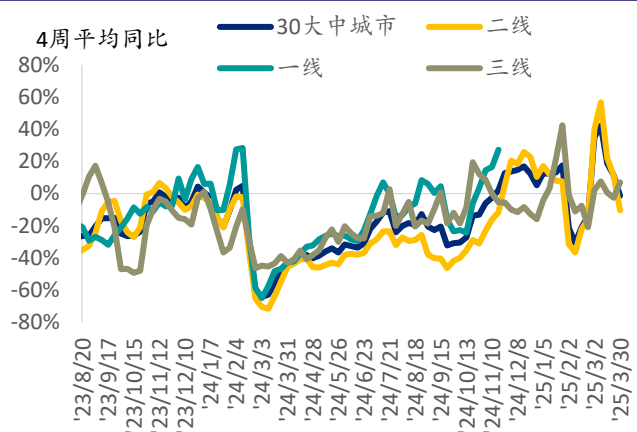
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 11: 2 月 70 大中城市新建商品房价格环比跌幅较 1 月略微扩大



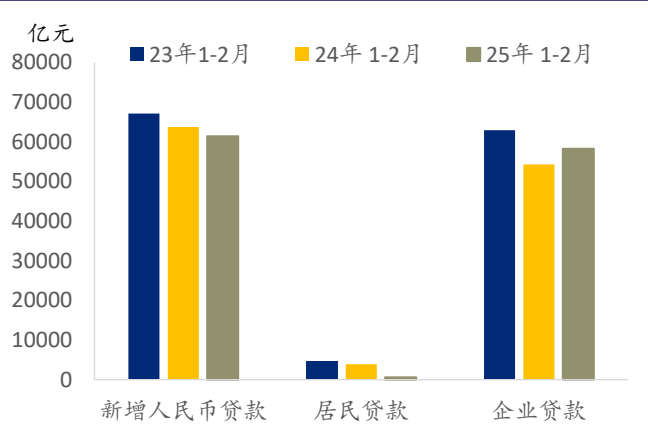
资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 12: 房产销售复苏分化, 三线城市复苏明显弱于一二线城市



资料来源: 同花顺, 浦银国际

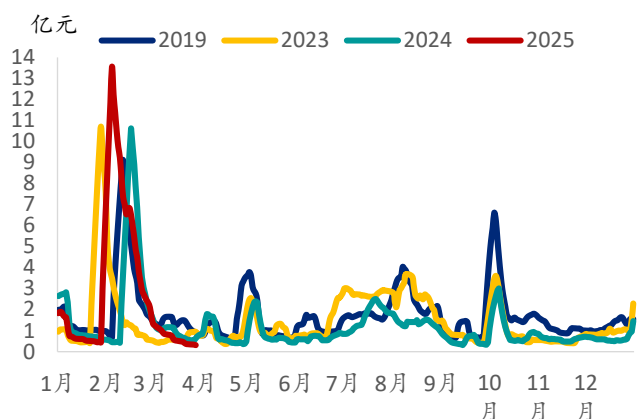
图表 13: 1-2 月贷款少于去年同期, 主要是因为居民贷款较弱



资料来源: 同花顺, 浦银国际

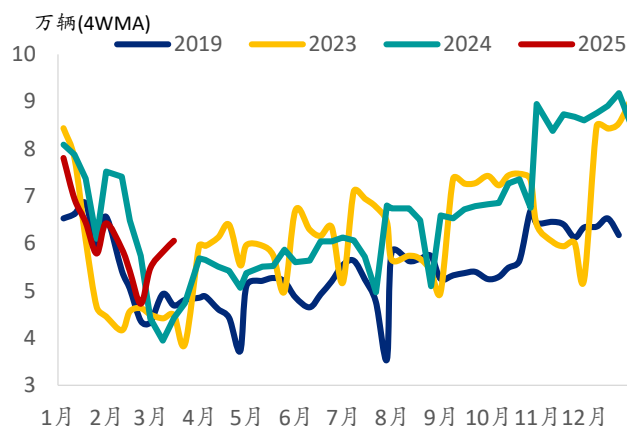
高频数据显示 3 月内需复苏的趋势仍在继续, 尽管依然不平衡。代表服务消费的电影票房在春节旺季之后趋于平淡 (图表 14)。实物消费方面, 1-2 月汽车销售同比下滑的趋势在 3 月有望逆转: 高频数据显示厂家乘用车日均零售数量 3 月回暖 (图表 15)。房产销售更是在 3 月 1-30 日较去年同期上涨 2.1% (图表 16)。投资方面, 与基建和房地产投资联系较为紧密的沥青企业开工率虽然节后攀升较快, 但从绝对值来看仍处在较低水平上 (图表 17)。

图表 14：在春节期间电影票房井喷之后，3 月票房趋于平淡



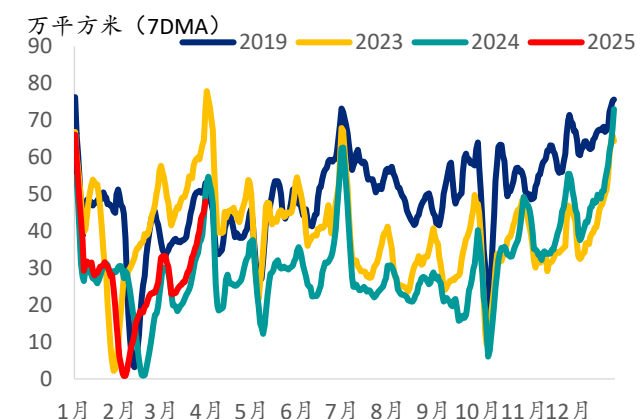
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 15：汽车销售 3 月明显好转



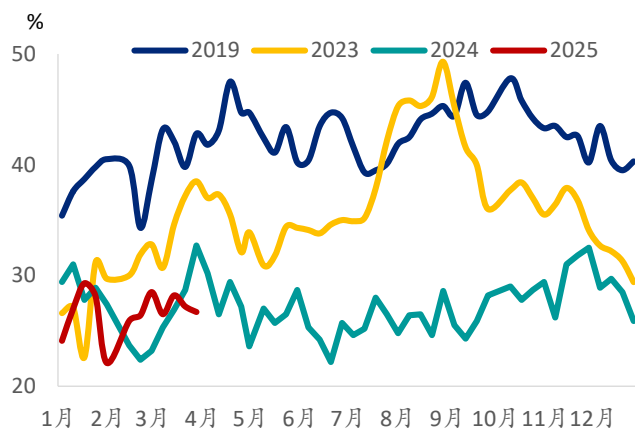
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 16：30 大中城市房产销售 3 月前 30 天较去年同期增长 2.1%



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 17：沥青开工率年后复苏快于去年，但是从绝对值来说仍然较低



资料来源：同花顺、浦银国际

经济增长展望

一季度经济增速或仍在 5%或以上，但二季度起经济或面临下行压力。结合 1-2 月实体数据的发布和 3 月高频数据，我们预计一季度经济增速或仅较四季度小幅回落，至 5%或以上。然而，二季度起经济压力或明显增大。一方面，在被美国加征了 20%关税、出口抢跑结束之后，二季度出口增速或大幅下滑、甚至转负。另一方面，迄今为止的经济复苏得益于去年 9 月起的政策加码，但政策成效或正在逐渐减弱。虽然两会再次明确了全面扩大内需的政策方针，但是促消费稳投资政策能否足够弥补外需转弱带来的负面影响仍有待观察，尤其是中美关税战亦会在一定程度上影响消费和投资信心。不过政府或并不会在二季度就匆忙调整两会制定的政策方向，下一次潜在的显著调整或要等到 7 月政治局会议和二季度 GDP 数据出炉后。总的来说，我们维持全年 4.5%的经济增速预测不变，不过亦需警惕力度远高于我们和市场去年年底预期的关税战对中国经济的影响。

政策展望

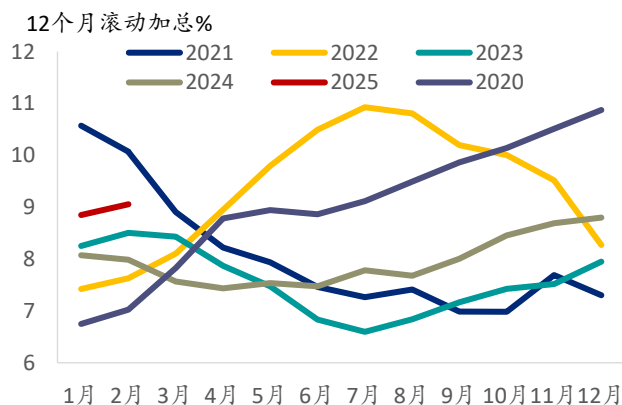
（一）财政政策

即便在财政预算还未通过两会的 1-2 月，财政政策依然在继续发力。首先，政府在今年 1 月 8 日宣布扩展设备更新和消费品以旧换新政策的范围，并提前下达 810 亿元资金用于以旧换新。其次，1-2 月社融增量口径下的政府债券发行较去年同期增加了高达 1.49 万亿元（166%同比增速）。最后，我们测算的广义赤字率在今年 1-2 月继续升高，其中预算内和政府性基金赤字率的扩大是主要原因，城投债略有边际改善（图表 19）。和往年相比，今年 1-2 月的赤字率仅次于疫情防控特殊时期的 2021 年（图表 18）。

财政政策预计将成为接下来政策发力的主力军。两会制定的财政预算体现了更加积极的政策取向。4%左右的财政预算赤字率、4.4 万亿元地方政府专项债额度、1.3 万亿元超长期特别国债额度基本符合我们的预期（图表 20、图表 21）。如果不计入用于补充银行资本金的 5,000 亿元特别国债，新增政府债务规模较去年增加 2.4 万亿元，相当于约 1.7% GDP 的财政刺激扩张远高于 2024 年的 0.9% GDP。

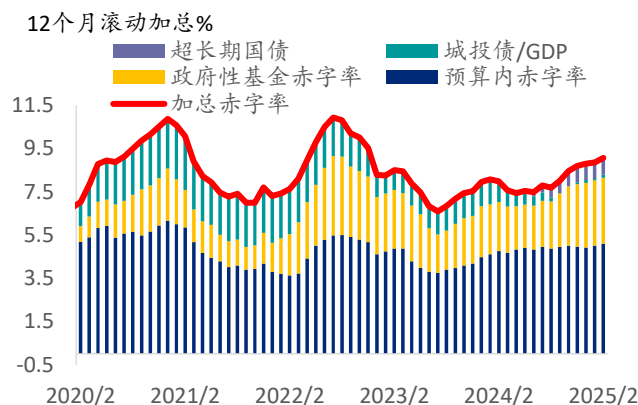
在具体资金的使用上，全方位扩大国内需求、尤其是提振消费以及加码科技相关投资为重点所在。在促消费方面，用于“消费品以旧换新”的超长期特别国债资金规模较去年翻倍至 3,000 亿元。不过我们认为如果有需要，资金规模仍有扩张空间，使用领域亦可向服务消费扩展。居民基础养老金和医保补助标准等亦有提高。3 月 16 日晚间，政府公布了《提振消费专项行动方案》，延续《政府工作报告》（简称《报告》）的基本思路，后续细节政策的发布值得关注。尤其是《报告》和新方案中明确提及将制定促进生育政策，发放育儿补贴。呼和浩特在 3 月 13 日已公布育儿补贴细则，之后其他地区的跟进以及全国性政策的发布值得期待。在稳投资方面，今年中央预算内投资较去年增加 350 亿元到 7,350 亿元。《报告》亦在化解地方政府债务风险中提到支持打开新的投资空间。此外，用于支持科技创新和传统产业提升的投资今年或大幅增加，尤其在人工智能领域。

图表 18：今年 1-2 月广义赤字率在近几年中仅次于 2021 年



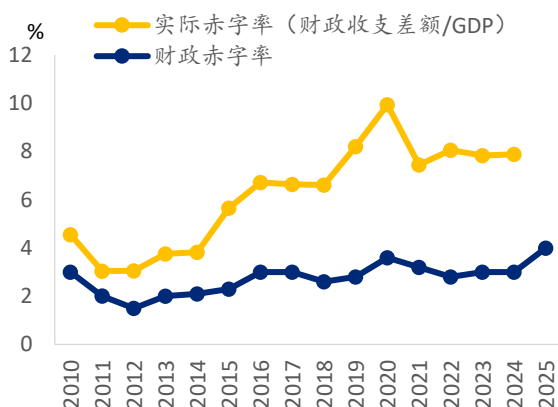
资料来源：同花顺、浦银国际估算

图表 19：广义赤字率在今年 1-2 月继续升高，预算内和政府性基金赤字率的扩大是主要原因



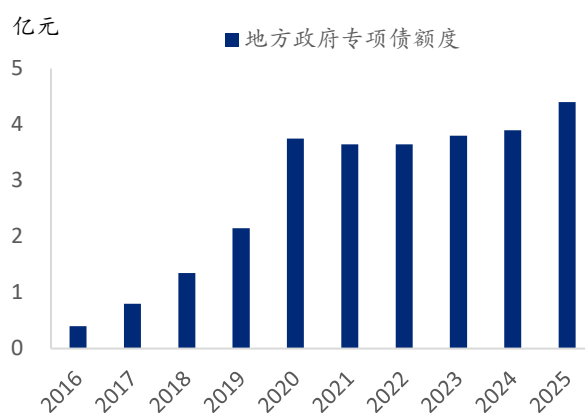
资料来源：同花顺、浦银国际估算

图表 20：一般财政赤字率提高 1 个百分点到 4% 左右



资料来源：同花顺、《政府工作报告》、浦银国际

图表 21：地方政府专项债额度显著增加 5000 亿元，到 4.4 万亿元



资料来源：同花顺、《政府工作报告》、浦银国际

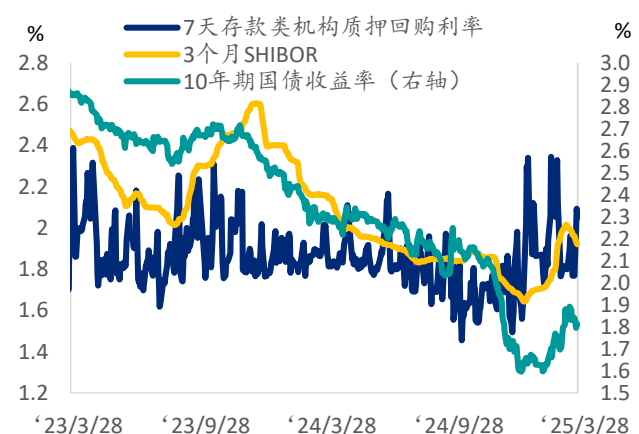
(二) 货币政策

“适度宽松”的货币政策将继续，二季度有望降准，定向宽松政策亦将陆续展开。《报告》重申适度宽松的货币政策、适时降准降息。具体来看：

- 在降息方面，3 月 24 日，央行宣布自本月(3 月)起中期借贷便利(MLF)将采用固定数量、利率招标和多重价位中标方式开展操作。而之前 MLF 采用的是统一招标，并被市场广泛认定为央行隐含的政策利率。由于现在的一年期 MLF 利率(2%)高于一年期同业存单(大致在 1.95%)，采用多重价格中标或相当于央行变相降息约 0.05%，有助于压降商业银行负债成本和息差压力。1-2 月明显弱于去年同期的信贷投放表明信贷需求依然偏弱(图表 13)，有进一步降息以提振信贷需求的需要。然而考虑到关税战中人民币的贬值压力，以及美联储降息预期的频繁波动，央行在短期内或选择维持政策利率按兵不动。在上一轮关税战中，央行频繁调低存款准备金率(图表 5)，但出于汇率压力一直没有降息。然而这次情况或有所不同：如果美联储如我们预期般在 6 月开始降息，那么或给央行打开降息政策空间。全年来说，我们维持 20-30 个基点的降息预测。
- 在降准方面，央行迟迟没有兑现去年四季度降准的承诺，并在今年春节前亦选择了加大公开市场操作的力度，而不是降准的方式来熨平新年的流动性压力。除了汇率压力之外，偏低的国债收益率引致的金融风险亦是央行至今尚未降准的原因所在(图表 22、图表 23)。不过从近期的演变来看，汇债两市的压力均有一定程度的缓解。我们认为二季度央行将择机降低存款准备金率 25-50 个基点，然而下半年或还有一次 25-50 个基点的降准。

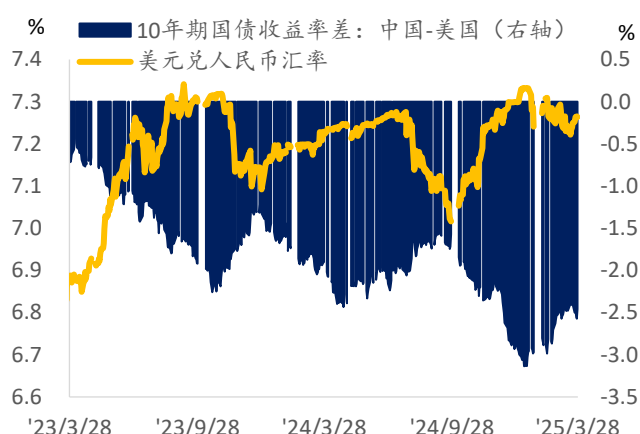
- 此外,《报告》亦要求要“优化和创新结构性货币政策工具”,增强对几大领域的重点支持,包括“更大力度促进楼市股市健康发展”、“加大对科技创新、绿色发展、提振消费以及民营、小微企业等的支持”。根据《报告》的表态,央行或优化或创造结构性工具用于支持股市楼市、民企、科技创新和提振消费。这方面的操作或从二季度开始陆续展开,值得期待。

图表 22: 国债收益率在 2 月初见底后开始回升, 尽管 3 月下旬略微回落



资料来源: 同花顺, 浦银国际

图表 23: 中美 10 年期国债收益率差有所收窄, 人民币兑美元略微升值



资料来源: 同花顺, 浦银国际

(三) 房地产政策

房地产政策继续强调推动行业止跌回稳。《报告》在重申中央经济工作会议表述的基础上, 特别提及了“拓宽保障性住房再贷款使用范围”, “有效防范房企债务违约风险”。这或意味着政府对供给端的支持将再次升级, 以防止房企债务违约影响房地产市场信心。此外, 去年年底已预告政策的落实亦是焦点所在, 包括专项债支持收地收储、央行收地专项再贷款的设立和 100 万套货币化安置城中村和危旧房改造等进展。尽管《报告》中没有具体提及, 我们估计支持收地收储的专项债规模或在 8000 亿元以上。另外我们亦期待去年 10 月[住建部发布会](#)就提到的支持收购存量土地的专项再贷款的设立, 初始规模可能在 3000 亿元。中期来看, 如果政策成效不及预期, 政府仍有空间扩展“白名单”信贷规模和货币化安置城中村改造的规模以及提供更多更便宜的资金支持房企去库存。

从需求端来看, 在《提振消费专项行动方案》中提到将“落实促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策。适时降低住房公积金贷款利率。扩大住房公积金使用范围”。鉴于今年以来房产销售恢复情况尚可, 需求端政策短期内或处在观望期。从中期来看, 如果房产销售恢复动能转弱, 政策可能进一步加码, 例如方案中提及的降低住房公积金贷款利率、提供契税优惠或/和配合生育政策推出购房优惠等 (图表 24)。

图表 24：我们预测的今年增量政策措施预测汇总

方向	内容	2024 年	2025 年已宣布	短期政策预期	全年政策预期
货币	降低存款准备金率	100 个基点	/	二季度降准 25-50 个基点	全年降 50-100 个基点
	降低政策利率	30 个基点	/	美联储降息前，可能性不高	全年降 20-30 个基点
	其他			自二季度起，央行或优化或创造结构性工具用于支持股市楼市、民企、科技创新和提振消费	
财政	赤字率	3.0%	4.0%左右	/	/
	专项债额度	3.9 万亿元	4.4 万亿元	/	/
	特别国债额度	1 万亿元	1.3 万亿元超长期，5000 亿元补充银行资本金	/	/
	设备更新和消费品以旧换新	加总起来 3000 亿元	以旧换新扩容，3000 亿元资金	/	以旧换新扩展到服务消费，追加资金支持
	其他			- 促消费：《提振消费专项行动方案》的后续细节政策，尤其是全国性的促进生育政策和育儿补贴政策细节。 - 稳投资：化解地方政府债务风险中提到支持打开新的投资空间。用于支持科技创新和传统产业提升的投资或大幅增加，尤其在人工智能领域。	
房地产	专项债收地收储	预告		今年至少 8000 亿元资金用于收地收储	
	收地专项再贷款	预告将设立		初始规模预计在 3000 亿元	
	白名单项目信贷规模	年底翻倍到 4 万亿元		进一步扩大	
	保障性住房再贷款	3000 亿元		/	如有必要，可再加码且降低借贷利率
	货币化安置城中村改造	已宣布 100 万套		落实 100 万套	如有必要，可再扩容到 220 万套 35 城上限
	需求端	两次下调首付比例，取消房贷利率下限，下调存量房贷利率		观望	降低住房公积金贷款利率、契税优惠或/和配合生育政策推出购房优惠

资料来源：新闻整理，浦银国际预测

汇率展望

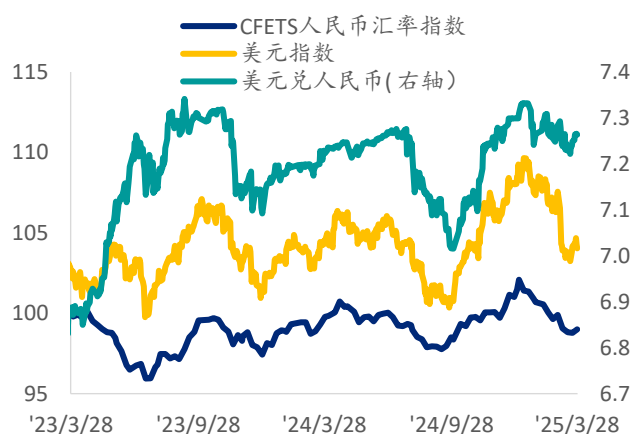
后续关税战对人民币影响或加大。在特朗普在 2 月和 3 月初两次对进口自中国的商品加征 10% 关税后，我们注意到人民币并未对美元贬值（最近的点位和 1 月底关税战开始前相仿）。尤其是得益于美元指数的贬值，美元兑人民币汇率 3 月以来小幅升值，徘徊在 7.2-7.3 的区间内。不过考虑了一揽子货币的 CFETS 人民币指数 3 月仍小幅贬值（图表 25）。

我们认为人民币尚未像上次关税战那样开始贬值或出于两个原因：首先，春节期间 Deepseek 取得的突破改善了投资者对中国市场的信心，而特朗普新政的反复无常亦引发了投资者对美国经济衰退的担忧，资本市场呈现出“东升西降”的情况有利于资金回流中国、尤其是香港市场。其次，相比上一轮关税战仅针对中国，此次特朗普将矛头亦广泛指向美国的传统盟友——加拿大、欧洲等地，这亦缓解了加征关税对中国单一市场的负面影响。

尽管如此，我们并不认为人民币就会对潜在的中美关税战升级继续免疫。如果此后特朗普再次提高中国进口商品关税，那么我们认为央行或允许人民币适当贬值以抵消关税对出口的负面影响。不过考虑到中美利差、美国衰退担忧以及此轮关税战涉及国家较多等因素，我们认为此次贬值幅度或不及上次关税战。

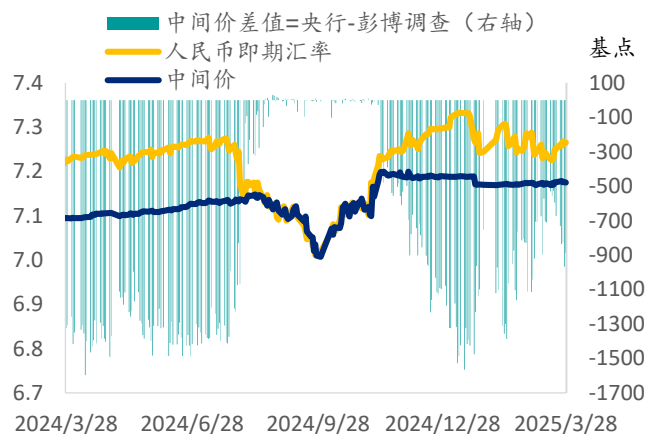
短期内，如果美国并未在 4 月 2 日再次对中国商品加征关税，我们认为美元兑人民币汇率或继续在 7.2-7.4 的区间内浮动。伴随着人民币对美元的升值，我们注意到央行近期对中间价的干预力度有所减小。这意味着 7.3 仍是人民币短期内的重点点位（图表 26）。

图表 25：美元兑人民币汇率 3 月以来略微升值



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 26：从央行设置的中间价和彭博调查的差值看，央行在人民币兑美元升至 7.3 以内后减少干预



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 27：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 3 月 17 日	中国宏观数据点评：1-2 月实体经济数据均好于预期
2025 年 3 月 5 日	2025 年《政府工作报告》解读：以促内需和发展新质生产力为重点助力经济增长
2025 年 2 月 11 日	月度中国宏观洞察：消费动能尚可，关税战提前增加经济不确定性
2025 年 1 月 17 日	四季度经济增速超预期加快，12 月实体经济数据再显政策成效
2025 年 1 月 8 日	大规模设备更新和消费品以旧换新政策再次升级
2024 年 12 月 16 日	11 月消费和投资增速放缓，经济复苏仍需政策支持
2024 年 12 月 12 日	中央经济工作会议解读：政策刺激继续，将扩大内需摆在更重要位置
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 15 日	10 月实体经济数据继续体现政策成效，但复苏尚不均衡和稳固
2024 年 11 月 8 日	人大常委会公布地方政府化债资金规模并预告后续财政刺激政策
2024 年 11 月 6 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 对中国经济和金融市场影响几何？
2024 年 10 月 18 日	三季度经济增速和 9 月实体数据好于预期，后续仍需政策支持
2024 年 10 月 17 日	住建部发布会宣布增量措施促进房地产市场平稳健康发展
2024 年 10 月 12 日	财政部发布会预告短期增量政策措施，指明中期政策方向
2024 年 10 月 8 日	国家发改委发布会介绍一揽子政策推进情况，并预告政策支持措施
2024 年 10 月 3 日	月度中国宏观洞察：财政刺激或蓄势待发，加码经济复苏
2024 年 10 月 2 日	货币政策宽松已到位，财政刺激将如何发力？
2024 年 9 月 24 日	国新办发布会宣布一系列政策稳经济、支持房地产和资本市场
2024 年 9 月 14 日	8 月实体经济数据弱于市场预期，增量政策刺激或蓄势待发
2024 年 8 月 29 日	月度中国宏观洞察：静待经济动能改善
2024 年 8 月 15 日	7 月实体经济数据喜忧参半，稳经济仍需政策发力
2024 年 7 月 31 日	二季度政治局会议解读：新一轮政策刺激周期再获确认
2024 年 7 月 29 日	月度中国宏观洞察：新一轮政策支持开启，中期改革计划已清晰
2024 年 7 月 24 日	央行 7 月意外降息或意味着新一轮政策支持的开始
2024 年 7 月 18 日	三中全会公报解读：稳中求进建设高水平社会主义市场经济体制和实现高质量发展
2024 年 7 月 16 日	宏观主题研究：美国大选将如何影响中国经济和中美关系？
2024 年 7 月 15 日	二季度经济增速不及预期，政策支持仍需发力
2024 年 6 月 20 日	月度中国宏观洞察：促内需仍是关键，对 7 月两大会议有何期待？
2024 年 6 月 17 日	5 月实体经济数据喜忧参半，内需尚无明显改善
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024 年 5 月 17 日	新一轮全国性房地产支持政策解读
2024 年 5 月 17 日	4 月经济数据凸显内需仍疲软，政策支持仍需继续
2024 年 4 月 30 日	一季度政治局会议解读：对房地产行业的支持或再升级
2024 年 4 月 22 日	月度宏观洞察：中国经济增速好于预期，降低推出显著刺激可能性
2024 年 3 月 20 日	月度宏观洞察：经济目标和政策清晰，推动中国经济继续复苏
2024 年 3 月 18 日	1-2 月实体经济数据点评：“双轨式”经济复苏继续
2024 年 3 月 14 日	大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案公布，影响几何？
2024 年 2 月 1 日	月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808-6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

