



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

中美关系：关税战提前到来，4月1日或是下一个关键时点。特朗普在上任不到月余就开始加征关税早于预期，尽管循序渐进式的加征方式符合预期。我们估算加征关税将拖累中国GDP 0.6个百分点。关税战带来的高度不确定性将继续影响中国，接下来需关注在4月1日贸易调查截止日到来时，关税战是否会进一步升级。

1-2月数据回顾：消费表现尚可。从需求端来看，春节消费数据——不论是耐用品消费还是服务消费（旅游、电影票房、餐饮）均表现不俗。房产销售在春节前大致和去年同期持平。从供给端来看，数据部分因为春节停工因素回落。

政策展望：2月传统政策真空期或更重政策落实，重点聚焦3月初两会制定的经济目标和财政预算。尽管关税战开始时间早于我们和市场的预期，但在关税战前景未明、且1-2月缺乏硬数据发布的情况下，我们认为政府并不急于加码政策支持。近期财政政策或侧重在升级的设备更新和消费品以旧换新政策的落实上。“适度宽松”的货币政策短期内或继续受制于汇债两市的压力。然而，如果金融市场条件允许，那么我们认为央行或仍会择机降准。而降息或需综合考虑美联储降息步伐和汇率预期变化，仍需耐心等待。

经济展望：我们仍然相信在3月初的两会上，政府会将经济增速目标设定在5%左右。在具体实现方面，我们维持4.5%的全年经济增速预测。尽管提前开始的关税战或放大进出口方面的下行风险，DeepSeek的横空出世或有助于推升科技创新对中国经济的促进作用。

汇率展望：我们预计央行短期内将继续努力稳定美元兑人民币汇率在7.2-7.4的区间内浮动。然而，如果此后特朗普再次提高自中国进口商品关税，那么我们认为央行或允许人民币适当贬值以抵消关税影响，但贬值幅度或不及上次关税战。

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；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2月11日



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

宏观洞察

月度中国宏观洞察

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

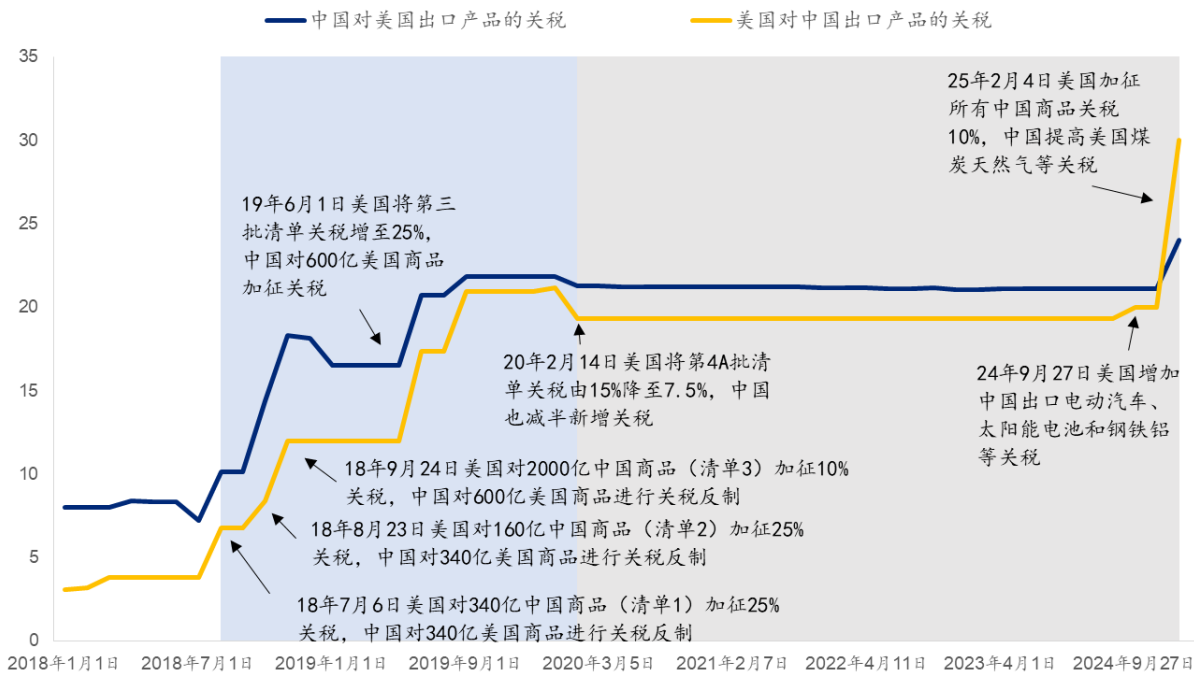
特朗普上任后即刻加征中国商品关税，关税战带来的高度不确定性将继续影响中国

中美关税纷争再起。虽然特朗普在就职典礼上对中国的表态较此前竞选美国总统期间有所软化，并称希望在上任后 100 天内访华，但是特朗普在 2 月 1 日签署行政命令对所有中国进口商品加征 10% 关税，自 2 月 4 日起开始生效（图表 1）。中国政府亦在 2 月 4 日宣布一系列反制措施，包括对美国煤炭和液化天然气征收 15% 关税；对原油、农业机械、皮卡货车和大排量汽车征收 10% 关税；对谷歌发起反垄断调查以及对 25 种稀有金属产品实施出口管制等。

关税战开始时间早于市场和我们的预期。虽然市场和我们均相信在特朗普上任之后关税战或难以避免，但是在上任不到月余就开始加征关税依然早于预期，尽管循序渐进式加征方式符合预期。根据我们此前的理论框架估算，此举或将分别影响中国出口和 GDP 3.0 和 0.6 个百分点（图表 2）。该影响已然是我们去年底发布 [2025 年展望报告](#) 时估算的关税战对 2025 年中国 GDP 影响的上限。

关税战的高度不确定性接下来将继续影响中国，4 月 1 日或是下一个关键点。特朗普政府正在全面审阅其贸易政策。根据特朗普发布的美国优先贸易政策备忘录，美国贸易代表将于 4 月 1 日前提交给特朗普关于贸易调查的一系列报告。在该审阅工作完成后，美方有可能就中美贸易采取进一步行动。除了中美关税战再次升级的风险之外，我们还需关注特朗普是否会兑现其对大多数国家加征关税的承诺。该承诺若得以兑现，或将拖累包括美国自身在内的全球经济增速，进一步影响外需。

图表 1：中美贸易战关税税率变化图



资料来源：PIIE、USTR、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

	来源	公式	贸易战后平均关税从3.8%提高到19.3%	2月4日起，对所有出口美国商品加征10%	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%	10.0%	30.7%
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%	6%	18%
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	-1018	-3124
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%	-30.3%	-92.9%
对中国出口的影响	计算得出	l=f/h	-5.5%	-3.0%	-9.2%
对中国GDP的影响	计算得出	m=f/i	-1.0%	-0.6%	-1.8%

资料来源：同花顺、CEIC、浦银国际估算

1-2 月数据回顾：消费表现尚可

在 1-2 月的数据真空期，固定资产投资、消费品零售、进出口和工业生产总值等实体经济数据均要等到 3 月中联合发布 1-2 月数据时揭晓。不过我们依然可以从春节消费以及其他一些高频数据来窥视 2025 年以来的经济情况。

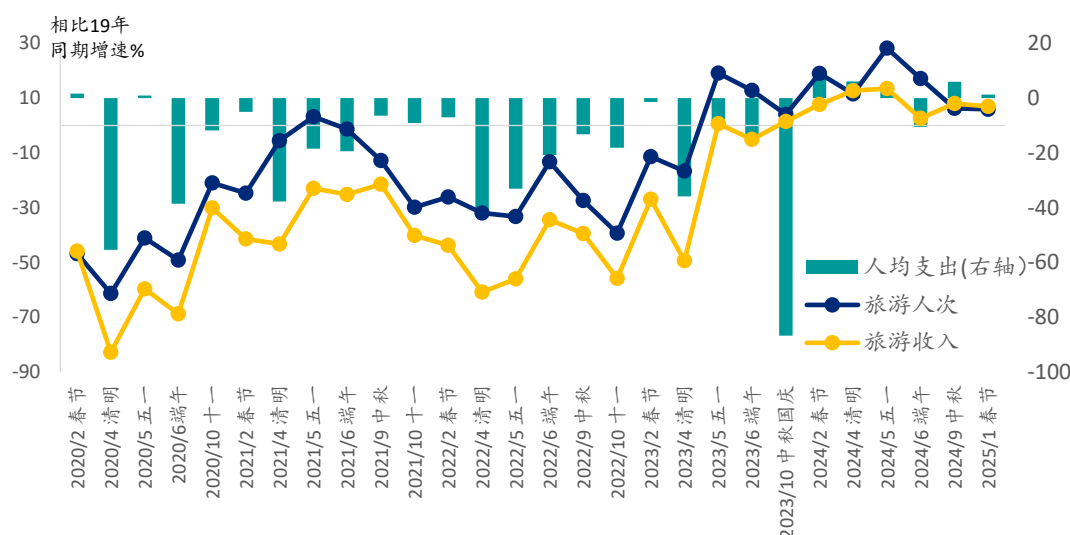
从需求端来看，春节期间消费数据不俗。全国重点零售和餐饮企业销售额比去年同期增长 4.1%，高于去年四季度的平均零售增速(3.8%)。分行业来看：1) 受以旧换新政策升级的推动，重点监测零售企业家电、通讯器材销售额同比增长 10%以上；2) 重点监测餐饮企业营业额同比增长 6.2%；3) 春节 8 天假期出游人数和出游总花费同比各上升 5.9%和 7%（图表 3）。4) 春节档电影票房突破了 95 亿元的历史新高（图表 4）。5) 然而，汽车零售 2025 年以来低于去年同期（图表 5）。

在房产销售方面，春节前 30 大中城市房产销售大致与去年同期持平。春节开始后交易量大幅减少，不过这亦符合春节的季节性规律（图表 6）。

在物价方面，1 月 CPI 回升至 0.5%，略好于预期（图表 7）。然而这里面也有春节错位的原因，2 月或因为高基数原因回落。我们依然认为 2025 年通胀率或仅能温和回升。

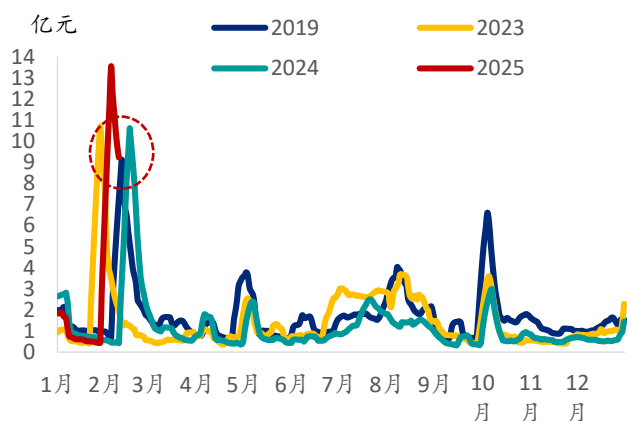
从供给端来看，数据部分因为春节停工因素回落。制造业 PMI 1 月超预期回落 1 个百分点到 49.1，几乎所有主要分项均有超过春节季节性因素的回落。非制造业 PMI 亦下滑 2 个百分点到 50.2，主要受节前建筑业 PMI 大幅下滑拖累（图表 8）。与基建和房地产投资联系较为紧密的沥青企业开工率 1 月以来亦继续低迷（图表 9）。

图表 3：春节出游人数和旅游收入同比维持高个位数增长



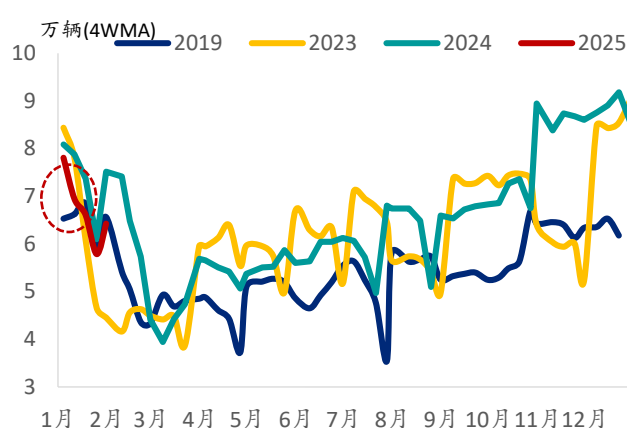
资料来源：同花顺、文旅部、浦银国际

图表 4：电影票房在今年春节井喷



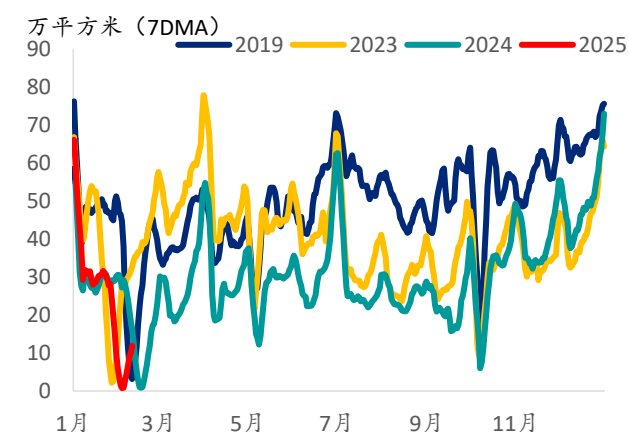
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 5：汽车销售今年 1 月以来弱于去年同期



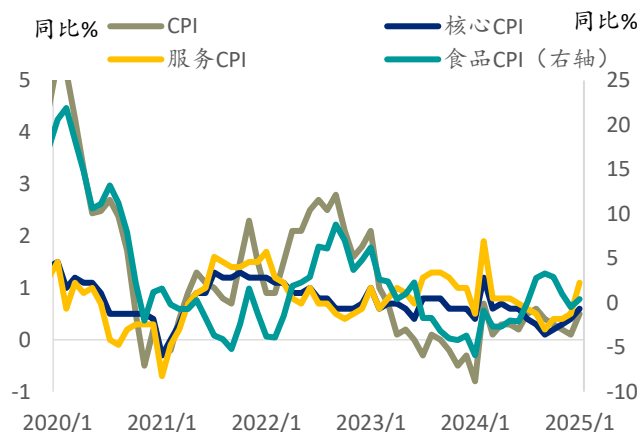
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 6：春节前 30 大中城市房产销售大致与去年同期持平



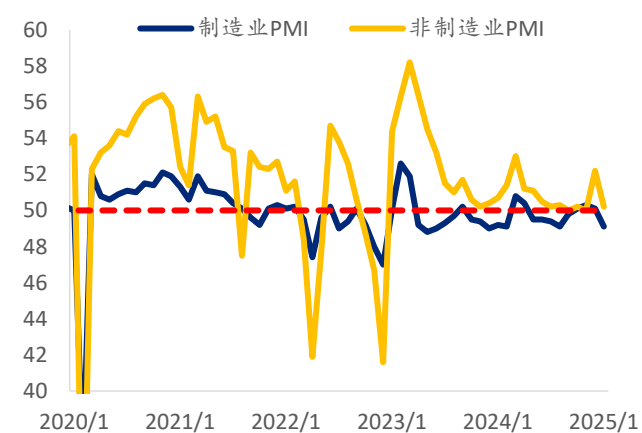
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 7：1 月 CPI 回升至 0.5%，略好于预期



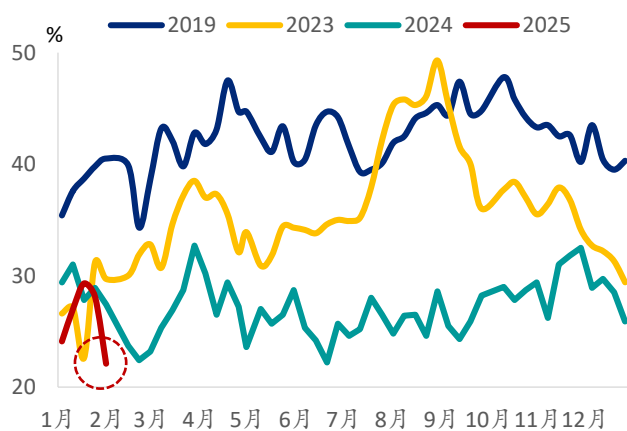
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 8：1 月制造业和非制造业 PMI 均超预期回落



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 9：沥青企业开工率依然低迷



资料来源：同花顺、浦银国际

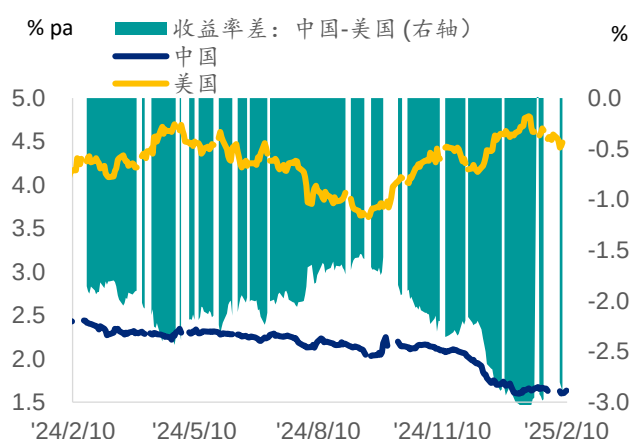
政策和经济展望

2月传统政策真空期或更重政策落实，重点聚焦3月初两会制定经济目标和财政预算。尽管关税战开始时间早于我们和市场的预期，在关税战前景未明、且1-2月缺乏硬数据发布的情况下，我们认为政府并不急于加码政策支持。近期财政政策或侧重在升级的设备更新和消费品以旧换新政策的落实上。在两会期间即将公布的财政刺激方面，我们维持今年3.5%-4.0%（去年：3.0%）的预算赤字率、4.2-4.5万亿元（去年：3.9万亿元）的新增专项债额度以及1.5-2万亿元（去年：1万亿元）的超长期特别国债发行规模的预测。

在货币政策方面，近期“适度宽松”的货币政策或继续受制于汇债两市的压力。正如我们此前所预测的，央行在今年春节前并未降准，而是通过加大公开市场操作的力度来熨平新年的流动性压力。对内，偏低的国债收益率增加了金融风险。对外，美元强势和中美利差的加大亦制约了短期内宽松货币政策的空间（图表10）。而在春节假期结束之后，这种局面并未发生显著改变。我们相信短期内，“适度宽松”的货币政策或继续受制于以上因素。然而，距离央行此前承诺在去年四季度降准已经逾期1个多月。如果金融市场条件允许，那么我们认为央行仍会择机降准。而降息或需综合考虑美联储降息步伐和汇率预期变化，仍需耐心等待。全年来看，我们维持[2025年展望报告](#)中20-30个基点的降息和50-100个基点降准的基本判断。

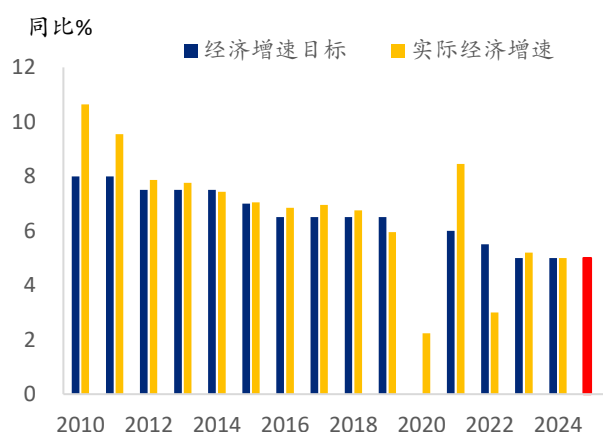
我们仍然相信在3月初的两会，政府会将经济增速目标设定在5%左右。在关税战带来的高度不确定性下，这一目标的设立有助于彰显政府稳定经济增速的决心（图表11）。在具体实现方面，我们维持4.5%的全年经济增速预测。尽管提前开始的关税战或放大进出口方面的下行风险，DeepSeek的横空出世或有助于推升科技创新对中国经济的促进作用。

图表 10: 中美 10 年期国债收益率差的拉大和中国收益率的走低制约短期货币宽松空间



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 11: 我们预计 2025 年的经济增速目标将继续设置在 5% 左右

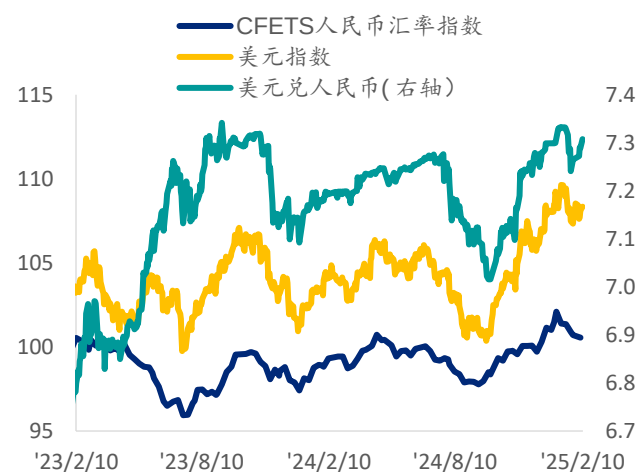


资料来源：同花顺、浦银国际预测

汇率展望

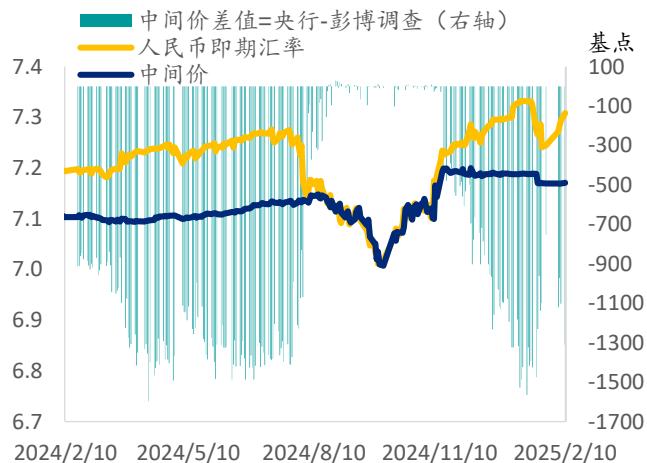
短期内，央行将继续努力稳定汇率预期，让美元兑人民币汇率在 7.2-7.4 的区间内浮动。由于美元强势，美元兑人民币汇率一度在 1 月 10 日跌至 7.3326 的低位，而后随着美元略微走低而小幅回弹（图表 12）。不过，在特朗普正式加征 10% 中国商品关税之后，人民币仅小幅贬值。一方面，DeepSeek 的横空出世增强了对中国资本市场信心，对冲了关税战的负面影响。另一方面，以芬太尼为借口加征 10% 关税的提议并非首次提出，市场对此也早有预期。从央行设置的中间价和彭博调查的差值来看，央行并未在关税战开始后改变其稳定汇市的决心（图表 13）。我们相信短期内，央行将继续努力稳定市场预期，让美元兑人民币汇率在 7.2-7.4 之间浮动。然而，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影响。不过考虑到中美利差（以 10 年期国债收益率作为参考）目前为负且今年大部分时候大概率依然为负，此次贬值幅度或不及上次关税战。

图表 12：美元兑人民币汇率 1 月中一度跌至 7.3326



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 13：从央行设置的中间价和彭博调查的差值来看，央行并未在关税战开始后改变其稳汇市的决心



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 14：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
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
2024 年 1 月 24 日	央行宣布降准 50 个基点，预示货币政策将继续维持宽松

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

