

关税压力下的稳增长政策前瞻

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

今年美国加征关税对中国 GDP 的年化拖累或在 1 个百分点左右。预计本轮稳增长以稳为主，短期加快专项债发行，降准或将落地，消费和地产亦有发力空间。如果关税谈判进展有限，不排除年中增发万亿国债。

摘要：

关税对中国 GDP 的年化拖累或在 1 个百分点左右。今年美国已经对中国额外加征 145% 的关税，中国对美国加征 125% 的关税。如此高的关税是难以持续的。我们参考本轮美国对华关税几次加征节奏，讨论了五种情形下的可能结果，认为经过双方谈判，今年美国对中国额外加征的关税幅度可能会落在 10%-54% 区间。以中间水平 30% 的关税为例，关税或直接拖累中国 GDP 约 0.8 个百分点。再考虑关税的间接影响、美国对其他地区加征关税的影响、人民币汇率因素等，关税对中国经济的年化拖累或在 1 个百分点左右。

历史上 6 轮出口下滑背景下稳增长政策复盘。在 2008 年以来 6 轮出口下滑后，货币政策先行，财政与产业政策以拉动基建、地产为主。从政策力度与效果来看，2009 年稳增长政策力度最大，效果最好。2018-2019 年稳增长政策力度相对克制；货币政策着眼于向小微企业与民营企业释放流动性；财政政策方面，地方政府专项债加速发行和企业减税降费是两大抓手；产业政策主要表现为基建、消费的促进政策。

预计本轮稳增长以稳为主，短期加快专项债发行，降准或将落地，消费和地产亦有发力空间。从近期政策信息来看，本轮稳增长政策的思路是多措并举，加快既定政策落地，及时推出新的增量政策；目的是切实稳住经济，而不是强刺激。财政政策方面，短期措施主要是加快发行新增专项债，提前启动超长期特别国债发行。如果关税谈判进展有限，不排除年中增发万亿国债。货币政策方面，降准或将很快落地，降息可能相对滞后。消费方面，消费品“以旧换新”的补贴力度与范围有望进一步增加。投资方面，基建亦有望发力，出口增速下滑 3.2 个百分点或大约需要拉动广义基建 4 个百分点来对冲。地产方面，供需两侧均有发力空间，以降低地产外溢风险。出口方面，对于直接受冲击的外需依赖度较高的行业与企业或有定向帮扶措施。关注 4 月底政治局会议信号。

大类资产方面，未来一个季度对于海外资产，我们维持多避险、多波动配置思路：近期特朗普关于关税与解雇美联储主席的态度缓和，但未来美国政策不确定性仍高。黄金短期调整但长期仍有配置价值，结构性（例如期权结构）参与海外权益类资产及其他工业商品，逢低布局 VIX。对于国内资产，在稳经济稳股市预期下，A 股、国内商品有支撑。虽然债市存在供给压力，但宽货币预期推动短期债市利率维持低位。

风险提示：国内政策力度不及预期，美国关税政策反复

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

宏观研究组

研究员：

姜 婧

从业资格号：F3018552

投资咨询号：Z0013315

刘道钰

从业资格号：F3061482

投资咨询号：Z0016422

仲鼎

从业资格号：F03107932

投资咨询号：Z0021450

目录

摘要:	1
一、 关税或拖累中国 GDP 约 1 个百分点	3
二、 历史上 6 轮出口下滑背景下稳增长政策复盘	6
三、 预计本轮稳增长以稳为主, 降准或早于降息	10

图表目录

图表 1: 今年以来美国对中国加征的关税以及中国的反制措施	3
图表 2: 关税情景	4
图表 3: 中国出口同比增速 (%)	5
图表 4: 人民币汇率	5
图表 5: 中国 GDP 同比及三大分项对 GDP 的拉动 (%)	5
图表 6: 中国社零与投资增速 (%)	5
图表 7: 中国对美国出口金额及其占比	6
图表 8: 中国出口金额当月及累计同比 (%)	7
图表 9: 社会融资规模存量同比增速与人民币贷款加权平均利率 (%)	7
图表 10: 历史上 6 次出口下滑后逆周期政策梳理	8
图表 11: 2018-2019 年中美贸易摩擦期间货币政策应对	9
图表 12: 近期政策信息跟踪	11
图表 13: 新增专项债累计发行量 (亿元)	12
图表 14: 7 天期逆回购利率与存款准备金率 (%)	12
图表 15: 最近国务院相关会议信息	14

4月2日特朗普宣布“对等关税”政策，随后中国采取全面反制措施，中美贸易摩擦逐步升级。美国加征关税可能对国内经济产生显著的负面影响。预计国内将推出稳增长措施来对冲外需下滑。本文将对此进行详细讨论。

一、关税或拖累中国 GDP 约 1 个百分点

(一) 关税情景分析

今年以来中美贸易摩擦逐步升级。2月1日与3月3日，美国两次对所有中国输美商品额外加征 10% 关税，累计 20% 的关税。4月2日，美国宣布“对等关税”政策，其中，对中国额外加征 34% 关税，今年累计额外加征 54% 的关税。4月4日，中国对美国采取全面反制措施；随后，美国亦升级对中国的关税。4月9日，美国对中国征收的关税提高至 145%；随后，中国对美国商品的关税提高至 125%。

图表1：今年以来美国对中国加征的关税以及中国的反制措施

时间	美国加征关税	中国反制措施
4月9日	4月9日，美国将对中国的“对等关税”提高至125%，同时对其他国家“对等关税”暂停90天。	4月11日，中国宣布将对美国产品的关税由84%提高至125%。
4月8日	4月8日，美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”的税率由34%提高至84%。	4月9日，中国宣布将对美国产品的关税由34%提高至84%。
4月2日	4月2日，美国政府宣布对所有中国输美商品征收34%的“对等关税”。	4月4日，中国宣布自4月10日起，对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征34%关税。
3月初	3月3日，美国政府宣布以芬太尼为由对所有中国输美商品进一步加征10%关税。	3月4日，中国宣布自3月10日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税。(1) 对鸡肉、小麦、玉米、棉花加征15%关税。(2) 对高粱、大豆、猪肉、牛肉等加征10%关税。
2月初	2月1日，美国政府宣布以芬太尼等问题为由对所有中国输美商品加征10%关税。	2月4日，中国宣布自2月10日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税。(1) 对煤炭、液化天然气加征15%关税。(2) 对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征10%关税。

资料来源：新华社、美国白宫官网、中信期货研究所

目前中美之间极高的关税水平是难以持续的，双方大概率通过谈判降低关税。美国财政部长贝森特表示，当前极高的关税是不可持续的。4月22日，特朗普表示，在与中国的关税谈判中不会硬碰硬，对中国商品征收的高关税将“大幅下降”。因此，美国有较强的意愿与中国谈判并降低关税。

情形一：今年美国对中国额外加征的关税降至 10%。4月3日，美国对所有国家加征了 10% 的基准关税。这个关税在未来不太可能取消。在乐观情形下，美国对中国加征关税即为 10% 的基准关税。

情形二：今年美国对中国额外加征的关税降至 20%。今年2月1日与3月3日，美国对中国两次额外加征 10% 的关税，中国仅采取局部反制措施。美国可能认为 20% 的关税是中国可以承受的，在未来的谈判中可能不会取消这部分关税。

情形三：今年美国对中国额外加征的关税降至 30%。4 月 3 日，美国对所有国家加征 10%的基准关税。再加上美国在 2 月与 3 月初两次对中国加征的 10%的关税，今年美国对中国可能额外加征 30%的关税。

情形四：今年美国对中国额外加征关税降至 54%。在竞选总统过程中，特朗普曾表示要对中国加征 60%的关税。在 4 月 2 号美国宣布“对等关税”政策后，今年美国对中国额外加征的关税为 54%，该关税接近特朗普在竞选中的表述。但是，美国对中国加征 54%的关税会引发中国全面反制。为了降低关税对双方的负面影响，中美很可能通过谈判将关税降至 54%以下。

情形五：今年美国对中国额外加征关税维持在 145%，即中美贸易谈判没有任何进展。这种情形出现的概率很小。

图表2：关税情景

情形分类	今年美国对中国额外加征关税
情形一	10%
情形二	20%
情形三	30%
情形四	54%
情形五	145%

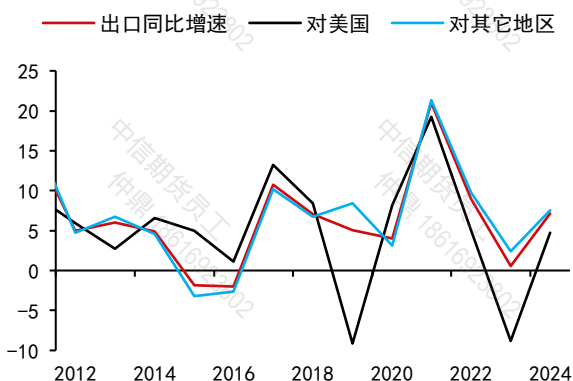
资料来源：中信期货研究所

（二）关税拖累中国 GDP 约 1 个百分点，即 1 万亿级别

关税对中国经济的影响取决于关税的水平以及覆盖的范围。通过谈判，未来关税水平很可能降低，但这具有不确定性。关税覆盖的范围未来也可能变化。4 月 11 日，美国政府宣布对部分商品豁免关税，包括电脑与周边设备、半导体器件与集成电路等。随后，美国表示未来将对这部分商品征收特定关税。为简单起见，我们不考虑未来对这部分商品与其他商品关税的差异。

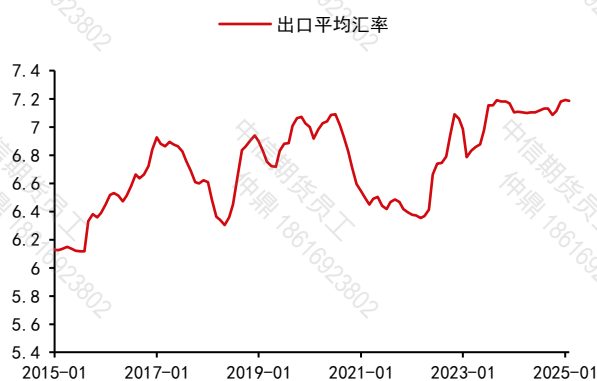
参照 2019 年中美贸易摩擦经验，美国对中国额外加征 20%的关税或导致中国对美出口下降 20%左右。截至 2019 年四季度，美国对中国加征平均 20%的关税，其中，2500 亿美元商品关税为 25%，另外 3000 亿美元商品关税为 15%。2019 年中国对美国出口金额（人民币计价）同比下降 9.1%，而中国对其他地区出口同比增长 8.4%，关税导致 2019 年中国对美出口下降 18%左右。2019 年美国对中国加征关税是逐步实施的，全年平均关税低于 20%。2019 年 11-12 月美国对中国加征的平均关税约为 20%，中国对美出口同比下降 16%，而对其他地区出口同比增长 10%。由于 2018 年四季度对美国的“抢出口”效应，2019 年 11-12 月中国对美出口增速因“高基数效应”被压低了 6 个百分点左右。剔除基数效应，2019 年 11-12 月份，美国对中国额外加征 20%的关税导致中国对美出口下降 20%左右。

图表3：中国出口同比增速（%）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表4：人民币汇率

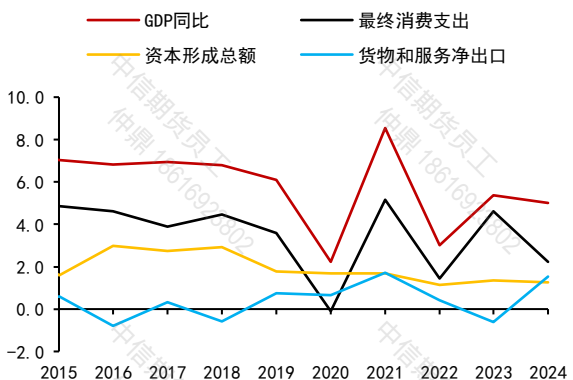


资料来源：Wind、中信期货研究所

值得注意的是，2019 年人民币汇率贬值在一定程度上降低了关税对出口的负面影响。2018 年 5 月至 2019 年四季度，美元兑人民币汇率从 6.3 逐步上升至 7.0，即人民币对美元贬值 10% 左右。这降低了关税对中国对美出口的负面影响，也有利于中国对其他地区出口的增长。2019 年，中国对美国以外地区的出口金额（人民币计价）同比增长 8.4%，增速较 2018 年提高 1.7 个百分点。2019 年中国总出口同比增长 5.0%，增速不算低，仅较 2018 年增速下滑 2.1 个百分点。

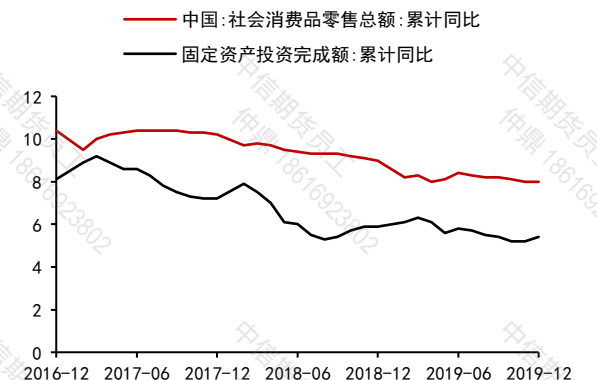
部分因为中美贸易摩擦影响，2019 年中国 GDP 同比增速下滑 0.7 个百分点至 6.1%，社零与投资增速分别回落 1.0、0.5 个百分点。2019 年中国 GDP 同比增长 6.1%，增速比 2018 年降低 0.7 个百分点。其中，最终消费支出、资本形成总额、净出口分别贡献 3.6、1.8、0.75 个百分点，贡献较上一年分别变化-0.9、-1.1、1.3 个百分点。受中美贸易摩擦影响，2019 年中国出口增速有所下滑，但进口增速下滑幅度更大，因此净出口对 GDP 的贡献反而增加。出口下滑对相关行业的就业、资本支出有一定的负面影响，因此对消费与投资有一定拖累。2019 年，固定资产投资同比增长 5.4%，增速比上年降低 0.5 个百分点；其中，制造业、基建、房地产投资增速分别变化-6.4、+1.5、+0.4 个百分点，制造业投资增长显著放缓。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，增速下滑 1.0 个百分点。

图表5：中国 GDP 同比及三大分项对 GDP 的拉动（%）



资料来源：Wind、中信期货研究所

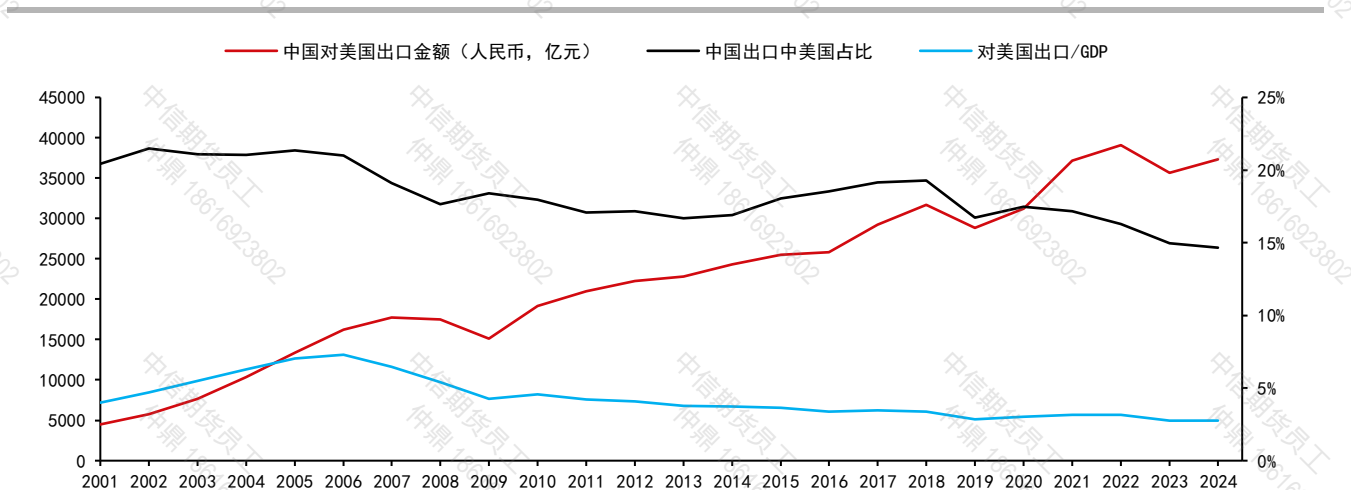
图表6：中国社零与投资增速（%）



资料来源：Wind、中信期货研究所

今年美国对中国额外加征的关税对中国 GDP 的年化拖累或在 1 个百分点左右。2024 年，中国对美国出口为 3.7 万亿人民币，占中国总出口的 14.7%，占 GDP 比重为 2.8%。经过谈判后，今年美国对中国额外加征的关税大概率在 10%-54% 的区间。以中间水平 30% 的关税为例进行分析，30% 的关税或导致中国对美出口下降 30% 左右，直接拖累 GDP 约 0.8 个百分点，即 1.1 万亿人民币。此外，美国关税对中国 GDP 还有间接拖累。本轮中美贸易摩擦的强度高于 2019 年。今年 4 月以来，人民币对美元几乎没有贬值，这不利于出口增长；而 2019 年人民币汇率贬值部分对冲了关税影响。今年美国不仅对中国加征关税，还对其他地区加征关税，全球需求受关税的冲击程度或高于 2019 年。在另一方面，美国对其他地区征收 10% 的基准关税限制了其他地区商品对中国输美商品的替代作用。综合考虑以上各种因素，今年美国关税对中国经济的整体负向冲击或在 1 个百分点左右。

图表7：中国对美国出口金额及其占比



资料来源：Wind、中信期货研究所

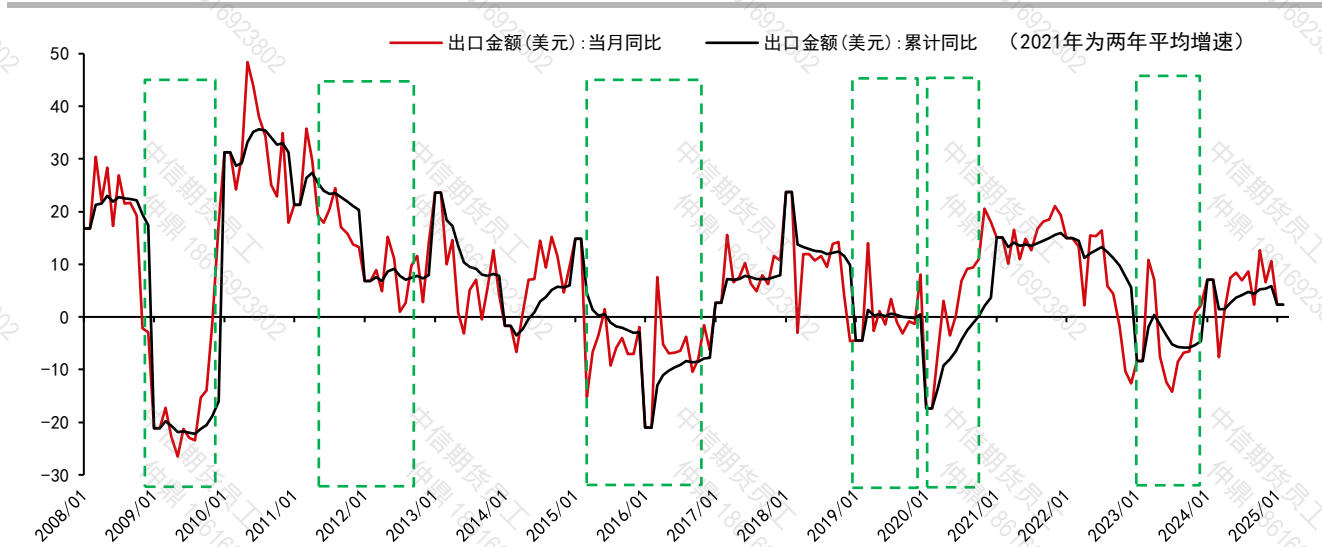
二、历史上 6 轮出口下滑背景下稳增长政策复盘

(一) 历史上 6 轮出口下滑背景下稳增长政策复盘

2008 年以来，我国共经历了 6 轮出口下滑背景下的稳增长政策周期，每一轮持续 1 至 2 年。6 轮出口下滑周期包括：2008 年外需受到全球金融危机爆发冲击，2011 年欧债危机导致欧洲需求滑落，2015-2016 年全球经济共振下行背景下外需回落，2018-2019 年中美贸易摩擦爆发导致对美出口受阻，2020 年新冠疫情对全球需求造成巨大冲击，2023 年美联储大幅加息导致全球贸易增长放缓。

历史上，出口下滑后，货币政策先行。复盘过往六轮周期，出口增速开始大幅下滑后，降准降息均先于财政政策和产业政策启动。从历轮货币政策节奏变化看，近三轮实施降准降息的次数较前几轮明显减少，但政策出台速度显著提升。近三轮中，出口明显减速后 1-2 个月央行便迅速实施降准降息。

图表8：中国出口金额当月及累计同比（%）

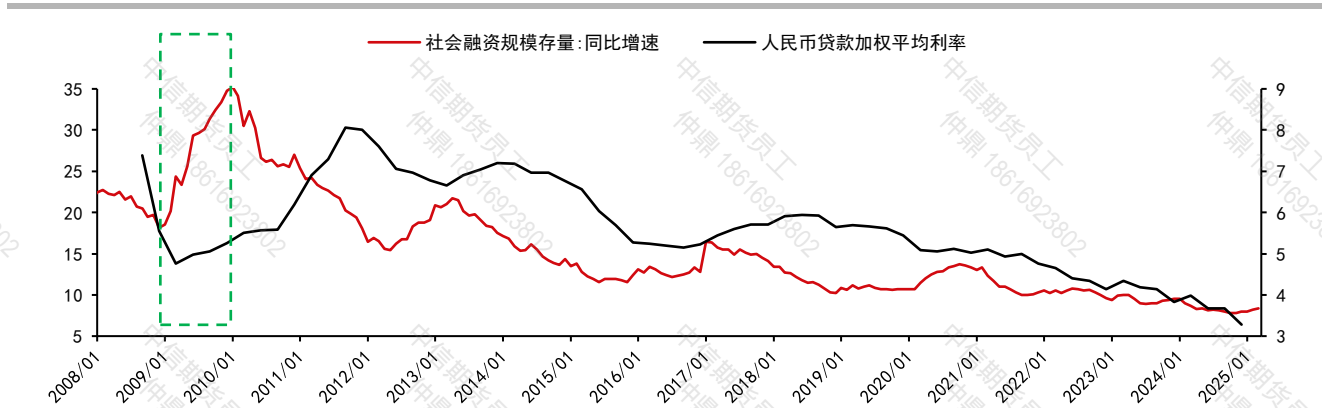


资料来源：Wind、中信期货研究所

历史上财政与产业政策以拉动基建、地产为主。过往稳增长政策中，增加基建投资的包括 2008、2011、2014、2020 年共 4 轮，涉及地产的为 2011、2014、2023 年共 3 轮。其他产业政策方向包括 08 年对家电下乡的消费补贴以及钢铁、汽车等十大产业振兴计划，2020 年则延长了新能源汽车补贴时限。历轮实施的财政政策中，2012、2014 两轮地方政府杠杆率大幅提升，2020、2023 两轮上调了赤字率上限。地方债方面，除了传统的增加量的手段外，2018 年起加快专项债发行速度成为了调节当年财政节奏的一项新工具。此外，融资监管的松紧也作为调控手段之一，决定了实际信用扩张效果。

从政策力度与效果来看，2009 年稳增长政策力度最大，效果最好。2008 年美国次贷危机爆发，我国外需大幅下滑；2009 年出口同比下降 18%，直接拖累 GDP 约 5.6 个百分点。为了应对外需下滑，国内货币财政政策大力度放松；2008 年 11 月国务院推出促进经济增长的十项措施，据测算可以拉动四万亿投资。再加上房地产处于长周期上行阶段，本轮稳增长政策效果很好，社融存量同比增速从 2008 年底的 18% 大幅提高至 2009 年底的 35%，国内经济亦随之强劲复苏。

图表9：社会融资规模存量同比增速与人民币贷款加权平均利率（%）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表10：历史上6次出口下滑后逆周期政策梳理

	第一轮		第二轮		第三轮		第四轮		第五轮		第六轮	
	开始时间	结束时间	开始时间	结束时间	开始时间	结束时间	开始时间	结束时间	开始时间	结束时间	开始时间	结束时间
	2008年2月	2009年12月	2011年2月	2012年12月	2014年2月	2016年12月	2018年3月	2019年2月	2020年1月	2020年12月	2023年1月	2023年12月
货币政策	4次降准：2008/9、2008/10、2008/12（2次） 5次降息：2008/9、2008/10（2次）、2008/11、2008/12		3次降准：2011/12、2012/2、2012/5 2次降息：2012年/6、2012/7		6次降准：2015/2、2015/4、2015/6、2015/9、2015/10、2016/3 6次降息：2014/11、2015/3、2015/5、2015/6、2015/8、2015/10		4次降准：2018/4、2018/7、2018/10、2019/1 （创新使用了2次降准置换：下调部分金融机构存款准备金率以置换中期借贷便利）		2次降准：2020/1、2020/4 2次降息：2020/2、2020/3		2次降准：2023/3、2023/9 2次降息：2023/6、2023/8	
财政政策	2008年11月：公布“四万亿投资计划”。从投向来看，投入铁路、公路、机场、城乡电网的资金最多，占比45%。		2012年：融资平台监管开始放松。城投债发行量较前年再次翻三倍左右 2012年：地方政府杠杆率再次高速增长，并正式超越中央政府杠杆率。		2014年底：融资监管有所放松，地方政府杠杆率达到23.9%，位于近年高峰。 2015年5月：推出PPP模式，再次以拉动基建的方式托底经济以及地产下行周期。		2018年3月：政府工作报告强调落实1.1万亿元减税降费政策 2018年8月：《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》发布，地方政府专项债加速发行。		2020年5月：赤字率上调至3.6%。 2020年5月：地方政府专项债额度提升至3.75万亿元；增设1万亿抗疫特别国债。 2020年5月：提出加大减税降费力度。		2023年8月：监管部门通知地方专项债9月底之前发行完毕，10月底前使用完毕。实际截止至九月底，发行进度约为91%。 2023年10月：万亿国债增发，预计赤字率由3%提高到3.8%左右。	
产业政策	家电消费：2008年10月发布《财政部商务部关于印发家电下乡推广工作方案的通知》，对农民购买家电下乡产品给予补贴。 工业：2009年1月份，十大产业振兴规划出台，涉及钢铁、汽车、船舶、石化、纺织、轻工等		基建：《西部大开发“十二五”规划》、《国务院关于大力实施促进中部地区崛起战略的若干意见》等文件陆续发布，鼓励铁路建设投资 地产：主要关于保障房的建设，同时也放松了对于保障房相关贷款的监管		地产：2015年6月国务院颁布《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》，棚改补偿模式由实物货币安置并重新转向货币安置优先		基建：2018年10月发布了《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》 汽车消费：2018年3月政府工作报告提出“将新能源汽车车辆购置税优惠政策再延长三年，全面取消二手车限迁政策。”		新能源汽车消费：2020年4月发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至2022年底。		地产：需求侧进一步放松，包括核心一线城市“认房不认贷”、降低首付比、下调存量房贷利率，资本市场印花税减半等。	

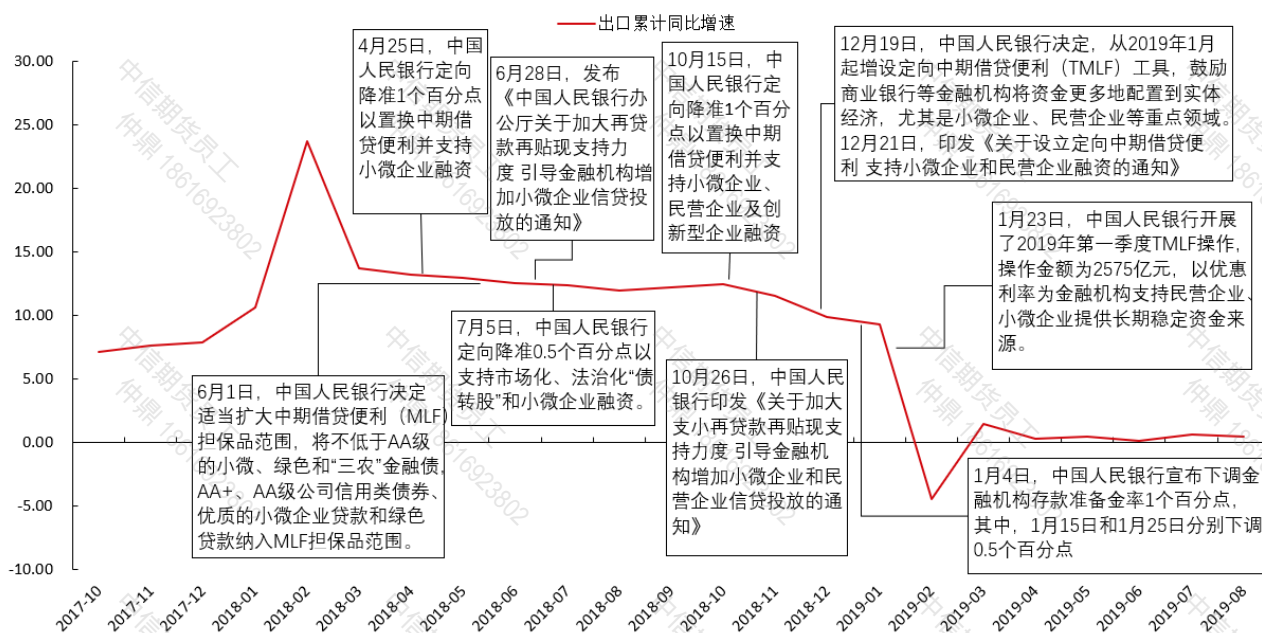
资料来源：中国政府网、发改委、中信期货研究所

(二) 2018-2019 年中美贸易摩擦期间稳增长政策复盘

由于本次外部冲击来源为关税政策，我们聚焦上一轮中美贸易摩擦着重分析。

2018 年 3 月，特朗普宣布将对从中国进口的 500 亿美元商品加征 25% 的关税，挑起中美贸易摩擦。随着美国持续对中国出口商品加征关税，外需压力不断加剧，我国出口累计同比增速持续下滑，于 2019 年 2 月落入负增长区间。

图表11：2018-2019 年中美贸易摩擦期间货币政策应对



资料来源：中国政府网、中信期货研究所

货币政策方面，2018-2019 的政策力度相对克制，着眼于向小微企业与民营企业释放流动性。尽管出口压力偏大，但 2018-2019 整轮周期央行并未实施降息，或源自政策对经济相对自信以及美联储加息周期背景下货币政策窗口受到一定限制。但中国人民银行货币政策委员会对货币政策的表述在 2018 年二季度由“保持流动性合理稳定”变为“保持流动性合理充裕”，表明货币政策转向。在整体流动性相对偏紧的状态下，2018-2019 年的货币政策着眼于缓解小微企业、民营企业“融资难”、“融资贵”的结构性问题。出口走弱期间，央行共降准 4 次，其中 2018 的三次定向降准均强调了支持小微企业融资。此外，央行将不低于 AA 级的小微信用债纳入中期借贷便利和常备借贷便利担保品范围，增加再贷款和再贴现额度共计 3000 亿元并创设定向借贷便利以支持小微企业和民营企业融资。

财政政策方面，地方政府专项债加速发行和企业减税降费是两大抓手。2018 年 3 月政府工作报告明确 1.1 万亿元减税降费政策，在此基础上，年中又根据宏观经济形势预调微调，实施了多项税费优惠政策，如 2018 年 7 月财政部与税务总局发布《关于进一步扩大小型微利企业所得税优惠政策范围的通知》，将小微企业的年应纳税所得额上限由 50 万元提高至 100 万元。根据 2018 年中央决算报

告，全年实际减税降费约 1.3 万亿元。2018 年 8 月，《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》发布，地方政府专项债加速发行，为后续的基建投资增速提供了支撑。根据财政部披露，2018 年共发行专项债券 13527 亿元。从发行节奏上来看，2018 年 1-7 月专项债发行量仅为 1502.5 亿元，约为当年额度的 11%。从 8 月开始专项债发行明显加速，截止到 10 月底发行进度已达 97.6%。从这一年开始，加快专项债发行速度成为了调节当年财政节奏的一项工具。

产业政策主要表现为基建、消费的促进政策。2018 年前三季度，基础设施建设投资增速明显下滑。在此背景下，2018 年 10 月发布了《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，文件中指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，鼓励通过发行公司信用类债券、转为合规的政府和社会资本合作（PPP）等市场化方式开展项目后续融资。文件出台后，基础设施建设投资增速有所好转。在消费方面，政策从两个角度给与支持。一是降低消费成本。2018 年 3 月政府工作报告中提出“将新能源汽车车辆购置税优惠政策再延长三年，全面取消二手车限迁政策”以及“创建全域旅游示范区，降低重点国有景区门票价格”。二是从收入端促进居民消费。2018 年 8 月通过了关于修改个人所得税法的决定，10 月便先行实施“起征点”提高至每月 5000 元等部分减税政策。地产方面，房住不炒底线以及房价持续增长使得本轮地产调控并未出现明显放松。

政策也对受中美贸易摩擦影响的企业进行一定倾斜。2018 年 7 月，商务部提出将持续评估各类企业所受影响，并且反制措施中增加的税收收入，将主要用于缓解企业及员工受到的影响。2018 年 9 月，财政部与税务总局发布《关于提高机电文化等产品出口退税率的通知》，提高多元件集成电路、书籍、报纸等产品的出口退税率；10 月再次发布《关于调整部分产品出口退税率的通知》，对 1176 项产品的退税率进行上调，涵盖纺织、化工、钢材、机电等关键出口领域。2018 年 10 月，税务总局发布《关于加快出口退税进度有关事项的公告》，全面推行无纸化退税申报，提高退税效率。此外，2018 年 2 月，外汇局发布《关于完善远期结售汇业务有关外汇管理问题的通知》，明确企业可通过差额交割方式进行外汇套保，放宽了企业办理衍生交易的条件与门槛，方便企业对冲汇率波动风险。

三、预计本轮稳增长以稳为主，降准或早于降息

结合历史经验以及近期政策表述，我们认为本轮稳增长政策的目的是切实稳住经济，而不是强刺激。短期侧重加快落实既定政策，加快发行使用政府债券，坚决稳住股市。如果楼市进一步走弱，房地产政策可能进一步放松。如果关税谈判进展有限，不排除年中增发万亿国债。关注 4 月底政治局会议的信号。

从近期政策信息来看，预计本轮稳增长政策的思路是多措并举，加快既定政

策落地，及时推出新的增量政策。4月9日，李强总理主持召开经济形势专家和企业家座谈会，表示“各项工作都要持续加力、更加给力。要实施好更加积极有为的宏观政策，靠前发力推动既定政策尽快落地见效，根据形势需要及时推出新的增量政策”。这大体概括了本轮稳增长政策的思路。

图表12：近期政策信息跟踪

	4月9日，李强主持召开经济形势专家和企业家座谈会	4月6日，人民日报发表文章《集中精力办好自己的事 增强有效应对美关税冲击的信心》
政策思路	各项工作都要持续加力、更加给力。要实施好更加积极有为的宏观政策，靠前发力推动既定政策尽快落地见效，根据形势需要及时推出新的增量政策	
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 。
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。
政策方向	要做大做强国内大循环， 把扩大内需作为长期战略 ，加大力度稳就业促增收	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
提振消费	在抓好 消费品以旧换新 的同时 加快释放服务消费潜力 ，推动科技创新和产业创新融合发展， 以高质量供给引领需求、创造需求 。	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。 一方面，从 需求侧 入手，通过扎扎实实地推动 居民增收减负 ，提高居民的消费能力与意愿；另一方面，从 供给侧 发力……围绕老百姓的需求 提供高质量产品和服务 。
产业政策	要充分激发各类经营主体活力，深入落实各项支持性政策，着力规范涉企执法，进一步解决账款拖欠、融资难融资贵等问题，实打实帮助企业解决发展中的困难，努力为企业提供更好的发展环境和政策服务。	国家正 加快打通“出口转内销”政策堵点、卡点 ……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 ……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 。
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

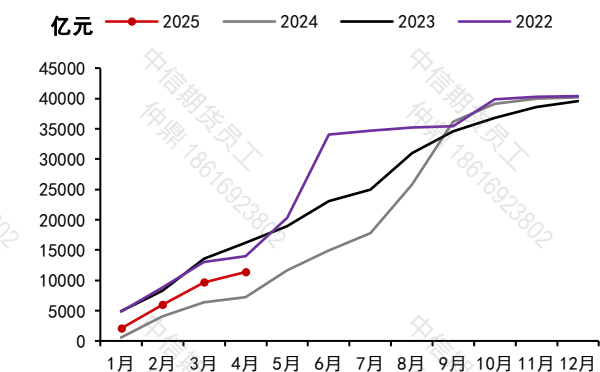
资料来源：新华社、中信期货研究所

财政政策方面，短期侧重加快发行使用政府债券；如果关税谈判进展有限，不排除年中增发万亿国债。4月6日，人民日报发表文章《集中精力办好自己的事 增强有效应对美关税冲击的信心》，表示“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”。由于关税对国内经济的影响仍不明朗，而且今年新增的政府债券额度大部分尚未发行使用，财政端或不急于增发国债。4月16日，财政部公布2025年超长期特别国债发行安排，首次发行时间为4月24日，启动发行时间较去年提早1个月，部分考虑可能是政策靠前发力。今年以来，新增专项债累计发行11370亿元，仅完成全年4.4万亿额度的25.8%，发行进度快于去年同期，但慢于2022与2023年同期。为了对冲外需下滑，未来1-2个月，新增专项债或加快发行。如果未来关税谈判进展有限，关税对国内经济的拖累很大，不排除年中增发万亿国债。

货币政策方面，降准或将很快落地，降息可能相对滞后。4月6日，人民日

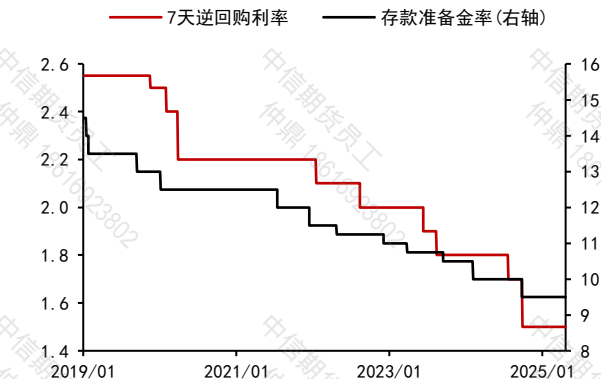
报表示“未来根据形势需要，降准、降息等货币政策工具已留有充分调整余地，随时可以出台”。4月中下旬，存款类机构7天期质押式回购加权利率处于1.7%的水平，仍明显高于1.5%的7天期逆回购利率，显示资金面不算宽松。短期政府债券加快发行会增加资金需求，央行可能很快降准，从而支持政府债券发行。4月21日，LPR维持不变，或意味着央行并不急于引导利率下行，降息政策可能相对滞后。

图表13：新增专项债累计发行量（亿元）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表14：7天期逆回购利率与存款准备金率（%）



资料来源：Wind、中信期货研究所

从政策目的来看，本轮稳增长政策的目的大概率是切实稳住经济，而不是强刺激。虽然人民日报表示“以超常规力度提振国内消费”，李强总理要求“把握政策力度，必要时敢于打破常规”，但“超常规”并不意味着国内会采取强刺激政策。人民日报文章指出“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。”去年9月以来，国内采取的就是超常规政策，并没有强刺激。未来国内也不太可能采取大水漫灌的强刺激政策，稳增长政策目的大概率是切实稳住经济。

未来政策方向着重扩大内需，着重提振消费，精准帮扶相关行业和企业，坚决稳住资本市场。根据总理讲话与人民日报文章，扩大内需既是长期战略，又是短期应对外需下滑的手段。人民日报指出，“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”，未来消费端的政策值得期待。一方面，要抓好消费品以旧换新，另一方面，要加快释放服务消费潜力。需求侧，要增收减负；供给侧，提供高质量产品和服务。出口方面，作为关税政策的直接受损方，或将有相应政策进一步打通“出口转内销”政策堵点，并对受冲击较大的行业和企业进行精准帮扶。资本市场方面，以实实在在的措施坚决稳住资本市场。

消费方面，在商品消费与服务消费上均有提升空间。商品方面，在2025年“以旧换新”新政的基础上，补贴力度与范围有进一步增加的可能性，以促进“出口转内销”。2025年以旧换新政策主要是在2024年两新2.0的基础上完善了相关

细节，但补贴力度并未明显放松，仅补贴范围有适当扩大。在外部冲击加大的背景下，消费补贴的范围和力度均有进一步抬升的空间。服务方面，当前补贴主要以地方主导，局部性对于餐饮等服务消费有一定补贴，预计后续各级地方在服务消费补贴方面有扩容空间，仍可期待更多中央财政的加入和提振。

投资方面，基建仍然是对冲出口下滑的有效工具之一，政策发力概率亦相对较高。一方面，基建为传统逆周期调节政策工具，政策相对“驾轻就熟”，在历史五轮稳增长周期中从未缺席，政策资金传导至实物工作量的速度相对稳定成熟。另一方面，作为投资驱动的经济体，基建投资对中国 GDP 的拉动具有举足轻重的作用，在当前经济结构背景下，其乘数效应仍相对较高。根据中信期货研究所宏观组前期测算，基于一些假设下（2025 年消费增速持平于 2024 年；2025 年服务贸易差额为-18200 亿元；进口在扩内需下改善、增至 186000 亿元），出口增速下滑 3.2 个百分点或大约需要拉动广义基建 4 个百分点来对冲。

地产方面，供需两侧均有发力空间，以降低地产外溢风险。需求方面，预计居民购房成本将进一步下降，限制条件将进一步放松，以引导居民部门增加地产库存消化的力度，以稳定当前持续回暖的趋势。供给方面，2025 年土储专项债的总量规模有望进一步推动地产库存去化，但以当前进度来看，土储专项债实质作用仍以盘活国有资产为主，后续或有其他增量资金以呵护民营房企流动性。

制造业方面，鉴于其与出口极高的相关性，整体制造业投资需求冲击或较为明显，负面冲击压力相对较高，仍以承压为主。在这一背景下，或有更多设备更新等相关政策出台，以维稳高技术制造业投资性需求。

出口方面，参考上一轮中美贸易摩擦，对于直接受冲击的外需依赖度较高的行业与企业或有定向帮扶措施。政府上调相关行业退税率，增强相关行业失业保障等措施仍可期。

政策节奏方面，稳增长政策或即将出台，关注月底中央政治局会议。4 月 17 日，国务院进行第十三次专题学习；李强总理指出，推动各方面政策措施早出手、快出手，对预期形成积极影响。4 月 18 日，国务院常务会议研究稳就业稳经济推动高质量发展的若干举措。会议指出，要鼓励企业积极稳定就业，扩大以工代赈等支持；要稳定外贸外资发展，一业一策、一企一策加大支持力度；要促进养老、生育、文化、旅游等服务消费，扩大有效投资；要持续稳定股市，持续推动房地产市场平稳健康发展。4 月底，中央政治局会议将研究经济形势，部署下一步经济工作。稳经济稳就业相关举措或在月底政治局会议后推出。

大类资产方面，未来一个季度对于海外资产，我们维持多避险、多波动配置思路：特朗普关于关税与解雇美联储主席的态度缓和，海外避险情绪暂时降温，但未来美国政策不确定性仍高，黄金短期调整但长期仍有配置价值，结构性（例

如期权结构)参与海外权益类资产及其他工业商品,逢低布局 VIX。对于国内资产,关税相关消息可能继续扰动风险资产价格,但稳住楼市股市预期下,A股、国内商品下方空间有限,国内或采取进一步的稳增长措施。宽货币预期推动短期债市利率维持低位,二季度也存供给压力。

风险因素: 国内政策力度不及预期,美国关税政策反复

图表15: 最近国务院相关会议信息

时间	事项	主要内容
4月18日	国务院常务会议	<p>国务院常务会议研究稳就业稳经济推动高质量发展的若干举措……</p> <p>会议指出,面对复杂严峻的外部环境,要深入贯彻中央经济工作会议部署,加力落实《政府工作报告》明确的政策措施,锚定经济社会发展目标,加大逆周期调节力度,着力稳就业稳外贸,着力促消费扩内需,着力优结构提质量,做强国内大循环,推动经济高质量发展。要鼓励企业积极稳定就业,加大职业技能培训力度,扩大以工代赈等支持,加强就业公共服务。要稳定外贸外资发展,一业一策、一企一策加大支持力度,支持外资企业境内再投资。要促进养老、生育、文化、旅游等服务消费,扩大有效投资,大力提振民间投资积极性。要持续稳定股市,持续推动房地产市场平稳健康发展。</p>
4月17日	国务院第十三次专题学习	<p>要找准政策重点,善于抓住有风向标作用的问题,对症下药、集中施策,及时推出有力有效的政策举措。要讲究政策时机,在一些关键的时间窗口,推动各方面政策措施早出手、快出手,对预期形成积极影响。要把握政策力度,必要时敢于打破常规,打好“组合拳”,让市场真正有获得感……</p> <p>要加快重大战略和改革举措落实落地……要营造包容的氛围和公平、稳定、可预期的发展环境……进一步改进和完善行政执法、规范权力运行,有力保护各类经营主体合法权益。</p>

资料来源:新华社、中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>