



中国经济 | 深度报告

踏浪前行

——2025 年下半年宏观经济与资本市场展望

报告要点

展望下半年：1) 海外方面，中美关税已然迎来缓和，即使是在 30%关税加征幅度假设下，也仅拖累全年出口增速 3.2 个百分点左右。2) 国内方面，尽管出口受关税影响、消费受高基数影响，或在三季度承压，但作为以往最大拖累的地产投资有望迎来降幅收窄，而基建投资的上行空间和弹性更是值得期待。3) 政策方面，积极财政正沿着加速存量、调整存量、储备增量的顺序展开，政策应对空间充足，而稳健货币意味着流动性保持合理充裕、降准降息仍有空间。4) 市场方面，债市延续震荡格局，三季度有望迎来配置性机会；股市结构性行情持续演绎，看好盈利稳定、高股息的红利板块，以及活力充沛的中小型成长类企业。

分析师及联系人



于博

SAC: S0490520090001

SFC: BUX667



宋筱筱

SAC: S0490520080011

SFC: BVZ974



刘承昊

SAC: S0490523050001

SFC: BVA882



蒋佳榛

SAC: S0490524080005



黄帅



敬成宇

知识星球 全球资讯精读

每月持续更新5000+行业研究报告，价值研究体系帮助投资决策。
覆盖全行业，上万份行业研究报告展现、解决细分行业知识空白。

知识星球 全球资讯精读

实时精选全球最新财经资讯，多角度解读热门事件内容观点。
挖掘国际财经内幕，探究全球重点事件，深度聚焦一二级市场。
涉及私募股权、创投、金融、投行、并购、投资、法律、企管等领域。
提供研报专业定制服务。

(免责声明：报告收集整理于网络，仅限于群友学习交流，请勿他用)


 CR 全球资讯精读

入宝藏群请加
quanqizixun8

全球资讯精读



 知识星球

踏浪前行 ——2025 年下半年宏观经济与资本市场展望

关税的冲击与影响

2025 年年初特朗普上任以来，频频挥舞关税大棒，对中国多次加征关税。直至 2025 年 5 月 12 日中美日内瓦会谈，关税升级才迎来缓和，目前美国对中国额外加征的关税税率为 30%，中国对美国为 10% 的关税税率。

测算关税影响几何，首先要判断关税冲击的水平。我们认为目前来看，保守的假设加征 30% 的关税税率假设较为恰当。一方面，从伦敦中美经贸磋商机制首次会议后双方的表态来看，中美贸易谈判较为顺利，贸易摩擦确有缓和。另一方面，特朗普在加征关税上拥有许多“后手”，由于关税工具使用受阻导致关税水平回落的可能性也不大。

其次，如何测算关税冲击的影响？我们结合历史经验与现实情况进行测算。1) 依据特朗普上一任期内，美国自华进口 List1-3 商品进口额实际值较趋势值的偏离度，结合关税加征幅度，计算“关税弹性系数”；2) 依据关税弹性系数，估算不同关税幅度下，我国出口受到的影响有多大；3) 根据现实情况进行合理修正：考虑消费电子独立按 20% 征税的豁免情形以及转口外移带来的约 47% 对冲，根据出口节奏、出口结构、出口占比与间接影响，修正参数。

总结而言，在美国对中国加征 30% 关税的假设下，若综合考虑出口节奏、豁免品类和转口贸易对冲等因素影响，或拖累全年出口增速 3.2 个百分点左右。

经济的韧性与弹性

数据上看，二季度经济韧性不差，背后动能主要源自于抢出口和抢生产持续较强。展望下半年来看，出口方面，高频数据显示 6 月抢出口强度有所转弱，但韧性仍在。**领先指标反映出口同比增速在三季度或面临一定压力，但下行斜率或偏缓。**地产方面，下半年地产投资向下具备韧性，但是向上看弹性较弱：从房企拿地和地产开工面积等领先指标看，下半年地产投资增速或缓慢改善，但考虑到二季度下游地产市场景气偏弱，因此向上改善空间可能较窄。消费方面，当前国补带动下，耐用品消费同比增速和收入同比增速已出现明显分化，判断的关键在于，去年消费增长的基数如何分布，一旦基数走高，消费同比增速可能会边际走弱。而从数据上看，去年 9 月，国补政策开始见效，社零同环比基数才显著走高，并在此后稳在高位。基建方面，上半年受资金到位率和新项目较少影响，基建投资同比增速偏弱。而三季度，在去年年底以来专项债发行的持续带动下，基建投资同比增速仍具备弹性向上的空间。

政策的空间与节奏

测算中国财政支出乘数约为 0.83 倍，意味着广义财政支出每增加 4 个百分点，预计可以拉动 GDP 增速 1 个百分点。若下半年国内外形势出现新的变化，财政应对或沿着“加速存量（重点关注地方项目建设专项债的发行提速情况）、调整存量（重点关注财政资金对于城市更新、土地储备、消费、育儿补贴等领域的支持和补贴力度）、储备增量（包括政府债限额空间、央行利润上缴、中央地方结余资金、类财政工具、每两月一次的人大常委会新增政府债额度等工具）”的顺序逐步展开。货币政策面临人民币汇率和银行息差两大约束，但在当前美元指数走弱的背景下以及财政部积极支持国有大型商业银行补充核心一级资本、降低存款利率等政策支持下，两大约束因素均有一定缓解；支持实体经济和呵护资产价格则是货币政策的两大职能，年内或仍有降准降息的窗口，触发点或是经济指标、市场预期明显弱化，以及关税冲突升级等。**对应到资本市场配置，我们认为，债市延续震荡格局，三季度有望迎来配置性机会；股市结构性行情持续演绎，看好盈利稳定、高股息的红利板块，以及活力充沛的中小型成长类企业。**

风险提示

1、关税政策仍有不确定性；2、新动能可能平滑增长；3、领先指标梳理或有遗漏；4、实际执行与年初预算存在差异；5、财政增量政策不及预期；6、模型和测算与实际情况存在误差。

请阅读最后评级说明和重要声明

相关研究

- 《美国低利率时代，有哪些投资机遇？（下）——破局低利率系列 4》2025-06-25
- 《美国低利率时代，有哪些投资机遇？（上）——破局低利率系列 3》2025-06-24
- 《下半年财政：潜在需求与发力节奏——秒懂财政系列 4》2025-06-11



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

关税的冲击与影响	6
经济的韧性与弹性	14
政策的空间与节奏	25
风险提示	37

图表目录

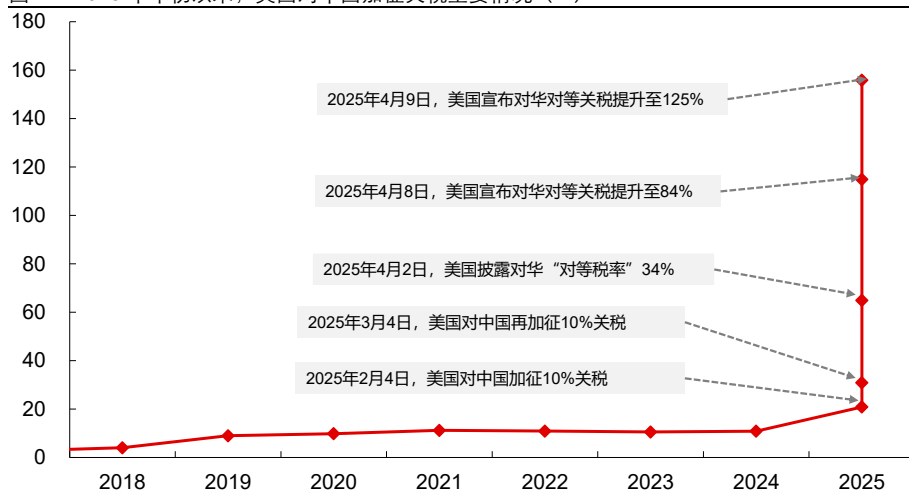
图 1: 2025 年年初以来, 美国对中国加征关税主要情况 (%)	6
图 2: 中美在日内瓦经贸高层会谈后, 通过联合声明互降关税	7
图 3: 能影响美国对外关税水平的关税工具主要有三类: 行政行动、国会立法、条约谈判或终止	8
图 4: IEEPA 具备弹性大、自由度大、耗时短等优势	9
图 5: 美国 List1、List2、List3、List4a 商品进口额变化 (2017 年=100)	10
图 6: 关税弹性系数计算表	10
图 7: 加征关税对中国对美出口和整体出口的影响	11
图 8: 美国半导体相关商品豁免清单及进口额	11
图 9: 禁运式关税为转口贸易提供了充足的利润空间	12
图 10: 参考特朗普上一任期内贸易摩擦, 对越南和墨西哥转口约能对冲对美出口下行的 46.9%	12
图 11: 计算关税影响时用到的参数	13
图 12: 综合各方面考虑, 对全年出口影响或在-3.2 至-4.2pct	13
图 13: 5 月制造业 PMI 较 4 月回升, 但未能回到荣枯线上 (%)	14
图 14: 沿海某港出口逐周同比增速 (%)	15
图 15: 中国赴美海运日度订舱量 (标箱)	15
图 16: 来料加工贸易进口同比增速领先出口同比增速 1 个月 (%)	16
图 17: 贸易条件同比增速领先出口同比增速大约 3 个月 (%)	16
图 18: PMI 新出口订单指数领先出口同比增速 6 个月 (%)	17
图 19: 美国消费者信心指数领先中国出口同比增速 9 个月 (%)	17
图 20: 从房屋新开工来看, 地产投资增速未来还将趋势性改善 (%)	17
图 21: 从土地成交来看, 下半年地产新开工同比增速或将回升 (%)	17
图 22: 70 个大中城市二手住宅价格指数环比增速 (%)	18
图 23: 12 城二手房成交面积及其同比增速 (万平方米)	18
图 24: 30 城新房成交面积 7dma (万平米)	18
图 25: 耐用消费品补贴政策退潮后, 耐用品销售额同比增速可能下滑 (%)	19
图 26: 从社零领先指标来看, 下半年消费增速中枢可能震荡走平 (%)	19
图 27: 但就耐用消费品脱离收入逻辑, 国补带动消费意愿走高 (%)	19
图 28: 二轮国补以来, 汽车和家电销量同比增速一致保持平稳增长 (%)	20
图 29: 社零增速基数在去年 9 月之后明显抬升 (%)	20
图 30: 多数地区下调 2025 年固定资产投资同比增速目标	21
图 31: 2025 年, 专项债发行进度较去年更快	23
图 32: 基建市政项目资金到位率 (%)	23
图 33: 基建 PMI 新订单指数 (%)	23

图 34: 螺纹钢周度表观需求量 (万吨)	24
图 35: 基建水泥直供量 (万吨)	24
图 36: 基建专项债发行增速领先基建投资 6 个月 (%)	24
图 37: 中国与世界主要经济体财政支出乘数比较	25
图 38: 中国财政支出乘数测算结果	25
图 39: 2025 年财政预算中, 广义财政支出预期增速 9.3% (亿元, %)	26
图 40: 2025 年广义财政支出敏感性分析 (亿元, %)	26
图 41: 2025 年广义财政支出敏感性分析 (%)	26
图 42: 货币、财政政策有充足的政策工具箱	27
图 43: 历年各周政府债 (国债净融资+新增一般债+新增专项债) 累计发行进度 (%)	28
图 44: 历年各周国债累计净融资进度 (%)	28
图 45: 历年各周新增专项债 (项目) 累计发行进度 (% , 含待发行进度)	28
图 46: 历年各月化债资金规模 (亿元)	28
图 47: 历年专项债资金用于地产相关领域项目的规模及占比 (亿元, %)	29
图 48: 2025 年新增专项债 (项目) 资金用途分布 (亿元, %)	29
图 49: 2024、2025 年特别国债资金安排 (亿)	29
图 50: 超长期特别国债发行节奏预测 (亿)	29
图 51: 各省市生育补贴汇总 (元)	30
图 52: 国债、一般债、专项债限额空间 (亿元)	31
图 53: 央行资产负债表中的其他负债规模 (亿元)	31
图 54: 中央预算稳定调节基金余额规模 (亿元)	31
图 55: 地方财政前三本账本结余资金规模 (亿元)	31
图 56: 2022 年的政策性开发性金融工具与 2015-2017 年的专项建设基金具有相似的运作模式	32
图 57: 2022 年部分项目的基础设施基金及其配套贷款投放情况	32
图 58: 2022 年 9-11 月配套新增了 6300 亿 PSL (亿元)	33
图 59: 历年全国人大常委会召开日期	33
图 60: 2016 年以来历年降准降息幅度 (BP)	34
图 61: 美元指数与美元兑人民币汇率 (1973 年 3 月=100, %)	34
图 62: 银行存贷款利率与净息差 (%)	34
图 63: 结构性货币政策工具存续情况 (截至 2024 年 9 月)	35
图 64: 5 月 7 日“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”政策梳理	36
表 1: 市场预期, 我国 2025 年 GDP 实际同比增速逐季走弱 (%)	14
表 2: 各月主要经济数据 (%)	15
表 3: 2023-2025 年, 各省级行政区重大项目投资计划	22

关税的冲击与影响

中美发布日内瓦联合声明，关税升级迎来缓和。1) 2025 年年初特朗普上任以来，频频挥舞关税大棒，对中国多次加征关税。①2 月 4 日、3 月 4 日分别以芬太尼等问题为由对所有中国输美商品加征 10% 关税；②4 月 2 日，宣布大超市场预期“对等关税”，具体到中国，美国此次对中国加征的“对等关税”税率为 34%；③面对中国的坚定反击，对等反制，美国则两次提高对中国的“对等关税”税率，分别提升至 84% 和 125%。至此对中国累计关税达 145%（125% “对等关税” + 20% 芬太尼关税）。2) 2025 年 5 月 12 日中美在日内瓦会谈后，通过联合声明互降关税。美方取消了共 91% 的加征关税，对应中国反制后的美国两次关税提高，暂停了 24% 的“对等关税”（34% 的个性化“对等关税”暂缓 90 日，保留 4 月 5 日对全球生效的 10% 基础“对等关税”）；中方相应取消了 91% 的反制关税，相应暂停 24% 的反制关税。

图 1：2025 年年初以来，美国对中国加征关税主要情况（%）



资料来源：USITC，新华社，中国商务部，光明网，纽约时报，美国海关，中国政府网，长江证券研究所（注：截至 2025 年 5 月 12 日中美日内瓦联合声明，中美双方大幅降低双边关税水平前）

图 2：中美在日内瓦经贸高层会谈后，通过联合声明互降关税

5/12方案	美方	中方	5/12方案
不变	【02/01 第14195号行政令】 10%芬太尼关税	【02/04 税委会公告2025年第1号】 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	不变
不变	【03/03 第14228号行政令】 额外10%芬太尼关税	【03/04 税委会公告2025年第2号】 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、水产品、水果、蔬菜、乳制品加征10%关税	不变
24%暂停实施90天	【04/02 第14257号行政令】 34%对等关税	【04/04 税委会公告2025年第4号】 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	24%暂停实施90天
取消	【04/08 第14259号行政令】 34%对等关税提升至84%	【04/09 税委会公告2025年第5号】 税委会公告2025年第4号规定的加征关税税率，由34%提高至84%	暂停或取消
取消	【04/09 第14266号行政令】 84%对等关税修改为125%	【04/11 税委会公告2025年第6号】 税委会公告2025年第5号规定的加征关税税率，由84%提高至125%	暂停或取消

资料来源：中华人民共和国财政部，美国白宫，Federal Register，长江证券研究所

即便是在中美日内瓦会谈后，美国年初以来对中国额外加征的关税水平在 30%的水平。对下半年的经济展望，关税是绕不开的话题。

测算关税影响几何，首先要判断关税冲击的水平。我们认为目前来看，保守的假设加征 30%的关税税率水平较为恰当。

一方面，从中美在日内瓦会谈和伦敦中美经贸磋商机制首次会议后双方的表态来看，中美贸易谈判较为顺利，贸易摩擦确有缓和。

当地时间 2025 年 6 月 10 日，在伦敦中美经贸磋商后，中国商务部国际贸易谈判代表兼副部长李成钢在英国伦敦表示，过去两天，中美双方团队进行了深入交流，就落实两国元首 6 月 5 日通话共识以及日内瓦会谈共识达成了框架。

另一方面，特朗普在加征关税上拥有许多“后手”，由于关税工具使用受阻导致关税水平回落的可能性也不大。

特朗普第二任期相较于上一任期内在关税工具的使用上明显升级。上一任期内，特朗普主要集中在行政行动中的 301 调查、232 调查、201 调查，而本轮，无论是对中国的两次以芬太尼等问题为由加征的累计 20%关税，还是针对全球的“对等关税”均是援引 1974 年《国际紧急经济权力法》（IEEPA）第 203 条款，通过宣布国家紧急状态实现。

关税工具偏好的切换，在让特朗普获得援引 IEEPA 带来的弹性大、自由度大、耗时短等诸多好处之外，也引发了争议。美东时间 5 月 28 日，美国国际贸易法院裁定特朗普年初以来依据《国际紧急经济权力法》进行的关税加征无效，其原因就是认为特朗普政府援引 IEEPA 法案实施的关税缺乏国会明确授权，属于“越权行为”。但次日，美国联邦巡回上诉法院批准了特朗普政府的请求，暂时搁置此前做出的裁决，恢复实施特朗普政府关税政策。

事实上，即便没有美国法院裁决的反转，特朗普在加征关税上也有诸多“后手”。具体来看，特朗普可以采取三类手段：**1) 消极执行**。比如从不成文的角度可以通过调查资质、解雇工作人员等方式实现拖延；**2) 签署新的行政令**。可以使用上一任期内使用过的 301 条款、232 条款以及 201 条款，或者启用 338 条款、122 条款，甚至可以再度援引 IEEPA 颁布新的行政命令；**3) 国会立法**。除行政行动外，国会立法作为传统的关税税率修改手段也不容忽视。立法流程虽然复杂，但在当前共和党为参众两院多数党的背景下，并非没有通过的可能。

基于以上分析，目前来看，保守的假设加征 30%的关税税率假设较为恰当。

图 3：能影响美国对外关税水平的关税工具主要有三类：行政行动、国会立法、条约谈判或终止

工具类型		目的	涉及部门	使用案例	流程耗时
行政行动	1974年《贸易法》第301条	应对不公平贸易行为	需美国贸易代表办公室（USTR）调查	2017年8月，针对中国的技术转让、知识产权、创新政策/实践开启调查，后于2018年7月开始依次分四轮，对共约 3700亿美元 商品征收 7.5-25% 不等的关税。	【理论】：调查开始后 13个月内 实施行动。 【实际】：特朗普上一任期内调查开始后 约11个月 第一轮关税落地。
	1962年《贸易扩展法》第232条款	应对威胁到国家安全的进口	需商务部调查	2018年3月23日起，对从中国进口的 钢铁和铝 产品全面征税，税率分别为 25%和10% 。	【理论】：调查开始后约 300日 内实施行动。 【实际】：特朗普上一任期内调查开始后 338日 关税落地。
	1974年《贸易法》第201条款	为美国产业提供临时救济	需美国国际贸易委员会调查	2017年5月，启动针对 光伏电池及组件和洗衣机 的贸易调查，2018年1月宣布对光伏电池及组件，以及大型洗衣机分别实行为期4年、3年的保护措施。	【理论】：调查开始后 13个月内 实施行动。 【实际】：特朗普上一任期内调查开始后 约11个月 第一轮关税落地。
	1930年《关税法》第338条款	应对歧视性关税或不合理限制措施	需美国国际贸易委员会调查	1949年国务卿Acheson电报中提及后再无官方记录。理论上338条款授予总统在发现受到歧视后征收最高 50% 的额外关税，若此后仍受到歧视，可采取行动 阻止从该国进口 。	—
	1974年《贸易法》第122条款	应对国际收支出现“巨大而严重”赤字，或防止外汇市场“美元迫在眉睫的大幅贬值”	—	迄今为止，还没有 总统援引本条征收全面关税。 授权总统在未经国会批准的情况下 对所有进口商品 单方面全面征收最高 15% 的关税，关税 最长持续150天 ，之后必须国会批准继续征收关税。	—
	1974年《国际紧急经济权力法》第203条款	处理对美国国家安全、外交政策或经济的任何“不寻常和非同寻常”的外部威胁	采取行动前需征求国会意见	当地时间2025年2月1日，美国白宫宣布，根据IEEPA，对加拿大、墨西哥输美产品加征25%关税，对加拿大输美能源资源征收10%关税，对中国输美产品加征10%关税。	【理论】：在宣布 IEEPA 国家紧急状态后，总统 不需要经过调查 即可采取行动，可能是总统 快速征收关税 的权力来源。 【实际】：特朗普于2025年2月1日宣布对中国输美产品加征10%关税， 三日 后（2月4日）即可落地。
国会立法		根据美国宪法第一条第8款，国会拥有征收关税的权力	国会	关注 ：2024年11月14日，美国众议院中国特别委员会主席穆勒纳尔提出《 恢复贸易公平法案 》，该法案涉及 暂停中国永久正常贸易关系（PNTR）地位、分阶段提高关税和配额外关税 等对中国的歧视性措施。	
条约谈判或终止		—	—	1) 2017年8月正式启动的《北美自由贸易协定》； 2) 2017年7月特朗普要求重新谈判《美韩自由贸易协定》。	【实际】：1) 《北美自由贸易协定》从首轮谈判启动到达成一致历时 约13个月 。 2) 《美韩自由贸易协定》从开始谈判到修订历时 约7个月 ，到生效历时 约16个月 。

资料来源：新华社，中国外汇，美国国会，USTR，Select Committee on the CCP，长江证券研究所

图 4：IEEPA 具备弹性大、自由度大、耗时短等优势

	IEEPA 的优势
适用弹性大	根据该法规，总统可以针对一个国家或跨国集团构成的“不寻常且极其严重威胁”宣布国家紧急状态，但并未对此做出明确界定，留下解释空间， 增加了法律适用弹性，使美国总统更容易宣告国家进入经济紧急状态。
使用自由度大	IEEPA 的使用 不需要经过国会批准 ，除非国会通过其他立法加以限制，否则很难制约总统的决定。
生效时间短	相比于援引美国贸易法条款（如 301 条款、233 条款等）可能牵涉的贸易机构调查，IEEPA 很少有相关阻碍。 进入国家经济紧急状态可以让关税迅速生效。
路径依赖	特朗普上一任期就曾多次援引 IEEPA，很清楚这一法律运用和实施的方法。 1、2019 年，特朗普曾威胁要使用 IEEPA 对从墨西哥进口的所有商品征收 5% 的关税，理由是非法移民进入美国，但而后，两国就移民政策达成协议，阻止了其使用。 2、2019 年，美国商务部以 华为 涉嫌违反 IEEPA 为由，将其添加至出口管制“实体清单” 3、2020 年，特朗普援引 IEEPA 发布行政令限制 Tik Tok 在美境内运营。

资料来源：解放日报，复旦大学美国研究中心，美国国会，央视新闻，CIFER，长江证券研究所（IEEPA：《国际经济紧急权力法案》）

其次，如何测算关税冲击的影响？我们结合历史经验与现实情况进行测算。

我们可以参考下述思路计算加征关税对出口的冲击：1）依据特朗普上一任期内，美国自华进口 List1-3 商品进口额实际值较趋势值的偏离度，结合关税加征幅度，计算“关税弹性系数”（即加征单位关税对出口的影响程度）；2）依据关税弹性系数，估算不同关税幅度下，我国出口受到的影响有多大；3）根据现实情况进行合理修正：考虑豁免和转口贸易情况，根据出口节奏、出口结构、出口占比与间接影响，修正参数。

2018 年经验来看，加征关税的确令 List1-3 商品美自华进口显著回落。我们将美国进口商品分为整体进口、自华进口、从其他国家进口三类，并对各类商品进口额进行指数化处理，发现：无附加关税商品进口额中，三者走势并无差异；而在涉税商品中，美国自华进口额在 2018 年显著低于从其他国家进口额。这说明加征关税确实产生了明显影响。

基于此，我们可以做如下猜想：若中美无贸易摩擦，2019 年美国自华进口 List1-3 商品额，较于从其他国家进口额或无显著的趋势性变化。

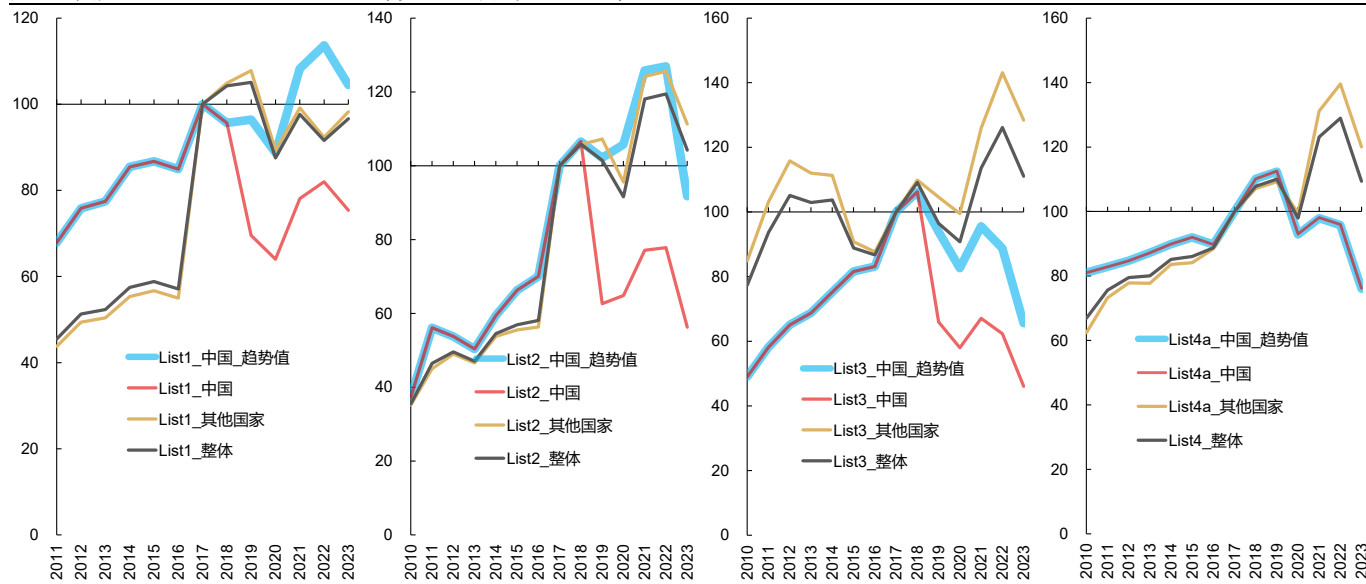
因此，我们可以用 2019 年美国整体进口额同比增速，将 2019 年美国自华进口实际值还原成趋势值，2020-2023 年数据以 2019 年趋势值为基础，结合各年同比增速计算，其余年份数值保持不变。

可以发现：List1、2 商品自华进口额走势和美国自其它国家进口、整体进口走势相似；List3 商品自华进口额 2018-2021 年走势与其他国家进口、整体进口走势较为一致；List4a 商品自华进口额走势未有明显变化。

趋势值较于实际值的变化，可以视为加征关税带来的影响，据此可计算出“关税弹性系数”（即加征单位关税对出口的影响程度）。计算步骤为（公式字母含义参见图 6）：① 计算自华进口额趋势值 $B' = A * (1 + a)$ ；② 计算加征关税导致的变化 $b = (B' - B) / A$ ；③

关税弹性系数 $\alpha=b/c$ 。从结果来看, List1-3 商品自华进口额的关税弹性系数分别为 1.42、1.55、1.67, 均值为 1.55。

图 5: 美国 List1、List2、List3、List4a 商品进口额变化 (2017 年=100)



资料来源: PIIE, TradeMap, 长江证券研究所

图 6: 关税弹性系数计算表¹

	符号	List1	List2	List3
2017年自华进口额 (亿美元)	A	334.4	143.3	1987.5
2019年自华进口额 (亿美元)	B	232.5	89.8	1310.8
美国2019年整体进口额较2017年变化	a	5.1%	1.5%	-3.5%
2019自华进口额(估算趋势值, 亿美元)	B/	351.4	145.4	1917.3
加征关税导致的变化	b	-35.5%	-38.8%	-30.5%
关税加征幅度	c	25.0%	25.0%	18.2%
关税弹性系数	α	-1.42	-1.55	-1.67

资料来源: PIIE, TradeMap, 长江证券研究所。注: List3 商品加征关税幅度从 2019 年 6 月 15 日起由 10%上调至 25%, 故使用月数加权方法计算全年关税加征幅度。

线性外推: 从关税弹性系数, 到对出口的影响。得到 “关税弹性系数”, 即加征单位关税对出口的影响程度后, 通过线性外推, 即可测算关税对出口的影响。中性关税弹性系数假设下, 考虑加征 30% 关税, 计算得到, 关税将影响我国对美出口-46.6%, 影响我国整体出口-6.8%。

但基于历史的线性外推有其局限性, 我们认为, 应根据现实情况进行合理修正: 考虑豁免和转口贸易情况, 根据出口节奏、出口结构、出口占比与间接影响, 修正参数。

¹ List4a 商品自华进口额直至 2021 年起才与美国整体进口额走势显著背离, 因此无法剔除全球公共卫生事件的干扰影响。因此在此只分析 List1-3 商品自华进口额的关税弹性系数。

图 7：加征关税对中国对美出口和整体出口的影响

加征关税幅度	关税弹性系数	影响对美出口	影响整体出口
20%	-1.42	-28.4%	-4.2%
	-1.55	-31.1%	-4.6%
	-1.67	-33.5%	-4.9%
30%	-1.42	-42.7%	-6.3%
	-1.55	-46.6%	-6.8%
	-1.67	-50.2%	-7.4%
70%	-1.42	-99.5%	-14.6%
	-1.55	-100.0%	-14.7%
	-1.67	-100.0%	-14.7%

资料来源：Wind，长江证券研究所（注：关税弹性系数测算参考本报告图 6，对美出口对整体出口的影响参考 2024 年全年水平，即中国对美出口占整体出口的 15%，此处未考虑转口贸易影响）

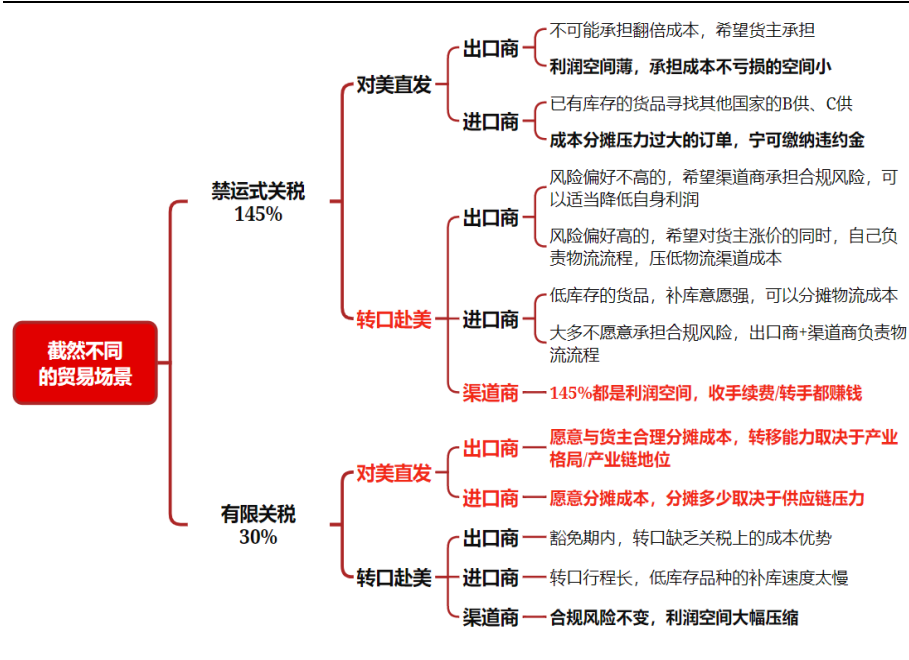
影响或被高估：豁免部分占 20%+，转口贸易占 40%+。1) 豁免部分：直接贸易中，要考虑结构性的税率差异，尤其是 2024 年占我国对美出口 21.7%的电子产品仅受 20%关税影响；2) 转口贸易：可以参考特朗普第一任期内中美贸易摩擦的历史经验，2017-2019 年转口的比例或占对美出口的 46.7%，这部分仅受 10%关税影响。

图 8：美国半导体相关商品豁免清单及进口额

HS代码	商品名称	2024(单位: 亿美元)		占比
		自华进口额	整体进口额	
美东时间4月11日新增豁免				
8471	电脑；磁性或光学读卡机器	367.36	1414.06	26.0%
84.30	电脑零件和附件	65.84	542.97	12.1%
8486	专用于制造半导体孔或晶圆等的设备	9.24	137.01	6.7%
8517.13.00	智能手机	408.83	564.24	72.5%
8517.62.00	用于接收、转换、传输或再生语音、图像的设备	76.13	565.01	13.5%
8523.51.00	存储设备	3.67	175.41	2.1%
8524	平板显示模组	6.11	17.97	34.0%
8528.52.00	显示器，用于自动数据处理设备	50.45	64.07	78.7%
美东时间4月2日豁免				
8541.10.00	二极管(不包括光敏二极管或发光二极管)	1.17	4.66	25.1%
8541.21.00	耗散率<1w的晶体管(不包括光敏晶体管)	0.23	1.34	17.1%
8541.29.00	耗散率>=1w的晶体管(不包括光敏晶体管)	1.34	16.59	8.0%
8541.30.00	晶闸管(不包括光敏半导体器件)	0.10	1.10	9.5%
8541.49.10	光敏二极管	0.05	6.61	0.7%
8541.49.70	光敏晶体管	0.01	0.20	3.1%
8541.49.80	光耦合隔离器	0.17	2.77	6.0%
8541.49.95	光敏半导体器件	0.06	1.59	3.7%
8541.51.00	半导体传感器(不包括光敏传感器)	0.01	0.19	6.8%
8541.59.00	半导体器件	0.10	9.10	1.1%
8541.90.00	二极管、晶体管及类似半导体零件;光敏半导体	0.19	6.40	3.0%
8542	电子集成电路及零件	14.73	403.86	3.6%
美国2024年自华总进口额/总进口额		4626.39	33453.88	——
占总体进口额的比重(2024年)		21.7%	11.8%	——

资料来源：TradeMap，长江证券研究所

图 9：禁运式关税为转口贸易提供了充足的利润空间



资料来源：长江证券研究所整理

图 10：参考特朗普上一任期内贸易摩擦，对越南和墨西哥转口约能对冲对美出口下行的 46.9%

中国对该国出口占整体出口的比重 (%)	2017	2019	2019-2017
越南	3.14%	3.92%	0.78%
墨西哥	1.59%	1.86%	0.27%
美国	18.99%	16.75%	-2.24%

资料来源：Wind，长江证券研究所（46.9% = (0.78%+0.27%) / 2.24%）

参数修正：出口节奏、出口结构、出口占比与间接影响。1) 节奏上，我国对美出口并非全年都受影响，而是集中在今年的后 8 个月。而前 4 个月对美出口占对美出口全年比重约 28.9%，在全年影响测算上应相应做参数修正；2) 结构上，考虑转口贸易和电子豁免。此处假设，转口贸易豁免期后仍按 10%关税征收，电子被豁免品类全年按 20%关税征收。

图 11：计算关税影响时用到的参数

分类	关键折算系数	取值
对美出口-全年节奏	前4个月对美出口占对美出口全年比重	28.9%
	5-7月对美出口占对美出口全年比重	25.7%
	8-12月对美出口占对美出口全年比重	45.4%
对美出口-结构影响	电子被豁免品类占美国自华进口的比重 (仅受20%关税影响的对美出口比重)	21.7%
	转口贸易的比例 (仅售10%关税影响的对美出口比重)	46.9%
对美出口-整体影响	每1%对华关税影响的对美出口金额	-1.55
	对美出口占中国出口的比重	15%
GDP核算	海关货物贸易出口与GDP货物贸易出口的折算系数	94.9%
	货物贸易出口占GDP比重	18.0%

资料来源：Wind，TradeMap，长江证券研究所测算（注：对美出口-全年节奏、电子被豁免品类占美国自华进口比重部分参数均为参考 2024 年实际情况；转口贸易比例参考 2017-2019 年实际情况，具体测算过程参考本报告图 10；每 1% 对华关税影响的对美出口金额采取中性测算结果，具体测算过程参考本报告图 6；对美出口占中国出口比重参考 2024 年全年实际情况，即 15%）

综合各方面考虑，关税或将对我国出口影响不到 5%。1) 30%关税加征幅度假设下，若综合考虑出口节奏、豁免品类和转口贸易对冲等因素影响，或拖累全年出口增速 3.2 个百分点；2) 考虑“对等关税”90 日豁免到期后，美国对中国“对等关税”税率回到 34% 的情形，也就是年初以来美国对中国额外加征的关税水平升至 54%（20%以芬太尼为由加征关税+34%对等关税），则或拖累全年出口增速 4.2 个百分点。

图 12：综合各方面考虑，对全年出口影响或在-3.2 至-4.2pct

时间划段	前4个月	5/12中美达成协议后							
		90天内 (5-7月)		90天后 (8-12月)					
损失测算	对美出口 +X%	30%关税		维持30%		恢复54%			
		转口外移47%	沿用关税 弹性系数 算法	转口外移 47%	沿用关税 弹性系数 算法	转口外移 47%	沿用关税 弹性系数 算法		
		消费电子独立 按20%征税		消费电子独立 按20%征税		消费电子独立 按20%征税			
影响全年出口(pct)		对美出口占中国出口的比重							
-3.2/-4.2		=	-0.049	+	-1.138	+	-2.010	/	-3.040

资料来源：Wind，TradeMap，国家统计局，长江证券研究所整理

经济的韧性与弹性

国内经济的节奏上，从市场主流预测来看，4月到5月，多数机构上调了二季度经济数据的预测，但仍预计2025年GDP实际增速逐季下行。即便在中美互降关税后，这一趋势特征预计依旧保留。

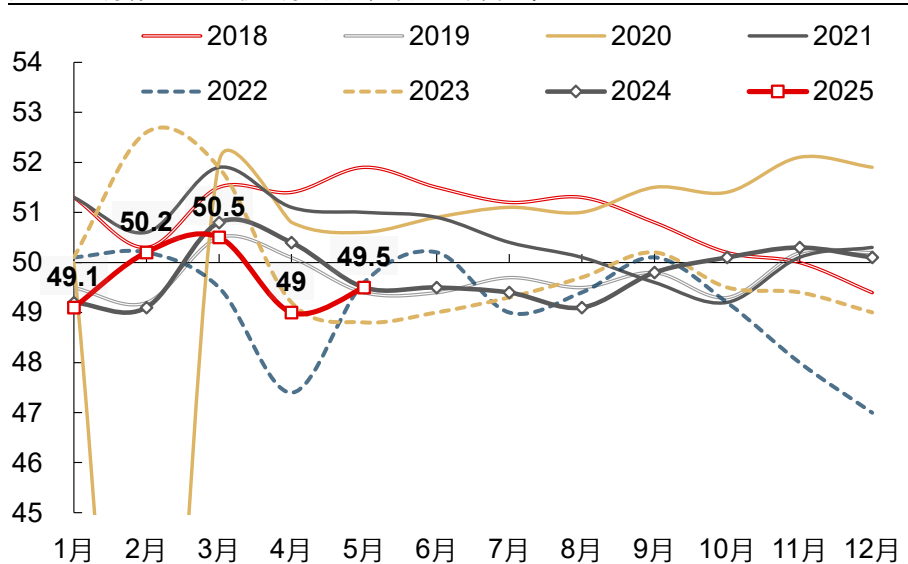
从PMI来看，4月在关税冲击下，制造业PMI收缩至49%，5月关税暂缓后，制造业PMI边际有所回升，但仍在荣枯线以下。

表 1：市场预期，我国2025年GDP实际同比增速逐季走弱（%）

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
彭博5月调查	5.4	4.9	4.4	4
彭博4月调查	5.4	4.5	3.9	3.8
Wind5月调查	5.4	4.5	4.1	3.7

资料来源：彭博，Wind，长江证券研究所

图 13：5月制造业PMI较4月回升，但未能回到荣枯线上（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

但从经济数据上看，实际二季度经济韧性不差，背后动能主要源自于抢出口和抢生产持续性超预期。

表 2：各月主要经济数据（%）

月度经济 单位：%	Δ上月 (pct)	当月同比						当月同比(去年同期基数)				
		2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2023-12
工业增加值：当月	-0.3	5.8	6.1	7.7	5.9	6.2	5.4	5.6	6.7	4.5	7.0	6.8
采矿业：	0.0	5.7	5.7	9.3	4.3	2.4	4.2	3.6	2.0	0.2	2.3	4.7
制造业：	-0.4	6.2	6.6	7.9	6.9	7.4	6.0	6.0	7.5	5.1	7.7	7.1
高技术制造业：	-1.4	8.6	10.0	10.7	9.1	7.9	7.8	10.0	11.3	7.6	7.5	6.4
公用事业：	0.1	2.2	2.1	3.5	1.1	1.1	1.6	4.3	5.8	4.9	7.9	7.3
服务业生产指数：当月	0.2	6.2	6.0	6.3	5.6	6.5	6.1	4.8	3.5	5.0	5.8	8.5
固定资产投资：当月	-0.7	2.9	3.6	4.3	4.1	2.2	2.4	3.5	3.6	4.7	4.2	4.0
民间：	-0.3	-0.5	-0.2	0.7	0.0	2.9	-1.3	-0.4	-0.1	0.6	0.4	0.6
制造业：	-0.4	7.8	8.2	9.2	9.0	8.3	9.3	9.4	9.3	10.3	9.4	8.2
房地产：	-0.7	-12.0	-11.3	-10.0	-9.8	-13.3	-11.6	-11.0	-10.5	-10.1	-9.0	-12.5
基建(新口径)：	-0.7	5.1	5.8	5.9	5.6	6.3	3.3	4.9	5.1	6.6	6.3	6.8
社消零售总额：当月	1.3	6.4	5.1	5.9	4.0	3.7	3.0	3.7	2.3	3.1	5.5	7.4
餐饮收入：	0.7	5.9	5.2	5.6	4.3	2.7	4.0	5.0	4.4	6.9	12.5	30.0
商品零售：	1.4	6.5	5.1	5.9	3.9	3.9	2.8	3.6	2.0	2.7	4.6	4.8
实物商品网上零售：	2.1	8.2	6.1	6.9	5.0	3.8	-2.7	12.9	9.6	6.8	14.4	9.4
限额以上零售：当月	1.7	8.0	6.3	8.5	4.3	4.0	1.3	3.4	0.9	2.6	6.7	6.6
可选消费：	1.7	4.9	3.3	6.7	-0.8	3.4	5.1	0.1	-2.4	-0.6	7.0	4.4
必需消费：	1.3	9.3	8.0	9.1	6.9	5.2	1.8	7.3	4.6	7.2	6.0	9.9
商品房销售面积：当月	-1.2	-3.3	-2.1	-0.9	-5.1	-0.5	3.2	-20.7	-22.8	-18.3	-20.5	-12.7
商品房销售额：当月	0.7	-6.0	-6.7	-1.6	-2.6	2.4	1.0	-26.4	-30.4	-25.9	-29.3	-17.1
房地产新开工面积：当月	2.9	-19.3	-22.1	-18.1	-29.6	-23.0	-26.8	-22.7	-14.0	-25.4	-29.7	-10.3
美元计价出口金额：当月	-3.3	4.8	8.1	12.3	2.2	10.7	6.6	7.4	1.3	-7.7	7.1	2.1
工业企业出口交货值：当月	-0.3	0.6	0.9	7.7	6.2	8.8	7.4	4.6	7.3	1.4	0.4	-3.2

资料来源：Wind，长江证券研究所

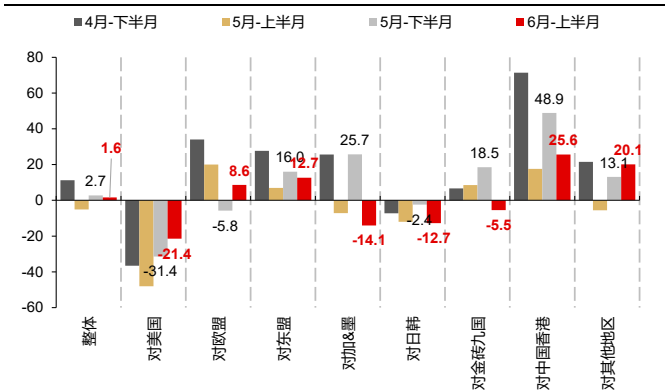
而从高频数据来看，出口的边际表现如何？

1) 从沿海某港的报关单的数据来看，5 月上半月在关税影响下，出口同比增速回落明显，关税暂缓后，5 月下半月出口同比有明显回升，但在 6 月上半月再次小幅回落。

2) 从 Vizion 提供的中国赴美航线的订舱量数据来看，关税缓和后，赴美订舱量出现短暂向上脉冲，截至 5 月 26 日，订舱量绝对值达到 5 月 5 日（近两月最低点）的 512%。

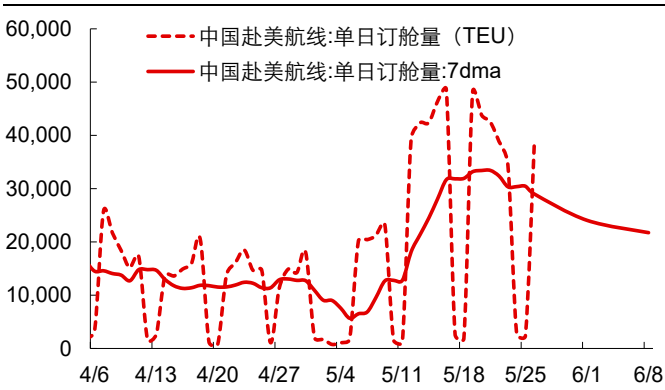
但在 6 月上半月，订舱量环比再度走弱。

图 14：沿海某港出口逐周同比增速（%）



资料来源：NUC，长江证券研究所

图 15：中国赴美海运日度订舱量（标箱）



资料来源：Vizion，长江证券研究所

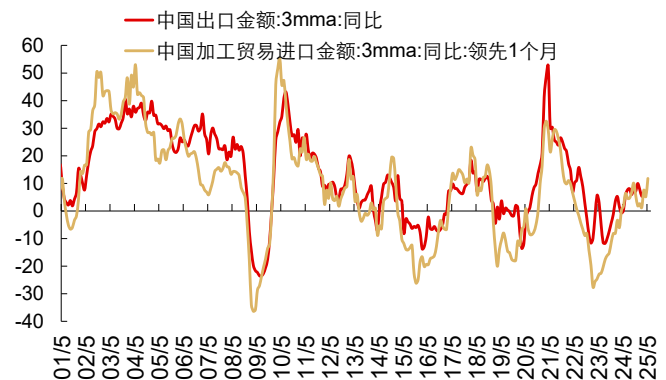
而继续跟踪未来出口的持续性则需要依靠出口的领先指标，主要有四条：

- 1) **第一是加工贸易的进口。**加工贸易是国内外贸的重要一环，而加工贸易首先要依赖上游的原材料进口，因而进料加工的进口增速，直接反映了接单生产的强度。从历史数据来看，进料加工贸易进口领先出口数据约一个月。**5月来料加工贸易进口额同比增速有所走强。**
- 2) **第二是贸易条件，即出口商品价格除以进口商品价格。**贸易条件是国际贸易的平滑机制，反映的是出口换进口的能力变化：贸易条件同比越弱，本国出口商品的性价比就越高，出口增速可能就越强，但随需求走高，出口价格可能同比改善，进而提升贸易条件，形成对冲。贸易条件领先出口数据约三个月。**2月，3月贸易条件同比增速先升后降。**
- 3) **第三是PMI的新出口订单指数。**因外贸行业需要根据外贸订单进行开工生产，因此PMI新出口订单指数是刻画出口的另一领先指标。计算PMI新出口订单指数的同比变化，并做12月移动平均处理后，我们发现数据领先出口同比增速约2个季度。**从PMI新出口订单指数来看，出口同比增速在8月前或持续走强。**
- 4) **第四是美国消费者信心指数。**美国消费者信心指数主要反映美国零售业的景气情况，领先我国出口增速约11个月。四条数据中，美国消费者信心指数是领先性最强的指标，但和我国出口的相关性相对较弱。**美国消费者信心指数同样显示，出口增速在8月前或持续走强。**

因此，我们认为：1) 6月出口仍有韧性，二季度出口同比增速大概率强于一季度水平；

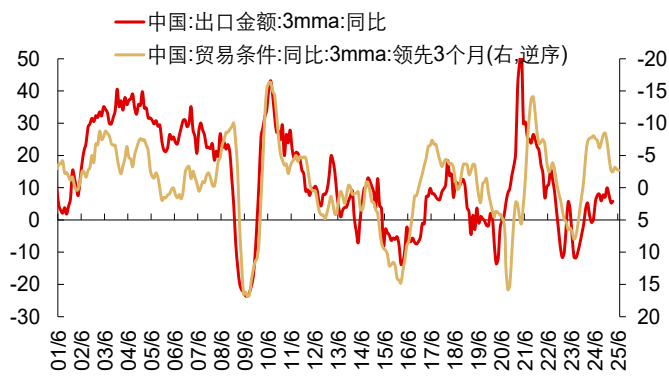
2) 三季度出口同比增速或面临一定压力，但下行斜率相对偏缓。

图 16：来料加工贸易进口同比增速领先出口同比增速 1 个月（%）



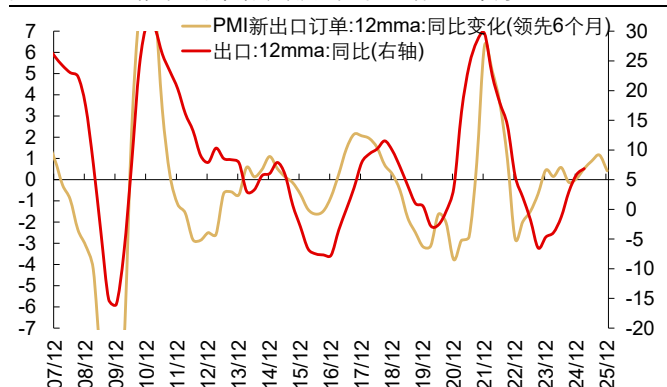
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 17：贸易条件同比增速领先出口同比增速大约 3 个月（%）



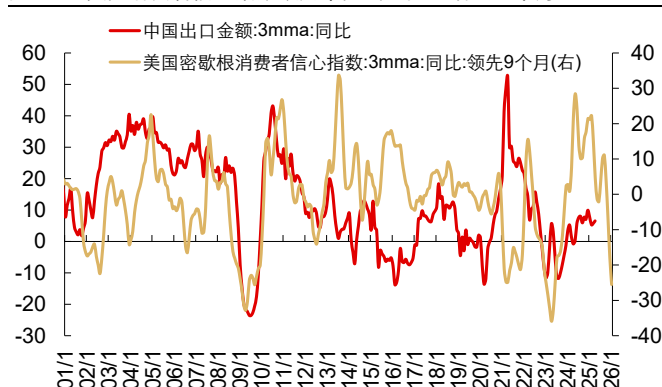
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 18: PMI 新出口订单指数领先出口同比增速 6 个月 (%)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 19: 美国消费者信心指数领先中国出口同比增速 9 个月 (%)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

地产方面，地产投资的核心看房地产施工面积。而房地产新开工面积同比增速领先地产施工面积同比增速约 5 个月，300 城土地成交面积同比增速领先房屋新开工面积同比增速约 6 个月。

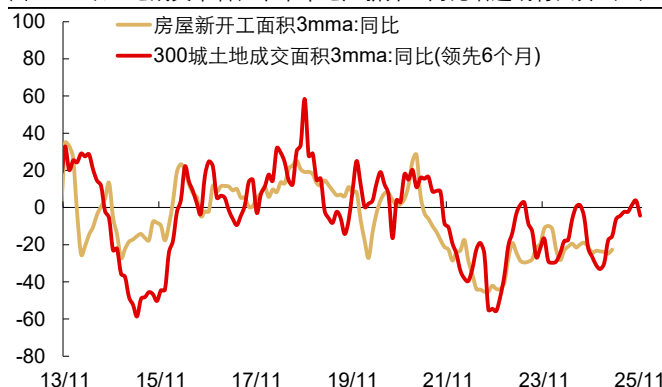
从领先指标来看，下半年，在土地成交同比降幅收窄、新开工面积同比增速持续企稳回升的背景下，下半年地产施工及同步的地产投资同比增速有较大概率改善。

图 20: 从房屋新开工来看，地产投资增速未来还将趋势性改善 (%)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 21: 从土地成交来看，下半年地产新开工同比增速或将回升 (%)



资料来源: 中指研究院, Wind, 长江证券研究所

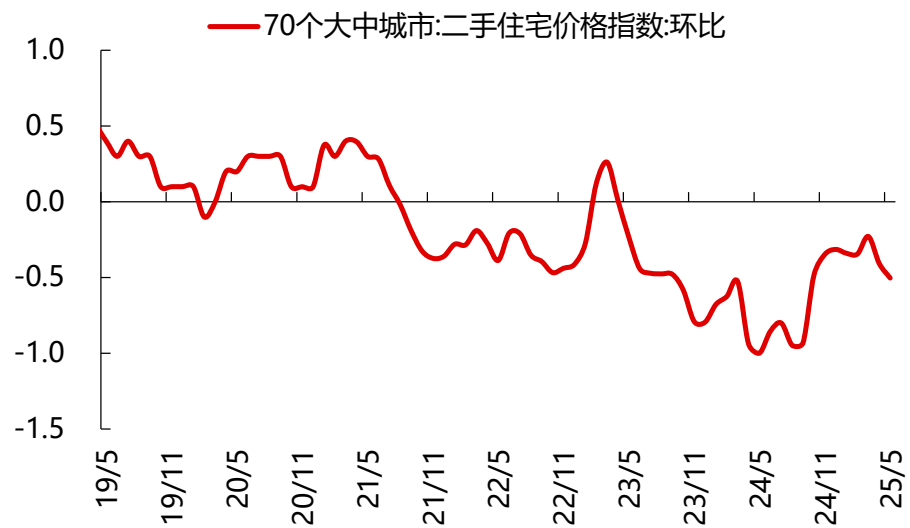
地产投资的分歧主要在房地产开发投资回升的斜率，而斜率主要取决于地产销售情况。

截至目前，房价的数据仍符合我们在《房价何处寻底？——195 个房价周期的大数规律》中的判断，即 2025 年，房价仍处在下行周期之内，因而整体地产销售的成交量或难以出现持续性的明显好转。因此，我们认为，下半年房地产开发投资同比增速加速回升的可能性相对较低。

从高频数据来看，5 月开始，二手房成交市场景气有所转弱：二手房房价环比降幅扩大，同时二手房成交面积同比增速回落；新房市场方面，成交面积同比增速同样处于降幅扩大的趋势之内，整体来看，地产市场淡季特征明显。

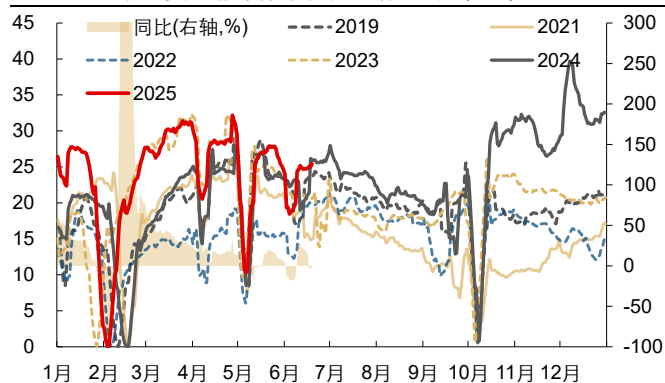
总结来看，我们认为，下半年地产投资向下看具备韧性，但是向上看弹性较弱。房地产投资同比增速或能实现缓步回升，但空间相对有限，下半年市场或暂不具备支撑房地产投资实现同比转正的动能。

图 22：70 个大中城市二手住宅价格指数环比增速（%）



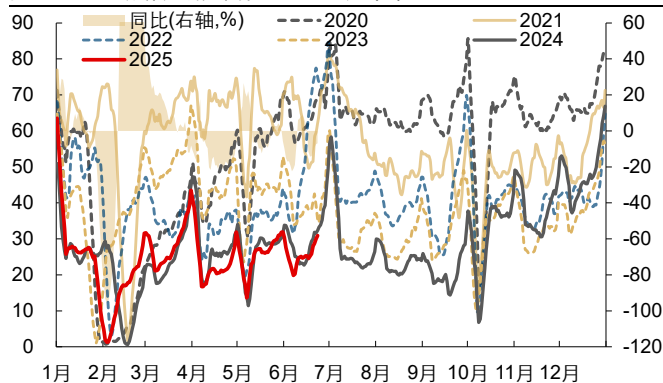
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 23：12 城二手房成交面积及其同比增速（万平方米）



资料来源：Wind，长江证券研究所

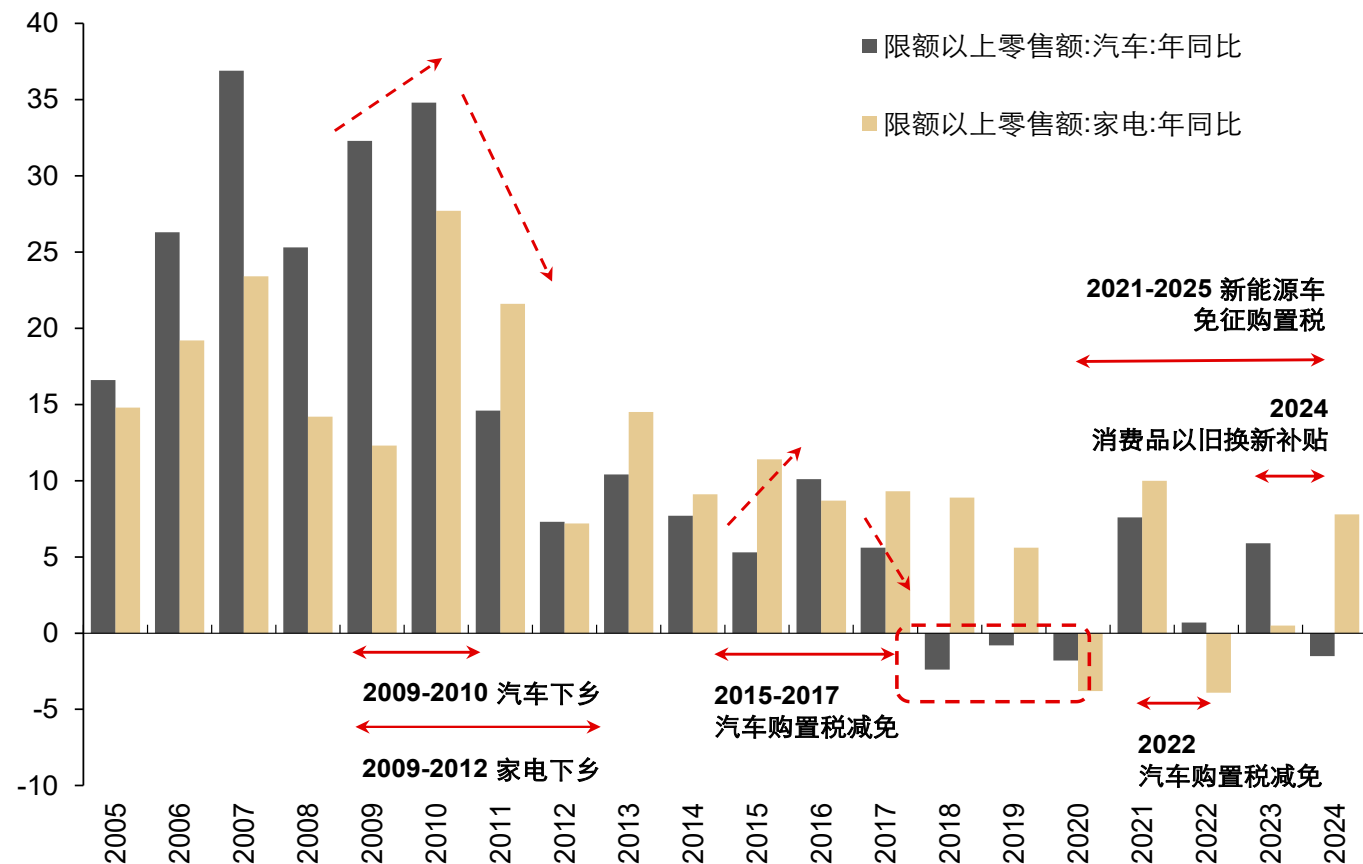
图 24：30 城新房成交面积 7dma（万平方米）



资料来源：Wind，长江证券研究所

消费方面，耐用品的补贴政策本质上是居民消费需求前置。历史上耐用品补贴政策退坡后，销售额同比增速均有走弱的迹象。

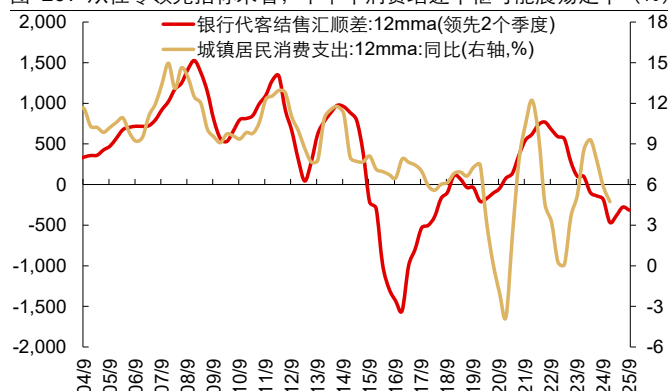
图 25：耐用消费品补贴政策退潮后，耐用品销售额同比增速可能下滑（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所。注：2024 年数据为 1-10 月累计增速。

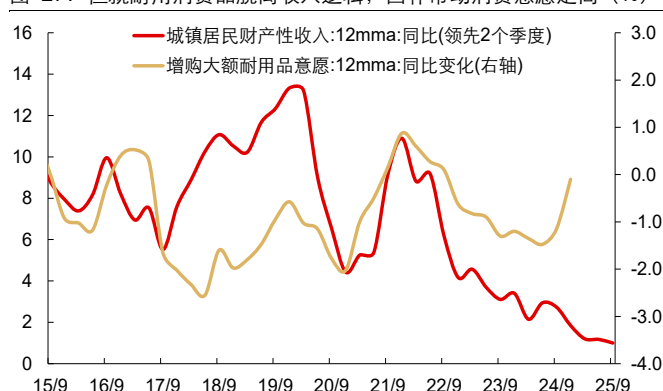
领先指标数据反映，整体消费数据在二、三季度可能震荡走平。但聚焦耐用消费品来看，从去年三季度开始，耐用品消费已经基本脱离了收入逻辑——在补贴的支撑下，居民消费意愿明显走强。

图 26：从社零领先指标来看，下半年消费增速中枢可能震荡走平（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 27：但就耐用消费品脱离收入逻辑，国补带动消费意愿走高（%）

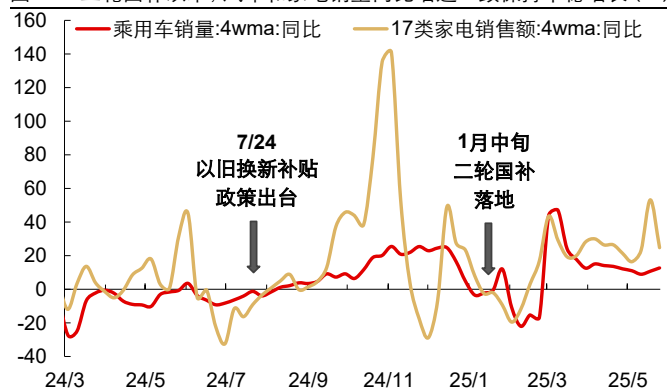


资料来源：Wind，长江证券研究所

而从今年以来的汽车、家电零售数据看，耐用品消费在补贴的支撑下始终维持了相对平稳的销量增长。

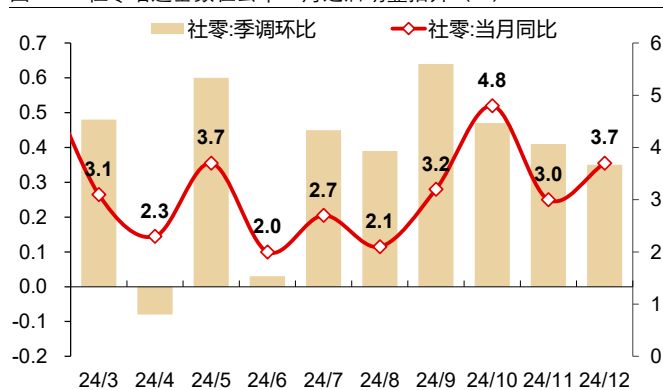
这使得，消费判断的关键在：去年消费增长的基数如何分布。一旦基数走高，消费同比增速可能会边际走弱。从数据上看，去年 9 月，国补政策开始见效，社零同环比基数显著走高，并在此后稳在高位。

图 28：二轮国补以来，汽车和家电销量同比增速一致保持平稳增长(%)



资料来源：长江电新，长江汽车，产业在线，iFinD，长江证券研究所

图 29：社零增速基数在去年 9 月之后明显抬升(%)



资料来源：Wind，长江证券研究所

下半年，经济中向上的动力主要聚焦于基建。年初以来，基建投资同比增速的预期一直较高，主要来自于两方面：

一是年初地方项目储备较为充分。地方两会期间，各省区市普遍下调了 2025 年固定资产投资增速的目标，但与此同时，地方公布的重大项目投资额和项目数反而普遍做了上修。两者间的差异或说明，2025 年地方在项目储备充足的前提下，更注重年初政策目标的可达性，做好了在年内通过基建发力承托经济的准备。

图 30：多数地区下调 2025 年固定资产投资同比增速目标

省级行政区	固投目标绝对值变化 (2025-2024, pct)	24年固投目标完成情况 (实际增速-目标增速, pct)	财政收入目标调整情况 (2025-2024, pct)
内蒙古	-5.0	-1.4	-1.5
山西	-4.0	-6.8	—
安徽	-2.0	-2.3	-1.0
海南	-2.0	-2.9	-4.0
辽宁	-2.0	-4.7	-1.0
甘肃	-1.0	-2.8	-0.5
黑龙江	-1.0	-1.0	—
湖北	-1.0	-1.5	—
湖南	-0.5	-2.2	-3.5
河北	-0.5	0.8	-3.0
贵州	-0.5	-3.9	-1.0
广西	0.0	-6.2	—
宁夏	0.0	1.9	-2.0
河南	0.0	0.0	—
福建	0.0	-1.1	—
新疆	0.0	-3.1	0.0
重庆	1.0	-3.9	-1.5
江西	2.0	1.8	—
吉林	2.0	-2.3	-7.0
西藏	2.0	6.6	—
广东	—	-8.5	0.0
浙江	—	-5.6	—
北京	—	未提	-1.0
天津	—	未提	—
上海	—	未提	-3.0
江苏	—	未提	—
山东	—	未提	-1.0
四川	—	未提	—
云南	—	未提	-1.0
青海	—	未提	—
陕西	—	未提	0.0

资料来源：各省市自治区人大，Wind，长江证券研究所

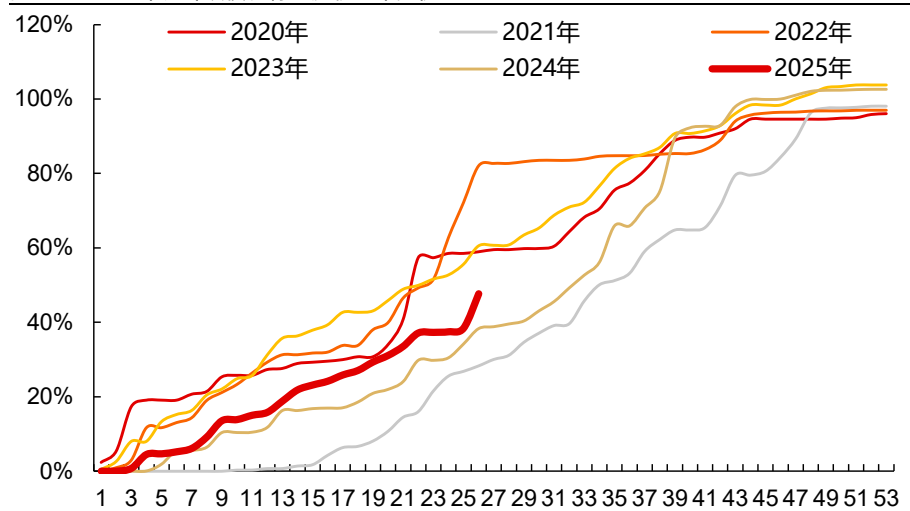
表 3：2023-2025 年，各省级行政区重大项目投资计划

省级行政区	重点项目（个） / 总投资（亿元） / 年度投资（亿元）		
	2025	2024	2023
北京	300 / 14000 / —	300 / 12000 / 2811	300 / — / —
天津	854 / 15200 / 2209.07	807 / 16200 / 2465.78	673 / 15300 / 2360.57
河北	703 / 15000 / —	639 / 13800 / 2200	507 / 13200 / 2600.1
山西	611 / — / —	663 / — / —	619 / — / —
内蒙古	3336 / 37000 / 9611	3095 / 35000 / 9158	3168 / 32000 / 7739
辽宁	— / — / —	— / — / —	— / — / —
吉林	— / — / —	— / — / —	— / — / —
黑龙江	— / — / —	1000 / — / —	1000 / — / 3000
上海	186 / — / 2400	191 / — / 2300	191 / — / 2150
江苏	500 / — / 6526	450 / — / 6408	220 / — / 5670
浙江	1364 / 75000 / 11500	1101 / 68000 / 10313	791 / — / 8337
安徽	1626 / 35000 / 5994.3	460 / 4896.3 / 1123.1	9601 / — / 16597.5
福建	1550 / 43000 / 7150	1593 / 42800 / 6807	1580 / 40900 / 6480
江西	4605 / 33700 / 12000	3670 / 33000 / 10000	3558 / 45700 / 15600
山东	562 / — / —	555 / — / —	525 / 25000 / —
河南	1037 / 31000 / 10000	1284 / 39000 / 11396	2505 / — / 19000
湖北	960 / 39877.8 / —	725 / 34869 / —	555 / 18405.1 / 3247.2
湖南	— / — / —	390 / 23000 / 4715	324 / 21342.5 / 4616.8
广东	1500 / 92000 / 10000	1508 / 81000 / 10000	1530 / 85000 / 10000
广西	2200 / — / 5000	2500 / — / 5000	1847 / 34446.22 / 4261.67
海南	554 / 8540 / 1647	295 / 7744 / 1255	204 / 6116 / 1019
重庆	— / — / —	1189 / 29000 / 4500	1156 / 30000 / 4300
四川	810 / — / 7916.5	700 / 51698.2 / 7616.4	700 / 51864.8 / 7070.5
贵州	— / — / —	3086 / — / 3197.44	4158 / — / 8003.86
云南	— / — / —	1650 / 27410 / 4519	1500 / 33437 / 6064
西藏	170 / — / 2030	187 / — / 1618	191 / — / 1430
陕西	616 / 28762 / 4917	663 / 20200 / 4304	643 / 20356 / 4818
甘肃	447 / 4318 / 1443	269 / — / —	267 / — / —
青海	— / — / —	— / — / —	— / — / —
宁夏	100 / 3841 / 680	100 / 3854 / 651	101 / 4049 / 667
新疆	— / — / —	430 / 33000 / 3500	400 / 27000 / 3000
31省区市加总	24591 / 476238.8 / 101023.87	29500 / 576471.5 / 115857.72	38814 / 504116.62 / 148032.2
可比口径加总 (20省区市)	23334 / 471920.8 / 91664.37	20786 / 412363.3 / 87809.88	29309 / 340472.32 / 111977.04

资料来源：政府官网，长江证券研究所。注：数据截至 2025 年 4 月 8 日。

另一方面，从去年四季度开始，专项债融资明显提速，也反映出政策从资金端发力承托基建的信号。

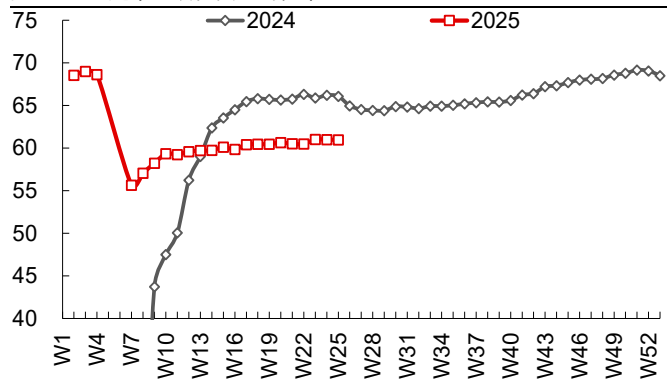
图 31：2025 年，专项债发行进度较去年更快



资料来源：Wind，长江证券研究所；注：横轴单位为周

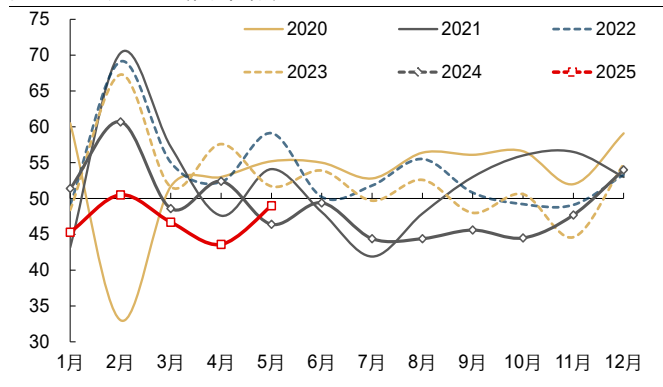
但年初以来，基建实际表现相对偏弱，复盘来看主要或源自两方面因素：1) 基建项目资金到位率改善缓慢，或导致基层开工意愿相对较弱。2) 3 月-5 月基建 PMI 新订单指数持续位于荣枯线以下，或反映基建新项目相对偏少。

图 32：基建市政项目资金到位率 (%)



资料来源：百年建筑网，长江证券研究所

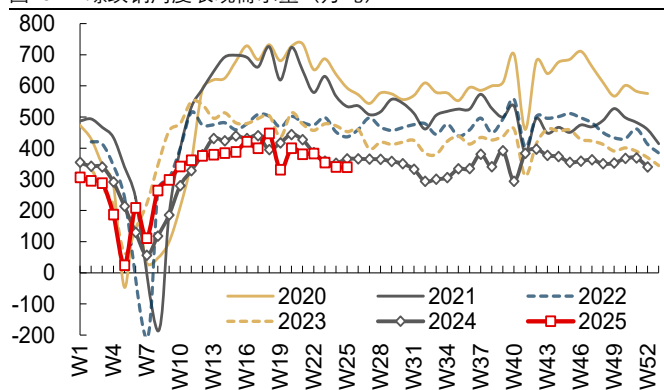
图 33：基建 PMI 新订单指数 (%)



资料来源：中采咨询，长江证券研究所

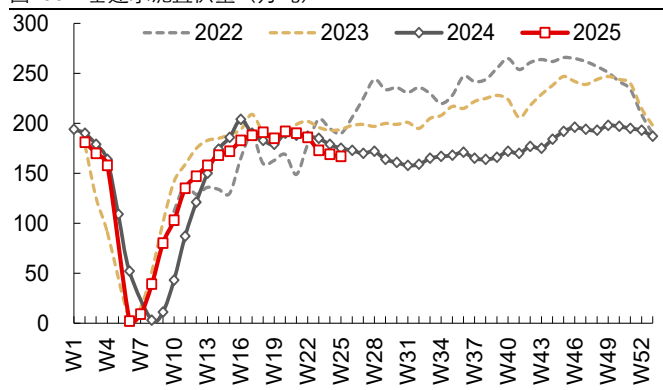
因此，在资金循环不畅和新项目偏少的掣肘下，5 月到 6 月，基建实物工作量同环比持续回落。

图 34：螺纹钢周度表观需求量（万吨）



资料来源：Mysteel，长江证券研究所

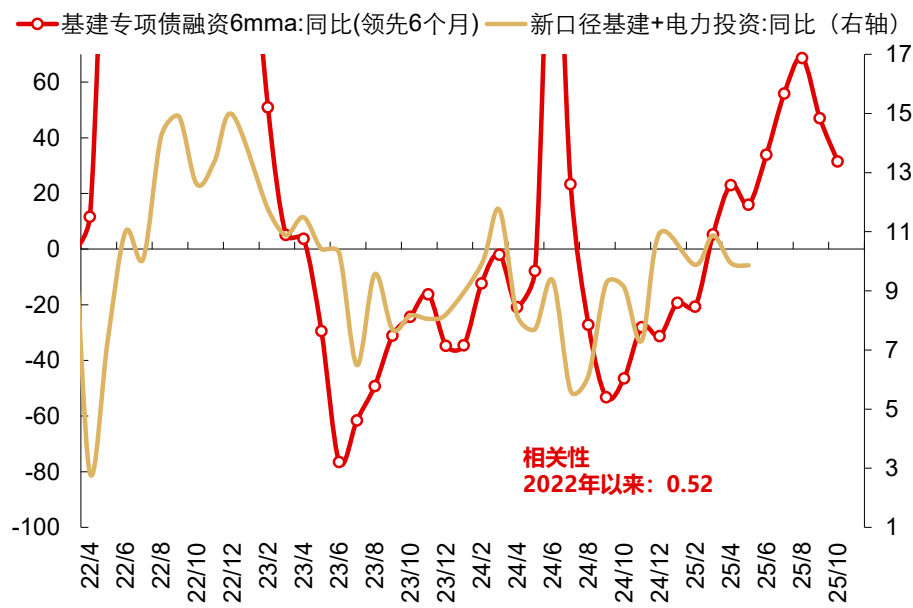
图 35：基建水泥直供量（万吨）



资料来源：Mysteel，百年建筑网，长江证券研究所

而向前看，我们认为，当下基建随资金支持力度强弱变动的规律依旧有效。而从融资数据来看，领先6个月基建投资的融资脉冲在今年2月见顶而后缓慢回落。因而，在9月以前，基建同比增速仍有走强动能。

图 36：基建专项债发行增速领先基建投资6个月（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

政策的空间与节奏

根据 IS-LM 模型测算，中国财政支出乘数约为 0.83 倍。在报告《化债之后，财政基建还有多少空间？》中，我们对中国财政支出乘数进行测算。我们基于 2002-2023 年的支出法国内生产总值、居民消费、私人投资、货币供给量、利率、政府支出、进出口额、GDP 平减指数、可支配收入等数据，对上述各项函数进行拟合回归。回归结果显示，我国的财政支出乘数约为 0.83 倍，税收乘数约为-0.35 倍，私人投资乘数约为 1.29 倍。

图 37：中国与世界主要经济体财政支出乘数比较

作者	国家	样本区间（年）	经济低迷期	经济繁荣期	比值
陈诗一	中国	1995-2013	0.85	0.37	2.3
Candelon和Lieb	美国	1968-2010	2.4	0.5	4.8
Owyang等	加拿大	1921-2011	1.6	0.44	3.64
Batini 等	美国	1975-2010	2.2	0.3	7.33
	日本	1981-2009	2	1.4	1.43
	意大利	1981-2007	1.6	0.4	4
	法国	1970-2010	2.1	1.6	1.31
Auerbach等	欧盟	1985-2009	2.6	0.4	6.5
		1947-2008	2.48	0.57	4.35
文一	中国	1978-2011	长期2.66，短期2.1		
IMF	中国	2001-2015	2001-2008年0.75，2010-2015年1.4 0.652（I取一年期定期存款利率时）		
王志刚、朱慧	中国	2002-2017	0.583（I取一年期国债到期收益率时）		
			0.670（I取十年期国债到期收益率时）		
付一婷、刘子玉、刘金全	中国	1996-2020	0.92		

资料来源：王志刚,朱慧.中国财政政策乘数效应分析[J].财政科学,2021,(02):14-25.，付一婷,刘子玉,刘金全.经济周期阶段转换视角下财政乘数测算与财政政策效应检验[J].浙江社会科学,2021,(09):24-32+155-156.，长江证券研究所

图 38：中国财政支出乘数测算结果

名称	参数	测算值
消费函数		
边际消费倾向	c	0.43
平均税负	t	0.19
投资函数		
投资需求对利率的敏感系数	d	25054.96
边际投资倾向	m	0.37
净出口函数		
边际进口倾向	n	0.12
货币需求函数		
货币需求的收入弹性	k	2.30
货币需求对利率的敏感系数	h	72731.31
测算结果		
财政支出乘数	kG	0.83
税收乘数	kT	-0.35
私人投资乘数	kl	1.29

资料来源：长江证券研究所

测算广义财政支出每增加 4pct,带来 GDP 增量 1pct。中国财政支出乘数约为 0.83 倍，意味着每 1 元财政支出，预计带来 0.83 元的 GDP；2024 年中国名义 GDP 规模约为 135 万亿元，名义 GDP 规模每提高 1%，预计需要财政支出增量 1.6 万亿元，对应广义财政支出增速约为 4.2%。

图 39：2025 年财政预算中，广义财政支出预期增速 9.3%（亿元，%）

第一本账：一般公共预算													
收入项目	2022	2023	2024E	2024	2025E	同比	支出项目	2022	2023	2024E	2024	2025E	同比
全国一般公共预算收入	203703	216784	223950	219702	219850	0.1%	全国一般公共预算支出	260609.2	274574	285490	284612	297005	4.4%
中央一般公共预算收入	94885	99566	102425	100436	96960	-3.5%	中央本级支出	35570	38219	41520	40720	43545	6.9%
地方一般公共预算本级收入	108819	117219	121525	119266	122890	3.0%	地方一般公共预算支出	225039	236354	243470	243892	252960	3.7%
(中央对地方转移支付收入)	97145	102945	102037	100397	103415	3.0%	(中央对地方转移支付支出)	97145	102945	102037	100397	103415	3.0%
补充收入合计	24541	16841	20940	25411	20555	-4856	中央预备费			500		500	
从中央预算稳定调节基金调入	2765	1500	2482	2482	1000	-1482	调出支出合计	1335	7851	0	1100	0	-1100
从中央政府性基金预算调入	9000	5600	0	150	0	-150	补充中央预算稳定调节基金	1185	2851	0	1100	0	-1100
从中央国有资本经营预算调入	900	750	750	750	900	150	结转下年资金	150	5000	0	0	0	0
中央上年结转资金(增发国债)			5000	5000	0	-5000							
从地方国有资本经营预算调入	1607	2630	2000	2957	2659	-298							
地方其他结余及调入资金	10270	6361	10708	14071	15996	1925							
全国一般公共预算合计收入总量	228244	233625	244890	245113	240405	-1.9%							
中央财政赤字	26500	41600	33400	33400	48600	15200							
地方财政赤字	7200	7200	7200	7200	8000	800							
全国财政赤字	33700	48800	40600	40600	56600	16000							
全国一般公共预算收入总量+财政赤字	261944	282425	285490	285713	297005	4.0%	全国一般公共预算合计支出总量	261944	282425	285490	285713	297005	4.0%

第二本账：政府性基金预算													
收入项目	2022	2023	2024E	2024	2025E	同比	支出项目	2022	2023	2024E	2024	2025E	同比
全国政府性基金预算收入	77879	70705	70802	62090	62499	0.7%	全国政府性基金预算支出	110583	101339	120194	101478	124884	23.1%
中央政府性基金预算收入	4124	4418	4475	4735	5084	7.4%	中央政府性基金本级支出	5544	4851	8713	4679	10788	130.5%
地方政府性基金预算本级收入	73755	66287	66328	57356	57415	0.1%	地方政府性基金支出	105039	96487	111481	96799	114096	17.9%
(中央对地方转移支付收入)	787	893	6153	9883	12681	28.3%	(中央对地方转移支付支出)	787	893	6153	9883	12681	28.3%
补充收入合计	505	7393	392	392	385	-7	调入中央一般公共预算	22401	14759	0	10004	0	-10004
上年结转收入	355	7393	392	392	385	-7	调入中央一般公共预算	9000	5600	0	150	0	-150
从一般公共预算调入	150						补充中央预算稳定调节基金	5	74	0	30	0	-30
特定国有金融机构和专营机构利润上缴	18100						中央结转下年继续使用	7393	392	0	385	0	-385
超长期特别国债收入			10000	10000	13000	3000	地方结转下年继续使用	6003	8693	0	9440	0	-9440
中央金融机构注资特别国债收入					5000	5000							
地方政府专项债发行收入	36500	38000	39000	39000	44000	5000							
全国政府性基金预算合计收入总量	132984	116098	120194	111482	124884	12.0%	全国政府性基金预算支出总量	132984	116098	120194	111482	124884	12.0%

资料来源：Wind，财政部，长江证券研究所

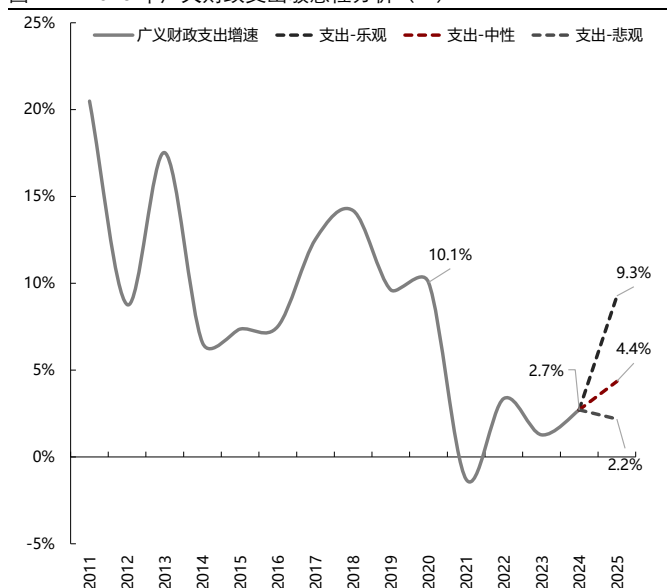
中性假设下，预计 2025 年广义财政支出增速 4.4%。根据财政预算报告安排，2025 年广义财政支出预计增速为 9.3%；但考虑当前财政收入仍有下滑压力，以及每年财政均有结余作为削峰填谷、未雨绸缪之需，我们对 2025 年广义财政收支预期增速做出一定修正。中性情况下，我们假设 2025 年第一、二本账收入分别下滑 1%、10%，年末结余 1 万亿，预计全年广义财政支出增速在 4.4%左右，对应拉动名义 GDP 增速约为 1pct。当下加征关税税率回落到 30%，现有两会财政预算基本可以应对关税对我国经济的影响；但若后续关税政策生变，财政仍需预留增量工具作为对冲。

图 40：2025 年广义财政支出敏感性分析（亿元，%）

	2024	2025悲观	2025中性	2025乐观
一般公共预算收入	219,702	215,308	217,505	219,850
一般公共预算收入增速	1.3%	-2.0%	-1.0%	0.1%
补充收入	25,411	20,555	20,555	20,555
第一赤字	40,600	56,600	56,600	56,600
普通国债	33,400	48,600	48,600	48,600
地方一般债	7,200	8,000	8,000	8,000
调出支出	1,100	0	0	0
一般公共预算支出	284,612	292,463	294,660	297,005
一般公共预算支出增速	3.7%	2.8%	3.5%	4.4%
政府性基金收入	62,090	49,672	55,881	62,499
政府性基金收入增速	-12.2%	-20.0%	-10.0%	0.7%
补充收入	392	385	385	385
特别国债	10,000	18,000	18,000	18,000
地方专项债	39,000	44,000	44,000	44,000
调出支出	10,004	10,000	10,000	0
政府性基金支出	101,478	102,057	108,266	124,884
政府性基金支出增速	0.1%	0.6%	6.7%	23.1%
广义财政收入	281,793	264,980	273,386	282,349
广义财政收入增速	-2.0%	-6.0%	-3.0%	0.2%
广义财政支出	386,090	394,520	402,926	421,889
广义财政支出增速	2.7%	2.2%	4.4%	9.3%

资料来源：Wind，财政部，长江证券研究所

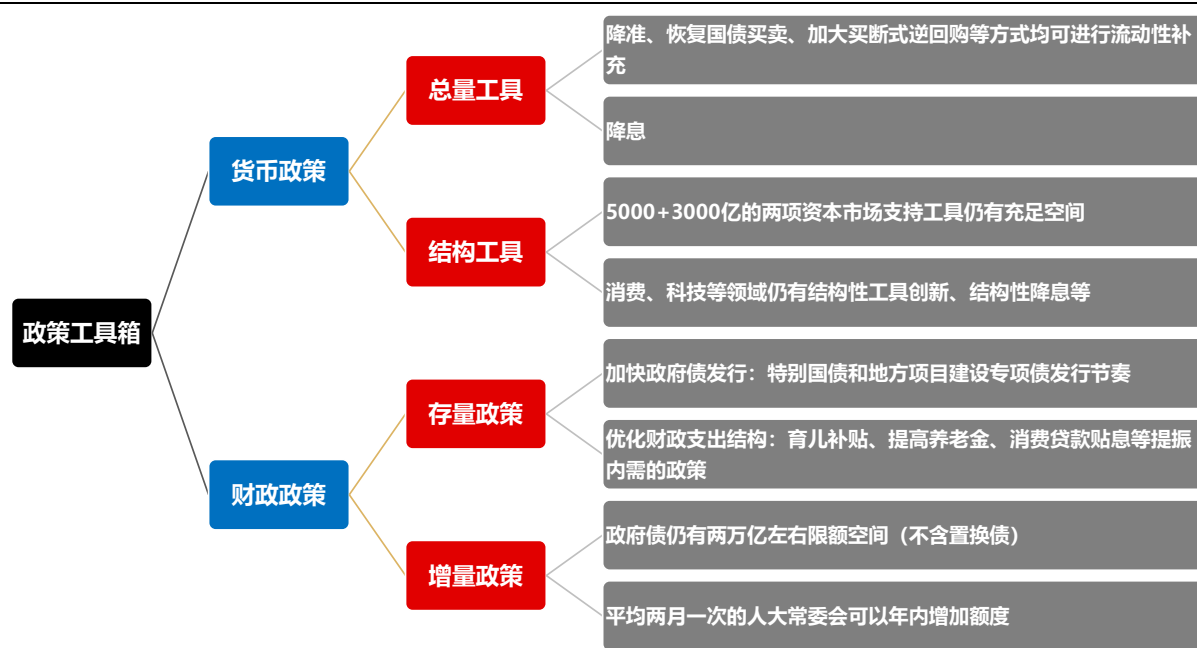
图 41：2025 年广义财政支出敏感性分析（%）



资料来源：Wind，财政部，长江证券研究所

财政应对三步走：加速存量、调整存量、储备增量。为应对内外部可能出现的不确定因素，财政已预留了充足的储备工具和政策空间；若下半年国内外形势出现新的变化，财政应对或沿着“加速存量、调整存量、储备增量”逐步展开，存量用好用尽，方有增量的可能。

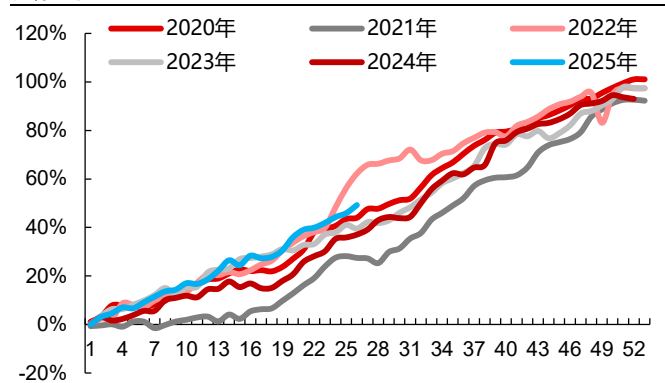
图 42：货币、财政政策有充足的政策工具箱



资料来源：Wind，长江证券研究所

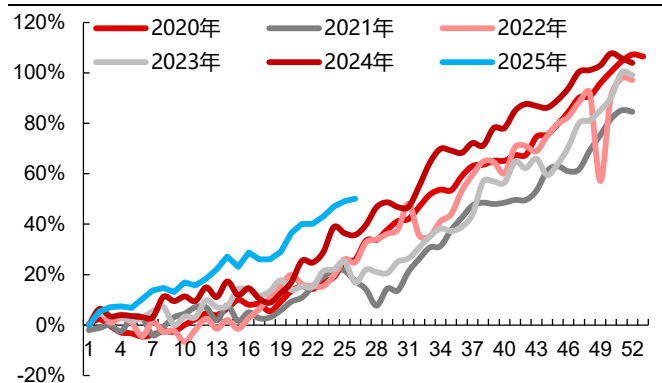
加速存量：重点关注地方项目专项债发行是否提速。从各类政府债发行情况来看，当前地方化债发行进程加快、额度已所剩不多；国债、特别国债发行计划披露之后，发行规模也基本确定、难有大幅变化；地方政府债，尤其是地方项目建设专项债，将是后续稳增长、观察财政提速的重点。

图 43: 历年各周政府债（国债净融资+新增一般债+新增专项债）累计发行进度（%）



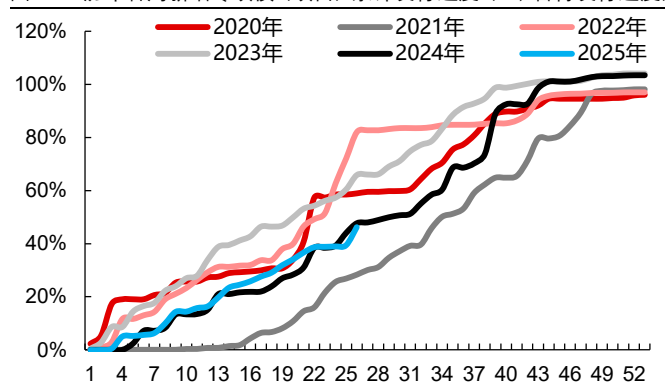
资料来源：Wind，企业预警通，长江证券研究所；数据更新截至 2025-06-22

图 44: 历年各周国债累计净融资进度（%）



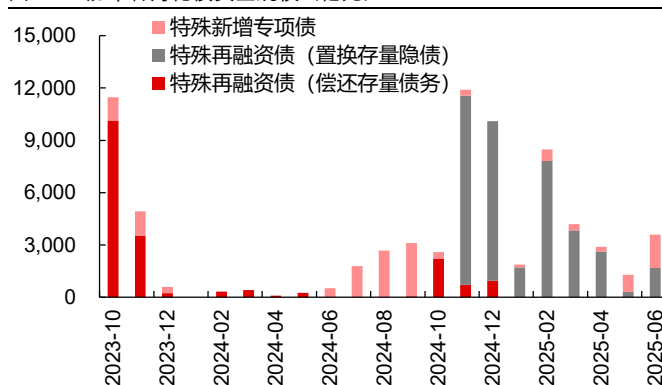
资料来源：Wind，企业预警通，长江证券研究所；数据更新截至 2025-06-22

图 45: 历年各周新增专项债（项目）累计发行进度（%，含待发行进度）



资料来源：Wind，企业预警通，长江证券研究所；数据更新截至 2025-06-22

图 46: 历年各月化债资金规模（亿元）

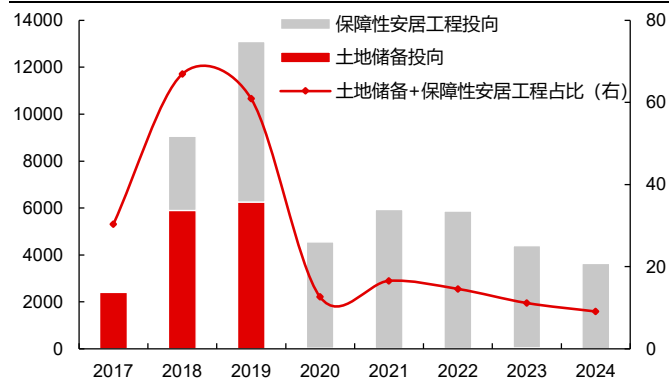


资料来源：Wind，企业预警通，长江证券研究所；数据更新截至 2025-06-22

调整存量：特别国债用于城市更新，土储专项债扩容。相较去年，2025 年财政资金用途的一大变化是对城市更新、土地储备等地产相关领域的支持。一方面，5 月 2 日中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于持续推进城市更新行动的意见》，强调“加大中央预算内投资等支持力度，通过超长期特别国债对符合条件的项目给予支持。”2024 年安排中央预算投资、超长期特别国债、增发国债等资金超过 4250 亿用于城市更新相关项目，其中特别国债超过 2900 亿，占 2024 年特别国债额度 29%。考虑今年超长期特别国债 1.3 万亿，若使用比例是 30%，预计规模将达到 3900 亿。

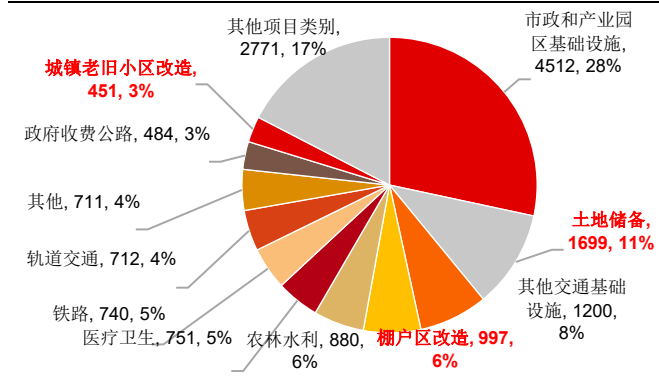
另一方面，今年专项债用于土储的省份和规模持续扩容。截至 6 月 22 日，已有北京、广东、四川、湖南、福建、浙江、上海、安徽、山东等 9 省发行土储专项债，合计 1699 亿、占项目投资专项债的比重为 10.7%。

图 47: 历年专项债资金用于地产相关领域项目的规模及占比(亿元, %)



资料来源: Wind, 企业预警通, 长江证券研究所

图 48: 2025 年新增专项债(项目)资金用途分布(亿元, %)



资料来源: Wind, 长江证券研究所; 数据更新截至 2025-06-22

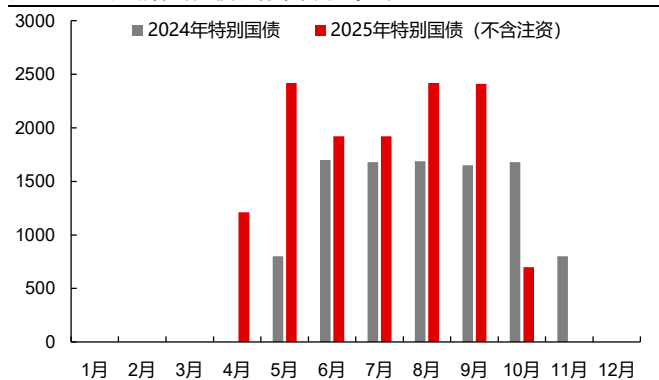
调整存量: 或调整特别国债用途, 真金白银支持消费。相较于去年, 2025 年财政资金用途的另一大变化是对消费的支持。2025 年共安排 1.3 万亿超长期特别国债, 其中资金增量最多的领域是以旧换新, 共安排资金 3000 亿用于以旧换新, 平均每个季度是 750 亿, 而今年前两个季度中央财政均提前拨款 810 亿。如果下半年进一步加力扩围消费品以旧换新、全年额度超 3000 亿, 或可以参考去年, 调整现有特别国债的资金分配, 加大对内需的支持。

图 49: 2024、2025 年特别国债资金安排(亿)

	2024年1万亿特别国债	2025年1.8万亿特别国债
两重项目	7000亿	8000亿
两新-设备更新	1500亿	2000亿
两新-以旧换新	1500亿	3000亿
国有银行注资		5000亿

资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 50: 超长期特别国债发行节奏预测(亿)



资料来源: Wind, 长江证券研究所; 注: 7-11 月尚未发行的超长期特别国债主要参考已发行的同期限超长期特别国债单只发行规模进行预测

调整存量: 育儿补贴制度或有望在今年进一步完善。2025 年政府工作报告中提出要“制定促进生育政策, 发放育儿补贴, 大力发展托幼一体服务, 增加普惠托育服务供给”。根据现有不同省市已出台的育儿补贴政策, 补贴金额最高的是呼和浩特市, 一孩一次性补贴 1 万元, 二孩分五年、每年补贴 1 万元, 三孩及以上分十年、每年补贴 1 万元。

图 51：各省市生育补贴汇总（元）

政策出台年份	省份	市	区县	补助类型	一孩	二孩	三孩及以上
2025	内蒙古	呼和浩特市		育儿补助	10000元（一次性）	10000元/年（发5年）	10000元/年（发10年）
2025		吕梁市		生育补助	2000元（一次性）	5000元（一次性）	8000元（一次性）
2024		长治市		生育补助	/	3000元（一次性）	5000元（一次性）
2024		太原市	阳曲县	生育补助	/	5000元（一次性）	10000元（一次性）
2024	山西	晋中市	昔阳县	生育补助	/	5000元（一次性）	10000元（一次性）
2023		高平市		生育补助	/	5000元（一次性）	10000元（一次性）
2022		晋城市	泽州县	生育补助	/	5000元（一次性）	5000元（一次性）
2023		临汾市	乡宁县	生育补助	/	3000元（一次性）	5000元（一次性）
2025		榆林市		生育补助	/	5000元（一次性）	10000元（一次性）
				育儿补助	/	3000元/年（发2年）	10000元/年（发3年）
2022	陕西	汉中市		生育补助	2000元（一次性）	2000元（一次性）	10000元（一次性）
2022		安康市	宁陕县	生育补助	/	3000元（一次性）	5000元（一次性）
				育儿补助	/	7200元/年（发3年）	14400元/年（发3年）
2024		双鸭山市		育儿补助	/	6000元/年（发3年）	12000元/年（发3年）
2024		绥化市	明水县	育儿补助	/	3600元/年（发3年）	6000元/年（发3年）
2023	黑龙江	哈尔滨市		育儿补助	/	6000元/年（发3年）	12000元/年（发3年）
2022		大庆市		育儿补助	/	3600元/年（发3年）	6000元/年（发3年）
2024		鄂州市		育儿补助	/	500元/年（发3年）	800元/年（发3年）
2024		孝感市		育儿补助	/	3600元/年（发3年）	6000元/年（发3年）
2024		黄冈市		育儿补助	/	500元/年（发3年）	1000元/年（发3年）
2023	湖北	武汉市	东湖高新区	育儿补助	/	/	10000元/年（发6年）
				生育补助	/	2000元（一次性）	3000元（一次性）
2023		天门市		育儿补助	/	9600元/年（发3年）	12000元/年（发3年）
2022		荆门市		育儿补助	/	/	6000元/年（发3年）
2024	安徽	合肥市		生育补助	/	2000元（一次性）	5000元（一次性）
2024	青海	果洛州		生育补助	/	1000元（一次性）	2000元（一次性）
2024	新疆	克拉玛依市		育儿补助	/	6000元/年（发3年）	12000元/年（发3年）
2024	海南	五指山市		育儿补助	/	5000元/年（发3年）	10000元/年（发3年）
2023		万宁市		生育补助	/	/	5000元（一次性）
2023	辽宁	沈阳市		育儿补助	/	/	6000元/年（发3年）
2023		杭州市		生育补助	/	2000元（一次性）	5000元（一次性）
				育儿补助	/	5000元（一次性）	20000元（一次性）
2023		衢州市		育儿补助	/	5000元/年（发3年）	10000元/年（发3年）
2023	浙江	绍兴市	上虞区	育儿补助	/	3600元/年（发3年）	6000元/年（发3年）
2023		温州市		生育补助	1000元（一次性）	2000元（一次性）	3000元（一次性）
				生育补助	1000元（一次性）	2000元（一次性）	10000元（一次性）
2023		温州市	龙港市	育儿补助	/	6000元/年（发3年）	12000元/年（发3年）
2023		丽水市		育儿补助	/	6000元/年（发3年）	6000元/年（发3年）
2023	河南	郑州市		育儿补助	2000元（一次性）	5000元（一次性）	15000元（一次性）
2023		嘉峪关市		育儿补助	/	2400元/年（发3年）	3600元/年（发3年）
				生育补助	2000元（一次性）	3000元（一次性）	5000元（一次性）
2021	甘肃	张掖市	临泽县	育儿补助	/	5000元/年（发3年）	10000元/年（发3年）
2023	宁夏			生育补助	/	2000元（一次性）	4000元（一次性）
				育儿补助	/	/	2400元/年（发3年）
2022	湖南	长沙市		生育补助	/	/	10000元（一次性）
2022	云南			生育补助	/	2000元（一次性）	5000元（一次性）
				育儿补助	/	800元/年（发3年）	800元/年（发3年）
2022	河北	衡水市		生育补助	/	/	5000元（一次性）
2021	四川	攀枝花市		育儿补助	/	6000元/年（发3年）	6000元/年（发3年）

资料来源：各地人民政府、卫健委网站等，长江证券研究所

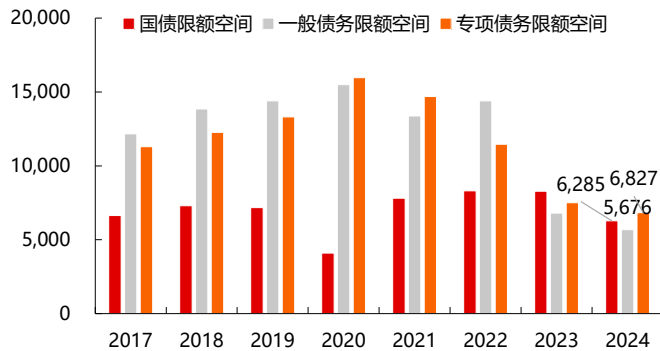
存量财政用好用尽之后，若还需更多财政的支持，我们有足够多的财政空间和工具可供使用。具体来看：

（1）政府债限额空间还有 1.9 万亿，财政可直接使用，无需人大审批。2024 年末，国债、地方一般债、地方专项债各有限额空间 6000-7000 亿左右，这部分额度无需人大再度审批，财政可灵活使用，限额空间的使用体现为当年政府债超发，例如国债超发、地方债超发等，其中地方债限额涉及到不同省市的差异，财政可从中进行区域间的再分配。

（2）除了国央企利润上缴，还有央行利润上缴。去年 4 季度为了完成财政预算、缩减财政缺口，非税收入大幅增加，而国央企利润上缴是其中重要组成。而除了国央企利润

上缴之外，央行上缴利润也是支持财政的手段。2022 年央行曾上缴万亿利润，用于支持财政留抵退税，央行其他负债科目大幅下降，经过两三年的休养生息之后，央行其他负债科目重回万亿以上，具备利润上缴的空间。

图 52：国债、一般债、专项债限额空间（亿元）



资料来源：Wind，财政部，长江证券研究所

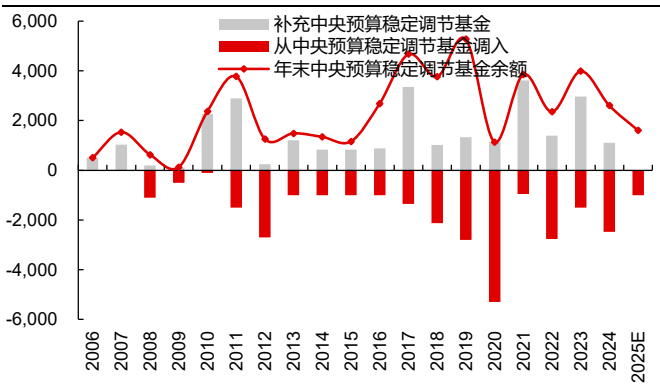
图 53：央行资产负债表中的其他负债规模（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

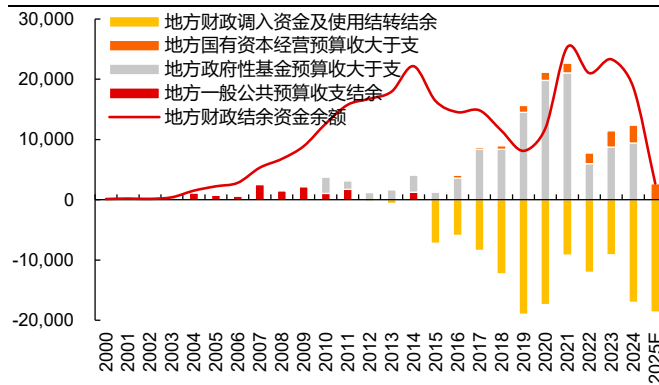
（3）中央、地方结余资金也可作为补充资金。今年中央预算调节基金还保有千亿左右的规模，经我们测算的地方政府结余资金也在千亿左右规模，以便不时之需。

图 54：中央预算稳定调节基金余额规模（亿元）



资料来源：Wind，财政部，长江证券研究所

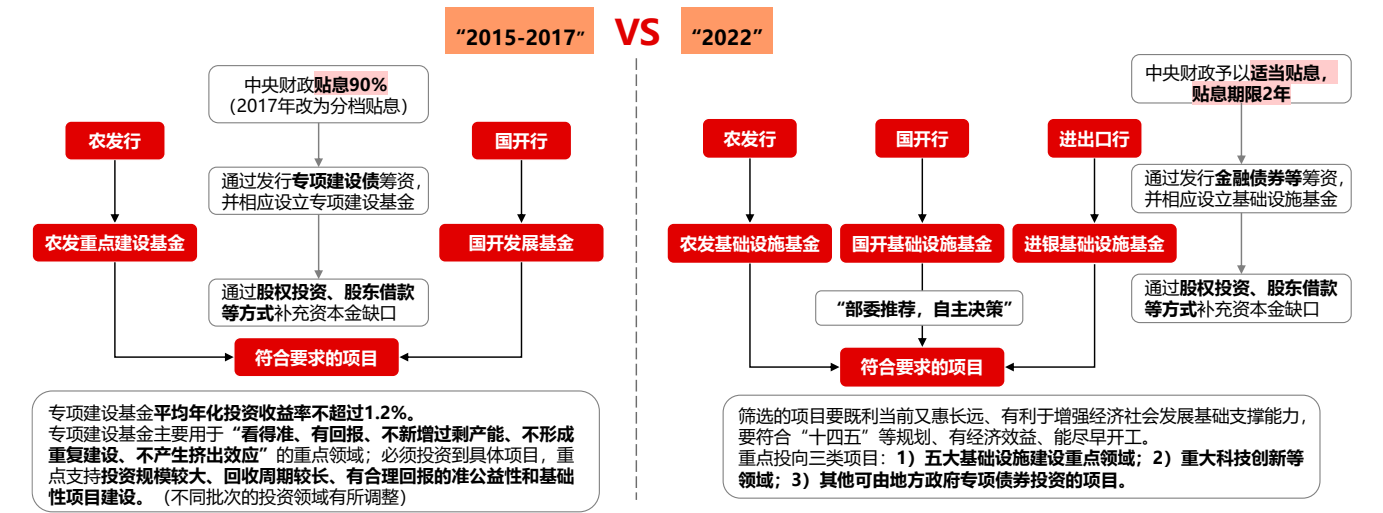
图 55：地方财政前三本账本结余资金规模（亿元）



资料来源：Wind，财政部，长江证券研究所

（4）类财政工具中，4 月政治局会议提及的新型政策性工具尚未落地，理论倍数高，预计亦将对投资产生有力支撑。2022 年监管曾推出 7400 亿政策性金融工具，先以政策行发债融资、财政贴息，后成立相关基金，以股权投资、股东借款等方式补充项目资本金。参考上一轮的经验，政策性金融工具不能超过项目资本金的 50%，而项目资本金往往是总投资规模的 20%-30%，这也意味着政策性金融工具对投资的理论杠杆倍数可达 10 倍左右，将对投资产生有力支撑。

图 56：2022 年的政策性开发性金融工具与 2015-2017 年的专项建设基金具有相似的运作模式



资料来源：央行，国务院，政策性银行官网，长江证券研究所

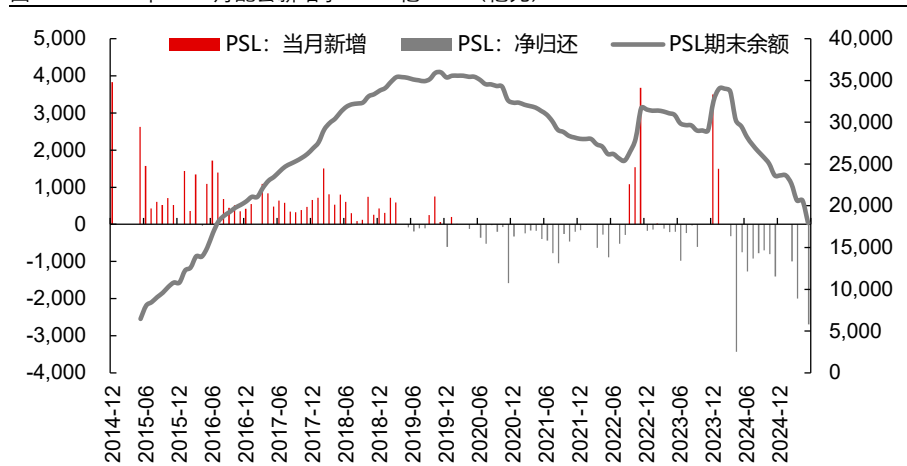
图 57：2022 年部分项目的基础设施基金及其配套贷款投放情况

地区	项目名称	投放主体	基金投放金额 (亿)	项目总投资 (亿)	政策行贷款 (亿)	商业银行贷款 (亿)	总投资拉动倍数	政策行配套贷款乘数	商业银行配套贷款乘数
广东	中山东部外环高速公路	国开行	18.3	-	130.0	-	-	7.1	-
广东	深圳至岑溪高速公路江门龙湾至共和段（江鹤高速）改扩建项目	国开行	2.7	-	28.0	-	-	10.4	-
广西	大藤峡水利枢纽灌区工程	国开行	8.0	-	13.0	-	-	1.6	-
江苏	运河宿迁港铁路专用线项目	国开行	0.4	-	3.8	-	-	9.2	-
宁夏	银川市燃气管道及设施更新改造项目（庭院小区）	国开行	0.6	5.6	4.5	-	10.1	8.1	-
浙江	苏台高速公路（二期）项目	国开行	1.4	-	-	1.3	-	1.0	1.0
甘肃	静宁县城区集中供热工程	农发行	0.5	4.6	3.6	-	10.0	7.9	-
广东	“小榄—东升供水一体化”工程项目	农发行	0.3	3.4	2.7	-	10.1	8.0	-
黑龙江	鹤岗市昌瑞污水处理厂建设项目	农发行	0.1	1.1	0.8	-	10.6	8.0	-
黑龙江	供销粮油桦南有限公司仓储物流建设一期项目	农发行	0.2	-	1.0	-	-	6.3	-
湖南	沅江市安全饮水提级扩能建设项目	农发行	0.9	-	1.3	-	-	1.5	-
江苏	连云港市城发智慧冷链物流综合体项目	农发行	0.6	6.1	4.7	-	10.1	7.8	-
江苏	太湖综合整治一期项目、江苏中关村产业基地提质升级一期项目	农发行	3.2	32.1	22.4	-	10.0	7.0	-
江西	龙南综合物流园（一期）项目	农发行	1.5	10.6	7.1	-	7.0	4.7	-
江西	上栗县高标准粮食仓储物流基础设施建设项目	农发行	0.6	5.6	4.5	-	10.0	8.0	-
山西	山西农谷智慧冷链物流园项目	农发行	0.4	5.5	1.9	-	15.1	5.1	-
山西	山西省大数据产教融合实训基地项目	农发行	0.3	3.2	2.5	-	10.0	7.8	-
山西	长治高新区智能终端产业园项目	农发行	1.1	10.7	8.0	-	10.0	7.5	-
四川	四川省通江县青峪口水库	农发行	3.8	43.6	1.8	-	11.4	0.5	-
新疆	鄯善县市政基础设施及提升改造工程项目	农发行	0.2	2.1	1.7	-	10.0	8.0	-
新疆	托克逊县市政老旧设施更新改造项目	农发行	0.3	2.8	2.1	-	10.0	7.5	-
新疆	阿瓦提县粤水电 40 万千瓦光伏+储能市场化并网项目	农发行	2.0	24.8	19.8	-	12.4	9.9	-
浙江	乐清中心城区新型城镇化项目	农发行	7.9	-	28.8	-	-	3.6	-
重庆	涪陵龙头港铁路专用线项目	农发行	2.2	22.5	2.0	-	10.4	0.9	-

资料来源：农发行、国开行官网，长江证券研究所

2022 年政策性金融工具以项目资本金的形式支撑投资，同时央行新增 6300 亿 PSL 支持相关项目的配套融资。如果参考上一轮经验，那除了新型政策性金融工具以外，后续或还有一定规模的 PSL 新增。

图 58：2022 年 9-11 月配套新增了 6300 亿 PSL（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

（5）最后，每两月一次的人大常委会均可以新增政府债额度，可以是上调赤字率、增加特别国债、专项债额度等。这一项工具或是市场最为期待的，但可能与否还是要看国内外形势的变化，及对财政的需求。

图 59：历年全国人大常委会召开日期

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
1月	01/29-01/30		01/20-01/22				
2月	02/26-02/27	02/24	02/27-02/28	02/27-02/28	02/22-02/23	02/26-02/27	02/24-02/25
3月			03/29-03/30		03/28		
4月	04/20-04/23	04/26-04/29	04/26-04/29	04/18-04/20	04/25-04/26	04/24-04/26	04/27-04/30
5月		05/18					
6月	06/25-06/29	06/18-06/20 06/28-06/30	06/07-06/10	06/21-06/24	06/27-06/28	06/26-06/28	06/24-06/27
7月					07/25-07/27		
8月	08/22-08/26	08/08-08/11	08/17-08/20	08/31-09/02	08/29-09/01		
9月	09/17					09/10-09/13	
10月	10/21-10/26	10/13-10/17	10/19-10/23	10/27-10/30	10/21-10/24		
11月		11/10-11/11				11/04-11/08	
12月	12/23-12/28	12/22-12/26	12/20-12/24	12/28-12/30	12/26-12/29		

资料来源：中国人大网，长江证券研究所

“一行一局一会”推出一揽子货币政策措施：稳市场稳预期。5月7日，国新办举行新闻发布会介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况，会上央行推出三大类共十项措施，无论是政策推出时点还是政策组合力度均较为超市场预期。如何理解央行的系列货币政策操作？此次的会议主题“稳市场稳预期”或许已给出了答案，央行的政策意图或更多在于呵护资产价格。

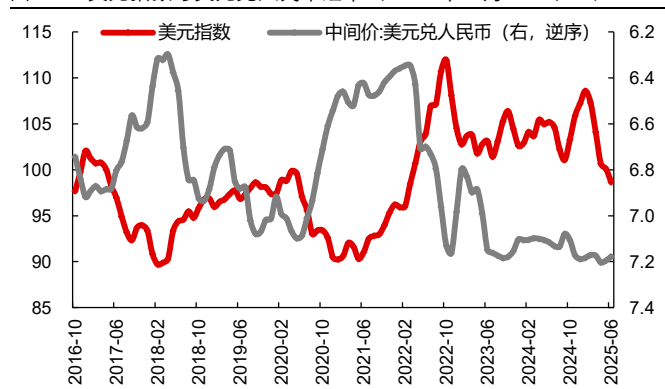
图 60：2016 年以来历年降准降息幅度（BP）

	存款准备金率: 存款准备金率: 逆回购利率:7		MLF利率:1年	LPR:1年	LPR:5年
	大型	中小型			
2016	-50	-50	0	-25	0
2017	0	0	25	25	0
2018	-250	-250	5	5	1
2019	-150	-150	-5	-5	-16
2020	-50	-150	-30	-30	-15
2021	-100	-100	0	0	-5
2022	-50	-50	-20	-20	-15
2023	-50	-50	-20	-25	-20
2024	-100 (2次)	-100 (2次)	-30 (2次)	-50 (2次)	-35 (2次)
2025	-50 (1次)	-50 (1次)	-10 (1次)	-	-10 (1次)

资料来源：Wind，长江证券研究所；注：2025 年数据更新截至 6 月末

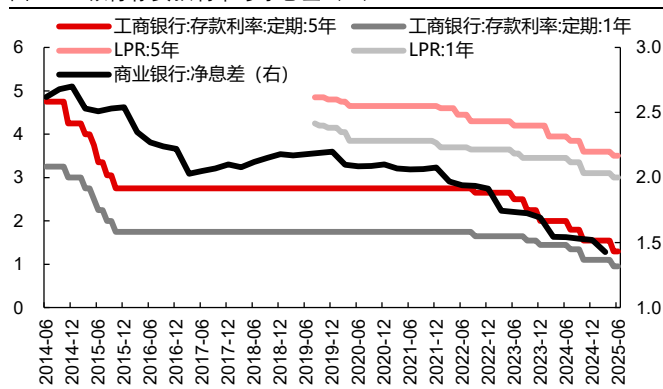
货币政策两大约束：人民币汇率稳定、银行净息差合理。人民币汇率和银行息差是货币政策面临的两大约束，但这两个因素在今年均有所缓解。随着美元指数的走弱，人民币汇率贬值压力有所缓和、甚至一度有过升值压力；银行息差则在财政部积极支持国有大型商业银行补充核心一级资本、降低存款基准利率等政策支持下，或有所改善。

图 61：美元指数与美元兑人民币汇率（1973 年 3 月=100，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 62：银行存贷款利率与净息差（%）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

货币政策两大职能：支持实体经济、呵护资产价格。支持实体经济和呵护资产价格是货币政策的两大职能，且自去年四季度以来，央行对资产价格的关注度明显上升，呵护资产价格的关键在于稳住楼市股市，而这又是稳住市场预期的关键。展望后市，货币政策或根据国内外形势而相机抉择，年内仍有降准降息的窗口，触发点或是经济指标、市场预期明显弱化，以及关税冲突升级等。

图 63：结构性货币政策工具存续情况（截至 2024 年 9 月）

结构性货币政策工具存续情况（截至2024年9月末）								
	工具名称	存续状态	支持领域	发放对象	利率（1年期）/激励比例	额度（亿元）	2024.09余额（亿元）	使用比例（%）
长期性工具	1 支农再贷款	存续	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	1.75%	8350	6531	78%
	2 支小再贷款	存续	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	1.75%	18750	16957	90%
	3 再贴现	存续	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	1.75%	7400	5835	79%
阶段性工具	4 普惠小微贷款支持工具	存续	普惠小微企业	地方法人金融机构	1%（激励）	800	650	81%
	5 抵押补充贷款	存续	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.25%	/	25841	/
	6 碳减排支持工具	存续	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构，部分外资金融机构和地方法人金融机构	1.75%	8000	5351	67%
	7 普惠养老专项再贷款	存续	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	21	5%
	8 民企债券融资支持工具（II）	存续	民营企业	专业机构	1.75%	500	0	0%
	9 科技创新和技术改造再贷款	存续	科技型中小企业，重点领域技术改造及设备更新项目	21家全国性金融机构	1.75%	5000	7	0%
	10 保障性住房再贷款	存续	收购已建成商品房用于保障性住房配售或租型	21家全国性金融机构	1.75%	3000	162	5%
	11 交通物流专用再贷款	到期	道路货物运输经营者和中小微物流（含快递），仓储企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	10	1%
	12 设备更新改造专项再贷款	到期	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21家全国性金融机构	1.75%	2000	1557	78%
	13 普惠小微贷款减息支持工具	到期	普惠小微企业	16家全国性金融机构、地方法人金融机构	1%（激励）	/	269	/
	14 支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	到期	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000	2116	71%
	15 科技创新再贷款	到期	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	4000	865	22%
	16 收费公路贷款支持工具	到期	收费公路主体	21家全国性金融机构	0.5%（激励）	/	83	/
	17 房企纾困专项再贷款	到期	房企项目并购	5家全国性资产管理公司	1.75%	800	209	26%
	18 保交楼贷款支持计划	到期	保交楼项目	工农中建交、邮储	0.00%	2000	127	6%
	19 租赁住房贷款支持计划	到期	试点城市收购存量住房	工农中建交、邮储、开发银行				
合计							66591	

资料来源：央行，长江证券研究所；注：截至 2025 年一季度末，结构性货币政策工具共存续 10 项，余额合计 5.9 万亿元，由于央行未披露各项结构性工具存续余额情况，此处按照 2024 年 9 月末数据进行展示；此外，2025 年 5 月 7 日，央行公告称：1）下调结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点，包括各类专项结构性工具利率、支农支小再贷款利率，均从目前的 1.75%降至 1.5%；抵押补充贷款(PSL)利率从目前的 2.25%降至 2%；2）增加 3000 亿元科技创新和技术改造再贷款额度，由目前的 5000 亿元增加至 8000 亿元；3）设立 5000 亿元“服务消费与养老再贷款”；4）增加支农支小再贷款额度 3000 亿元；5）优化两项支持资本市场的货币政策工具，将 5000 亿元证券基金保险公司互换便利和 3000 亿元股票回购增持再贷款，这两个工具的额度合并使用，总额度 8000 亿元；6）创设科技创新债券风险分担工具。

图 64：5 月 7 日“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”政策梳理

部委	类别/领域	具体措施
央行： 三类十项政策	数量型政策	降低存款准备金率0.5个百分点，预计将向市场提供长期流动性约1万亿元 完善存款准备金制度， 阶段性将汽车金融公司、金融租赁公司的存款准备金率，从目前的5%调降0%
	价格型政策	下调政策利率0.1个百分点 ，即公开市场7天期逆回购操作利率从目前的1.5%调降至1.4%，预计将带动贷款市场报价利率(LPR)同步下行约0.1个百分点 下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点 ，包括：各类专项结构性工具利率、支农支小再贷款利率，均从目前的1.75%降至1.5%；抵押补充贷款(PSL)利率从目前的2.25%降至2%
	结构型政策	降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点 ，五年期以上首套房利率由2.85%降至2.6%，其他期限的利率同步调整
		增加3000亿元科技创新和技术改造再贷款额度 ，由目前的5000亿元增加至8000亿元，持续支持“两新”政策实施
		设立5000亿元“服务消费与养老再贷款” ，引导商业银行加大对服务消费与养老的信贷支持
		增加支农支小再贷款额度3000亿元 ，与调降相关工具利率的政策形成协同效应，支持银行扩大对涉农、小微和民营企业的贷款投放
		优化两项支持资本市场的货币政策工具， 将证券、基金、保险公司互换便利5000亿元和股票回购增持再贷款3000亿元额度合并使用 ，总额度8000亿元；
		在互换便利方面，证监会将 参与机构范围由首批20家券商基金扩大到40家的备选机构池 ， 质押品范围纳入了港股、限售股等 ，并指导金融基础设施 降低业务收费标准 ；
		回购增持再贷款方面， 将贷款最长期限由1年延长到3年 ，鼓励银行发放信用贷款， 将上市公司回购增持股票的自有资金比例要求从30%下降到10% ，同时我们和国资委协商， 将中国诚通控股和中国国新控股这两个国有资本运营平台纳入到支持范围 ，两家公司已经宣布拟使用工具资金合计1800亿元，用于增持上市公司股票
		创设科技创新债券风险分担工具 ，央行提供低成本再贷款资金可购买科技创新债券，并与地方政府、市场化增信机构等合作，通过共同担保等多样化的增信措施，分担债券的部分违约损失风险，为科技创新企业和股权投资机构发行低成本、长期限科创债券融资提供支持
金融监管总局： 8项增量政策	房地产	加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度（包括房地产开发、个人住房、城市更新等贷款管理办法） ，助力持续巩固房地产市场稳定态势
	稳定和活跃资本市场	进一步扩大保险资金长期投资试点范围（近期拟批复600亿元） ，为市场引入更多的增量资金
	小微民营企业融资	调整优化监管规则， 进一步调降保险公司股票投资风险因子（调降10%） ，支持稳定和活跃资本市场
	稳外贸	制定实施银行业保险业护航外贸发展系列政策措施（强化金融纾困、加力稳定出口、助力扩大内销） ，对受关税影响较大的市场主体提供精准服务，全力帮扶稳定经营拓展市场
	并购贷款	修订出台并购贷款管理办法 ，促进产业加快转型升级
	支持科技创新	将发起设立金融资产投资公司的主体，扩展至符合条件的全国性商业银行 ，加大对科创企业的投资力度
		制定科技保险高质量发展的意见 ，更好发挥风险分担和补偿作用，切实为科技创新提供有力保障
证监会	巩固市场回稳向好势头	强化市场监测和风险综合研判，动态完善应对各类外部风险冲击的工作预案， 全力支持中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用
	服务新质生产力发展	配合中国人民银行健全支持资本市场货币政策工具长效机制，更好发挥市场各参与方的稳市功能
		近期将出台深化科创板、创业板改革政策措施 ，择机会发布，在市场层次、审核机制、投资者保护等方面进一步增强制度包容性、适应性，同时尽快推动典型案例落地
		抓紧发布新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》和相关监管指引 ，更好发挥资本市场并购重组主渠道作用
	推动中长期资金入市	大力发展科技创新债券 ，优化发行注册流程，完善增信支持，为科创企业提供全方位、“接力式”的金融服务
	资本市场的底气和信心来源	在引导上市公司完善治理、改善绩效，持续提升投资者回报的同时，更大力度“引长钱”，协同各方 继续提升各类中长期资金入市规模和占比 ， 抓紧印发和落实《推动公募基金高质量发展行动方案》 ， 今天就发布
		党中央、国务院的坚强领导和维护市场稳定的坚定决心、有力部署
		资本市场“1+N”政策体系的落地实施
		A股市场“科技叙事”逻辑越来越清晰
		A股市场估值水平实际上被业界认为仍处于相对低位

资料来源：国新办，长江证券研究所

总结来看，对于 2025 年下半年的宏观经济与资本市场展望，我们有如下核心结论：

- 1) 关税冲击出口经济：中美关税已然迎来缓和，即使是在 30%关税加征幅度假设下，也仅拖累全年出口增速 3.2 个百分点左右。
- 2) 经济有韧性缺弹性：尽管出口受关税影响、消费受高基数影响，或在三季度承压，但作为以往最大拖累的地产投资有望迎来降幅收窄，而基建投资的上行空间和弹性更是值得期待。
- 3) 政策的空间与节奏：积极财政正沿着加速存量、调整存量、储备增量的顺序展开，政策应对空间充足，而稳健货币意味着流动性保持合理充裕、降准降息仍有空间。
- 4) 资本市场配置展望：债市延续震荡格局，三季度有望迎来配置性机会；股市结构性行情持续演绎，看好盈利稳定、高股息的红利板块，以及活力充沛的中小型成长类企业。

风险提示

1、.y;ŃCŸ@μAñ 9~, ?μŪ5á.>Dý=T<¹3«86B»CŸ)@.‡/İ:p) >?6 9~; 0Ä(Ž Í.y;ŃCŸ)@ Añ=ŷ9œ0´5L0 =ŷ9œ3 ;ê2ê6½ D=M; İ;İ(€<™7q+e; 0Ä(Ž/5 ? =]A ? ,56,,/^ İ2ê6½+J]D# CŸ)@*Ô- (.../Đ ÍÄö,Ä* 2Ū+e1{E ?μ(.../Đ D

2、**新动能可能平滑增长**：去年以来，外籍人士入境游、国内悦己消费的增速明显快于消费整体增速；投资方面，人工智能、服务消费相关投资支持政策加码，有望带动相关投资走强。新动能可能支撑增长韧性，平滑四季度经济下行斜率，导致本文存在预测不准确的风险。

3、**领先指标梳理或有遗漏**：本报告可能遗漏两类领先指标。一是经济中的长变量，本文聚焦月度及季度频率的领先关系，可能忽视人口等长变量的变化；二是经济其他因变量对应的领先指标，本文聚焦以 GDP 增速为代表的经济增长，可能忽视企业盈利等其他因变量的领先指标。

4、**实际执行与年初预算存在差异**：随着经济环境以及财政政策的变化，在实际预算执行过程中，政府将对年初预算进行相应调整，最终实际执行结果与年初预算或存在差异。

5、**财政增量政策不及预期**：下半年财政增量政策出台的可能性主要与经济基本面、关税政策落地情况有关，若关税政策最终落地情况好于预期、经济基本面保持较强韧性，财政增量政策出台的必要性或将降低。

6、**模型和测算与实际情况存在误差**：本文涉及较多模型和测算，如加征关税对中国出口的影响、财政支出乘数的测算等，在测算过程中存在诸多假设条件，实际情况或与之有差异，进而导致测算结果存在误差。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
 中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
 看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
 增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
 中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
 减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

沪深 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
 P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
 P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
 P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
 P.C / (518048)

知识星球 全球资讯精读

每月持续更新5000+行业研究报告，价值研究体系帮助投资决策。
 覆盖全行业，上万份行业研究报告展现、解决细分行业知识空白。

知识星球 全球资讯精读

实时精选全球最新财经资讯，多角度解读热门事件内容观点。
 挖掘国际财经内幕，探究全球重点事件，深度聚焦一二级市场。
 涉及私募股权、创投、金融、投行、并购、投资、法律、企管等领域。
 提供研报专业定制服务。

全球资讯精读



入宝藏群请加
 quanqizixun8

全球资讯精读



知识星球

（免责声明：报告收集整理于网络，仅限于群友学习交流，请勿他用）

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。