



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《实体经济融资需求企稳，新动能支撑韧性》 - 2025.03.17

宏观研究

供需寻求再平衡，关注出口和消费预期差

● 核心观点

(1) 1-2 月经济数据显示供需再平衡，需求回升，生产边际回落，促生产稳增长特点弱化，供需缺口收窄。

在消费方面，第一，低基数影响，1-2 月社零同比增速边际改善，剔除基数效应影响，社零增速边际回落，其中，限额以上消费保持韧性，同比增速边际改善，而限额以下消费同比增速边际放缓，两者增速分化加剧。第二，从限额以上商品来看，政策驱动商品分项增速有所分化，汽车类商品、家用电器和音像器材类增速边际回落，应是促消费政策效果边际导致，通讯器材类和家具消费增速边际回升，前者是促消费政策加力扩围领域，政策效果较为明显，后者或是房地产销售回暖拉动。限额以上体育和娱乐用品类、文化办公用品类消费增速保持韧性，且消费边际改善。限额以上化妆品、金银珠宝类消费边际放缓，可选消费品消费有放缓趋势。

在房地产投资方面，“好房子”逻辑推升房地产投资边际改善，房地产销售城市分化。在供给端，建安工程投资累计同比增速边际放缓，供给整体呈现收缩态势，但“好房子”逻辑带动优质土地供应增加，未来“好房子”供给有所回升；在需求端，低基数效应下，商品房销售增速改善，但剔除基数影响，商品房销售尚未显著企稳回升，不过商品房销售存在城市分化，高能级城市商品房销售领先回暖。从供需两端来看，市场供需仍寻求再平衡，短期或继续调整。

(2) 提振消费是中国当前经济工作的重中之重，是扩大内需、做大做强国内大循环的关键条件。3月16日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，（以下简称《方案》），部署了8方面30项重点任务，全方位促消费扩量提质。重点关注：一是供给创造需求，关注新型消费场景和业态投资机会；二是关注育儿补贴制度等财政支持对育儿领域消费拉动作用；三是拓展财产性收入渠道，再提稳住股市，利好资本市场；四是关注入境游带来投资机会，如文化体验产品消费、酒店和特色民宿、免税购物等

(3) 向后看，站在当前时点，从全年经济增长动能来看，需要重点关注消费和出口可能存在的预期差：

预期差一：消费修复或好于预期，重点关注转移支付对消费的支撑作用。今年中央对地方转移支付增量资金达到8685.6亿元，考虑地方政府专项债发行节奏尚未显著提速，地方政府投资动能仍有待改善，且促消费扩内需是全年工作主旋律，转移支付增量资金或更大比例用于促消费。若假设70%转移支付增量资金用于促消费，且假设消费乘数为0.8，那么将拉动消费增速0.9个百分点左右，对消费的支撑作用仍较为明显。

预期差二：出口增速好于预期，关注我国对欧盟出口替代以及中美关系重新定调的可能性。(1) 欧盟经济延续修复，我国对欧盟出口增速回升，部分对冲中国对美国出口增速的回落。(2) 考虑美国对全球无差别加征关税，美国经济不确定性或进一步演化，不排除美国特朗普基于美国经济自身考虑，在上任 100 天内访问中国，重新定调中美关系，或降低中美贸易不确定性。若此情形兑现，美国对从我国进口商品关税或重新调整，或不必要对我国对美出口增速过于悲观。

● **风险提示：**

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

目录

1 供需再平衡，需求上、供给下	5
2 社零增速边际放缓，消费分层加剧	5
2.1 1-2月消费增速边际放缓，限额以上消费是主要支撑	5
2.2 限额以上政策驱动型商品消费分化，地产链传导效应增强	7
3 “好房子”逻辑推动房地产投资边际改善，高能级城市销售领先回暖	8
3.1 “好房子”逻辑推升房地产投资边际改善，房地产销售城市分化	8
3.2 制造业投资保持韧性，新动能稳步培育	11
4 展望：关注消费和出口预期差	11
4.1 《提振消费专项行动方案》落地，全方位促消费扩量提质	11
4.2 关注消费和出口的预期差	14
风险提示	17

图表目录

图表 1: 大类资产价格变动一览.....	5
图表 2: 社会消费品零售总额同比增速 (%)	6
图表 3: 商品零售和餐饮收入同比增速 (%)	6
图表 4: 限额以上和限额以下消费同比增速 (%)	7
图表 5: 复合增速边际改善的限额以上商品 (%)	8
图表 6: 复合增速边际放缓的限额以上商品 (%)	8
图表 7: 建筑安装工程同比增速 (%)	9
图表 8: 房屋新开工和施工面积单月同比 (%)	9
图表 9: 100 大中城市成交土地面积 (万平方米)	10
图表 10: 100 大中城市成交土地溢价 (%)	10
图表 11: 商品房销售面积单月同比 (%)	11
图表 12: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	11
图表 13: 制造业投资累计同比增速 (%)	11
图表 14: 分行业制造业累计同比增速 (%)	11
图表 15: 各省市生育补贴政策 (万元)	13
图表 16: 我国居民人均可支配收入结构 (%)	14
图表 17: 中国、美国、日本居民财产性收入占比 (%)	14

1 供需再平衡，需求上、供给下

1-2 月经济数据显示供需再平衡，需求回升，生产边际回落，促生产稳增长特点弱化，供需缺口收窄。(1) 在需求端，根据投资、零售和出口三个需求指标加权同比增速为 4.35%，较 2024 年 12 月上升 0.61pct，主要是投资和零售回升拉动，分别贡献 1.36%和 2.11%，较 12 月分别回升 0.36pct 和 0.54pct。(2) 在供给端，工业和服务业加权同比增速为 5.7%，较 2024 年 12 月下降 0.7pct。(3) 从供需两端来看，供需缺口收窄，寻找再平衡。1-2 月供需缺口收窄至 1.35%，为 2024 年 4 月以来阶段性低点，较 2024 年 12 月下降 1.31pct。

图表1：大类资产价格变动一览



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 社零增速边际放缓，消费分层加剧

2.1 1-2 月消费增速边际放缓，限额以上消费是主要支撑

(1) 剔除基数效应影响，1-2 月消费增速边际放缓，但好于去年同期。

低基数影响下，1-2 月社零同比增速 4%，较 2024 年 12 月回升 0.3pct，略低于 wind 一致预期 4.5%，低于去年同期增速 5.5%。若剔除基数效应来看，1-2 月社零两年复合增速为 4.75%，较 2024 年 12 月两年复合增速 5.53% 回落 0.79pct，

消费增速存在边际放缓，但好于去年同期复合增速，较去年同期复合增速高 0.25pct。

(2) 从商品和餐饮消费来看，商品和餐饮消费增速均呈现边际放缓态势。

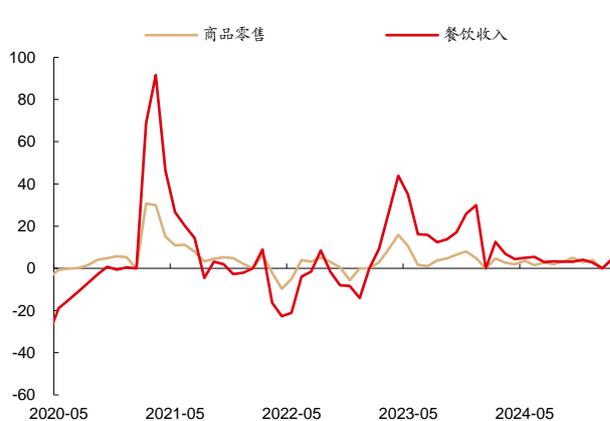
1-2月商品消费同比增速3.9%，持平去年12月水平；餐饮消费同比增速4.3%，较去年12月回升1.5pct；从两年复合增速来看，1-2月商品消费两年复合增速为4.25%，较去年12月复合增速低0.1pct；餐饮消费复合增速为8.32%，较去年12月低7.22pct。考虑汽车消费暂时性回落，剔除汽车的商品消费复合增速为5%，亦低于去年12月复合增速6.03%。

图表2：社会消费品零售总额同比增速（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表3：商品零售和餐饮收入同比增速（%）

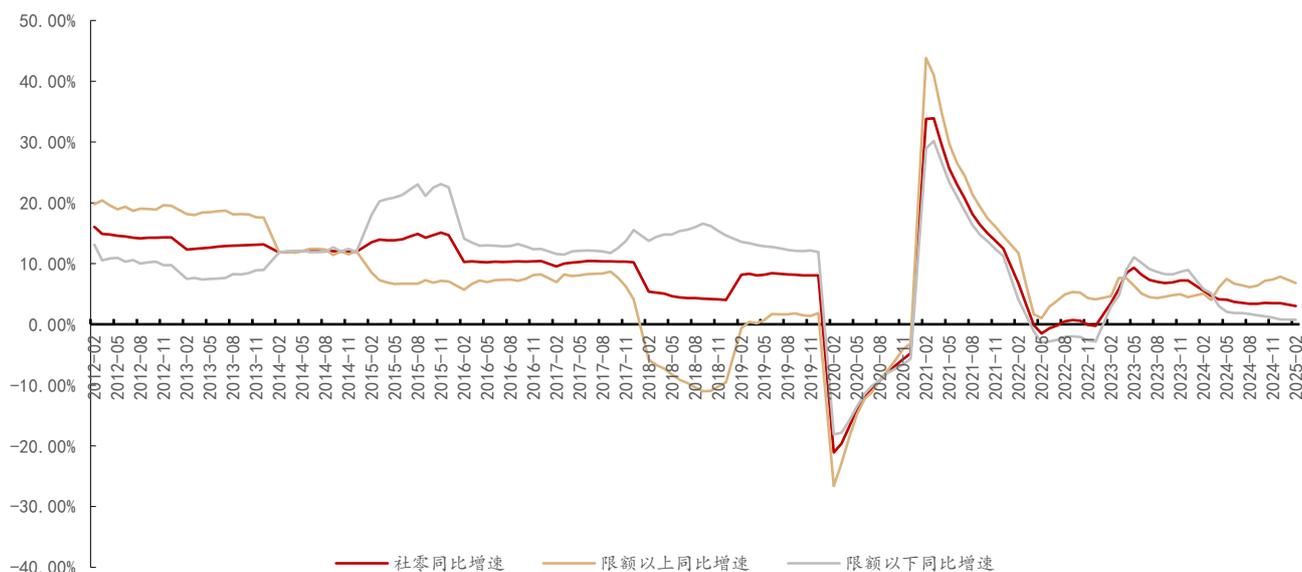


资料来源：Wind，中邮证券研究所

(3) 从限额以上和限额以下两个维度看，限额以上企业消费品零售总额保持了韧性，同比增速边际改善，而限额以下消费品零售总额同比增速边际放缓。

1-2月，限额以上企业消费品零售总额同比增长4.3%，好于全口径社零增速，较去年12月上升0.3pct；限额以下消费品零售总额同比增速为3.82%，低于全口径社零增速，较去年12月回升0.35pct。剔除基数效应影响，限额以上企业消费品零售总额两年复合增速为5.49%，亦好于全口径社零复合增速4.75%，较去年12月复合增速高0.2pct；限额以下消费品零售总额两年复合增速为4.31%，低于全口径社零复合增速，较去年12月复合增速下降1.39pct。

从限额以上和限额以下消费同比增速来看，自2024年以来，限额以下消费同比增速持续低于限额以上消费增速，且接近2012年以来阶段性新低，拖累社零同比增速回落。从此角度来看，加力促消费政策恰逢其时，可有效缓解消费放缓的痛点。

图表4：限额以上和限额以下消费同比增速（%）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.2 限额以上政策驱动型商品消费分化，地产链传导效应增强

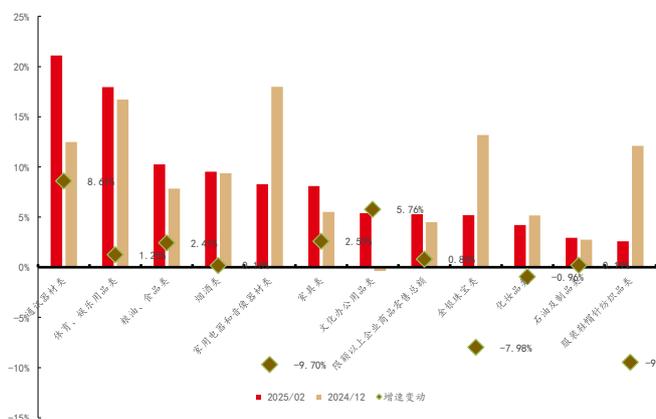
从限额以上商品消费来看，政策驱动型商品消费有所分化，汽车类商品、家用电器和音像器材类增速边际回落，通讯器材类和家具消费增速边际回升；化妆品、金银珠宝类等升级类消费边际放缓；体育和娱乐用品类、文化办公用品类等消费保持韧性，且增速边际改善。

(1) 政策驱动商品分项增速有所分化，汽车类商品、家用电器和音像器材类增速边际回落，通讯器材类和家具消费增速边际回升。从复合增速来看，1-2月汽车类商品、家用电器和音像器材类商品销售同比增长1.94%和8.27%，较2024年12月分别下降0.3pct和9.7pct，应是政策效应边际递减；家具类消费同比增速边际改善，1-2月复合增速为8.09%，较2024年12月复合增速上升2.59pct，我们理解，该分项销售回暖，不仅有政策驱动影响，亦与近期房地产销售回暖有关，1-2月商品房销售面积同比增速-5.48%，较2024年12月回升7.36pct。若后续房地产销售延续回暖，家具类消费应具有可持续性。与此对应的建筑及装潢材料类商品消费亦延续边际改善，1-2月复合增速为1.1%，较2024年12月回升4.53pct；通讯器材类复合增速为21.1%，较2024年12月上漲8.61pct，这与以旧换新政策扩容有关。

(2) 限额以上体育和娱乐用品类、文化办公用品类消费增速保持韧性，且消费边际改善。1-2 月体育和娱乐用品类、文化办公用品类复合增速分别为 17.95%、5.4%，较 2024 年 12 月分别上升 1.25pct、5.76pct，或与国货“潮品”品牌建设有关，如近期火爆的电影哪吒等。

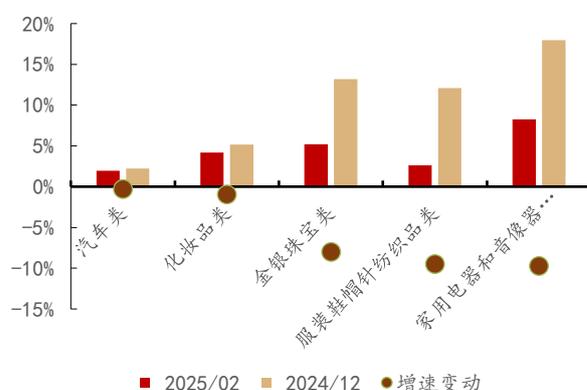
(3) 限额以上化妆品、金银珠宝类消费边际放缓，可选消费增速有所放缓。1-2 月限额以上化妆品、金银珠宝类商品销售额复合增速分别为 4.2%和 5.2%，较 2024 年 12 月分别下降 0.96pct 和 7.98pct，其中金银珠宝类商品消费增速边际放缓，或与近期黄金价格持续走高有关，制约消费水平，但化妆品消费亦边际走弱，在一定程度上反应了可选消费增速有所放缓。

图表5：复合增速边际改善的限额以上商品 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表6：复合增速边际放缓的限额以上商品 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

3 “好房子”逻辑推动房地产投资边际改善，高能级城市销售领先回暖

1-2 月固定资产投资累计同比增长 4.1%，好于 wind 一致预期 3.76%，较前值上升 0.9pct，不存在基数扰动。其中，制造业投资同比增速为 9%，较前值回落 0.2pct；狭义基建投资同比增速 5.6%，较前值回升 1.2pct；房地产投资累计同比-9.8%，较前值回升 0.8pct。

3.1 “好房子”逻辑推升房地产投资边际改善，房地产销售城市分化

1-2月房地产投资边际改善。1-2月房地产投资累计同比增速-9.8%，较前值回升0.8pct，且不存在基数效应影响，从两年复合增速来看，1-2月两年复合增速为-9.4%，较前值-10.1%回升0.7pct。

“好房子”的标准是什么？《政府工作报告》首次明确了“好房子”的四个标准：安全、舒适、绿色、智慧。我们理解，在当前时点，满足“好房子”四个标准的一个重要条件是具有优势区位。在此理解下，从分项来看，在供给端，建安工程投资累计同比增速边际放缓，供给整体呈现收缩态势，但“好房子”逻辑带动优质土地供应增加，未来“好房子”供给有所回升；在需求端，低基数效应下，商品房销售增速改善，但剔除基数影响，商品房销售尚未显著企稳回升，不过商品房销售存在城市分化，高能级城市商品房销售领先回暖。从供需两端来看，市场供需仍寻求再平衡，短期或继续调整。

(1)“好房子”逻辑带动土地溢价上升，成为房地产投资边际改善重要支撑

建筑安装投资累计同比边际放缓，并非房地产投资增速边际改善的拉动力。

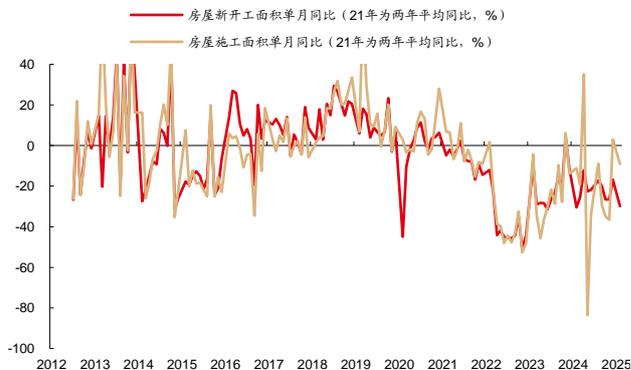
1-2月建筑安装工程累计同比增速1.1%，较2024年12月回落2.4pct，呈现边际放缓态势。这与当前房地产开工和施工同比增速边际放缓相印证。1-2月房屋新开工面积累计同比为-29.85%，较2024年12月下滑7.33pct，且不存在基数效应扰动，1-2月两年复合增速为-30.18%，较2024年12月回落8.46pct；1-2月房屋施工面积累计同比-9.14%，较2024年12月回升3.4pct，主要是低基数影响，1-2月房屋施工面积两年复合增速为-10.13%，较2024年12月两年复合增速低0.14pct。

图表7：建筑安装工程同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

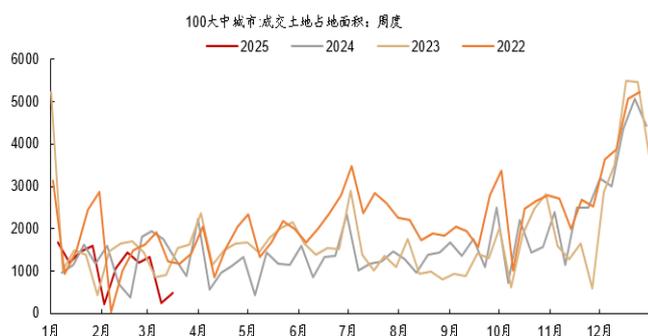
图表8：房屋新开工和施工面积单月同比（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

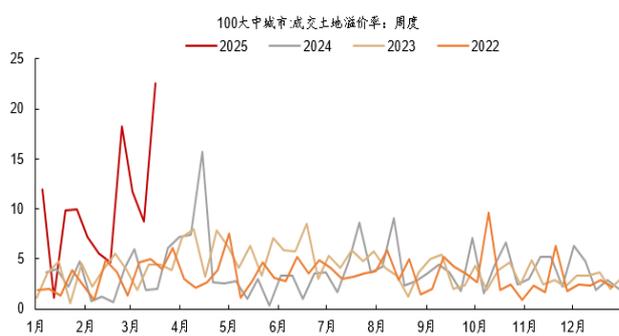
“好房子”逻辑带动优质土地成交回暖，土地溢价提高或是房地产投资边际改善的主要支撑。(1)从100大中城市土地成交高频数据来看，截至2月23日，100大中城市成交土地总价为3008.86亿元，同比增长46.39%，100大中城市成交土地面积为1235.38万平方米，同比增长5.4%。(2)从土地溢价来看，100大中城市成交土地单价同比增长38.88%，或指向优质区位土地供应增多，如近期济南、成都、杭州均拍出新单价地王，成都成交土地溢价率超30%。

图表9：100大中城市成交土地面积（万平方米）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表10：100大中城市成交土地溢价率（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

(2) 房地产销售存在城市分化，高能级城市销售领先回暖

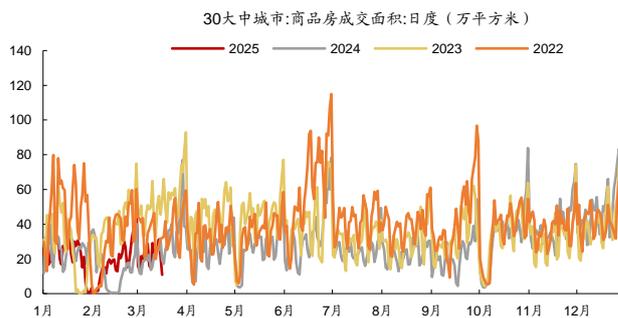
从全国层面来看，商品房销售尚未显著回暖，低基数效应影响，1-2月商品房销售面积和销售额边际改善，销售均价尚未企稳。(1)从销售面积增速来看，1-2月商品房销售面积累计同比增长-5.48%，较2024年12月回升7.36pct，存在基数效应影响，从两年复合增速来看，1-2月复合增速为-15.73%，较2024年12月回落0.4pct。(2)从销售额同比增速来看，1-2月商品房销售额累计同比增长-2.91%，较2024年12月回升14.13%，亦存在基数扰动，从两年复合增速来看，1-2月两年复合增速为-18.51%，较2024年12月两年复合增速下降3.7%。

(3)从销售均价来看，根据商品房销售额和商品房销售面积计算，1-2月商品房销售均价为9546.81元，2024年12月商品房销售均价为10318.19元，同比增速为-7.48%。

从30大中城市来看，30大中城市商品房销售好于全国层面，或指向高能级城市商品房销售领先回暖。从30大中城市商品房成交面积高频数据来看，截至2月28日，1-2月30大中城市商品房成交面积合计为1219万平方米，较去年同期增长0.56%，好于全国层面商品房销售情况。其中，一线城市、二线城市、三线城市商品房成交面积同比增长分别为16.05%、-13.09%和18.64%。

图表11：商品房销售面积单月同比 (%)

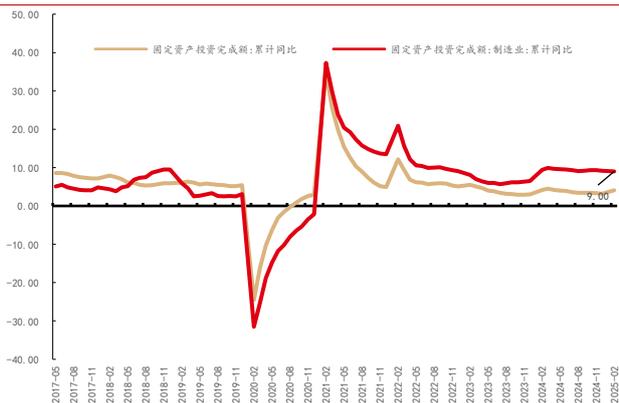

资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表12：30大中城市商品房成交面积 (万平方米)


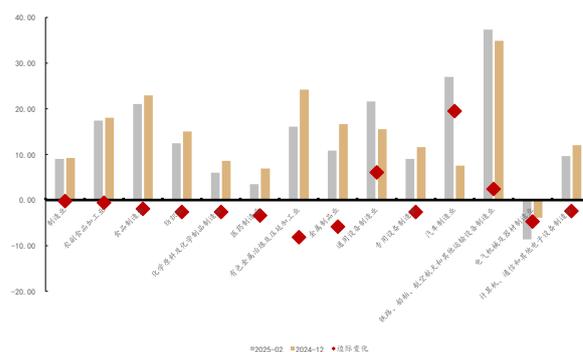
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

3.2 制造业投资保持韧性，新动能稳步培育

高基数影响下，制造业投资累计同比增速边际回落，整体韧性犹强。1-2月制造业投资累计同比增速9%，较去年12月累计同比增速回落0.2pct，存在高基数扰动，从复合增速来看，1-2月制造业投资复合增速为9.2%，较去年12月复合增速7.84%提升1.36pct。(1)制造业技改投资同比增长10%，好于制造业整体投资增速，亦好于去年全年增速，较去年全年增速加快2pct；(2)新动能稳步培育，高技术产业投资同比增长9.7%，其中信息服务业、电子商务服务业、计算机及办公设备制造业、航空航天器及设备制造业投资分别增长66.4%、31.9%、31.6%、27.1%。

图表13：制造业投资累计同比增速 (%)


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表14：分行业制造业累计同比增速 (%)


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

4 展望：关注消费和出口预期差

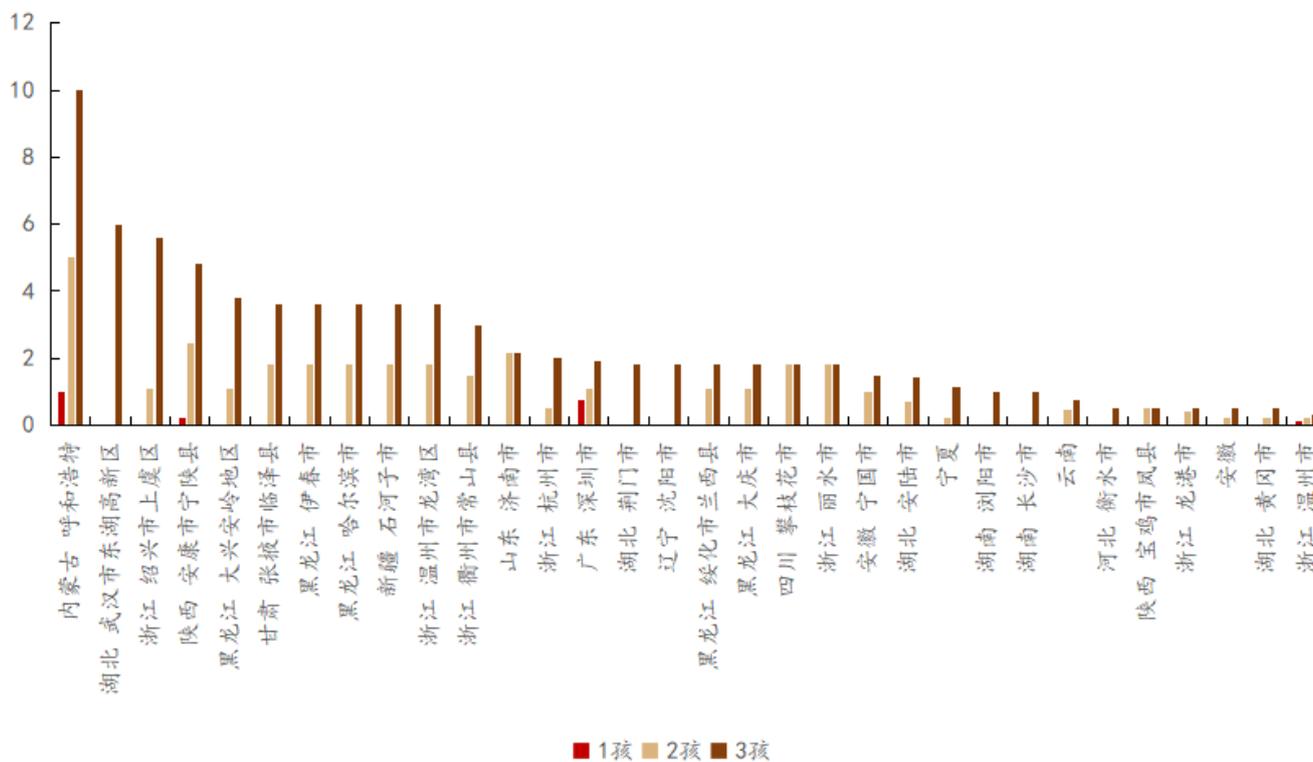
4.1 《提振消费专项行动方案》落地，全方位促消费扩量提质

提振消费是中国当前经济工作的重中之重，是扩大内需、做大做强国内大循环的关键条件。3月16日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，（以下简称《方案》），部署了8方面30项重点任务，针对性强、覆盖面广，包括城乡居民增收促进行动、消费能力保障支持行动、服务消费提质惠民行动、大宗消费更新升级行动、消费品质提升行动、消费环境改善提升行动、限制措施清理优化行动、完善支持政策。我们理解，从短期促消费的影响来看，重点关注以下几个方面：

一是供给创造需求，关注新型消费场景和业态投资机会。开年以来，Deep Seek 取得重大突破，数字化和智能化发展再次引发市场广泛关注，后续数字化和智能化应用成为重要趋势，亦将创造新的消费场景或消费业态，带来新的增量消费，因此新型消费场景和业态或存在重大投资机会。《方案》明确提及“支持新型消费加快发展”，重点强调“开展‘人工智能+’行动，促进‘人工智能+消费’，加速推动自动驾驶、智能穿戴、超高清视频、脑机接口、机器人、增材制造等新技术新产品开发与应用推广，开辟高成长性消费新赛道”“加快完善低空经济监管体系，有序发展低空旅游、航空运动、消费级无人机等低空消费”。从消费适配性来看，“人工智能+消费”和低空消费或更匹配中等收入以上群体，而该消费群体消费能力相对稳定，对新型消费亦有较高支撑。因此，“人工智能+消费”和低空消费或将成为短期新型消费发展的重点方向。

二是关注育儿补贴制度等财政支持对育儿领域消费拉动作用。《方案》提及“研究建立育儿补贴制度”。在《方案》公布之前，各省市已经开始碳素生育补贴制度，如山西、浙江、云南、内蒙等均已制定相关政策。我们理解，考虑各省市财政实力、人口变动以及地区经济活力等因素，育儿补贴制度或因城施策，有所差异。若以内蒙古呼和浩特育儿政策为参考，“发放标准为生育一孩一次性发放育儿补贴10000元；生育二孩发放育儿补贴50000元，按照每年10000元发放，直至孩子5周岁；生育三孩及以上发放育儿补贴100000元，按照每年10000元发放，直至孩子10周岁”，2025年新生儿补贴标准可近似理解为1万元/人，以2024年出生人数954万人为基数，初步测算，2025年育儿补贴或为954亿元，可有效带动育儿领域消费增长。考虑各省市地区存在政策差异，育儿补贴政策支持力度变动区间较大，该测算结果或存在一定偏差。

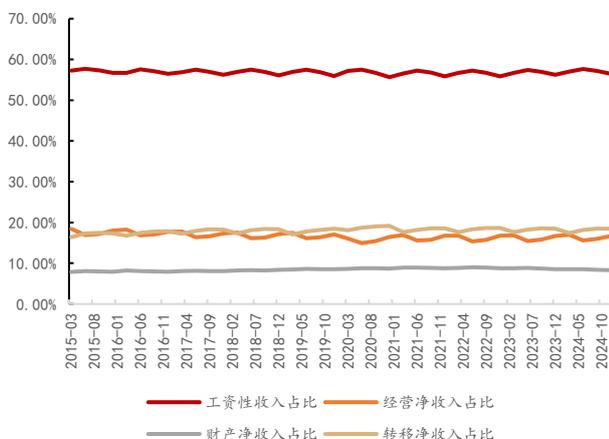
图表15：各省市生育补贴政策（万元）



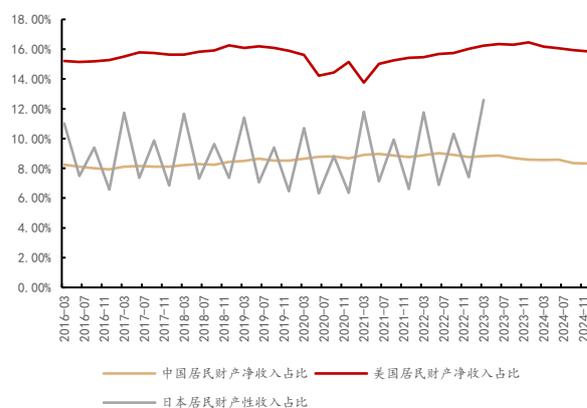
资料来源：新浪财经，和讯网，财联社，中邮证券研究所

此外，《方案》提及“运用财政补贴、贷款贴息等政策工具，…，将促消费同惠民生、补短板结合起来，扩大消费需求，提升消费能力”“2025年对符合条件的个人消费贷款和消费领域的服务业经营主体贷款给予财政贴息”，这将有效提高居民消费能力，促进消费增长。

三是拓展财产性收入渠道，再提稳住股市，利好资本市场。相较发达经济体，我国居民收入来源相对较为单一，以工资性收入为主，财产性收入占比相对较低。从时间纵向来看，2024年末，我国居民人均可支配收入中，工资性收入占比为56.46%，财产性收入占比为8.31%，且居民人均收入结构长期保持相对稳定；从跨国比较来看，美国居民财产性收入（不包括租金收入）占比维持在15%以上水平，明显高于我国水平。2024年末，美国居民财产性收入占比为15.86%，较我国居民财产性收入占比高7.55pct。日本财产性收入占比中枢在8.92%，较我国2024年末财产性收入占比高0.61pct。《方案》强调“拓展财产性收入渠道”，且明确指出“多措并举稳住股市”，因此，在兼顾公平与效率，未来居民投资资本市场的合法投资收益或将成为拓宽财产性收入的重要渠道来源，而这需要稳中向好的资本市场支撑，间接利好资本市场。

图表16：我国居民人均可支配收入结构（%）


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表17：中国、美国、日本居民财产性收入占比（%）


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

四是关注入境游带来投资机会，如文化体验产品消费、特色民宿、免税购物等。《方案》明确提出“有序扩大单方面免签国家范围，优化完善区域性入境免签政策”。借鉴 2024 年 11 月免签政策扩围的政策效应，因免签政策扩围带动春节入境游实现高速增长，如春节期间外国人预定民宿数量同比增长 2.3 倍、入境游客用支付宝消费金额同比增长 1.5 倍，因此，本次扩大单方面免签国家范围，或也将带动入境游明显回暖。

4.2 关注消费和出口的预期差

站在当前时点，从全年经济增长动能来看，需要重点关注消费和出口可能存在的预期差。

(1) 预期差一：消费修复或好于预期，重点关注转移支付对消费的支撑作用。

消费的核心支撑是居民收入和预期，居民收入是慢变量，消费持续修复更需关注促消费政策力度。在 3000 亿元以旧换新政策、《提振消费专项行动方案》等常规支出政策之外，我们理解，转移支付或亦会推动消费超预期回升。今年中央对地方转移支付安排 10.34 万亿，剔除 2023 年增发国债结转至 2024 年资金因素后，同口径增长 8.4%，即转移支付增量资金达到 8685.6 亿元。即使转移支付增量资金包括了此次《方案》提及的生育补贴资金，按照前文测算，生育补贴资金不到 1000 亿元，转移支付增量资金仍接近 8000 亿元。考虑地方政府专项债发行节奏尚未显著提速，地方政府投资动能仍有待改善，且促消费扩内需是全年工作

主旋律，转移支付增量资金或更大比例用于促消费。若预期兑现，假设 70%转移支付增量资金用于促消费，且假设消费乘数为 0.8，那么将拉动消费增速 0.9 个百分点左右，对消费的支撑作用仍较为明显。

预期差二：出口增速好于预期，关注我国对欧盟出口替代以及中美关系重新定调的可能性。

美国特朗普政府对主要贸易伙伴普遍加征关税，明显提升了全球经济的不确定性，如欧洲央行副行长 Guindoss 表示，美国总统特朗普的政策给经济带来的不确定性超过了新冠时期。在此背景下，为保持经济增长动能相对稳定，在主动增强内生增长动能的同时，欧盟经济或在德国新债务计划、欧盟增加国防支出等因素的推动下，而持续修复，进而带动我国对欧盟出口增速回升，部分替代我国对美国出口下滑，出口增速下降幅度或低于预期。此外，美国特朗普的关税、移民、财政政策和监管加剧了美国经济的不确定性，不排除美国特朗普基于美国经济自身考虑，重新定调中美关系，带动我国出口增速回升。

情形 1：欧盟经济延续修复，我国对欧盟出口增速回升，部分对冲我国对美国出口增速的回落。

从历史经验来看，2019 年我国对欧盟和东盟出口增速回升，部分对冲了对美国出口增速回落。特朗普第一任期，因中美贸易紧张，2019 年我国对美国出口增速下滑，对美出口额占总出口额的比重为 16.72%，较 2018 年下降 2.57%。与此同时，我国对东盟和欧盟出口提速，出口贸易额占比分别为 17.12%和 14.41%，分别较 2018 年提升 0.57%和 1.47%。考虑 2019 年我国出口增速全年放缓，我国对欧盟和东盟出口提速，或部分对冲了我国对美国出口增速回落。

从现实情况来看，得益于欧盟增加国防开支、德国新债计划提振市场，欧元区经济已经呈现弱复苏，欧元区 1 月工业产业好于预期和前值，欧元区 3 月投资者信心大幅回升。若德国新债计划、欧盟增加国防开支等及时落地，或带动欧元区经济持续修复。假设按照欧盟增加国防支出的计划方案，今后 4 年筹资 8000 亿欧元增加国防开支，且财政乘数为 0.5，则增加国防支出每年回或拉动经济增长 0.87 个百分点。若德国新债计划同步实施，预计拉动欧盟经济增速或超过 1 个百分点。因此，若预期兑现，欧盟经济修复态势持续，利好我国对欧盟出口，

或部分对冲我国对美国出口下滑的影响。值得关注的是，法国经济尚未呈现回暖迹象，法国下调经济增速预测，对欧元区的经济修复的影响存在一定不确定性。

情形 2: 考虑美国对全球无差别加征关税，美国经济不确定性或进一步演化，不排除美国特朗普基于美国经济自身考虑，在上任 100 天内访问中国，重新定调中美关系，或降低中美贸易不确定性。若此情形兑现，美国对从我国进口商品关税或重新调整，或不必要对我国对美出口增速过于悲观。

从当前时点来看，美国经济三重复合风险交织演进，关税、移民等政策外溢效应，叠加禽流感影响，美国通胀存在反复风险，美联储货币政策转向窗口持续收窄，且政策外溢冲击居民部门，居民悲观预期走高，美国经济从公共支出转向个人支出，短期波动风险上升，滞胀风险增大，高企的债务可持续承压。

第一，关税政策、移民政策以及禽流感等或导致通胀存在反复风险，美国货币政策转向窗口持续收窄。2 月美国通胀数据低于预期，亦低于前值，但通胀水平仍高于美联储目标水平，且特朗普政策关税政策的影响或尚未体现在关税中，近期特朗普政府关税政策实质推进，迎来了加拿大、墨西哥、欧盟等反制措施，如加、墨、欧盟等额外加征关税、加拿大对输入部分州的电力征收 25% 的附加费等，叠加美国限制移民政策等，不仅推升美国进口商品物价水平，亦或对美国供给稳定性产生扰动，拉大供需缺口，美国通胀仍存在反复的风险。此外，短期美国禽流感亦或推升食品价格。

第二，关税政策、裁员等政策外溢冲击居民部门，将拖累美国消费，随着美国经济从公共支出转向更到私人支出，美国经济放缓风险有所提升，如 PIMCO、美国前财长萨默斯、美联储传声筒 Nick Timiraos 等均提示相关风险。

第三，关注美国高企债务的可持续问题。随着美国经济不确定性进一步加剧，或呈现滞胀特点，若国际资本外流，或直接冲击美国金融体系，警惕潜在重点领域的债务风险，如 CMBS 违约率升至 6.2%，为 2022 年以来新高，区域银行商业地产风险敞口超 2800 亿元。

在此背景下，不排除美国特朗普政府基于自身考虑，对中美贸易关系重新谈判定调，或降低中美贸易的不确定性。近期美国国务卿鲁比奥亦释放了重新谈判的信号，3 月 16 日，美国国务卿鲁比奥在接受采访时表示，美国将在对其主要贸

易伙伴征收关税后，与各国就新的贸易安排进行双边谈判。据报道，鲁比奥没有透露具体细节，但他表示，美国将重新设定底线，以确保得到公平对待。

风险提示

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧；政策效果不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048