

研报精选

2025年2月23日 第209期

宏观专栏

如何看待2024年央行缩表？

2024年我国央行资产负债表规模下降至44万亿元。报告认为，央行缩表并不一定代表货币政策收紧。2024年，我国央行扩表类货币政策工具中新型工具增量不敌传统工具减量，但降准释放了更多流动性，央行总体是流动性净投放，但体现为缩表。

小企业拉动美国名义周期重启

报告认为，小企业是美国经济周期重启的发动机。中长期来看，本轮小企业景气具备持续性。这主要是由于名义GDP增速上行和近期的AI热潮，将助力小企业破局高利率和低效率问题。

专题聚焦

低空经济：投资中国蓝天新机遇

报告着重分析了低空经济发展相关的政策法规、飞行器、空管系统、应用场景等关键环节，并展望相关领域的投资机会，认为低空经济有望成为驱动经济社会发展的新生动力。

特朗普“对等关税”的内容及影响

报告认为，对等关税针对国家范围广，且将增值税纳入考量，标志着特朗普在关税方面又进一步。如果只是拉平关税，对美国通胀和增长的影响或有限，但如果叠加增值税，影响将显著加大。

宏观专栏

如何看待2024年央行缩表？

2024年我国央行资产负债表缩水1.6万亿元，引发市场对货币政策收紧的担忧。央行有扩表类和缩表类两类流动性投放工具。扩表类投放工具包括逆回购（质押式与买断式）、国债买入、再贷款再贴现与PSL，而降准投放流动性可能导致缩表。2024年央行通过传统的公开市场操作工具（质押逆回购和MLF）和再贷款及PSL净回笼了5.5万亿元，但新型公开市场操作工具（买断式逆回购和国债买卖）净投放了4万亿元。因为降准释放了2万亿元流动性，央行全年净投放流动性4000亿元。与美欧进入非常规货币操作阶段、货币松紧多体现为央行扩/缩表不同，我国常规货币政策仍有空间，如果是降准投放流动性，货币宽松就可能导导致央行被动缩表。反映流动性松紧的指标有二：资金的量与价，后者即利率，资金供需的关系会体现到利率的变化上面。从短端利率走势看，去年虽然缩表但流动性趋松，今年初以来央行扩表，但短端利率边际上升，反映资金供需关系边际变紧，部分可能反映经济边际好转带动资金需求改善。

2024年我国央行资产负债表规模从45.7万亿元下降至44.1万亿元，累计减少1.6万亿元，这是2016年以来央行资产规模减少最多的一年。加之去年底以来市场流动性偏紧，引发市场关于央行趋势收紧货币政策的猜测。我们应当如何理解央行的缩表行为呢？

一、不是央行所有的缩表都代表货币政策收紧

央行不同的流动性投放工具对资产负债表的含义不同。总体看，央行有扩表类和缩表类的两大类流动性投放工具：

► 扩表类的投放工具主要有三种：

一是公开市场操作（回购/质押借款类），包括质押式逆回购与MLF等（质押式）和买断式逆回购（买断类），对应到央行资产负债表就是资产端对其他存款性公司的债权增加。买断式回购与质押式回购都属于资金业务、发挥“融资”功能，不同点是央行在买断式回购中还有债券的使用权（所有权仍属于金

融机构)、有“融券”功能(与央行借券类似)。

若只是“融资”功能(第一步),买断式回购与质押回购的记账方法相同,都体现为对其他存款性公司的债权增加;若还发挥“融券”功能(第二步),央行阶段性卖出债券,会影响央行资产负债表结构(其他负债增加、准备金存款减少),但不会扩表。(参见中金宏观报告《[买断式逆回购,一石三鸟](#)》)

二是公开市场操作(证券买卖类)¹,买入国债、投放流动性,对应到央行资产负债表就是资产端对政府的债权增加。

三是再贷款、再贴现与PSL,其投放对应到央行的资产负债表也是资产端对其他存款性公司债权增加。

► **缩表类的投放工具主要是降准。**降准是将法定准备金变为超额准备金以释放流动性。虽然这一操作本身不影响央行的资产负债表,但考虑到存款准备金较公开市场操作的利率更低、期限更长,往往降准后会对公开市场操作有一定的替代性,尽管考虑到替代后可能仍会带来流动性净投放,但在央行的资产负债表上体现为缩表。

2024年,扩表类货币政策工具中新型工具增量不敌传统工具减量,但降准释放了更多流动性,央行总体是流动性净投放,但体现为缩表。

► 2024年传统公开市场操作工具如质押式回购和MLF等净回笼了4.4万亿元,再贷款和再贴现(前期部分结构性货币政策工具到期,由于需求不佳导致增速下降)和PSL净回笼1.1万亿。但去年由于调控收益率曲线、增加债券供给潜力和流动性的需要下,央行启动了买卖国债和买断式回购等新型公开市场操作工具,其中买卖国债净投放1.3万亿元,买断式逆回购净投放2.7万亿元。不过新型工具增量未抵消传统工具减量,带动央行缩表了1.6万亿元。但与此同时,央行于2024年1月和9月两次降准各50bp,共释放了2万亿元的流动性。总

¹ 从国际上看,公开市场操作(OMO)有两种主要方式:一是直接买卖证券,如通过买卖国债/MBS来投放/回收流动性,中国去年重启央行国债买卖以在调节流动性的同时更好调控收益率曲线;二是通过回购协议/质押借款协议来调节流动性,欧美以(实质)买断式回购为主,中国去年之前以质押式回购/借款为主,包括正逆回购、MLF、SLO等,去年开始启动买断式回购

体看，2024年央行净投放流动性4000亿元。

► 值得一提的是，政策行采用PSL和政金债两种融资方式对央行资产负债表和流动性投放的含义不同。2024年全年，PSL余额缩量8883亿元，而同期政策性金融债净融资16088亿元，政策行负债总体扩张，但结构上可能用政金债置换了PSL。PSL新增对应央行扩表、流动性投放，政金债置换PSL则体现为央行缩表、流动性收紧。之所以置换，从政策行的角度来看，政金债发债利率更低、性价比更高，2024年1年期政金债利率平均约为1.78%，到年底降至近1.4%，远低于同期限PSL（合同期限为1年，展期次数累计原则上不超过4次）的利率水平2.25%；从央行角度来看，在流动性较宽裕时，用政金债置换PSL，有利于调整债市供求，缓解安全资产荒。

二、常规松货币不一定体现为央行扩表

为何市场会如此关注央行资产负债表的扩张与收缩，并据此来判断货币政策的导向？主要是因为近十多年来发达国家的货币宽松往往体现为央行扩表，背后原因在于发达国家在2008年次贷危机后将常规货币政策空间使用殆尽之后，松货币更多依靠QE等非常规工具，体现为央行扩表。而我国现阶段常规性货币政策空间仍在，存款准备金率仍较高，松货币不一定体现为央行扩表，如果采用降准的方式来投放流动性，松货币可能还会伴随央行缩表。

同样的，政府加杠杆、私人去杠杆在中国现阶段也不一定完全体现为央行扩表、银行缩表。发达国家使用非常规货币政策时，政府加杠杆助力私人去杠杆往往体现为央行扩表比银行更多。而我国如果使用降准等常规性货币政策工具以配合财政扩张，在财政扩张力度不大的前提下，可能体现为央行缩表+商业银行扩表，即央行通过降准的方式提供长期、低价资金，促使银行扩表以配合购买政府债券，而我国商业银行是政府债（国债+地方政府债）的主要持有者，从政府债存量来看，商业银行持有占比高达70%、央行仅占3.5%，从过去一年政府债增量来看，商业银行同样贡献最大为40%，央行占比虽有所上升，但仍只有12%。

三、流动性松紧更直观的体现仍是短端利率

流动性松紧除了看货币供给，还要看货币需求，更直观的还是看货币的价格即利率。一方面，流动性的投放除了通过公开市场操作、再贷款及PSL等工具，也可以通过降准实现；另一方面，流动性松紧取决于资金供给与需求，就是利率的变化。我国尚处于常规货币政策状态，短端利率（如DR007、R007、3月期Shibor、1年期同业存单利率）是更为直观的流动性松紧的代表。

四、短端利率显示去年流动性趋松，今年来边际收紧，未来走势或仍看复苏态势

从过去一年的走势看，短端利率趋势走低，但12月底以来有所回升。2024年3月期Shibor和1年期同业存单利率下降89和102bp，今年初以来上升了10和21bp，同期R-DR之差也快速上行，DR007一度超过了隔夜正逆回购所辖的利率走廊上限，并靠近利率走廊的上限，可能有提醒债市风险的意图，也有经济边际好转的支撑。

长端利率和汇率已有所企稳。随着年初以来国内流动性的边际趋紧，加之关税担忧有所缓释（1月20日特朗普就任首日未提及关税²，2月1日特朗普宣布对中国进口商品加征10%关税、取消小额包裹免税³但2月7日暂缓⁴），IRS隐含的未来1年市场预期的降息幅度已收窄到30bp，10年期国债收益率未再进一步走低、人民币汇率略有回升。未来短端利率走势或仍取决于基本面，流动性或有望重新偏松以呵护初现迹象的温和复苏态势。

以上观点来自：2025年2月20日中金公司研究部已发布的《如何看待2024年央行缩表？》

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

² <http://world.people.com.cn/n1/2025/0121/c1002-40406330.html>

³ https://www.guancha.cn/internation/2025_02_02_763827.shtml

⁴ https://www.guancha.cn/internation/2025_02_08_764368.shtml

宏观专栏

小企业拉动美国名义周期重启

自去年降息以来，小企业周期近期呈现快速反弹态势。从历史经验来看，这可能预示着美国名义GDP增速时隔两年半后，有望企稳回升。

小企业是美国经济周期重启的发动机。规模50人以下的小企业雇佣了美国私营部门43.6%的劳动力，而由于小企业较为依赖短期融资，因此在2022年加息后受到明显压制，进而拖累了劳动力市场。反过来，当前小企业重启扩张，也将成为经济周期重启的主要推动力，助推就业扩张和工资增长。随着工资增速和收入预期改善，刚需人群的房贷需求得到刺激，进而带动地产链回暖。一方面地产建设需求带来工程设备投资，成为上游制造业的新订单；另一方面，地产的财富效应刺激消费、尤其耐用品消费，巩固经济的内生动能。我们估计，美国名义GDP同比增速将在今年一季度触底，二季度抬升。

中长期来看，本轮小企业景气具备持续性。这主要是由于名义GDP增速上行和近期的AI热潮，将助力小企业破局高利率和低效率问题。比起融资（基本为贷款）利率本身，收入增速和融资成本之差，是影响小企业景气周期的更重要因素。我们认为，如果名义GDP增速（对应企业营收）的上行幅度高于融资成本的上行幅度，小企业的经营状况将得到改善。AI技术的外溢与普及，通过自动化和智能化的解决方案，将帮助小企业降本增效。

落到资产，小企业拉动的名义经济周期重启显著支撑企业盈利，同时工资增速上涨可能加速通胀回升，往往不利于美股估值，叠加近期DeepSeek一定程度上冲击了过去两年美股的“AI叙事”（请参见《[宏观探市2月报：DeepSeek触发中美资产重估](#)》）。因此，我们看好在历次小企业周期回暖过程中表现更好的原材料、可选消费、金融、工业、地产等顺周期行业，以及受益于小企业景气扩张的SaaS服务、AI应用娱乐，并提示分母端估值调整的风险。名义周期上行

对美债利率有推升效果，但上半年在美债上限制约新债发行的影响下，我们预计利率仍有下行可能，低点4.2%，而下半年随着国债供给增加和周期重启，利率可能重新升至4.7%以上。



以上观点来自：2025年2月19日中金公司研究部已发布的《小企业拉动美国名义周期重启》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

范理 联系人 SAC 执证编号：S0080123120031 SFC CE Ref: BUD164

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

低空经济：投资中国蓝天新机遇

自2024年3月“低空经济”首次被写入政府工作报告后，政府部门、产业界、资本市场对低空经济发展给予较高关注。本篇报告着重分析低空经济发展相关的政策法规、飞行器、空管系统、应用场景等关键环节，并展望相关领域的投资机会。我们认为，低空经济有望成为驱动经济社会发展的新生动力，为产业链相关环节发展打开广阔的成长空间。

国内低空经济方兴未艾，有望成为经济社会发展的新生动力。1) 2023年底，中央经济工作会议提出将低空经济作为战略新兴产业之一重点支持。此后，中央部委、地方政府密集出台支持低空经济发展的相关产业政策和发展规划，我国低空经济产业发展迎来政策支持关键期；2) 低空经济作为一种辐射带动作用强、产业链较长的综合经济形态，对经济社会发展具有较强的带动作用。工信部赛迪研究院预测，2023年中国低空经济市场规模约为5060亿元，2026年市场规模有望达万亿元。我们认为，随着低空经济相关政策环境的完善，以及相关发展规划的落地实施，我国低空经济市场有望快速发展。

低空经济发展横跨多个产业，飞行器和空管系统是低空经济发展的基础。低空经济产业链涵盖飞行器制造、低空飞行、低空保障以及综合服务等主要环节，是少数能够同时涵盖第一、二、三产业的新兴产业业态，其中飞行器制造和空管系统是低空经济发展的基础：1) 低空飞行器涵盖eVTOL/无人机/直升机等不同类别，是高效利用低空空域资源、解决物资运输、交通出行的关键载体；2) 低空飞行活动具有异构、高密度、高频次、高复杂性的特点，空管系统由信息处理系统、外围设施、地面物理基础设施构成，是保障民航安全和空中交通有序运行的核心，智能化、网联化有望成为低空空管系统的主要发展趋势。

应用场景的拓展有望渐次展开，eVTOL商业运营将改善传统通航财务模型。1) 低空经济应用场景涵盖测绘、巡检、消防、物流、旅游、交通、农业等众多领域，随着飞行器经济性、安全性等核心技术指标不断优化，我们认为

低空经济商业应用有望遵循“载物—载人”、“旅游—交通”的顺序渐次展开。

2) eVTOL作为低空核心飞行器之一，具有速度快、低运营成本等优势。我们认为，eVTOL的商用有望在景区观光等场景率先落地，随着eVTOL应用场景持续拓展，有望为传统通航企业财务模型带来改善。



以上观点来自：2025年2月17日中金公司研究部已发布的《低空经济：投资中国蓝天新机遇》

刘婧 分析员 SAC 执证编号：S0080523070005

孔杨 分析员 SAC 执证编号：S0080524100002

吴其坤 分析员 SAC 执证编号：S0080521020002 SFC CE Ref: BQI397

王颖东 分析员 SAC 执证编号：S0080522090002

江鹏 分析员 SAC 执证编号：S0080523080006

库静兰 分析员 SAC 执证编号：S0080522080010

崔力丹 联系人 SAC 执证编号：S0080123070118

邓学 分析员 SAC 执证编号：S0080521010008 SFC CE Ref: BJV008

曾韬 分析员 SAC 执证编号：S0080518040001 SFC CE Ref: BRQ196

冯启斌 分析员 SAC 执证编号：S0080521090003 SFC CE Ref: BRW011

彭虎 分析员 SAC 执证编号：S0080521020001 SFC CE Ref: BRE806

刘中玉 分析员 SAC 执证编号：S0080521060003 SFC CE Ref: BSP722

专题聚焦

特朗普“对等关税”的内容及影响

美国总统特朗普正式宣布“对等关税”(Reciprocal Tariff)。我们认为，对等关税针对国家范围广，且将增值税(VAT)纳入考量，标志着特朗普在关税方面又进一步。目前来看，对等关税不会立即实施，而是在4月1日调查报告完成后决定具体行动，关税的执行也将视不同国家的情况而定。进一步研究发现，印度、巴西、越南等新兴市场国家及韩国关税水平与美国差距较大，法国、德国、英国、荷兰等欧洲国家增值税率较高，都可能是被重点关注的对象。我们测算显示，如果只是拉平关税，对美国通胀和增长的影响或有限，但如果叠加增值税，影响将显著加大。

一、对等关税的内容及特征

2月13日，美国总统特朗普签署备忘录，正式宣布了“对等关税”(Reciprocal Tariff)政策。此举标志着特朗普在关税方面又进一步，也再次印证了我们关于特朗普或采取“先关税、后减税、先省钱、后花钱”政策顺序的判断（请参见报告《[再思考：特朗普2.0的政策顺序及影响](#)》）。

进一步看，对等关税具有三个重要特征。第一，针对国家范围扩大，涵盖巴西、印度、欧盟等多个主要贸易伙伴。白宫在对等关税的情况说明书(fact sheet)中指出，2024年，美国的商品贸易逆差已超过1万亿美元，这部分因为全球范围内的非对等贸易壁垒激增，使得美国在国际贸易中面临许多不公平待遇⁵。2019年的一项报告显示，在132个国家和超过60万个产品类别中，美国出口商有三分之二的情况下面临更高的关税。因此，特朗普政府决定实施对等关税政策，具体做法是，“任何国家对美国商品征收多少关税，美国将对其商品征收相同的税率，不多也不少”。

白宫方面还列举了一些案例⁶：1) 美国对乙醇进口的关税仅为2.5%，但巴

⁵ <https://www.whitehouse.gov/fact-sheets/2025/02/fact-sheet-president-donald-j-trump-announces-fair-and-reciprocal-plan-on-trade/>

⁶ <https://www.whitehouse.gov/fact-sheets/2025/02/fact-sheet-president-donald-j-trump-announces-fair-and-reciprocal-plan-on-trade/>

西对美国乙醇出口征收的关税高达18%，这导致2024年美国从巴西进口了超过2亿美元的乙醇，而美国对巴西的乙醇出口仅为5200万美元。2) 美国对农产品适用的最惠国平均关税(MFN)为5%，但印度的最惠国平均关税却达到了39%。印度对美国摩托车征收100%的关税，而美国对印度摩托车仅征收2.4%的关税。3) 欧盟对进口汽车征收10%的关税，而美国对汽车仅征收2.5%的关税。欧盟可以自由地向美国出口贝类，但欧盟却禁止美国48个州的贝类出口。

第二，将非关税政策纳入考量，特别是将增值税(VAT)和数字服务税(DST)视为不公平行为。增值税是商品从生产到销售的供应链每个环节中都征税的制度，供应链中的参与者只需要对购买和销售价格的差价缴税，从而获得抵扣，对于出口到境外的商品则可以获得增值税的退还。增值税是一种流转税，在欧盟国家较为普遍。相比之下，美国主要采用销售税(sales tax)，只在最终销售环节对消费者征税。特朗普认为，增值税相当于补贴出口、惩罚进口，美国的商品在实施增值税的国家面临额外税负，不利于美国企业海外竞争力。此外，总统备忘录还提到，法国和加拿大每年通过数字服务税向美国科技公司征收了超过5亿美元的税款，这已累计造成美国企业每年超20亿美元的损失。未来，美国可能要求这些国家调整其税收政策，以减少对美企的不公平负担，否则将面临更高的关税壁垒。

第三，目前来看，关税不会立即实施，而是等到4月1日调查报告完成后决定具体行动。特朗普指示其团队针对上述贸易问题先进行研究，然后据此制定应对措施。特朗普提名的商务部长霍华德·卢特尼克表示，预计调查将在4月1日前完成，而这也与特朗普在上任第一天签署的《美国优先贸易政策》行政令中为其它调查报告所限定的提交期限一致。此后，特朗普将决定是否从4月2日开始实施被建议的关税，并且关税的执行也将视不同国家的情况而定(case by case)⁷。另有白宫官员补充说，政府将首先调查对美国贸易顺差最大、关税税率最高的国家⁸。

对等关税的目的是什么？首先是回归重商主义，减少别国对美贸易限制，

⁷ <https://edition.cnn.com/2025/02/13/economy/new-us-trump-tariffs/index.html>

⁸ <https://www.reuters.com/world/us/trump-says-reciprocal-tariffs-coming-thursday-2025-02-13/>

引导制造业回流美国本土，增强其国内产业竞争力并创造更多就业。总统备忘录指出，美国需要一个“公平互惠计划”（Fair and Reciprocal Plan）来减少美国长期存在的巨额商品贸易逆差，并解决美国与贸易伙伴之间的其他不公平和不平衡问题。关税也是一种谈判工具，用于向其它国家施压，迫使其满足特朗普的要求。关税还是财政收入的一个来源，有助于降低联邦财政赤字压力，为后续的对内减税政策提供有利的背景条件。从这些角度来看，对等关税与此前特朗普提出的其它关税措施并无两样。

二、哪些国家和地区受影响大？

由于对等关税旨在拉平美国与其贸易伙伴之间的关税率差距，我们列举了美国前15大贸易伙伴实施的最惠国关税率，它们大都高于美国，其中印度、巴西、越南等新兴市场国家及韩国的关税率与美国差距最大。根据WTO公布的2023年最惠国关税率数据，印度、韩国、巴西、越南的简单平均关税率都超过9%，加权平均关税率都超过5%，而美国的简单和加权平均关税分别为3.3%和2.2%。理论上讲，这些国家将成为特朗普政府重点“关注”的对象。中国因为已经被美国征收了10%的额外关税，因此反而不会因为关税率不对等而被针对。

我们还要考虑对等关税中也可能加入增值税（VAT）的情形。目前，很多欧洲国家，如法国、德国、英国、荷兰都有增值税，税率基本都在20%甚至更高。另外一些国家如印度、加拿大采用商品与服务税（GST），这也是一种流转税，与VAT有一定相似性。这些国家和地区都可能成为特朗普政府针对的对象。

在此基础上，由于那些对美国贸易顺差较大的国家和地区更有可能会优先锁定，我们进一步考察2024年对美国贸易顺差最高的前15大地区，其中排名靠前的有：中国大陆（对美顺差2950亿美元）、欧盟（2360亿美元）、墨西哥（1720亿美元）、越南（1320亿美元）。我们综合考虑对美贸易顺差和叠加了增值税的税率，理论上讲，那些顺差和税率都更高的国家和地区，更可能成为被对等关税所针对的对象。

当然，这些国家和地区也可以通过与美国谈判，避免被征关税，但这需要这些国家和地区要么削减进口关税，要么对自身的税收制度进行调整（如调整

增值税)。我们认为削减关税相对容易，调整税收制度则难以在短期内完成，这意味着最终可能还是会有部分关税落地。

三、对美国通胀和增长的影响测算

在此之前，特朗普政府已经宣布了对自中国进口的商品加征10%的关税，以及对所有进口的钢铁和铝产品征收25%的关税，取消所有的豁免。我们的计算显示，这些措施将使美国的有效关税税率从2024年的2.41%上升1.9个百分点，至4.31%⁹。我们假设美国对其前15大贸易伙伴（中国大陆、中国台湾、日本除外）征收对等关税，税率上升幅度等于贸易伙伴当前与美国加权最惠国关税率的差值。我们假设进口量不发生变化，其结果是美国的有效关税税率或进一步提升1.15个百分点，至5.46%。

这里有两点需要注意：**第一，我们测算显示如果只是拉平关税，税率上升幅度并不大**，这是因为美国与贸易伙伴的加权关税率的差值也没有很大。以税率最高的印度为例，其加权关税税率与美国的差值为9.8ppt，即便拉平，对印度的影响也未必很大。此外，特朗普似乎将对等关税看作在竞选时提出的对所有贸易伙伴征收10%“地毯式”关税的替代方案。如是，那么对等关税的影响要比“地毯式”关税小很多。

第二，如果叠加增值税，税率上升幅度将明显加大。我们在拉平关税时也考虑各国的VAT或GST税率，假设进口量不发生变化，其结果是美国的有效关税税率将进一步提升8.76个百分点，至13.07%。这相当于回到了1920-40年代时期的关税水平，而那时正是美国采取全面贸易保护主义措施的时期。

接下来，我们计算关税的影响。通胀方面，我们假设美国消费者和贸易伙伴平分关税损失，即假设50%的成本增加转嫁给美国消费者。静态测算结果显示¹⁰，如若不考虑增值税加征，仅考虑加权关税的拉平，那么对等关税或推高通胀0.1个百分点，而此前对中国的关税或推高美国PCE通胀0.11个百分点，对

⁹ 有效关税税率等于总关税收入处以总商品进口额。我们在这里假设50%的关税成本转嫁给美国消费者，另外50%由贸易货币的出口企业承担。

¹⁰ 静态测算下，我们不考虑汇率变化和进口商品的转移效应。

钢铁和铝产品的关税新政或推高通胀0.05个百分点，三者叠加共推高通胀0.26个百分点。

如果假设100%的成本全部转嫁给美国消费者，则对等关税、对华10%额外关税与钢铝关税或共推升通胀0.51个百分点。如果考虑VAT的影响，则对等关税在50%成本转嫁率之下或推高通胀0.76个百分点，三者叠加推高通胀0.92个百分点；在100%成本都转嫁给美国消费者的假设下，三者叠加推高通胀近2个百分点。

增长方面，静态测算下，此前对中国的关税或使美国联邦财政收入增加430亿美元，对钢铁和铝产品的关税或增加财政收入188亿美元，而对等关税或增加财政收入375亿美元，三者叠加或增加财政收入993亿美元。如果这些财政收入一半由美国消费者承担，假设美国一年内的税收乘数¹¹约为1，三重关税叠加或降低未来一年美国GDP增速0.17个百分点。如果考虑VAT的影响，则三重关税叠加或增加财政收入3467亿美元，降低未来一年美国GDP增速0.59个百分点。如果损失100%由美国消费者承担，则降低未来一年美国GDP增速1.18个百分点。

以上观点来自：2025年2月16日中金公司研究部已发布的《特朗普“对等关税”的内容及影响》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234

林雨昕 联系人 SAC 执证编号：S0080124070052

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

¹¹ 参考Blanchard O, Perotti R. An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output[J]. the Quarterly Journal of economics, 2002, 117(4): 1329-1368. Romer C D, Romer D H. The macroeconomic effects of tax changes: estimates based on a new measure of fiscal shocks[J]. American economic review, 2010, 100(3): 763-801.

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.2.19 宏观探市：小企业拉动美国名义周期重启
- 2025.2.20 中国宏观热点速评：如何看待2024年央行缩表？
- 2025.2.22 中国宏观专题报告：关税扰动对汇率影响多大？

策略及大宗商品

- 2025.2.21 大宗商品：聚焦：关税对全球商品市场影响几何？
- 2025.2.22 全球资金流向监测：外资有多少配置空间？
- 2025.2.22 港股策略：恒生与港股通调整影响分析（2025-2）

固定收益

- 2025.2.17 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2025.2.17 资产证券化分析周报：预计特定非金债权上量
- 2025.2.18 简评：资金面因素并非债市核心矛盾，调整是更好配置机会
- 2025.2.19 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2025.2.20 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2025.2.20 简评：城投点心债投资机会几何？
- 2025.2.22 信用债收益率跟踪周报：信用跟随利率继续调整
- 2025.2.22 专题研究：债券利率何时再度向下突破？——中金债券市场调查
2025年2月期

行业

- 2025.2.17 航空航天科技：低空经济：投资中国蓝天新机遇
- 2025.2.17 主题研究：光伏周谈：行业并购生变，531行业抢装再临（25年第7周）
- 2025.2.17 REITs：公募REITs周报（2.10-2.14）：市场延续热度，关注轮动节奏
- 2025.2.17 主题研究：4Q24公募基金持仓/陆港通：电新板块公募持仓环比下降，陆港通表现平稳
- 2025.2.17 可选消费：落地生花，破局出圈：上海“首店经济”调研
- 2025.2.18 公用事业：电力2025年展望：弱Beta下压力和机遇共存
- 2025.2.18 不动产与空间服务：周评#426：节后次周二手房销售表现好于新房
- 2025.2.18 有色金属：锑：供需改善有望推动内外盘价差收窄，国内锑价上涨启动
- 2025.2.19 主题研究：1Q25排产淡季不淡，布局锂电正当时

- 2025.2.20 机械：复合集流体：1H25有望迎来大规模量产落地和新一轮资本开支机遇
- 2025.2.20 公用事业：电力环保周报：市值管理大背景下企业收购分红接连落地；现货煤价创年内最低
- 2025.2.21 汽车及零部件：特斯拉人形机器人追踪（九）：Figure发布端到端VLA模型Helix，软件迭代超预期
- 2025.2.22 博彩及奢侈品：受美国驱动，25年1月瑞士表全球出口恢复增长
- 2025.2.22 科技硬件：AI进化论（1）：DeepSeek推动“大模型平权”，是训练算力的拐点还是黑洞？
- 2025.2.22 有色金属：稀土：进口矿纳入稀土总量指标管理，供需改善有望推升稀土价格
- 2025.2.22 传媒互联网：互联网周思考：恒生科技指数短暂震荡，龙头财报给未来震荡向上趋势定调



CICC
中金公司

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn