

# 研报精选

2025年5月5日 第219期

## 宏观专栏

### 关税之后是规模经济之争

报告认为，分析美国关税作用的机制和影响需要重视规模经济的角色。中美在规模上各具优劣势，关税可能对中美两个不同的规模经济模式带来重大冲击。为应对关税挑战，中国一方面需要促进内部市场竞争，另一方面需要大力提振消费需求。

### 关税差异化影响显现——4月PMI点评

4月中采制造业PMI环比下降1.5ppt至49.0%。报告认为，关税对中国的需求影响显现。分行业来看，对美国出口占比较高、且属于劳动密集型行业的纺织服装服饰业新出口订单环比下降较多。

## 专题聚焦

### 年报&一季报总结：非金融业绩显现改善迹象

报告认为，去年四季度非金融盈利因减值损失而加速探底，今年一季度非金融盈利增速明显触底回升，预计本轮盈利下行周期的增速低点已过，后续需重视关税政策对企业基本面的影响。

### 内忧先于外患，印尼经济面临内部挑战

报告认为，今年一季度印尼经济面临挑战，其中内部结构性挑战大于外部不利因素。展望二季度，印尼有望通过采取更多措施应对过度依赖资源以及重建外国投资者信心。

## 宏观专栏

### 关税之后是规模经济之争

自4月2日以来，美国政府已对贸易伙伴采取了广泛的加征关税措施。截至2025年4月底，美国有效关税税率从2024年底的2.4%大幅上升至28.4%，为一百年来的最高水平，其中，对华关税达到145%，作为反制中国对美关税达到125%<sup>1</sup>。中美作为全球两个最大的经济体，双方互为重要贸易伙伴，如此高的关税不可持续，最终很可能会显著回落。

但美国这一次关税政策显然也不是随意之举，我们熟悉的国际贸易体系在发生根本性的变化。我们不仅要关注关税短期对经济的冲击，也要思考其长远的影响。分析百年变局在国际经贸领域的呈现，如果要聚焦最重要的基本面力量，那就是规模经济。中美在规模上互有优势和劣势，两者之间的互动在很多方面是规模之争。

#### 一、美国对等关税的两大目标，规模是关键

从美国政府官员和顾问的政策表述看，加征关税有两大目标。一个是降低美国的贸易逆差。其背后的逻辑是美国进口多、出口少，逆差导致美国人的工作机会少了，同时，持续的贸易逆差意味美国对外负债不断增加，不可持续。另一个目标是去中心化，这个中心是中国。其逻辑是，过去几十年的全球化导致制造业从美国流出，形成了以中国为中心的制造业体系，一些关键产品与材料需要依靠中国生产，给美国国家安全带来隐患，同时规模庞大的制造业有利于中国的科技创新。

第一个目标是经济层面的保护主义，贴近重商主义思维，简单而言，就是出口是好的，进口是不好的。第二个目标超越经济层面，具有地缘竞争的特征，其零和博弈的思维就是要把对方的规模做小、把自己的做大。通过关税引导制造业回流美国，也包括引导、胁迫其他贸易伙伴共同围堵中国，把中国作为全

---

<sup>1</sup> <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/04/modifying-reciprocal-tariff-rates-to-reflect-trading-partner-retaliation-and-alignment/>, [https://gss.mof.gov.cn/gzdt/zhengcejiedu/202504/t20250411\\_3961824.htm](https://gss.mof.gov.cn/gzdt/zhengcejiedu/202504/t20250411_3961824.htm)，美国有效关税税率来自中金公司研究部估算。

球制造业中心的地位给降下来。表面看，这两个目标着眼于不同层面，但本质上规模是关键。就贸易差额而言，一个小型经济体，即使对美是顺差，影响也不大。

规模的重要性在美国加征关税后的博弈中已经有所体现，是关税影响贸易条件的重要因素。具体而言，如果需求弹性大于供给弹性，也就是说美国加关税、进口价格上涨后，美国对相关商品的需求下降较多，那么美国就掌握着更大的市场力量，这种情况下，中国的出口商将会承担相对更大的关税成本，中国的贸易条件恶化，美国的贸易条件改善。而如果供给弹性大于需求弹性，意味着关税上涨一点，我国对相关商品出口的供给缩减较多，贸易条件变动对中国相对有利。

需求弹性和供给弹性的相对大小最终取决于相关商品的不可替代性。在通常情况下，在少数高科技或者自然资源禀赋之外，一般制造品的不可替代性较弱。然而，美国政府此次关税增加幅度很大，即便供给方的弹性相对较小，但弹性系数乘以价格变动的幅度会导致供给的绝对变化量也很大，在这种情况下，供给和需求弹性系数的大小就没有太大意义了。

更重要的还是供给和需求规模的大小，美国的消费需求规模大，中国的生产规模大，意味短期内双方都难以替代。在供需都被按暂停键后，双方谁更有优势？对此不同的人或有不同的判断，但从战略意义上来看，掌握了实际资源和商品的一方可能更有优势。从长期看，可替代性可以因为技术进步与经济结构调整而发生变化，规模经济是科技创新和全球产业链的重要载体，是我们分析美国关税对国际经贸影响的关键变量。

## 二、降低贸易逆差：能与不能

美国的关税措施能不能降低其贸易逆差？这涉及到我们怎么理解贸易差额。为什么有的国家是逆差，有的国家是顺差？我们怎么理解美国贸易逆差的来源？经济学有三个恒等式提供了三个不同的视角<sup>2</sup>。这三个恒等式描述的不必然是因果关系，而是说变量之间的关系存在约束。

<sup>2</sup> 彭文生，2018年9月，《必然的摩擦，不必然的萧条》，见彭文生视点公众号，<https://mp.weixin.qq.com/s/kTQBKaQmdEjFrkXKtd44bw>

第一个是传统的微观视角，即贸易差额等于出口减进口。包含关税、汇率在内的相对价格，以及非关税贸易壁垒等影响进出口，进而影响贸易差额。重视关税的作用显然是从微观看美国的贸易逆差，微观也就是企业和个体的视角，关税、汇率等当然影响个体企业和消费者的行为，这是基本的常识，但经济学有个词叫合成谬误，个体来讲是合理的，加总就不一定成立了。

实际上，早在1930年代，经济学在反思贸易战的危害时，美国经济学家勒纳就提出了关税的对称假说，认为从功能上来讲，对进口征税也意味对本国的出口征税，不会改变贸易差额。比如，美国征收进口关税之后，进口商品价格上升，进口需求下降，导致贸易伙伴收入降低，进而对美国的商品需求下降。短期来看，贸易差额可能受到关税、汇率等相对价格的影响，但假以时间，经济会发生调整，中长期来看，关税导致的结果是进出口贸易总量缩水，贸易差额未必发生变化。关税对称假说可以说是一般均衡分析，已经有了宏观经济学的影子，但当时还没有宏观经济平衡的分析框架。

第二个是宏观视角，即贸易差额等于储蓄减国内投资。一个国家每年生产多少东西，其中消费了多少，剩下的就是储蓄，储蓄就要用来投资，如果国内的投资需求不强，就要通过净出口来消化过剩储蓄，也就是贸易顺差。从这个视角来看，贸易差额是一个宏观经济平衡的问题。美国有贸易逆差，不能简单地说它的出口没有竞争力，而是美国整个国家的消费、储蓄、投资不平衡所带来的结果。

那么什么因素决定了美国的储蓄率和投资率？有一种观点认为，美国的贸易逆差和美国的福利支出有关系。美国在过去几十年社会福利支出对国内生产总值（GDP）的比例上升，社会福利支出的受益者主要是低收入阶层，其边际消费倾向较高，导致美国私人部门的储蓄率下降。但如果说社会保障高就会导致贸易逆差的话，那么德国为什么一直处于贸易顺差？社会保障福利支出作为一个解释显然不完整甚至有偏差。

第三个是金融的视角，可以说是宏观经济平衡分析的延伸。一个国家的贸易差额对应其对外净资产的变动，持续的贸易逆差反映的是对外净负债的增加，或者说美国有持续的资本流入。传统的观点是贸易差额驱动资本流动，比如一

般认为贸易顺差意味中国是资本输出国。但在金融自由化和资本账户开放的环境里，有时候是资本流动驱动贸易顺差或逆差。

从资本流动看，美国的高消费率有其特殊性。美元是国际储备货币，其他国家美元有需求（对美国来讲就是资本流入），只能拿商品、服务和美国换美元。美国的贸易逆差的一部分是世界其他国家和地区向美国支付的美元铸币税，美元的铸币税不仅体现在美国的国债收益率较低上，也就是一般讲的美国更有能力承受对外负债，还体现在美国的金融行业的盈利和股票价格上。另一个原因是资产价格带来的财富效应。过去几年美国股票涨得最多的是七个大的科技公司（Magnificent Seven）。为什么是这七个？一种解释是美国的创新能力强。另外一个解释是美国的科技企业对全球收租，像Meta、Google、苹果等都带有垄断属性，而且它的垄断一旦形成以后有网络效应，难以撼动。随着数字经济、人工智能的发展，这些企业未来的盈利能力可能还会增加，这些预期一度体现在相关股票价格的上涨上。

也就是说，美国的消费率之所以能长时间维持在高水平，有两个其他国家没有的因素的支撑，一个是收美元的铸币税，一个是科技服务业收租，两者都带有垄断属性。消费支出不仅取决于当期的收入，更受永久收入（也就是财富）的影响。国内生产总值（GDP）是一个当期国内收入的概念，没有包括这些外部的收租收入，而收入预期体现在资产价格上。因此，尽管美国政府对外负债增加，但美国家庭部门的净资产对可支配收入的比例呈现长期上升的趋势，这是他们愿意消费的大前提。表面上看美国的家庭部门消费率高（消费占可支配收入比例），但消费相对于家庭部门的财富比例并没有那么高，说美国人非理性消费是不符合现实的。

以上分析显示，加征关税降低贸易逆差不是微观层面逻辑那么简单，宏观经济平衡意味有所得必有所失。未来的演变还有待观察，但金融市场似乎已经显示端倪，关税战导致美国出现“股债汇三杀”的罕见现象，可能就是反映了市场对关税战动摇美国在货币金融和数字经济领域垄断优势的担忧。如果资产价格进一步下降，导致美国经济衰退，需求下降，贸易逆差将会下降，但代价也很清楚。

### 三、去中心化：是与非

美国加征关税的第二个目标，去中心化，涉及到我们怎么理解国际贸易，尤其全球产业链的分工与形态。在过去四十年里，国际贸易量大幅上升，全球大的方向是贸易自由化。自由贸易的理论基础是李嘉图的比较优势理论，主张人与人之间、国家之间做自己相对擅长的事情，分工和贸易使所有人都受益。

比较优势理论的大方向是对的，但理论和现实往往有偏差，有时候这个偏差还非常重要。首先，传统比较优势理论是一个静态分析。发达国家的劳动生产率比发展中国家高，后者具有在低附加值的劳动密集型产业上的比较优势，但静态的理解意味着发展中国家将陷入比较优势陷阱。现实世界里，比较优势并不是一成不变的。瑞典经济学家赫克歇尔和俄林（Heckscher-Ohlin）在李嘉图强调的劳动生产率差异的基础上，发展了比较优势理论。他们认为资源禀赋，尤其是资本禀赋的差异同样会导致国家间形成比较优势。H-O模型有一个重要的现实含义，就是通过资本积累改变比较优势。中国在人口红利阶段，储蓄增加、促进了资本积累，尤其基础设施投资，改变了中国的比较优势，从劳动密集向资本密集转换。

更重要的是，技术进步可以改变比较优势。中国的创新能力在绿色产业，数字经济和人工智能发展方面日益突出，其对国际经贸格局的影响带来保护主义和地缘经济竞争压力。理解技术进步和国际贸易的关系涉及比较优势理论与现实的另一个重要偏差，即无法解释今天的全球产业链分工和产业内贸易。从生产效率和资源禀赋上来看，发达国家间比较优势相似，但发达国家间的贸易往往超过发达国家和发展中国家之间的贸易，不符合传统的比较优势理论。诺贝尔经济学奖获得者克鲁格曼在新贸易理论以及之后的新经济地理学中引入了消费者偏好的差异性和规模经济<sup>3</sup>，更加贴近现实。新贸易理论认为，为什么发达国家之间有那么多的贸易，为什么全球产业链分工那么细，背后是规模经济的作用。通过更细化的分工，每一个赛道的生产规模做大、整体生产效率得到提升。

---

<sup>3</sup> Krugman, P. (1980). Scale economies, product differentiation, and the pattern of trade. *American economic review*, 70(5), 950-959.

规模经济效应不仅是静态，比如年产5万辆和年产100万辆的汽车厂，后者单位成本低，动态来看，规模经济促进创新和技术进步，更低的成本意味着拥有更多资源做研发，更大的人口规模意味着可以享受人力资本红利等，而技术进步带来更大的规模效应。

新贸易理论有一个重要的政策含义，对一个新兴产业而言，一开始并没有规模，怎么从无到有形成规模，可能单靠市场力量是不够的，或者说单靠市场力量会很慢，这时候需要政府的一些支持，例如补贴，甚至是关税。西方国家指责中国的政府补贴和其他产业政策，其实他们自己一直在做，而且越来越多的迹象显示政府的角色在增加，包括拜登政府的新兴产业补贴和特朗普政府的关税。

历史上，德国经济学家李斯特（Friedrich List）也主张用关税来保护国内产业。他强调在产业发展的早期阶段，国家应该通过贸易保护来促进本国工业化，其中包括对原材料施行零关税，对工业品征收高关税等。在一定意义上，特朗普政府的观点类似于李斯特主义，认为贸易自由化导致美国技术领先优势减少，创新能力降低，所以美国需要通过贸易保护促进本国再工业化。（新）李斯特主义承袭了幼稚工业理论，强调政府干预，但没有考虑到现代经济全球分工的现实。另一方面，政府的干预也并不一定总是有用的，效果和经济的规模有关。例如小型经济体，即使有政府补贴或关税的帮助，也难以做大产业体系。

不同的理论不是相互排斥的，都从不同侧面，在一定程度上反映了现实。基于以上分析，我们可以把影响全球分工和贸易的因素分为三类。第一是资源禀赋，包括劳动力与资本，也包括自然资源比如能源。国家间由于资源禀赋形成比较优势，这解释了不同发展水平国家间的贸易，同时，拥有自然资源的国家与其他国家开展资源品贸易。

第二是规模经济效应<sup>4</sup>。消费者多样性（要求一定的人口规模）和生产端的规模经济结合，促进了国际贸易和全球产业链的发展。按照这个逻辑，经济规

---

<sup>4</sup> 彭文生，2024年5月，《从绿色转型看新质生产力发展：规模经济、产能过剩与国际贸易》，见彭文生视点公众号，<https://mp.weixin.qq.com/s/3gcqpy3Xui4d-TgNj5KZpQ>

模大的国家有更大的分工与实现规模生产的空间，企业做大规模形成竞争优势，这是内部规模经济的体现。同时，规模经济还体现为产业的集群效应，例如上下游企业相互提供服务等，共享基础设施和人才池，带动整体生产成本下降、效率提升，这是外部规模经济。公共服务也有规模经济特征，使用的人数越多，则每个人承担的成本越低，这也是中国基础设施发展水平较高的原因之一，构成了中国国际贸易竞争力的一个重要方面。另外，动态来看，科技创新也具有规模经济效应<sup>5</sup>。技术进步是人类经济活动的结果。在需求侧，市场规模越大，创新动力就越强。在供给侧，经济体量大，分摊研发成本以及投入研发的能力就强。

第三个方面是交易成本。交易成本对国际贸易的利润产生影响，其中既包括运输等由于地理距离，也包括关税、非关税等保护主义以及与地缘竞争相关的措施。运输成本的存在使得生产应在靠近市场的地方进行，但大市场激发的规模经济效应带动生产成本降低、部分甚至完全抵消了销往其他地区的运输成本。这就是苹果手机放在中国生产的原因，中国本身的市场规模大，制造业体系的规模经济效应降低生产成本，足以抵消运输成本。

过去四十年，全球贸易总量相对于GDP大幅上升，一个重要原因是全球产业链分工的日益细化，在实现规模经济的同时，各国彼此间依赖度变高，中间品贸易量大幅上升。中国成长为全球的制造业中心，正是大国规模和全球分工两个因素发挥作用的重要体现。

以美国加征关税为代表的贸易保护主义措施，可以理解为试图通过第三个方面的因素（交易成本的增加）来抵消中国的规模经济优势，降低中国的竞争力，引导制造业回流美国。交易成本肯定起到一定的作用，但美国面对的是一个非常特殊的经济体，中国既有大国规模经济优势，也有劳动力成本较低带来的比较优势。全球产业链对关税却非常脆弱，因为关税是会重复征收的，比如说一个配件由中国生产，出口到墨西哥要交一次关税，配件在墨西哥加工完成出口到美国，还要缴一道关税，哪怕每个国家只多收10%，影响也可能很大。也就是说美国要靠关税来重振自己的制造业或者降低中国的制造业中心地位，

<sup>5</sup> 彭文生，2025年2月，《从规模经济看DeepSeek对创新发展的启示》，见彭文生视点公众号，<https://mp.weixin.qq.com/s/-SkookeRhtePqI222LpeMw>

将会对全球产业链带来重大冲击，导致国际贸易量大幅萎缩，这在短期加剧经济波动，在长期将损害所有经济体的效率。

#### 四、短期波动：应对供给与需求冲击

短期来讲，特朗普政府加征关税对美国是供给冲击，对贸易伙伴是需求冲击。中美之间，虽然中国也增加了对美国的关税，但美国是逆差国，中国是顺差国，关税对美国来讲更多是供给约束，对中国是需求约束。在实体经济层面，高关税将导致美国的进口商品价格上涨，意味着美国消费者的实际收入下降，进而导致消费需求下降。在金融层面，资产价格下跌引发的负财富效应降低消费，也增加了美国经济衰退的风险。

理论上讲，财政货币政策可以对经济衰退做出反应，进行逆周期调节，但面临供给约束的困境。假设资产价格下跌或者消费价格上涨导致美国需求下降，进而引发经济衰退，美国财政和货币政策扩张提振需求，但关税导致的供给不足问题反过来约束宏观政策的空间。从这个意义讲，宏观政策可能避免大萧条，但难以解决关税带来的滞胀问题。

对我国而言，关税将对出口产生很大的冲击，出口下降将拖累企业与居民的收入，进而降低我国的进口需求，因此贸易顺差不一定减少。但出口减少及其乘数效应带来总需求下行压力，将加剧本来已经存在的需求疲弱的问题。在当前经济形势下，货币政策对于提升内部需求的效率有限。这是因为货币政策的传导机制主要靠信贷，而信贷具有顺周期性，尤其当前金融周期下行阶段，房地产与债务问题抑制信贷需求，货币政策的逆周期调节作用受限。不同于货币政策，财政政策可以通过政府与企业、家庭部门等经济主体直接发生经济与交易行为（转移支付、税收等）而快速有效地支持需求。面向家庭部门的财政扩张是当前提振需求最有效抓手。

#### 五、长期变局：发展模式与货币体系

长期来看，美国的关税政策将对全球经贸体系带来结构性改变，其影响随着时间的推移才看得清楚，但有几点值得思考。

第一，美国是否能够实现再工业化目标，有一个资源约束与再配置的问题，

对发展模式有重要含义。关税提升进口商品价格，带来两个效应。一是美国消费者实际收入下降，不利总体的消费需求。另一个是替代效应，可贸易品价格相对不可贸易品价格上升，关税不仅可能促进美国的制造业需求，也可能促进其不可贸易品比如服务业的需求，比如更换手机的频率下降，省下的钱用于在外用餐或旅游。这就涉及到一个问题，如何理解制造业和服务业的关系。一个国家的资源是有限的，制造业的扩张必然要求其他部门萎缩。美国再工业化意味经济中制造业比重上升，服务业比重下降。但经济学中的鲍莫尔病现象讲到经济发展的一个规律，就是随着制造业效率提升，必然导致制造业占经济的比例下降，而其他的效率不是那么高的、但被需求的部门，比如说服务业的比例则会上升<sup>6</sup>。背后的原因就是，进步部门劳动生产率提升，产量增加，但需求有限（比如一个人一般不用多部手机），由此就导致剩余劳动力从进步部门转移到低生产率部门。

过去中国农村需要大量劳动力在田里耕作才能解决全国温饱问题，后来技术进步和劳动生产率提高，剩余劳动力就转移到了制造业。制造业也一样，冰箱的生产效率提高了，人们对冰箱的需求又是有限的，剩余劳动力就继续转移到低生产率部门，规模经济有限的服务业。所以无论是中国还是美国，服务业在经济中的重要性上升，都与制造业生产效率的提高是有关系的，是经济发展与社会进步的一个体现。

但现在，美国要把这一趋势倒退回去，就意味着社会整体的福利下降。此外，要通过什么方式来阻碍市场机制的作用，也是个疑问。技术进步是一个可能改变可贸易性的力量，机器人和具身智能的发展可能降低劳动力供给对制造业的约束，从而降低制造业进行贸易的必要性（从比较优势出发），而数字经济可能增加服务业的可贸易性。但如果这样的话，服务业的效率提升加快，制造业的效率提升放慢，通过政策扭曲人为地增加制造业的比重损害整体的效率。

第二，加征关税对现有的全球经贸体系的冲击还会体现在货币金融方面。在过去，美元作为国际储备货币带有一定的公共品属性，世界其他国家取得贸易顺差后通过购买美国国债等方式将资本输入美国，整个体系形成闭环。在对

---

<sup>6</sup> Baumol, W. J. (1967). Macroeconomics of unbalanced growth: the anatomy of urban crisis. *The American economic review*, 57(3), 415-426.

全球加征关税的背景下，其他国家用商品换美元的成本增加，购买美国国债和其他美元资产的能力下降。另一方面，美国虽然在货物贸易上存在逆差，但在服务贸易上处于顺差，美国处于垄断地位的大型科技公司所提供的正是服务贸易。美国加征“对等”关税可能引发贸易伙伴在服务贸易上的反制行为。事实上，欧洲已经提出要针对多属于美国的大型科技公司征收数字服务税（Digital Service Tax, DST）<sup>7</sup>，与此同时还要加强监管。考虑到未来全球范围内针对服务贸易的“对等”政策，支撑美国大型科技公司股价高企的垄断租金预期也将会受损。

特朗普的关税政策将加速全球金融危机开启的逆全球化、去金融化的趋势。在这个大势下，美国相对其他国家在金融层面优势的重要性下降，中国在金融层面处于劣势的重要性下降，实体资源包括制造业的重要性上升，将对美元的国际货币地位带来新的挑战，人民币国际化面临新的机遇<sup>8</sup>。

第三，全球贸易额萎缩，各国外循环下降、内循环上升，即使中美这样的大型经济体也面临从可贸易转向不可贸易品带来的效率损害问题。全球产业链是效率提升的重要载体，国际贸易，尤其制成品贸易，是充分竞争的行业，要赢得出口市场，靠的是更好的产品质量和更低的生产成本，而不可贸易品容易和垄断甚至权力寻租联系在一起，比如房地产。过去三十年，中国经济得益于参与全球市场分工与产业链，规模经济与市场竞争是经济增长的主要来源。房地产作为一个规模不经济的产业，主要是参与分配，而且占有优势，对其他行业形成挤压，泡沫破裂后的危害主要体现在需求端。如果我们的经济从参与国际市场竞争的可贸易部门转向带有垄断属性的不可贸易部门比如房地产业，表面上看虽然有可能在短期稳住经济，但从长远来讲，将对经济的效率造成更大的伤害。

值得一提的是，对自由贸易的一个指责是分配效应。诺贝尔经济学奖获得

---

<sup>7</sup> 按照数字服务税，即便美国的大型科技企业并无在欧洲的经营场所，欧洲也可以对其基于欧洲市场、欧洲数据等所产生的收入征税。参考<https://taxfoundation.org/research/all/global/digital-taxation/#:~:text=About%20half%20of%20all%20European,Kingdom%20have%20implemented%20a%20DST>

<sup>8</sup> 彭文生，2022年6月，《货币国际化新机遇与新挑战：从逆全球化到去金融化》，见彭文生视点公众号，<https://mp.weixin.qq.com/s/iyhpBkbG767NPR6Wlfx-6A>

者萨缪尔森提出，国际贸易虽然通过比较优势总体上提高效率，但是可能带来分配的问题。当一国参与国际贸易后，在人群之间、区域之间总有人获益，也有人遭受损失，美国的汽车城底特律是一个常被引用的例子。但是，如果关税导致经济结构从可贸易品转向不可贸易品，会降低收入分配的差距吗？历史的经验显示恰恰相反，不可贸易部门竞争程度低，既损害效率也不利公平。关键还是内部的收入分配调节机制能否有效发挥作用。

## 六、建立消费大市场：新中心化

展望未来，中美经济互动的关键点在于规模竞争，规模经济提升效率、促进创新，同时，规模是地缘经济竞争的载体和手段。中美在规模上各具优劣势。两国都是人口大国，但中国的人口是美国的四倍多。两国都是大型经济体，按市场汇率，中国的经济体量是美国的65%，但按照购买力平价，中国的经济体量已经超过美国<sup>9</sup>。美国有全球最大的消费市场，中国有全球最大的制造业体系。过去三十年，美国和中国可以说形成G-2的合作与竞争模式，美国科技创新，中国产业创新，现在美国要发展自己的制造业，中国也在促进自己的科技创新<sup>10</sup>。中美都在试图摆脱对过去的路径依赖，中国需要从过去的“重供给重资产”转向更多“重需求重人才”，美国则反过来。把规模转化成规模经济效应的关键是要坚持市场经济的分工和贸易，促进竞争。同时，针对外部性和垄断等扭曲带来的市场失灵问题需要政府投入，优化制度设计。

对中国来讲，发展消费大市场既促进创新，也是新的形势下促进对外开放与合作，应对地缘竞争挑战的关键一环。贸易保护主义叠加地缘竞争的影响，推高了贸易的交易成本，导致传统国家概念的重要性回升。如何应对？交易成本增加并不意味着各国将重回封闭经济体。逆全球化背景下，规模优势不仅是大国的一个新经济增长点，还是增强跨国合作的基础。大国的产业体系较大、产业链前后向联系更强。中国可围绕本国的产业体系，加强与各国的产业链融合，促进跨国合作共赢。

---

<sup>9</sup> 数据来源为IMF，<https://www.imf.org/external/datamapper/PPPSH@WEO/EU/CHN/USA>，截至2024年。

<sup>10</sup> 彭文生，周子彭，洪灿辉. 2023年3月. “第二章：逆全球化下的规模经济新优势”，《大国产业链》，北京：中信出版集团。

中国已经在供给端形成突出的规模经济态势，新形势下需要更加重视需求的力量<sup>11</sup>，大市场本身就是参与国际分工、促进创新的一个重要方面。过去中国出口强劲，而消费能力有限，贸易伙伴与我国开展贸易的获益主要在供给侧。促进内需、与全球贸易伙伴共享中国大市场带来的需求，有利于拓展与全球贸易伙伴合作的空间，提升中国作为消费需求的中心地位，反过来也有利于巩固中国在全球制造业体系的中心地位。

促进消费需求在短期看可能有多种手段，但从长远发展看，建立中国作为消费需求的新中心，最有效的抓手是完善社会保障体系，让发展成果更多更公平地惠及全体人民。人类社会发展的历史显示，随着技术进步，发展水平提升，公共政策推进社会保障的建立与完善是普遍的规律。党的二十大报告指出，“中国式现代化是全体人民共同富裕的现代化”。财政增加转移支付、促进教育与医疗等公共服务均等化、增加社会保障的普惠性等既是落实以人民为中心发展思想的有效抓手，也是有效促进内需的方式<sup>12</sup>。

就当下而言，有几个方面值得思考。首先是改善对农村老人、城镇失业者等困难群体的福利保障。第二，降低社保缴费。社保缴费具有累退属性，针对低收入人群的实际税率比高收入人群高。降低社保缴费负担，有利于提高中低收入群体的可支配收入。第三，加强落实政府工作报告提出的“投资于人”的措施，比如建立以中央财政主导的覆盖0-18岁全周期的生育与教育补贴机制。生育、教育等“投资于人”的举措短期提振消费需求，长期改善供给（人口和人力资本），不仅有助于稳定当前的增长，也培育长远的创新能力。

---

以上观点来自：2025年4月30日中金研究院已发布的《关税之后是规模经济之争》  
彭文生 分析员 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

---

<sup>11</sup> 彭文生，2025年4月，《从规模不经济到规模新经济》，见彭文生视点公众号，  
<https://mp.weixin.qq.com/s/uc0cry2k-3cmfKzDfZv11Q>

<sup>12</sup> 彭文生，2025年1月，《从以人民为中心的发展思想看应对总需求不足》，见彭文生视点公众号，  
<https://mp.weixin.qq.com/s/WAszs6hdxkRNpKtMfbC2SQ>

## 宏观专栏

### 关税差异化影响显现——4月PMI点评

4月中采制造业PMI环比下降1.5ppt至49.0%<sup>13</sup>，低于市场预期（Bloomberg预测中值为49.7%）；4月非制造业商务活动指数环比下降0.4ppt至50.4%。关税落地，影响中国的需求、美国的供给。分行业来看，对美国出口占比较高、且属于劳动密集型行业的纺织服装服饰业新出口订单环比下降较多。基建支撑建筑业，服务业仍然维持在扩张区间。

关税对中国的需求影响显现。随着4月美国加征关税落地，中采制造业供需皆环比回落至收缩区间。4月新订单、生产分项分别环比下降2.6、2.8个百分点至49.2%、49.8%，新订单分项低于生产分项。4月在手订单、生产经营活动预期环比下降2.4、1.7个百分点至43.2%、52.1%，皆为历史同期较低水平。进出口分项直接受到关税影响，4月新出口订单、进口分项分别环比下降4.3、4.1个百分点至44.7%、43.4%。需求影响也体现在价格分项环比降幅扩大。4月主要原材料购进价格、出厂价格分别环比下降2.8、3.1个百分点至47.0%、44.8%，皆处于收缩区间，且环比降幅扩大。对于出口来说，4月财新PMI新出口收费分项环比下降0.2个百分点至49.6%，降幅也有所扩大。

另一方面，关税对美国的供给影响也显现。4月美国Markit PMI初值分项显示美国制造业企业采购量下降、采购价格上升，采购量分项环比下降0.1个百分点至48.5%，而投入品价格分项环比上升0.9个百分点至66.9%，呈现典型的供给影响特征。产出价格也同步上升，环比上升2.0个百分点至60.8%。企业经营活动预期也环比下降2.7个百分点至66.5%，为连续第三个月下降。

从中采分行业PMI新出口订单来看，环比下降较多的行业包括：纺织服装服饰业（-44.6ppt）、化学原料及化学制品制造业（-31.1ppt）、农副食品加工业（-26.2ppt）。其中服装及其他纤维制品制造业2023年对美国出口占比约20%，且属于劳动密集型产品，更易受到关税影响。计算机通信电子设备及仪器仪表

<sup>13</sup> [https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202504/t20250430\\_1959521.html](https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202504/t20250430_1959521.html)

制造业对美国出口占比也较高，但是由于部分电子产品关税豁免，新出口订单环比下降10.1个百分点，处于所有行业的中间水平。出口订单下降也大多导致了这些行业PMI的下降，纺织服装服饰业（-4.2ppt）、化学原料及化学制品制造业（-5.6ppt）、专用设备制造业（-3.7ppt）、石油加工及炼焦业（-7.4ppt）、计算机通信电子设备及仪器仪表制造业（-12.9ppt）。分规模来看，大中小型企业皆环比收缩。4月大、中、小型企业PMI分别环比下降2.0、1.1、0.9个百分点至49.2%、48.8%、48.7%。

**基建支撑建筑业。**4月建筑业商务活动指数环比下降1.5个百分点至51.9%，其中更多代表基建的土木工程建筑业环比上升6.4个百分点，或进一步体现了财政政策前置发力。而虽然房地产业商务活动指数环比上升0.7个百分点，但是房地产投资仍然偏弱，房屋建筑业环比下降7.0个百分点。

**服务业仍然维持在扩张区间。**虽然外部冲击下，制造业落入收缩区间，但是服务业仍然维持在扩张区间。4月服务业商务活动指数环比下降0.2个百分点至50.1%。分行业来看，道路运输业（+4.6ppt）、餐饮业（+4.5ppt）、生态环境保护及公共设施管理业（+4.4ppt）环比上升幅度排名靠前，而水上运输业（-12.5ppt）、批发业（-3.4ppt）、住宿业（-2.5ppt）环比下降幅度排名靠前。

---

以上观点来自：2025年5月1日中金公司研究部已发布的《关税差异化影响显现——4月PMI点评》

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

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

## 专题聚焦

### 年报&一季报总结：非金融业绩显现改善迹象

**年报&一季报盈利：四季度非金融盈利因减值而加速探底，一季度盈利反弹至正增长**

**2024年A股盈利同比下滑3.0%，非金融下滑14.2%。**全A/金融/非金融2024年归母净利润分别增长-3.0%/9.0%/-14.2%，非金融分解来看，其中营业收入同比仅小幅下滑1%，主要是利润率水平较2023年降幅较大。从单四季度来看，非金融盈利同比下滑幅度较大，虽然非金融营收增速有所反弹，但盈利同比降幅出现加速探底，企业减值计提因素是重要影响，全年及4Q24资产减值及信用减值合计均增长超过15%，但这也意味着为下一年创造较低的基数。

**2025年一季度A股盈利同比增长3.5%，非金融盈利增速明显触底回升。**1Q25全A/金融/非金融归母净利润同比增长+3.5%/+2.9%/+4.2%。金融板块中银行盈利同比下降1.2%，国有大行影响较大，非银金融受益于一季度市场交易活跃以及低基数，单季度盈利同比增长23%，其中证券同比+80%而保险略微正增长。非金融方面，一季度物价水平相对偏弱（CPI同比/PPI同比分别为-0.1%/-2.3%），非金融营业收入同比下滑0.3%，较4Q24的0.7%有所回落，而净利润增速同比+4.2%，利润率水平同比有所改善。

**业绩质量：A股非金融ROE基本持平，新经济资本开支增速回升，自由现金流和分红改善是亮点**

**1) A股非金融ROE基本持平，下游反弹，上游明显回落。**从2021年2季度高点以来，本轮ROE下行周期已持续15个季度，1Q25A股非金融ROE（ttm）相比4Q24环比基本持平，上游行业ROE仍在快速下滑，中下游行业ROE基本企稳，下游行业若剔除地产后，自3Q23以来整体处于改善趋势中。

**2) A股非金融资本开支延续负增长，新经济增速有所反弹。**自2Q24非金融资本开支转负，走出去产能的第一步以来，非金融企业资本开支连续四个季度负增长，4Q24和1Q25分别为-5.8%和-4.9%。上市公司筹资现金流/营业收入

往往是资本开支的领先指标，该指标自2023年以来持续净流出且降幅扩大，若剔除房地产和建筑之后，近两个季度筹资现金流出占比基本持平，反映企业融资需求未继续恶化但改善不明显，而经营现金流则同比持续改善。

**3) A股企业的资产负债表状态边际改善。**我们自下而上对A股上市公司进行加总形成非金融企业资产负债表，总量层面上，非金融企业资产增速经历9个季度下滑后，自3Q24的3.2%反弹至1Q25的3.9%，剔除房地产后增速反弹至5.6%，资产负债表收缩的风险有所缓解；金融板块资产增速维持8%左右的水平。

**4) 企业自由现金流改善，支持分红水平提升。**2024年下半年以来随着上市公司经营现金流明显好转，以及资本开支明显下降，企业的自由现金流水平明显改善，非金融自由现金流/所有者权益指标创历史新高，而自由现金流是我们最为重视的影响企业分红的指标。叠加上市公司整体现金资产占比处于历史高位，2024年新“国九条”明确提出关注分红监管的强化，推动一年多次分红、预分红、春节前分红等，企业提高分红的能力和意愿都明显提升。

**配置上，从景气回升和关税低影响维度寻找机会**

**财务报表多重信号边际企稳，但要关注关税对二季度以后企业基本面的影响。**整体而言，我们从上市公司年报和一季报看到较多积极迹象，新经济行业的盈利和经营指标全面改善，整体盈利回升幅度弱主要受老经济行业影响，产能周期加速出清后，高景气行业稀缺的格局发生变化，并且从资产负债表和现金流量表均有多项指标呈现企稳改善迹象。结合一季度盈利增长明显反弹，我们预计本轮盈利下行周期的增速低点已过，但二季度以后需要重视关税政策对企业基本面的影响，盈利改善拐点确认的难度变大。关税影响方面，我们认为关税对上市公司销售的冲击程度好于实体经济，因为上市公司普遍在海外有产能布局，能对冲出口需求下降；但考虑到需求下降企业难免采取以价换量，以及增加海外产能的使用也可能导致国内产能供需失衡，关税导致的利润率下降的影响仍需重视。

**中期不悲观，围绕景气和关税影响做配置。**关税难免影响企业盈利，市场

对此可能尚未充分定价，但是从估值方面，企业加大分红力度使得A股股息率具备较强的吸引力，叠加宏观政策加快发力，科技叙事和地缘叙事改善，不宜对市场过于悲观。



---

以上观点来自：2025年4月30日中金公司研究部已发布的《年报&一季报总结：非金融业绩显现改善迹象》

李求索 分析员 SAC 执证编号：S0080513070004 SFC CE Ref: BDO991

黄凯松 分析员 SAC 执证编号：S0080521070010 SFC CE Ref: BRQ876

刘欣懿 联系人 SAC 执证编号：S0080123070090

## 专题聚焦

### 内忧先于外患，印尼经济面临内部挑战

#### 宏观经济：在全球不利因素背景下应对内部结构性挑战

2025年一季度，印尼经济面临挑战。根据彭博一致预期，印尼全国GDP增速预计放缓至4.9%，内部结构性挑战大于外部不利因素。展望2025年二季度，我们认为印尼有望通过采取更多措施应对对于资源过度依赖以及重建外国投资者信心：1) 在印尼盾贬值和货币宽松之间寻求更加均衡的货币政策；2) 战略性开放市场，在保证核心技术留存的同时允许外国投资者加大对重点行业的持股；3) 重振国内消费。

#### 推出新的主权财富基金Danantara<sup>14</sup>以及新的资源出口外汇收益留存政策

主权财富基金Danantara的成立是一个变革性的里程碑。该主权财富基金资产管理规模目标达到9000亿美元，对国有企业有直接管理权，作为推进经济发展的战略途径。印尼在3月起将全部资源型出口外汇收益留存在国内银行至少一年，出口收益留存的新政策旨在增加印尼外汇储备，提升外汇储备充足率。

**采矿业面临的挑战：矿区特许权使用费率上涨，利润率受挤压，大宗商品交易存在不确定性**

雅加达规划的渐进式矿区特许权使用费率上涨（适用于煤炭、镍、铜、黄金、锡以及其他矿产品）将于2025年4月26日生效<sup>15</sup>。随着基建投入减少，我们认为冶炼厂利润率受到挤压可能会影响下游一体化生产积极性。

#### 对外贸易：印尼对美贸易敞口有限，对等关税风险可控

印尼出口市场较为多元化，对美出口敞口较小。2024年，对美出口在印尼整体出口中所占比重仅为10%，在此印尼不同于东盟内受到供应链回流以及

<sup>14</sup> 资料来源：东盟简报[https://www.aseanbriefing.com/news/indonesia-officially-launches-new-sovereign-wealth-fund-danantara/#:~:text=Indonesia%20has%20officially%20launched%20its,%20Downed%20enterprises%20\(SOEs\)](https://www.aseanbriefing.com/news/indonesia-officially-launches-new-sovereign-wealth-fund-danantara/#:~:text=Indonesia%20has%20officially%20launched%20its,%20Downed%20enterprises%20(SOEs))

<sup>15</sup> 资料来源：彭博资讯<https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-04-16/indonesia-hikes-mining-royalties-in-bid-to-fund-prabowo-policies?embedded-checkout=true>

“友岸外包”影响的其他国家。此外我们认为对外贸易对于印尼经济增速的平均贡献较低（仅为0.3%，而2009年至2024年期间印尼实际GDP平均增速为4.8%）可以使得印尼受关税影响较小。

### 资本市场：股票、债券以及印尼盾承压

在本土企业公司治理效率较低引起市场担忧的背景下，今年年初以来印尼股票市场出现了近30亿美元的大幅外资净流出（2024年股市资金流入为12亿美元），本季度以来印尼债券市场出现了超过3.75亿美元的外资净流出。截至4月17日，印尼综合指数IDX Composite Indeks Harga Saham Gabungan（IHSG）自年初以来已经下跌7.5%。根据彭博一致预期，印尼股市目前整体估值对应10.7倍2025年远期市盈率和9.6倍2026年远期市盈率，我们认为在政府如何处理贸易摩擦前景尚不明朗的背景下印尼股市整体估值可能会继续调整。



---

以上观点来自：2025年4月28日中金公司研究部已发布的《内忧先于外患，印尼经济面临内部挑战》

杨鑫 分析员 SAC 执证编号：S0080511080003 SFC CE Ref: APY553

陈迪生 联系人 SAC 执证编号：S0080124040063 SFC CE Ref: BUA575

陈彦 分析员 SAC 执证编号：S0080515060002 SFC CE Ref: ALZ159

冯廷帅 分析员 SAC 执证编号：S0080523090002 SFC CE Ref: BKQ263

陈健恒 分析员 SAC 执证编号：S0080511030011 SFC CE Ref: BBM220

侯利维 分析员 SAC 执证编号：S0080521090008 SFC CE Ref: BLP081

王嘉钰 分析员 SAC 执证编号：S0080522110006 SFC CE Ref: BTW740

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2025.5.1 中国宏观专题报告：房地产脱困的国际经验与启示
- 2025.5.1 中国宏观专题报告：日韩的生育支持政策启示
- 2025.5.1 中国宏观热点速评：关税差异化影响显现——4月PMI点评
- 2025.5.4 中国宏观简评：关税扰动加大——4月经济数据前瞻

### 策略及大宗商品

- 2025.4.28 港股策略：公募买了多少港股？
- 2025.4.28 有色金属：聚焦：铝：需求透支带来下行风险
- 2025.4.30 年报&一季报总结：非金融业绩显现改善迹象

### 固定收益

- 2025.4.28 信用债收益率跟踪周报：理财一季报：规模同比升环比降，拆出资金占比上升
- 2025.4.29 简评：同业存单发行放量，广义基金大规模增持——2025年3月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2025.4.29 资产证券化分析周报：1Q25公募基金持仓分析：增持租赁&不良系列
- 2025.4.30 专题研究：海外消费刺激政策复盘及对中国的启示（上篇）
- 2025.5.4 专题研究：海外消费刺激政策复盘及对中国的启示（下篇）

### 行业

- 2025.4.28 REITs：公募REITs周报（4.21-4.25）：市场交易一季度业绩情况，FOF基金25Q1边际减仓
- 2025.4.28 电信服务：电信服务全球研究系列：日本电信运营商篇
- 2025.4.28 农业：1Q25基金农业持仓：低配幅度加大，增配宠物、减配养殖及种植
- 2025.4.29 不动产与空间服务：周评#436：4月新房销售同比降一成，二手房同比增幅收窄
- 2025.4.29 化工：化工4月月报：关税冲击，油价大幅回落
- 2025.4.29 主题研究：光伏周谈 | 负面消息逐步脱敏，关注抢装后及丰水期的供需关系
- 2025.4.30 传媒互联网：电影FY24&1Q25回顾：表现分化，关注暑期档定档进展
- 2025.4.30 电力电气设备：电改再提速：电力“全面现货”时代将至

- 2025.4.30 电力电气设备：欧洲大规模停电，储能及电网建设迎加速
- 2025.4.30 传媒互联网：出版FY24&1Q25回顾：国企利润稳健，关注高股息
- 2025.5.1 银行：银行利润为何负增长？——1Q25&2025银行业绩回顾
- 2025.5.2 博彩及奢侈品：4月总博收同比增长1.7%，好于市场一致预期
- 2025.5.2 科技硬件：上海车展：智驾下沉同时强调安全性，智能座舱视听体验持续升级
- 2025.5.4 医疗健康：中金医药5月组合：关注ASCO带来的创新药板块机会
- 2025.5.4 化工：基金1Q25重仓分析：油价下行，化工品价格走弱，石化化工板块延续减持
- 2025.5.4 化工：当前时点如何看待聚烯烃价格



## **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