

4 月经济韧性较强，后续政策节奏仍是关键

——2025 年 4 月经济数据点评

核心观点

4 月经济一定程度上受到了贸易争端的影响，生产端的工业增加值、投资端的制造业投资、外贸端的出口数据同比均较 3 月出现下滑，但整体的下滑幅度相对可控，体现了我国经济的韧性。当前中美贸易谈判已取得阶段性成果，关税政策不确定性有所下降，预计后续贸易摩擦对相关经济指标的扰动将减轻，但考虑到相对去年末，截至目前年内美国仍然对中国加了 30% 的关税，后续相关经济指标仍然面临着一定压力。另一方面，4 月核心经济数据显示我国当前经济仍有隐忧：其一，4 月社零数据虽仅较 3 月略微走弱，但拆分商品类别看，补贴对消费的支撑作用较大，后续随着补贴发放完成，在无增量资金支持的情况下，内在消费需求能否持续修复存在着不确定性；其二，高频数据显示去年四季度的刺激政策对楼市的托举在 4 月之后呈现趋于平缓，当前虽已有 5 月 7 日降低公积金贷款利率的增量政策，但政策作用仍需观察。

总体来看，4 月经济数据在体现出我国经济韧性的同时，也显示出我国的经济动能仍然面临着一定的下降压力，后续稳经济政策的节奏和力度仍将是关键。

5 月 7 日央行降准降息政策发布后，5 月 20 日 1 年期 LPR 和 5 年期以上 LPR 分别下调 10 个基点，降至 3%、3.5%。与此同时，5 月 20 日，主要银行也降低了存款利息。据媒体报道，六家国有大行和招商银行均于官网公示了最新的人民币存款挂牌利率，自 5 月 20 日起执行。无论是 LPR 调降，还是银行降存款利息，均属于落实已有政策阶段。考虑到中美贸易谈判取得阶段性成果后，关税冲击明显减弱，预计短期内货币政策和财政政策进一步加码的可能性均有所下降。5 月到 7 月的经济走势将较为关键，如我国经济动能并未明显修复，7 月底的政治局会议或对总体的稳增长政策再次加力。

(1) 4 月消费表现出韧性

2025 年 4 月，社零同比录得+5.1%，低于今年 3 月的+5.9%但高于去年全年的+3.5%。从商品类别看，4 月限额以上商品零售呈现如下主要特征：其一，必选消费品增速相对平稳。其二，受益于年初以来消费品以旧换新和国补补贴的商品类别 4 月依旧延续年初以来趋势，同比录得高增速。其三，4 月商品房销售、尤其是一手房销售虽然较 3 月明显走弱，但前期小阳春影响下，房屋装修需求在 4 月有所释放，建筑装潢及材料类销售额同比增速较 3 月上行。

一方面，今年 4 月社零同比增速在汽车、石油类商品的拖累下较上月略有下行，但仍然延续了去年末以来社零增速整体上行的趋势。另一方面，4 月社零的韧性受政策因素支撑较大，对内在消费动力的反映可能存在偏差。从消费金额占限额以上商品零售的比例角度，今年以来，受益于消费品以旧换新和国补，家电、文化

主要数据

上证指数	3380.478
沪深 300	3898.1705
深证成指	10249.1731

主要指数走势图



作者

符旻 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

办公、家具和通讯器材四个最受益的行业占比持续提升，前4月占比达14.4%，较去年同期高2.45PCTS，较去年全年高0.77PCTS。若后续消费补贴出现退坡，同时无增量促消费资金安排，考虑到今年4月社零环比在近10年中排在倒数第三，动能不算强，叠加油价下行对社零的拖累，后续社零走势仍存在变数。

(2) 4月固投增速边际放缓

2025年4月，固投同比+3.5%，低于3月的+4.3%，但高于去年全年+3.2%。其中：制造业投资+8.2%，低于3月和去年全年的+9.2%，但增速仍处在近10年增速中枢之上；基建投资+9.6%，低于3月的+12.6%，高于去年全年的+9.2%，增速高于近10年增速中枢；房地产投资-11.3%，降幅较3月的-10.0%和去年全年的-10.6%均有下行。

2025年4月，制造业投资录得+8.2%，虽仍处中高增速，但较上月增速放缓。分子行业看，已公布数据的子行业中，较上月增速下行较多的主要是交通运输设备制造、医药制造、计算机通信及电子产品制造及有色金属冶炼行业，分别较上月增速下行8.3PCTS、1.8PCTS、1.5PCTS和1.5PCTS，其中，交通运输设备制造和计算机通信及电子产品制造对外依赖度（出口交货值/营业收入）高达25%和39%，显示新一轮贸易争端之下，面临关税的不确定性，企业投资决策趋于谨慎。往后看，预计贸易政策的不确定性虽然一定程度压制制造业整体投资增速，但一方面，2024年制造业出口交货值和营收数据显示，我国制造业对外需的依赖度仅有约13%，制造业主要的需求仍来自国内，另一方面，大规模设备更新改造和产业升级仍在持续，能够为制造业投资提供额外助力。今年前4月设备工器具投资同比增速录得+18.2%，明显高于制造业投资增速。预计全年制造业投资增速仍有望维持高位，录得+8.0%左右。

2025年4月，房地产投资增速为-11.3%，降幅较3月进一步加深。房屋销售方面，今年4月商品房销售额和销售面积同比分别为-6.7%和-2.1%，降幅均较3月加深，但低于去年全年降幅。房地产施工方面，4月房屋施工面积同比-25.1%，其中新开工面积同比-22.1%、竣工面积同比-27.9%。总体来看，4月房地产市场无明显改善。去年四季度开始，因强力政策支撑，房地产销售迎来持续温和改善，但今年4月房地产小阳春结束，显示政策的刺激作用逐渐趋于下降。5月7日国务院发布会上宣布公积金贷款利率调降0.25PCTS，相关增量政策对房地产市场的带动作用仍需进一步观察。

今年4月，基建投资同比+9.6%，较3月的+12.6%下行，但仍然高于去年全年+9.2%的增速。今年前4月地方政府新增专项债发行1.19万亿左右，完成全年计划的27%，明显快于去年同期的19%。但一方面，新发行的专项债中有部分会用于化债，另一方面，房地产市场持续筑底过程中，地方政府土地财政收入继续探底，对地方政府资金筹措能力形成较大制约，叠加去年同期的高基数，导致基建增速较上月下滑。展望后续，考虑到今年财政发力力度的加大，在充足资金支持下，叠加去年末提出的“6+4+2”强力化债举措为地方政府减负以及相对宽松的货币政策，预计今年基建仍将录得较高增速。

风险提示：中美贸易谈判进展低于预期；全球经济衰退超预期；内需恢复速度不及预期；国际地缘格局超预期变动。

图1 月度经济数据情况

	2025-04	2025-03	2025年前2月	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04
社零（当月同比）	5.1%	5.9%	4.0%	3.7%	3.0%	4.8%	3.2%	2.1%	2.7%	2.0%	3.7%	2.3%
社零：商品零售（当月同比）	5.1%	5.9%	3.9%	3.9%	2.8%	5.0%	3.3%	1.9%	2.7%	1.5%	3.6%	2.0%
社零：餐饮（当月同比）	5.2%	5.6%	4.3%	2.7%	4.0%	3.2%	3.1%	3.3%	3.0%	5.4%	5.0%	4.4%
固投（累计同比）	4.0%	4.2%	4.1%	3.2%	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%	3.6%	3.9%	4.0%	4.2%
制造业投资（累计同比）	8.8%	9.1%	9.0%	9.2%	9.3%	9.3%	9.2%	9.1%	9.3%	9.5%	9.6%	9.7%
基建投资（累计同比）	10.9%	11.5%	10.0%	9.2%	9.4%	9.4%	9.3%	7.9%	8.1%	7.7%	6.7%	7.8%
房地产开发投资（累计同比）	-10.3%	-9.9%	-9.8%	-10.6%	-10.4%	-10.3%	-10.1%	-10.2%	-10.2%	-10.1%	-10.1%	-9.8%
固投（当月同比）	3.5%	4.3%	4.1%	2.2%	2.3%	3.4%	3.4%	2.0%	1.9%	3.6%	3.4%	3.5%
制造业投资（当月同比）	8.2%	9.2%	9.0%	8.3%	9.3%	10.0%	9.7%	8.0%	8.3%	9.3%	9.4%	9.3%
基建投资（当月同比）	9.6%	12.6%	9.9%	7.4%	9.7%	10.0%	17.5%	6.2%	10.7%	10.2%	3.8%	5.9%
房地产开发投资（当月同比）	-11.3%	-10.0%	-9.8%	-13.3%	-11.6%	-12.3%	-9.4%	-10.2%	-10.8%	-10.1%	-11.0%	-10.5%
出口金额（美元，当月同比）	8.1%	12.3%	2.3%	10.7%	6.6%	12.7%	2.4%	8.6%	6.9%	8.5%	7.4%	1.3%
进口金额（美元，当月同比）	-0.2%	-4.4%	-8.4%	0.9%	-3.9%	-2.3%	0.2%	0.1%	6.7%	-2.6%	2.1%	3.3%
工业增加值（当月同比）	6.1%	7.7%	5.9%	6.2%	5.4%	5.3%	5.4%	4.5%	5.1%	5.3%	5.6%	5.7%
服务业生产指数（当月同比）	6.0%	6.3%	5.6%	6.5%	6.1%	6.3%	5.1%	4.6%	4.8%	4.7%	4.8%	3.5%

资料来源：wind，中航证券研究所

一、4月消费表现出韧性

2025年4月，社零同比录得+5.1%，低于今年3月的+5.9%但高于去年全年的+3.5%。分商品零售和餐饮收入看，2025年4月，商品零售同比为+5.1%，增速低于今年3月的+5.9%但高于去年全年的+3.2%，餐饮收入同比为+5.2%，增速同样低于今年3月的+5.6%和去年全年+5.3%。总体看，总量数据层面4月社零相比3月略微走弱。

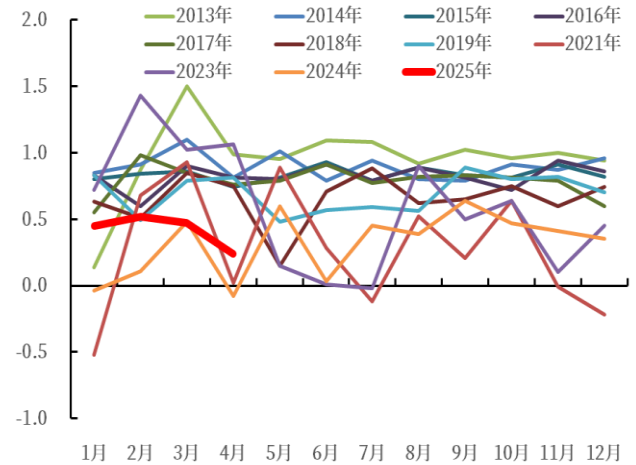
从商品类别看，4月限额以上商品零售呈现如下特征：其一，必选消费品增速相对平稳。4月粮油食品类、饮料类、日用品类和中西药品类同比分别较上月+0.2PCTS、-1.5PCTS、-1.2PCTS和+1.2PCTS；其二，受益于年初以来消费品以旧换新和国补补贴的商品类别4月依旧延续年初以来趋势，同比录得高增速。家用电器、文化办公用品、家具类和通讯器材类商品4月同比增速分别为+38.8%、+33.5%、+26.9%和+19.9%；其三，4月商品房销售、尤其是一手房销售虽然较3月明显走弱，但前期小阳春影响下，房屋装修需求在4月有所释放，建筑装潢及材料类销售额同比增速录得+9.7%，较3月上行+9.8PCTS；其四，除受益于补贴的商品外的可选消费品呈现分化，烟酒、服装鞋帽4月销售额增速分别较3月-4.5PCTS和-1.4PCTS，化妆品类和金银珠宝类销售额同比较3月+6.1PCTS和+14.7PCTS；其五，占限额以上商品零售额比例较高的汽车类和石油类商品4月增速均较3月下降，对限额以上商品零售增速起到一定拖累作用。

一方面，今年4月社零同比增速在汽车、石油类商品的拖累下较上月略有下行，但仍然延续了去年末以来社零增速整体上行的趋势。另一方面，4月社零的韧性受政策因素支撑较大，对内在消费动力的反映可能存在偏差。从消费金额占限额以上商品零售的比例角度，今年以来，受益于消费品以旧换新和国补，家电、文化办公、家具和通讯器材四个最受益的行业占比持续提升，前4月占比达14.4%，较去年同期高2.45PCTS，

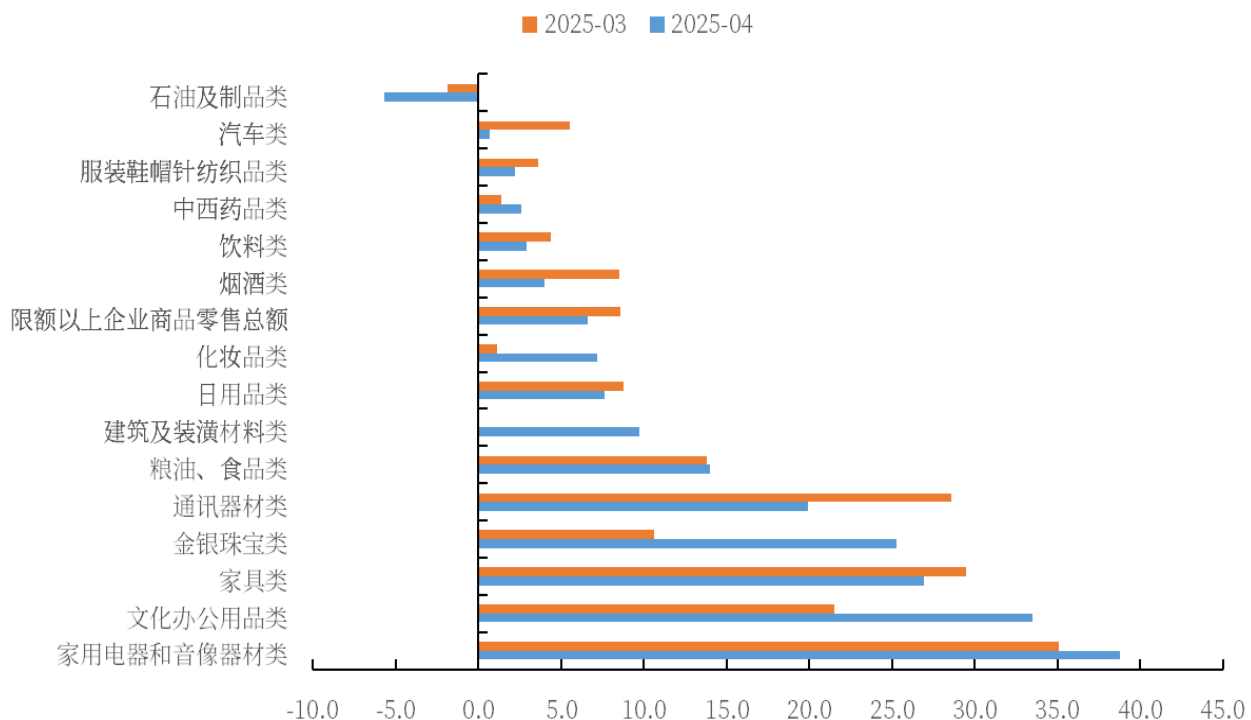
较去年全年高 0.77PCTS。若后续消费补贴出现退坡，同时无增量促消费资金安排，考虑到今年 4 月社零环比在近 10 年中排在倒数第 3，动能不算强，叠加油价下行对社零的拖累，后续社零走势仍存在变数。

图2 社零同比走势 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所

图3 历年各月社零环比 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所

图4 各商品类别零售额当月同比增速 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所

二、4月固投增速边际放缓

2025年4月，固投同比+3.5%，低于3月的+4.3%，但高于去年全年+3.2%。其中：制造业投资+8.2%，低于3月和去年全年的+9.2%，但增速仍处在近10年增速中枢之上；基建投资+9.6%，低于3月的+12.6%，高于去年全年的+9.2%，增速高于近10年增速中枢；房地产投资-11.3%，降幅较3月的-10.0%和去年全年的-10.6%均有下行。

(1) 4月制造业投资增速受到贸易争端压制

2025年4月，制造业投资录得+8.2%，虽仍处中高增速，但较上月增速放缓。分子行业看，已公布数据的子行业中，较上月增速下行较多的主要是交通运输设备制造、医药制造、计算机通信及电子产品制造及有色金属冶炼行业，分别较上月增速下行8.3PCTS、1.8PCTS、1.5PCTS和1.5PCTS，其中，交通运输设备制造和计算机通信及电子产品制造对外依赖度（出口交货值/营业收入）高达25%和39%，显示新一轮贸易争端之下，面临关税的不确定性，企业投资决策趋于谨慎。

一方面，当前中美已经达成初步贸易谈判成果，美之中关税大幅下降，但另一方面，截止目前，今年美国对中国的关税仍有30%的涨幅，后续这30%的增加关税能否谈判下降以及下降的幅度仍然存在着较大的不确定性，对较依赖出口的工业子行业的投资预计将产生影响。分行业来看，总体来说，电子制造、交通设备制造、专用设备制造等中国优势较强，利润厚度较大的行业受到的影响预计相对较小，但纺织服装、皮革、制鞋业等目前对出口依赖较大，同时中国产业护城河并不明显的行业预计投资增速将受到不小的压制。

往后看，预计贸易政策的不确定性虽然一定程度压制制造业整体投资增速，但一方面，2024年制造业出口交货值和营收数据显示，我国制造业对外需的依赖度仅有约13%，制造业主要的需求仍来自国内，另一方面，大规模设备更新改造和产业升级仍在持续，能够为制造业投资提供额外助力。今年前4月设备工器具投资同比增速录得+18.2%，明显高于制造业投资增速。预计全年制造业投资增速仍有望维持高位，录得+8.0%左右。

(2) 4月房地产投资无明显起色

2025年4月，房地产投资增速为-11.3%，降幅较3月进一步加深。

房屋销售方面，今年4月商品房销售额和销售面积同比分别为-6.7%和-2.1%，降幅均较3月加深，但低于去年全年降幅，主因进入今年，商品房销售的基数已经较低。4月商品房销售额降幅继续大于销售面积降幅，显示售出的商品房单位价格也有所下降，降价促销仍是房企主要策略，与统计局公布的70大中城市商品房价格数据相匹配。

房地产施工方面，4月房屋施工面积同比-25.1%，其中新开工面积同比-22.1%、竣工面积同比-27.9%，显示房企预期仍需进一步改善。

总体来看，4 月房地产市场无明显改善。去年四季度开始，因强力政策支撑，房地产销售迎来持续温和改善，但今年 4 月房地产小阳春结束，显示政策的刺激作用逐渐趋于下降。5 月 7 日国务院发布会上宣布公积金贷款利率调降 0.25PCTS，相关增量政策对房地产市场的带动作用仍需进一步观察。

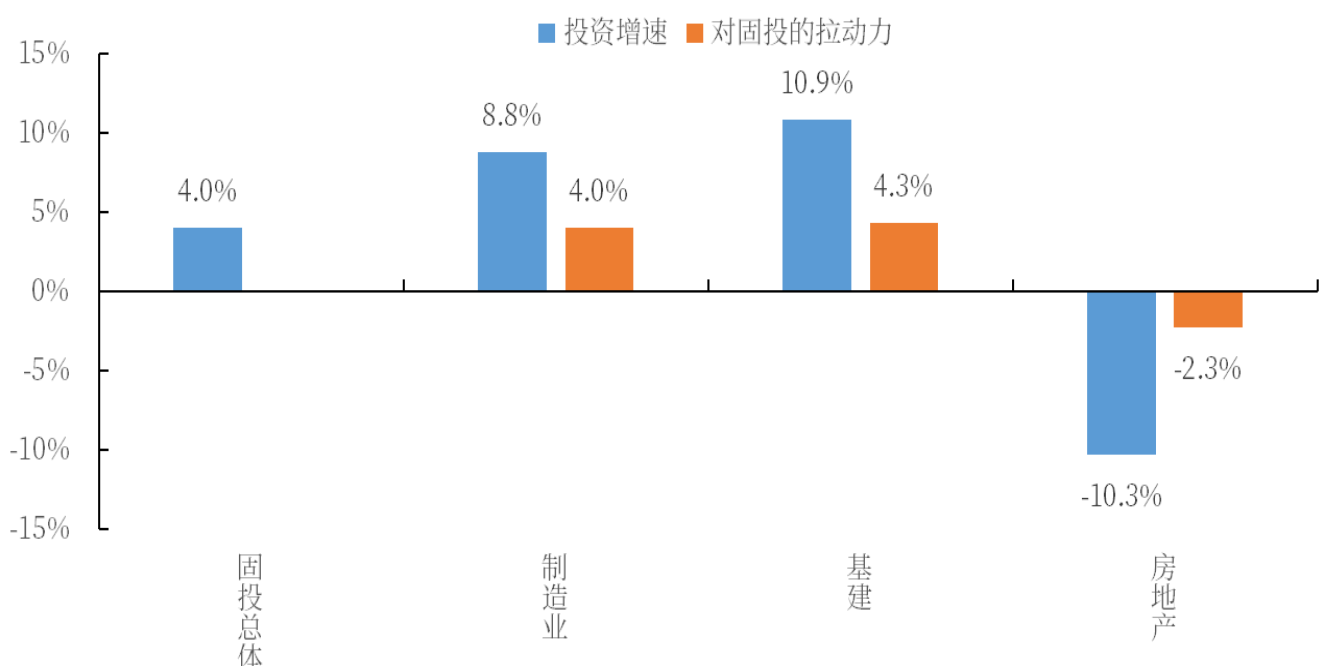
(3) 4 月基建投资增速边际放缓

今年 4 月，基建投资同比+9.6%，较 3 月的+12.6%下行，但仍然高于去年全年+9.2%的增速。分三大基建类别看，前 4 月电力热力燃气及水的生产和供应投资同比录得+25.5%，仍然显著高于基建总体增速，交运仓储和邮政投资同比录得+3.9%，水利环境和公共设施管理投资同比录得+8.6%。进一步细分，一定程度代表地方基建投资的道路运输业和公共设施管理业今年 Q1 投资增速分别为-0.9%和+4.9%，相比去年仍有所改善。

今年前 4 月地方政府新增专项债发行 1.19 万亿左右，完成全年计划的 27%，明显快于去年同期的 19%。但一方面，新发行的专项债中有部分会用于化债，另一方面，房地产市场持续筑底过程中，地方政府土地财政收入继续探底，对地方政府资金筹措能力形成较大制约，叠加去年同期的高基数，导致基建增速较上月下滑。

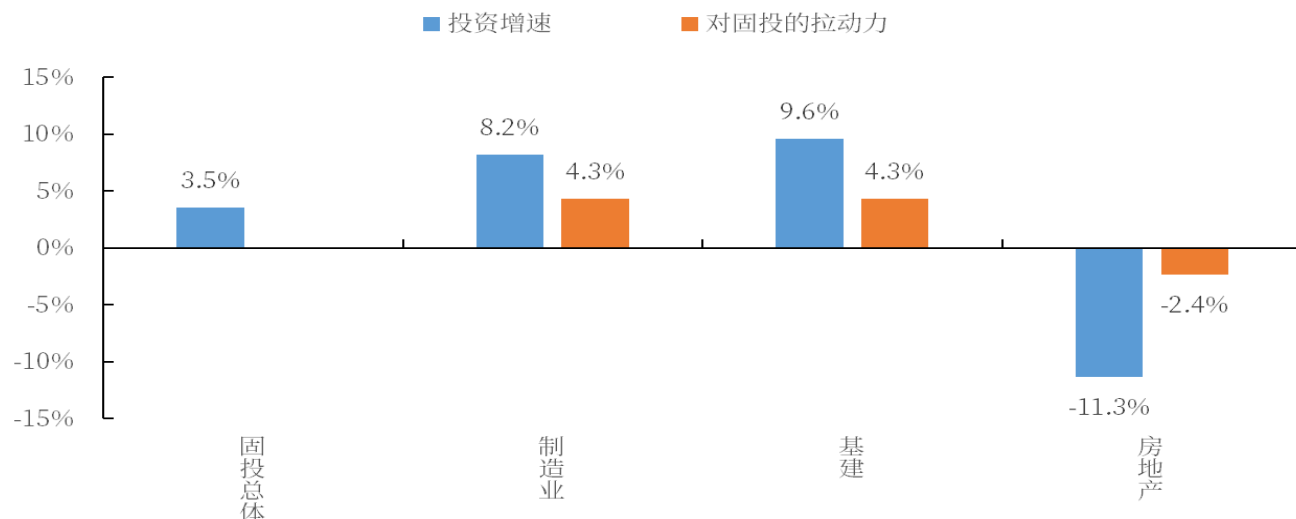
展望后续，考虑到今年财政发力力度的加大，在充足资金支持下，叠加去年末提出的“6+4+2”强力化债举措为地方政府减负以及相对宽松的货币政策，预计今年基建仍将录得较高增速。

图5 2025 年前 4 月固投及主要分项投资增速及拉动力



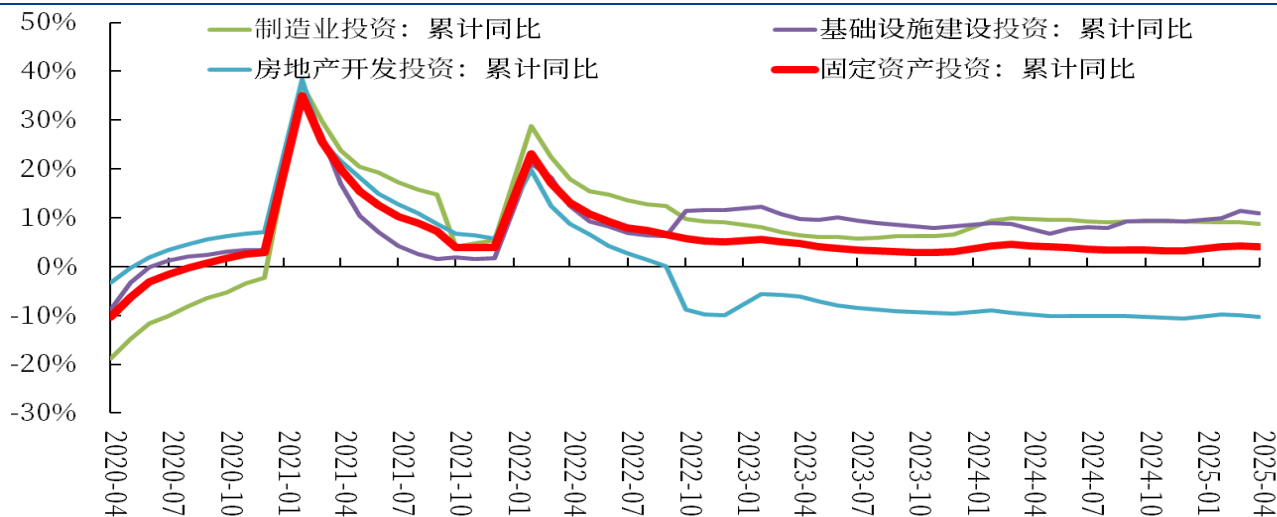
资料来源：wind，中航证券研究所

图6 2025年4月固投及主要分项投资增速及拉动力



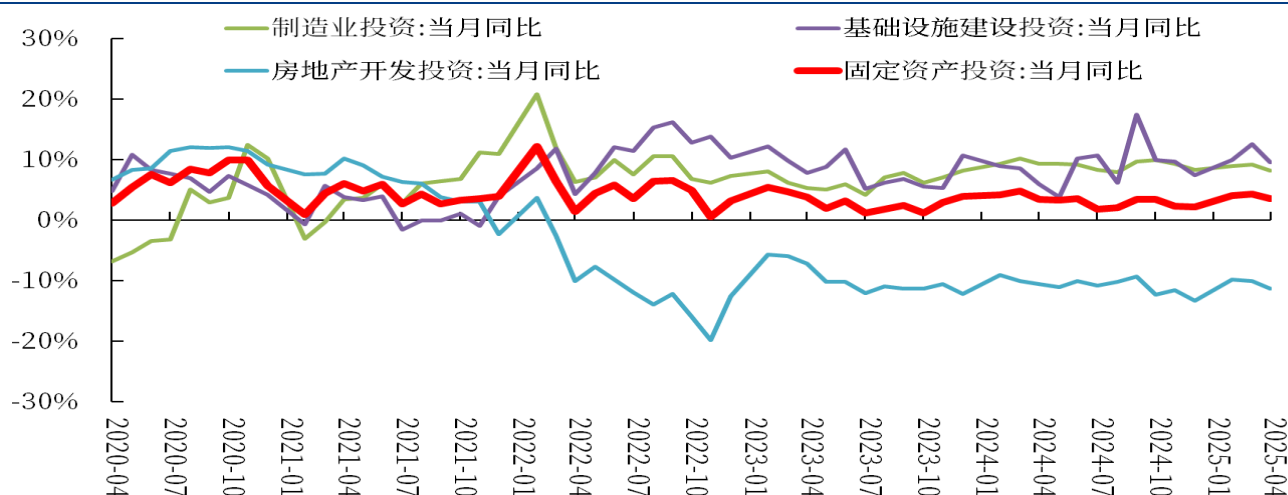
资料来源：wind，中航证券研究所

图7 固投及主要分项累计同比走势



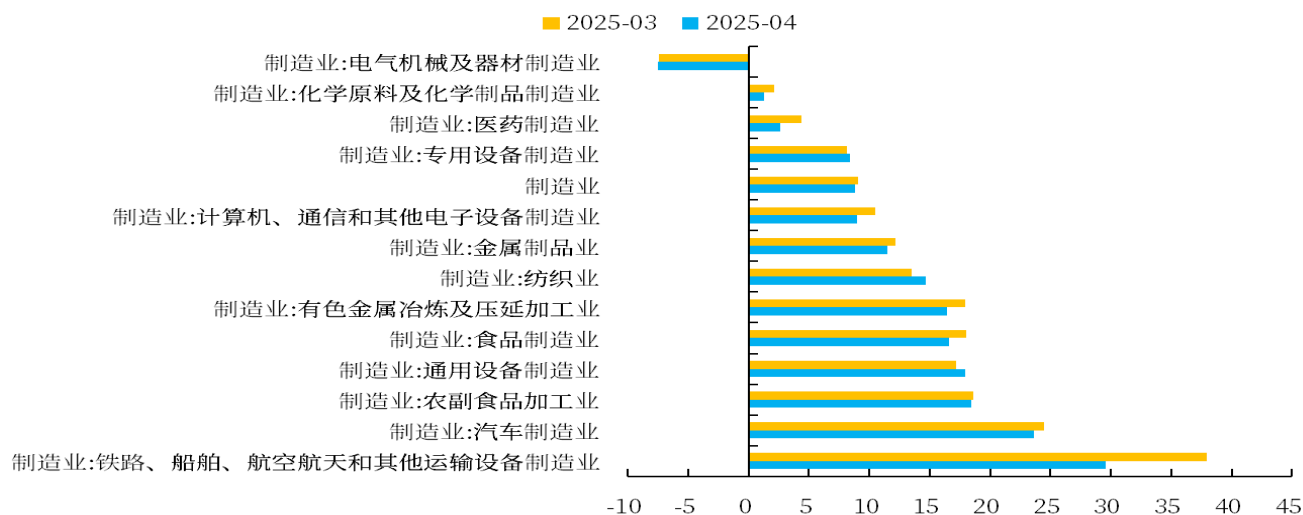
资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图8 固投及主要分项当月同比走势



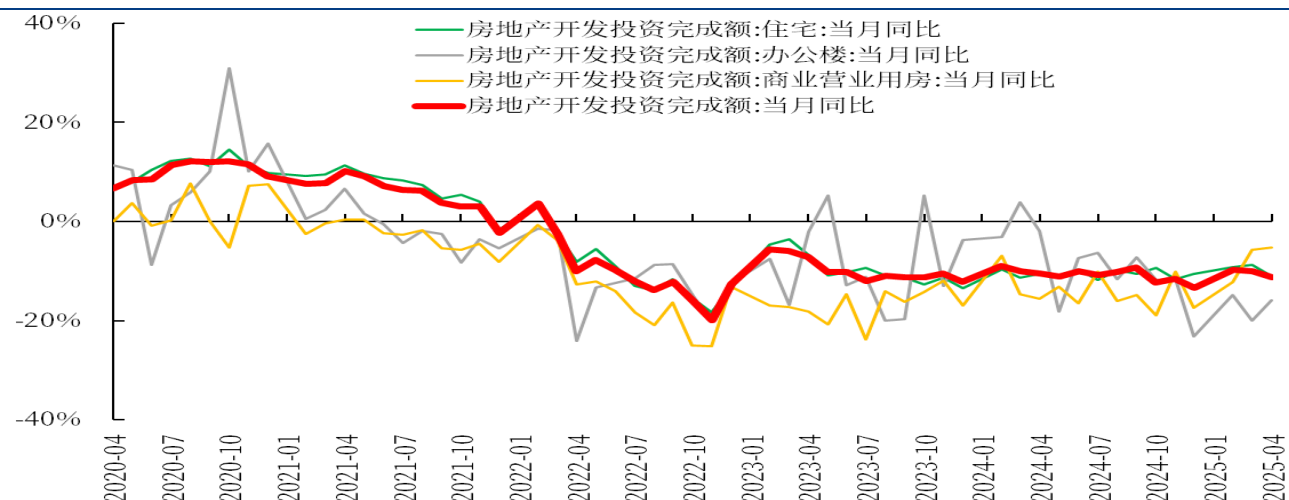
资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图9 制造业分行业累计投资增速 (%)



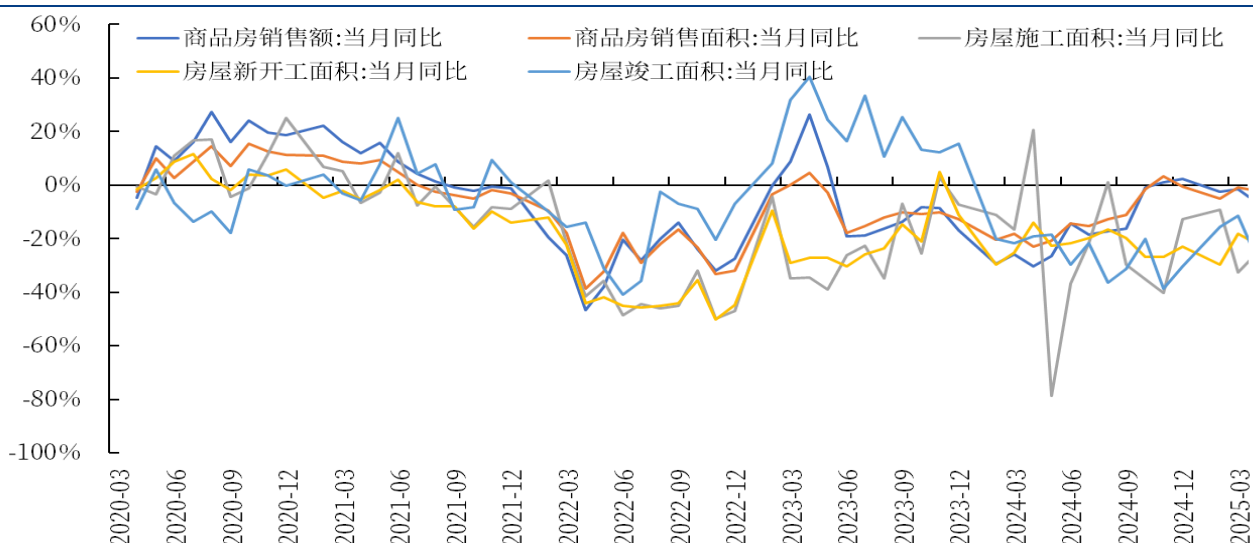
资料来源: wind, 中航证券研究所

图10 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图11 房屋销售、施工及土地购置同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637