

外部冲击显现，经济整体维持韧性

——2025 年 4 月经济数据点评

作者：
中诚信国际 研究院

院长 袁海霞

hxyuan@ccxi.com.cn

研究员 张堃

kzhang02@ccxi.com.cn

研究员 王晨

chwang01@ccxi.com.cn

研究员 张瀚文

hwzhang@ccxi.com.cn

供需均有回暖但修复基础不牢，政策发力需要
见效，2025 年 3 月 17 日多因素支撑出口大幅增长，节日效应下进口增
速转正，2025 年 1 月 13 日低基数与抢出口推升出口增速，增量政策需加
快推动内需改善，2024 年 11 月 7 日短期因素扰动叠加外需放缓，9 月出口增速大
幅回落，2024 年 10 月 15 日需韧性及抢出口支撑出口小幅回升，进口增速
快速回落值得关注，2024 年 9 月 10 日海外经济下行风险显现，“抢出口”与“抢进
口”并存，2024 年 8 月 7 日内外需分化有所加剧，“抢出口”带动出口进
一步改善，2024 年 7 月 12 日

一、经济数据：关税冲击显现，新动能和政策支持领域仍有亮点

■ 4 月关税冲击影响较大，但经济整体顶住压力维持韧性增长。

4 月以来来自关税等外部冲击的影响加大，一是工业企业收缩采购、削减产能下工业生产有所放缓，上游原料工业和低附加值的中游行业生产受到负面冲击；二是固定资产投资弱于季节性表现，民间投资增速因关税影响有小幅回落。但各项经济指标显示，来自就业、消费和工业生产的部分领域仍然顶住外部压力取得较好的增长，城镇失业率稳中有降，以旧换新对消费拉动势头仍在，新动能对工业生产延续高贡献，企业灵活应对生产叠加内需仍有承托下工业领域的供求关系没有因为外生冲击大幅承压。但值得注意的是，地产基本面边际降温，来自需求和投资端拉动效果有待持续观察，传统基建增速仍然偏缓，地方项目形成实物量的进度有待进一步提速，内生经济动能的释放有待政策接续发力。

■ （一）受高基数和关税落地的影响，4 月工业生产小幅放缓，关税博弈对企业生产经营的影响有所体现，但工业生产整体维持韧性、供求关系并未大幅承压。2025 年 4 月工业增加值同比增速为 6.1%，较上月回落 1.6 个百分点，但仍高于去年全年 5.8% 的增速水平，工业生产整体仍维持一定韧性。一方面，去年 4 月工业增加值大幅回升，季调环比增加 1.2 个百分点远高于历年平均水平，去年同期基数较高；另一方面，美国高额对等关税落地后对部分行业生产经营形成拖累，4 月工业企业出口交货值同比增速为 0.9%，较上月大幅回落 6.8 个百分点，出口交货值累计增速自年初以来首次落后工业增加值整

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731

www.gdhan@maximom.cn

体近 1.3 个百分点，高出口依赖型行业的工业增加值开始回落。此外，4 月 PMI 分项中采购量、新出口订单和进口环比跌幅达到 4 个百分点以上，进一步印证关税落地后工业企业收缩采购、削减产能的特征有所显现。从工业企业其他运营指标看，1-4 月工业企业产销率累计同比录得-0.3%，较一季度跌幅进一步收窄，与此同时反映供需缺口的 PMI 新订单-生产分项读数也较上月小幅回升 0.1 个百分点，虽然关税的负面影响逐渐显现，但在企业灵活应对生产叠加内需仍有承托下供求关系没有因为外生冲击大幅承压。

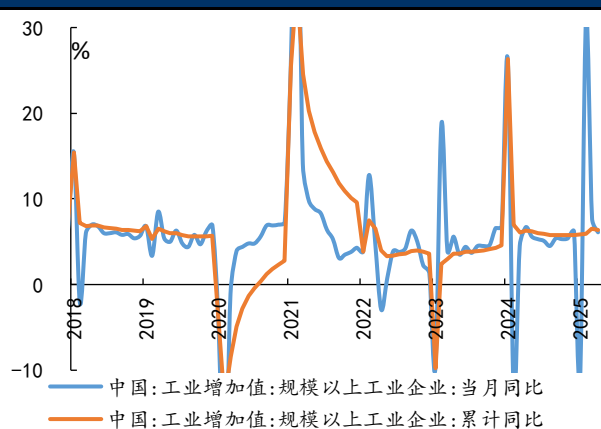
- **“新旧”分化特征延续，新动能对工业生产延续高贡献，上游和低附加值的中游行业生产受关税冲击表现落后。**4 月装备制造业增加值同比增长 9.8%，高技术制造业增加值增长 10.0%，分别快于全部规模以上工业增加值 3.7 和 3.9 个百分点，其中，3D 打印设备、工业机器人、新能源汽车产品产量同比分别增长 60.7%、51.5%、38.9%，运输设备、电器机械、汽车等装备制造业以及计算机、通信电子行业增加值增速领先行业整体，“人工智能+”的驱动作用增强，我国规模以上数字产品制造业增加值同比增长 10%，创新动能持续发挥引领作用；关税对上游原料工业和部分附加值较低的轻工业生产造成一定冲击，在关税影响下 4 月 PPI 降幅较上月走扩 0.2 个百分点，工业品价格压力加大，尤其是原油、有色、化工品等上游原材料价格出现不同程度下滑，相应地，4 月非金属矿物制品、石油开采等传统上游工业增加值增速落后于全行业表现；此外，关税影响集中在纺织、文娱用品等这些依赖美国市场且行业毛利较低的轻工业领域¹，4 月纺织行业工业增加值增速落后工业增加值整体 3.2 个百分点，且较上月增速明显回落。
- **服务业生产持续向好，软件、信息技术类高技术服务业增长领先。**2025 年 4 月服务业生产同比增速为 6.0%，累计增速实现连续七个月环比回升，服务业生产实现平稳增长。分行业来看，4 月信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，批发和零售业生产指数同比分别增长 10.4%、8.9%、6.8%，分别快于服务业生产指数 4.4、2.9、0.8 个百分点，是服务业生产的主要贡献项。从 4 月服务业商务活动指数的行业表现看，航空运输、电信广播电视及卫星传输服务、互联

¹ 中诚信国际研究院《贸易战的历史视角、影响和应对——中美关税博弈专题系列（二）》，2025 年 4 月

网软件及信息技术服务、保险等行业商务活动指数位于 55.0%以上较高景气区间，现代服务业尤其是以软件和信息技术服务为代表的高技术服务业维持较快发展。

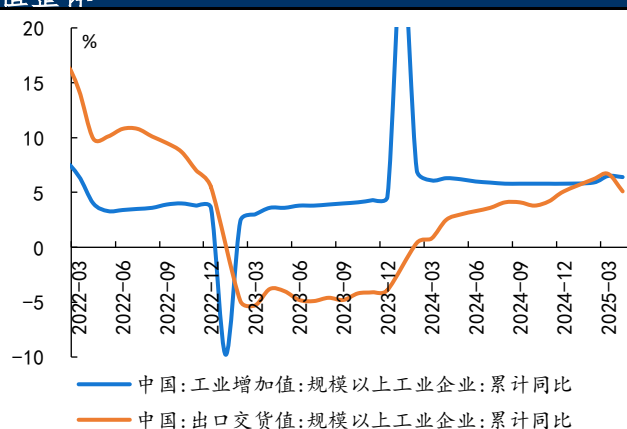
- **4 月城镇调查失业率稳中有降，政策稳岗扩岗取得有效进展。**即便关税对工业企业生产经营造成冲击，伴随金融助企稳岗扩岗和财政的就业补助支持，我国就业表现维持稳健，4 月全国城镇调查失业率和 31 个大城市城镇调查失业率均录得 5.1%，且均较上月下降 0.1 个百分点。

图 1：4 月工业生产小幅放缓



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 2：年初以来出口交货值首次落后工业增加值整体



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 3：装备和高技术制造业增长较快

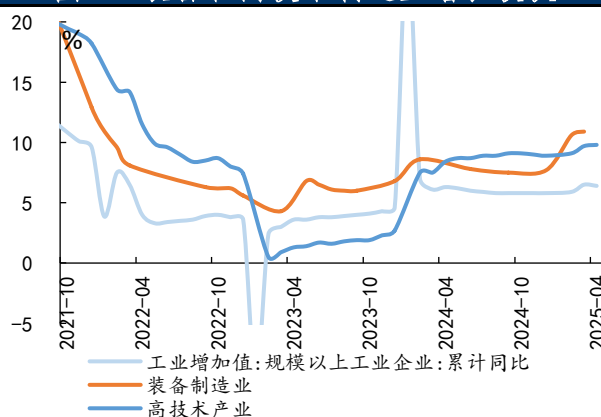
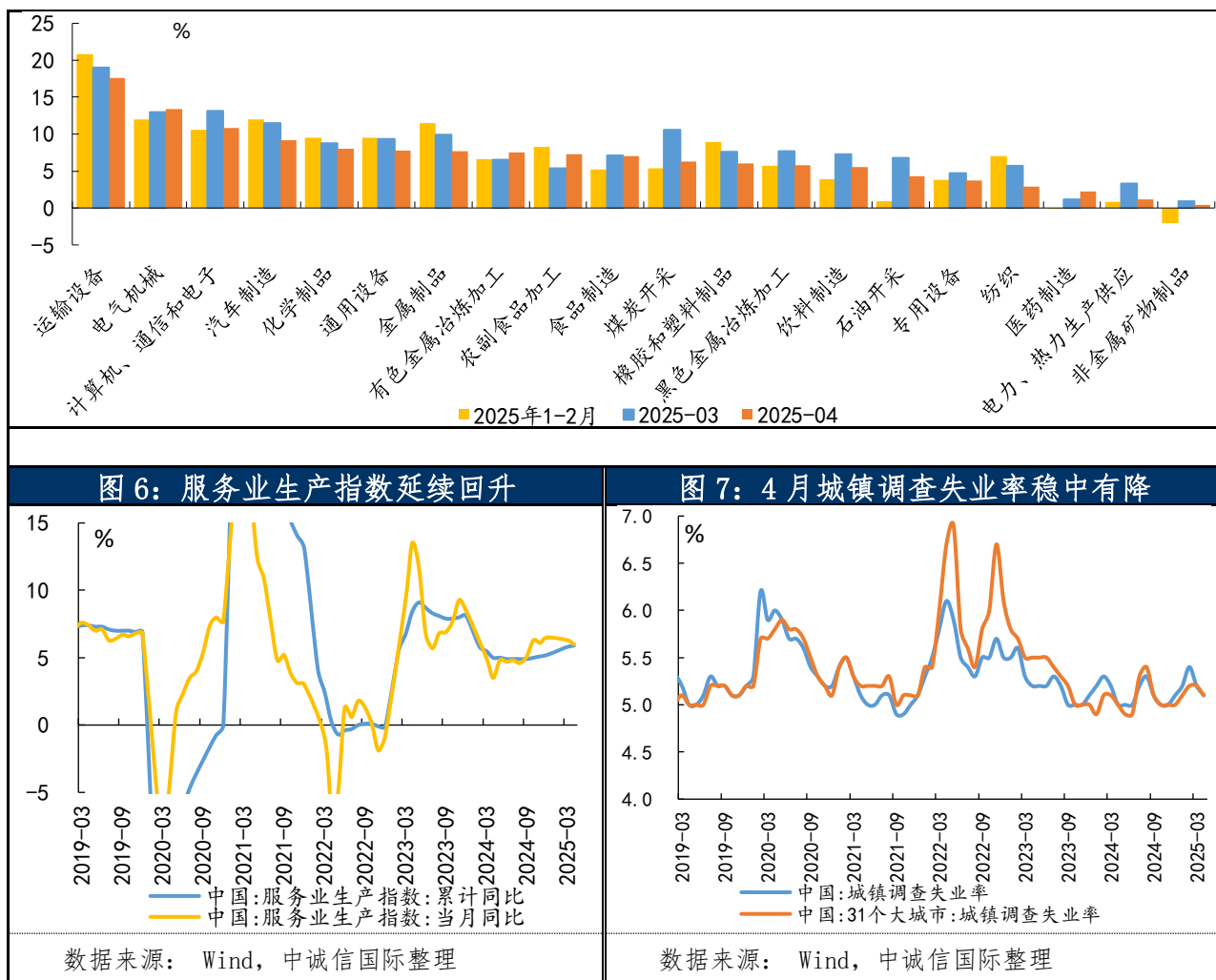


图 4：高出口依赖行业生产有所回落

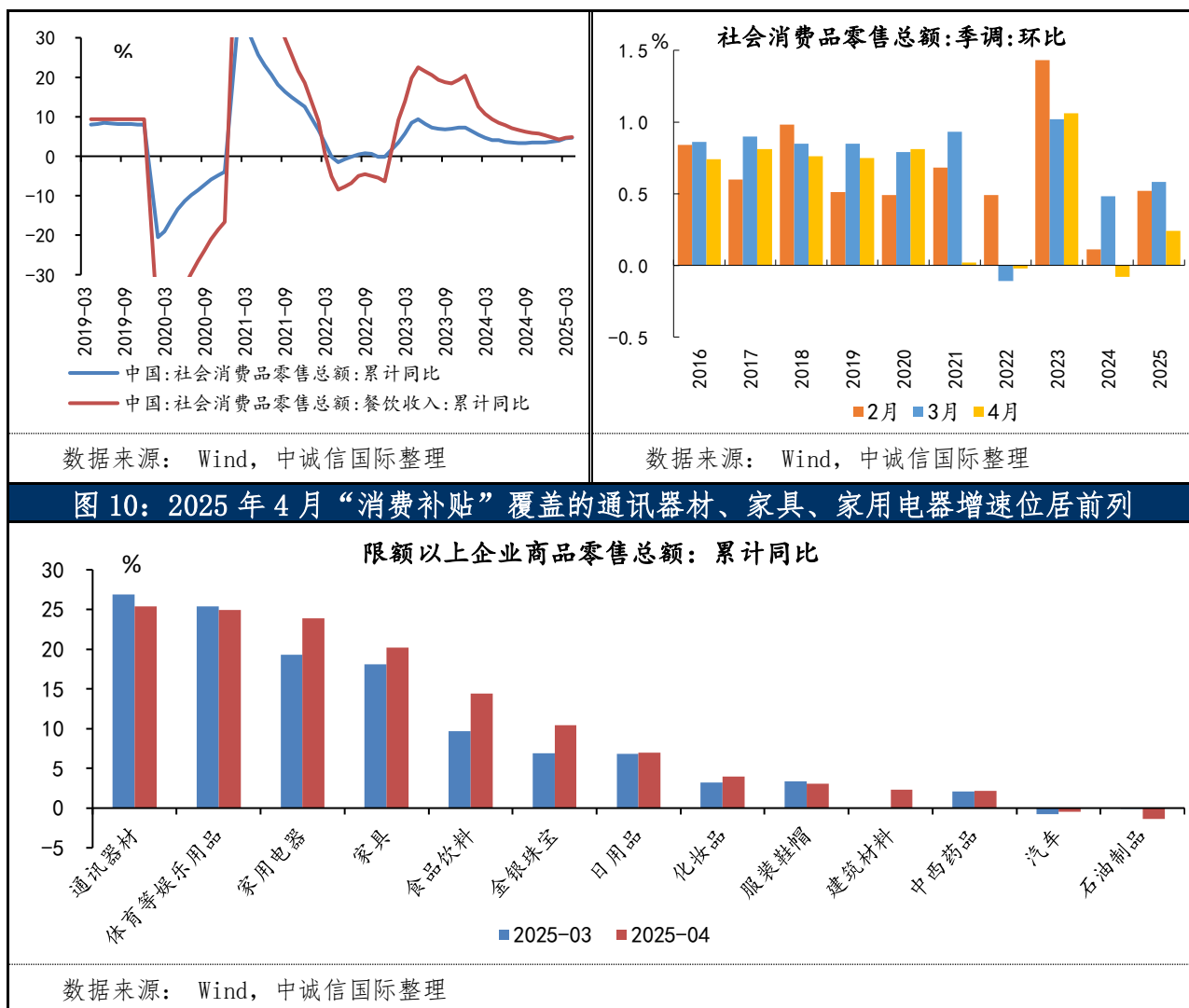


图 5：装备制造业和高技术制造业生产均维持两位数增长，是工业生产的主要拉动项



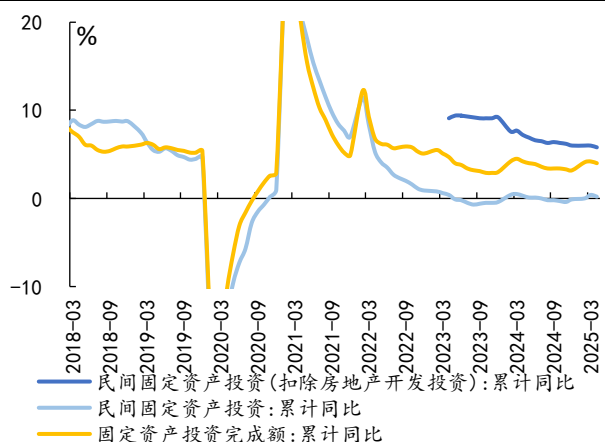
■ （二）4 月社零增速小幅放缓，但消费复苏态势仍持续向好，以旧换新对消费的拉动势头仍在，商品零售仍处于近一年半以来较高增速水平。2025 年 1-4 月社会消费品零售总额累计同比增长 4.7%，较一季度加快 0.1 个百分点，其中 4 月社零增速录得 5.1%，较上月回落 0.8 个百分点，但仍高于去年同期 2.8 个百分点，消费复苏态势持续向好。从消费结构看，4 月商品零售、服务零售累计同比增速分别为 4.7% 和 5.1%，均较上月加快 0.1 个百分点，其中商品零售虽然较上月回落 0.8 个百分点，但仍为 2023 年 11 月以来的次高水平；餐饮收入和服务零售延续改善。商品零售中基本生活类和部分升级类商品销售增势较好，消费仍然受到“以旧换新”和“国补”支撑。一方面，4 月限额以上单位粮油食品类、体育娱乐用品类商品零售额分别增长 14.0%、23.3%，而在黄金价格带动下金银珠宝类的零售增速较上月明显加快；另一方面，居民在家电音像、通讯器材等重点国补方向依旧展现出较强的购买力，以旧换新对消费拉动势头仍在。

图 8：4 月社零增速小幅放缓 图 9：4 月社零环比增长仍高于去年同期



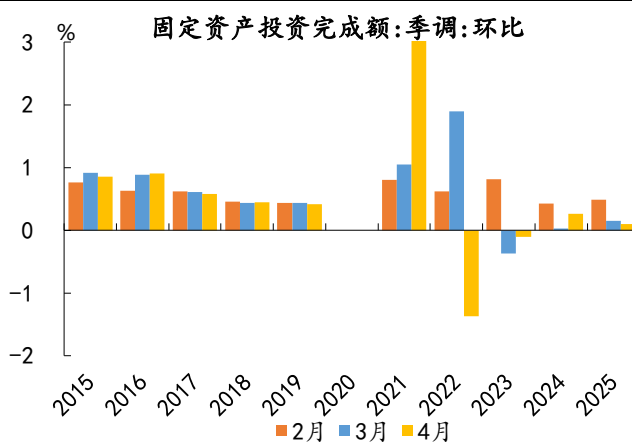
- **（三）4 月固定资产投资弱于季节性表现，“两重两新”仍然提供主要支撑，关税落地民间投资增速放缓。**2025 年 1-4 月固定资产投资完成额累计同比增速为 4.0%，较一季度回落 0.2 个百分点；从季调环比看，4 月固定资产投资环比增速较前三月有所回落，4 月环比增长 0.1%，也低于去年同期水平（0.3%），整体弱于季节性表现。分结构看，基建投资仍是主要拉动，制造业投资增速放缓，地产投资降幅有所扩大。按固定资产投资构成看，设备工器具购置投资维持高增长，1-4 月累计增速录得 18.2%，高于全部投资增速近 14 个百分点，大规模设备更新仍然是投资的主要拉动因素；二是民间投资仍维持正增长，但关税影响下增速小幅回落。1-4 月民间投资增速为 0.2%，环比一季度下降 0.2 个百分点，与扣除房地产开发投资后的民间投资增速的下降幅度一致，考虑到关税影响较大的纺织服装行业主要以中小民营企业为主，4 月关税或是民间投资放缓的主要原因。

图 11：4 月民间投资增速放缓



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 12：固定资产投资弱于季节性



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 13：设备工器具购置投资增速维持高位

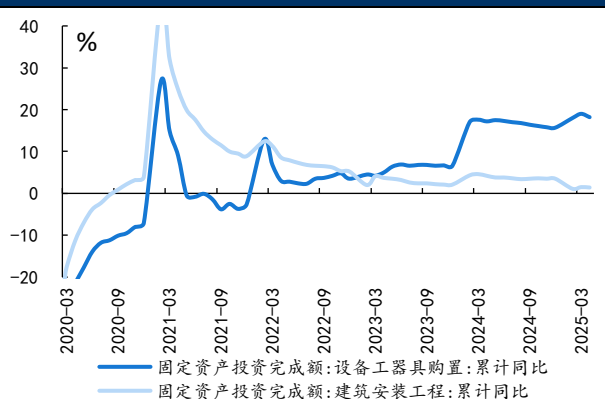
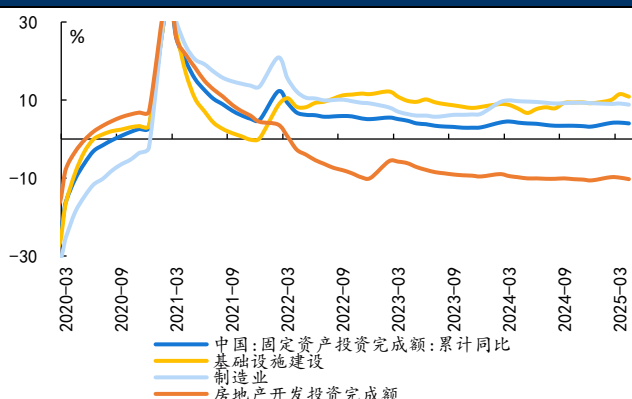


图 14：基建投资仍是主要拉动项



➤ 4 月楼市边际降温，开发商积极性有所下降，房地产开发投资降幅进一步扩大。

1-4 月房地产开发投资同比下降 10.3%，降幅较一季度扩大 0.4 个百分点，销售向投资的修复传导仍然不稳固。一方面，需求端楼市销售有所降温，1-4 月商品房销售面积和销售额的累计同比增速分别为-2.8%和-3.2%，其中销售面积跌幅小幅收窄，但销售额增速跌幅较一季度扩大 1.1 个百分点，房价指数尤其是二手房价格环比下行或是主要原因，4 月 70 个大中城市二手房价格环比为-0.4%，一二三线城市二手房的降幅均较前值有所扩大。此外，4 月 30 大中城市商品房销售面积同比相较 3 月的 2.5%大幅回落至-13.5%，整体成交弱于过去四年同期表现；另一方面，除新开工面积外，4 月施工和竣工面积降幅均较一季度小幅扩大，说明存量土地开发空间收窄。此外，4 月 300 城土地成交建面同比-14.8%（3 月同比 24.2%），土地成交价款同比-11%（3 月同比 30.2%），开发商拿地的积极性有所下降。值得注意的是，5 月两办印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，明

确了八项城市更新的主要任务及资金配套来源，后续政府债券和社会资本对地产的支持力度或将进一步提升，对拉动地产投资、缓解房企资金压力起到正向作用。

- **广义基建投资的拉动效果显著，地方传统项目的资金到位和开工仍然偏慢。**4 月狭义基建投资增速为 5.8%，较上月持平，广义基建投资增长相对较快，1-4 月同比增长 10.9%，较一季度回落 0.7 个百分点，电力投资依然是基建的主要拉动。据百年建筑调研，截至 4 月 29 日，全国工地资金到位率 58.8%，相较 3 月末环比回升 0.9pct，其中非房建、房建项目资金到位率环比分别增长 0.8、1.7pct，地方基建项目资金到位情况不及房建，传统基建相关实物工作量仍偏弱，4 月水泥发运率仍然处于近五年较低水平，考虑到年初以来政府债中再融资债前置发行和超长期特别国债的启动是主要贡献，1-4 月新增专项债完成限额进度 27.1%，虽然快于去年同期但仍低于近三年平均水平，地方专项债对传统基建的拉动效果仍未充分显现。
- **制造业投资小幅回落，部分装备制造业拉动仍然较强。**1-4 月制造业投资同比增速为 8.8%，较一季度回落 0.3 个百分点，其中，铁路、船舶等运输设备和汽车制造业投资分别录得 29.6%和 23.6%，高出整体制造业增速超过 15 个百分点，装备制造业投资仍是主要拉动。此外，高技术产业中，信息服务业，计算机及办公设备制造业，航空、航天器及设备制造业，专业技术服务业投资同比分别增长 40.6%、28.9%、23.9%、17.6%。但后续伴随设备更新政策效应边际递减以及外需不确定性不稳定性上升，制造业投资增速或进一步小幅放缓。

图 15：4 月除新开工外，施工和竣工端跌幅扩大

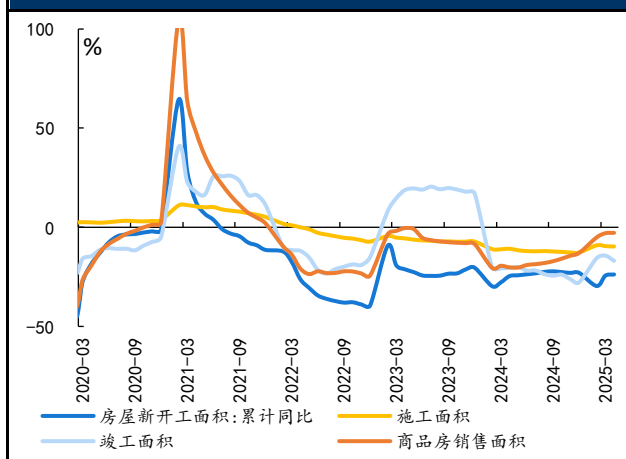
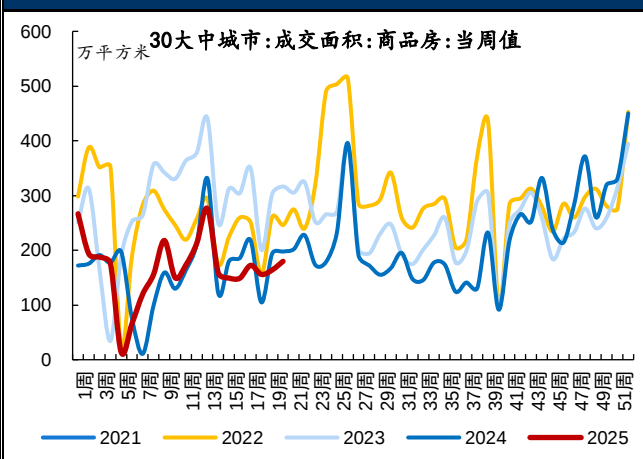
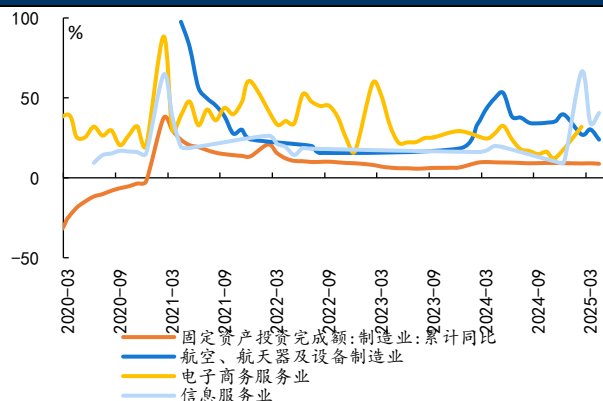


图 16：4 月商品房成交整体成交弱于过去四年同期表现



数据来源：Wind，中诚信国际整理

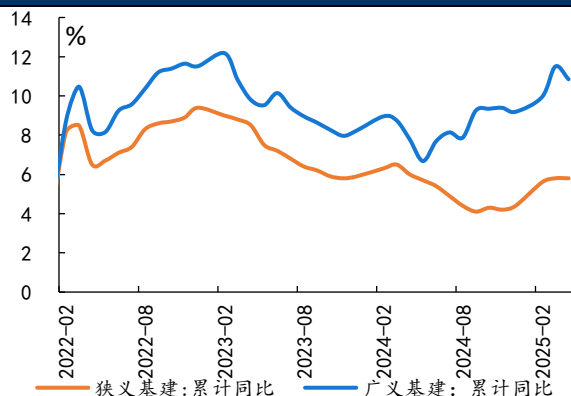
图 17：高技术产业投资维持高速增长



数据来源：Wind，中诚信国际整理

数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 18：以电力为主的广义基建对投资的拉动较强



数据来源：Wind，中诚信国际整理

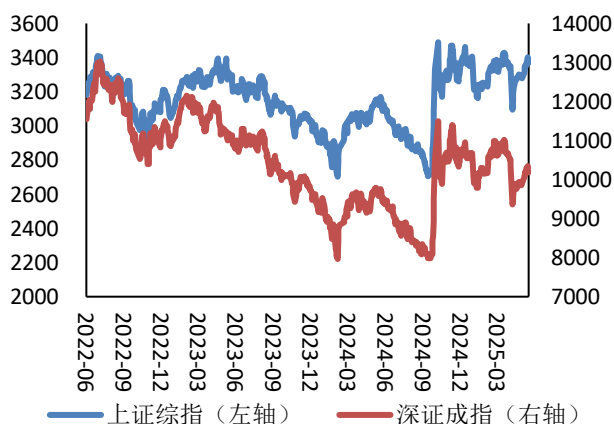
- **展望后续**，中美磋商取得重大进展后，中美关税重新回归理性水平，预计后续关税对工业生产和投资的拖累或进一步缓解，4 月底围绕股市、楼市和民企领域的货币金融政策充分落地后，地产需求和投资端的承压也将有所缓释，后续伴随地方基建形成实物工作量的进程提速，以及注资特别国债和超长期特别国债启动发行，预计财政对投资和消费的支撑力度不减。但值得注意的是，外部环境不稳定不确定难预料因素较多，美国对华在科技领域的出口管制仍在继续，中美谈判虽然恢复常规路径，但来自关税的不确定性仍然较大，同时，国内周期性结构性矛盾交织，物价水平仍然较为疲软，地产修复放缓、部分行业产能过剩等问题仍然存在。虽然中美磋商情况超出市场预期，短期内财政发力的紧迫性下降，但二季度经济增长仍然是决定年内经济目标实现以及中美后续谈判的主要变量，根据经济数据视情况加大财政和货币政策发力仍有必要。

二、大类资产配置回顾与展望：关税博弈下资产价格波动加大，后续可关注高股息及核心科技板块

- 4 月初关税博弈持续升级，全球风险偏好下行，市场避险性情绪升温下，黄金价格持续突破历史新高。从美国看，大幅加征关税意味着经济面临更高的滞胀风险，企业盈利压力及债务风险或大幅增加，美国经济衰退担忧加剧下，4 月初股债汇全面下跌，4 月上旬纳指跌幅超 7%，美债收益率大幅上行，美元指数持续下挫。随后纳指、美元指数有所回升，但在特朗普关税政策反复、朝令夕改背景下，资产价格波动相对较大。从国内看，受关税博弈扰动，4 月上旬股票市场大幅回调，上证综指、深证成指跌幅分别为 3.4%、7.1%，中下旬悲观情绪有所修复，叠加一季度经济开局良好，宏观数据超出市场预期，股票市场有所上涨；同样由于关税扰动，4 月初国债收益率加速下行，随后受宏观数据超预期、央行态度边际缓和等多空因素影响，整体呈现区间波动走势。进入 5 月，国新办召开新闻发布会，介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况，围绕稳股市、稳楼市、加强对民企与科创企业金融支持三大主线，释放积极政策信号，加之中美关税博弈阶段性缓和，市场情绪有所提振，股票市场波动上涨；从债券市场看，各期限国债收益率表现分化，短端利率在降准降息等因素影响下，呈现波动下行走势，长端利率由于此前已反映宽货币预期、增量政策以及中美博弈缓和提升风险偏好等，呈波动上行走势，收益率曲线呈现陡峭化特点。从大宗商品看，5 月上半月多数指数均呈下跌走势，非金属建材、贵金属跌幅相对较高。
- 后续看，国际环境依然复杂严峻，不稳定不确定难预料因素较多，关税博弈对经济的扰动仍需持续观察，叠加国内周期性结构性矛盾交织，经济修复依然面临多重挑战，但政策持续关注“活跃资本市场”，**股票市场结构性机会仍存**，低利率环境下高股息板块或依然具有吸引力，同时在当前政策持续支持科技创新等背景下，信息技术、人工智能、高端制造业等板块长期增长潜力相对较大，建议持续关注。从债券市场看，货币政策执行报告从去年四季度的“择机调整优化政策力度和节奏”，调整为“灵活把握政策实施的力度和节奏”，或表明下一阶段货币政策以落实 5 月推出的一揽子金融政策为主，总量宽松尚需时日，短期内对收益率影响或较为有限；同时，伴随超长期特别国债加快发行，国有大行在一级市场加大承接或影响其二级市场配债力度，为满足流动性监管指标，大行或加大短债配置，或进一步削弱长端债券配置需求，叠加

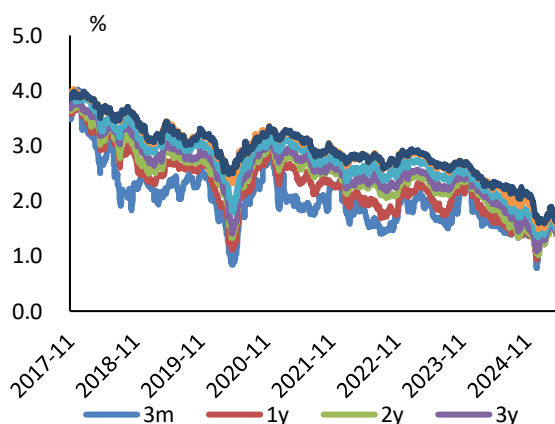
短期内保险保费收入增速下滑可能也会降低保险长债配置需求、10Y-1Y 利差压缩至历史低位、流动性边际缓和利好资金利率走势等，收益率曲线或呈现陡峭化趋势，长端利率下行空间较为有限。从大宗商品看，全球经济下行风险加大下，原油需求或难以大幅上升，叠加原油供给有所增加，后续原油价格或依然承压。黄金方面，短期内中美关税博弈阶段性缓和或降低避险需求，加大黄金价格波动，但中长期各国央行增持黄金、经济下行压力仍存等对黄金依然形成一定利好作用，黄金配置价值仍存。

图 19：股票市场价格走势



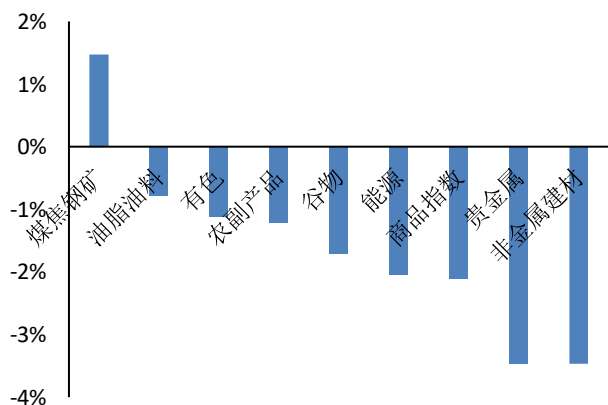
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 20：10 年期国债收益率走势



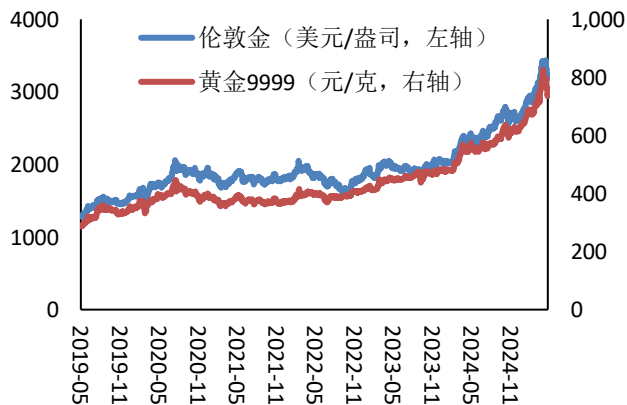
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 21：Wind 商品指数涨跌幅（5.1-5.16）



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 22：黄金价格走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

附表：

表 1：主要宏观数据一览										
	2025 年				2024					
	两年复合增速	4 月	Q1	3 月	Q4	Q3	Q2	4 月	Q1	同比变化
GDP（当季同比，%）	5.3	-	5.4	-	5.4	4.6	4.7	-	5.3	↑
GDP（累计同比，%）	5.3	-	5.4	-	5.0	4.8	5.0	-	5.3	↑
第一产业（当季同比，%）	3.4	-	3.5	-	3.7	3.2	3.6	-	3.3	↑
第二产业（当季同比，%）	5.9	-	5.9	-	5.2	4.6	5.6	-	6.0	↓
第三产业（当季同比，%）	5.1	-	5.3	-	5.8	4.8	4.2	-	5.0	↑
第一产业（累计同比，%）	3.4	-	3.5	-	3.5	3.4	3.5	-	3.3	↑
第二产业（累计同比，%）	5.9	-	5.9	-	5.3	5.4	5.8	-	6.0	↓
第三产业（累计同比，%）	5.1	-	5.3	-	5.0	4.7	4.6	-	5.0	↑
工业增加值（同比，%）	6.4	6.1	6.5	7.7	5.8	5.8	6.0	6.7	6.1	↓
工业增加值：高技术制造业（同比，%）	10.6	10.0	9.7	10.7	8.9	9.1	8.7	11.3	7.5	↓
服务业生产指数（同比，%）	4.7	6.0	5.8	6.3	5.2	4.9	4.9	3.5	5.5	↑
投资（累计同比，%）	4.1	4.0	4.2	4.2	3.2	3.4	3.9	4.2	4.5	↓
制造业投资	9.2	8.8	9.1	9.1	9.2	9.2	9.5	9.7	9.9	↓
高技术产业	-	-	6.5	6.5	8.0	10.0	10.6	11.1	11.4	↓
高技术制造业投资	-	-	-	-	7.0	9.4	10.1	9.7	10.8	-
高技术服务业投资	-	-	-	-	10.2	11.4	11.7	14.5	12.7	-
房地产投资	-10.1	-10.3	-9.9	-9.9	-10.6	-10.1	-10.1	-9.8	-9.5	↓
基建投资	9.3	10.9	11.5	11.5	9.2	9.3	7.7	7.8	8.8	↑
基建投资(不含电力)	5.9	5.8	5.8	5.8	4.4	4.1	5.4	6.0	6.5	↓
民间投资	0.2	0.2	0.4	0.4	-0.1	-0.2	0.1	0.3	0.5	↓
社零额（同比，%）	3.7	5.1	4.6	5.9	3.5	3.3	3.7	2.3	4.7	↑
商品零售（同比，%）	3.5	5.1	4.6	5.9	3.2	3.0	3.2	2.0	4.0	↑
服务零售（累计同比，%）	6.7	5.1	5.0	5.0	6.2	6.7	7.5	8.4	10.0	↓
出口：同比（%美元）	4.7	8.1	5.8	12.4	5.9	4.5	3.6	1.3	1.5	↑
进口：同比（%美元）	4.0	-0.2	-7.0	-4.3	1.1	2.1	2.0	8.3	1.6	↓
贸易顺差（亿美元）	-	961.8	2729.7	1026.4	9918.1	6942.0	4355.8	719.9	1831.8	↑
CPI（同比，%）	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.2	0.3	0.1	0.3	0.0	↓
PPI（同比，%）	-2.6	-2.7	-2.3	-2.5	-2.2	-2.0	-2.1	-2.5	-2.7	↑
工业企业利润（同比，%）	2.5	-	0.8	2.6	-3.3	-3.5	3.5	4.0	4.3	↓
工业企业营收（累计同比，%）	2.8	-	3.4	3.4	2.1	2.1	2.9	2.6	2.3	↑
营收利润率	4.8	-	4.7	4.7	5.4	5.3	5.4	5.0	4.9	↓
M2：同比（%）	7.6	8.0	7.0	7.0	7.3	6.8	6.2	7.2	8.3	↑
新增社会融资规模（亿元）	-	11591.0	151800.0	58894.0	322600.0	256600.0	181000.0	-658.0	129300.0	↑

（注：↑、↓分别代表最新数据相比上年同期的回落与提升）

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100020

电话：（86010）66428877

传真：（86010）66426100

网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD

ADD: Building 5, Galaxy SOHO,

No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020

TEL: (86010) 66428877

FAX: (86010) 66426100

SITE: <http://www.ccxi.com.cn>