

生产仍具韧性，地产和消费边际走弱 ——2025年4月经济数据点评

点评

- **受出口和基数拖累，工业增加值增速边际走低。**2025年1-4月，全国规模以上工业增加值同比增长6.4%，较1-3月增速回落0.1个百分点，4月单月工业增加值同比增长6.1%，虽较3月回落1.6个百分点，但仍高于市场预期。4月工业增加值增速边际下滑，一方面或因为去年同期基数走高，另一方面或受到出口边际走弱的影响，但短期我国通过加强与欧盟、东盟等地区的贸易合作，出口仍有一定支撑。4月产品销售率为97.2%，同比下降0.2个百分点，出口交货值增速大幅转弱，4月出口交货值为12469亿元，同比名义增长0.9%，增速较3月下跌6.8个百分点。其中，4月三大门类增加值同比增速均走低，采矿业、制造业、电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比增速较3月分别下滑3.6、1.3和1.4个百分点至5.7%、6.6%和2.1%。分行业看，4月，煤炭开采和洗选业、纺织业、石油和天然气开采业、汽车制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比增速下滑较多，部分为出口依赖度较高的行业，而煤炭、石油相关行业或更多受到大宗商品价格下跌的影响。增加值增速边际回升的有农副食品加工业、医药制造业、有色金属冶炼和压延加工业等，多为内需驱动的行业。分产品看，智能手机、微型计算机设备产量增速下降较多，而工业机器人产量有显著支撑，同比大幅增长51.5%，增速较3月升高34.8个百分点。此外，新动能制造业生产增势较好，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。5月，在中美关税博弈边际缓和下，出口短期有望回升，加之去年同期基数走低，工业增加值增速有望小幅反弹。
- **狭义基建投资增速保持平稳，财政将加快形成实物工作量。**2025年1-4月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长4.0%，比1-3月下降0.2个百分点，略低于市场预期。分区域来看，东部、中部、西部和东北地区投资增速分别下滑0.9、0.7、0.9和2.1个百分点至1.3%、4.8%、5.3%和7.6%。基建投资方面，1-4月狭义基建投资同比增长5.8%，增速与1-3月持平，广义基建投资同比增长10.85%，较1-3月下降0.65个百分点。其中，公共设施管理业投资同比上升4.9%，持平于前值，道路运输业投资同比下降0.9%，降幅扩大0.7个百分点，铁路运输业投资同比升高1.6%，涨幅走扩1.1个百分点，水利管理业投资增速下降6.1个百分点至30.7%。4月单月，狭义基建投资同比增长5.8%，较3月小幅下滑约0.1个百分点，走势保持平稳，显示稳增长政策延续性，而广义基建投资同比增速下滑约3个百分点至9.6%，但仍维持高速增长态势。从高频数据来看，截至5月14日，5月石油沥青装置开工率平均为31.6%，高于4月份的28.2%，回升速率明显加快。4月24日，财政部启动2025年超长期特别国债发行，首期20年期和30年期国债规模合计1210亿元，资金重点投向“两重”领域，包括水利、能源、新基建等；4月新增地方政府债券发行及净融资规模虽环比下降，但同比大幅上升，且4月25日政治局会议提出“加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用”，后续地方专项债、超长期特别国债有望加快落地并形成实物工作量，对后续国内基建投资形成支撑。
- **地产投资增速继续走低，销售热度边际降温。**2025年1-4月，全国房地产开发投资同比下降10.3%，降幅较1-3月扩大0.4个百分点。4月单月，房地产投资同比下降11.3%，降幅较3月边际扩大1.3个百分点。供给端，房屋施工和竣工面积降幅扩大，分别扩大0.2和2.6个百分点至-9.7%和-16.9%，新开工面积降幅收敛，收窄0.6个百分点至-23.8%。销售端，商品房销售面积降幅收敛

西南证券研究院

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-57631106
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

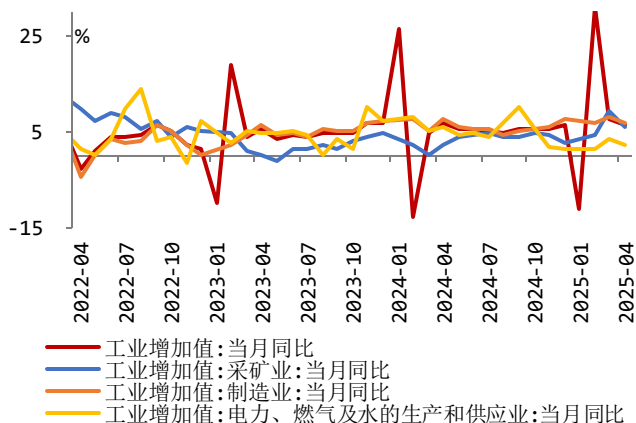
1. 关税博弈阶段性缓和，美国通胀仍在下行（2025-05-17）
2. 政府债支撑社融，信贷呈现“小月”走势——4月社融数据点评（2025-05-15）
3. “抢转口”支撑出口韧性——4月贸易数据点评（2025-05-12）
4. 政策“组合拳”再现，德国政局有波折（2025-05-09）
5. 假期出行热度延续，美国就业仍具韧性（2025-05-04）
6. 关税冲击初现，景气再度收缩——4月PMI数据点评（2025-04-30）
7. 关税博弈观察：影响、应对与演绎（2025-04-30）
8. 政治局会议定基调，守好底线备足预案（2025-04-27）
9. 促消费政策持续推出，美联储保持观望（2025-04-18）
10. 一季度政策显成效，对冲效应或将持续显现——2025年1-3月经济数据点评（2025-04-16）



0.2个百分点至-2.8%，而销售额同比降幅扩大1.1个百分点至-3.2%，待售面积同比涨幅收敛0.3个百分点至4.8%，已经降至2022年以来最低水平，今年以来商品房库存去化加快。4月单月来看，商品房销售面积和销售额同比分别下降2.1%和6.7%，降幅较3月份扩大1.2和5.1个百分点。4月，国房景气指数为93.86，较3月下降0.09点，近一年首次环比下降，4月份楼市成交热度边际降温。从房价表现来看，4月70个大中城市中，各线城市新建商品住宅销售价格环比持平或略降，二手住宅销售价格环比均下降，各线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比降幅均持续收窄。高频数据显示，截至4月18日，5月30个大中城市商品房成交面积为381.2万平方米，较去年同期下降5.1%，地产成交热度继续回落。4月25日，中央政治局会议提出“优化存量商品房收购”等政策；5月8日，央行下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.1%和2.6%。随着一系列房地产政策组合拳推出，存量商品房库存去化预计将进一步加快，并减轻居民购房成本压力，后续房地产市场企稳趋势有望进一步巩固。

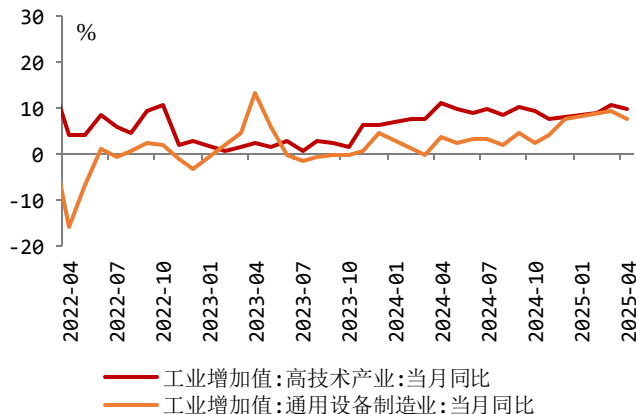
- **受价格端和出口扰动，制造业投资增速边际回落。**2025年1-4月，制造业投资同比增长8.8%，增速较今年1-3月下降0.3个百分点，比全国固定资产投资同比增速高4.8个百分点，仍保持较快增长态势。其中，消费品制造业投资增长13.4%，装备制造业投资增长8.2%，原材料制造业投资增长2.7%，增速分别走低0.1、0.7和1.6个百分点，原材料制造业投资增速回落较多，或更多受到大宗商品价格下行的影响。13个主要行业中，1-4月铁路、船舶、航空航天制造业、汽车制造业投资增速均在20%以上，延续高速增长态势，边际上看，除了纺织业、通用设备、专用设备制造业投资增速边际回升之外，其余10个主要行业投资增速均回落，铁路、船舶、航空航天制造业同比增速下降较多，较1-3月下滑8.3个百分点至29.6%，其次是医药、计算机通信等制造业行业。1-4月，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%。4月单月，制造业投资同比增长8.2%，较3月边际下滑0.9个百分点。5月7日，央行提出增加3000亿元科技创新和技术改造再贷款额度，并创设科技创新债券风险分担工具，支持科技创新企业发行科创债券融资，未来高技术产业投资在政策支持下有望延续快速增长。此外，随着关税扰动短期减弱，受关税影响的部分制造业行业投资有望改善，预计后续制造业投资增速将呈温和回升之势。
- **“以旧换新”支持力度不减，服务消费稳中有升。**2025年1-4月，社会消费品零售总额同比增长4.7%，较今年一季度增速提升0.1个百分点，4月单月社会消费品零售总额同比增5.1%，较3月下滑0.8个百分点，低于市场预期，消费仍主要受到“以旧换新”政策支撑，居民内生消费意愿仍需提振。从具体类别来看，4月份限额以上单位16个商品类别中15类零售额同比保持正增长，较3月份增多一类。“以旧换新”政策支持的家电、通讯器材消费保持较快增长，家电4月消费增速边际升高3.7个百分点至38.8%；由于国际金价快速走高，金银珠宝类销售连续3个月同比正增长，4月涨幅进一步扩大14.7个百分点至25.3%；汽车零售同比涨幅收敛4.8个百分点至0.7%，据中汽协数据显示，4月我国乘用车销量同比增长11%，汽车零售增速边际下滑或与汽车降价促销有关；国际油价下跌背景下，石油及制品零售降幅走扩3.8个百分点至-5.7%；升级类消费保持较快增长，化妆品零售增速上升6.1个百分点至7.2%，体育、娱乐用品类零售增速连续3个月保持在20%以上。从服务消费来看，1-4月份，服务零售额同比增长5.1%，增速比一季度加快0.1个百分点，高于同期商品零售额增速0.4个百分点，其中旅游咨询租赁服务类、交通出行服务类、文体休闲服务类零售额保持较快增长；餐饮收入同比增长4.8%，增速比一季度加快0.1个百分点。5月9日，央行设立5000亿元“服务消费与养老再贷款”，激励引导金融机构加大对住宿餐饮、文体娱乐、教育等服务消费重点领域和养老产业的金融支持。后续“以旧换新”政策将持续支撑商品零售，服务消费在政策加持下也有望持续回升，但去年同期基数上升，预计社消增速将保持平稳。
- **风险提示：**国内政策落地不及预期，海外政策和经济超预期变化。

图 1：三大门类增加值增速均回落



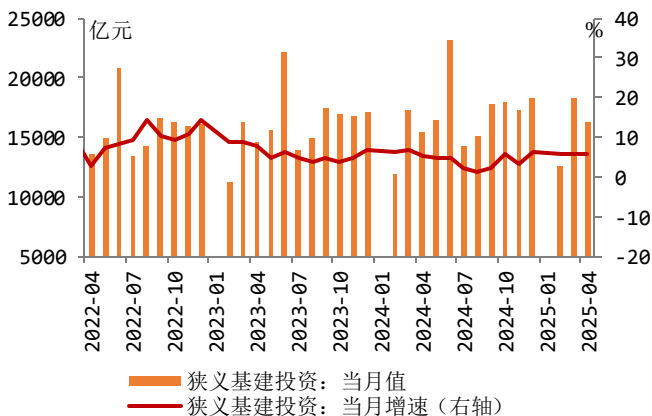
数据来源: wind、西南证券整理

图 2：高技术产业增加值保持较快增长



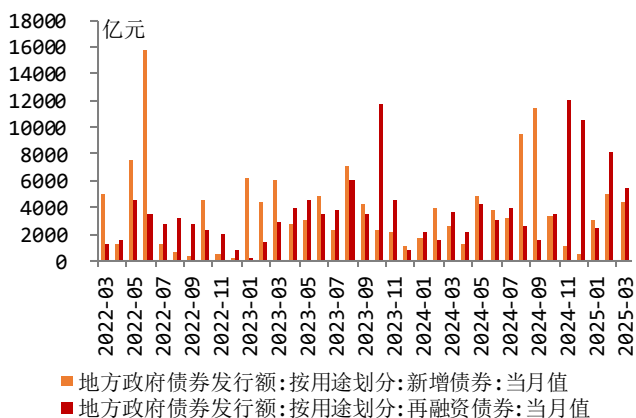
数据来源: wind、西南证券整理

图 3：狭义基建投资增速保持稳定



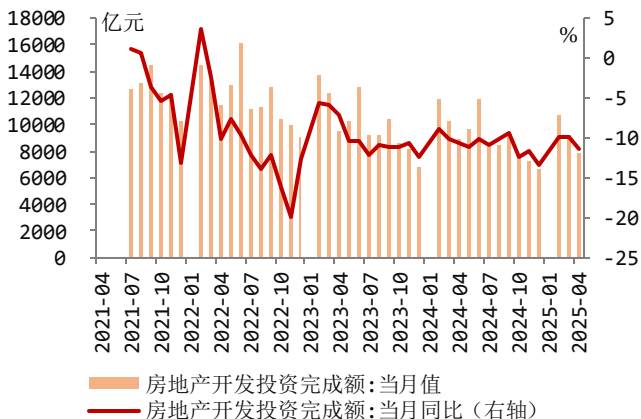
数据来源: wind、西南证券整理

图 4：3 月再融资债券发行较多



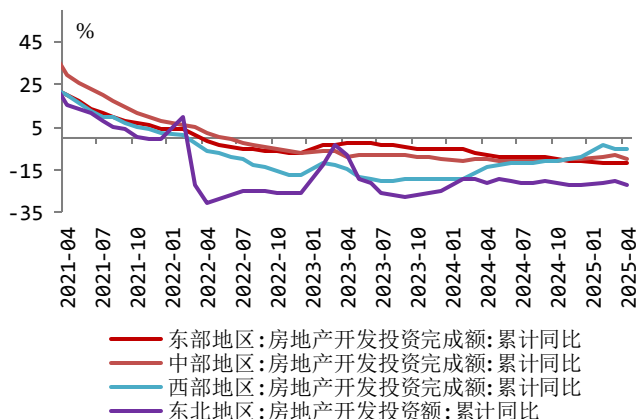
数据来源: wind、西南证券整理

图 5：房地产开发投资同比降幅扩大



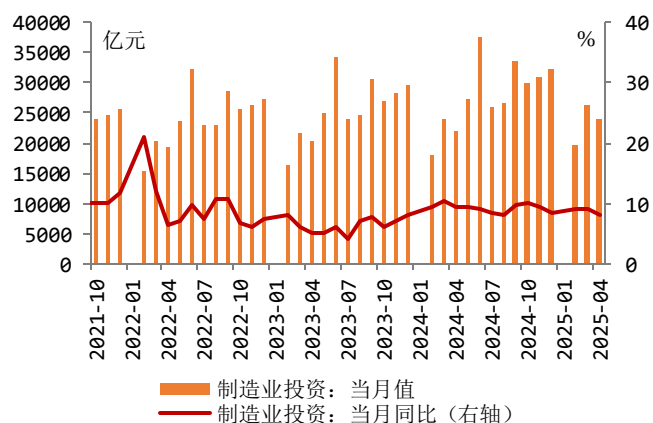
数据来源: wind、西南证券整理

图 6：不同地区房地产开发投资情况



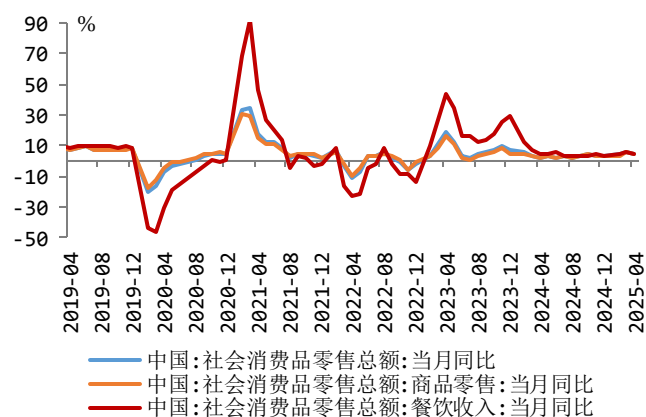
数据来源: wind、西南证券整理

图 7：制造业投资增速走低



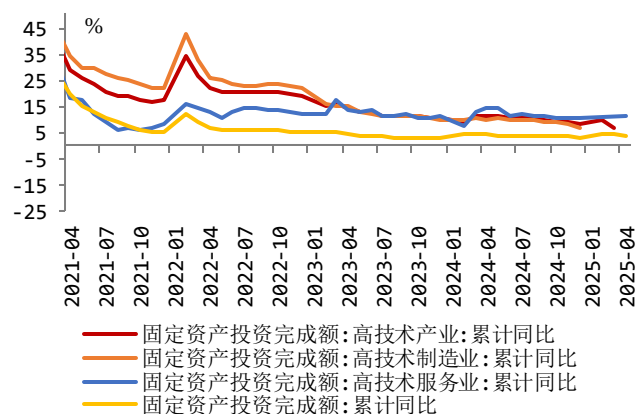
数据来源：wind、西南证券整理

图 9：社会消费品零售总额增速回落



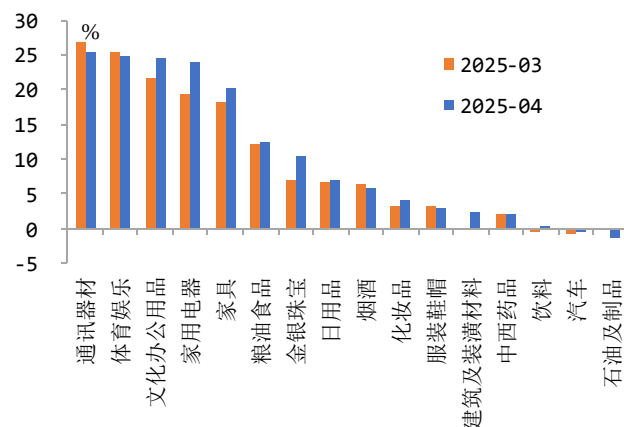
数据来源：wind、西南证券整理

图 8：高技术服务业投资增速走高



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：主要品类消费累计同比增速对比



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn