

2025 年 05 月 19 日

关税下的经济答卷：韧性趋显，供需结构待改善

宏观研究团队

——兼评 4 月经济数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

● 生产端：工业、服务业维持较高增速，供需结构仍不佳

1、外部冲击影响加大，工业生产仍维持较快增长，但供需结构仍不佳。4 月工业增加值同比下滑了 1.6 个百分点至 6.1%；工增环比为 0.22%、明显低于 3 月的 0.44%，主因此前抢生产、抢出口形成了高基数。分行业来看，电气机械、有色冶炼表现较好，分别较前值提高了 0.4、1.0 个百分点至 13.4%、7.5%。供需结构来看，4 月工业企业产销率为 95.3%，仍处于历年同期最低水平。

2、服务业生产小幅下滑。拖累项主要在于租赁商务服务、批发零售等，分别较前值下行了 1.3、0.9 个百分点。受益于国产大模型突破和互联网加大 AI 投资，信息软件技术增速加快了 0.1 个百分点至 10.4%。

● 固投端：地产投资降幅扩大，基建、制造业高位回落

1、地产：投资降幅扩大，销售有降温迹象。从高频指标来看，新房成交在 4 月下旬走弱后、5 月边际回暖，二手房成交的正增速持续放缓。作为领先指标的库销比在完成一轮修复后趋于平稳，可能指向房价进一步修复动能不强。在年初小阳春后，4 月房地产市场整体延续止跌回稳态势但途有波折，仍需政策加力。

2、制造业：关税扰动拖累企业投资扩产意愿。4 月制造业增速和设备更新增速有不同程度回落，分行业来看，通用设备、纺织业边际改善了 0.7、1.2 个百分点，食品、有色冶炼、计算机通信电子、医药制造下滑幅度较大。

3、基建：超长债迎来发行高峰，基建投资有望延续高增。测算 4 月广义基建当月同比回落了 3.0 个百分点至 9.6%，狭义基建当月同比微降 0.1 个百分点至 5.8%。分项来看，铁路运输小幅改善，水利管理、道路运输明显下滑。资金端，截至 5 月 18 日专项债发行进度为 33.5%、仍快于 2024 年同期水平，叠加超长债迎来发行高峰，预计基建投资仍有望维持较高增速。

● 消费：以旧换新继续显效，剔除基数效应后表现偏弱

1、剔除基数效应后，社零当月同比（两年复合增速）从 3 月的 4.5%明显降至 4 月的 3.7%。分品类来看，以旧换新领域和金银珠宝消费表现较好。

2、短期社零仍有低基数支撑，再往后以旧换新政策边际效用下降，例如汽车或已初步呈现透支效应，Q4 消费下行压力可能增大。

● 关税谈判与经济韧性为基，做强国内大循环为本

5 月 12 日中美贸易会谈取得实质性进展，关税扰动下的第一份经济数据呈现韧性，则全年实现 5.0%经济目标的难度有所降低。但仍需看到国内需求分项普遍走弱，供需结构不佳，且两新等领域的政策支持效果或将走弱，房地产市场止跌回稳仍有波折；海外方面特朗普关税潜存反复可能性，参考中美上一轮谈判，2018 年 12 月缓和但 2019 年 5 月谈判破裂，2019 年 6 月缓和但同年 8 月谈判破裂。我们认为扩内需政策仍需适时加力，立足做强国内大循环，以其内在稳定性和长期成长性对冲国际循环的不确定性。

● **风险提示：**政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《出口高频数据尚未大幅回升——宏观周报》-2025.5.18

《做强国内大循环——宏观周报》-2025.5.18

《财政对冲下的宽信用兑现——宏观经济点评》-2025.5.15

目 录

1、 生产：工业、服务业维持较高增速，供需结构仍不佳.....	3
2、 固投端：地产投资降幅扩大，基建、制造业高位回落.....	3
3、 消费：以旧换新继续显效，剔除基数效应后表现偏弱.....	5
4、 关税谈判与经济韧性为基，做强国内大循环为本.....	6
5、 风险提示	6

图表目录

图 1： 工业生产仍强，出口交货回落	3
图 2： 供需结构仍不佳	3
图 3： 商品房销售的修复斜率放缓	4
图 4： 库销比领先二手房价，5 月小幅走弱	4
图 5： 设备更新增速自高位小幅放缓	4
图 6： 通用设备、纺织业投资增速边际改善.....	4
图 7： 广义基建增速小幅回落	5
图 8： 铁路运输边际改善	5
图 9： 4 月社零同比小幅走弱	5
图 10： 以旧换新品类与金银珠宝社零表现较好.....	5

2025 年 4 月工业增加值同比 6.1%（预期 5.2%），社零同比 5.1%（预期 5.5%），服务零售额累计同比 5.1%，固定资产投资累计同比 4.0%。其中，广义基建、制造业、房地产投资分别为 10.85%、8.8%、-10.4%。

1、生产：工业、服务业维持较高增速，供需结构仍不佳

外部冲击影响加大，工业生产维持较快增长，但供需结构仍不佳。4 月工业增加值同比为 6.1%，较前值下滑了 1.6 个百分点但增速仍高；4 月工增环比为 0.22%、明显低于 3 月的 0.44%，主因此前抢生产、抢出口形成较高基数。分行业来看，电气机械、有色冶炼表现较好，分别较前值提高了 0.4、1.0 个百分点至 13.4%、7.5%。供需结构来看，4 月工业企业产销率为 95.3%，处于历年同期最低水平。

图1：工业生产仍强，出口交货回落

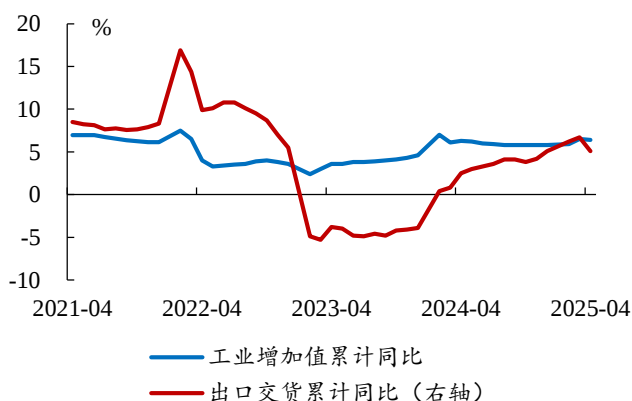
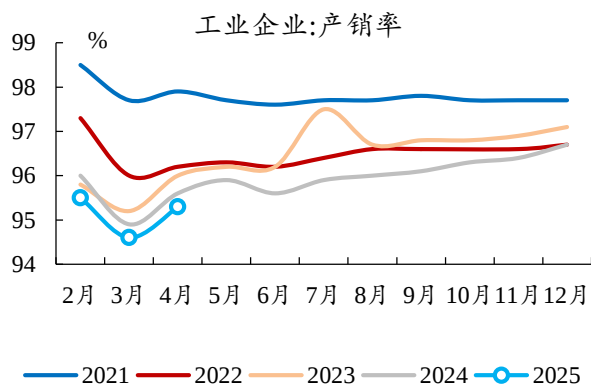


图2：供需结构仍不佳



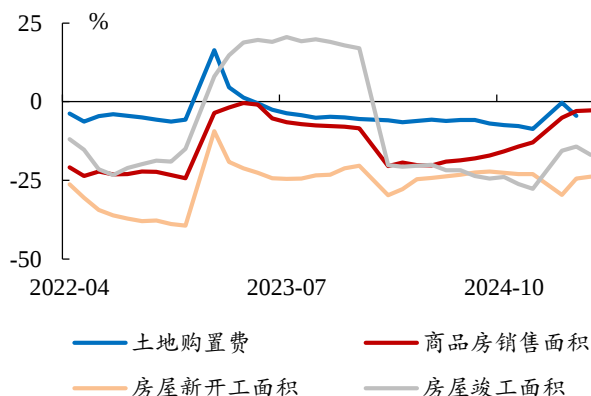
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

数据来源：Wind、开源证券研究所

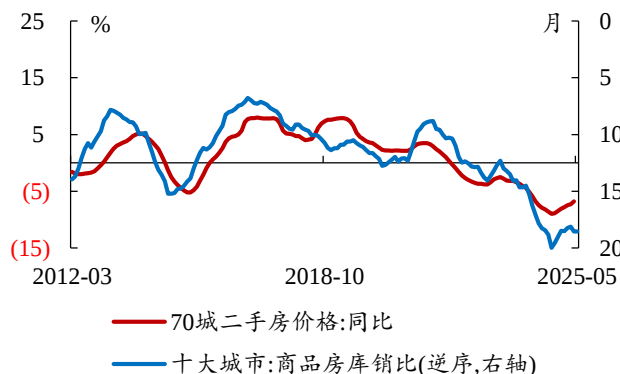
服务业生产：4 月服务业生产下滑了 0.3 个百分点至 6.0%，拖累项主要在于租赁商务服务、批发零售等，分别较前值下行 1.3、0.9 个百分点。受益于国产大模型突破和互联网加大 AI 投资，信息技术增速加快了 0.1 个百分点至 10.4%。

2、固投端：地产投资降幅扩大，基建、制造业高位回落

(1)地产：投资降幅扩大，销售修复斜率放缓。4 月房地产投资累计同比下行了 0.4 个百分点至 -10.3%，测算 4 月当月同比为 -11.3%，下行幅度明显走扩；新开工、竣工、销售面积累计同比分别较前值变动了 +0.6、-2.6、+0.2 个百分点。

图3：商品房销售的修复斜率放缓


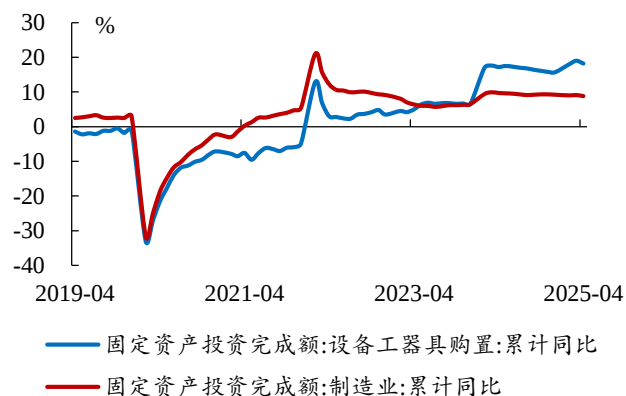
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：库销比领先二手房价，5月小幅走弱


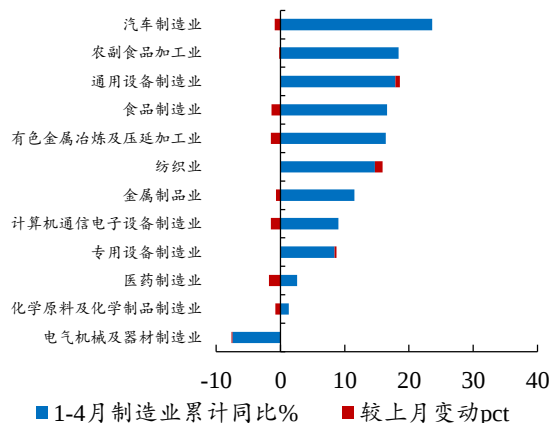
数据来源：Wind、开源证券研究所

从高频指标来看：新房成交在4月下旬走弱后、5月边际回暖，二手房成交的正增速持续放缓。作为领先指标的库销比在完成一轮修复后趋于平稳，可能指向房价进一步修复动能不强。在年初小阳春后，4月房地产市场整体延续止跌回稳态势但途有波折，有待政策适时加力。5月15日中办、国办印发《持续推进城市更新行动的意见》，后续政策工具箱可能包括扩大地方收储力度、放开一线城市限购、视情况再增一批货币化安置规模等。

(2)制造业：关税扰动拖累企业投资扩产意愿。4月制造业累计同比下降了0.3个百分点至8.8%，其中设备工器具购置累计同比下降0.8个百分点至18.0%。分行业来看，通用设备、纺织业边际改善了0.7、1.2个百分点，食品、有色冶炼、计算机通信电子、医药制造下滑幅度较大。

图5：设备更新增速自高位小幅放缓


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

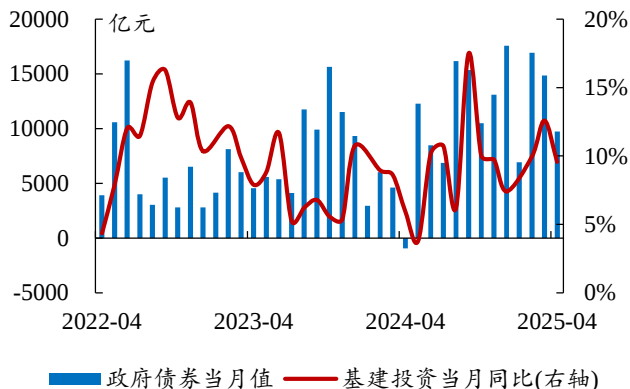
图6：通用设备、纺织业投资增速边际改善


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3)基建：超长债迎来发行高峰，基建投资有望延续高增。测算4月广义基建当月同比回落了3.0个百分点至9.6%，狭义基建当月同比微降0.1个百分点至5.8%。

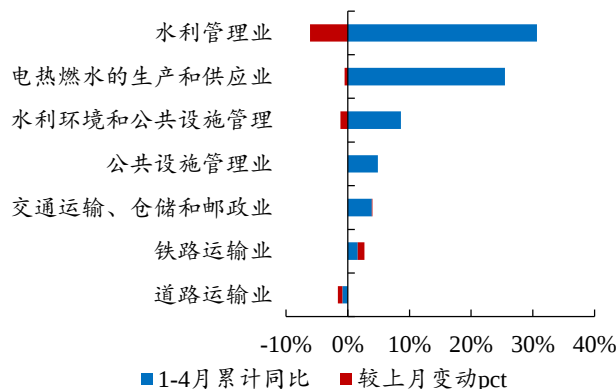
分项来看，铁路运输小幅改善，水利管理、道路运输明显下滑。资金端，截至 5 月 18 日专项债发行进度为 33.5%、仍快于 2024 年同期水平，叠加超长债迎来发行高峰，预计基建投资仍有望维持较高增速。

图7：广义基建增速小幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：铁路运输边际改善



数据来源：国务院、Wind、开源证券研究所

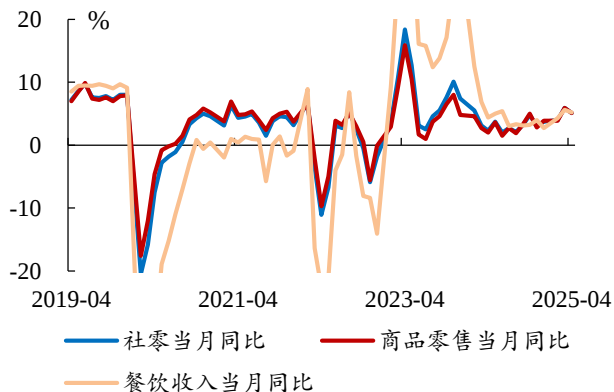
3、消费：以旧换新继续显效，剔除基数效应后表现偏弱

4 月社零累计同比提升 0.1 个百分点至 4.7%，当月同比则下降 0.8 个百分点至 5.1%。需要注意的是，基数贡献较大，从两年复合增速来看，社零当月同比从 3 月的 4.5%明显降至 4 月的 3.7%。

具体来看：以旧换新领域表现较好，家电、文化用品、家具、通讯器材分别增长 38.8%、33.5%、26.9%、19.9%，但汽车由前值的 5.5%明显回落至 0.7%；金价走高提振居民购金，金银珠宝社零累计同比提高了 14.7 个百分点至 25.3%。

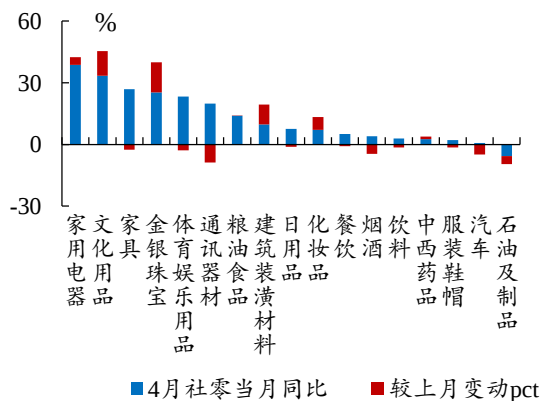
短期社零仍有低基数支撑，再往后以旧换新政策边际效用下降，例如汽车或已初步呈现透支效应，预计 Q4 消费下行压力可能增大。

图9：4 月社零同比小幅走弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：以旧换新品类与金银珠宝社零表现较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、关税谈判与经济韧性为基，做强国内大循环为本

5月12日中美贸易会谈取得实质性进展，关税扰动下的第一份经济数据呈现韧性，则全年实现5.0%经济目标的难度有所降低。但仍需看到国内需求分项普遍走弱，供需结构不佳，且两新等领域的政策支持效果或将走弱，房地产市场止跌回稳仍有波折；海外方面特朗普关税潜存反复可能性，参考中美上一轮谈判，2018年12月缓和但2019年5月谈判破裂，2019年6月缓和但同年8月谈判破裂。因此，我们认为扩内需政策仍需适时加力，立足做强国内大循环，以其内在稳定性和长期成长性对冲国际循环的不确定性。

5、风险提示

- (1)政策力度不及预期；
- (2)美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn