

2025年05月19日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

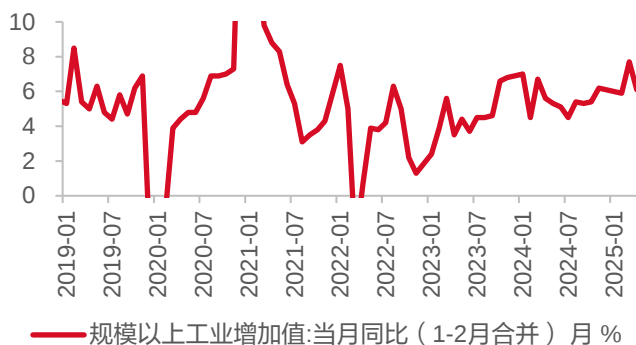
## 关税扰动下，韧性较强的4月经济

——国内观察：2025年4月经济数据

## 投资要点

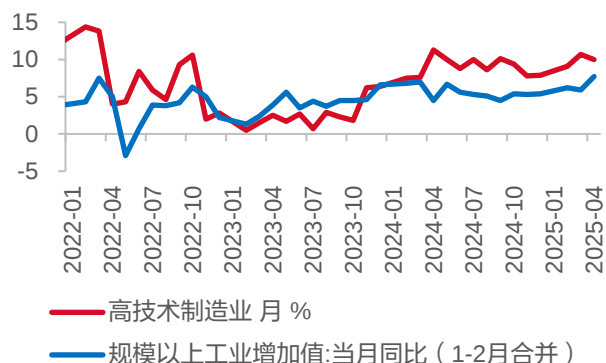
- **事件：**5月19日，国家统计局公布2025年4月经济数据。4月社零总额同比5.1%，前值5.9%；固投同比4.0%，前值4.2%；规上工业增加值同比6.1%，前值7.7%。
- **核心观点：**4月关税政策虽对预期的扰动明显，工业生产、社零增速均小幅回落，但高于去年中枢；投资端基建以及制造业投资依然稳定，但地产的拖累仍然较深。4月政治局会议做出积极部署，金融一揽子政策落地以及定调均超市场预期，此外日内瓦联合声明标志中美贸易摩擦进入阶段性缓和期。后续来看，由于90天的豁免期，二季度“抢出口”效应有望带动出口保持韧性，生产也将有望收益，对于增量储备政策来说也赢得了空间和时间。
- **“抢出口”减弱，工业生产高位回落但维持韧性。**4月规模以上工业增加值增速虽然小幅回落，但仍高于去年中枢水平（5.6%），绝对水平仍然不低。回落的主要原因可能在于一是4月抢出口效应减弱，转出口虽然有贡献，但相对有限，4月出口交货值同比回落至0.9%；二是一季度的春节错位效应减弱。高技术制造增速10.0%，高于整体增速3.9个百分点，产业升级依然具有带动作用。分具体产品来看，汽车保持稳定，但集成电路下滑较为明显，反映在内需上的粗钢、水泥也有明显回落。
- **网下消费回升明显，“以旧换新”效果持续。**与工增一样，4月社会消费品零售增速虽然回落，但同样高于去年中枢（3.3%）。分餐饮和商品来看，两者增速均小幅回落。不过，网下消费增速4月回升明显，经测算的当月同比回升至5.4%。另一方面，以旧换新相关品类对整体社零的贡献依然比较明显，家电、办公用品、家具、通讯器材零售增速分别达到38.8%、33.5%、26.9%、19.9%，汽车零售增速虽然回落至7%，但整体以旧换新相关产品对社零增速的贡献率依旧维持在46%，是社零的主要支撑项。此外，4月金银珠宝零售增速25.3%，金价维持高位的情况下，黄金饰品销售依然维持高增速。
- **投资增速小幅回落。**4月固定资产投资增速累计同比及当月同比均小幅回落。边际上来看，虽然制造业、基建投资增速均小幅回落，但支撑仍强，而房地产投资增速仍处于低位。
- **基建投资支撑仍强。**4月当月，广义基建、狭义基建投资增速分别回落至9.6%、5.8%。4月建筑业PMI回落，但土木工程建筑业商务活动指数明显回升，印证基建投资在财政资金下沉的情况下，对投资的带动作用依然明显。同时广义基建与狭义基建增速差收窄，地方投资的约束在化债持续推进的背景下可能也要强于去年，但需关注持续性。
- **边际上，地产销售以及投资均走弱。**商品房销售累计同比降幅虽然继续收窄至-2.8%，但经测算的当月同比以及30城销售增速均为负增长。前期政策推动地产销售持续性改善的动力有所减弱，公积金利率下调或在一定程度上提振地产销售。地产投资增速累计同比-10.3%，经测算的当月同比-11.3%，两者降幅均有所扩大。房企资金来源累计同比-4.1%，结构上虽然国内贷款转正，但自筹资金以及按揭贷款的拖累仍然较大，稳地产销售的重要性仍然较高。5月7日国新办新闻发布会上提到，要加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，包括房地产开发、个人住房、城市更新等贷款管理办法，关注后续落实。
- **制造业投资相对平稳。**制造业投资的边际变化相对有限，4月增速即使回落但依旧维持高位。结构上，中游设备制造受益于设备更新政策，同期设备工器具累计同比仍在18%以上。
- **风险提示：**政策落地不及预期；关税政策的不确定性；美债引发全球金融市场的风险。

图1 规模以上工业增加值当月同比，%



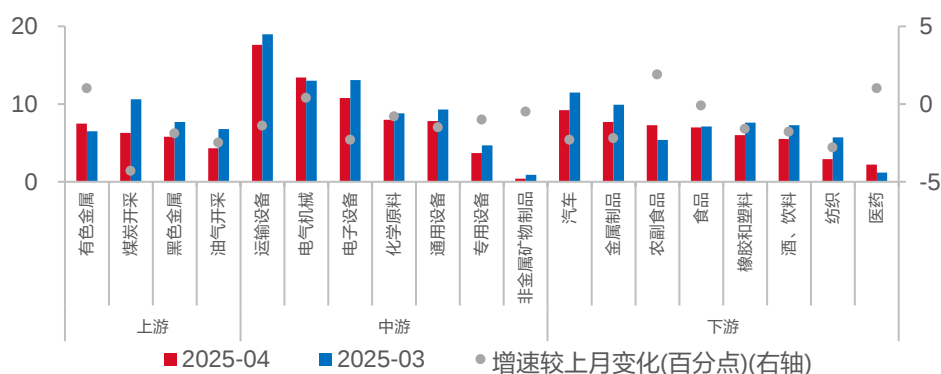
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 高技术制造业增加值当月同比，%



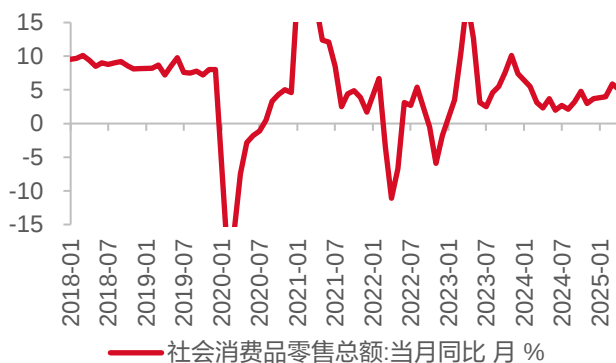
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 分行业工业增加值当月同比，%，%



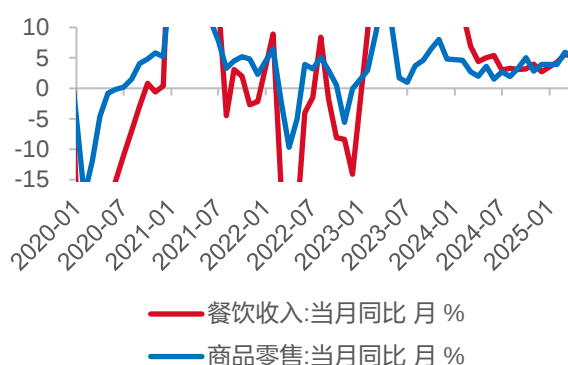
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 社会消费品零售总额当月同比，%



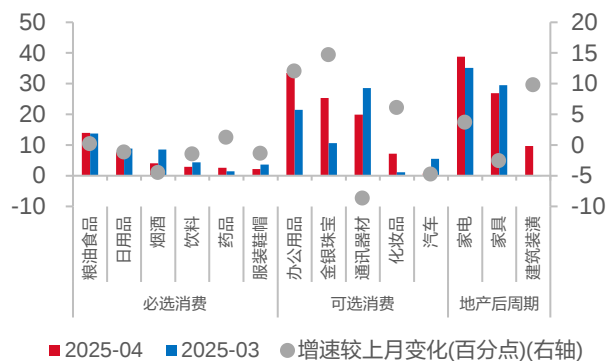
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 餐饮收入及商品零售当月同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 社零主要分项当月同比及较上月变化, %, %



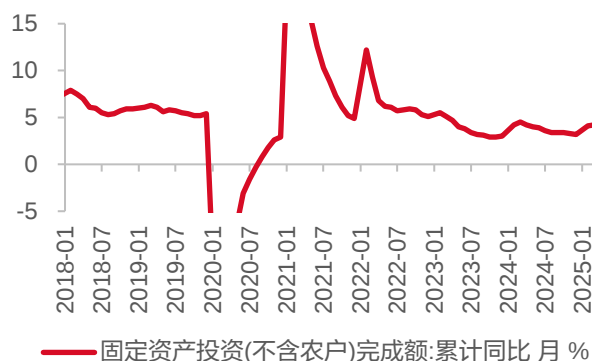
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 除汽车以外的消费品零售总额当月同比, %



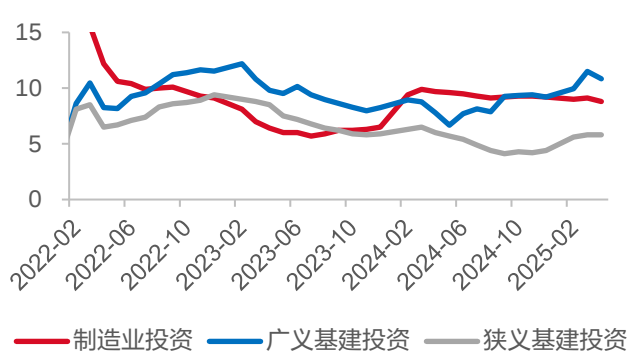
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 固定资产投资完成额累计同比, %



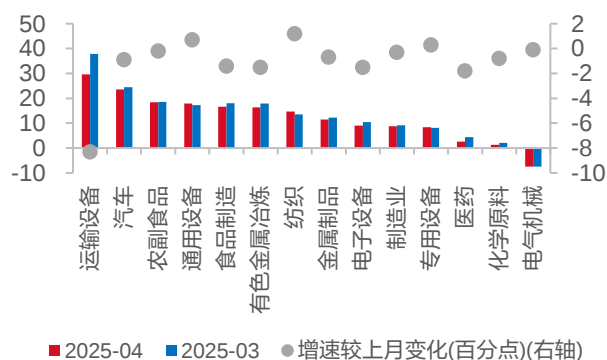
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图9 制造业、基建投资累计同比, %



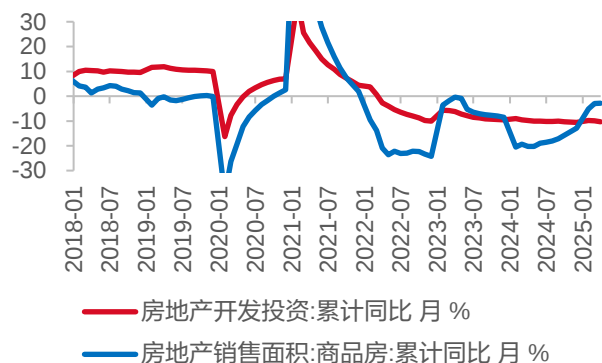
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 分行业制造业投资累计同比, %, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图11 房地产开发投资、商品房销售面积累计同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 一、评级说明

|        | 评级 | 说明                                 |
|--------|----|------------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%     |
|        | 看平 | 未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间   |
|        | 看空 | 未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%     |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10% |
|        | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间 |
|        | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%   |
|        | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间  |
|        | 中性 | 未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间     |
|        | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间   |
|        | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%   |

## 二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：( 8621 ) 20333275  
 手机：18221959689  
 传真：( 8621 ) 50585608  
 邮编：200125

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：( 8610 ) 59707105  
 手机：18221959689  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089