



关税颠簸下的宏观拼图

2025 年 05 月 19 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：张云杰

执业证号：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**5月19日，国家统计局发布的数据显示，4月份全国规模以上工业增加值同比增长6.1%，全国服务业生产指数同比增长6.0%，社会消费品零售总额同比增长5.1%；1至4月份全国固定资产投资（不含农户）同比增长4.0%，社会消费品零售总额161845亿元，同比增长4.7%。

➤ **4月经济开启了关税冲击下的颠簸之旅，呈现出“生产稳、投资弱、消费缓”的特征。**一方面，在关税从峰值回落的过程中，中国产业链的韧性足以保证短期生产端的平稳运行；另一方面，在关税多变且滞后的不确定性下，其对于企业投资和地方财政的影响可能会放大当前的有效的需求不足，4月制造业和基建投资增速的回落即是这方面的例证。总体而言，鉴于4月服务业生产指数依然平稳，我们认为二季度投资端面临的压力比消费端更大，因此在发债加速的同时，政策性金融工具的推出可以使政策效果达到更好。

➤ **为什么二季度投资面临的压力大于消费？**有以下几方面原因：

从消费端来看，4月汽车消费的回落更多是短期扰动，促消费政策的效果还会持续体现。一方面，家电、家装等品类的补贴扩围仍在见效。另一方面，随着4月下旬“加快内外贸一体化”、“推动汽车流通消费”政策的加快部署，5月以来乘用车销量大幅上升。

从投资端来看，制造业与基建面临的“逆风”都比较大。制造业方面，中美关税政策的反复冲击导致企业普遍采取审慎策略，制造业投资动能或将受制于民间资本的收缩。基建方面，即便地方债发行提速，但地方财政收支紧平衡下（如地方土地出让收入仍为负增长），资金撬动效应会弱化。

➤ **消费：社零同比不及预期，受价格端的拖累较大。**

首先，随着关税冲击下的“拓内销”压力加大，消费品价格在4月出现走弱，这在当月物价数据中已有充分体现，消费品对CPI同比的贡献由3月的拉动上涨0.1%转为拖累下降0.2%。

其次，当前部分领域的促消费政策更多聚焦于供给端、以提供补贴为主，其对“涨价”的带动作用有限，汽车领域就是较好的例证。再加上4月汽车销量基数明显抬升，当月汽车社零同比大幅回落至0.7%，是对社零同比边际拖累最大的分项。

再者，贸易环境变化下的国际油价下跌也造成了一定的输入性影响，4月石油及制品类同比降幅扩大至-5.7%，对社零同比的边际拖累仅次于汽车。

往后看，“以旧换新”等政策的对冲效果，短期内还会持续体现。一方面，家电、家装等品类的补贴扩围仍在见效、4月社零同比涨幅进一步扩大。另一方面，在“加快内外贸一体化、推动汽车流通消费”的政策部署下，5月以来乘用车销量大幅上升。

➤ **工业：“抢转口”对工业生产形成一定对冲。**4月工业增加值同比增速降至6.1%（3月为7.7%），同时环比增速也降至0.22%（3月为0.44%），均显现出关税冲击下工业生产进度的放缓。不过，4月工业生产放缓幅度整体略好于预期，同时部分行业（如电气机械、农副食品加工等）生产力度仍然“在线”，背后主要

相关研究

1.2025 年 4 月金融数据点评：4 月金融数据：三个不寻常信号-2025/05/14

2.贸易谈判点评：中美谈判：“破冰”几何？-2025/05/12

3.2025 年 4 月通胀数据点评：价格偏弱局面“何解”？-2025/05/11

4.2025 年 4 月外贸数据点评：4 月出口：被低估的韧性？-2025/05/09

5.美联储政策观察：5 月议息：继续“等待”白宫？-2025/05/07

源于4月“抢转口”的有力支撑。

➤ **制造业：关税“逆风”下的动能减弱。**4月制造业投资增速降至8.2%（3月为9.2%），主因在于4月关税政策的频繁调整，叠加反规避调查风险，企业难以形成稳定的投资预期。从具体行业来看，4月也正是电气机械、电子设备、交通运输设备这些与出口紧密度较高的中游行业，投资增速受影响较大。

不过政策对科技的重视，将成为接下来制造业发展的“顺风”。4月政治局会议提出“设立新型政策性金融工具”的方向之一便是“支持科技创新”，预计届时可能投向制造业升级、基础科学研究等领域的新型政策性金融工具将在一定程度上提振制造业投资增速。

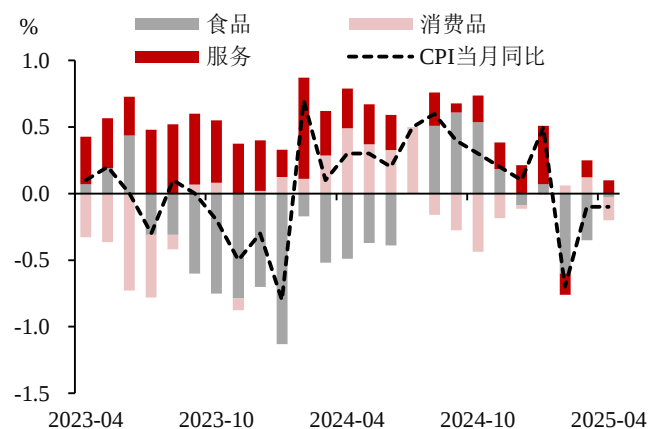
➤ **基建：景气度出现回调。**4月广义与狭义基建增速双双回落，前者同比增速为9.6%（3月为12.6%），后者同比增速为5.8%（3月为5.9%）。4月基建三大板块均呈现出不同程度的放缓，其中水利、环境和公共设施投资增速降幅最为明显（从3月的4.4%降至4月的2.4%）。

基建拐点显现仍待时机。即便相较于去年而言，剔除化债部分的新增专项债发行进度偏快，但地方政府土地收入不足叠加隐性债务约束，项目资本金筹措能力受限，易对基建投资形成制约。不过整体来看，“稳基建”的重要性仍存，近期作为基建高频跟踪指标的沥青开工率出现边际改善，预计未来基建增速将维持在中性区间。

➤ **地产：前期政策脉冲渐趋平缓，需求端刺激政策已适时加码。**除新开工面积同比降幅边际收窄之外，4月房地产投资、销售、竣工面积、一线城市二手房价等核心指标均有所走弱，这反映了前期政策脉冲消退下的地产修复动能趋缓。**针对房地产市场的波动，政策层面保持灵活应对**，5月7日金融发布会适时部署增量支持政策，降低住房公积金贷款利率0.25个百分点、预计带动LPR下行0.1个百分点。

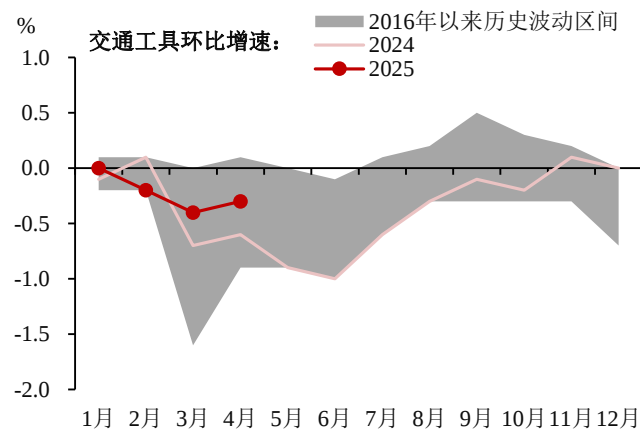
➤ **风险提示：**信息统计不完全；未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：4月，消费品价格对CPI同比的影响转为拖累



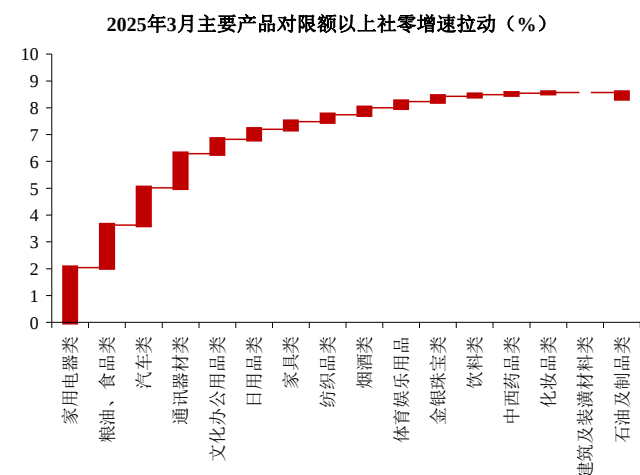
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：交通工具价格在去年四季度一度回暖，随后转弱



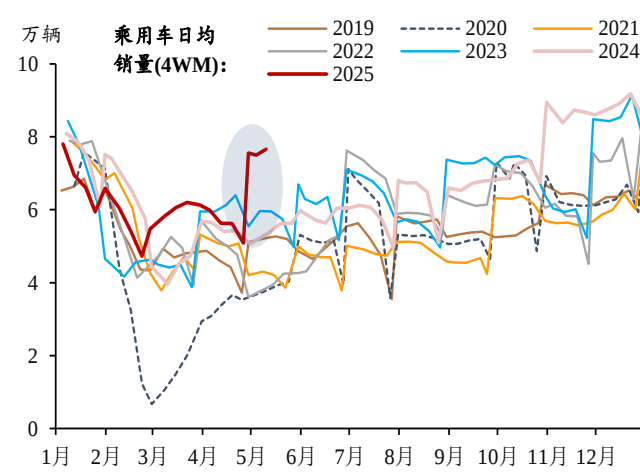
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：2025年4月限额以上社零分项拉动情况



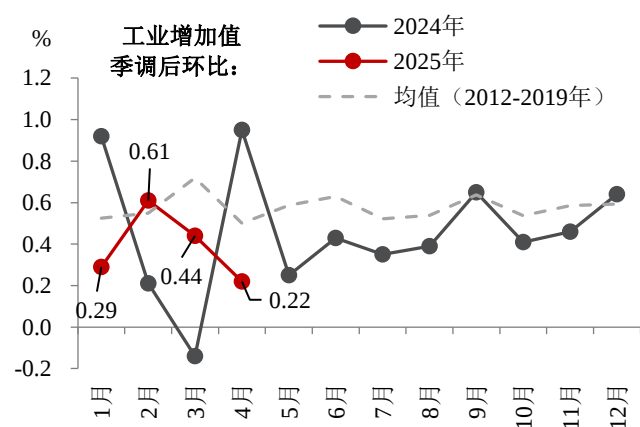
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：5月以来，乘用车销量大幅上升



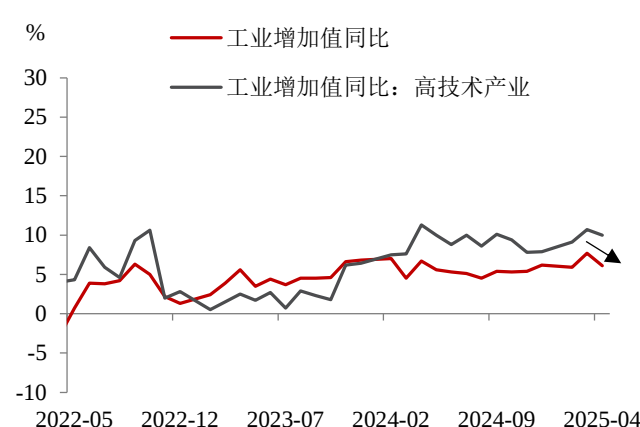
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：4月工增环比增速降势明显



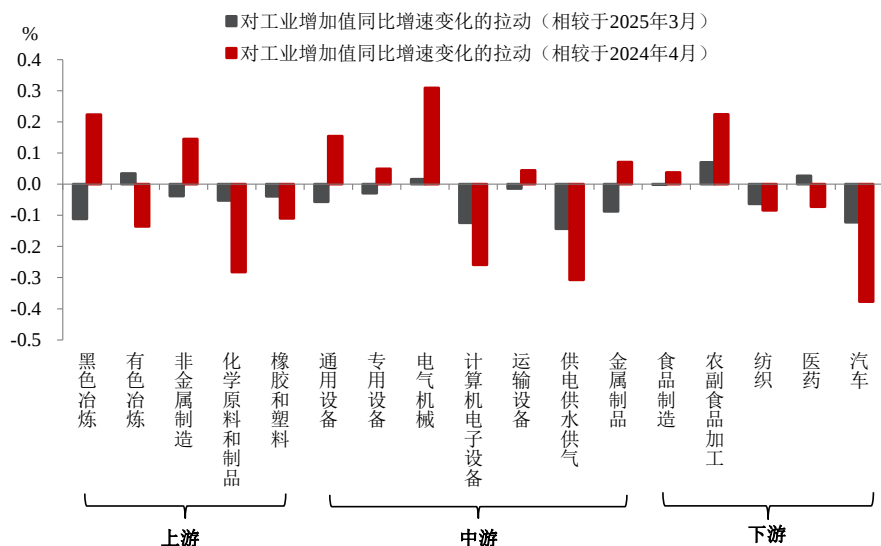
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：4月工增同比增速同样在下滑



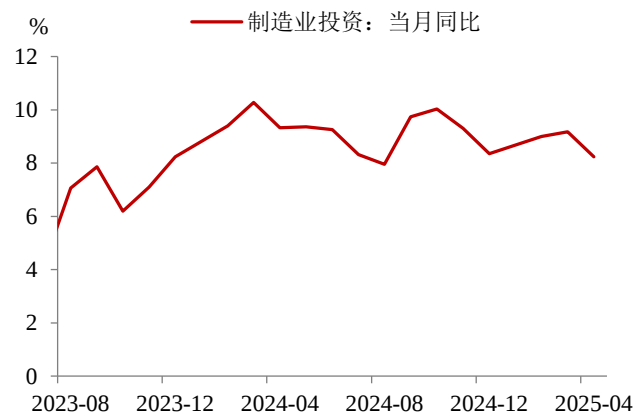
资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：4月少部分行业生产力度仍然“在线”



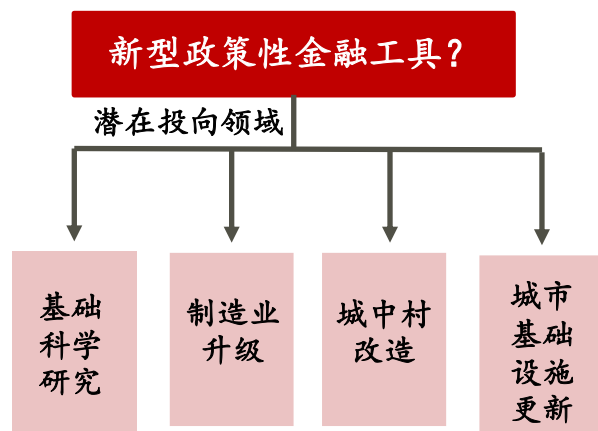
资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：4月制造业投资同比增速下滑



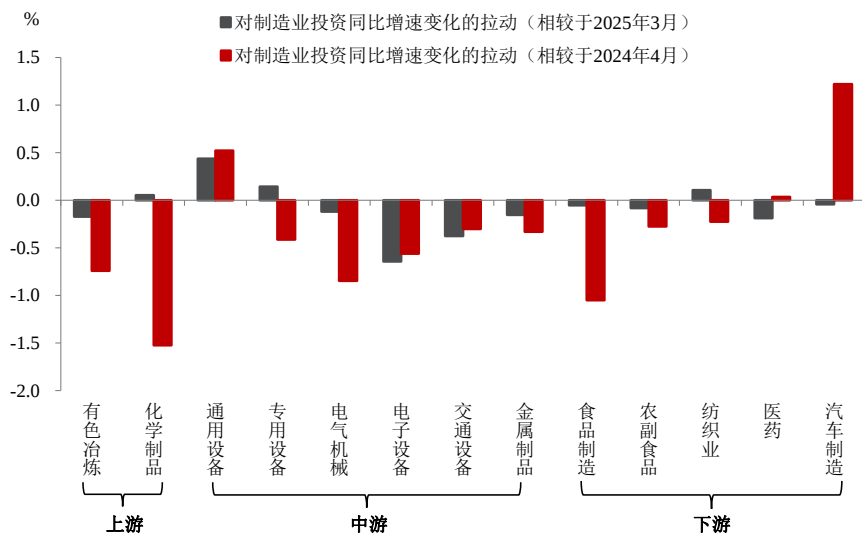
资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：新型政策性金融工具的潜在投向领域



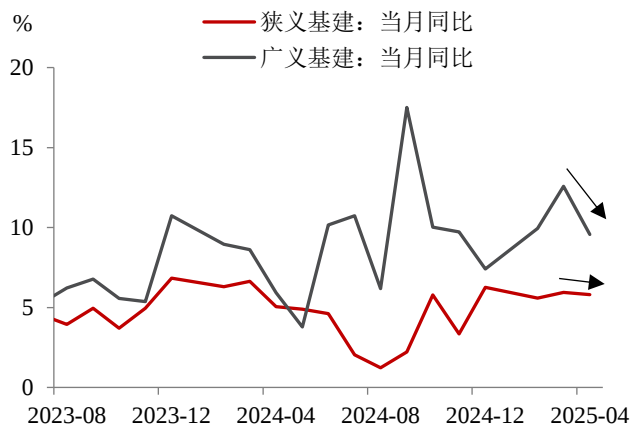
资料来源：中国政府网，民生证券研究院

图10：2025年4月中游行业投资增速受关税影响较大



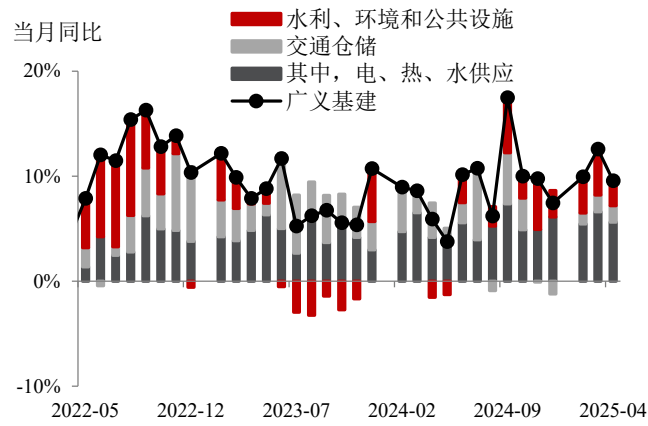
资料来源：Wind，民生证券研究院

图11：4月广义与狭义基建同比增速双双回落



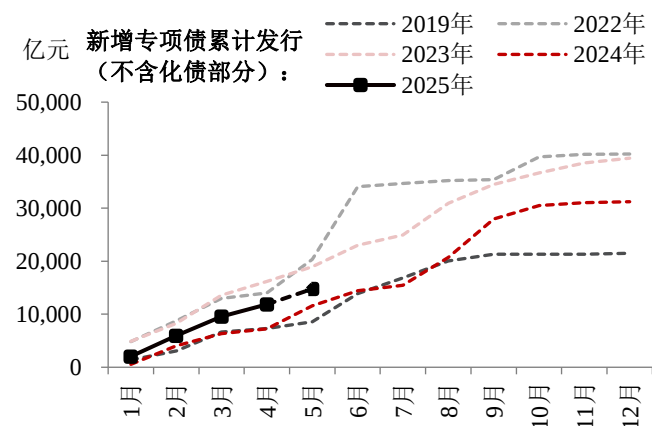
资料来源：Wind，民生证券研究院

图12：4月水利、环境和公共设施降幅最为明显



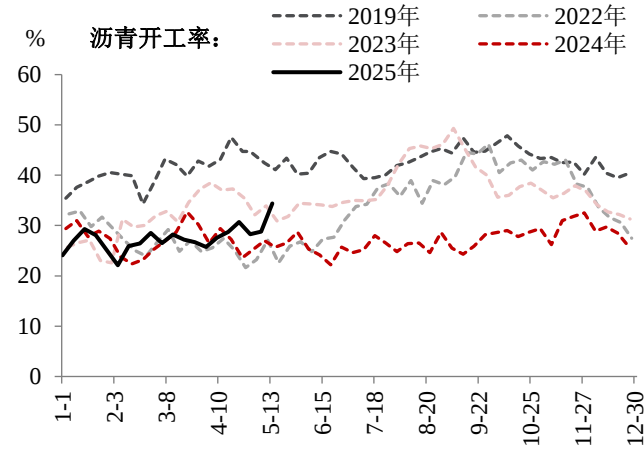
资料来源：Wind，民生证券研究院

图13：当前剔除化债部分的新增专项债发行进度偏快



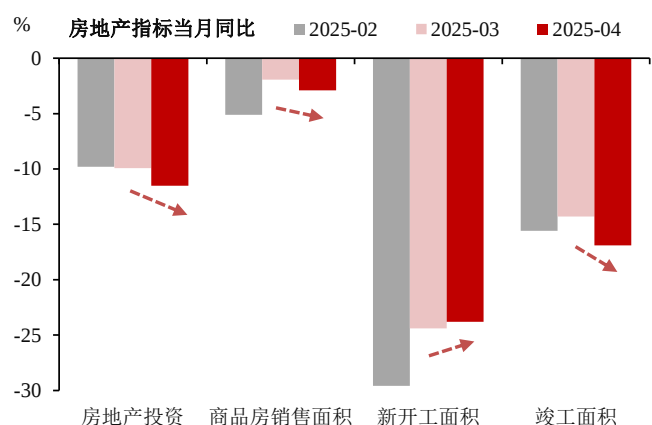
资料来源：Wind，民生证券研究院
注：5月数据截至5月18日。

图14：近期沥青开工率边际改善幅度明显



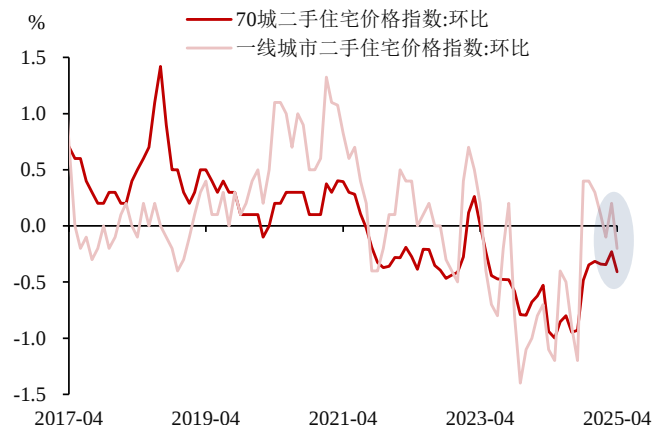
资料来源：iFind，民生证券研究院

图15：4月，房地产核心指标当月同比变化



资料来源：iFind，民生证券研究院

图16：4月，一线城市二手房价环比再度转负



资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048