

4月外部经贸环境急剧变化，宏观经济保持较强韧性

——2025年4月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 研究发展部执行总监 冯琳

事件：据国家统计局2025年5月19日公布的数据，4月规模以上工业增加值同比实际增长6.1%，前值为7.7%，1-4月累计同比为6.4%，2024年全年累计同比为5.8%；4月社会消费品零售总额同比增长5.1%，前值为5.9%，1-4月累计同比为4.7%，2024年全年累计同比为3.5%；1-4月全国固定资产投资累计同比增长4.0%，前值为4.2%，2024年全年累计同比增长3.2%。

基本观点：

总体上看，在4月关税战骤然升级背景下，国内宏观经济保持较强韧性，背后主要是今年逆周期调节政策发力，实施一个上调、两个增加，即上调财政赤字率，增加超长期特别国债发行及增加专项债发行和使用，包括“两新”、“两重”等在内的稳增长政策效应在促消费、扩投资方面持续体现。其中，4月工业增加值增速放缓，主要原因是当月外部经贸环境骤然收紧，工业企业出口交货值同比增速较上月大幅回落，但内需发力仍带动当月工业生产增速处于较高水平。4月社零同比增速放缓，或主要源于外部经贸环境变数加大，对居民消费信心造成一定影响。不过，4月以旧换新政策扩围加力在支撑居民商品消费方面继续发挥积极作用，当月家电、通讯器材、家具、文化办公用品等商品零售额延续两位数高增。1-4月固定资产投资同比增速为4.0%，较前值回落0.2个百分点。主要原因是当月外部经贸环境波动加大，制造业投资增速高位回落，房地产投资降幅也有所扩大，但在稳增长政策推动下，当前基建投资增速保持较高水平。1-4月固定资产投资增速较去年全年加快0.8个百分点，特别是基建投资增速加快1.4个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。

具体解读如下：

一、4月工业增加值增速放缓，主要原因是4月外部经贸环境骤然收紧，工业企业出口交货值同比增速较上月大幅回落，但当月工业生产增速继续保持较高水平。

4月规上工业增加值同比增长6.1%，增速较上月回落1.6个百分点。当月三大门类增加值同比增速

均有所放缓，其中占比最高的制造业增加值同比增速较上月回落 1.3 个百分点至 6.6%。主要原因是 4 月外部经贸环境骤然收紧，工业企业出口交货值同比增速较上月大幅回落 6.8 个百分点至 0.9%。2024 年出口交货值占制造业产值的 46%，占工业增加值的 38%，出口增速回落会不可避免地拖累工业生产增速下行。从 4 月官方制造业 PMI 指数来看，当月制造业 PMI 指数中的生产指数下降 2.8 个百分点至收缩区间，新订单和新出口订单指数分别下降 2.6 和 4.3 个百分点，也显示外需收缩对 4 月制造业生产的拖累效应明显。

不过，在出口交货值增速大幅放缓的情况下，4 月工业增加值同比仍处于 6.1% 的较快增长水平，这一方面与去年同期基数下沉有关——从以 2019 年为基期的 5 年平均增速来看，去年 4 月为 4.5%，比 3 月下滑 0.7 个百分点；另一方面，4 月扩内需政策发力，加之科技创新与产业创新加速融合，高技术产业发展向好，对工业生产整体表现产生支撑作用。据国家统计局数据，4 月代表新质生产力发展的规模以上高技术制造业增加值同比增长 10%，增速仅比上月小幅回落 0.7 个百分点，快于全部规模以上工业 3.9 个百分点，当月智能无人飞行器制造业增加值增长 74.2%，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%。

展望未来，伴随近期外部经贸环境波动显著加大，5 月出口增速有可能进一步下行，对工业生产会形成进一步拖累，但大力提振内需政策发力会在很大程度上发挥对冲作用，估计 5 月工业生产增速会进一步降至 5.3% 左右。总体上看，我们认为接下来工业生产增速或有一个持续放缓过程，全年工业生产增速将低于 GDP 增速，经济增长动能将再度向服务业切换。

二、4 月社零同比增速放缓，或主要源于外部经贸环境变数加大，对居民消费信心造成一定冲击。同时，价格压力影响下，4 月汽车零售额同比增速较上月明显放缓，对社零整体增速也产生较大下拉作用。不过，4 月以旧换新政策扩围加力在支撑居民商品消费方面继续发挥积极作用，当月家电、通讯器材、家具、文化办公用品等商品零售额延续两位数高增。

4 月社零同比增长 5.1%，增速较上月放缓 0.8 个百分点。其中，商品零售和餐饮收入同比分别增长 5.1% 和 5.2%，增速较上月分别放缓 0.8 和 0.4 个百分点。主要原因或为近期外部经贸环境变数显著加大，对居民消费信心造成一定冲击。可以看到，3 月消费者信心指数为 87.5 点，较上月回落 0.9 点，结束了此前连续三个月的回升过程，而且当前消费者信心指数仍然明显低于 100 点的中值水平。

不过，耐用消费品以旧换新政策扩围加力在支撑居民商品消费方面仍继续发挥积极作用。4 月限额以上单位家电、通讯器材、家具、文化办公用品零售额增速延续两位数高增，同比分别增长 38.8%（前值

35.1%)、19.9% (前值 28.6%)、26.9% (前值 29.5%)、33.5% (前值 21.5%)，明显快于商品零售整体增速，其中通讯器材零售额增速放缓主因去年同期基数抬升。另外值得一提的是，4 月汽车零售额同比增长 0.7%，增速较上月放缓 4.8 个百分点，对社零整体增速产生较大下拉作用。而据乘联会数据，4 月乘用车销量同比增长 14.6%，增速较上月小幅加快 2.6 个百分点。由此，当月汽车零售额增速放缓主要源于“价格战”影响。

从限额以上单位其他商品类别零售额来看，4 月食品、日用品、中西药品等必需品零售额同比增速保持稳定；可选消费品中，金银珠宝、化妆品、建筑装潢材料零售额同比增速较上月均明显加快，这部分源于去年同期基数下沉，服装、体育娱乐用品、石油及制品零售额同比增速则有所放缓，其中，体育娱乐用品零售额同比仍保持 23.3% 的快速增长水平 (前值 26.2%)，石油及制品零售额增速放缓主因成品油价格下调。

整体上看，尽管外部经贸环境压力骤然加大，但在促消费政策支撑下，4 月居民消费仍表现出较强韧性。为应对“出口转内销”需求，预计接下来促消费政策力度还将进一步加码。这也意味着 5 月社零增速有望维持 5.0% 左右的较快增长水平。但不容忽视的是，关税政策的不确定性给居民消费信心造成的影响正在显现，3 月消费者信心指数终止了此前三个月的连续改善势头。基于此，我们认为，当前除了以旧换新政策为代表的提供消费补贴外，促消费的关键仍是尽快推动楼市回暖，这将有利于对冲外部环境变化给市场信心造成的影响，提振居民消费信心。

三、投资：1-4 月固定资产投资同比增速为 4.0%，较前值回落 0.2 个百分点。据测算，当月固定资产投资同比增速为 3.5%，较上月回落 0.8 个百分点。主要原因是 4 月制造业投资增速回落，房地产投资降幅扩大。1-4 月固定资产投资增速较去年全年加快 0.8 个百分点，特别是基建投资增速加快 1.4 个百分点，是稳增长政策发力的集中体现。

具体来看，1-4 月制造业投资同比为 8.8%，较前值回落 0.3 个百分点，延续一季度的高位小幅回落势头，符合市场预期。背后是 4 月关税战骤然升级，短期内国内制造业投资信心会受到一定影响。不过，国内大规模设备更新政策加码仍对制造业投资形成有力支撑。数据显示，1-4 月份，设备工器具购置投资同比增长 18.2%，对全部投资增长的贡献率达到 64.5%。这会继续对 4 月制造业投资带来重要拉动效应。此外，4 月末制造业中长期贷款余额同比增长 8.5%，比全部贷款增速高 1.3 个百分点，也对制造业投资起到支撑作用。最后，1-4 月信息服务业，计算机及办公设备制造业，航空、航天器及设备制造业投资同比分别增长 40.6%、28.9%、23.9%，显示新质生产力发展对制造业投资具有较强拉动作用。

展望未来，伴随外部经贸环境波动显著加大，国内制造业投资增速还会受到一定影响，预计1-5月制造业投资累计同比增速会降至8.6%左右。我们认为，除了外部经贸环境变化外，未来影响制造业投资的另一个不确定因素仍是国内房地产行业能否尽快实现软着陆，进而拉动制造业产品需求并提振投资信心。需要指出的是，今年宏观政策还会着力促进新质生产力发展，推动新旧增长动能转换，高技术制造业投资会延续高增状态。

房地产投资方面，1-4月同比为-10.3%，降幅较前值扩大0.4个百分点，当月同比为-11.5%，降幅较前值扩大1.2个百分点。主要原因是近期新房市场降温，房地产企业销售回款受到影响。受房地产市场持续调整影响，4月商品房新开工面积、竣工面积等施工数据同比降幅均有所扩大。不过，数据显示，目前商业银行审批通过的“白名单”贷款增至6.7万亿元，较去年末大幅增加约1.7万亿；近期贷款投放速度也在加快，1-4月房企信贷资金来源实现同比正增长。我们认为，资金来源改善，叠加上年同期房地产投资基数已降至较低水平，都会推动今年房地产投资同比降幅收窄。

1-4月不含电力的狭义基建投资同比增长5.8%，与前值持平，较去年全年增速加快1.4个百分点；广义基建投资同比增长10.9%，较前值回落0.6个百分点，继续处于偏高水平。主要推动力有三个：一是近期政府债券、包括用于项目建设的新增地方政府专项债发行持续处于高峰期；二是年初以来用于基建投资的企业中长期贷款保持较快增长；三是去年四季度推出一揽子大规模化债方案，减轻了地方政府债务负担，释放了其在基建投资等方面的稳增长动能。年初以来基建投资提速，根本原因在于在外部经贸环境变数显著加大的背景下，短期内基建投资要发挥宏观经济稳定器作用。我们判断，作为政府把控能力最强的稳增长政策工具，未来一段时间基建投资提速将是稳增长的一个重要发力点，其中，水利、交通等“老基建”将是本轮基建投资提速的主要支撑点。

总体上看，在4月关税战骤然升级背景下，国内宏观经济保持较强韧性，背后主要是今年逆周期调节政策发力，实施一个上调、两个增加，即上调财政赤字率，增加超长期特别国债发行及增加专项债发行和使用，包括“两新”、“两重”等在内的稳增长政策效应在促消费、扩投资方面持续体现。

展望5月，尽管关税战降温，但高关税对出口的影响会进一步加剧，这可能继续对国内工业生产，以及消费、投资信心带来一定影响。不过，4月25日中央政治局会议明确部署“加强超常规逆周期调节”、“要加紧实施更加积极有为的宏观政策”，5月7日央行等部门推出包括降息降准在内的一揽子金融支持政策，稳增长力度明显加大。由此，我们预计5月消费、工业生产等数据或还有一定幅度下行，但整体宏观经济将继续保持较强韧性。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。