



转出口初现端倪

宏观经济报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

songxuetao@gjzq.com.cn

sunyongle@gjzq.com.cn

转出口初现端倪

摘要

更高的出行人数与更低的人均花费或表明当前居民整体消费意愿较高，但消费能力依旧受限。假期消费总量增长主要依赖出行人数增长。

4 月国内集装箱吞吐量维持韧性或映射出口不会大幅衰退。越南进、出口同比大幅走高或与美国差异化关税下，中国转口贸易再度兴起有关。

受地缘政治摩擦影响，部分大宗商品价格大幅下行，预计 4 月 PPI、CPI 同比增速或下行至 -2.7%、-0.2% 左右。

4 月 PMI 生产指数相比 3 月下滑 2.8 个百分点至 49.8%，重回荣枯线水平之下。高频数据显示，中下游生产相比与 3 月有所降温。基于相关高频数据，预计 4 月 GDP 或回落至 4.9% 左右。

截至 4 月末，新增专项债、特殊再融资专项债、新增一般债、特别国债、国债累计发行进度为 27.1%、79.9%、38%、15.9%、30%。在特别国债发行计划明确后，后续专项债和国债的发行速度或加快。

风险提示

关注后续以旧换新等消费刺激政策加码对服务消费等的支持力度

4 月抢转口初见端倪，需要关注后续抢转口结束后，出口可能面临的快速下滑压力

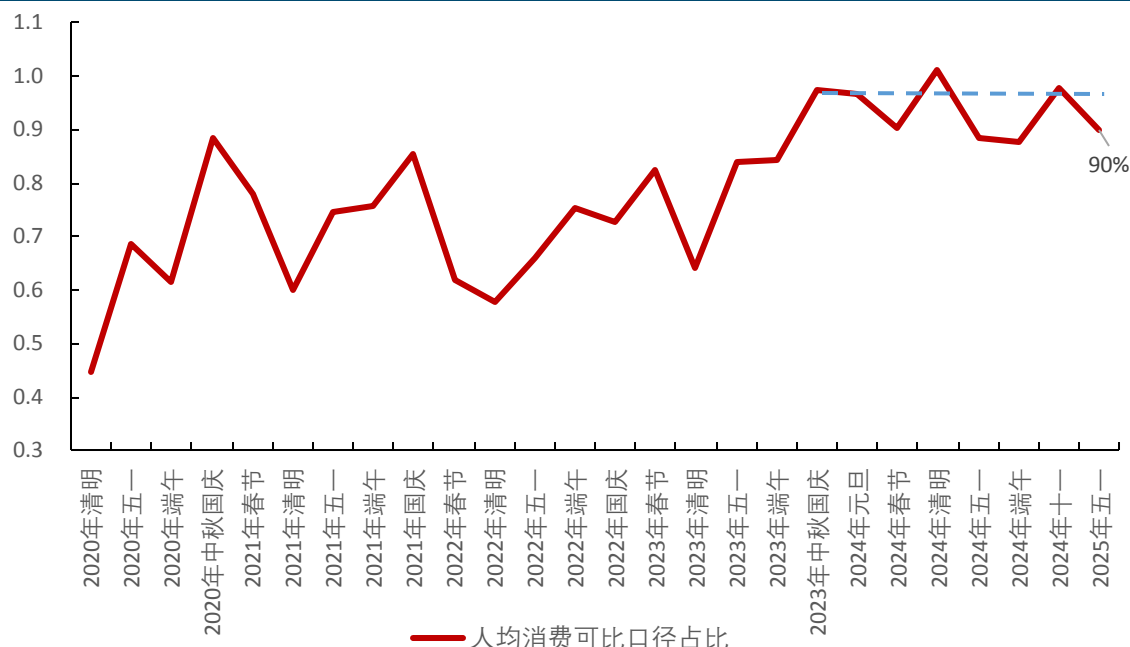
在出口面临一定下滑压力时，需要关注后续国内基本面面临的下行压力



“五一”假期消费谨慎乐观

2025 年五一假期全国国内出游 3.14 亿人次，同比增长 6.4%；国内游客出游总花费 1802.69 亿元，同比增长 8.0%，人均旅游消费 574 元，2024 年人均消费为 566 元。按照可比口径估算，今年五一一人均消费仅恢复至 2019 年同期的 90%，2024 年为 89%。五一假期全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长 6.3%，2024 年同期为 6.8%。更高的出行人数与更低的人均花费或表明当前居民整体消费意愿较高，但消费能力依旧受限。假期消费总量增长主要依赖出行人数增长。

图表1：可比口径下，五一一人均消费修复偏慢



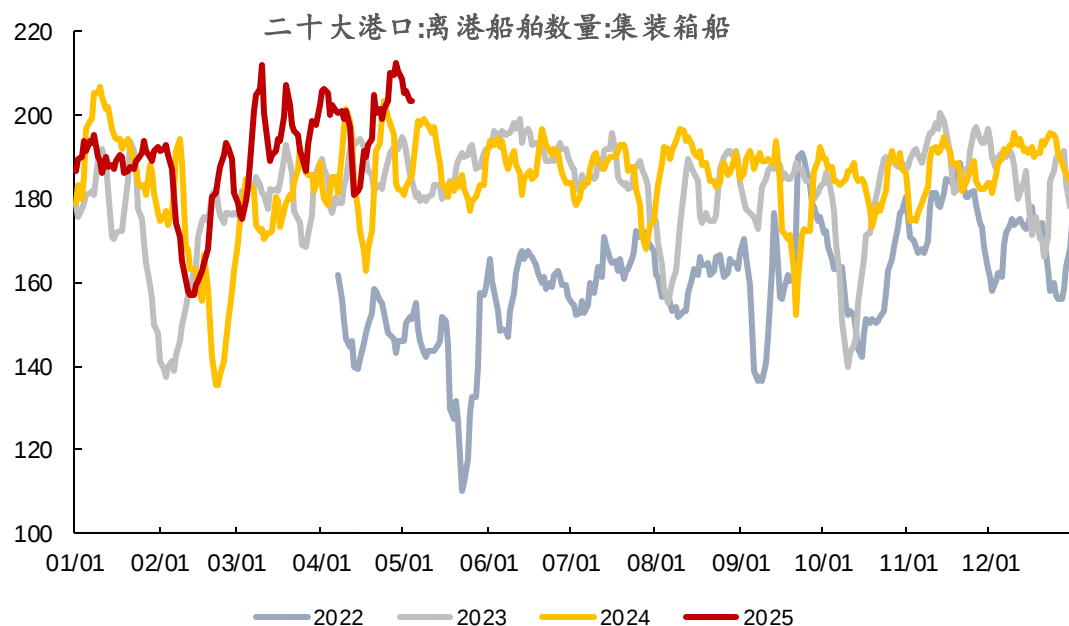
来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

4 月国内集装箱吞吐量维持韧性或映射出口不会大幅衰退

截至 4 月 27 日，国内集装箱吞吐量周均值同比 7.3%（3 月同比 9.8%），港口完成货物吞吐量均值同比 5.6%（3 月同比 4.8%）。4 月国内 20 大港口离港船舶数量、离港船舶载重同比分别增长 8.4%，10.4%。5 月 1-4 日，20 大港口日均离港船舶数量同比分别增长 1.3%、5.8%，增速有所回落。另外，4 月韩国、越南出口同比增长 3.7%、21%，前值为 3%、13.2%；进口同比增速为-2.7%、21.8%，前值为 2.3%、18.7%。越南进、出口同比大幅走高或与美国差异化关税下，中国转口贸易再度兴起有关。



图表2：中国主要港口船舶数量维持韧性

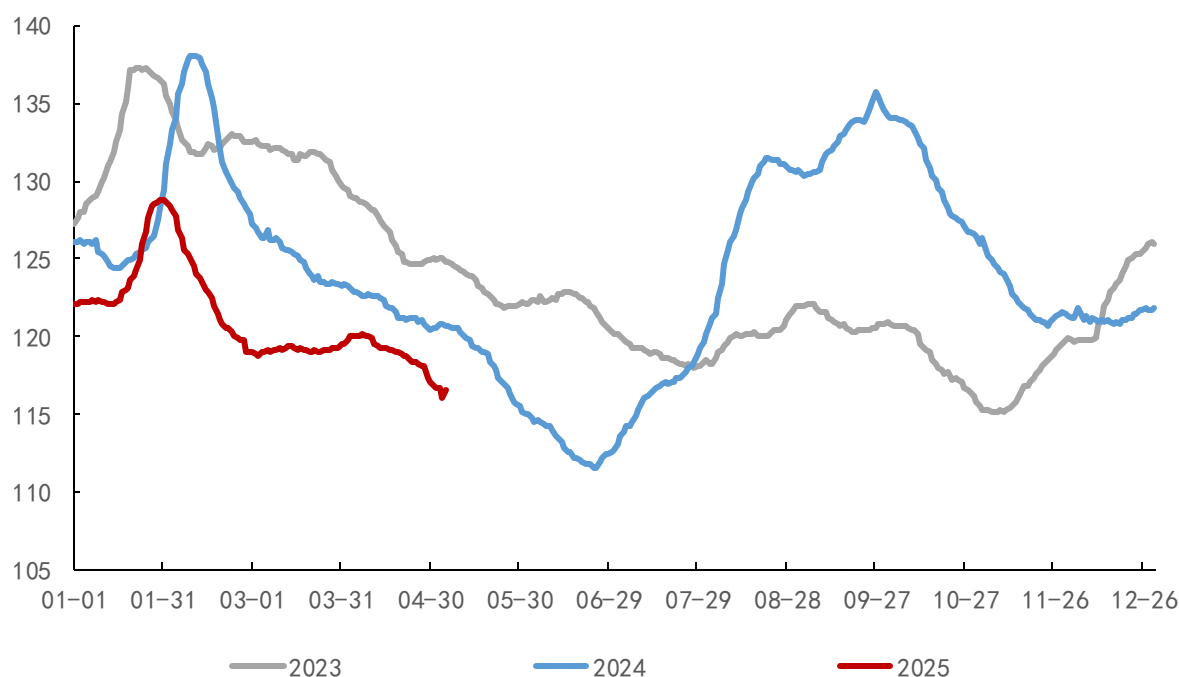


来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

物价下行压力加大

受地缘政治摩擦影响，部分大宗商品价格大幅下行，预计4月PPI、CPI同比增速或下行至-2.7%、-0.2%左右。4月国内生产资料价格指数（周度）从3月末的101.7下滑至4月末的99.4，环比下跌2.2%。分商品来看，能源类商品领跌，4月布伦特原油、焦煤、焦炭指数环比分别下滑15.6%、12.4%、5.1%（月末值），化工产品价格指数环比下滑6.4%、螺纹钢和热卷环比分别下滑4.2%、4.9%、铜环比下滑3.3%。4月猪肉、鸡蛋、蔬菜、水果价格环比分别为-1.3%、-0.1%、-9.1%、0.0%。

图表3：农产品批发价格200指数持续低于去年同期



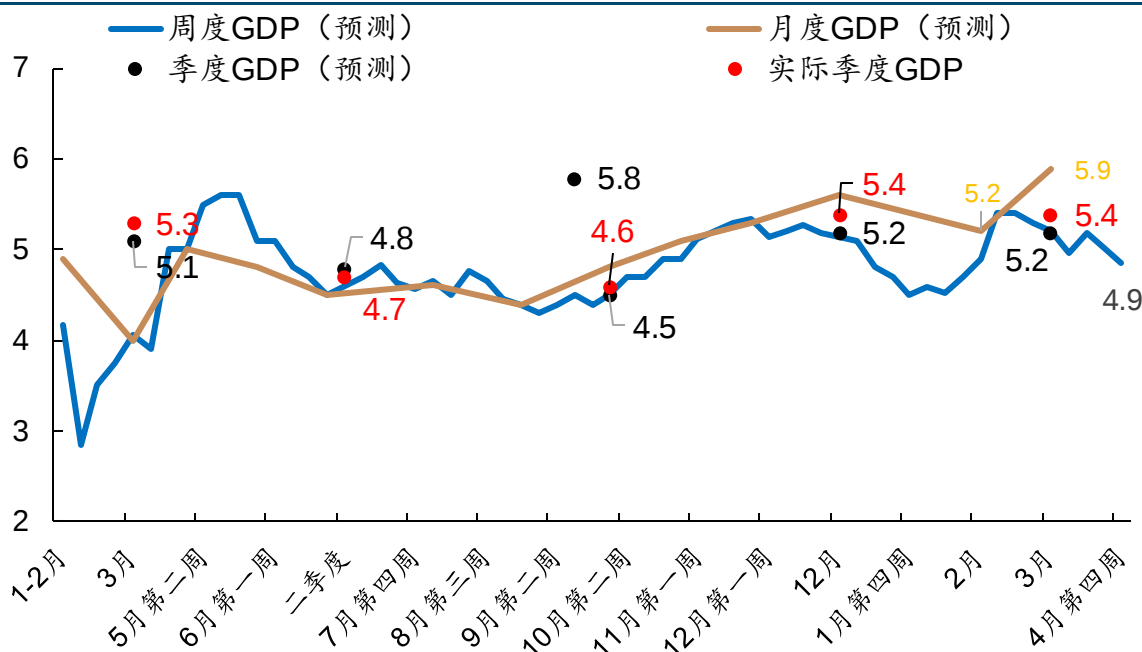
来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所



4月预计GDP同比增速或回落至4.9%左右

4月PMI生产指数相比3月下滑2.8个百分点至49.8%，重回荣枯线水平之下。高频数据显示，中下游生产相比与3月有所降温，4月末下游纺机开工率、汽车半钢胎开工率为55.1%、78.1%，相比3月末回落8.5、4.9个百分点。基于相关高频数据，预计4月GDP或回落至4.9%左右。

图表4：4月周度GDP数据显示经济持续降温



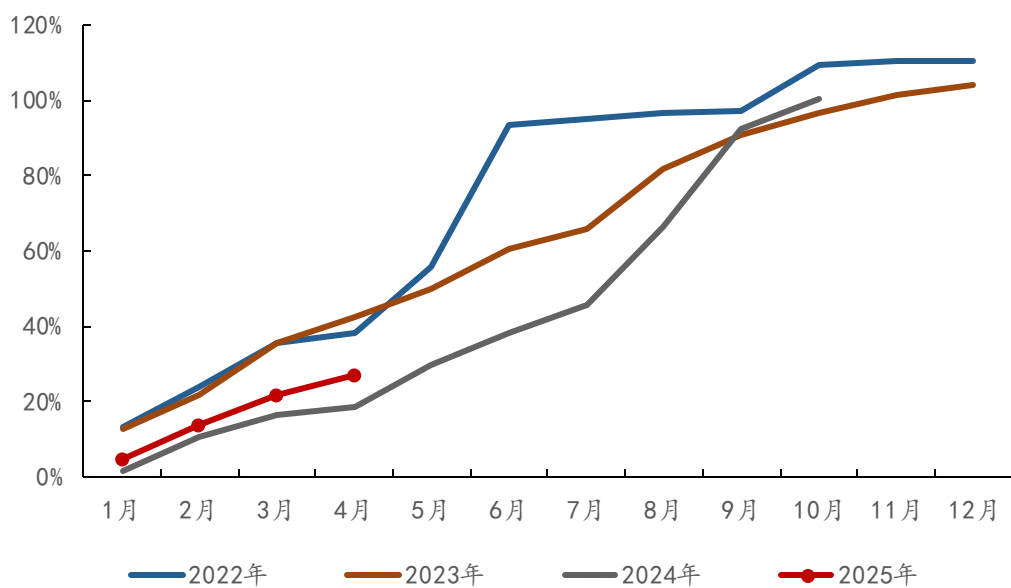
来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

政府债发行偏慢或表明政策定力依旧较强

4月政府债发行规模有所下滑，随着经济压力逐渐显现，后续政府债发行进度有望加快。4月wind口径下，政府债净融资规模为7938亿元，前值14756亿元，其中新增专项债、特殊再融资专项债、新增一般债发行额、特别国债为2301、2616、232、2860亿元，国债净融资额（包括特别国债）为2658亿元。截至4月末，新增专项债、特殊再融资专项债、新增一般债、特别国债、国债累计发行进度为27.1%、79.9%、38%、15.9%、30%。在特别国债发行计划明确后，后续如果经济面临压力加大，专项债和国债的发行速度或加快。



图表5：专项债发行进度相对较慢



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

风险提示

关注后续以旧换新等消费刺激政策加码对服务消费等的支持力度

4月抢转口初见端倪，需要关注后续抢转口结束后，出口可能面临的快速下滑压力

在出口面临一定下滑压力时，需要关注后续国内基本面面临的下行压力



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究