

经济展现出较强韧性

投资观点：

报告日期 2025-05-19

- 4月关税战骤然升级，对国内经济社会发展带来较大的冲击，主要体现在工业生产增速回落、固定资产投资转弱、社会消费趋缓；不过，在国内政策有力支持下，经济仍展现出较强的韧性，一方面，财政政策前置发力，基建投资保持高增，另一方面，“两新”加力扩围，制造业投资、社会消费保持韧性。
- 展望未来，关税战的扰动短期仍会持续，一方面，关税战降温（中美关税税率均大幅下调），短期的抢出口现象或将给出口带来支撑；一方面，当前美国对中国加征的关税水平仍然较高，且后续谈判仍然存在较大的不确定，可能仍会对工业生产、消费、投资信心带来一定影响。不过，不管外贸形势如何变化，今年全方位扩大内需的方向是确定的，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，我们预计二季度经济增长预期或有所改善，整体宏观经济将继续保持较强韧性。
- 主要经济数据：
 - (1) 生产端：
 - 中国4月规模以上工业增加值同比6.1%，预期5.5%，前值7.70%。中国4月规模以上工业增加值环比0.22%，前值0.44%。
 - (2) 需求端：
 - 1) 固定资产投资增速小幅回落。其中，制造业投资同比增长8.8%，涨幅较前值回落0.3个百分点；房地产开发投资同比下降10.3%，降幅较前值扩大0.4个百分点；基础设施投资（不含电力）同比增长5.8%，涨幅与前值持平。
 - 2) 社会消费增速趋缓。中国4月社会消费品零售总额同比5.1%，预期5.5%，前值5.90%。1-4月份，社会消费品零售总额同比增长4.7%，涨幅较前值扩大0.1个百分点。从环比来看，中国4月社会消费品零售总额环比-0.08%，前值0.58%。

宏观

专题报告

分析师：郑建鑫

从业资格证号：F3014717

投资咨询证号：Z0013223

国贸商品指数



数据来源：国贸期货

往期相关报告

- 1、【ITF-宏观】国内物价继续偏弱运行——4月通胀数据解读
20250511
- 2、【ITF-宏观】PMI指数回落至荣枯线下方——4月PMI数据解读
20250430
- 3、【ITF-宏观】内需全面发力，经济取得开门红——一季度经济数据解读
20250416
- 4、【ITF-宏观】3月PMI指数延续回升势头——3月PMI数据解读
20250331

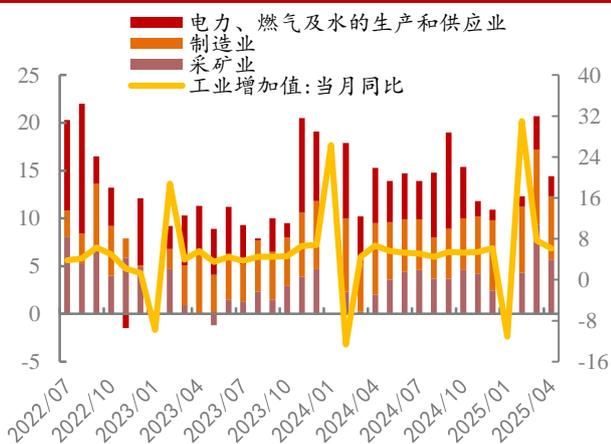
1 工业生产增速回落但高于预期

中国4月规模以上工业增加值同比6.1%，预期5.5%，前值7.70%。中国4月规模以上工业增加值环比0.22%，前值0.44%。

从主要行业来看，4月份，41个大类行业中有36个行业增加值保持同比增长。其中，上游方面，黑色金属冶炼及压延加工业同比增长5.8%，前值为7.7%，有色金属冶炼及压延加工业同比增长7.5%，前值为6.5%，非金属矿物制品业同比增长0.4%，前值为增长0.9%；下游方面，通用设备制造业同比增长7.8%，前值为增长9.3%；专用设备制造业同比增长3.7%，前值为增长4.7%，汽车制造业同比增长9.2%，前值为同比增长11.5%。

4月工业生产有所回落，主因是关税战骤然升级，出口面临较大的压力（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%），工业生产有所放缓，但在新质生产力的支撑下，整体仍保持在6.1%的中高速增长。展望未来，国内一揽子金融政策将加快落实，配合二季度财政发力，而中美贸易关系短期出现明显改善会带来抢出口窗口，二季度经济增长预期或有所改善，预计工业生产将保持在中高速增长水平。

图表1、工业生产同比增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表2、工业生产环比增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

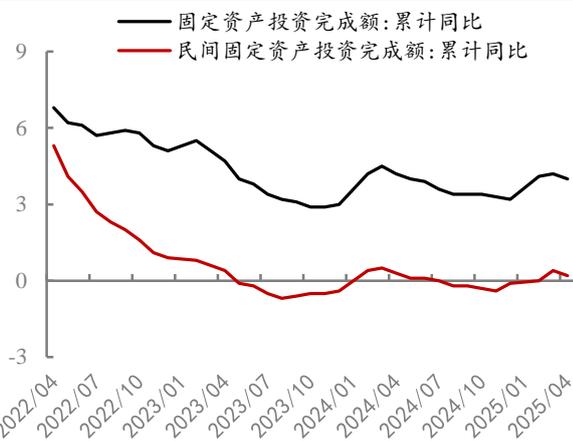
2 固定资产投资增速小幅回落

中国1-4月城镇固定资产投资同比4.0%，预期4.2%，前值4.20%。其中，民间固定资产投资同比增长0.2%，增幅较前值回落0.2个百分点。从环比看，4月份固定资产投资（不含农户）增长0.10%，涨幅较前值回落0.09个百分点。

从三大门类来看，1-4月制造业投资同比增长8.8%，涨幅较前值回落0.3个百分点；房地

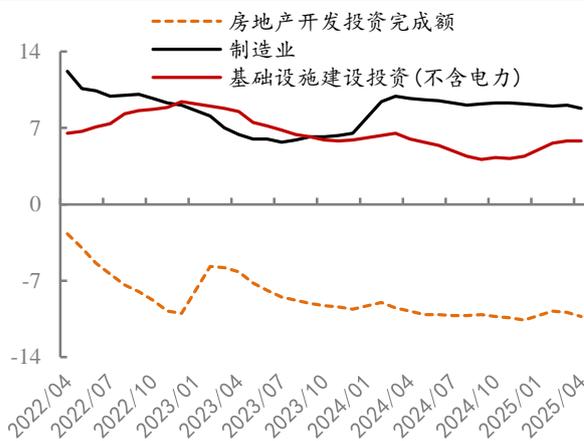
产开发投资同比下降 10.3%，降幅较前值扩大 0.4 个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 5.8%，涨幅与前值持平，其中，水利管理业投资增长 30.7%，水上运输业投资增长 26.9%，航空运输业投资增长 13.9%。

图表 3、固定资产投资累计增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 4、三大门类投资增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

(1) 基建投资保持较快增长。1-4 月基建投资（不含电力）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。主要原因在于，随着外部环境剧烈变化，国内稳增长压力加大，逆周期政策加快发力：一是近期政府债券、包括用于项目建设的新增地方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。展望未来，在外部环境仍面临较大不确定性的背景下，预计基建投资仍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。

(2) 制造业投资有所回落。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，对国内制造业投资信心造成一定的负面影响。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。展望未来，一是，外贸形势仍面临较大的不确定性，国内制造业投资增速还会受到一定影响；二是，楼市脉冲式上冲后再度走弱也会对制造业投资带来负面影响；不过，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。

(3) 房地产投资降幅扩大。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。因此，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。

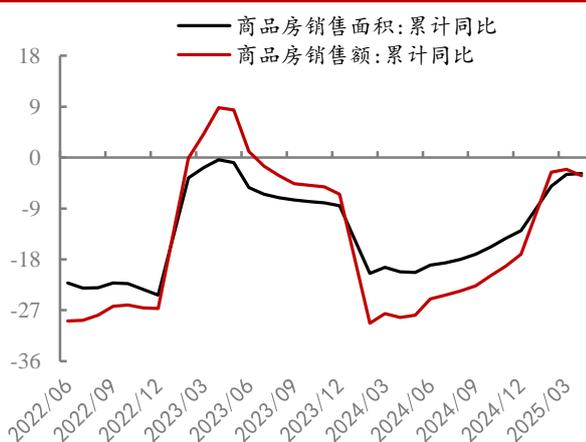
3 商品房销售量价齐跌

国家统计局的数据显示：1-4月份，新建商品房销售面积同比下降2.8%，降幅比1-3月份收窄0.2个百分点；其中住宅销售面积下降2.1%。新建商品房销售额同比下降3.2%，降幅较前值扩大1.1个百分点；其中住宅销售额下降1.9%。4月末，商品房待售面积78142万平方米，比3月末减少522万平方米。

1-4月份，房地产开发企业房屋施工面积同比下降9.7%，降幅较前值扩大0.2个百分点。房屋新开工面积同比下降23.8%，降幅收窄0.6个百分点。房屋竣工面积同比下降16.9%，降幅较前值扩大2.6个百分点。

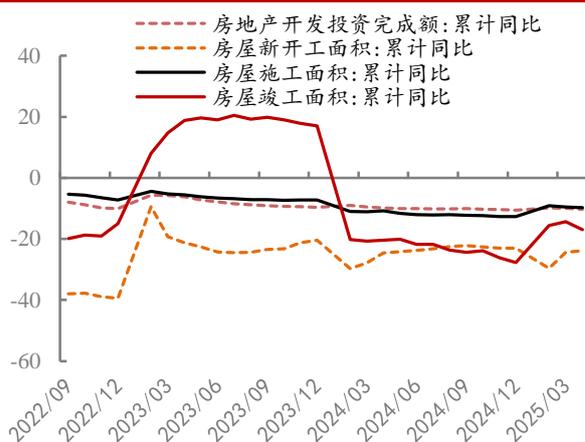
1-4月份，房地产开发企业到位资金同比下降4.1%，降幅较前值扩大0.4个百分点。其中，国内贷款5619亿元，增长0.8%；利用外资16亿元，增长82.0%；自筹资金10953亿元，下降6.8%；定金及预收款9683亿元，下降3.0%；个人按揭贷款4518亿元，下降8.5%。

图表 5、商品房销售增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 6、房地产开发投资增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

4月房地产销售量价均有所回落，住宅销售面积累计增速-2.1%（前值-2%），住宅销售额累计同比-1.9%（前值-0.4%）。在销售端走弱下，国房景气度自去年4月份以来首次回落。针对房地产市场的波动，政策层面继续加码应对，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、政策利率下调 10BP 预计将带动 LPR 下行 0.1 个百分点。后续关注增量政策落地后的效果。

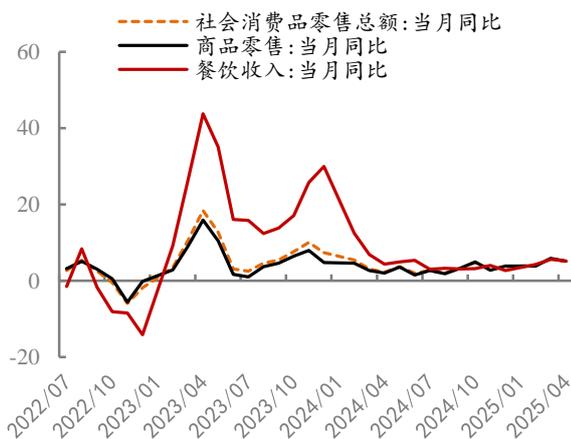
4 社会消费增速趋缓

中国 4 月社会消费品零售总额同比 5.1%，预期 5.5%，前值 5.90%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 5.6%，较前值回落 0.4 个百分点。1-4 月份，社会消费品零售总额同比增长 4.7%，涨幅较前值扩大 0.1 个百分点，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长 5.2%，涨幅较前值扩大 0.1 个百分点。从环比来看，中国 4 月社会消费品零售总额环比-0.08%，前值 0.58%。

按消费类型分，4 月份，商品零售额同比增长 5.1%，较前值回落 0.8 个百分点；餐饮收入同比增长 5.2%，较前值回落 0.4 个百分点。1-4 月份，商品零售额同比增长 4.7%，涨幅较前值扩大 0.1 个百分点；餐饮收入同比增长 4.8%，涨幅较前值扩大 0.1 个百分点。

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。

图表 7、社会消费增速持续改善（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 8、消费者信心指数有所回升（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

综合来看，4 月社会消费有所下滑，主要原因一是，贸易战骤热升级，对居民消费信心造

成一定冲击，从而对居民消费带来一定的干扰，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；二是价格因素的扰动较大，消费品价格在4月出现走弱，拖累社会零售额增速，例如，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。不过，在促消费政策支撑下，4月居民消费仍表现出较强韧性，其中，以旧换新政策仍是社零主要拉动因素，家电、家具、通讯器材等相关领域仍能保持较高增速。

展望未来，预计社会消费有望保持中高增速，有利的方面在于，大力提振消费是今年的首要任务，同时，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；不过，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，这可能需要通过稳股市、稳楼市来提振信心。

5 经济展现出较强韧性

4月关税战骤然升级，对国内经济社会发展带来较大的冲击，主要体现在工业生产增速回落、固定资产投资转弱、社会消费趋缓；不过，在国内政策有力支持下，经济仍展现出较强的韧性，一方面，财政政策前置发力，基建投资保持高增，另一方面，“两新”加力扩围，制造业投资、社会消费保持韧性。

展望未来，关税战的扰动短期仍会持续，一方面，关税战降温（中美关税税率均大幅下调），短期的抢出口现象或给出口带来支撑；一方面，当前美国对中国加征的关税水平仍然较高，且后续谈判仍然存在较大的不确定，可能仍会对工业生产、消费、投资信心带来一定影响。不过，不管外贸形势如何变化，今年全方位扩大内需的方向是确定的，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，我们预计二季度经济增长预期或有所改善，整体宏观经济将继续保持较强韧性。

附：品种观点评价体系

观点评级	短期（1个月以内）	中期（1-3个月）	长期（3个月以上）
强烈看多	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看多	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%
看空	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%
强烈看空	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

重要声明**分析师声明**

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。分析师对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和意见不会发生任何变化，本报告中的信息和意见仅供参考。

免责声明

国贸期货有限公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2012】31号。

本报告由国贸期货有限公司撰写及发布。本报告中的信息均来源于公开资料或合规渠道，国贸期货力求准确、客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，国贸期货不承诺交易者一定获利，不与交易者分享交易收益，也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。交易者务必注意，其据此做出的任何交易决策与国贸期货无关。

本报告仅供特定客户作参考之用，国贸期货不会因接收人收到本报告而视其为国贸期货的当然客户。未经国贸期货书面授权，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权。如欲引用或转载本报告，务必联络国贸期货并获得书面许可，并需注明出处为国贸期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用或删改。如未经国贸期货授权，私自转载或者引用本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或引用者承担，国贸期货保留追究其法律责任的权利。

风险提示

期货市场具有潜在风险，交易者在进行期货交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险，建议交易者应当充分深入地了解期货市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对交易者的任何交易建议及入市依据，交易者应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

期市有风险，投资需谨慎