



2025年5月21日

## 关税扰动下表现韧性，但复苏动能仍待增强

### ——4月宏观数据分析

研究员：万亮

邮箱：[xnqh\\_wl@swfutures.com](mailto:xnqh_wl@swfutures.com)

期货从业证书号：F03116714

交易咨询从业证书号：Z0019298

4月是观察关税冲击对宏观经济影响的重要窗口。我们梳理了4月国内重要的宏观经济数据，以增加对当前宏观经济运行节奏的理解。总的来说，4月宏观数据体现出两面性。一方面，在关税冲击下，国内经济仍然表现出很强的韧性，促消费下消费保持较高增速，出口强于预期，房地产销售对经济的拖累放缓；另一方面，国内经济的复苏动能仍待加强，制造业PMI回落，物价指数仍在低位，房地产新开工、投资增速较低。

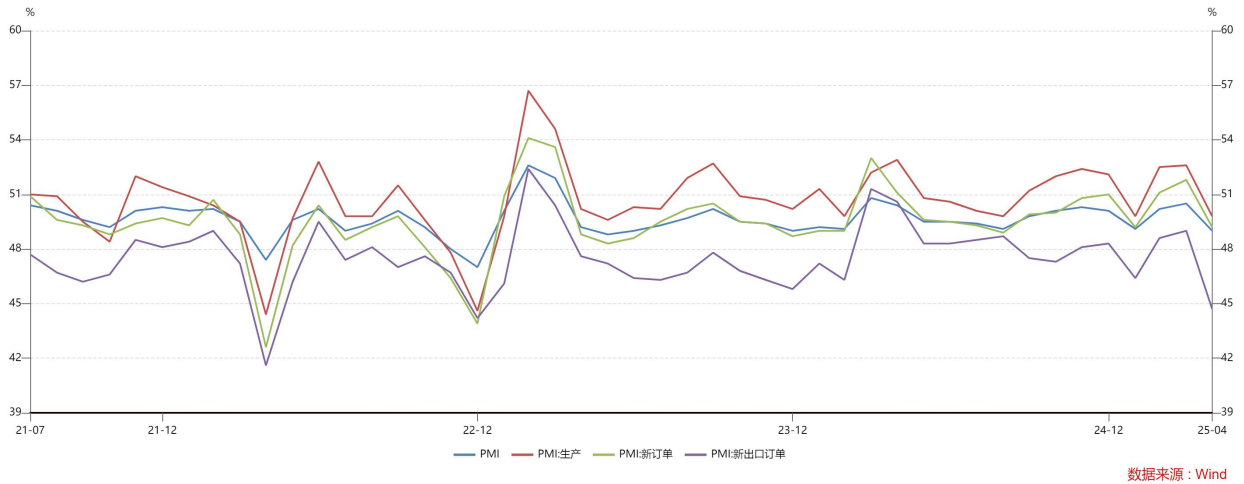
因此，我们认为，需要理性客观的看待当前宏观经济，国内经济呈现出向下有底，但向上不足的态势。仍待宏观政策加大支持力度，增强市场信心。尽管节奏上充满波折，2025年宏观经济和资产价格，均有望延续向上修复的整体趋势，在此过程中需保持耐心。

## 一、关税冲击下，制造业PMI明显回落

4月份，制造业采购经理指数（PMI）为49.0%，比上月下降1.5个百分点，制造业景气水平有所回落。从企业规模看，大、中、小型企业PMI分别为49.2%、48.8%和48.7%，比上月下降2.0、1.1和0.9个百分点，均低于临界点。

从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，供应商配送时间指数高于临界点，生产指数、新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数均低于临界点。生产指数为49.8%，比上月下降2.8个百分点，表明制造业企业生产略有放缓。新订单指数为49.2%，比上月下降2.6个百分点，表明制造业市场需求有所回落。原材料库存指数为47.0%，比上月下降0.2个百分点，表明制造业主要原材料库存量较上月下降。从业人员指数为47.9%，比上月下降0.3个百分点，表明制造业企业用工景气度有所回落。供应商配送时间指数为50.2%，比上月下

降 0.1 个百分点，仍高于临界点，表明制造业原材料供应商交货时间继续加快。



4 月份，非制造业商务活动指数为 50.4%，比上月下降 0.4 个百分点，仍高于临界点，非制造业继续保持扩张。分行业看，建筑业商务活动指数为 51.9%，比上月下降 1.5 个百分点；服务业商务活动指数为 50.1%，比上月下降 0.2 个百分点。

因此，在关税的冲击下，4 月制造业的生产、新订单指数均大幅回落，显示出企业订单、生产均受到显著影响。非制造业中建筑业和服务业也有所回落，显示经济下行压力有所加大。随着中美间关税税率的降低，5 月制造业 PMI 回升概率较大。

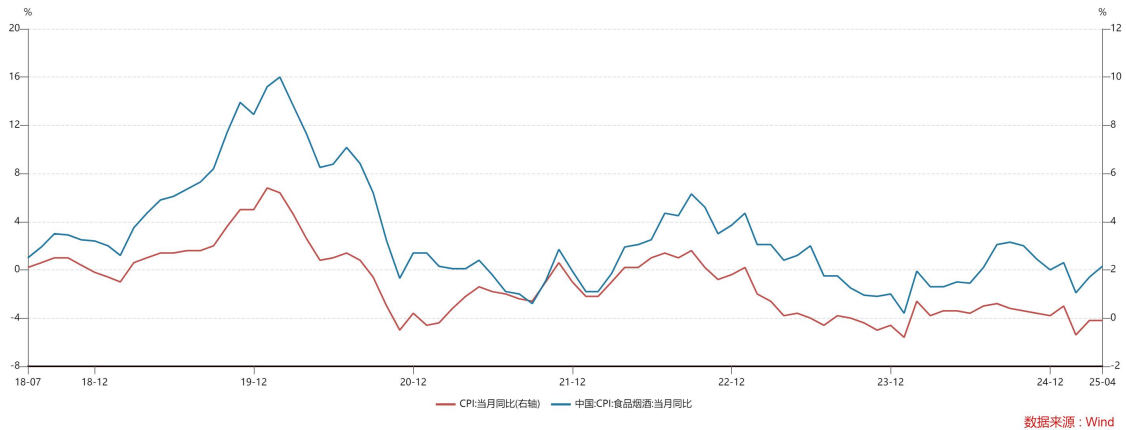
## 二、4 月 CPI 同比下降 0.1%，PPI 同比下跌 2.7%，物价继续低迷

2025 年 4 月份，全国居民消费价格同比下降 0.1%。其中，城市持平，农村下降 0.3%；食品价格下降 0.2%，非食品价格持平；消费品价格下降 0.3%，服务价格上涨 0.3%。1-4 月平均，全国居民消费价格比上年同期下降 0.1%。

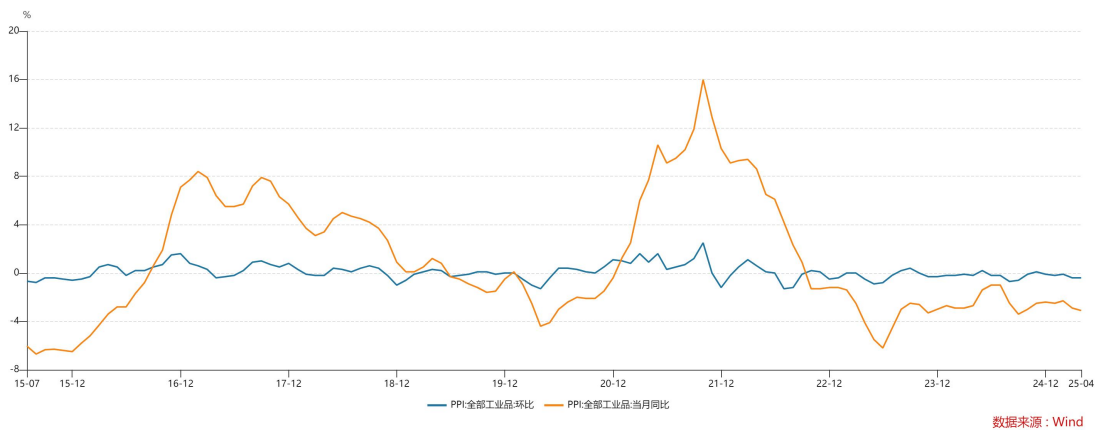
4 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.1%。其中，城市上涨 0.2%，农村持平；食品价格上涨 0.2%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格持平，服务价格上

涨 0.3%。

4 月 CPI 同比增速-0.1%，其中，食品烟酒类价格同比上涨 0.3%，影响 CPI 上涨约 0.07 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 同比 0.5%，与上期持平。整体上，CPI 受制于国内需求不足，表现较为疲软。

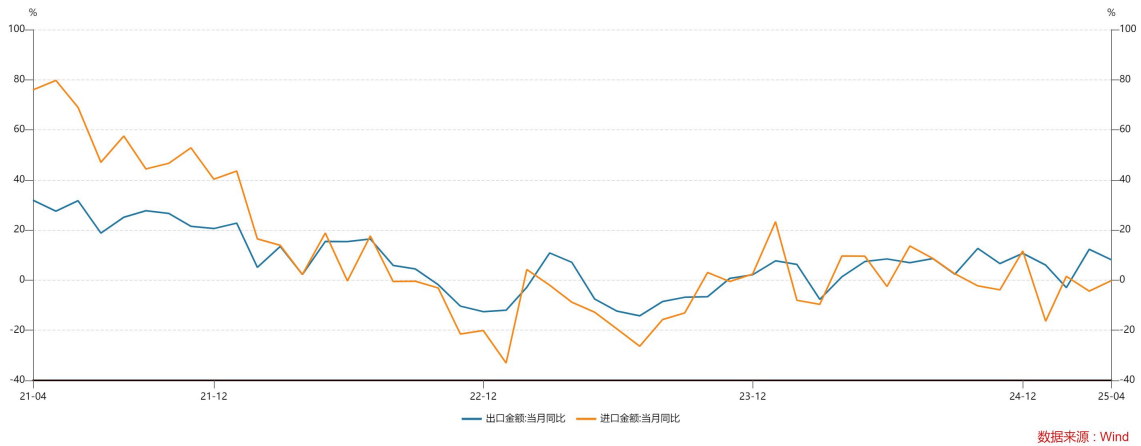


2025 年 4 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.7%，环比下降 0.4%；工业生产者购进价格同比下降 2.7%，环比下降 0.6%。1-4 月平均，工业生产者出厂价格和购进价格比上年同期均下降 2.4%。关税冲击下，PPI 下行压力进一步加大。其中，4 月煤炭和原油价格显著下跌，带动煤炭、黑色金属、石油化工等同比跌幅较大，对 PPI 形成较大拖累。这也体现了国内需求的疲软和对应行业产能的相对过剩，需要供需两端政策同时加大支持。



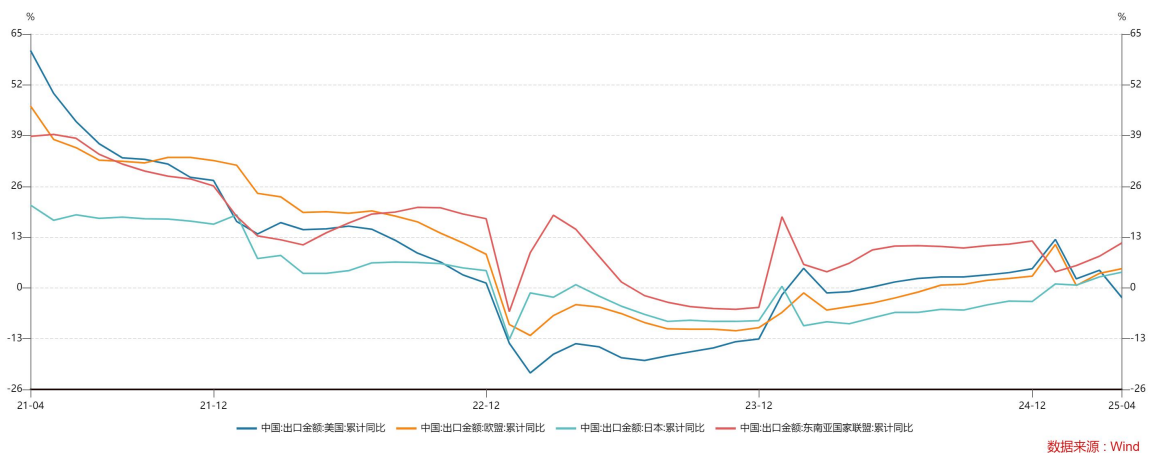
### 三、4月出口同比8.1%，进口同比-0.2%

海关统计数据显示，以美元计，以美元计价，4月我国出口同比增长8.1%，增速较上月下滑4.3个百分点；进口同比下滑0.2%，降幅较上月明显收窄4.1个百分点；贸易顺差961.8亿美元，较上月下降64.6亿美元。



其中，按美元计，中国4月对美国出口330.24亿美元，去年同期为418.196亿美元，同比降21%；4月自美国进口125.66亿美元，同比降13.8%。

在关税影响下，4月对美出口大幅下降，但出口增速仍然保持了8.1%的高增速，超出市场预期。这可能与关税预期下，出口企业“转口贸易”与“抢出口”有关。随着中美关税的下降，预计未来几个月在“抢出口”的支撑下，出口仍将保持高增速。

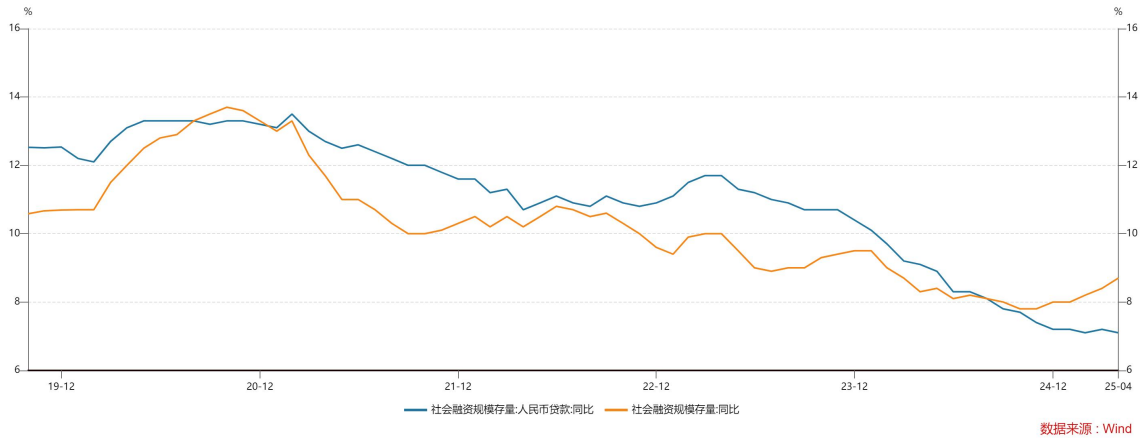


#### 四、4月信贷结构偏弱，M1、M2整体处在改善趋势中

2025年前四个月社会融资规模增量累计为16.34万亿元，比上年同期多3.61万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加9.78万亿元，同比多增3397亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少1098亿元，同比多减2311亿元；委托贷款增加53亿元，同比多增959亿元；信托贷款增加454亿元，同比少增1672亿元；未贴现的银行承兑汇票增加2506亿元，同比多增1494亿元；企业债券净融资7591亿元，同比少4095亿元；政府债券净融资4.85万亿元，同比多3.58万亿元；非金融企业境内股票融资1353亿元，同比多404亿元。

2025年4月末社会融资规模存量为424.0万亿元，同比增长8.7%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为262.27万亿元，同比增长7.1%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为1.18万亿元，同比下降33.9%；委托贷款余额为11.24万亿元，同比增长0.5%；信托贷款余额为4.35万亿元，同比增长5.6%；未贴现的银行承兑汇票余额为2.39万亿元，同比下降7.6%；企业债券余额为32.8万亿元，同比增长3.2%；政府债券余额为85.93万亿元，同比增长20.9%；非金融企业境内股票余额为11.86万亿元，同比增长2.9%。

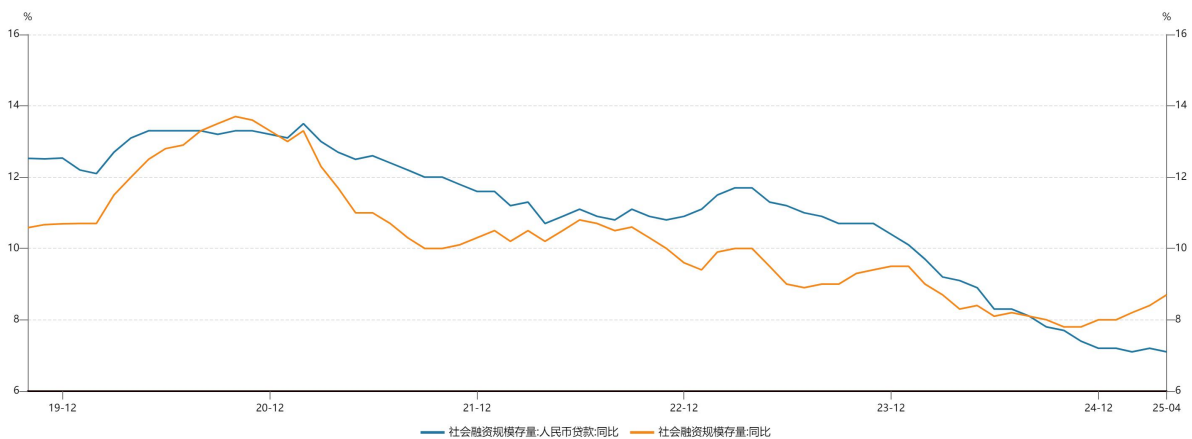
居民信贷结构上，4月居民短期贷款减少4019亿元，同比少增501亿；中长期贷款减少1231亿元，同比多增435亿。居民贷款规模与结构与2024年相似，短期贷款和中长期贷款均减少，显示关税对居民信贷的不利影响。



数据来源: Wind

企业信贷结构上, 4月短期贷款减少4800亿元, 同比多减700亿; 中长期贷款增加2500亿元, 同比少增1600亿; 票据融资增加8341亿元, 同比少增40亿。企业短期贷款和中长期贷款均同比少增, 关税冲击打击了企业信心和预期, 减少企业融资需求。

4月末, 广义货币(M2)余额325.17万亿元, 同比增长8%。狭义货币(M1)余额109.14万亿元, 同比增长1.5%。流通中货币(M0)余额13.14万亿元, 同比增长12%。前四个月净投放现金3193亿元。



数据来源: Wind

2025年4月信贷结构偏弱, 关税削弱了居民和企业的信心和信贷需求, 但政府债券发行大幅增加, 对冲了信贷需求下降。M1增速略微回落, M2增速回升, 整体上M1和M2仍处在向上趋势中。

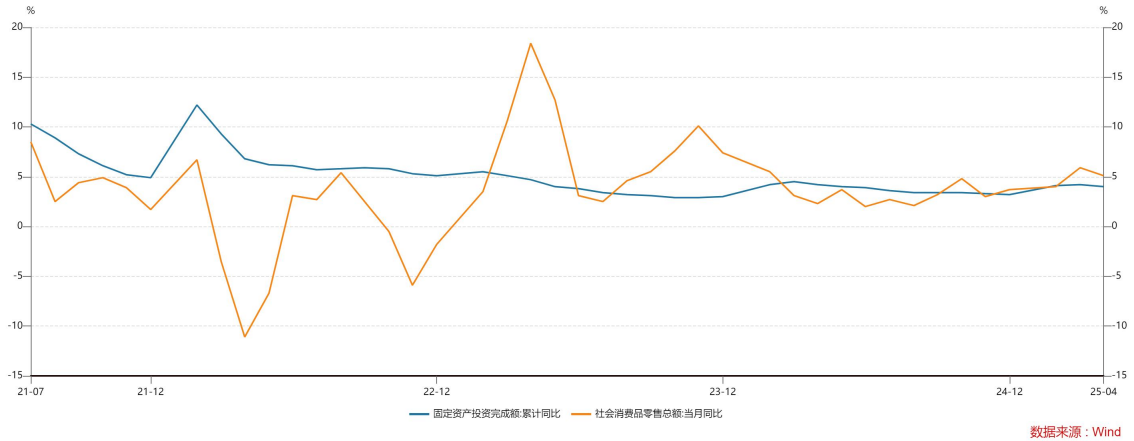
## 五、工业生产平稳，消费增速高位

4月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.1%。从环比看，4月份，规模以上工业增加值比上月增长0.22%。1-4月份，规模以上工业增加值同比增长6.4%。工业生产虽然有所放缓，但仍处在较高水平。

4月份，社会消费品零售总额37174亿元，同比增长5.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额33548亿元，增长5.6%。按经营单位所在地分，4月份，城镇消费品零售额32376亿元，同比增长5.2%；乡村消费品零售额4798亿元，增长4.7%。按消费类型分，4月份，商品零售额33007亿元，同比增长5.1%；餐饮收入4167亿元，增长5.2%。

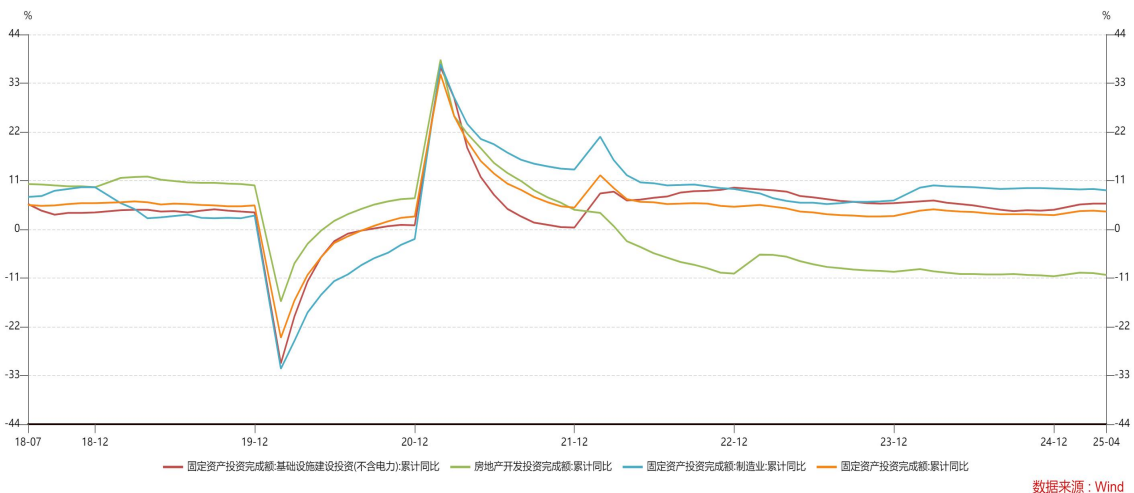
4月社零增速虽然低于3月的5.9%，但较2024年消费增速中枢仍显著提升，这仍然得益于消费补贴和以旧换新政策。家电（38.8%）、家具（26.9%）、通讯器材类（19.9%）消费保持较高增速，体育、娱乐用品类和文化办公用品类增速也明显回升，但受原油价格下跌影响，4月石油及制品类同比-5.7%。4月汽车销售额同比0.7%。汽车和石油及制品类拖累较大。

整体来看，随着促消费政策的支持力度加大，4月消费增速保持在高位。面对关税冲击，通过刺激消费对冲外需下行是必由之路，需要促消费政策的进一步发力。国内消费复苏，仍有较大的空间。



2025 年 1-4 月份，全国固定资产投资（不含农户）147024 亿元，同比增长 4.0%。其中，民间固定资产投资同比增长 0.2%。制造业投资增长 8.8%，增速降低 0.3 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%，与 3 月持平。

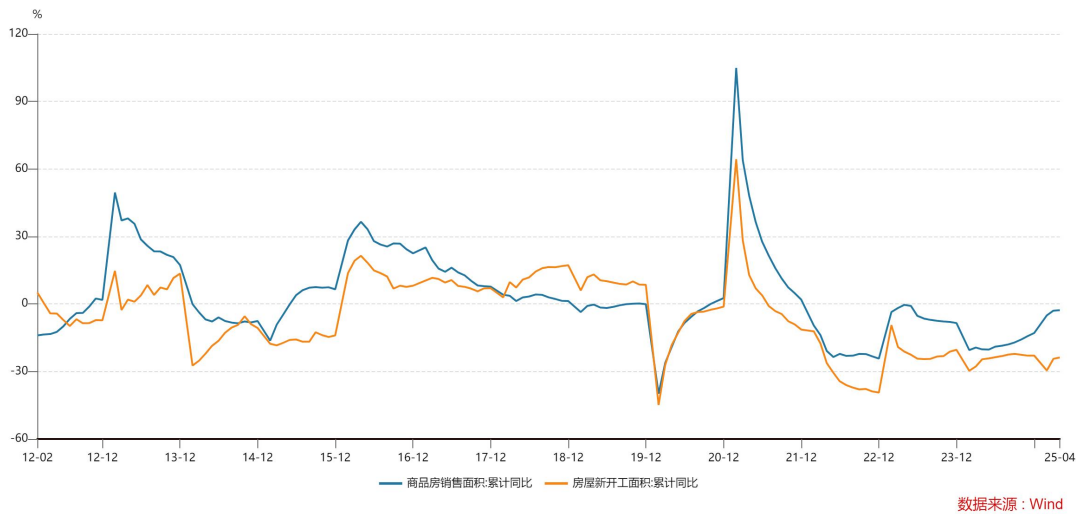
1-4 月份，全国房地产开发投资 27730 亿元，同比下降 10.3%；其中，住宅投资 21179 亿元，下降 9.6%。4 月房地产投资增速有所回落。但仍然认为，房地产开发投资增速在低位震荡企稳，整体上跌幅在收窄，2025 年对整体经济的拖累下降。



## 六、房地产销售以价换量，具备企稳基础

1-4 月份，新建商品房销售面积 28262 万平方米，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 27035 亿元，下降 3.2%；其中住宅销售额下降 1.9%。

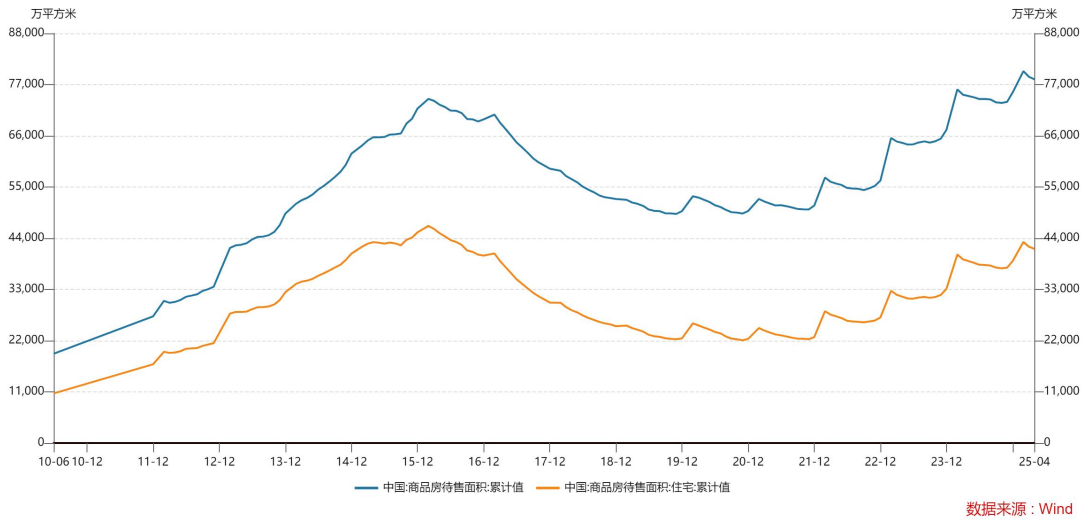


1-4 月份，房地产开发企业房屋施工面积 620315 万平方米，同比下降 9.7%。其中，住宅施工面积 431937 万平方米，下降 10.1%。房屋新开工面积 17836 万平方米，下降 23.8%。其中，住宅新开工面积 13164 万平方米，下降 22.3%。房屋竣工面积 15648 万平方米，下降 16.9%。其中，住宅竣工面积 11424 万平方米，下降 16.8%。



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。其中，住宅待售面积减少 455 万平方米。狭义的商品房待售库存略微下降。

4 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 93.86，环比略微回落。



虽然 2025 年 4 月房地产销售面积、销售额同比增速有所回落，但整体上仍处在改善趋势中，包括商品房销售增速回升，二手房成交量的显著回升、国房景气指数的回升。虽然面临房地产价格下跌、二手挂牌量高企、新开工和投资不足等限制，本轮地产销售具有较好的持续性。

因此，随着基数的下降，商品房销售面积、销售额同比增速降幅将进一步收窄。面对关税冲击，后续房地产政策仍有进一步加码的空间，包括调控政策的进一步宽松、收储政策力度加大等等。我们认为，继 2024 年 9 月的“政策底”之后，本轮房地产下行周期的“市场底”正在出现。尽管存在反复，本轮经济下行的最大变量——房地产对宏观经济的整体拖累将显著收窄。

## 七、总结与展望

总的来说，4 月宏观数据体现出两面性。一方面，在关税冲击下，国内经济仍然表现出很强的韧性，促消费下消费保持较高增速，出口强于预期；另一方面，国内经济的复苏动能仍待加强，制造业 PMI 回落，物价指数仍在低位，房地产新

开工、投资增速较低，但房地产销售处在修复趋势中。宏观经济整体呈现出向下有底，但向上不足的态势。

因此，我们认为，需要理性客观的看待当前宏观经济。即使面对关税的不确定性，国内有充足的对冲政策空间，通过消费补贴、生育补贴、促进房地产市场止跌回稳等政策，刺激内需对冲外需下行，应该是必由之选。

尽管节奏上充满波折，2025年宏观经济和资产价格，均有望延续向上修复的整体趋势，在此过程中需保持耐心。

跟踪后续政策的落地细节，耐心观察宏观经济的进一步信号。

## 免责声明

西南期货有限公司具有期货交易咨询业务资格和经营期货业务资格（许可证号：91500000202897127J）。本报告仅供西南期货有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告中的信息来源于公开的资料或实地调研，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整，本公司没有义务和责任去及时更新本报告并通知客户。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，不作为客户的直接投资依据，本公司不因客户使用本报告而产生的损失承担任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西南期货”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进行交易。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。



地址：上海市浦东新区向城路 288 号 1101A

电话：021-61101856

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号 23 层

电话：023-67071029

邮箱：xnqhyf@swfutures.com