

中国 4 月重点经济数据解读

2025 年 5 月 19 日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师:

王娜

从业资格证号: F3055965

投资咨询证书号: Z0001999

联系人:

吴昕玥

从业资格证号: F03124129

相关研究报告:

股指衍生品: 估值修复, 磨底等待启动契机

股指衍生品: 稳增长政策渐明朗 期待基本面拐点

【专题报告】国联期货股指分红观察(一): 分红对股指基差的影响

【专题报告】美国通胀拐点将现, 加息临近尾声

政策发力提速、外需边际改善、内需渐进修复

当前中国经济运行呈现出“短期承压与韧性修复并存, 内生动能待加强与政策托底交织”的特征, 4 月经济数据总体来看在外部环境扰动下有所走弱。从经济成色来看, 需求端“政策驱动”与供给端“外需支撑”的特征仍然突出, 内生动能修复尚不稳固。5 月中美关税博弈进入阶段性缓和窗口, 叠加国内政策工具箱持续发力, 经济基本面正逐步积蓄改善动能。

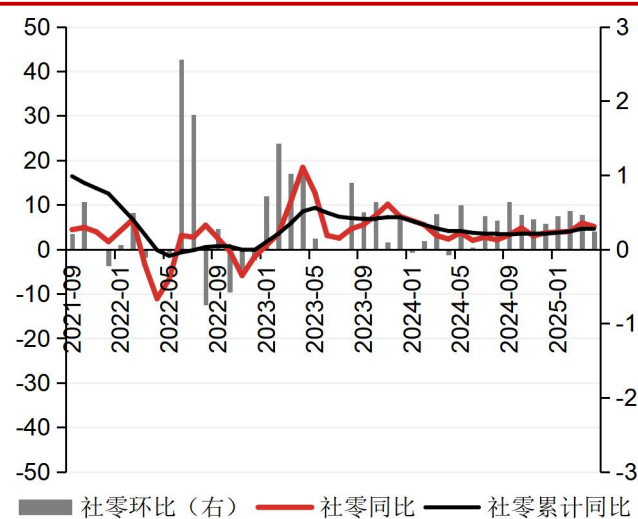
随着中美达成阶段性协议, 90 天“关税博弈低波动窗口”开启, 预计“抢出口”及“抢转口”效应将继续支撑二季度外贸表现。但需认识到, 全球贸易摩擦和地缘冲突风险提升的背景下, 出口对经济增长的长期支撑力度将逐渐减弱, 内需修复的可持续性将成为后续经济走势的关键因素。

目前, 政策端已展现前瞻布局。在 4 月经济成色表现相对偏弱的情况下, 5 月 7 日包含降准、降息在内的一揽子金融政策可以说恰逢其时, 及时对冲, 符合“政策给早给足, 与各种不确定性抢时间”的调控思路, 有助于稳定市场预期并强化金融对实体经济的支持力度。预计二季度中国经济总体将呈现“政策发力提速、外需边际改善、内需渐进修复”的复苏格局。

一、以旧换新政策支撑消费，社零增速保持稳健

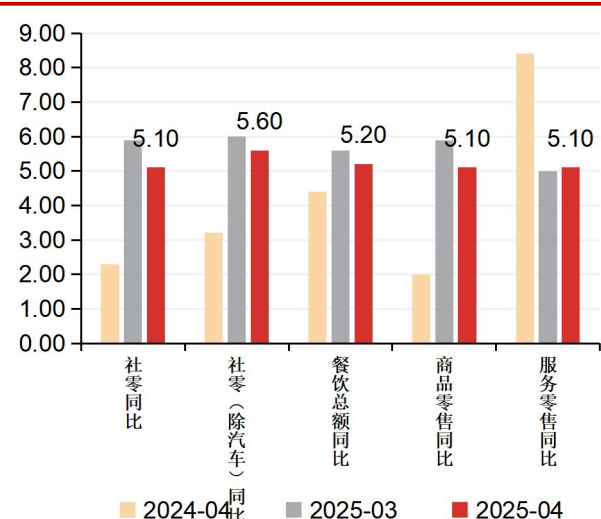
1-4月社零总额同比增长4.7%，增速较1-3月加快0.1个百分点：主要受商品零售提振。今年促消费政策站位提升，以旧换新政策在覆盖范围和补贴力度上均有升级，家电家具、通讯器材等品类消费持续增长。在政策带动下，网购增速持续回升，1-4月实物商品网上零售额同比增长5.8%，增速连续两月加快，同时其占社零总额的比重也不断抬升。

图 1：社会消费品零售总额同比变化（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 2：社会消费品零售总额结构（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

从消费结构看，4月居民消费仍呈现明显的政策驱动特点。在以旧换新政策持续发力的背景下，部分品类零售额实现较快增长，其中家电类（38.8%）、文化办公用品类（33.5%）、家具类（26.9%）、体育用品类（23.3%）、通讯器材类（19.9%）同比增速位居前列。这表明政策支持力度较大的家电、家具等耐用消费品，以及通讯器材、智能穿戴等新兴电子产品需求较为旺盛。由于以旧换新政策对汽车消费的提振作用边际减弱，4月汽车类零售额同比增速由3月的5.5%回落至0.7%，汽车消费增速有所放缓。

当前“增强消费对经济增长的拉动作用”仍需政策进一步配套落实。4月底，发改委会同财政部向地方追加下达第二批810亿元超长期特别国债资金，重点支持消费品以旧换新；5月初，央行在金融政策支持中提出将设立5000亿元再贷款工具，专项用于促进服务消费与养老产业发展。后续随着政策力度延续，消费市场持续回暖仍可期。此外，中美贸易谈判取得阶段性进展，预计将有助于改善市场预期，提振

企业和消费者信心，服务消费和升级类消费有望保持稳健增长态势。

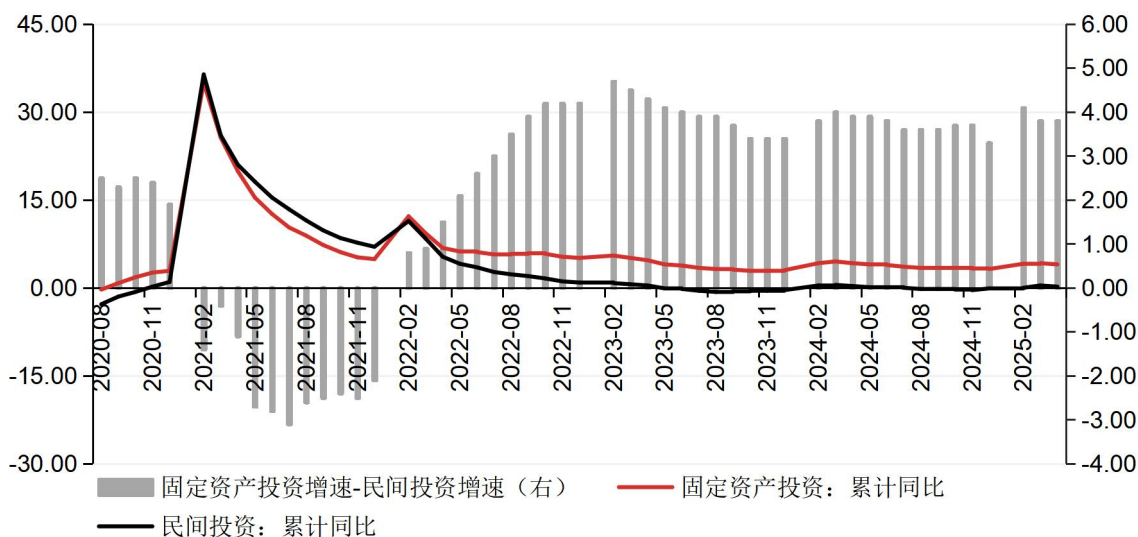
图 3：社零细分项目当月同比（%）

当月同比	2025-04	2025-03	2024-04
社会消费品零售总额	5.1	5.9	2.3
限额以上企业消费品零售总额	6.3	8.5	0.9
餐饮收入	5.2	5.6	4.4
限额以上企业餐饮收入总额	3.7	6.8	0
商品零售	5.1	5.9	2
限额以上企业商品零售总额	6.6	8.6	0.9
社会消费品零售总额:城镇	5.2	6	2.1
社会消费品零售总额:乡村	4.7	5.3	3.5
中国:零售额:粮油、食品类:当月同比	14	13.8	8.5
中国:零售额:饮料类:当月同比	2.9	4.4	6.4
中国:零售额:烟酒类:当月同比	4	8.5	8.4
中国:零售额:日用品类:当月同比	7.6	8.8	4.4
中国:零售额:中西药品类:当月同比	2.6	1.4	7.8
中国:零售额:体育、娱乐用品类:当月同比	23.3	26.2	12.7
中国:零售额:家用电器和音像器材类:当月同比	38.8	35.1	4.5
中国:零售额:建筑及装潢材料类:当月同比	9.7	-0.1	-4.5
中国:零售额:家具类:当月同比	26.9	29.5	1.2
中国:零售额:服装鞋帽针纺织品类:当月同比	2.2	3.6	-2
中国:零售额:化妆品类:当月同比	7.2	1.1	-2.7
中国:零售额:金银珠宝类:当月同比	25.3	10.6	-0.1
中国:零售额:文化办公用品类:当月同比	33.5	21.5	-4.4
中国:零售额:通讯器材类:当月同比	19.9	28.6	13.3
中国:零售额:石油及制品类:当月同比	-5.7	-1.9	1.6
中国:零售额:汽车类:当月同比	0.7	5.5	-5.6

数据来源：WIND、国联期货研究所

二、贸易摩擦背景下制造业投资放缓，投资端增速下滑

图 4：全国固定资产投资累计同比（%）

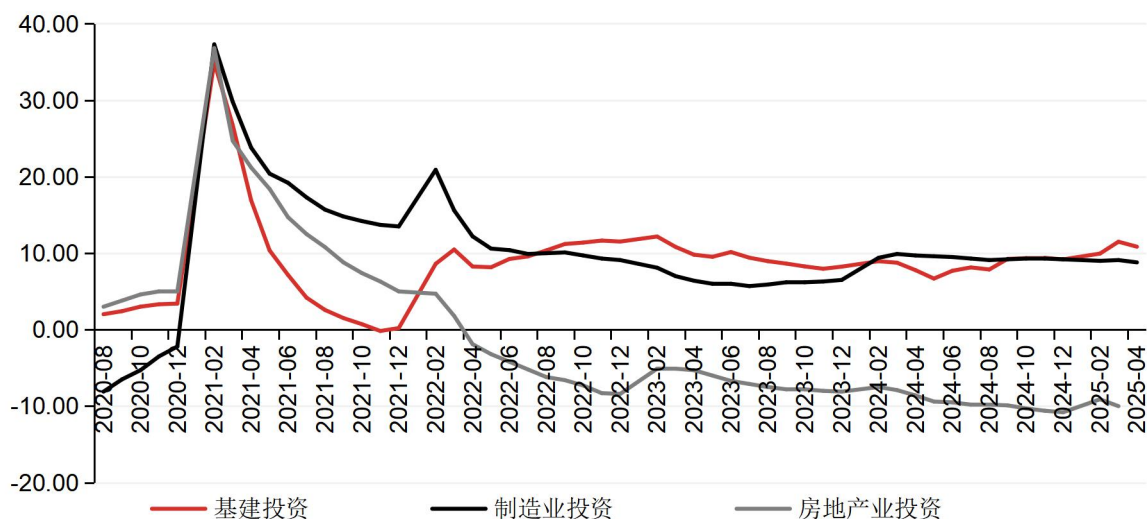


数据来源：WIND、国联期货研究所

1-4 月固定资产投资同比增长 4.0%，增速较 1-3 月下降 0.2 个百分点，增速小幅回落，主因制造业投资增速放缓，房地产开发投资增速降幅有所扩大。

1-4 月民间投资总量同比增长 0.2%，增速较 1-3 月放缓 0.2 个百分点，整体仍较弱，由于低价负螺旋叠加实际利率仍较高，民间投资需求有待进一步提振。

图 5：三大类投资累计同比（%）



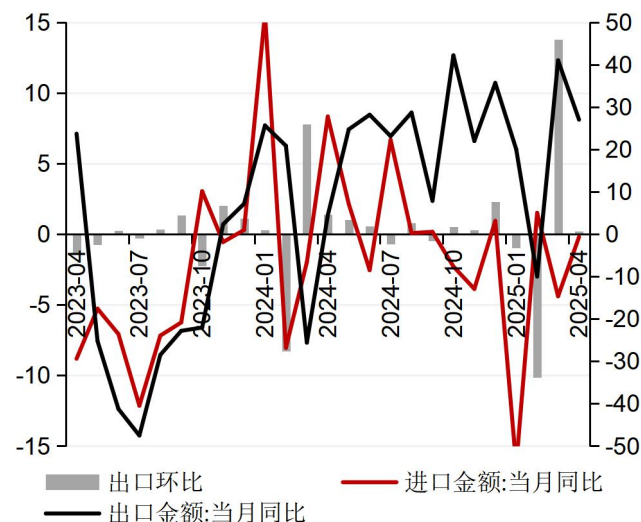
数据来源：WIND、国联期货研究所

1-4 月制造业投资同比增长 8.8%，增速较 1-3 月放缓 0.3 个百分点，与 4 月制造业 PMI 由 50.5%降至 49.0%，进入收缩区间的表现相印证。制造业投资增速放缓主要源于面对中美贸易摩擦加剧导致的外部环境的不确定性，企业或采取观望态度，主动缩减资本开支，导致投资内生动力有所减弱。随着 5 月初中美贸易磋商取得阶段性成果，中国对美出口下行压力有所缓解；加之央行近期宣布新增 3000 亿元科技创新和技术改造再贷款额度，重点支持“两新”政策，预计将有效增强制造业投资的后续韧性。

1-4 月基础设施投资增速（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 5.8%，增速与 1-3 月持平。从驱动因素看，年初以来地方专项债发行节奏明显前置，在“各项工作能早则早、抓紧落实”的要求下，各地加快推进重大工程项目落地，推动基建投资保持较快增长。发改委于 5 月初明确表示，今年将在交通运输、能源、水利、基础设施等重点领域推出总投资规模约 3 万亿元的优质项目，同时正着力完善民营企业参与国家重大项目建设的长效机制，预计将支持基建投资继续发挥稳增长关键作用。

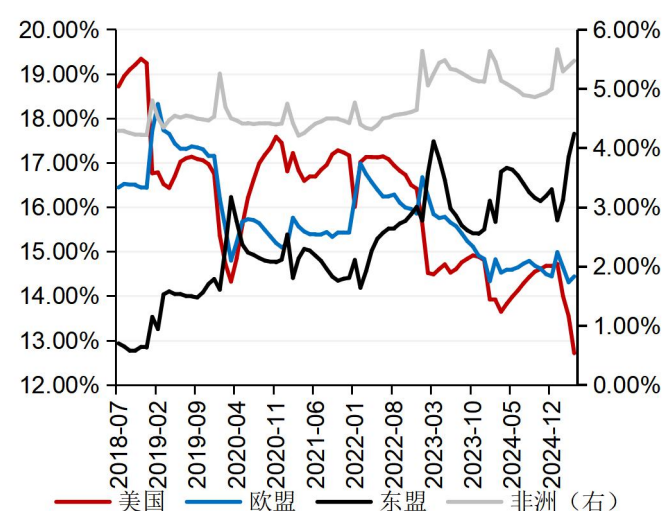
三、“抢转口”效应下出口韧性较强

图 6：出口金额同比变化（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 7：各经济体在我国出口中所占份额变化（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

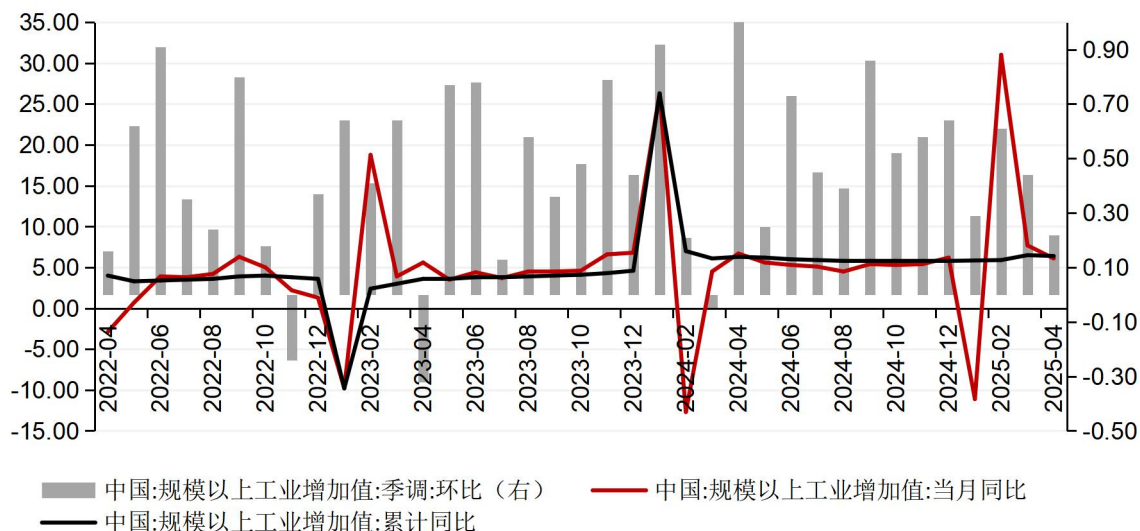
4月出口金额（以美元计）同比增长8.1%，增速较3月回落4.2个百分点，但在对等关税落地的背景下，该增速仍高于市场预期，指向出口韧性较强。从国别层面来看，2025年以来美国在我国出口市场中的份额呈现逐月递减态势，但同期我国对东盟等转口贸易地区的出口增幅显著提升，有效对冲了对美出口下滑的影响。此外，我国对欧盟、非洲等市场的出口增速提升，显示全球多边格局将是顺势所趋，中国出口企业或正在积极拓展非美增量市场。

展望未来，随着5月12日中美贸易磋商取得阶段性进展，双方正式进入90天“关税博弈低波动窗口”。最新数据显示，美东、美西航线等高频指标已开始呈现对美出口回暖迹象。预计二、三季度对美“抢出口”及对东盟等地“抢转口”仍将延续，从而为外贸出口提供有力支撑。

四、受“对等关税”落地冲击，工业生产节奏整体放缓

1-4月规模以上工业增加值同比增长6.4%，增速较1-3月回落0.1个百分点：4月对等关税落地后，制造业景气度有所下降，4月制造业PMI生产分项由52.6%降至49.8%，进入收缩区间；新出口订单收缩同样加剧，关税对出口型生产造成较大影响，导致工业生产节奏整体有所放缓。但随着5月12日中美贸易磋商取得阶段性进展，预计未来90天内外贸行业出口赶单将对工业生产形成一定支撑。

图 8：规模以上工业增加值同比（%）

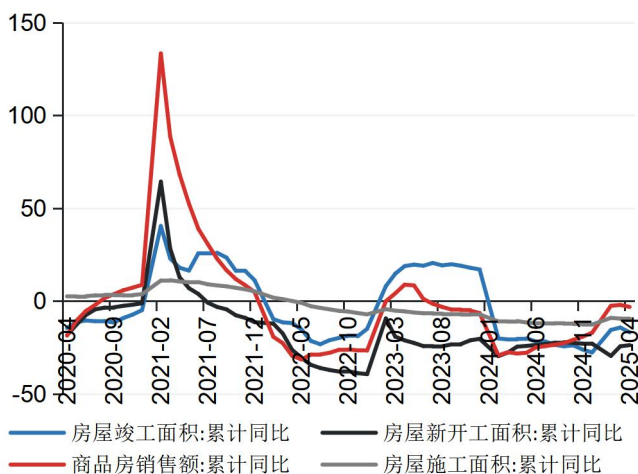


数据来源：WIND、国联期货研究所

价格指数方面，4 月中国 PPI 同比下降 2.7%，降幅较上月扩大 0.2%，环比下降 0.4%，连续第 5 个月下跌，显示工业品价格压力仍然较大。4 月生活资料 PPI 同比下降 -1.6%，跌幅较 3 月扩大 0.1 个百分点，这一走势反映出居民终端消费需求仍显疲弱，消费品出厂价格缺乏上涨动力，工业企业盈利水平持续承压，而这一格局预计在二季度改善空间较为有限。

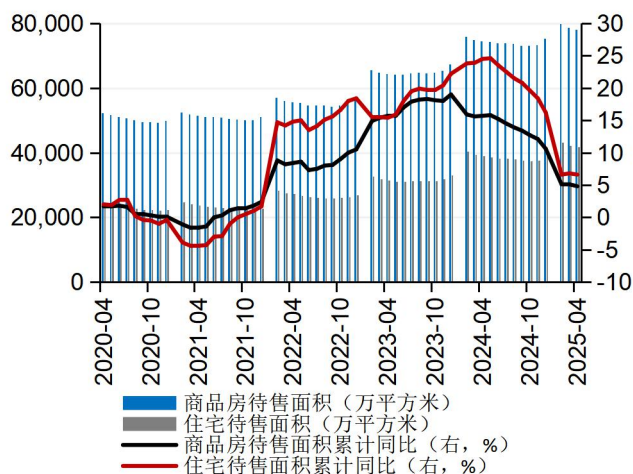
五、外部不确定性加强背景下居民预期调整，房地产降幅扩大

图 9：房地产新开工、施工、竣工及销售面积累计同比增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 10：商品房待售面积累计同比（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

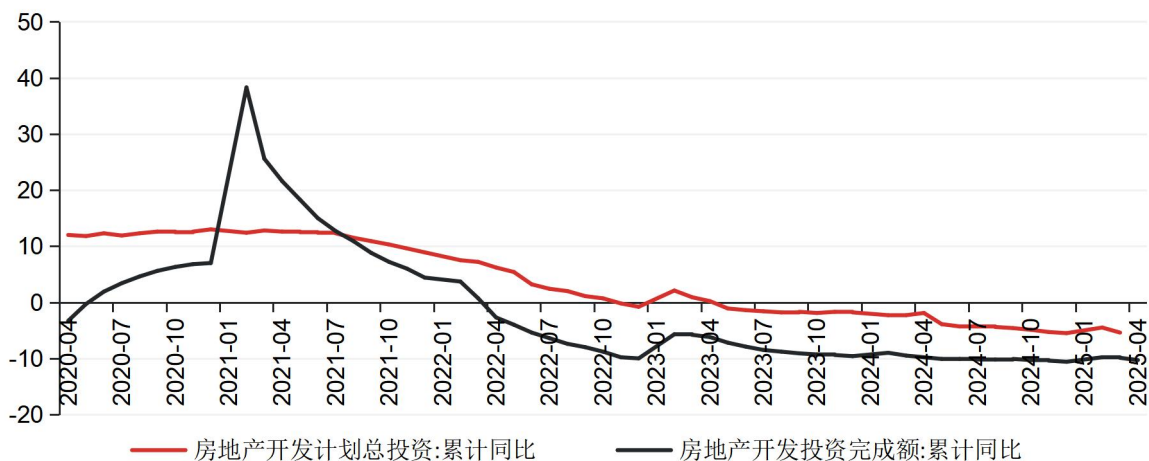
1-4 月商品房销售面积同比降幅较 1-3 月收窄 0.2%至-2.8%，销售额同比降幅较

1-3月扩大1.1%至-3.2%，显示4月在中美贸易摩擦加剧的背景下，居民购房观望情绪有所上升，导致3月出现的“小阳春”行情有所消退。

从价格走势来看，市场仍延续“以价换量”销售策略。分区域看，一、二线城市新建商品房售价环比由上月上涨0.1%转为持平，三线城市则环比下降，表明行业价格调整进程尚未结束。当前市场复苏仍主要依赖政策驱动，内生增长动力仍待加强，后续稳楼市依然需要持续发力。

供给侧指标仍显疲弱，同期新开工面积同比增速-23.8%，施工面积同比增速-9.7%，房地产竣工面积同比增速-16.9%，其中施工和竣工面积降幅均有扩大，房地产各供应环节整体仍处于回落状态。同期商品房及住宅待售面积分别同比增长4.8%和6.6%，增速分别较上期降低0.3%和0.2%，但库存去化压力依然存在。

图 11：房地产开发投资增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

投资端表现同样不容乐观，1-4月房地产开发投资完成额同比增速为-10.3%，较上期降幅扩大0.4个百分点。考虑到房企资金面尚未实质性改善，且“保交楼”项目对新增投资的挤出效应持续存在，预计房地产投资链条短期内仍将承压。

政策层面，5月初央行宣布进一步下调房贷利率，国金局表示近期将加快出台与房地产发展新模式适配的系列融资制度，预示着后续或将出台更多支持性政策，为房地产市场平稳健康发展持续提供政策保障。同时随着中美关税摩擦不确定性的阶段性降低，市场预期有望逐步改善。

六、总结与展望

当前中国经济运行呈现出“短期承压与韧性修复并存，内生动能待加强与政策托

底交织”的特征，4月经济数据总体来看在外部环境扰动下有所走弱。从经济成色来看，需求端“政策驱动”与供给端“外需支撑”的特征仍然突出，内生动能修复尚不稳固。5月中美关税博弈进入阶段性缓和窗口，叠加国内政策工具箱持续发力，经济基本面正逐步积蓄改善动能。

随着中美达成阶段性协议，90天“关税博弈低波动窗口”开启，预计“抢出口”及“抢转口”效应将继续支撑二季度外贸表现。但需认识到，全球贸易摩擦和地缘冲突风险提升的背景下，出口对经济增长的长期支撑力度将逐渐减弱，内需修复的可持续性将成为后续经济走势的关键因素。

目前，政策端已展现前瞻布局。在4月经济成色表现相对偏弱的情况下，5月7日包含降准、降息在内的一揽子金融政策可以说恰逢其时，及时对冲，符合“政策给早给足，与各种不确定性抢时间”的调控思路，有助于稳定市场预期并强化金融对实体经济的支持力度。预计二季度中国经济总体将呈现“政策发力提速、外需边际改善、内需渐进修复”的复苏格局。

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600