

宏观热点

经济韧性与政策抉择：4月数据背后的宏观洞察

潘响（投资咨询证号：Z0021448）

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号

2025年5月20日

摘要

4月中美双方实施了报复性加征关税举措，经济面临一定程度的下行压力。总体来看，当前经济基本面呈现出以下特征：生产端边际放缓，但产业升级稳步推进；消费端的“以旧换新”政策彰显出较强的韧性；投资增速则有所承压。展望未来，我们认为，随着90天关税互免政策落地生效，企业为抢占出口窗口加速生产，短期内将为工业生产提供有力支撑。在“以旧换新”政策的支撑下，社零的回落只是短期扰动，未来促消费政策的效果或仍将持续显现。然而，未来固定资产投资增速仍将面临一定压力。

在关注总量数据的同时，我们更需关注其背后揭示的结构性矛盾。当前经济增长仍主要依赖政府部门发力，转型升级进程尚未完成，显示经济循环仍未摆脱负向约束，经济仍需宏观政策在需求端的进一步发力。目前来看，在经济数据展现出的持续韧性、存量政策仍在加速落地、中美达成新的贸易协定的背景下，政策定力仍相对较强，当前政策节奏仍以加快存量政策落地为主。

然而，当经济数据的内生动力出现一定程度的下滑态势、中美贸易关税再生变故、财政收入端的增速持续低于财政预算增速时，增量政策出台的紧迫性或会有所提升。此外，我们还需重点关注增量政策发力的具体方向，尤其是是否将政策重心聚焦于居民需求端的修复与提振。

正文：

在4月，中美双方实施了报复性加征关税举措，税率高达91%。受此影响，经济面临一定程度的下行压力，直观体现在制造业PMI出现显著下滑，4月该指数骤降1.5个百分点，跌破荣枯线至49.0%，表明制造业生产和市场需求均有所收缩。那么，4月的经济基本面实际状况究竟如何？其背后反映出经济具备哪些特征？未来政策又会做出何种调整与应对？

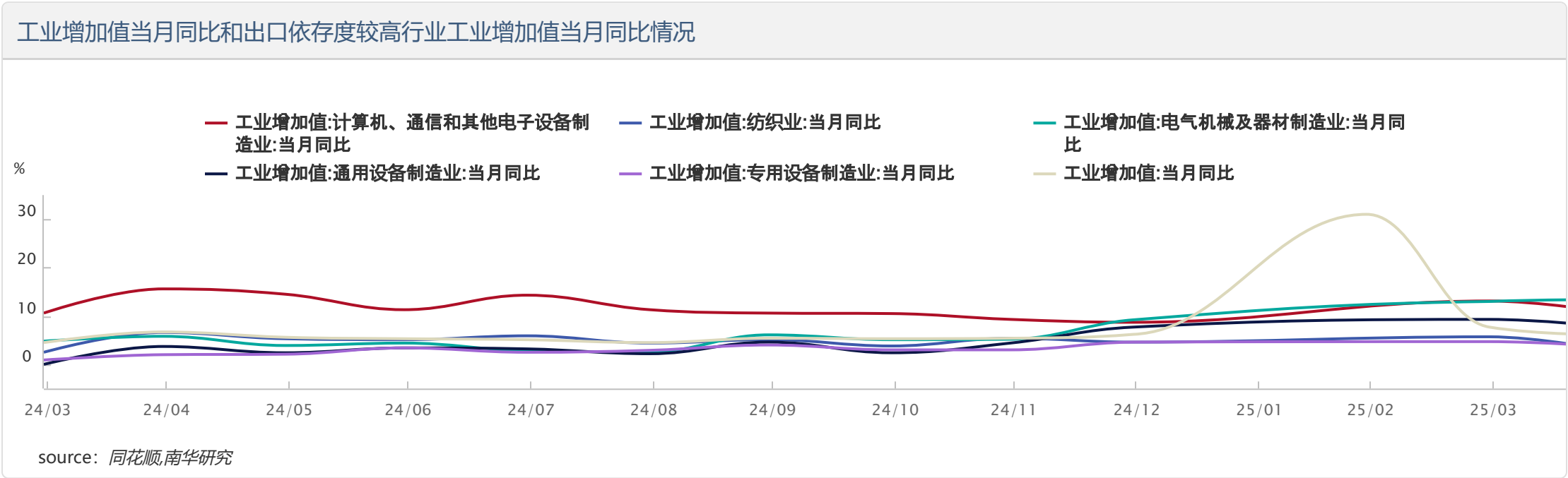
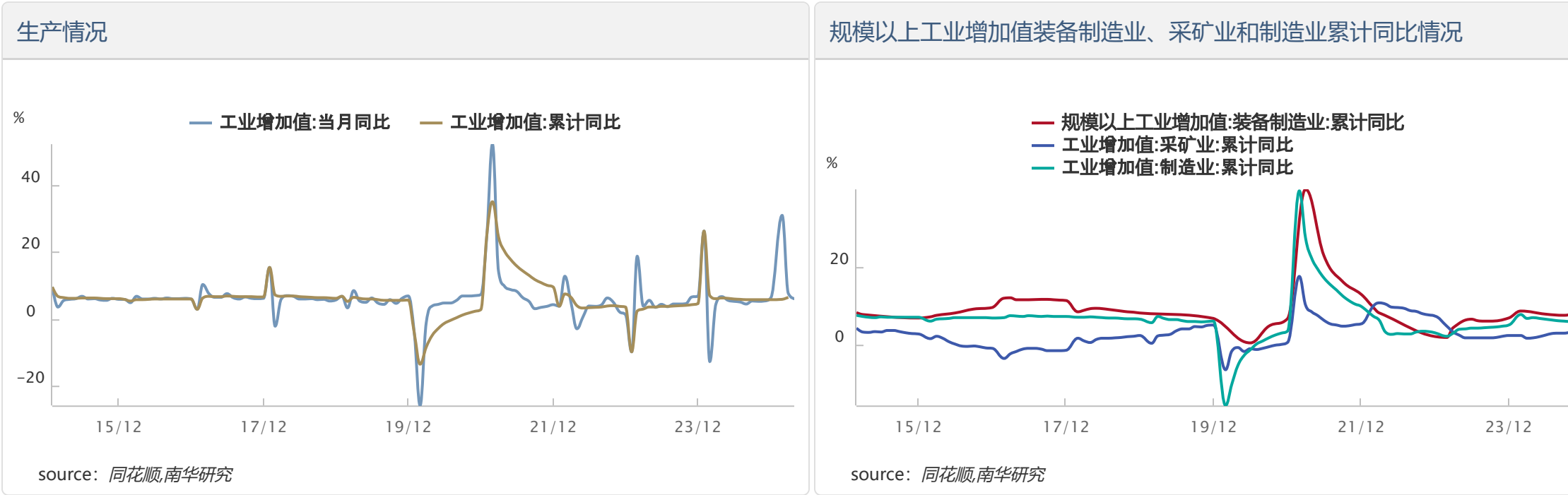
1、关税承压下，经济呈现边际回落态势

1) 生产端边际放缓，产业升级稳步推进

数据显示，4月份规模以上工业增加值同比实际增长6.1%（该增速已剔除价格因素），环比上月微增0.22%；1-4月累计同比增长6.4%。整体来看，尽管4月工业增加值增速出现小幅回落，但仍超出市场预期水平。从产业结构演变视角分析，国内产业升级步伐并未因外部压力停滞，高技术产业凭借技术优势与政策支持，相较传统行业展现出更强韧性；反观消费制造业，受内需动力不足制约，表现明显弱于其

他板块。此外，出口导向型产业受关税冲击更为显著，其生产波动幅度远超工业整体水平。展望后续，随着 90 天关税互免政策落地生效，企业为抢占出口窗口加速生产，短期内将为工业生产提供有力支撑。

从细分行业数据观察，工业生产格局出现显著分化：采矿业工业增加值同比增速下滑 3.6 个百分点，收于 5.7%；制造业增速下降 1.3 个百分点至 6.6%；高技术产业虽同样承压，同比增速微降 0.7 个百分点至 10%，但其降幅显著低于其他行业，且增速仍保持行业领先，充分印证国内产业升级进程的稳健推进。在下游产业层面，消费制造业相较装备制造业呈现明显弱势，医药制造业尤为突出。这一现象本质上是国内有效需求不足的直接映射，导致下游生产动能持续弱于整体工业水平。外部关税冲击对工业生产的结构性影响同样显著。出口依存度较高的产业受冲击更为剧烈，其工业增加值同比增速普遍低于工业整体水平。以纺织业、汽车制造业、计算机通信及其他电子设备制造业为例，当月同比增速分别下降 2.8、2.3、2.3 个百分点，而同期整体工业增加值同比仅下滑 1.6 个百分点，凸显关税对出口导向型行业的扰



各行业规模以上工业增加值累计同比情况

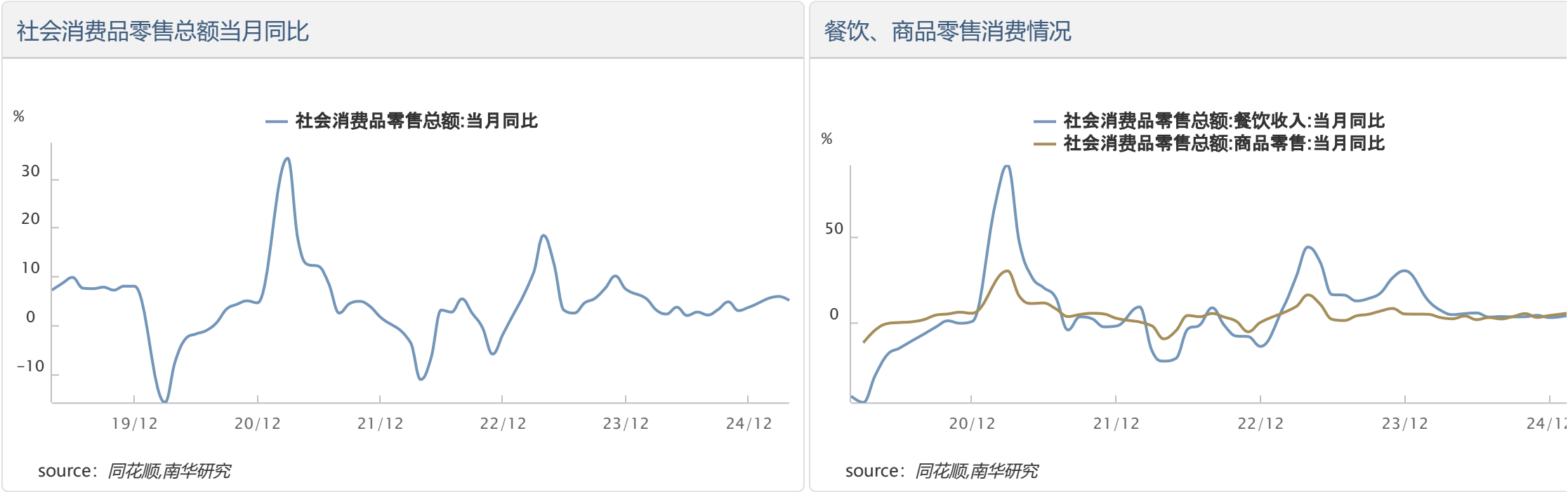
各行业规模以上工业增加值累计同比		2025-04	2025-03	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07
采矿	煤炭开采和洗选业:累计同比	7.00	7.30	5.40	2.60	2.60	2.50	2.30	2.30
采矿	石油和天然气开采业:累计同比	3.30	3.00	0.90	3.30	3.30	3.10	2.80	2.90
水电燃	电力、热力的生产和供应业:累计同比	1.50	1.60	0.80	5.20	5.60	6.00	6.10	5.60
原材料制造	化学原料及化学制品制造业:累计同比	8.90	9.20	9.50	8.90	8.90	8.80	9.00	9.70
原材料制造	橡胶和塑料制品业:累计同比	7.80	8.40	8.90	8.30	8.20	8.30	8.40	8.60
原材料制造	非金属矿物制品业:累计同比	-0.50	-0.90	-2.10	-1.40	-1.50	-1.40	-1.30	-1.00
原材料制造	黑色金属冶炼及压延加工业:累计同比	6.20	6.40	5.70	4.00	3.60	3.20	3.10	3.20
原材料制造	有色金属冶炼及压延加工业:累计同比	6.90	6.60	6.60	9.70	9.70	10.00	10.20	10.30
装备制造	金属制品业:累计同比	10.00	10.80	11.50	7.00	7.00	7.10	7.10	6.70
装备制造	通用设备制造业:累计同比	9.00	9.40	9.50	3.60	3.10	2.90	3.00	2.80
装备制造	专用设备制造业:累计同比	4.00	4.10	3.80	2.80	2.60	2.50	2.50	2.30
装备制造	汽车制造业:累计同比	11.20	11.80	12.00	9.10	8.10	7.70	7.90	8.40
装备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业:累计同比	19.40	20.00	20.80	10.90	10.90	11.30	12.10	11.90
装备制造	电气机械及器材制造业:累计同比	12.70	12.40	12.00	5.10	4.60	4.60	4.50	4.20
装备制造	计算机、通信和其他电子设备制造业:累计同比	11.30	11.50	10.60	11.80	12.20	12.60	12.80	13.10
消费制造	农副食品加工业:累计同比	7.20	7.20	8.30	2.20	1.70	1.40	1.40	1.40
消费制造	食品制造业:累计同比	6.20	5.90	5.20	5.80	5.50	5.40	5.60	5.80
消费制造	酒、饮料和精制茶制造业:累计同比	5.20	5.20	3.90	4.80	5.00	5.40	5.60	5.60
消费制造	纺织业:累计同比	5.50	6.50	7.00	5.10	5.10	5.10	5.30	5.20
消费制造	医药制造业:累计同比	0.80	0.40	-0.10	3.60	3.70	3.50	3.10	2.10

source：同花顺,南华研究

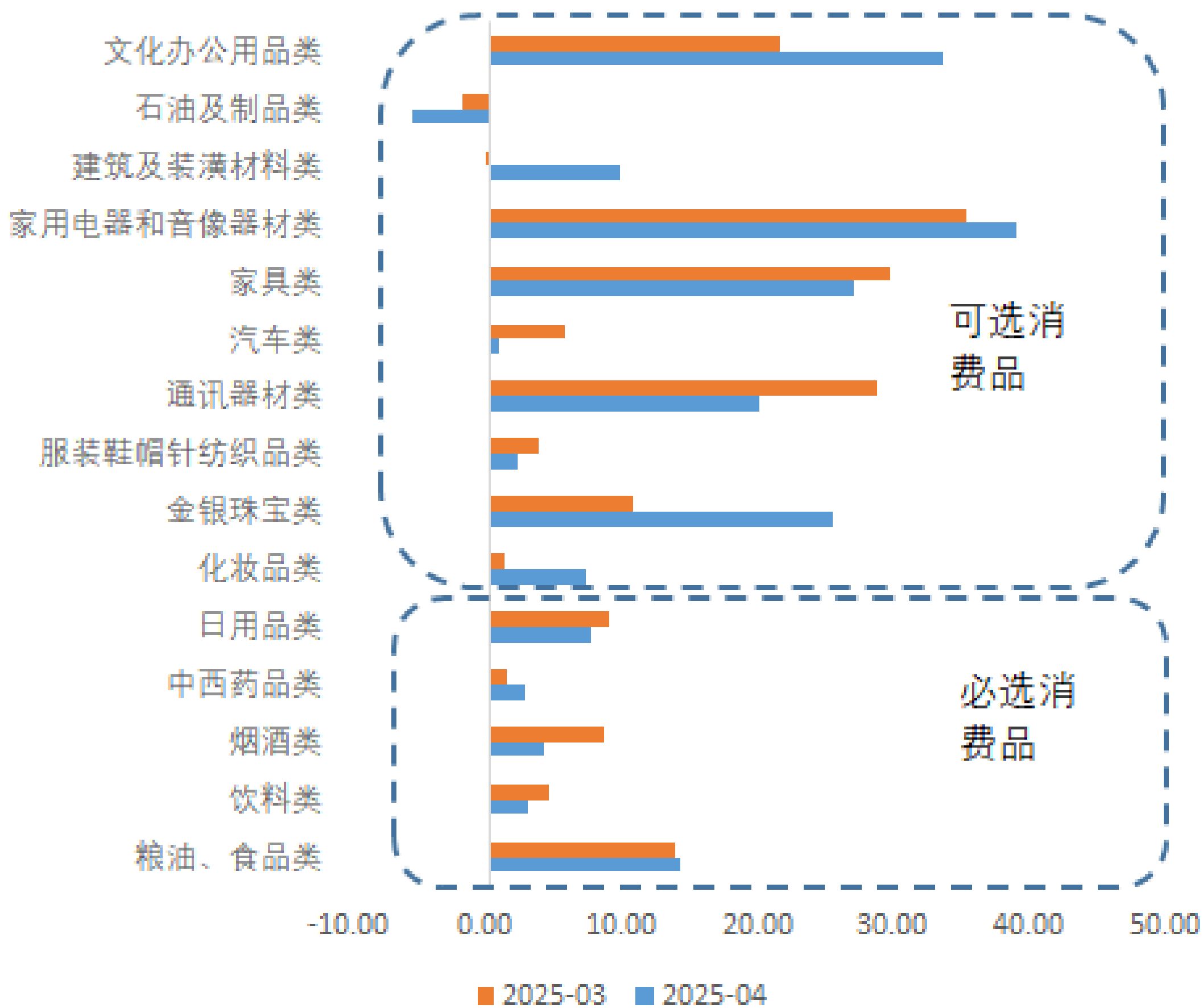
2) 以旧换新政策彰显消费韧性

4 月社会消费品零售总额同比增长 5.1%，虽低于市场预期的 5.5%，较上月 5.9% 的增速亦有所放缓，但整体表现依然稳健。1-4 月累计零售总额达 16.18 万亿元，同比增长 4.7%；剔除汽车消费后，其余消费品零售额为 14.7 万亿元，增速达 5.2%。尽管社零增速出现边际回落，商品零售与餐饮收入均呈放缓趋势，但绝对值增速仍保持在 5% 以上。从结构看，汽车消费与石油制品零售成为拖累社零增速的主要因素：一方面，汽车销量基数抬升导致同比增速放缓；另一方面，国际油价下行使得石油及制品类商品零售额承压。不过，这些因素更多属于短期扰动。随着以旧换新政策持续发力，未来促消费政策效果或仍将持续显现。

具体来看，4 月商品零售同比增速较上月下滑 0.8 个百分点，收于 5.1%；餐饮收入增速亦环比回落 0.4 个百分点，降至 5.2%。细分商品零售领域，刚性需求属性的必选消费品展现出较强韧性；可选消费中，家用电器及音像器材类延续增长势头，成为亮眼支撑点。尽管家具、通讯器材等享受以旧换新政策支持品类增速边际放缓，但同比数据仍保持较高水平，政策红利效应持续显现。值得关注的是，汽车类零售额出现显著下滑，成为拖累社零整体增速的核心因素，其降幅远超其他品类。



商品零售细分项当月同比情况

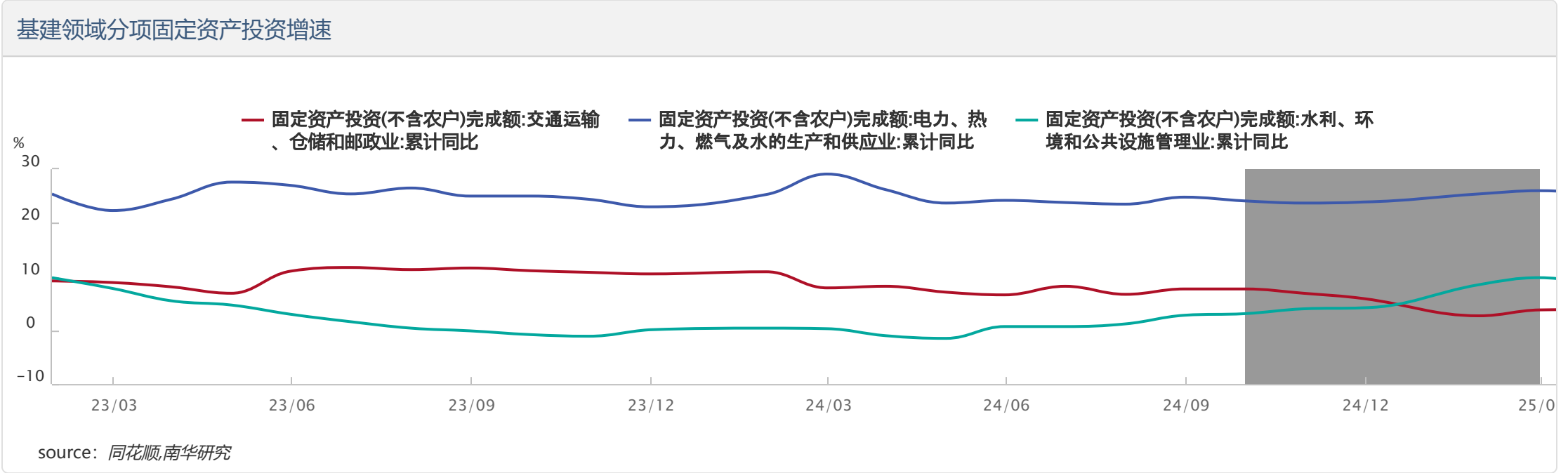
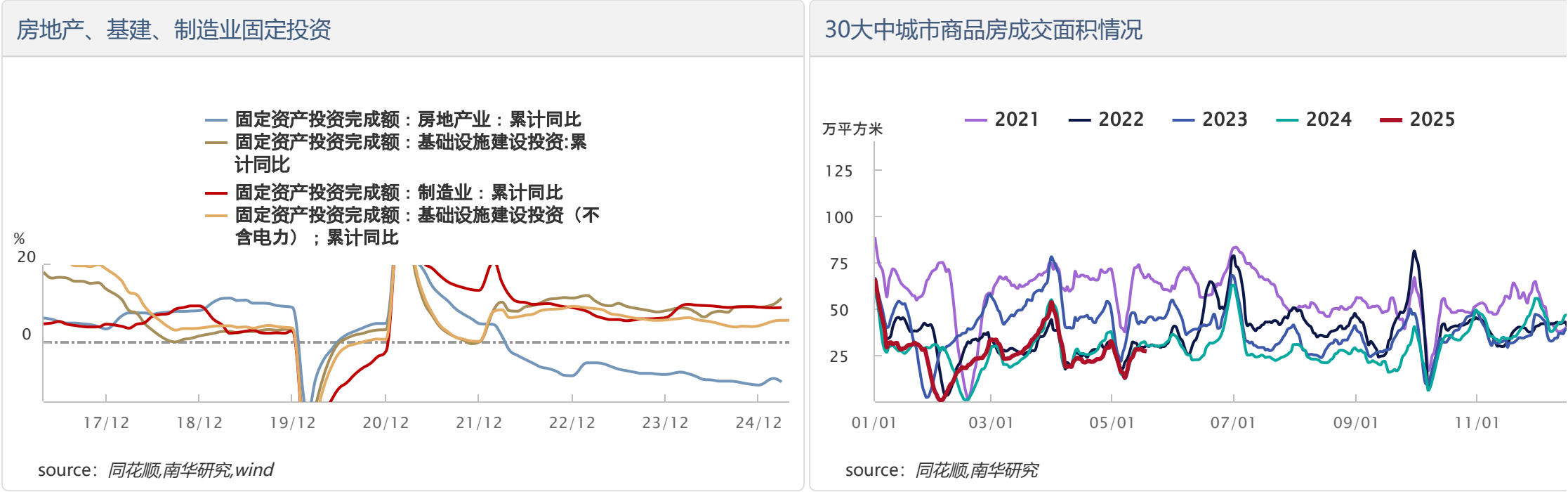


source: 同花顺,南华研究

3) 投资增速有所承压

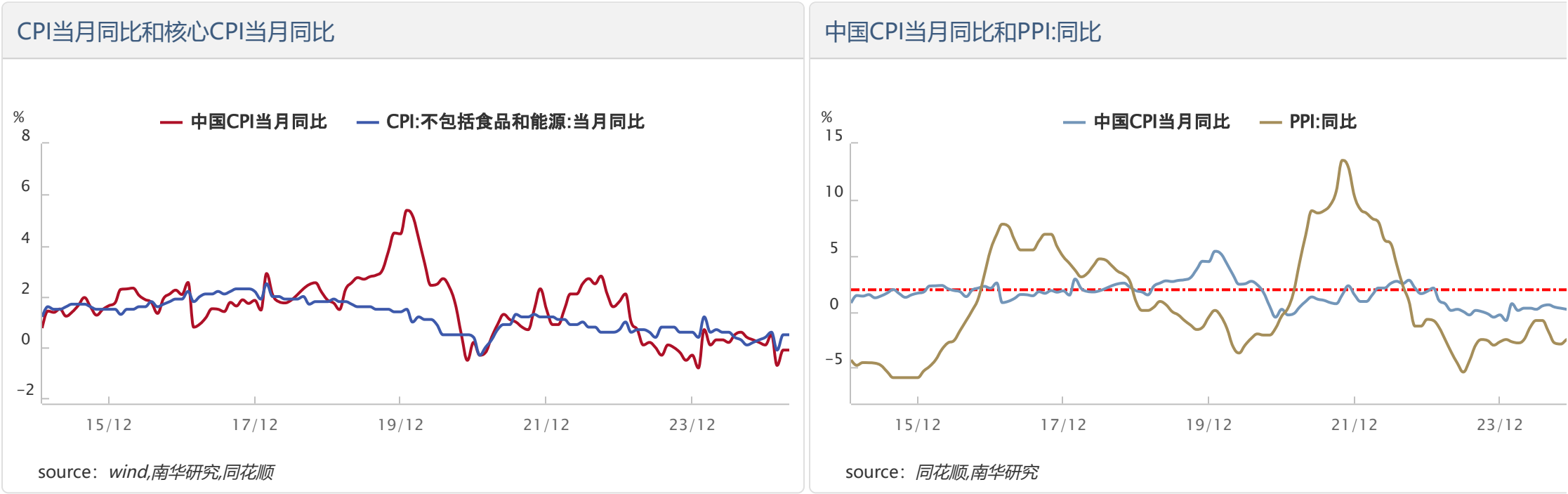
1-4 月固定资产投资（不含农户）达 14.7 万亿元，同比增长 4.0%，低于市场预期的 4.3%，较前值 4.2% 亦有所放缓，其中民间固定资产投资同比仅微增 0.2%。从环比看，4 月投资增速为 0.10%，整体呈现动能趋缓态势。分领域看，制造业投资、基建投资、房地产开发投资均出现边际回落，尤以基建投资降幅更为显著，反映出投资端面临多重制约因素。展望未来，民间固定资产投资意愿相对低迷，叠加中美贸易冲突的不确定性，制造业固定资产投资预计仍将面临一定压力；房地产市场需求进入阶段性瓶颈期，房地产开发投资可能继续成为拖累投资的重要因素。尽管政府债券发行正在加速推进，但未来实物工作量能否及时落地仍存在不确定性。综合来看，未来固定资产投资增速仍将面临一定压力。

具体来看，制造业投资、基建投资和房地产开发投资累计同比增速分别回落0.3、0.65和0.4个百分点，分别降至8.8%、10.85%和-10.3%。民间固定资产投资增速也回落0.2个百分点至0.2%。此外，30个大中城市商品房成交面积季节性表现跌至5年以来的历史低位，房地产需求端持续偏弱。在基建投资分项中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业，以及水利、环境和公共设施管理业的累计同比增速均出现边际下滑趋势。



4) 物价指数短期承压态势难缓

在聚焦总量数据的同时，更需关注其背后揭示的结构性矛盾。上述数据表明，当前经济增长仍主要依赖政府部门发力，转型升级进程尚未完成，集中体现于物价指数层面：4 月 CPI 同比降至 - 0.1%，PPI 同比跌至 - 2.7%，显示经济循环仍未摆脱负向约束。从驱动因素看，国际原油价格下行形成输入性通缩压力，叠加国内居民资产负债表修复缓慢抑制消费能力，短期内物价指数难以摆脱低迷态势。尽管政策持续加码，但经济趋势性上行的拐点尚未显现，通缩压力仍需警惕。



中国CPI当月同比和PPI:同比

— 中国CPI当月同比 — PPI:同比

source: 同花顺,南华研究

2、政策定力仍相对较强

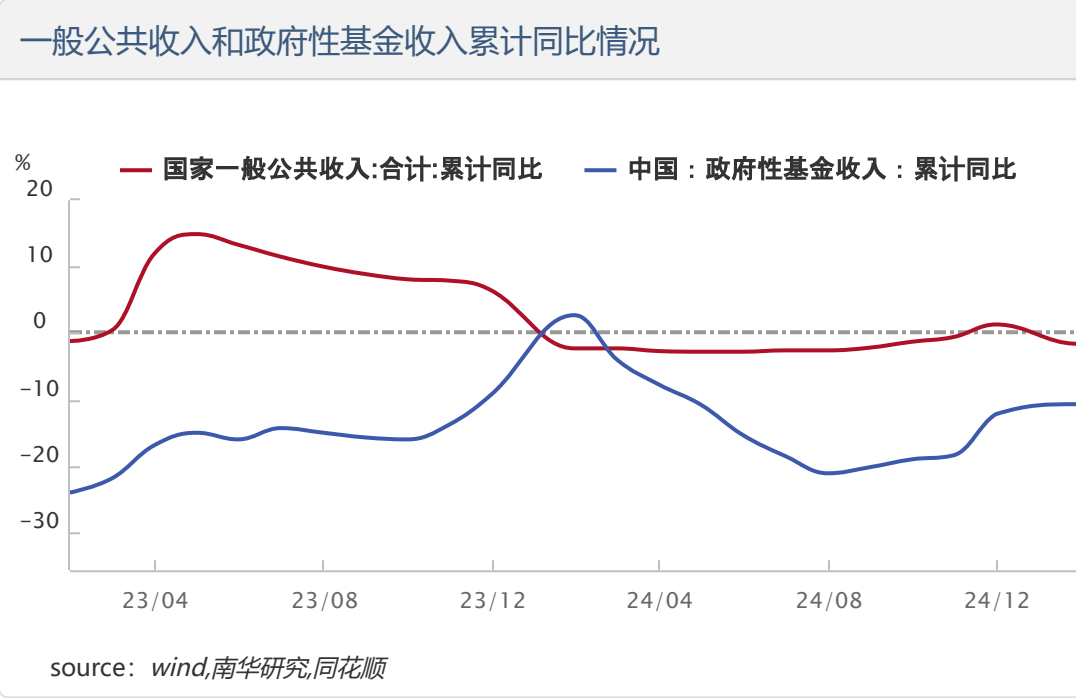
在对等关税加征的起始阶段，市场始终对经济增量政策满怀期待。在备受瞩目的政治局会议落下帷幕后，市场翘首以盼的增量财政政策却迟迟未能出台。那么，为何政策如此的有定力呢？

首先，当下经济数据展现出的持续韧性至关重要。从近期经济数据中能够清晰洞察，在以旧换新政策的有力支撑下，消费展现出持续韧性；投资在财政支出靠前发力的推动下，表现亦不逊色；出口数据受抢出口、抢转口效应影响，持续保持强势。鉴于经济数据并未出现大幅下滑的态势，政策或许并不急于发力。

其次，存量政策也产生了一定影响。今年年初的存量政策力度不容小觑，在存量政策仍处于逐步推进的进程中，未来政策大概率仍将以加速存量政策落地为主。增量政策或许要等到存量政策加速落地之后，才会被纳入考虑范围。由于决策层手中仍握有政策空间，因此并不急于推出增量政策。

最后，政策定力较强与前期特朗普政府态度的缓和密切相关。在特朗普政府对中美之间关税态度缓和的背景下，因极端关税而促使国内出台增量政策的紧迫性有所降低。近期中美达成新的贸易协定后，关税对经济的冲击较之前有所减弱。决策层更倾向于先观察经济在关税影响下的韧性，再据此决定何时推出增量政策以及推出何种类型的增量政策，以此保障经济的稳步增长。

总体而言，在增量政策层面，政策仍保持着审慎推进的节奏。在以下情况发生时，增量政策出台的紧迫性会逐步提升：一是经济数据的内生动力呈现出一定程度的下滑态势；二是中美贸易关税再生变故，导致国内经济承受的压力逐渐增大；三是财政收入端的增速持续低于财政预算增速。此外，我们还需重点关注增量政策发力的具体方向，尤其是是否将政策重心聚焦于居民需求端的修复与提振。



免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093

南华期货APP



南华期货公众号



南华点金公众号



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富