

## 增长动能放缓--2025 年 4 月经济数据解读



走势评级: 股指: 震荡  
报告日期: 2025 年 05 月 22 日

王培丞 高级分析师 (股指)  
从业资格号: F03093911  
投资咨询号: Z0017305  
Tel: 8621-63325888  
Email: peicheng.wang@orientfutures.com

### ★2025 年 4 月经济数据解读:

- 1、作为关税战升级以来的首个月份，中国各项经济指标均同比走弱，除工增外均不及市场预期，反映出经历一季度的快速修复后，国内经济压力开始显现。4 月份工增、社零、固投季调环比增速分别为 0.22%、0.24%、0.1%，均处于历史季节性低位。扣减掉价格因素后，前 4 月累计看，供给侧表现仍好于需求侧。
- 2、供给侧方面，无论是工业还是服务业虽然同比增速回落，但结构上均呈现出新质生产力增长较为稳固的态势。高技术制造业、信息技术服务业等增速分别录得 10%、10.4%。
- 3、消费增长不及预期。一方面餐饮消费或存在低价内卷现象，另一方面商品零售则表现为美妆、金银珠宝高增长，而传统补贴领域的汽车和通信类产品增速开始收敛。
- 4、投资端，制造业和基建仍有韧性。但地产端，投资、销售、价格三弱的态势表明“止跌”态势不稳，有较大下行压力。

### ★投资建议

4 月份经济数据整体表现平淡，出口的高增和内需的低迷形成鲜明对照。国内政策发力的“疲惫期”或逐渐开始显现，突出表现为政策支撑的领域其增速也开始回落。从宏观线索看，新质生产力领域增长维持韧性，对应股市中北证 50 指数、小微盘指数的风险偏好较高。但顺周期迟迟未能发力、通胀形势低迷、居民信心偏弱的宏观图景也对股指形成制约，特别是企业盈利增长水平，2025 年或仅为 3%左右。今年前 5 个月股市上涨更过依靠估值扩张，但当前市场的估值水平已高，对利多因素的定价极为充分，后续如何支撑估值持续扩张是摆在当下市场面前的棘手难题。我们认为以长周期看股指仍有空间，但中短期内仍需警惕估值回调的压力。

### ★风险提示:

中美贸易战反复或升级。



扫描二维码，微信关注“东证繁微”小程序

**重要事项:** 本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来自于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。  
**有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。**

5月19日，国家统计局发布了2025年4月经济数据，对此我们做如下解读。

## 1、修复动能减弱，供给端好于需求端

中国4月份工业增加值当月同比6.5%，预期6.1%，前值7.7%，服务业生产指数当月同比6%，前值6.3%，社零当月同比5.1%，预期5.5%，前值5.9%，固定资产投资1-4月累计同比4%，预期4.2%，前值4.2%。综合来看，作为关税战升级以来的首个月份，中国各项经济指标均同比走弱，除工增外均不及市场预期，反映出经历一季度的快速修复后，国内经济压力开始显现。

从环比看，4月份工增、社零、固投季调环比增速分别为0.22%、0.24%、0.1%，均处于历史季节性低位，表明4月份国内修复力度偏弱。其中社零略好，4月环比增速高于剔除2023年的近五年均值。

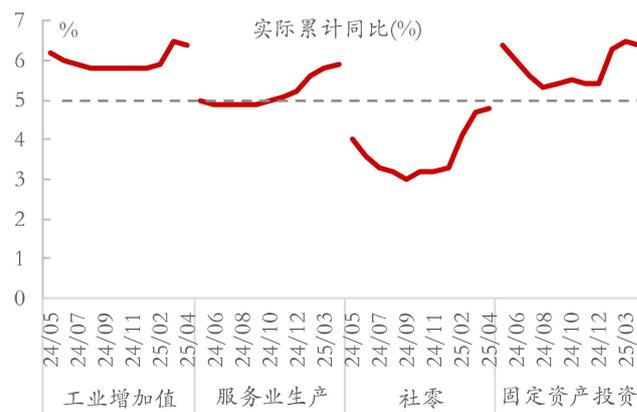
从同比看，供给侧方面，工业和服务业产出增速维持在6%以上，维持韧性。而需求侧社零和固定资产投资当月同比仅分别为5.1%和3.5%，这一增长水平与供给侧的差距仍然较大。扣减掉价格因素去计算实际增速，前4个月累计看，供给侧表现仍好于需求侧。

图表 1：供需两端历年4月份季调环比增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（2020年波动大未展示）

图表 2：供给端增速稳健，需求端增速偏低



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

## 2、供给侧：新质生产力成为稳健来源

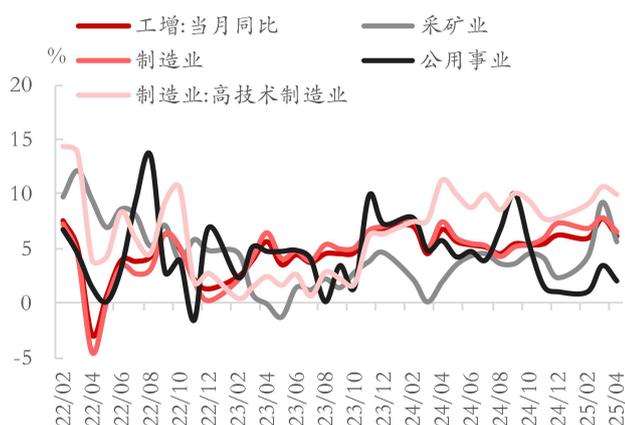
供给端方面，无论是工业还是服务业虽然同比增速回落，但结构上均呈现出新质生产力成为稳健来源的态势。

工业供给方面，4月采矿业、制造业、高技术产业、公用事业增速分别为5.7%、6.6%、10%、2.1%，分别较上月变化-3.6%、-1.3%、-0.7%、-1.4%。可以看到高技术产业对于关税战等外围冲击，表现出明显韧性，整体增速较高且回落幅度较小。而与内需相关的采矿和公用事业受到需求低迷影响而大幅下滑。工业诸多行业中，仅有农副食品加工、医

药制造等刚需品类以及有色制造、电气机械制造业这四个行业增速扩张，其余行业同比增速均走弱。4月值得注意的一个现象是工业增加值增速和工业出口交货值增速存在较大偏差，工业出口交货值增速仅录得0.9%。我们理解，一方面是由于4月份美国对华加征高昂关税影响，制造业新出口订单PMI录得44.7%，中国制造业企业面临订单大减的困境。当然这也说明中国4月出口强劲更多是依赖原材料支撑，根据海关数据，4月对中国出口拉动相较于3月改善最明显的就是成品油、钢材等相对初级产品。另一方面去年4月工业出口交货同比增速存在高基数效应。

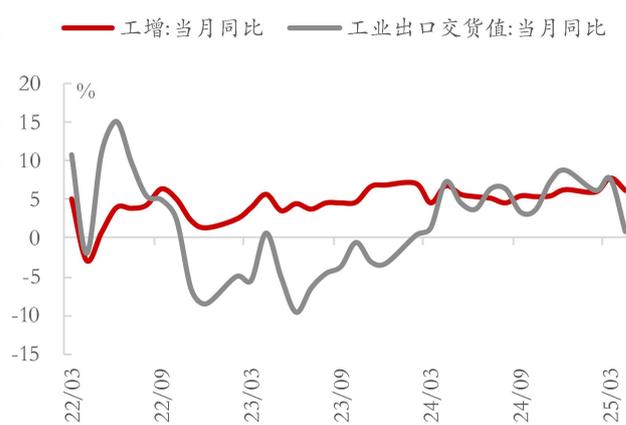
服务业供给方面，整体增速维持在6%。其中信息技术服务业、租赁和商务服务业等新业态维持韧性，批发和零售业等传统行业供给收缩幅度较大。

图表 3：工业分行业增速中，高技术制造业韧性强



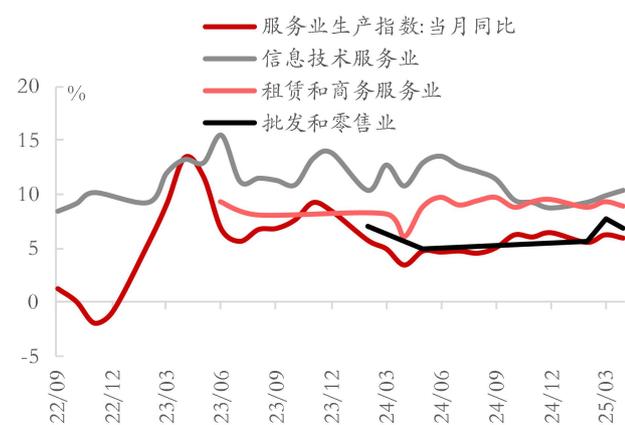
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：4月工业增加值和工业出口增速有所分化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 5：服务业生产中，信息技术等新业态增速较高



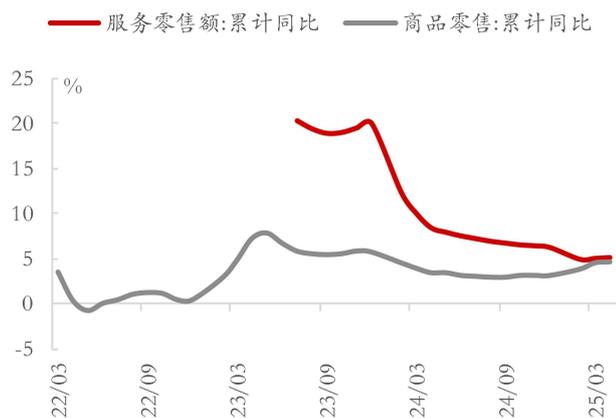
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

### 3、消费增长不及预期，悦己消费增长较快

4月社零增速回落至5.1%，不及预期。分类型看，商品零售虽然当月增速录得5.1%，较上月回落，但1-4月累计增速录得4.7%，仍在稳步扩张。服务零售额累计增速也扩张至5.1%。4月份国内消费大体上维持稳健。

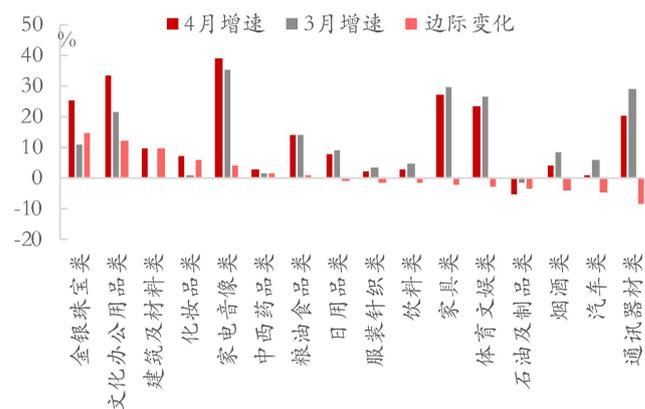
从具体品类看，虽然有清明和五一假期的影响，但餐饮收入同比增5.2%，涨幅收窄0.8个百分点，或反映餐饮业低价内卷现象仍然突出。商品零售方面，主要增长点在于金价上行带动的金银珠宝类、品牌潮玩带动的文化办公类产品、以及促销降价提振的化妆品类产品。其余品类中，建筑装潢类零售增速由负转正，或对应3月房地产竣工改善带来的滞后转到。而刚需消费品、消费补贴的汽车类和通讯类产品增长明显放缓。

图表 6：4月服务消费与商品消费增速企稳



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 7：4月金银珠宝销售高增，补贴类产品增速放缓



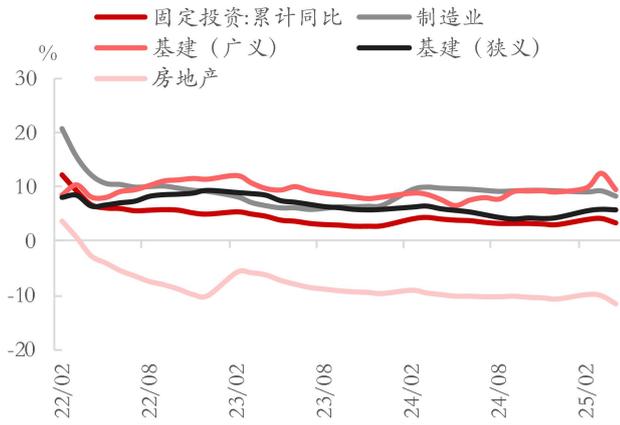
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

### 4、投资端：房地产跌幅扩大

5月固定资产投资增速录得3.5%，较上月回落0.8个百分点。分大类看，制造业、广义基建、房地产投资增速分别为8.2%、9.6%、-11.3%，较上月分别变化-1%、-3%、-1.3%。制造业和基建增速高位回落，房地产投资跌幅扩大。

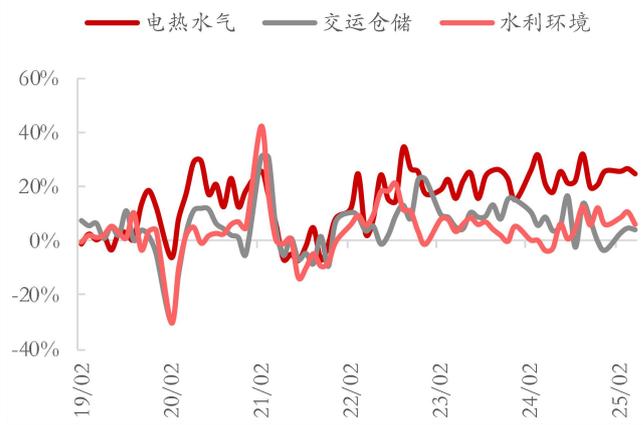
广义基建三大行业中看，电力公用事业投资增速24.5%，交通运输业增速4.1%、水利环境业增速6.1%，分别较上月回落1.9%、0.6%、4.6%。中央财政发力边际放缓或能解释4月水利投资增速的下降。而地方财政发力不温不火，新增一般债和专项债发行均仅维持在季节性偏弱水平。我们理解，一是化债对地方财政仍形成掣肘，二是在强调投资收益、拒绝内卷式竞争的背景下地方也面临项目缺乏的现实。

图表 8: 固定资产投资和三大分项当月增速



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

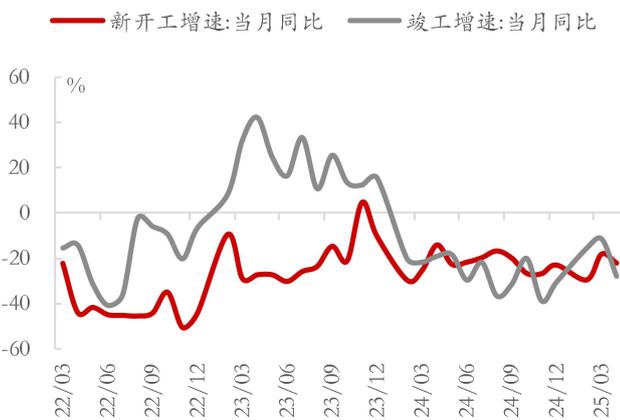
图表 9: 基建三大行业增速持续分化



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

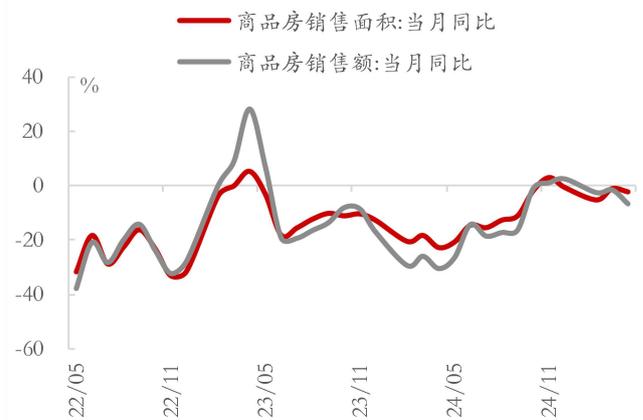
房地产方面, 投资端和销售端双双走弱。投资方面, 4月新开工增速、竣工增速当月同比分别为-22.1%、-27.9%, 分别较上月跌幅扩大4%、16.4%。销售方面, 4月房地产销售面积同比-2.1%、-6.7%, 较上月跌幅扩大1.2%、5.1%。房价方面, 4月份70大中城市一手房和二手房价格同比-4.5%、-6.8%, 跌幅有收窄, 但从环比看, 现状并不乐观。4月一手房和二手房价格环比分别为-0.1%、-0.4%, 且一线城市二手房环比-0.2%, 有止跌乏力的迹象。从4月金融数据中可看出, 房价持续下行对居民资产负债行为形成的影响仍在深化, 居民缩表对于国内各项促消费政策形成了削弱。并且外需尽管边际上受到中美关税缓和的影响而维持韧性, 但国内方面地产止跌回稳态势尚未巩固, 此时政策应加大力度维稳房地产市场, 形成良性预期和循环。

图表 10: 地产新开工和竣工跌幅扩大



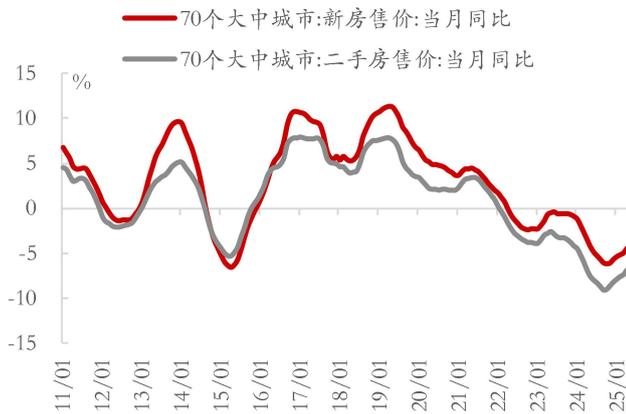
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 11: 房地产销售下行, 止跌态势不稳



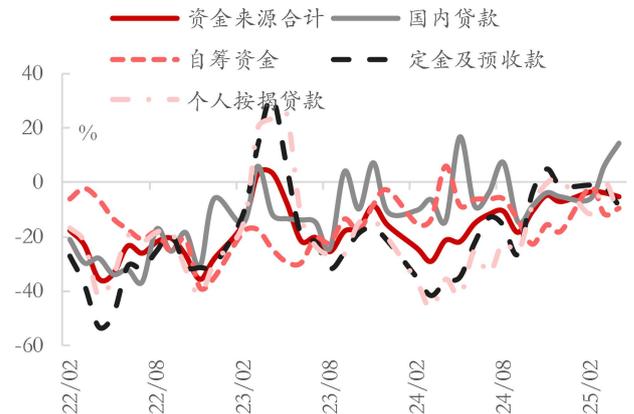
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 12: 70 个大中城市一手房和二手房价格跌幅收窄



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 13: 房企资金来源中贷款大幅增加



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

## 5、投资建议

4 月份经济数据整体表现平淡，出口的高增和内需的低迷形成鲜明对照。国内政策发力的“疲惫期”或逐渐开始显现，突出表现为政策支撑的领域其增速也开始回落。从宏观线索看，新质生产力领域增长维持韧性，对应股市中北证 50 指数、小微盘指数的风险偏好较高。但顺周期迟迟未能发力、通胀形势低迷、居民信心偏弱的宏观图景也对股指形成制约，特别是企业盈利增长水平，2025 年或仅为 3% 左右。今年前 5 个月股市上涨更过依靠估值扩张，但当前市场的估值水平已高，对利多因素的定价极为充分，后续如何支撑估值持续扩张是摆在当下市场面前的棘手难题。我们认为以长周期看股指仍有空间，但中短期内仍需警惕估值回调的压力。

## 6、风险提示

中美贸易战反复或升级。

**期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）**

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	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%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

**上海东证期货有限公司**

上海东证期货有限公司成立于 2008 年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际(新加坡)私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持以金融科技助力衍生品发展为主线,通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力,坚持市场化、国际化、集团化发展方向,朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本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【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)