

2026年一季度中国经济温和复苏实现良好开局

第一创业证券研究所

分析师：李怀军

证书编号：S1080510120001

电话：010-63197789

邮箱：lihuijun@fcsc.com

核心观点：

一季度GDP同比增长5.0%，较去年四季度回升0.5个百分点，高于4.9%的Wind预期。而从一季度季节调整后的环比看，一季度增长1.3%，较去年四季度回升0.1个百分点，较去年同期回升0.2个百分点。分产业看，第一产业增加值同比增长3.8%，较去年四季度回落0.4个百分点；第二产业增长4.9%，较去年四季度回升1.9个百分点；第三产业增长5.2%，与去年四季度持平。

从3月全国规模以上工业增加值看，3月同比增速为5.7%，高于5.4%的Wind预期，但较1-2月回落0.2个百分点；从累计增速看，一季度为6.1%，较去年回落0.2个百分点。从工业产能利用率看，一季度为73.6%，较去年四季度回落1.3个百分点；从工业企业产销率看，3月为93.8%，较1-2月回落1.6个百分点，而一季度为94.9%，较去年回落1.5个百分点。从出口交货值同比看，3月为8.7%，较1-2月回升1.4个百分点，而一季度为7.1%，较去年回升4.9个百分点。因此，一季度中国经济的温和回升，主要还是得益于出口的强大拉动，而从内需看相对较弱。

社会消费品零售总额的名义增速看，3月同比为1.7%，较1-2月回落1.1个百分点；而一季度为2.4%，较去年回落1.3个百分点；从服务业生产指数的实际增速看，3月同比为5.0%，较1-2月回落0.2个百分点；而一季度为5.1%，较去年回落0.4个百分点。

从固定资产投资的累计增速看，1-3月同比为1.8%，较1-2月回落0.1个百分点，较去年回升5.5个百分点。其中，制造业为4.1%，较1-2月回升1个百分点，较去年回升3.5个百分点；基建为8.9%，较1-2月回落2.5个百分点，较去年大幅回升10.4个百分点；而房地产投资累计同比增速为-11.2%，较1-2月回落0.1个百分点，较去年回升6个百分点。

总之，今年一季度中国经济总体呈现温和复苏态势，经济正逐步走出通缩的困境。但内生动力偏弱，居民收入增速偏低、消费较弱、行业分化等挑战仍然存在。

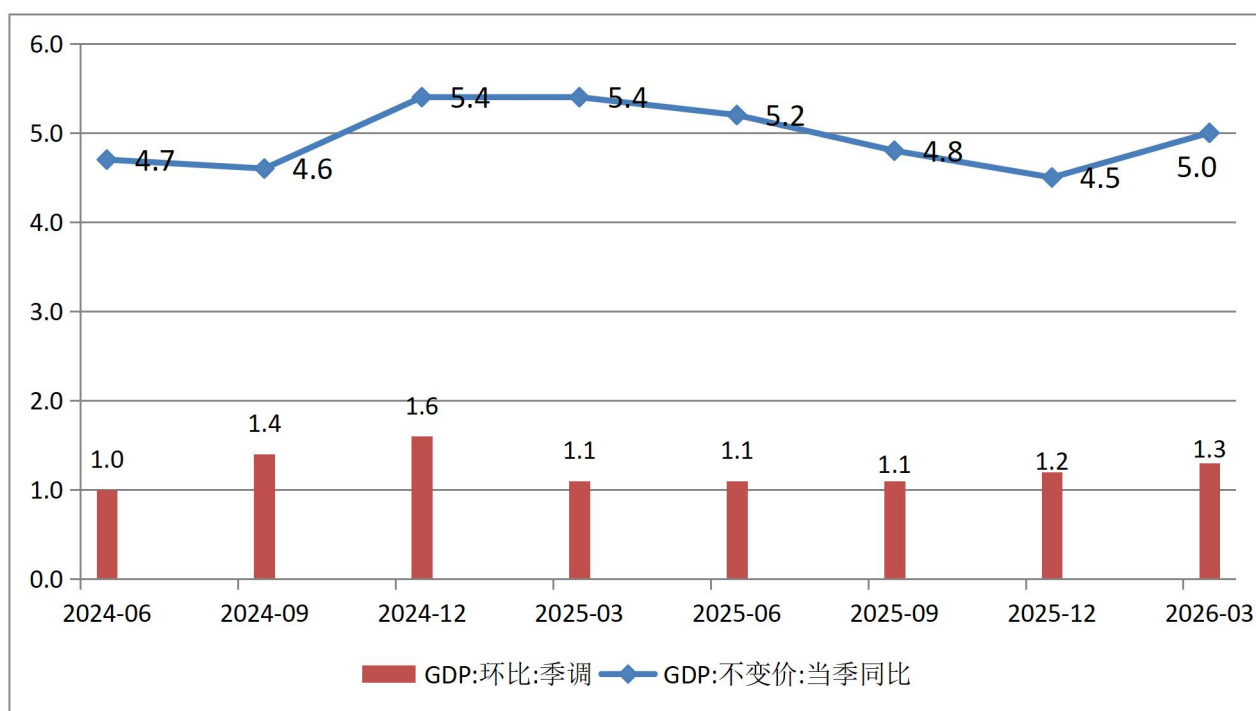
风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

一、2026年3月生产仍主要依靠外需拉动经济内生动力需进一步加强

2026年4月16日国家统计局公布2026年一季度宏观经济数据，按可比价格计算，一季度GDP同比增长5.0%，较去年四季度回升0.5个百分点，高于4.9%的市场预期(Wind)。而从一季度季节调整后的环比看，一季度增长1.3%，较去年四季度回升0.1个百分点，较去年同期回升0.2个百分点(图1所示)。初步核算，一季度国内生产总值334193亿元，按不变价格计算，同比增长5.0%，与2025年增速持平。

图1 2026年一季度GDP季度同比和季调环比均较去年四季度有所回升



资料来源：WIND，第一创业证券研究所整理

分产业看，2026年一季度第一产业增加值同比增长3.8%，较去年四季度回落0.4个百分点；第二产业增加值同比增长4.9%，较去年四季度回升1.9个百分点；第三产业增加值同比增长5.2%，与去年四季度持平。

从GDP同比增速看，第二产业是一季度经济温和回升的主因，从3月全国规模以上工业增加值看(表1所示)，3月同比增速为5.7%，高于5.4%的市场预期(Wind)，但较1-2月回落0.2个百分点，3月季调环比为0.28%，较2月0.83%有所回落；从累计增速看，一季度工业增加值同比增速为6.1%，较去年回落0.2个百分点。

从工业产能利用率看，一季度为73.6%，较去年四季度回落1.3个百分点；从工业企业产销率看，3月为93.8%，较1-2月回落1.6个百分点，而一季度为94.9%，较去年回落1.5个百分点。从出口交货值同比看，3月为8.7%，较1-2月回升1.4个百分点，而一季度为7.1%，较去年回升4.9个百分点。因此，一季度中国经济的温和回升，主要还是得益于出口的强力拉动，而从内需看相对较弱。

首先，社会消费品零售总额的名义增速看，3月同比为1.7%，较1-2月回落1.1个百分点；而一季度为2.4%，较去年回落1.3个百分点；从季调环比看，3月为0.14%，较2月0.49%也有所回落。

其次，从服务业生产指数的实际增速看，3月同比为5.0%，较1-2月回落0.2个百分点；而一季度为5.1%，较去年回落0.4个百分点。

再次，从固定资产投资的累计增速看，1-3月同比为1.8%，较1-2月回落0.1个百分点，较去年回升5.5个百分点。其中，制造业为4.1%，较1-2月回升1个百分点，较去年回升3.5个百分点；基建为8.9%，较1-2月回落2.5个百分点，较去年大幅回升10.4个百分点；而房地产投资累计同比增速为-11.2%，较1-2月回落0.1个百分点，较去年回升6个百分点。

表1 2026年1-3月生产、零售、投资和进出口数据一览表

年份	同比 (%)				季调环比 (%)	
	2026			2025	2026	
	1-2月	3月	1-3月	1-12月	3月	2月
工业增加值 (实际)	6.3	5.7	6.1	5.9	0.28	0.83
社会消费品零售总额 (名义)	2.8	1.7	2.4	3.7	0.14	0.49
服务业生产指数 (实际)	5.2	5.0	5.1	5.5		
固定资产投资	1.8		1.7	-3.8	0.52	0.99
其中：房地产	-11.1		-11.2	-17.2		
基建	11.4		8.9	-1.5		
制造业	3.1		4.1	0.6		
进出口增速 (美元)	21.0	12.7	18.0	3.2	16.1	-13.9
其中：出口增速	21.8	2.5	14.7	5.5		
进口增速	19.8	27.8	22.7	0.0		
贸易顺差 (亿美元)	2136	511	2643	11889		

资料来源：国家统计局，第一创业证券研究所计算整理

最后，以美元计，3月出口同比增速为2.5%，Wind预期为3.0%，1-2月为21.8%，这主要是由于春节错位和中东战争导致的大幅回落；进口增速为27.8%，Wind预期为5.6%，1-2月为

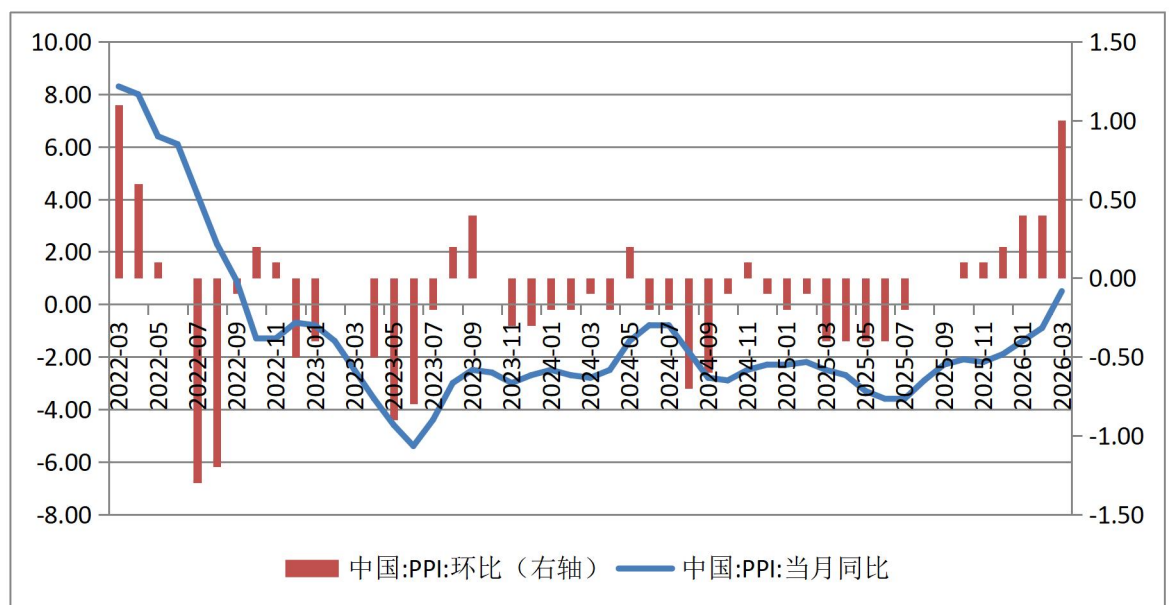
19.8%，这主要是因为以国际原油为代表的大宗商品价格大幅上涨所导致的大幅回升；3月贸易顺差为511亿美元，较2月910亿美元大幅减少。从累计增速看，一季度出口同比增速为14.7%，高于Wind预期12.5%，去年为5.5%；进口增速为22.7%，Wind预期12.8%，去年为0%；一季度累计贸易顺差为2643亿美元，Wind预期为2840亿美元，前值1-2月为2136亿美元。

因此，从总体上看，2026年3月中国经济总体呈现温和复苏态势，较去年见底回升明显，显示一季度国民经济起步有力、开局良好。但生产主要还是依靠外需拉动，3月产能利用率和产销率较有所回落，经济内生动力不足，国内需求的潜力仍需进一步释放，以做强国内大循环。

二、2026年3月PPI同比由负转正标志着中国经济已经走出通缩困境

从价格指数看，3月CPI同比为1.0%，Wind预期为1.3%，2月为1.3%；核心CPI同比为1.1%，2月为1.8%。3月CPI环比为-0.7%，2月为1.0%；核心CPI环比为-0.7%，2月为0.7%。可见，核心CPI与CPI之间同比差距，已经缩小至0.1%，是两年来的最低值；核心CPI和CPI的背离主要是服务价格的影响，而3月月环比为-1.1%，是两年来的最低水平。与上月持平；而服务价格环比为0.6%，较6月回升0.6个百分点；虽然受国际原油价格影响，交通工具用能源环比上涨10%，但交通工具使用和维修环比下跌3.2%，使3月交通通讯环比只下跌0.4。据测算，交通工具用能源在CPI中的权重只有3.1%，水电燃料在居住中的权重约为7%。

图2 2026年3月中国PPI指数的回升十分明显



资料来源：国家统计局，第一创业证券研究所整理

而在PPI中，与能源相关的直接权重约为16.5%，进而间接影响到生产资料的权重约为80%。图2所示，3月PPI同比为0.5%，是2022年9月以来首次由负转正，与预期持平，前值2月为-0.9%。3月PPI环比为1.0%，是四年以来的最高值，前值为0.4%。其中，生活资料为-0.1%，前值为0.0%；生产资料为1.3%，前值为0.5%。3月生产资料

中（如表 2 所示），采掘、原材料和加工环比分别为 3.9%、2.4%、0.5%；而与能源相关的行业环比的涨幅均较大。

表 2 3 月 PPI 中生产资料各分项及行业价格环比

产业链	3 月	2 月	代表行业	3 月	2 月
采掘（上游）	3.9	1.0	石油和天然气开采业	15.8	5.1
			煤炭开采和洗选业	0.1	-0.5
			黑色金属矿采选业	-0.9	-0.8
			有色金属矿采选业	5.4	7.1
原材料（中游）	2.4	0.0	石油、煤炭及其他燃料加工业	5.8	0.4
			化学原料及化学制品制造业	3.6	1.3
			化学纤维制造业	3.4	0.6
			黑色金属冶炼及压延加工业	0.3	0.1
			有色金属冶炼及压延加工业	1.0	4.6
加工（下游）	0.5	0.1	电力、热力的生产和供应业	1.4	-3.9
			橡胶和塑料制品业	0.6	-0.3
			纺织业	0.5	0.0
			纺织服装、服饰业	-0.2	-0.6
			汽车制造业	-0.5	-0.2
			金属制品业	0.3	0.3

资料来源：国家统计局，第一创业证券研究所计算整理

由于去年二季度各月 PPI 环比均为-0.4%，因而由于基数原因，6 月 PPI 同比大概率将回升至 2%左右。PPI 同比的由负转正，对于中国经济具有积极意义。首先，有助于经济走出通缩的困境。中东战争带来的国际原油价格上涨，由于前些年中国新能源产业的快速发展，电力供给充足，价格始终处于低位；而国际原油来源的多元化，使中东石油的供给冲击进一步减弱；而煤化工领域的不断创新，使甲醇、尿素等重要化工原料对原油的依赖进一步降低。因而，国际原油价格上涨对我国经济的冲击较以前明显减弱，反而有助于打破 3 年来的通缩预期。因为物价低迷会强化企业和消费者对价格下行预期，导致消费和投资的收缩和延迟，而 PPI 由负转正释放出价格回暖的积极信号，有助于稳定预期，推动消费和投资的回暖。

其次，有利于工业企业盈利水平的修复。此前 PPI 的不断下滑，严重挤压的工业企业的盈利空间，PPI 同比由负转正，意味着企业营收和盈利将出现明显改善。2026 年 1-2 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 10245.6 亿元，同比增长 15.2%，较 2025 年的 0.6%大幅度回升；其中，1-2 月制造业同比增长 18.9%，而 2025 年为 5%。

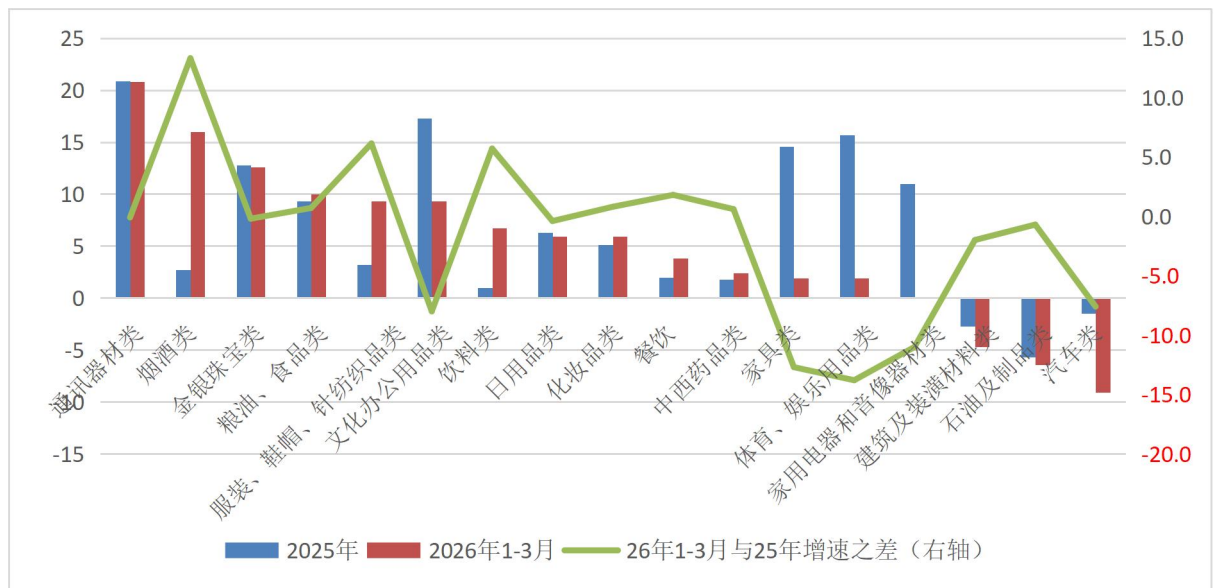
最后，也为宏观政策创造更为有利的环境。物价下行而名义利率下调不及时或幅度不及预期，都会导致实际利率的上行，制约了货币政策的实施效果。如果物价持续回升，降息等货币政策工具的实际效果会更好。随着 GDP 平减指数由负转正，名义 GDP 也将高于实际 GDP，有利企业和消费者信心的恢复。

但我们也应当看到，3 月的经济数据表明，本轮物价回升的基础还不牢固，内生动力偏弱，行业分化等挑战仍然存在。首先，从 3 月 PPI 环比看，涨幅由上游向下游逐渐递减，说明成本

由上游向下游的传导受阻，中下游企业的经营面临原材料价格上涨的压力。如果终端需求复苏乏力，将挤压中下游企业的盈利空间。

其次，从下游消费结构看，一季度服务业消费要强于零售（表 1 所示），零售中非耐用品消费要强于耐用品（图 3 所示），这主要是因为去年“以旧换新”政策对耐用消费品消费的提振，但这种刺激的短期作用明显，长期则形成拖累，今年一季度耐用消费品零售增速的回落就是明证。

图 3 2026 年一季度各行业零售名义同比增速与 2025 年的对比



资料来源：国家统计局，第一创业证券研究所整理

从零售增速上看，一季度社会消费品零售总额名义增速排名前五的行业包括：通讯器材类（20.8%）、烟酒类（16%）、金银珠宝类（12.6%）和粮油食品类（10%），这些行业的同比增速均在 10% 及以上；而家用电器和音像器材类（0%）、建筑及装潢材料类（-4.7%）、石油及制品类（-6.4%）和汽车类（-9.1%），这些行业的增速均在零及以下，反映出城乡居民在 2026 年对于大额消费的谨慎态度。

再次，从城乡居民收入同比增速看，一季度全国居民人均可支配收入 12782 元，同比名义增长 4.9%，扣除价格因素实际增长 4.0%，比 GDP 增速低 1 个百分点。其中，城镇居民人均可支配收入 16549 元，同比名义增长 4.2%，实际增长 3.2%；农村居民人均可支配收入 7433 元，同比名义增长 6.1%，实际增长 5.4%。从收入来源看，全国居民人均工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入分别名义增长 4.9%、6.6%、1.6%、5.1%，说明居民财产性收入的增速显著低于其它收入来源，随着中国进入中等发达国家的行列，资本市场在国民经济中的地位仍需进一步提高。

从城乡居民支出同比增速看，一季度全国居民人均消费支出 7955 元，比上年同期名义增长 3.6%，扣除价格因素影响，实际增长 2.6%，远低于同期 GDP 增速和收入增速。分城乡看，城镇居民人均消费支出 9635 元，增长 2.9%，实际增长 2%；农村居民人均消费支出 5569 元，增长

4.4%，实际增长 3.7%。

有效需求不足也反映在失业率上：3月全国城镇调查失业率为 5.4%，今年以来连续 3 个月回升，较 2 月回升 0.1 个百分点；1-3 月全国城镇调查失业率平均值为 5.3%，较去年回升 0.2 个百分点。从结构上看，年青人的失业率仍然较高，特别是每年近千万的高校毕业生的就业压力较大。

最后，房地产对经济的拖累仍十分明显。一季度房屋新开工同比增速为-20.3%，较去年回升 0.1 个百分点；房屋施工面积同比增速为-11.7%，较去年回落 1.7 个百分点；竣工面积同比增速为-25%，较去年回落 6.9 个百分点；房屋销售面积同比增速为-10.4%，较去年回落 1.7 个百分点。

从房地产资金来源看，一季度房地产开发资金来源同比增速为-17.3%，较去年回落 3.9 个百分点；其中，国内贷款同比增速为-23.7%，较去年回落 16.4 个百分点；自筹资金来源同比增速为-5.3%，较去年回升 6.9 个百分点；其它资金来源（预付款）同比增速为-22.9%，较去年回落 6.8 个百分点。

从房地产价格看，3 月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比为-3.6%，较 2 月回落 0.1 个百分点；二手住宅价格指数同比为-6.3%，与 2 月持平。就环比而言，70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比为-0.2%，较 2 月回升 0.1 个百分点；二手住宅价格指数环比为-0.2%，较 2 月回升 0.2 个百分点。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140