

中东冲突影响初显 利率曲线破位下行

2026 年一季度经济基本面分析及二季度利率展望

研报摘要

- **近期利率复盘：曲线结构从“熊陡”到“牛陡”。**中东战事爆发后，输入性通胀推动 3 月 PPI 提前转正，但市场定价却与 2026 年三季度的“反内卷”不尽相同。相同的是，涨价推动利率曲线陡峭化；不同的是“反内卷”推动了熊陡，而中东战事后则出现了牛陡。利率短暂上涨后，即刻跳过涨价逻辑，继而开始交易宽松预期。
- **增长的量价特征：PPI 提前转正，涨价动能延上下游衰减。**一季度 GDP 增长 5%，落入增长目标区间上线。涨价驱动采矿业和制造业利润高增；电热气水等公用事业并未与民争利，供应量充足，而利润增幅却在收窄。采掘工业(3.9%)、原材料工业(2.4%)、加工工业(0.5%)和生活资料(-0.1%)环比增速依次递减，终端需求疲弱，政策或仍落脚于稳步复苏，宽松趋势不受影响。
- **三驾马车：国内新旧产业分化加深，海外中东需求骤降。**一是投资方面。投资累计同比 1.7%，虽不及上年同期，但实现深跌转正。地产开发投资跌幅有所收窄，企业利润修复及科技周期结构性拉动制造业投资。十五五开局之年“开门红”，基建高增领域包括航空运输业、水上运输业及信息传输业等，而非传统建筑业。二是消费方面。“以旧换新”品种成拖累项，居民消费类别此消彼长，服务增长持续高于商品。三是净出口。全球 AI 周期带动中国机电产品出口扩张，美伊冲突后中东商品需求骤降，战争的全球影响初显。
- **货币与信用：政府债券供给增量有限，金融机构负债端宽松。**6 万亿隐债置换债发行接近尾声，2026 年当年政府债券全年额度增量有限，企业“以债替贷”成社融主要增量。居民存款与非银机构存款此消彼长，资金回流银行体系，负债端宽松。
- **债市展望：偏强格局仍将持续。**GDP 总体运行平稳，二季度稳增长压力不大，结构上则包含较多对冲因素。AI、绿色等科技产业之外的投资、消费依然处在偏低位运行，结构性弱复苏尚未全面扩散，一次性价格冲击难以根本影响宽松趋势，基本面对债市依然友好。此外，战事对全球总需求的影响尚未完全展开，不管是全球性经济贸易降速，美联储降息预期回温，还是中国资产避险属性增强，都将有利于中国债券市场。4 月以来国内债券市场宽松交易较为充分，超长债新券发行回踩或将为给下一轮上涨积蓄空间，预计债券偏强格局仍将持续。
- **风险提示：**(1) 地产链条下行压力传导风险。(2) 消费复苏不及预期与物价波动风险。(3) 美国私募信贷风险。

证券分析师

陈巧巧

S0670525010001

chenqiaoqiao@jrjzq.com.cn

目录

一、近期行情复盘：市场政策利率倒挂 收益率曲线下行	4
二、经济增长的量价特征：稳中有进、转中提质	5
（一）平减指数带动现价 GDP 同比跃升	5
（二）增加值稳中有升 涨价带来工业利润高增	6
1. 三大门类：公用品增加值继续领涨 供给充足	6
2. 产品结构：人工智能和电力爆发式增长	6
3. 量价分析：涨价驱动采矿业和制造业利润高增	6
4. 供需变化：产能利用率小幅回踩	7
（三）油价推动 PPI 提前转正 宽松趋势不受影响	7
1. CPI：定基指数小幅突破后回落	7
2. PPI：时隔 41 个月同比转正	9
3. 价格政策：推动物价合理回升 同时避免过快上涨	11
三、三驾马车：内需贡献率超八成	11
（一）投资：“开门红”季度增速回正	11
1. 类型结构：各类分项全面改善	12
2. 行业结构：“开门红”新基建及高新技术制造业拉动	12
（二）消费：“以旧换新”品种拖累社零增速下行	13
1. 产品结构：“以旧换新”品种拖累商品零售 与服务零售此消彼长	14
2. 收入制约：社零增速回落至可支配收入增速以下	14
（三）净出口：科技产业拉动进出口 地缘冲突影响初显	14
1. 产品结构：机电产品出口突破六成 进口量价齐升	15
2. 地区结构：对中国香港和韩国进出口份额扩张	16
3. 战事影响：中东商品需求骤降	17
四、货币与信用：政府债增量有限 存款搬家缓慢推进	17
（一）社会融资：多增主要来自企业债和外币贷款	17
1. 企业信贷：以债替贷趋势延续	18
2. 居民信贷：需求疲弱 短贷增量转负	18
3. 政府债券：全年额度增量有限	18
（二）基础货币：存款搬家缓慢推进	19
五、利率后市展望：	19
（一）国内经济增长科技周期驱动结构性突出	19
（二）中东战事影响尚未完全计入全球增长与风险评估	20
1. 国内影响：进出口及通胀结构开始分化	20
2. 全球影响：全球性降速与中国资产避险属性增强	20
（三）展望：二季度基本面对债市依然偏友好	21
六、风险提示	22

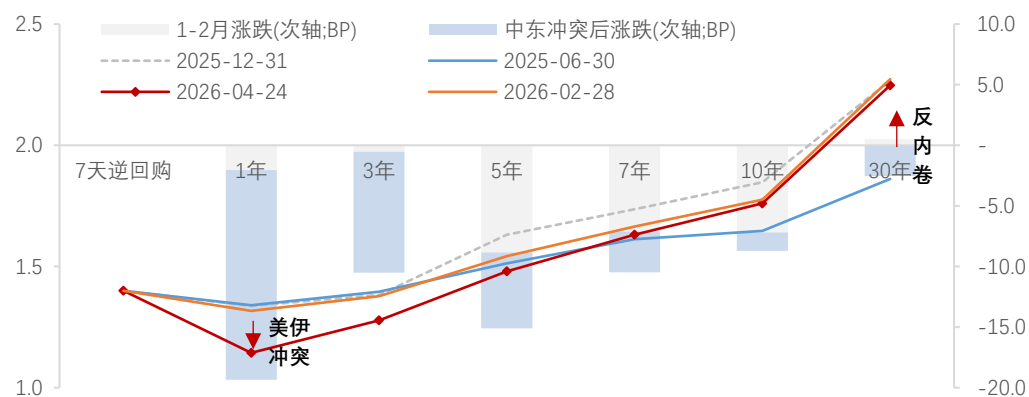
图表目录

图 1: 中国国债利率行情独立于中东战事 避险属性突出	4
图 2: 俄乌冲突之后资金利率持续低于政策利率 (%)	4
图 3: GDP 当季贡献率 (%)	5
图 4: 分行业不变价 GDP 当季同比 (%)	5
图 5: 高新技术产业增加值增长突出 (%)	6
图 6: 价格拉升、增加值平稳, 工业利润高增 (%)	6
图 7: 产能利用率小幅回踩 (%)	7
图 8: CPI 定基指数 2 月小幅突破此前三年震荡区间 (%)	8
图 9: CPI 定基指数小幅突破此前三年震荡区间 (%)	8
图 10: CPI 定基指数小幅突破此前三年震荡区间 (%)	9
图 11: CPI 定基指数小幅突破此前三年震荡区间 (%)	9
图 12: CPI 定基指数小幅突破此前三年震荡区间 (%)	10
图 13: 石油沥青开工率小幅下行 (%)	10
图 14: 反内卷、反垄断及油价等推动工业品价格涨跌互现	11
图 15: 固定资产投资增速类型结构 (累计同比; %)	12
图 16: 固定资产投资增速用途结构 (累计同比; %)	12
图 17: 制造业投资细分行业增速结构 (累计同比; %)	13
图 18: 房地产投资相关指标全面负增 (累计同比; %)	13
图 19: “以旧换新”品类累计增速回落 (累计同比; %)	13
图 20: 餐饮收入增速持续强于商品零售 (%)	14
图 21: 社零增速回落至居民收入增速以下 (累计同比; %)	14
图 22: 全球 AI 周期带动中国机电产品出口扩张 (%)	15
图 23: 中国进出口份额变化 (%)	16
图 24: 一季度及 2025 年中国对主要国家出口累计同比增速 (%)	16
图 25: 1-2 月、一季度和前两年中国累计出口结构 (%)	17
图 26: 一季度多增主要来自企业债券 (%)	18
图 27: 一季度居民新增银行贷款需求疲弱 (亿元; 历年一季度增量)	18
图 28: 6 万亿隐债置换债券发行进度放缓 (亿元)	19
图 29: 存款搬家持续缓慢推进 仍远未及峰值 (点)	19
图 30: 布伦特原油期货结算价 (美元/桶)	20
图 31: 中国国债利率行情独立于中东战事 避险属性突出	21
表 1: 中国 3 月能源进口量价变化	15
表 2: 中国出口中东九国及美国的当月同比	17
表 3: 2026 年超长期国债发行计划与 2025 年实际发行明细对比 (亿元)	21

一、近期行情复盘：市场政策利率倒挂 收益率曲线下行

中东战事爆发后，输入性通胀推动 3 月 PPI 提前转正，但市场定价却与 2026 年第三季度的“反内卷”不尽相同。相同的是，涨价推动利率曲线陡峭化；不同的是“反内卷”推动了熊陡，而中东战事后则出现了牛陡。随着战事爆发，短端利率在流动性支持下趋势下行；而长端利率在 3 月短暂上行后，4 月重新交易宽松预期，长端及超长端利率补涨。

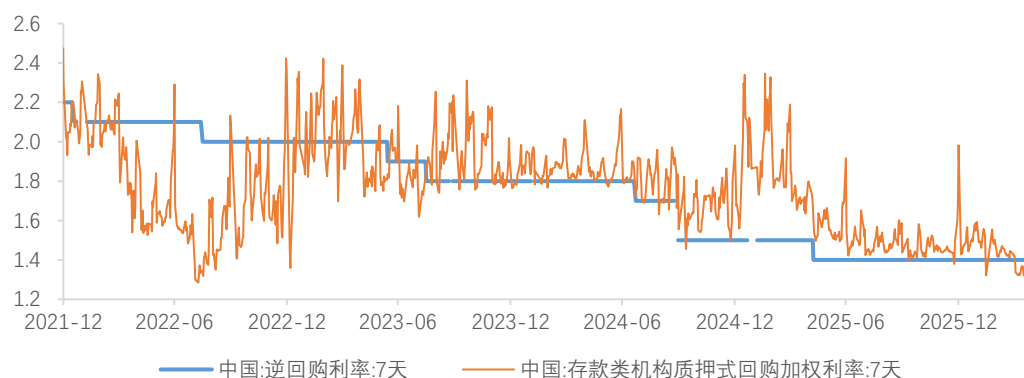
图 1：中国国债利率行情独立于中东战事 避险属性突出



资料来源：Wind；金融街证券研究所

行情演绎过程中，无论是 3 月以来的短端行情，以及 4 月超长端补涨，均基于流动性持续充裕的资金面环境。4 月以来资金利率（DR007）在较长时间内显著低于政策利率（7 天逆回购），央行对偏低资金价格保持了较久容忍度。而这在 2022 年 4 月俄乌冲突之后同样出现过，这将继续支撑人民币资产价格的高位企稳。

图 2：俄乌冲突之后资金利率持续低于政策利率（%）



资料来源：Wind；金融街证券研究所

央行对于超额流动性的容忍，与偏弱的基本面多有相关。从基本面看，“924”新政形成的高基数阻力延续，与此同时“两重”“两新”对于制造业的升级优势，在降息周期全球 AI 需求爆发中，转化为“双循环”动能。而科技产业之外的投资、消费依然处在偏低位运行，新旧经济的结构分化继续演进。总的来看，一季度总体经济增速 5.0%，达政府目标区间上限，二季度稳增长压力不大，基本面对债市依然偏友好。

二、经济增长的量价特征：稳中有进、转中提质

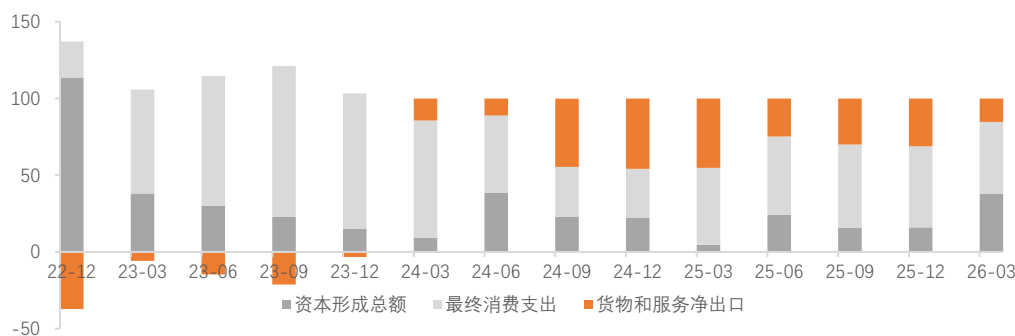
（一）平减指数带动现价 GDP 同比跃升

2026 年一季度不变价 GDP 同比增长 5%，落入增长目标区间上线，超出市场预期。平减指数当季同比跌幅收窄至 0.6%，带动现价 GDP 同比大幅回升至 4.94%。此外，由于上年同期存在“抢出口”高基数，实际一季度环比折年率 5.3%，明显高于去年中枢（4.5-4.9%），这在全球能源紧平衡、中东贸易收缩的外部环境下并非易事。

——结构上，三驾马车更多由内需拉动。一季度内需贡献率达 84.7%，同比提高近 30 个百分点。“开门红”投资同比回正，“以旧换新”动能减弱，但在高基数下当季增速均小幅弱于同期。与此同时，降息周期全球 AI 需求爆发，拉动进口当季同比增长 22.7%，增幅 1321 亿美元。其中包括，集成电路进口多增 397 亿美元（45%）、自动数据处理设备及其零部件进口多增 118 亿美元（49.5%）以及铜矿多增 81 亿美元（45.6%）。

——事实上，外需也并不弱。去年 3 月存在“抢出口”高基数，叠加春节错位影响（劳密产品赶工前置），实际增长动能并不弱，3 月当月出口两年复合增速仍保持 7.2%。支出法下货物和服务净出口贡献率收窄，主要因为进出口同时增长，推动的“衰退式顺差”收窄。

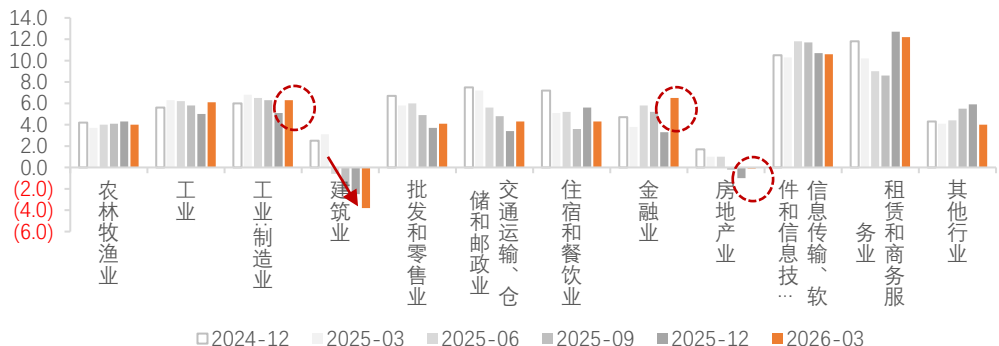
图 3：GDP 当季贡献率（%）



资料来源：Wind；金融街证券研究所

从行业结构看，建筑业增速仍未止跌。改善主要来自金融业（资本市场交易量）、制造业（科技拉动）的增速上升，以及房地产服务的跌幅收窄等。

图 4：分行业不变价 GDP 当季同比（%）



资料来源：Wind；金融街证券研究所

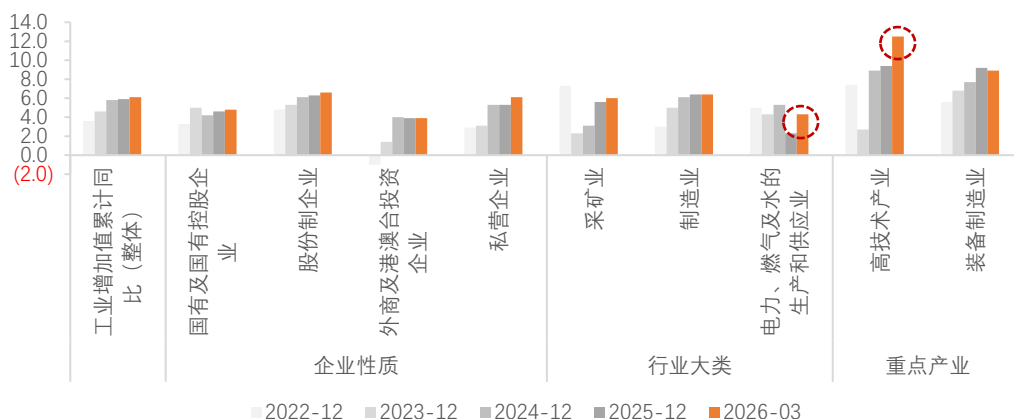
（二）增加值稳中有升 涨价带来工业利润高增

2026 年一季度，我国工业增加值累计同比增长 6.1%，略高于 2025 年全年的 5.9%，比上年四季度加快 1.1 个百分点。其中，高技术制造业增长 12.5%，明显快于整体。

1. 三大门类：公用品增加值继续领涨 供给充足

采矿业增加值累计同比增长 6%（2025 年：5.6%），制造业增长 6.4%（2025 年：6.4%），电热气水业增长 4.3%（2025 年：2.3%）。

图 5：高新技术产业增加值增长突出（%）

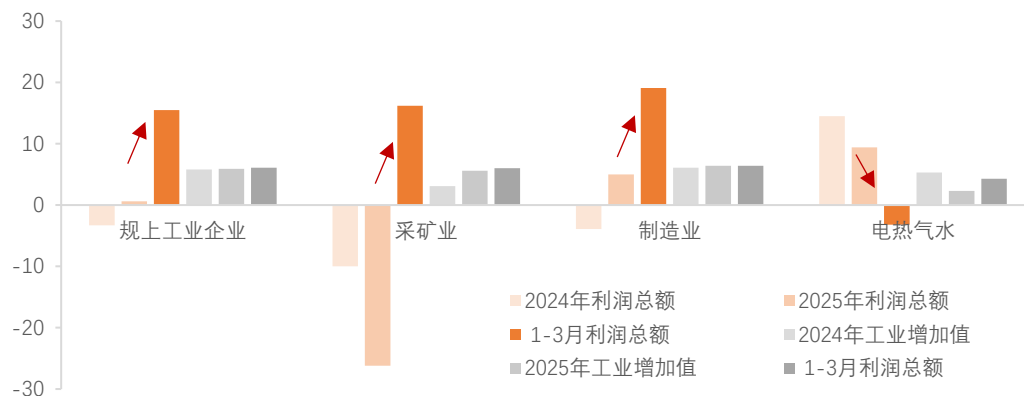


资料来源：Wind；金融街证券研究所

2. 产品结构：人工智能和电力爆发式增长

装备制造业、高技术制造业增加值占全部规上增加值比重 35.1%和 16.9%（2025 年：36.8%和 17.1%）。电子专用材料制造、集成电路制造行业分别增长 32.5%和 49.4%，人工智能的带动作用还进一步延伸到上游提供原材料和能源保障的化工、电力等行业。此外，在电力领域，锂离子电池、风力发电机组等产品产量快速增长，同比分别增长 40.8%、30.1%。

图 6：价格拉升、增加值平稳，工业利润高增（%）



料来源：Wind；金融街证券研究所

3. 量价分析：涨价驱动采矿业和制造业利润高增

涨价驱动工业利润爆发，1-3 月累计同比 15.5%，其中：采矿业利润深跌三年后，增速回

正至 16.2%；制造业增速高达 19.1%。而电热气水等公用事业并未与民争利，供应量充足，而利润却在收窄。

4. 供需变化：产能利用率小幅回跌

美中不足的是，“反内卷”政策后工业产能利用率虽曾小幅回升，但一季度意外出现回跌。分产业看，非金属矿产、汽车业及电气机械行业产能利用率有所下滑。

图 7：产能利用率小幅回跌（%）



资料来源：Wind；金融街证券研究所

（三）油价推动 PPI 提前转正 宽松趋势不受影响

一季度 CPI 累计同比 0.9%，PPI 累计同比-0.6%，物价延续“反内卷”以来的温和回升态势。3 月以来，美伊冲突引发国际油价大幅上涨，PPI 当月同比上涨 0.5%，结束了连续 41 个月的同比负增长；CPI 同比上涨 1.0%，剔除季节性因素后仍保持温和回暖趋势。

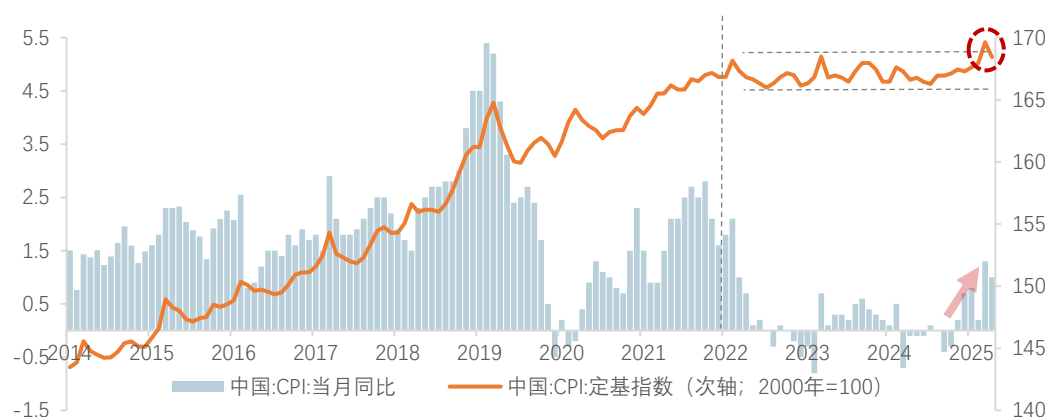
美伊双方目前的分歧仍然较大，冲突难以迅速解决。在成品油调价滞后、低基数及翘尾因素影响下，二季度 PPI 继续上行概率较大。而三季度存在高基数（“反内卷”品种价格跳升），届时工业品价格同比上涨压力或将有所下降。

从涨价结构看，PPI 上行有利于企业利润增厚，而 CPI 保持钝化意味着居民生活成本较低，短期形成物价与工资上涨螺旋的概率较低，宽松趋势未发生根本动摇。

1. CPI：定基指数小幅突破后回落

一季度 CPI 累计同比 0.9%，其中 2 月 CPI 定基指数小幅突破此前三年震荡区间，为数年来通胀形势首次真正改善。3 月 CPI 同比上涨 1%，环比在连续 3 个月正增后，季节性回落至-0.7%，小幅低于市场预期。

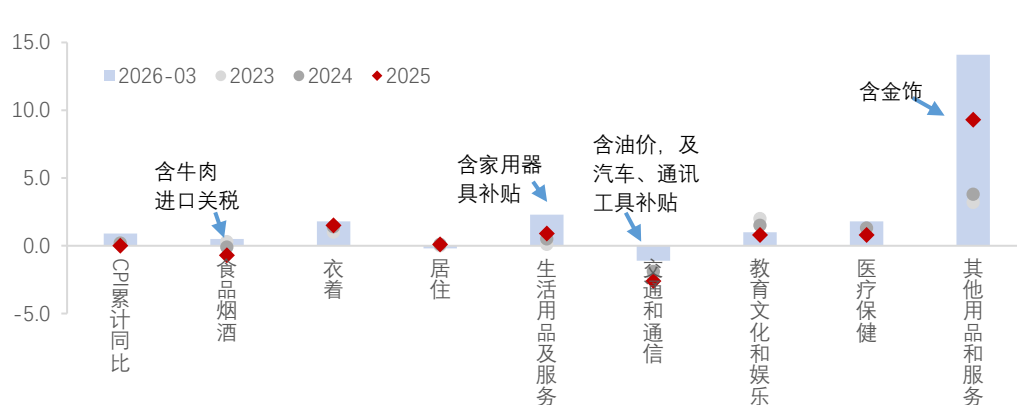
图 8：CPI 定基指数 2 月小幅突破此前三年震荡区间（%）



资料来源：Wind；金融街证券研究所

从结构上看，一季度累计同比拉动主要来自家用器具、通信工具、汽车等补贴项目价格回升，交通油价上涨（地缘冲突），牛羊肉（牛肉进口关税）鲜菜（寒潮；季末回落）类等涨价，以及贵金属饰品（季末回落）拉动。此外，文娱旅游（季末回落）和医药服务小幅回暖。猪周期失灵是最大拖累，猪肉分项一季度累计同比-11.3%，4 月下行趋势不减，猪价刷新十余年低点，跌破行业成本；租赁住房房租分项累计同比-0.5%，继续趋弱。

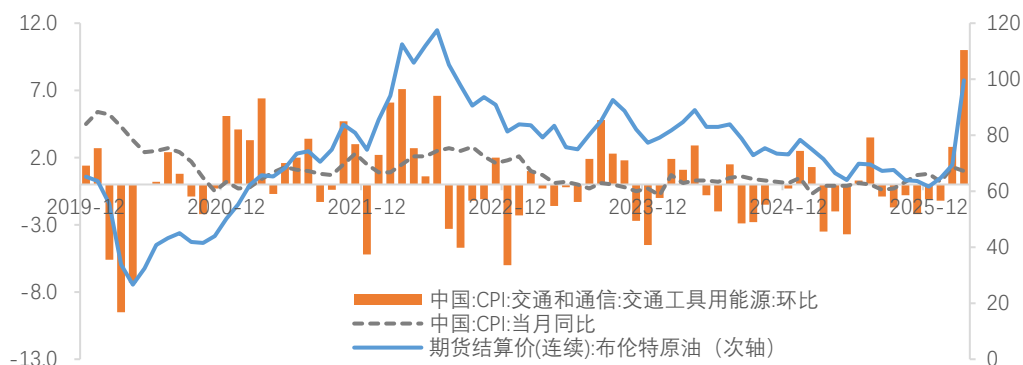
图 9：CPI 定基指数小幅突破此前三年震荡区间（%）



资料来源：Wind；金融街证券研究所

目前，3 月当月霍尔木兹海峡封闭，但油价对 CPI 分项的直接拉动较为温和。当月布油环比上涨超过 40%，而成品油调价机制影响等，CPI 交通工具用能源分项环比仅上涨 10%（同比：3.4%），居住水电燃料环比上涨 0.2%（同比：0.6%）。此外，3 月核心 CPI 环比下降 0.7%（旅游环比：-12.9%；节后），暂未见扩散影响。但如果地缘冲突持续，即使 4 月国际原油价格不变，高油价或将继续拉高 CPI。

图 10: CPI 定基指数小幅突破此前三年震荡区间 (%)



资料来源: Wind; 金融街证券研究所

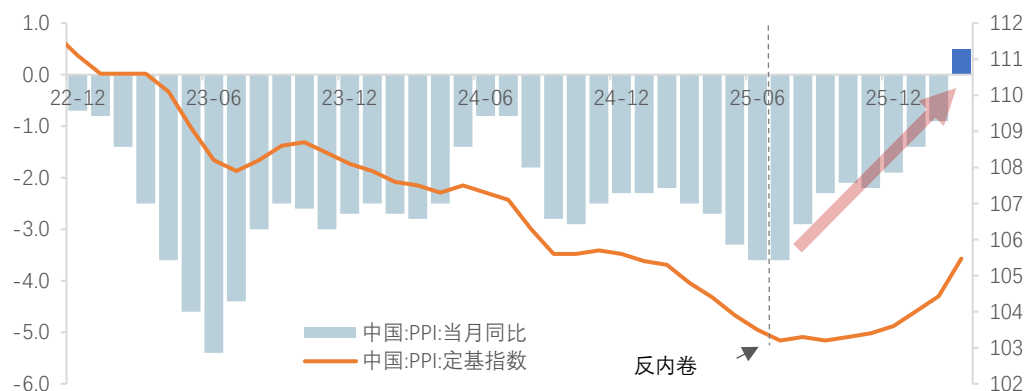
事实上, 油价同比见顶后通常 3-6 个月 CPI 达到峰值, 传导效率还受到供需关系影响。如, 俄乌冲突时期, 2022 年 3 月至 7 月布伦特原油价格多数时间在 100 美元以上震荡, 发改委最高零售指导价 6 月触顶, CPI 同比 9 月达峰至 2.8%, 而核心 CPI (剔除油价) 的下行趋势却并未改变。弱周期环境中政策并未收紧, 反而在当年 8 月降息、12 月降准。类似的还有 2019 年的猪价上涨以及 2021 年“能耗双控”等, 一次性冲击均未影响政策宽松趋势。

扩散至粮食安全角度看, 大宗商品周期轮动 (黄金→工业金属→石油→农产品), 三大基础肥料中氮肥 (以尿素为代表) 对油气依赖最深, 而国内约 80% 的氮肥以煤炭为原料, 自主可控。叠加猪肉供给充足、房租价格下行及青年失业率高企, 当下形成物价与工资上涨螺旋难度颇高, 短期内一次性价格冲击导致货币政策转向的概率同样较低, 真正的收缩拐点, 仍需等待结构性复苏扩散。

2. PPI: 时隔 41 个月同比转正

负增持续时长仅次于 2012-2016 年 54 个月的负增长。油价推动下 3 月 PPI 当月同比 0.5%, 高于市场预期; 环比 1%, 创下近四年来最大涨幅。

图 11: CPI 定基指数小幅突破此前三年震荡区间 (%) ¹



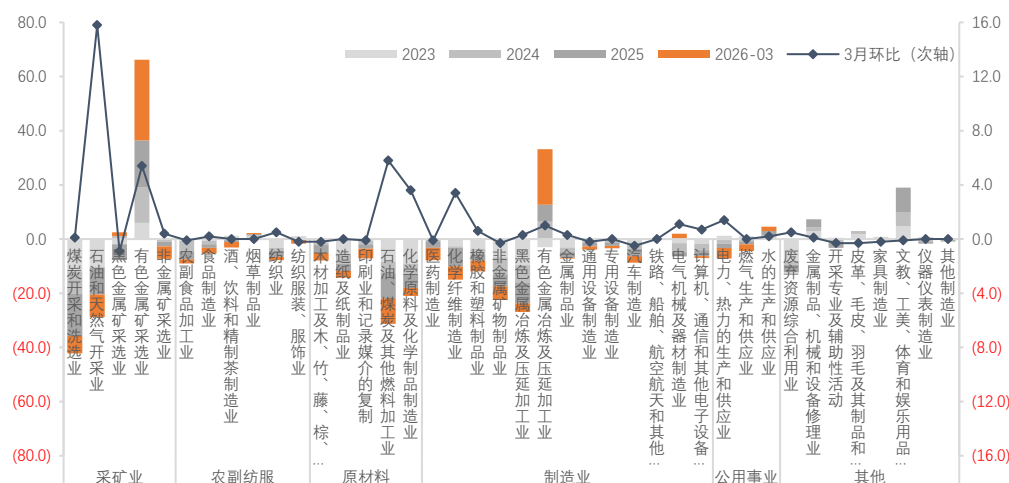
资料来源: Wind; 金融街证券研究所

从结构上看, 工业品涨价依然集中在上游。一季度 PPI 累计同比-0.6%, 其中明显涨价的包括新产业相关的有色采矿 (29.8%) 和有色冶炼 (20.5%), 能源对一季度价格中枢整体

¹ 注释: 2026 年定基指数数据通过环比链式计算估计。

影响尚不突出。

图 12: CPI 定基指数小幅突破此前三年震荡区间 (%)



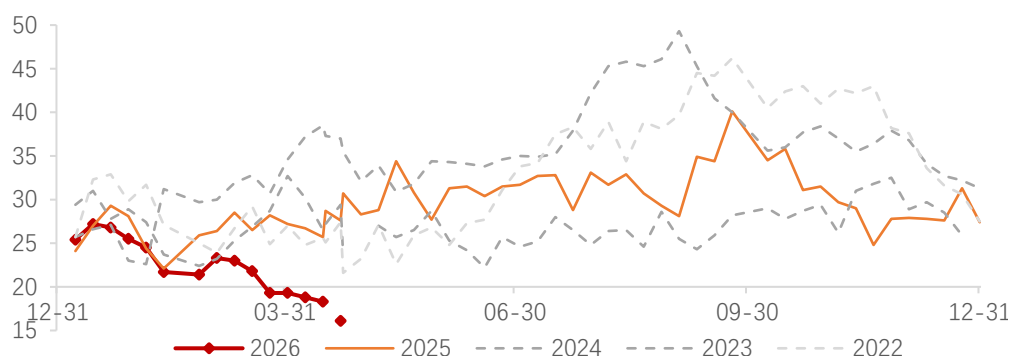
资料来源: Wind; 金融街证券研究所

3 月当月原油环比涨幅超过 40%，PPI 分项当中石油和天然气开采业（15.8%），石油、煤炭及其他燃料加工业（5.8%），化学原料及化学制品制造业（3.6%）及化学纤维制造业（3.4%）环比涨幅最为明显。叠加存储芯片、光纤制造、电子专用材料等 AI 算力关键原材料价格走强，成本端呈现跨品类共振特征。

值得关注的是，3 月涨价冲击产业链上下游总体呈现动能衰减特征，采掘工业（3.9%）、原材料工业（2.4%）、加工工业（0.5%）和生活资料（-0.1%）环比增速依次递减。中下游制造业价格整体表现较为平稳，形成利润挤压。

PPI 提前转正由工业原材料输入性通胀引发，并非需求改善拉动。涨价动能产业链从上游向下游、从 PPI 向 CPI 传导并不顺畅，呈现时滞和衰减特征，对生产生活成本形成挤压。预计政策将侧重纾困中下游企业和低收入群体，而非收紧货币，从而防止供给冲击演变为持续性通胀压力，打断结构性复苏态势。

图 13: 石油沥青开工率小幅下行 (%)



资料来源: Wind; 金融街证券研究所

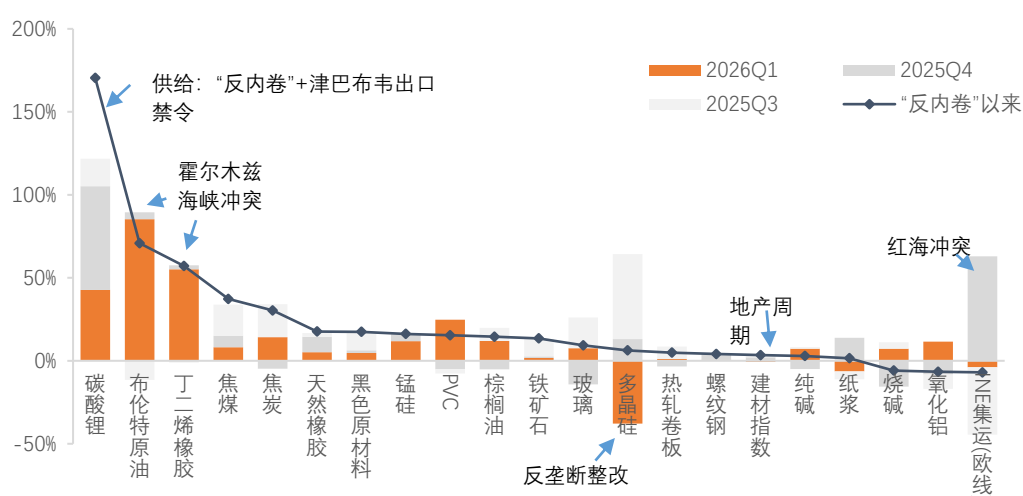
与经济过热表现不同，输入性通胀往往带来企业盈利空间挤压，甚至带来开工率下降产量收缩。上图以石油沥青装置开工率为例，中东冲突以来开工率已明显低于正常年份。但与此同时，国内部分煤化工行业开工率有所上升，亦形成对冲，例如聚氯乙烯的乙烯法与煤

化工开工率的分化等等。此外，3月份新能源车国内零售渗透率达到51.5%，与油价对冲的不仅有清洁能源的价格稳定，还有新能源产业的终端需求爆发。

3. 价格政策：推动物价合理回升 同时避免过快上涨

价格政策方面，2月《求是》评论员文章曾明确：“推动物价合理回升是一个系统性工程，要更多依靠稳定就业收入、促进市场竞争以及理顺价格机制，同时避免政策超调带来物价过快上涨。”当前，政策或仍落脚于稳步复苏，单纯价格异常波动并不构成强约束，反而可能触发超调机制。例如：年初以来，国家市场监管总局约谈多家多晶硅龙头企业，作为光伏和半导体产业直接成本的多晶硅期货价格快速下跌，目前价格相比年初已接近腰斩，也在平抑相关产业综合成本。

图 14：反内卷、反垄断及油价等推动工业品价格涨跌互现



资料来源：Wind；金融街证券研究所

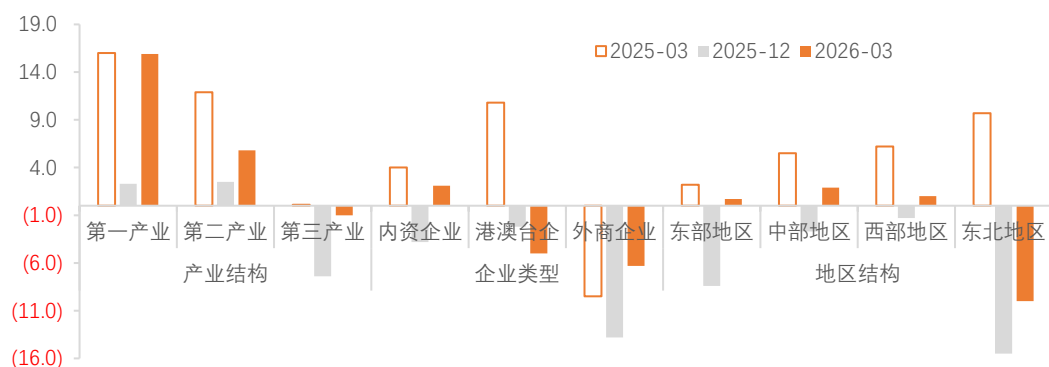
三、三驾马车：内需贡献率超八成

（一）投资：“开门红”季度增速回正

2025 年固定资产投资增速前高后低，去年 12 月估算当月同比-16%，全年增速罕见负增。“十五五”开局之年，2026 年一季度投资累计同比 1.7%（上年同期：4.2%），由去年四季度深跌重新转正。其中，制造业 4.1%（上年同期：9.1%），基建 8.9%（上年同期：11.5%），房地产开发-11.2%（上年同期：-9.9%），增速随不及上年同期，但环比均出现大幅改善。

事实上，2025 年国内新旧动能转换、海外贸易循环重塑都已发生深刻改变，与此相应旧逻辑下的冗余资产出清也相对彻底，为“十五五”规划的开局和推进打实了基础。与旧资产出清相对应的是，设备工器具购置分项受益于“两重两新”政策，贯穿去年全年持续正增，成为开年投资恢复弹性的支撑。

图 15：固定资产投资增速类型结构（累计同比；%）



资料来源：Wind；金融街证券研究所

1. 类型结构：各类分项全面改善

产业结构：三大产业均有改善。2026 年一季度，第一产业累计同比增长 15.9%；第二产业增长 5.8%；第三产业下降 1%，和上年四季度增速对比均有改善。其中第一产业增速甚至基本持平同期。

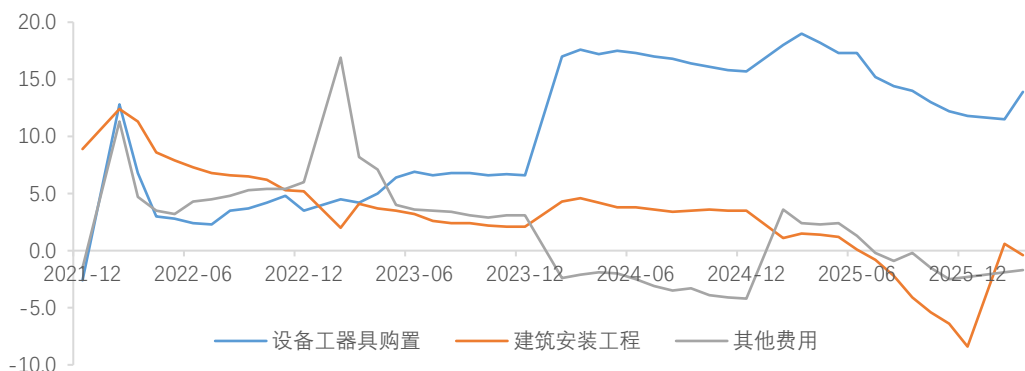
企业类型：内资企业投资回正。2026 年一季度，内资累计同比增长 2.1%，增速回正；港澳台企和外企分别下跌 5%和 6.3%。其中，仅港澳台企跌幅还在扩大。

地区结构：仅东北仍在深跌。2026 年一季度，东部、中部和西部分别增长 0.7%、1.9%和 1%，仅东北下跌 10%，各区均有改善。

2. 行业结构：“开门红”新基建及高新技术制造业拉动

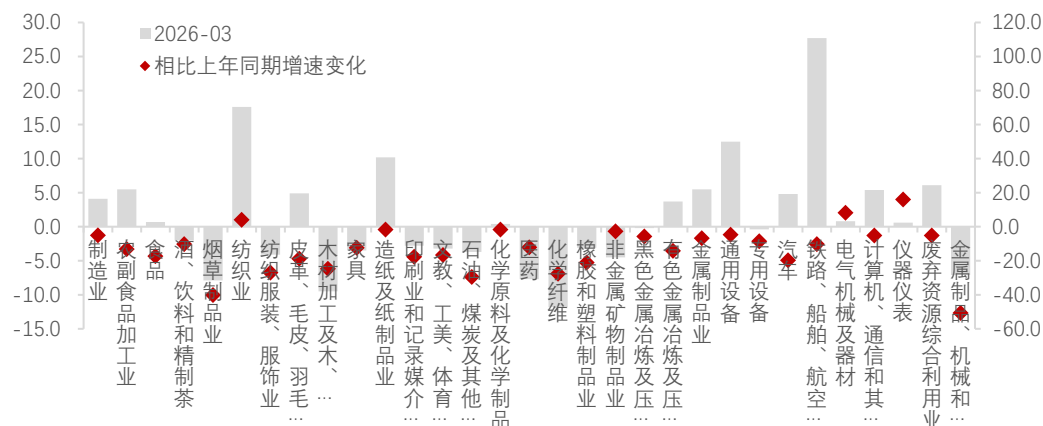
“两新”政策带动效应持续显现，设备工器具购置投资同比增长 13.9%。装备制造业投资和基础设施投资增长较快，同比增速分别为 5.2%和 8.9%，高于整体增速。“开门红”基建领域，航空运输业投资增长 43.3%，水上运输业投资增长 34.1%，信息传输业投资增长 29.6%。高新技术制造业方面，计算机及办公设备制造业投资增长 28.3%，航空、航天器及设备制造业投资增长 19.0%，电子及通信设备制造业投资增长 6.6%。

图 16：固定资产投资增速用途结构（累计同比；%）



资料来源：Wind；金融街证券研究所

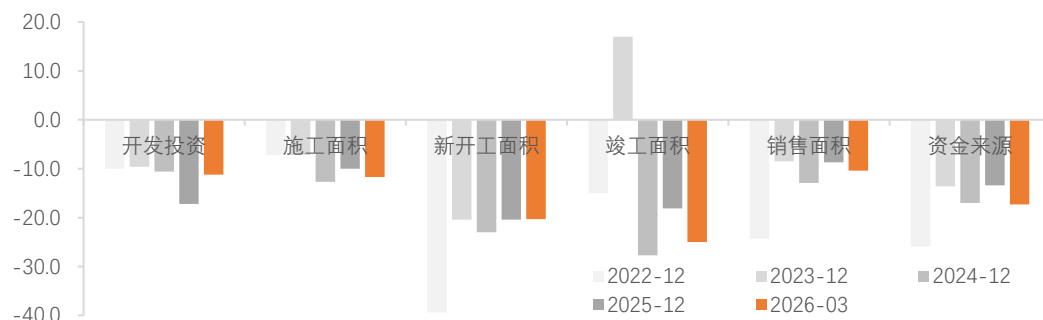
图 17：制造业投资细分行业增速结构（累计同比；%）



资料来源：Wind；金融街证券研究所

房地产开发方面，一季度投资跌幅收窄。观察 3 月当月，房地产开发投资累计同比降幅仅从 1-2 月的 11.1% 略走阔至 11.2%，70 城二手房价环比跌幅收窄至 -0.2%，一线城市二手房价环比转正至 0.4%，持续性有待进一步观察。

图 18：房地产投资相关指标全面负增（累计同比；%）

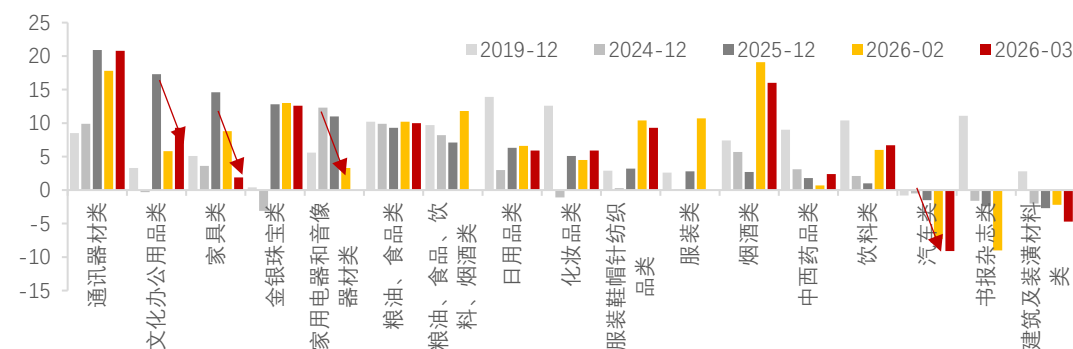


资料来源：Wind；金融街证券研究所

（二）消费：“以旧换新”品种拖累社零增速下行

2026 年一季度，社零同比增速 2.4%、限额以上零售同比增速 2%，较 2025 年全年的 3.7% 和 3.4% 明显下降。其中，3 月社零同比仅 1.7%，持续趋弱。

图 19：“以旧换新”品类累计增速回落（累计同比；%）



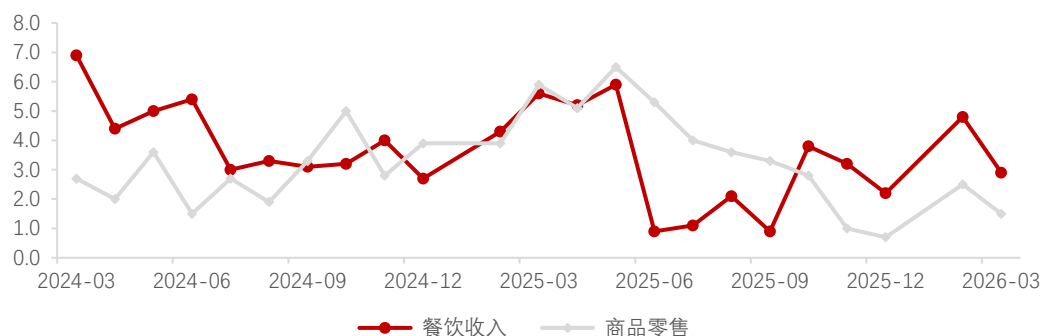
资料来源：Wind；金融街证券研究所

1. 产品结构：“以旧换新”品种拖累商品零售 与服务零售此消彼长

“以旧换新”等商品补贴品种通常针对汽车、家电等耐用品，将未来潜在购买需求集中到补贴期内提前释放，可能导致补贴期后出现需求“空窗期”。924 新政以来，相关品种消费持续高增，高基数及耐用品需求透支导致相关商品消费明显回落，反而成为拖累整体增速。例如，季度汽车消费累计同比-9.1%（2025 年：-1.5%），家具类消费累计同比 1.9%（2025 年：14.6%）。

此外，一季度，服务零售额累计同比增长 5.5%，餐饮收入累计同比增长 4.2%，均显著高于同期商品零售，居民消费类别此消彼长。

图 20：餐饮收入增速持续强于商品零售（%）

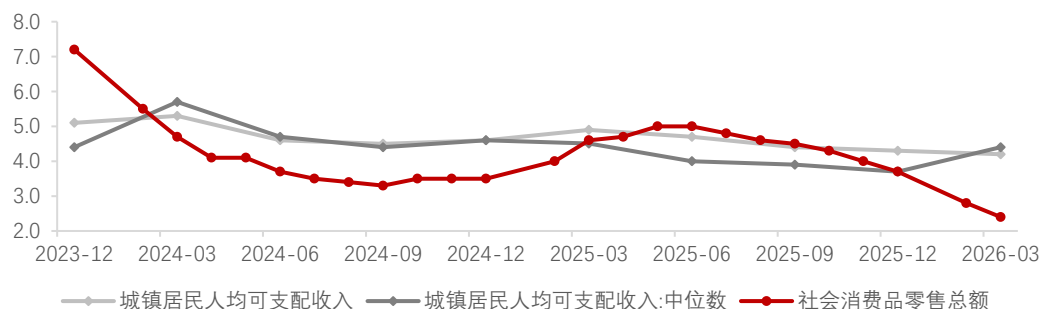


资料来源：Wind；金融街证券研究所

2. 收入制约：社零增速回落至可支配收入增速以下

2026 年一季度，全年城镇居民可支配收入累计同比增速 4.2%（2025 年：4.3%），收入中位数增速 4.4%（2025 年：3.7%），或意味着居民收入结构出现变化，收入增长更集中在中等或高收入人群中。受到“以旧换新”品种拖累，社零累计同比增速已重新回到可支配收入增速以下。

图 21：社零增速回落至居民收入增速以下（累计同比；%）



资料来源：Wind；金融街证券研究所

（三）净出口：科技产业拉动进出口 地缘冲突影响初显

2026 年一季度美元计价出口累计同比 14.7%，表现强劲。主要驱动来自 AI 产业链爆发。与此同时，受美联储降息扩表周期提振，全球各主要发达国家 PMI 均处于扩张区间。进

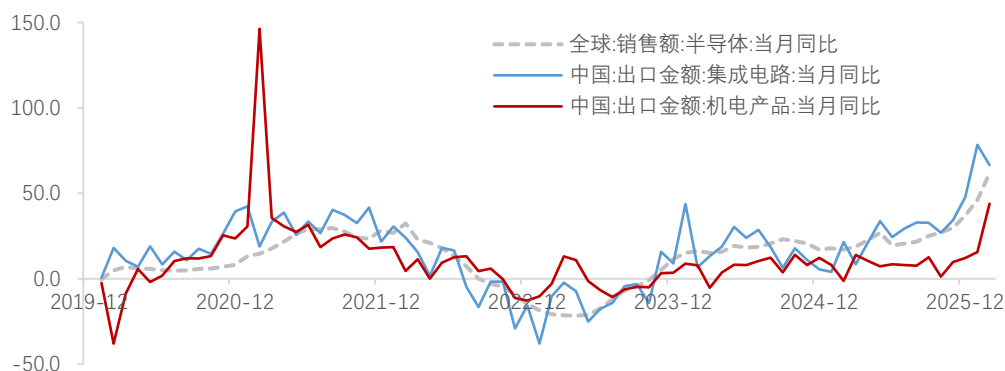
口累计同比 22.7%，内需扩大推动贸易顺差缩窄至 2643 亿元。

3 月当月出口同比增速回落至 2.5%，明显低于前值和预期。但去年存在“抢出口”高基数，叠加春节错位影响（劳密产品赶工前置），实际增长动能并不弱（环比：7.1%），出口两年复合增速仍保持 7.2%。值得关注的是，3 月份我国对中东地区的进出口由前两个月的同比增长转为下降，地缘冲突对于全球需求的影响初显，或是市场有所反应的真正原因。

1. 产品结构：机电产品出口突破六成 进口量价齐升

分产品来看，一季度出口机电产品 4.34 万亿元，增长 18.3%（2025 年全年：9%），占出口总值的 63.4%，比去年同期提升了 3.5 个百分点。其中，石油价格大幅抬升，电动汽车、锂电池、风力发电机组及其零件等绿色产品出口分别增长 77.5%、50.4%和 45.2%。AI 产业链需求爆发，存储部件、中央处理部件等出口合计增长 39.1%，发电设备、输变电器材、储能设备等电力相关产品合计出口实现两位数增长。其中，分企业性质看，外资企业出口工业机器人、3D 打印机占中国同类产品出口的比重分别超过了三成和六成，增速也都超过全国同类产品。

图 22：全球 AI 周期带动中国机电产品出口扩张（%）



资料来源：Wind；金融街证券研究所

内需复苏方面，一季度，中国进口机电产品 1.97 万亿元，增长 21.7%；进口消费品 4189.2 亿元，增长 5.4%；能源产品、金属矿砂分别进口 2.91 亿吨、4.05 亿吨，分别增加 4.4%和 13.2%。

表 1：中国 3 月能源进口量价变化

分类		2026 年 3 月	2025 年 3 月	同比变化
数量 (吨)	原油	4,998.2	5141.4	-2.8%
	天然气	818.3	915.8	-10.6%
单价 (美元/吨)	原油	541.30	550.31	-1.6%
	天然气	392.36	449.97	-12.8%

资料来源：金融街证券研究所

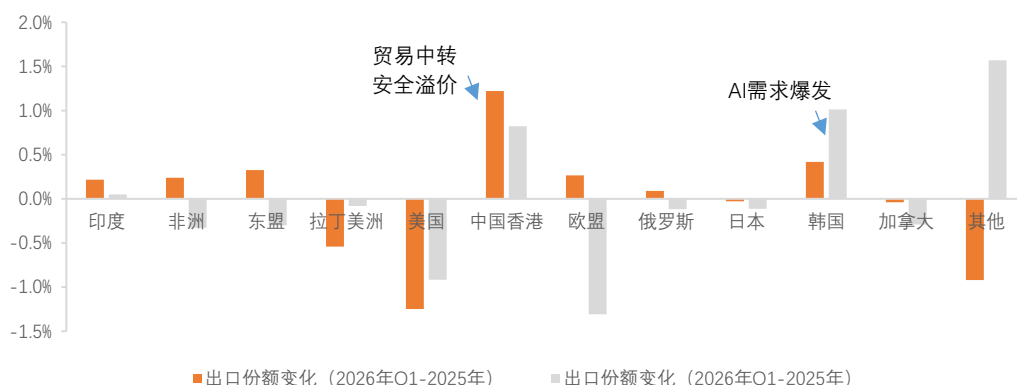
3 月当月，虽然出口同比增幅收窄，但优势商品如肥料、医药和机电产品出口依然高增。而进口方面，高增与能源却并无直接关系。其中：集成电路、自动数据处理设备进口分别增 53.7%、30.2%，稀土进口大增 206.3%，均指向 AI 产业链景气度加速上行。另外，铜价上涨带动铜矿进口同比增 66.7%。能源方面，霍尔木兹海峡承担了全球 25%的海运石油贸易、19%的液化天然气贸易、29%的液化石油气贸易，以及 13%的化学品贸易。在全球能

源量价紧平衡环境中，3月中国进口原油和天然气价格却同时下行，现货进口价格冲击尚未显现。

2. 地区结构：对中国香港和韩国进出口份额扩张

1-2月中国出口美国商品金额降幅企稳，但价格出现回升趋势。1-3月美国进口中国商品价格指数环比上涨0.1%，0.2%和0.7%。而根据美国劳工统计局数据，2月美国总体进口价格环比上涨1.3%，为2022年3月以来最大增幅。

图 23：中国进出口份额变化（%）

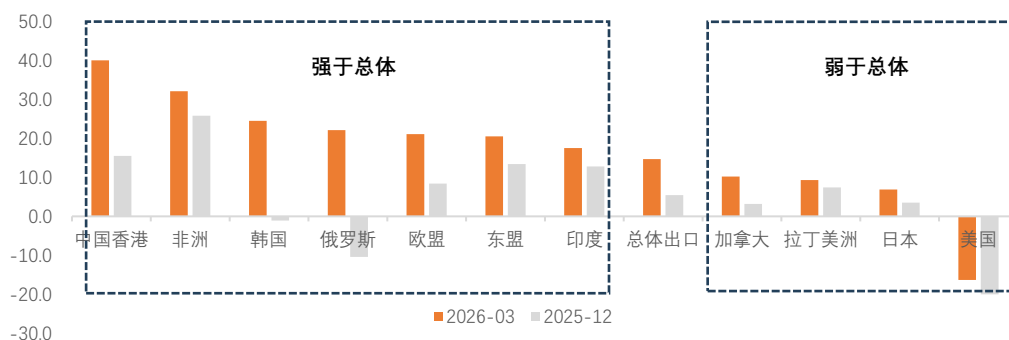


资料来源：Wind；金融街证券研究所

分地区看，中国对美进出口占中国整体出口规模的份额仍在持续收缩，出口份额降至9.9%（2025年：11.1%），降幅1.2PP；进口份额降至4.5%，降幅0.9PP。延续去年趋势，美国损失份额继续由其他区域承接：

出口方面，香港（+1.2PP）因安全优势继续大幅扩容，成为最大赢家；韩国（+0.4PP）、东盟（+0.3PP）、欧盟（+0.3PP）等份额小幅增加；拉美（-0.5%）份额小幅回撤。

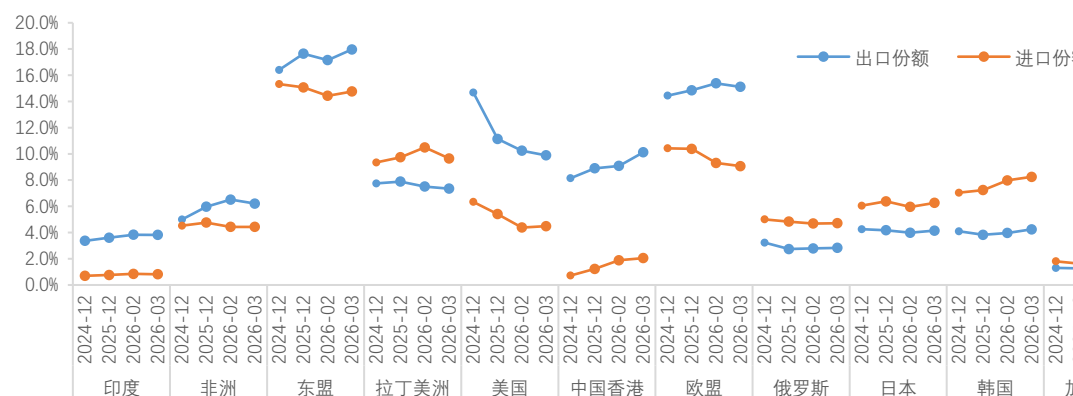
图 24：一季度及 2025 年中国对主要国家出口累计同比增速（%）



资料来源：Wind；金融街证券研究所

进口方面，一季度的进口增量主要集中在工业原材料和高科技零部件，韩国（+1PP）份额增长更多；而香港（+0.8PP）继续进出口份额双增态势。欧盟因车辆制造竞争力下降、猪肉反倾销等掣肘，叠加潜在能源问题，份额收缩1.3PP。此外，中国对美进口3月当月同比1.05%，深跌一年后已罕见转正，但因为增长弱于整体，所占份额仍在快速被动收缩。

图 25：1-2 月、一季度和前两年中国累计出口结构（%）



资料来源：Wind；金融街证券研究所

3. 战事影响：中东商品需求骤降

海关总署指出 3 月份我国对中东地区的进出口由前两个月的同比增长转为下降，地缘冲突对于全球结构性需求的影响初显，建议持续跟踪。

表 2：中国出口中东九国及美国的当月同比

国别	2026-03	2025-12
沙特阿拉伯	-38%	-2%
伊朗	-90%	-23%
伊拉克	-85%	3%
科威特	-83%	-3%
阿联酋	-65%	17%
卡塔尔	-79%	24%
阿曼	82%	16%
巴林	-80%	68%
也门	-30%	-6%
美国	-26%	-30%

资料来源：金融街证券研究所

总的来看，一季度进出口结构变化存在几条主线：一是从地缘冲突角度看，伊朗冲突导致中东九国需求受到抑制，同时可能将降低欧洲制造业竞争力，而变局中香港贸易中转地位得到全球资金的再次确认。二是从腾挪角度看，北美和拉美板块需求趋弱，出口欧洲、东南亚和非洲等继续温和增长。5 月 1 日起，中国将对 53 个非洲建交国全面实施零关税举措，政策继续鼓励相关贸易拓宽。三是从产业角度看，AI 产业链拉动对韩国进出口同时增长。四是在国内区域结构中，中国东部、中西部、东北地区进出口分别增长 14.3%、20.2% 和 4%，中西部地区领跑全国。

四、货币与信用：政府债增量有限 存款搬家缓慢推进

（一）社会融资：多增主要来自企业债和外币贷款

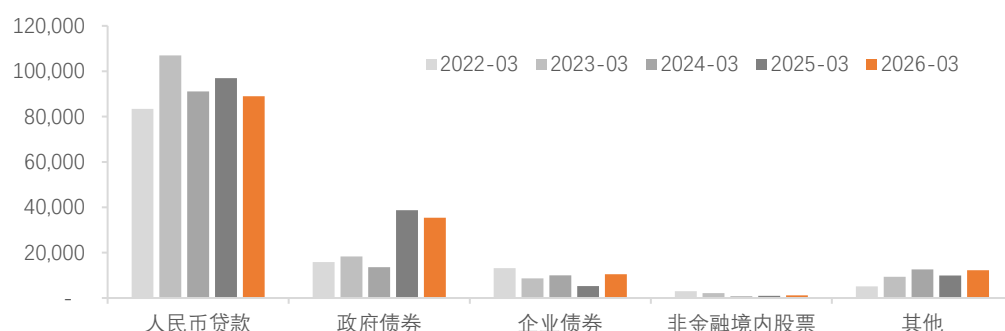
一季度社融同比少增 3,545 亿元，其中人民币贷款少增 7,960 亿元，政府债券少增 3,302 亿

元，多增主要来自企业债（城投债净融资转正）和外币贷款（升值；进口需求），分别多增 5,249 亿元和 1,820 亿元。

1. 企业信贷：以债替贷趋势延续

从金融数据分项看，一季度企事业单位贷款同比少增 600 亿元，其中中长期贷款少增 1,600 亿元，企业融资仍较谨慎、以补充短期流动性资金为主。除了春节较晚，项目开复工恢复较慢之外，地缘冲突导致的企业观望等同样形成压制。与此同时，企业“以债替贷”趋势也继续延续。

图 26：一季度多增主要来自企业债券（%）

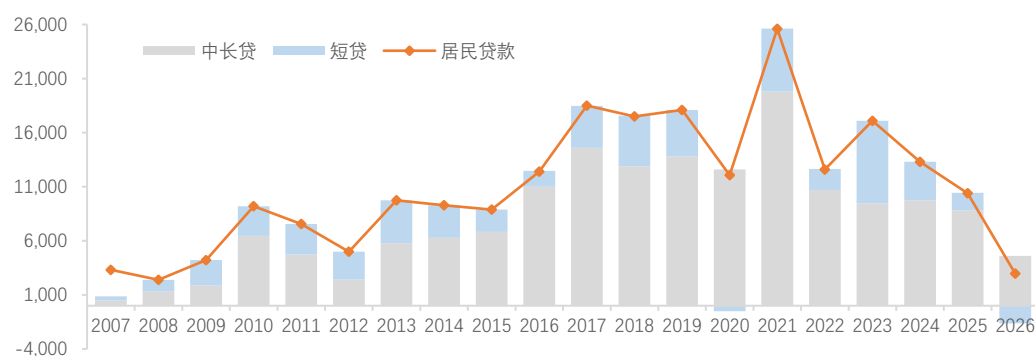


资料来源：Wind；金融街证券研究所

2. 居民信贷：需求疲弱 短贷增量转负

一季度居民短期和中长期贷款同比分别少增 3,243 亿元和 4,225 亿元，短期增量转负，融资需求仍十分疲弱。其中，中长贷少增与地产有关；而短贷收缩，或因近期金融机构居民贷款不良率上升，银行主动控制零售信贷风险。

图 27：一季度居民新增银行贷款需求疲弱（亿元；历年一季度增量）

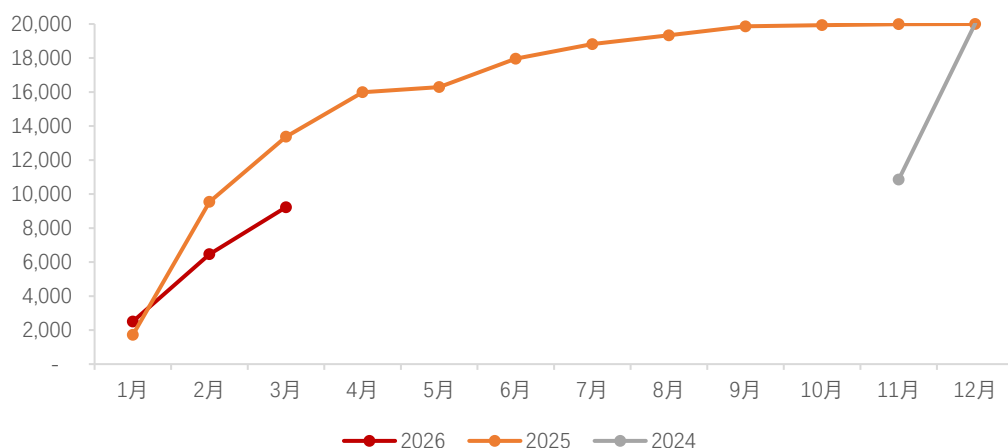


资料来源：Wind；金融街证券研究所

3. 政府债券：全年额度增量有限

一季度隐债置换债券发行 9,228 亿元，低于上年同期。从今年政府债额度来看，全年增量有限，未来社融增速或继续面临下行压力。

图 28：6 万亿隐债置换债券发行进度放缓（亿元）



资料来源：Wind；金融街证券研究所（截止 4 月 24 日）

（二）基础货币：存款搬家缓慢推进

3 月 M2 同比 8.5%（2 月：9%），M1 同比 5.1%（2 月：5.9%），同时走弱。从存款结构看，财政存款当月释放较慢（同比多增 316 亿元）；此外，隐债置换放缓，形成的非金融企业存款增量也相应减少（同比少增 1,155 亿元）。

M1 与 M2 剪刀差走扩，也就是 M1 降幅更大。除口径调整的基数因素之外，近期人民币升值放缓，企业结售汇积极性回落，压制基础货币增长。另外，这也显示了实体风险偏好边际回落。

根据金融机构新增人民币存款分项，一季度居民存款同比少增 1.54 亿元，非银行业金融机构存款同比多增 1.72 亿元，“低利率时代”存款搬家仍在持续、缓慢推进。

图 29：存款搬家持续缓慢推进 仍远未及峰值（点）



资料来源：Wind；金融街证券研究所

五、利率后市展望：

（一）国内经济增长科技周期驱动结构性突出

2026 年一季度不变价 GDP 同比增长 5%。经济总体运行平稳，结构则包含较多对冲因素，2026 年一季度最突出的增长依然来自全球科技周期驱动，与债市传统融资需求重叠度并

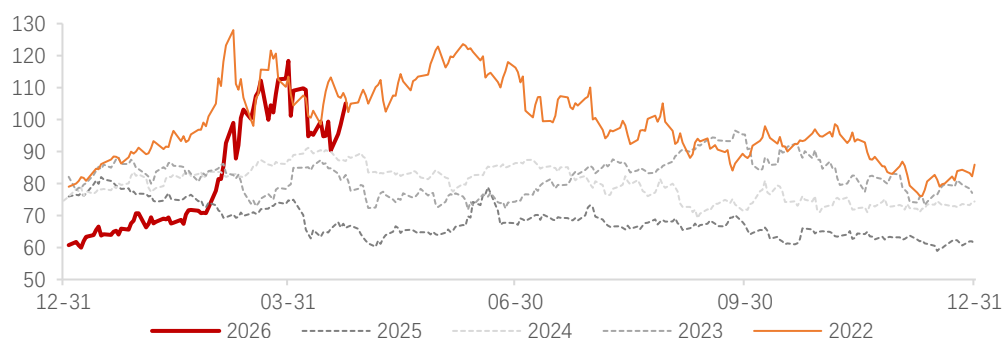
不大。一是商品需求方面，AI 产业相关商品外需拉动出口，“以旧换新”高基数出现，相互接续推动投资升级。二是 GDP 贡献率方面，科技产业相关进口高增，拉动内需贡献占比同比提高近 30 个百分点，国内国际“双循环”加速。三是涨价结构方面，反内卷、反垄断及成品油调价机制等共同作用，电热水气等公共品以及多晶硅等工业品供应充足，避免价格失衡产生负面影响。四是信用扩张方面，政府债增量回落，居民贷款需求疲软，企业“以债替贷”成为主要增量。五是资本市场方面，居民存款与非银机构存款此消彼长，存款搬家缓慢持续推进，等等。

（二）中东战事影响尚未完全计入全球增长与风险评估

1、国内影响：进出口及通胀结构开始分化

3 月以来，中东战事对一季度增长总体影响不大，但已从细节开始显现。价格方面，工业品涨价则延产业链从上游向下游呈衰减特征。其中，3 月中国进口原油和天然气价格同时下行，现货进口价格冲击尚未显现。受到成品油调价机制影响，3 月 CPI 分项中仅交通能源温和上涨，居住水电燃料环比尚未受到波及。外需方面，3 月中国出口中东九国商品金额大幅下降，超出市场预期。

图 30：布伦特原油期货结算价（美元/桶）



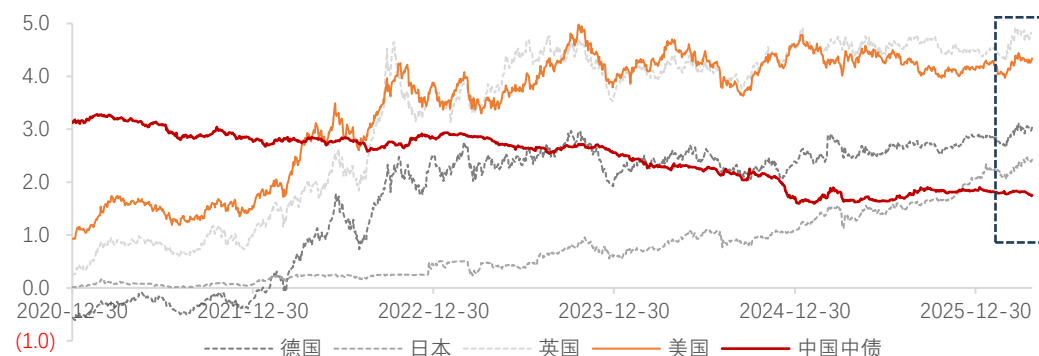
资料来源：Wind；金融街证券研究所

2、全球影响：全球性降速与中国资产避险属性增强

实际上，中东战事爆发以来，布伦特原油价格运行中枢已从 70 美元/桶，抬升至 3-4 月的 100 美元/桶，且持续超过一个月。战事造成的全球经济和贸易增长放缓已不可避免。世贸组织预测，全球货物贸易 2025 年同比增长 4.6%，但 2026 年增速将放缓至 1.9%。若原油和 LNG 价格上涨长期化，增速将进一步降至 1.4%。国际货币基金组织（IMF）4 月将今年世界经济增长预期下调 0.2 个百分点至 3.1%。

全球经济和贸易的降速，将对全球重大债务问题进行新一轮压力测试。我们月初的深度报告《结构优化信用重塑 化债尾声政府债券市场新格局》对政府债券及扩增债务进行了系统梳理梳理，中国的大规模隐性债务置换进入尾声，债务风险化解进入到了从财政化债走向市场化化债的新阶段，融资利率均处于较低位置。中东冲突期间，全球主要国家国债利率大幅波动，中国国债利率行情基本独立于战事，避险属性突出。

图 31：中国国债利率行情独立于中东战事 避险属性突出



资料来源：Wind；金融街证券研究所

（三）展望：二季度基本面对债市依然偏友好

从资金面角度看，从银行表内转向非银体系，但非银金融机构同样面临资产荒，只能将吸纳的资金再次存回银行体系，居民存款和金融机构存款此消彼长，并未真正离开银行体系。出口顺差及人民币升值预期带动结汇流入，形成基础货币补充；弱信贷导致资金留存银行间，这些共同推动资金面的持续充裕。

从政策面看，央行近期持续“默许”资金宽松，成为 4 月利率曲线破位下行最核心的推动因素。政策默许的原因较多。中东地缘不确定性强，需保持政策灵活性以对冲潜在冲击；当前市场未出现明显的杠杆或空转风险，尚无主动收紧的触发条件等等。而最根本的，依然是经济数据整体偏弱，复苏基础不牢，适度宽松符合稳增长需要。

从基本面看，3 月经济数据发布后，债券市场对“胀”的约束产生免疫。一季度经济增速 5.0%，达政府目标区间上限，二季度稳增长压力不大；AI 产业链外需高增，外汇占款逐月增长，短期货币投放紧迫性不强。与此同时，3 月涨价冲击产业链上下游总体呈现动能衰减特征，短期形成物价与工资上涨螺旋的概率较低，宽松趋势尚未发生根本动摇。地缘冲突紧张环境下中国出口中东商品出口骤降，战事对于全球结构性需求的影响初显。预计二季度基本面对债市依然偏友好。

从债券供需看，从债券供给角度看，三年 6 万亿隐债置换债（2024 年一次报批限额）发行接近尾声，2026 年当年政府债券全年额度增量有限。根据财政部办公厅《关于公布 2026 年一般国债、特别国债发行有关安排的通知》（财办债〔2026〕71 号），2026 年将共计发行 23 期超长期特别国债，与去年整体安排相近。

表 3：2026 年超长期国债发行计划与 2025 年实际发行明细对比（亿元）

2025 年发行明细				2026 年发行计划		
发行日期	发行金额	简称	期限(年)	招标日期	首发/续发	期限(年)
2025-04-24	500	2025 年超长期特别国债(一期)	20	4 月 24 日	首发	30
2025-04-24	710	2025 年超长期特别国债(二期)	30	4 月 24 日	首发	20
2025-05-09	710	2025 年超长期特别国债(二期)(续发)	30	5 月 6 日	首发	50
2025-05-16	500	2025 年超长期特别国债(一期)(续发)	20	5 月 8 日	续发	30
2025-05-21	710	2025 年超长期特别国债(二期)(续 2)	30	5 月 13 日	续发	20
2025-05-23	500	2025 年超长期特别国债(三期)	50	5 月 20 日	续发	30

2025-06-06	710	2025 年超长期特别国债(二期)(续 3)	30	6 月 3 日	续发	30
2025-06-20	500	2025 年超长期特别国债(一期)(续 2)	20	6 月 5 日	续发	20
2025-06-24	710	2025 年超长期特别国债(二期)(续 4)	30	6 月 24 日	首发	30
2025-07-14	830	2025 年超长期特别国债(五期)	30	7 月 3 日	续发	30
2025-07-14	400	2025 年超长期特别国债(四期)	20	7 月 14 日	首发	20
2025-07-24	830	2025 年超长期特别国债(五期)(续发)	30	7 月 15 日	续发	30
2025-08-01	350	2025 年超长期特别国债(三期)(续发)	50	8 月 5 日	续发	30
2025-08-08	820	2025 年超长期特别国债(五期)(续 2)	30	8 月 12 日	续发	50
2025-08-14	350	2025 年超长期特别国债(四期)(续发)	20	8 月 14 日	首发	30
2025-08-22	830	2025 年超长期特别国债(六期)	30	8 月 19 日	续发	20
2025-09-05	820	2025 年超长期特别国债(六期)(续发)	30	9 月 2 日	续发	30
2025-09-10	350	2025 年超长期特别国债(三期)(续 2)	50	9 月 4 日	续发	20
2025-09-17	350	2025 年超长期特别国债(四期)(续 2)	20	9 月 9 日	续发	50
2025-09-19	820	2025 年超长期特别国债(六期)(续 2)	30	9 月 16 日	续发	30
2025-10-10	300	2025 年超长期特别国债(三期)(续 3)	50	10 月 8 日	续发	30
2025-10-14	400	2025 年超长期特别国债(四期)(续 3)	20	10 月 14 日	续发	50
				10 月 16 日	续发	20

资料来源：金融街证券研究所

总的来看，美伊冲突以来，利率短暂上涨后，即刻跳过涨价逻辑，继而开始交易宽松预期。展望后市，国内新旧经济分化持续，战事对全球总需求的影响尚未完全展开，二季度基本面对债市依然有利。4 月以来关于宽松交易较为充分，超长债新券发行回踩将为给下一轮上涨积蓄空间，预计债券偏强格局仍将持续。

六、风险提示

（一）地产链条下行压力传导风险。

房地产开发方面，一季度投资跌幅收窄，但跌幅仍在两位数。观察 3 月当月，二手房价环比跌幅收窄，持续性有待进一步观察。与此同时，居民部门贷款意愿整体趋弱。其中，中长贷少增与地产有关；而短贷收缩，或因近期金融机构居民贷款不良率上升，银行主动控制零售信贷风险。建议继续关注地产链条下行压力传导风险。

（二）消费复苏不及预期与物价波动风险。

受制于居民收入增长乏力，消费市场“此消彼长”特征凸显，自发复苏动力不足。物价虽呈回升态势，但核心驱动力为成本推动与基数效应，PPI 尚未形成普涨格局。经济复苏初期，能源等大宗价格上涨反而可能挤压企业利润，形成不确定性。

（三）美国私募信贷风险。

美国私募信贷市场近年来持续扩张，投资者群体从机构投资者延伸至个人投资者，其与传统银行体系的深度交织。近期美国私募信贷赎回潮骤然升温、不良贷款比例上升。一旦市场承压，则可能令银行对抵押品的敞口承受损失。潜在的流动性压力或对全球金融稳定构成挑战。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此声明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

法律主体声明

本报告隶属于金融街证券股份有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可登录 www.jrjq.com.cn 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露

评级说明

公司评级	买入—自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 20%以上
	增持—自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益 10%~20%
	持有—自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%~10%
	卖出—自报告日后 6 个月内，预期股价相对同期基准指数收益-10%以下
行业评级	强于大市—自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅 5%以上
	中性—自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%~5%
	弱于大市—自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对同期基准指数涨幅-5%以下

相关证券市场代表性指数说明 本报告采用的基准指数—沪深 300 指数（简称基准）

免责声明

金融街证券股份有限公司具有证券投资咨询资格，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

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将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改、引用等。如有上述违法行为，本公司保留追究相关法律责任的权利。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。