

中国宏观数据点评：4月实体经济数据整体不及预期，但就业市场和高技术产业表现有所改善

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2026年5月18日

核心观点：除了失业率之外，今天发布的中国4月实体经济数据大多下滑且低于预期，表明中国经济的K型分化仍在持续：一方面，上周发布的4月出口增速和PPI同比通胀率远超预期，工业生产总产值增速4月虽然下滑，但是高技术制造业生产增速仍高。另一方面，零售消费增速自3月以来接连走弱，尤其是曾得益于去年以旧换新政策的品类销售走软明显。固定资产投资增速4月亦意外转负。而远弱于预期的信贷数据亦表明了信贷需求的薄弱。从政策上来说，虽然内需仍较弱，但是出口和高技术产业仍表现强劲，对经济形成有力支撑；叠加能源危机对通胀的潜在压力，我们预计短期内政策仍以加快落实现有政策刺激和观望为主。然而，如果实体经济数据继续走弱，政府或将推出增量政策支持，时点最快或在7月中下旬的政治局会议上。

4月社会消费品零售总额同比增速继续下滑，且不及市场预期。社会消费品零售总额同比增速从3月的1.7%下滑至4月的0.2%，远弱于市场预期的2.0%（图表2）。细分来看，商品零售增速下滑是最大影响因素（4月：-0.1%，3月：1.5%，图表1）。其中，去年曾受益于消费品以旧换新政策而销售大涨的品类在高基数作用下走弱明显，尤其是通讯器材（4月：6.2%，3月：27.3%）、家电（4月：-15.1%，3月：-5.0%）和汽车（4月：-15.3%，3月：-11.8%）。家具和建筑及装潢材料销售跌幅亦有所扩大。此外，或因为金价下跌，居民暂缓购买黄金类商品，金银珠宝类零售增速亦下滑33个百分点到-21.3%。被能源危机抬高的能源价格亦抑制了能源相关产品的销售。与此同时，服务销售累计同比增速上升0.1个百分点到5.6%，不过餐饮消费同比增速仍下跌0.7个百分点到2.2%。

固定资产投资累计同比增速4月转负到-1.6%。这一读数亦显著低于市场预期和3月读数（均为1.7%）。从细分数据来看，此前推动整体投资改善的基建投资增速下滑显著，制造业和房地产投资增速亦有所下滑（图表3）。具体地说：

- 1. 房地产销售边际改善，但投资仍弱。**从投资上看，4月房地产开发投资累计同比跌幅再显著扩大2.5个百分点到-13.7%，低于市场预期的-11.5%。新开工面积累计同比跌幅扩大1.7个百分点到-22%。今年以来新开工面积累计同比增速一直持续在-20%以下，并不利于后续房地产投资增速的恢复。从销售来看，不论是按销售面积（4月：-10.2%，3月：-10.4%）还是销售额（4月：-14.6%，3月：-16.7%）计算的新建商品房销售累计同比跌幅均有所收窄（图表4）。不过，我们自行计算的同比数据显示仅按销售额计算的4月房产销售同比增速有所改善。此外，高频数据显示30大中城市商品房销售面在5月前17天较去年同期减少3.7%，弱于4月的+3.7%同比正增速（图表5）。因此，我们对房产销售的改善仍持谨慎乐观态度。从房价来看，70大中城市新建商品房价格边际改善，环比跌幅4月再略微收窄0.02个百分点到-0.19%，主要



扫码关注浦银国际研究

是因为二线城市房价环比跌幅收窄 0.1 个百分点到-0.1%，同时一线城市价格继续改善，但环比增幅不及 3 月（4 月：0.1%，3 月：0.2%），三线城市房价环比跌幅与 3 月持平（图表 6）。

- 2. 基建投资累计同比增速从 3 月的 8.9% 显著下滑至 4 月的 4.3%。**这或许和 2025 年“五一”节假日补班在 4 月 27 日，而 2026 年在 5 月补班，今年 4 月少一个工作日有一定关系。此外，去年 4 月较高的基数亦有影响。在 4 月底政治局会议呼吁要加强“六张网”建设的背景下，基建投资增速此后有望逐渐改善。
- 3. 制造业投资累计同比增速大幅回落 2.9 个百分点到 1.2%，终结前两个月的上升趋势。**我们在[上月报告](#)中提出要警惕制造业上游成本上涨对投资的负面影响。这一影响在 4 月数据中已有所体现，尤其在 4 月 PPI 同比通胀率加速上升的情况下。

工业生产总产值同比增速亦超预期下滑。工业生产总产值同比增速从 3 月的 5.7% 跌至 4 月的 4.1%，低于市场预期的 6.0%。我们认为这和今年 4 月少一个工作日亦有一定关系。从细分数据来看，4 月制造业生产增速再下降 2 个百分点到 4.0%。尽管高技术制造业生产增速加快 1.1 个百分点到 12.8%，但中下游企业生产或受到了上游工业商品价格上涨的影响。采矿业增加值同比增速为 3.8%，亦下滑 1.9 个百分点。然而，电力、热力、燃气及水生产和供应业的增加值增速反弹 1.8 个百分点到 5.3%。

尽管实体经济数据大多不及预期，全国城镇调查失业率 4 月下降 0.2 个百分点到 5.2%，好于市场预期的 5.3%。31 个大城市城镇调查失业率亦下滑 0.1 个百分点到 5.2%（图表 7）。今年 1-3 月全国城镇调查失业率的一路上升曾引起市场对部分职位受 AI 应用影响而减少的担忧，而 4 月失业率的下降至少说明 3 月数据的突然上升或和春节假期扰动也有一定关系，和我们[此前判断](#)一致。不过后续还需警惕 AI 和内需走弱对失业率的影响。在 4 月政治局会议强调“要强化就业优先政策导向”之后，我们期待政府会推出更多稳就业政策。

与此同时，4 月 CPI 和 PPI 均远超预期回升。从细节来看，CPI 同比通胀率上升，主要是因为能源以及和能源相关的服务价格受中东局势影响而上涨。核心 CPI 仅略微上升 0.1 个百分点到 1.2%（图表 8）。能源价格对 PPI 通胀率的冲击更强，上游工业品价格涨价显著，而中下游工业品价格影响仍不大。持续上升的上游工业品价格或让中下游制造业企业承压。

4 月出口强势反弹，或受益于强 AI 投资周期和美国对华关税下调。4 月出口同比增速超预期大幅回升至 14.1%（3 月：2.5%，市场预期：8.4%，图表 9）。4 月出口的回升是全方位的：按地区来看，中国对美出口增速改善最大，提高 37.8 个百分点到 11.3%，或和美国高等法院取消部分对华关税有关。此外，中国对东盟、欧盟和韩国的出口增速也明显加快。按产品来看，高科技出口增速在此前连续两个月突破 30% 之后，4 月继续上升，逼近 40%，机电出口增速加快近 10 个百分点到 20.3%，劳动密集型产品出口亦有改善。

4月经济数据继续体现中国经济的K型分化现状。一方面，4月出口增速和PPI同比通胀率远超预期，工业生产总产值增速4月虽然下滑，但是高技术制造业生产增速仍高。另一方面，零售消费增速自3月以来接连走弱，尤其是曾得益于去年以旧换新政策的品类销售走软明显。固定资产投资增速4月亦意外转负。3月起房地产销售边际改善的可持续性仍存疑。而远弱于预期的信贷数据亦证明了信贷需求的薄弱。

短期内，我们认为政策或仍以落实现有政策和观望为主，但中期仍有加码可能。虽然内需仍较弱，但是出口和高技术产业仍表现强劲，对经济形成有力支撑。叠加能源危机对通胀的潜在压力，我们预计短期内政策仍以落实现有政策刺激和观望为主。然而，如果实体经济数据继续走弱，政府或将推出增量政策支持，时点最快或在7月中下旬的政治局会议上。具体地说，

- **在财政政策上，现阶段稳投资或比促消费获得更多政策关注。**在4月底召开的政治局会议中，会议通稿明确提出要加强“六张网”建设。在去年固定资产投资增速跌至历史新低、AI竞争白热化的背景下，政府对传统和新型基建较此前几年似乎更为关注。在4月基建投资增速显著下滑之后，我们认为政府或呼吁加快地方政府专项债、特别国债和新型政策性金融工具的发行和使用，以推动基建投资改善。与此同时，会议通稿对促消费政策着墨不多，仍强调扩大优质商品和服务供给，推动消费升级。我们认为短期内促消费政策仍以落实2500亿元消费品以旧换新资金和1000亿元促内需资金为主。然而，如果消费持续低迷，对实现今年经济增速目标形成明显拖累，那么我们认为消费补贴政策或有望扩容到服务消费，支持资金也可能追加。
- **在货币政策上，我们认为接下来的货币宽松政策将变得更加经济形势和数据依赖。**在4月底的政治局会议上，通稿提出要“增强货币政策前瞻性灵活性针对性”，5月中旬发布的一季度货币政策报告除了重申这一点之外，亦强调要“精准有效实施适度宽松的货币政策”，均未提及3月政府工作报告中“降准降息”的说法。这或意味着相较于降准降息这类整体性的货币宽松工具，至少短期内政府更倾向于使用结构性工具定向支持经济的薄弱环节。“精准有效”的措辞亦隐含了在输入性通胀风险的情况下，货币宽松力度或进一步收敛。我们认为短期内央行或不会降准降息。不过从中期来看，我们认为仍有必要降息以改善当前低迷的信贷需求。如果通胀压力有所缓解，经济动能继续走弱，那么我们认为央行在下半年仍有可能降息10个基点和降准50个基点。

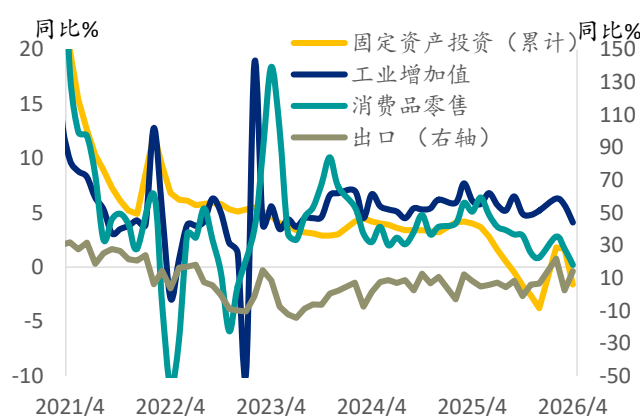
投资风险：刺激政策过早退出、内需复苏不及预期、中国房地产行业风险再度扩大、中东地区局势和中美关系演变有别于我们的基本假设。

图表 1: 社会消费品零售总额增速 4 月继续下滑, 实物消费走弱较多

	4月同比增速 (%)	3月同比增速 (%)	2019年同期 (%)	4月/19年同期 (%)
社会消费品零售总额	0.2	1.7	7.2	2.8
服务零售 (累计)	5.6	5.5		
餐饮	2.2	2.9	-31.1	-7.1
商品零售	-0.1	1.5	-4.6	2.2
必需品				
日用品类	3.5	4.6	12.6	27.8
能源类	-6.5	0.1	0.1	-6500.0
自选消费				
服装鞋帽针纺织品类	3.6	7.0	-1.1	-327.3
化妆品类	4.7	8.3	6.7	70.1
金银珠宝类	-21.3	11.7	0.4	-5325.0
通讯器材类	6.2	27.3	2.1	295.2
汽车类	-15.3	-11.8	-2.1	728.6
住房相关				
家用电器和音像器材类	-15.1	-5.0	3.2	-471.9
家具类	-10.4	-8.7	4.2	-247.5
建筑及装潢材料类	-13.8	-9.0	-0.3	4600.0

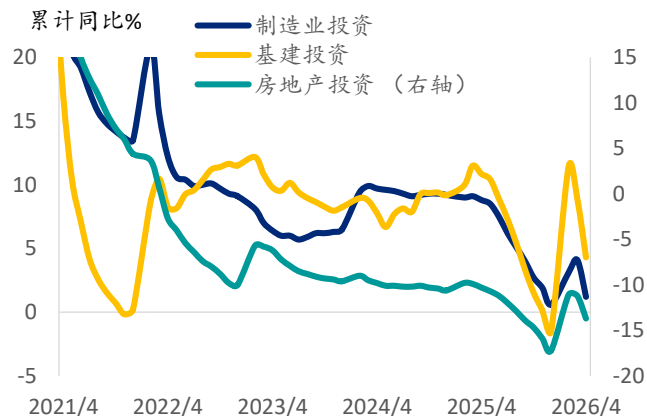
资料来源: 国家统计局、同花顺、浦银国际

图表 2: 除了出口之外, 4 月经济数据大多走低且低于市场预期



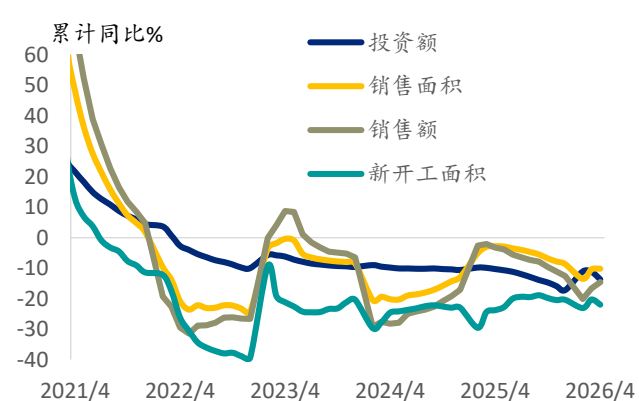
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 3: 固定资产投资三大分项累计同比增速 4 月均显著回落



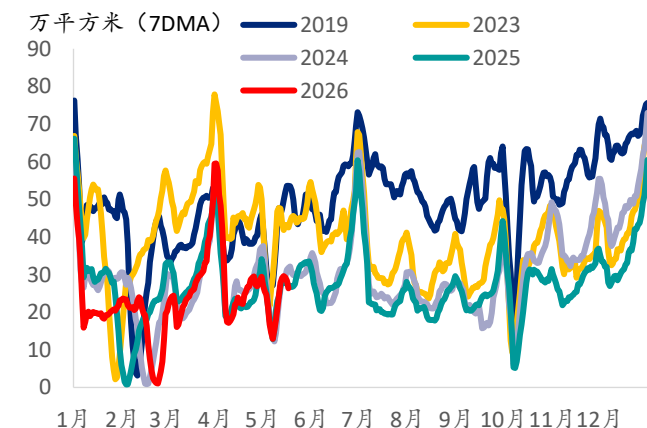
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 4: 4 月房产销售累计同比跌幅略微收窄, 但投资和开工跌幅仍扩大



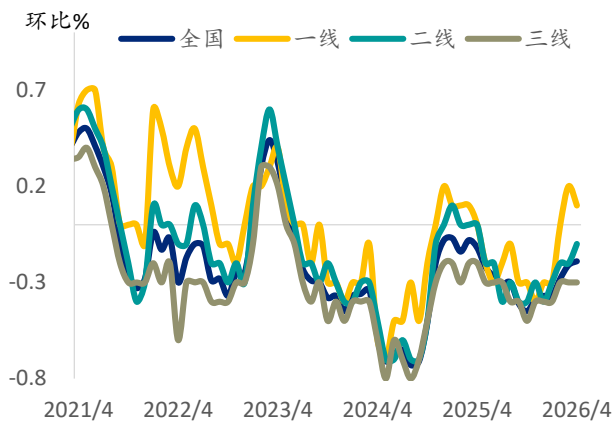
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 5: 30 大中城市商品房销售 5 月前 17 天较去年同期减少 3.7%, 弱于 4 月的 +3.7% 同比增速



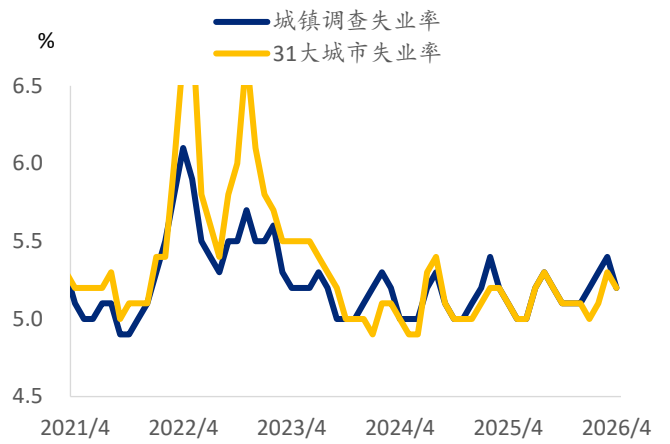
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 6: 70 大中城市新建商品房价环比跌幅 4 月再略微收窄



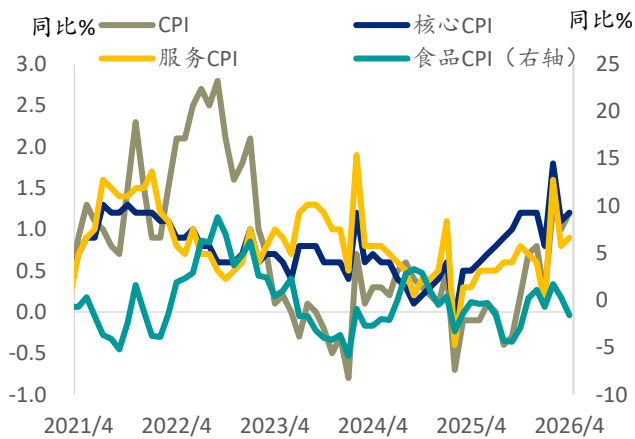
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 7: 4 月全国城镇失业率回落



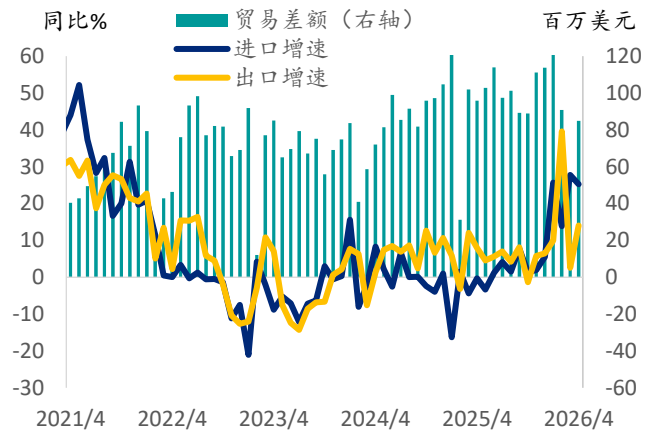
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 8: CPI 同比通胀率 4 月回升, 核心 CPI 亦小幅改善



资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 9: 4 月出口增速强势反弹, 受益于强 AI 投资周期和美国对华关税下调



资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 10: 近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2026年4月28日	月度中国宏观洞察：一季度经济增速超预期，接下来经济和政策将怎么走？
2026年4月16日	中国宏观数据点评：一季度经济增速超预期，但3月实体经济数据大多不及预期
2026年3月31日	月度中国宏观洞察：解析全国两会和“十五五”规划纲要提供的经济社会发展线索
2026年3月27日	宏观主题研究：油价持续走高将如何影响中美经济走向？
2026年3月17日	中国宏观数据点评：1-2月实体经济数据回升，2026年经济迎来“开门红”
2026年3月5日	2026年《政府工作报告》解读：在稳增长、调结构和促改革之间取得更好平衡
2026年3月2日	美国和以色列联合袭击伊朗对中美宏观经济的影响
2026年2月12日	月度中国宏观洞察：对两会有什么期待？
2026年1月19日	中国宏观数据点评：四季度经济增速符合预期，但12月数据反映内需仍弱
2025年12月15日	中国宏观数据点评：实体经济数据11月增速继续放缓，明年年初政策刺激可期
2025年12月11日	中央经济工作会议解读：适度政策刺激下的经济再平衡之路
2025年11月14日	中国宏观数据点评：实体经济数据10月增速放缓，但或尚不足以触发显著政策刺激
2025年11月11日	2026年中国宏观经济展望：“十五五”开局年的经济再平衡之路
2025年10月31日	宏观策略联合解读：中美元首会晤取得阶段性成果，有望提振短期市场情绪
2025年10月30日	月度中国宏观洞察：四中全会指明“十五五”方向，中美贸易关系再次缓和
2025年10月23日	二十届四中全会公报中的“十五五”时期发展方向线索
2025年10月20日	中国宏观数据点评：三季度经济增速略超预期，但9月实体经济数据显示内需继续走弱
2025年10月13日	特朗普宣称将对对中国加征100%关税，如何看待中美关税战前景？
2025年9月30日	月度中国宏观洞察：对四中全会和“十五五”规划有何期待？
2025年9月29日	国家发改委推出新型政策性金融工具，推动扩大有效投资
2025年9月15日	中国宏观数据点评：8月实体经济数据继续走弱，期待政策支持
2025年9月2日	宏观主题研究：基建投资增速缘何下滑，会持续多久？
2025年8月29日	月度中国宏观洞察：7月实体经济数据走弱，对政策刺激有何期待？
2025年8月15日	中国宏观数据点评：7月实体经济数据走弱
2025年7月30日	月度中国宏观洞察：二季度经济好于预期，但下半年挑战犹存
2025年7月15日	中国宏观数据点评：二季度GDP继续超预期，但6月数据显示内需放缓
2025年6月25日	月度中国宏观洞察：内需复苏分化，短期政策或仍重落实
2025年6月16日	中国宏观数据点评：5月消费表现强劲，但投资和生产数据逊于预期
2025年5月24日	2025年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025年5月19日	关税担忧拖累4月经济表现，政策短期内或转入“边走边看”模式
2025年5月7日	降准降息和其他一揽子金融政策支持发布
2025年5月2日	月度中国宏观洞察：一季度经济好于预期，二季度起迎战高关税
2025年4月16日	中国宏观数据点评：一季度GDP和3月实体经济数据均好于预期，后续关注关税影响和增量刺激政策
2025年4月3日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025年3月31日	月度中国宏观洞察：两会明确政策方向，迎接更严峻外需挑战
2025年3月17日	中国宏观数据点评：1-2月实体经济数据均好于预期
2025年3月5日	2025年《政府工作报告》解读：以促内需和发展新质生产力为重点助力经济增长
2025年2月11日	月度中国宏观洞察：消费动能尚可，关税战提前增加经济不确定性
2025年1月17日	四季度经济增速超预期加快，12月实体经济数据再显政策成效
2025年1月8日	大规模设备更新和消费品以旧换新政策再次升级
2024年12月16日	11月消费和投资增速放缓，经济复苏仍需政策支持
2024年12月12日	中央经济工作会议解读：政策刺激继续，将扩大内需摆在更重要位置
2024年11月25日	2025年宏观经济展望：在特朗普2.0的不确定性中寻找确定性
2024年11月15日	10月实体经济数据继续体现政策成效，但复苏尚不均衡和稳固
2024年11月8日	人大常委会公布地方政府化债资金规模并预告后续财政刺激政策
2024年11月6日	宏观主题研究：特朗普2.0对中国经济和金融市场影响几何？
2024年10月18日	三季度经济增速和9月实体数据好于预期，后续仍需政策支持
2024年10月17日	住建部发布会宣布增量措施促进房地产市场平稳健康发展
2024年10月12日	财政部发布会预告短期增量政策措施，指明中期政策方向
2024年10月8日	国家发改委发布会介绍一揽子政策推进情况，并预告政策支持措施
2024年10月3日	月度中国宏观洞察：财政刺激或蓄势待发，加码经济复苏
2024年10月2日	货币政策宽松已到位，财政刺激将如何发力？
2024年9月24日	国新办发布会宣布一系列政策稳经济、支持房地产和资本市场
2024年9月14日	8月实体经济数据弱于市场预期，增量政策刺激或蓄势待发

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

