

多重因素叠加共振，4月宏观数据多现下行

——2026年4月度宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 研究发展部执行总监 冯琳

事件：据国家统计局2026年5月18日公布的数据，2026年4月规模以上工业增加值同比实际增长4.1%，3月为5.7%；4月社会消费品零售总额同比增长0.2%，3月为1.7%；1-4月全国固定资产投资累计同比下降1.6%，1-3月为增长1.7%。

基本观点：

总体上看，受多重因素叠加共振影响，4月国内消费、投资放缓，工业生产减速，而出口增速（以美元计价）上冲至14.1%，整体宏观经济“外强内弱”特征进一步凸显。不过，短期内宏观政策层面出台新的大规模增量措施的可能性不大。一方面，4月与内需相关的宏观经济指标普遍下行，其中可能存在短期波动因素，再加上未来一段时间出口仍有望保持高增态势，稳增长之迫切性仍然有限，特别是在输入性因素正在带动国内上游原材料价格大幅上涨的背景下。另一方面，当前处于政策观察期，着力点是全力推进高技术制造业发展，构建现代化产业体系，推动新旧动能转换。我们判断，若后期内需放缓势头延续，或者出口明显减速，稳增长措施会相应加码。这方面有充足的政策空间。

具体解读如下：

一、4月工业生产放缓，主要受内需边际走弱拖累，同时，当月出口表现偏强，对工业生产有较强支撑，但出口增速为名义值，其高增与涨价因素有很大关系，这削弱了对以可比价计算的工业增加值增速的拉动作用。另外，近期国际原油价格上涨导致石油相关行业面临较大成本上涨压力，也对这些行业的生产造成一定影响。

4月工业增加值同比增长4.1%，增速较上月放缓1.6个百分点。在当月出口高增背景下，这一增速低于市场普遍预期。工业三大类别中，4月采矿业和制造业增加值增速均有所放缓，同比分别增长3.8%和4.0%，增速低于上月的5.7%和6.0%，仅电力燃气及水的生产和供应业增加值增速较上月加快1.8个百分点至5.3%。

4月工业生产放缓，主要受内需边际走弱拖累，当月国内投资和消费增速均出现较大幅度的下行波动，这也反映于4月制造业PMI新订单指数较上月下滑1.0个百分点至50.6%。从外需角度看，4月出口表现偏强，当月规上工业企业出口交货值同比增长10.6%，增速较上月加快1.9个百分点，对工业生产有较强支撑。但需说明的是，出口增速为名义值，其高增与涨价因素有很大关系，这尤其反映于半导体产业链；而工业增加值增速是按可比价计算，为实际增长速度，这削弱了出口高增对工业增加值增速的拉动作用。

另外值得一提的是，近期国际原油供给受阻导致油价上涨，并通过成本渠道逐步向国内产业链传导，石油相关行业面临较大成本上涨压力。在下游需求偏弱、成本压力难以有效向下传导的情况下，这些行业的生产受到一定影响。从细分行业数据看，4月化工行业、橡胶和塑料制品业增加值同比增速较上月分别放缓3.7和0.9个百分点至5.3%和5.5%。

展望5月，内需偏弱局面料仍将延续，且成本上涨对部分行业生产的抑制作用还将进一步显现，预计工业生产增速仍将面临一定下行压力。但考虑到出口将保持较快增长，以及以高技术制造业为代表的新质生产力领域生产将延续快速增长势头——4月高技术制造业增加值同比增速较上月加快1.1个百分点至12.8%，再加上去年同期基数略有下沉，5月工业生产增速继续较大幅度下行的可能性不大，预计同比增速将在4.0%左右。

二、4月社零及各主要类别商品零售额增速普遍放缓，主要反映居民消费信心不足，同时，部分商品去年同期高基数，补贴政策退坡或政策效果减弱，房地产市场持续调整，以及成品油等商品价格上涨抑制消费需求等因素，也对社零增速产生一定下拉作用。

4月社零同比增长0.2%，增速较上月放缓1.5个百分点，不及市场预期。其中，商品零售同比下降0.1%，增速较上月下滑1.6个百分点，这是2022年12月以来首度录得同比负增；餐饮收入增速也有所下滑，当月同比为2.2%，增速较上月放缓0.7个百分点。

从限额以上单位主要类别商品零售情况看，4月各类别商品零售额同比增速几乎全面放缓。具体来看，4月粮油食品、日用品、中西药品等必需品零售额增速普遍下滑，当月同比分别为4.1%、3.5%、4.2%，增速较上月分别放缓5.4、1.1、1.5个百分点。4月金银珠宝、家电、文化办公用品、体育娱乐用品、通讯器材等可选消费品零售额增速回落幅度较大，其中，金银珠宝零售额同比下降21.3%（前值为增长11.7%），主要源于去年同期基数走高以及当月金银饰品价格下跌；家电、文化办公用品、体育娱乐用品零售额同比分别下降15.1%、6.9%、8.0%，通讯器材零售额同比增长6.2%，增速较上月分别下滑（或降幅扩大）10.1、21.9、6.0、21.1个百分点。这些商品均为以旧换新政策补贴范围内的商品，背后是去年同期补贴政策带动零售额高增，而今年政策对相关商品销售的拉动效果减弱。值得一提的是，4月家电零售

额同比大幅下降，还与房地产市场延续低迷有关，这也反映于当月家具、建筑装潢材料零售额同比分别下降 10.4%、13.8%，降幅较上月分别扩大 1.7、4.8 个百分点。

此外，由于新能源车购置税免税政策退坡、前期以旧换新政策导致居民乘用车购买需求透支，4 月限额以上单位汽车零售额同比下降 15.3%，降幅较上月扩大 3.5 个百分点；主要受成品油价格上涨导致居民消费需求下滑影响，4 月石油制品零售额同比下降 6.5%（前值为增长 0.1%）；4 月化妆品、服装鞋帽零售额增速也有所放缓，分别从上月的 8.3% 和 7.0% 下滑至 4.7% 和 3.6%。

总体上看，4 月社零及各主要类别商品零售额增速普遍放缓，主要反映居民消费信心不足，可以看到，3 月消费者信心指数从 2 月的 91.6 降至 90.0，仍较大幅度低于 100 的中值水平。同时，部分商品去年同期高基数，补贴政策退坡或政策效果减弱，房地产市场持续调整，以及成品油等商品价格上涨抑制消费需求等因素，也对社零增速产生一定下拉作用。不过，受益于政策面着力支持服务消费，特别是今年部分地区实行了“春假”政策，“文旅热”升温，1-4 月服务零售额累计同比增长 5.6%，增速较前值加快 0.1 个百分点，展现出较强韧性。

展望 5 月，在房地产市场延续调整、居民消费信心仍然不足的背景下，消费偏弱局面料将延续；同时，近期原油、半导体等大宗商品及原材料价格剧烈上行，正在从成本端对石油制品、家电、电子产品等部分类别消费品带来涨价压力，也需关注涨价对消费需求产生的抑制效应，这在 4 月石油制品消费方面已有所体现；再加上去年同期基数进一步抬高，我们判断 5 月社零增速可能仍将徘徊在 0% 附近。

三、投资：1-4 月固定资产投资同比下降 1.6%，增速较 1-3 月回落 3.3 个百分点，三大投资板块增速全面下行。其中，年初固定资产投资冲量，对 4 月形成透支效应，再加上当前稳增长需求下降，4 月基建投资明显减速；制造业投资方面，近期 PPI 快速上冲，投资品价格存在较快上行趋势，出于成本控制考虑，一些企业放缓了投资节奏；另外，反内卷持续推进，也对一些行业投资产生影响；一季度部分地区楼市“小阳春”未传导到房地产投资端，4 月房地产投资同比降幅扩大。最后，4 月南方一些地区多雨天气也可能对各类项目施工带来短期影响。总体上看，在今年推动投资止跌回稳的政策取向下，后期固定资产投资增速将逐步回正。

具体来看，1-4 月基建投资（包含电力）同比增速为 4.3%，较 1-3 月回落 4.6 个百分点，这意味着当月基建投资同比增速为负值。我们分析，背后可能有三个原因：一是 4 月南方一些省份降雨偏多，可能对基建项目施工带来较大影响；二是一季度基建投资冲高，会对 4 月形成一定透支效应；三是一季度 GDP 增速达到 5.0%，处于今年经济增长目标区间的上沿，这意味着 4 月稳增长需求下降，基建投资随之减速。往后看，下半年我国出口有减速趋势，稳增长需求趋于回升。作为政府把控能力最强的政策工具，基建

投资会在今年推动投资止跌回稳中发挥关键作用。我们预计，后期基建投资增速将逐步回升至 6.5% 左右。

需要指出的是，今年是“十五五”开局之年，会有一批重大项目集中开工，基建项目储备充分。另外，根据 3 月全国“两会”政府工作报告，今年会单列并提高用于项目建设的地方政府专项债券额度；与此同时，2025 年 10 月 5000 亿新型政策性金融工具投放完毕，今年 8000 亿新型政策性金融工具也将有序投放。这些都意味着今年基建投资的资金来源更有保障。

制造业投资方面，1-4 月累计同比增速为 1.2%，较 1-3 月放缓 2.9 个百分点，低于市场预期。我们分析，除天气因素带来的短期影响外，可能还有两个重要原因：一是近期 PPI 快速上冲，投资品价格存在较快上行趋势，出于成本考虑，一些企业可能放缓了投资节奏。二是当前反内卷持续推进，也会对一些行业投资产生影响。数据显示，1-4 月汽车制造业投资同比下降 0.5%，较 1-3 月增速低 5.3 个百分点。值得注意的是，1-4 月高技术产业投资同比增长 6.1%，尽管增速较前值回落 1.3 个百分点，但相对整体投资增速的领先幅度在扩大，显示高技术产业投资的对整体投资的支撑作用进一步强化。

往后看，制造业投资有加速潜力。一方面，伴随外部经贸环境回稳，以民间投资为主的制造业投资信心会有所恢复。另一方面，在今年全国“两会”政府工作报告中，“加紧壮大培育新动能”、“加快高水平科技自立自强”分别被列为第二项、第三项重点工作任务。这意味着高技术投资还会获得财政、金融、产业政策倾斜，叠加当前芯片、机器人、锂离子电池等高技术制造业产品面临供需两旺、利润大幅改善的有利市场环境，都会带动相关领域投资较快增长，进而对整体制造业投资形成有力拉动作用。

1-4 月房地产投资累计同比下降 13.7%，降幅比 1-3 月扩大 2.5 个百分点，基本符合市场预期。数据显示，4 月当月商品房销售面积同比下降 9.5%，降幅较上月扩大 2.1 个百分点；当月商品房销售金额同比下降 7.6%，降幅较上月收窄 5.7 个百分点，主要原因是受放松限购等影响，上海等高房价城市销量占比增加。另外，4 月房地产施工数据均处于深度下跌状态，且下跌幅度变化不大。以上意味着尽管年初一些主要城市出现楼市“小阳春”现象，但房地产市场整体调整态势尚未根本改变，这是 4 月房地产投资降幅有所扩大的主要原因。

我们预计，后期伴随房地产“白名单”项目贷款加快投放，以及着力稳定房地产市场政策取向，楼市调整幅度趋于缓和，房地产投资下降幅度将逐步收窄，全年降幅有可能在 10.0% 左右。不过，这一预测有较大下行风险，关键在于 2026 年能否通过较大幅度引导居民房贷利率下行，扭转市场预期，激活购房需求。考虑到当前实际居民房贷利率明显偏高，后期稳定房地产市场、遏制房地产投资下行有充足政策空间。

总体上看，受多重因素叠加共振影响，4 月国内消费、投资需求边际放缓，工业生产减速，而出口增

速（以美元计价）上冲至 14.1%，整体宏观经济“外强内弱”特征进一步凸显。不过，短期内宏观政策层面出台新的大规模增量措施的可能性不大。一方面，4 月与内需相关的宏观经济指标普遍下行，其中可能存在短期波动因素，再加上未来一段时间出口仍有望保持高增态势，稳增长的迫切性仍然有限，特别是在输入性因素正在带动国内上游原材料价格大幅上涨的背景下。另一方面，当前处于政策观察期，着力点是全力推进高技术制造业发展，构建现代化产业体系，推动新旧动能转换。我们判断，若后期内需放缓势头延续，或者出口明显减速，稳增长措施会相应加码。这方面有充足的政策空间。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。