

地缘冲突的外溢效应显现，内需修复基础仍需巩固

——2026年4月经济数据点评



联系人

作者：
中诚信国际 研究院

院长 袁海霞

hxyuan@ccxi.com.cn

研究员 张堃

kzhang02@ccxi.com.cn

研究员 张瀚文

hwzhang@ccxi.com.cn

研究员 王俊力

jlwang.wang@ccxi.com.cn



相关报告

开年经济数据普遍回暖，关注地缘冲突风险外溢，2026年3月16日

经济完成5%目标的结构性亮点与制约，2026年1月19日

政策错位下“高基数”影响显现，10月经济再度全面放缓，2025年10月16日

供需强弱的格局再强化，年内完成增速目标压力不大，2025年9月15日

经济内生动能走弱，增长压力初现下政策呵护仍有必要，2025年8月15日

经济“压力考”过半，政策针对性发力至关重要，2025年7月15日

消费表现亮眼，内外需扰动或加大下半年经济压力，2025年6月16日

外部冲击显现，经济整体维持韧性，2025年5月15日



一、国内经济：多数经济指标再度下滑，但韧性仍存

- 前置政策效应减弱叠加地缘冲突的外溢效应有所显现，4月经济指标大多边际走弱，“内外需分化、新旧分化”的格局再强化。继年初政策靠前发力、经济动能边际修复后，4月经济指标中，除出口、服务消费外，代表内需的指标多数再度走弱，其中，部分下滑受去年同期高基数（以旧换新政策效应高点、基建投资高点）影响，但中东冲突对生产、投资及消费外溢效应显现，前期政策效应递减以及国内有效需求不足仍然是制约经济修复的主要原因，需要加快前期政策的落地速度、加快年内政策的衔接，对地缘冲突留有充足的应对工具，托底经济实现平稳修复。
- （一）4月工业生产超预期放缓且弱于季节性表现，但高技术产业及外需支撑下整体仍然维持韧性。4月工业增加值增速同比放缓1.6个百分点至4.1%；季调环比增长0.05%，低于季节性均值0.4%。考虑到PMI生产指数仍处于扩张区间（51.4%），本月工业生产表现回落主要与以下因素有关：一方面，节后赶工潮已过、前期积压订单基本消化，部分化工、钢铁等重工业迎来春季检修期，4月往往是工业生产淡季；另一方面，排除季节性干扰，本月工业生产环比低于季节性均值，或与中东冲突下能化成本上升对生产端的拖累有关。此外，从供需关系来看，4月工业企业产销率同比回落1个百分点至-0.2%，未能延续年初的改善趋势，PMI新订单指数也较上月有所下降，国内有效需求不足或也是影响工业企业生产备货需求的主要原因。

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

www.ccxi.com.cn

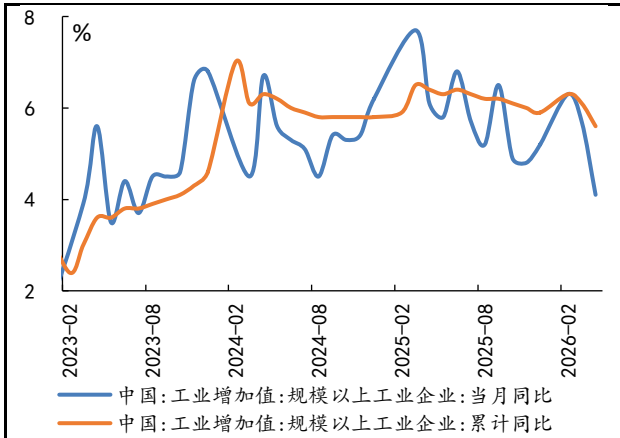
赵耿 010-66428731

gzhao@ccxi.com.cn

- **AI 产业投资热潮延续，外需对工业生产的支撑或是全年主线。**我们将出口交货值占营业收入的比重来划分行业的出口依赖程度，去年四季度以来，面向外需的主要行业生产表现持续走强，与低出口依赖行业（面向内需）走势分化，外需对工业生产的支撑或是今年全年的主线。4月工业企业出口交货值同比增长10.6%，较3月进一步上涨1.9个百分点，且高于整体工业生产增速6.5个百分点，虽然部分受低基数影响（2025年4月出口交货值同比仅为0.9%），但由于4月出口同样维持高增，外需对工业生产的支撑力度仍然较强。其中，AI产业链延续高贡献，4月集成电路出口量增速为3.8%，虽较上月小幅回落，但出口额同比接近100%；与工业生产环节中计算机、通信和其他电子设备制造业的工业生产增速居首、集成电路产量同比增长超过20%的线索一致。
- **美伊冲突影响下，部分能化行业受能源供给影响开工率下降，但受益于海外供应替代的需求支撑，对生产影响总体有限。**从细分行业生产表现看，美伊冲突对生产端的影响逐步释放。4月石油开采、农副食品加工、化学原料及制品、非金属矿物制品等行业的生产较3月进一步放缓，同比较上月的下降幅度超过1.5个百分点，多数降幅居前。值得注意的是，部分中游化工行业如化学原料制品、橡胶和塑料制品的生产增速仍然维持5%以上，仍高于工业增加值整体增速。除受化工基础品的刚需支撑外，美伊冲突后的3-4月，我国对日本、韩国化工产品出口增速超过20%，显著高于过去三年平均水平，短期我国能化产品的生产仍然受益于海外供应替代的需求支撑，对生产的影响相对有限。
- **服务业生产增速回落，高技术服务业维持高增，但美伊冲突对油价影响或拖累交通运输等服务业的生产表现。**4月服务业生产同比增长4.3%，较3月增速回落0.7个百分点。根据统计局已公开数据，信息传输、软件和信息技术服务业和租赁、商务服务业分别同比增长10.9%、9.3%，高技术服务业增速仍然位居前列。交通运输、仓储和邮政业等行业虽未披露具体数值，但考虑到成品油价上升对航运等运输成本的影响较为直接，运输服务业的相关生产活动或有所下滑。

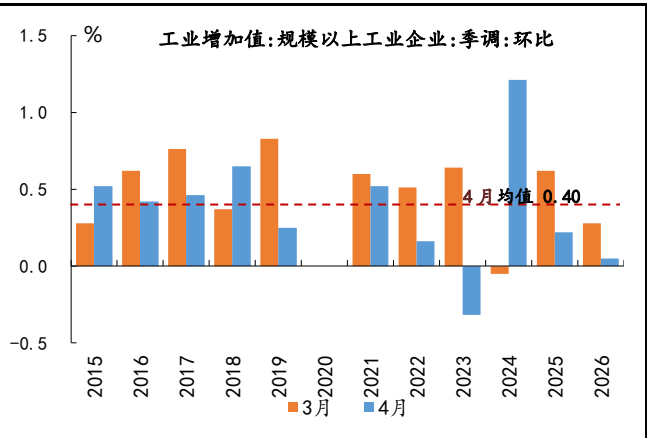
图 1：4 月我国工业生产有所下滑

图 2：4 月工业增加值季调环比增长 0.05%，低于季节性均值 0.4%



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图3：去年四季度以来，面向外需的主要行业的生产表现持续走强



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图4：外需仍是开年工业生产的主要支撑项

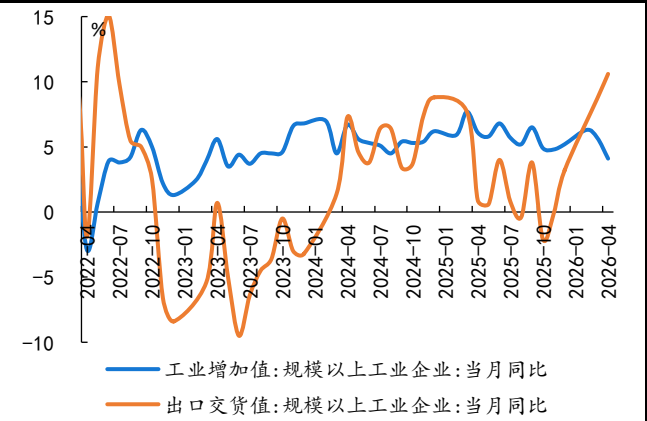
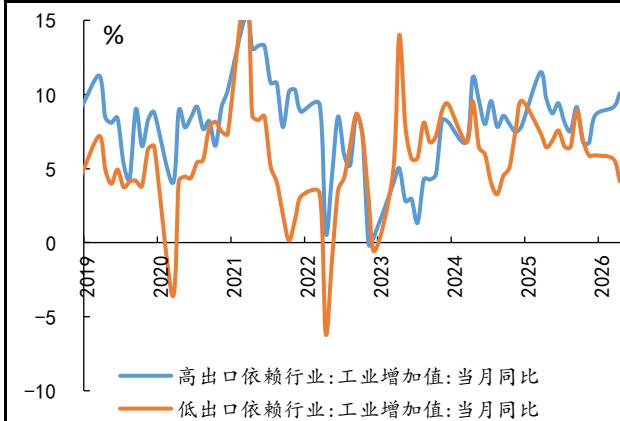


图5：4月石油开采、农副食品加工、化学原料及制品、非金属矿物制品等行业的生产较3月进一步放缓，多数降幅居前

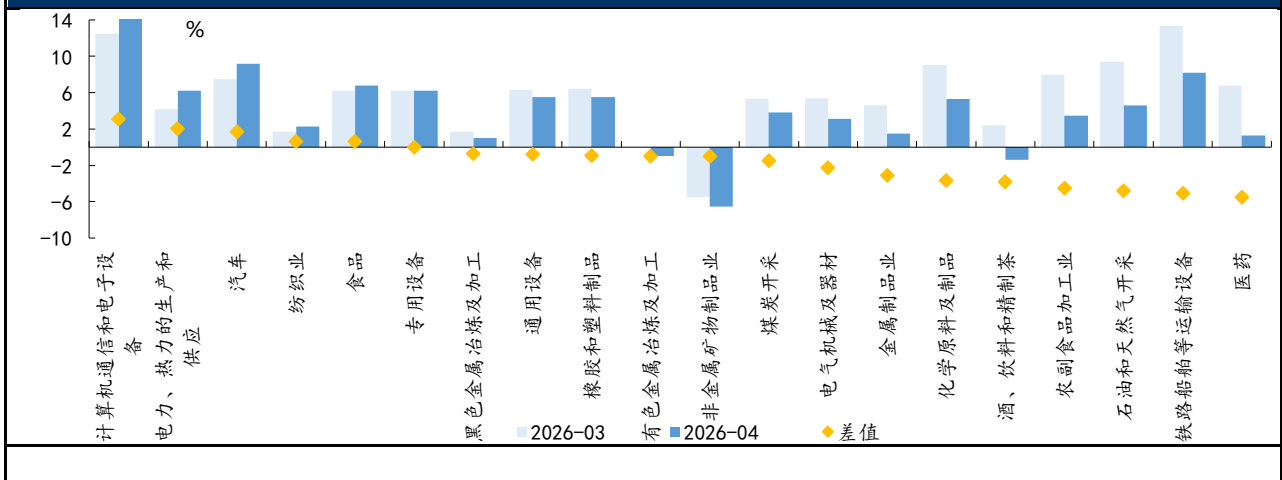
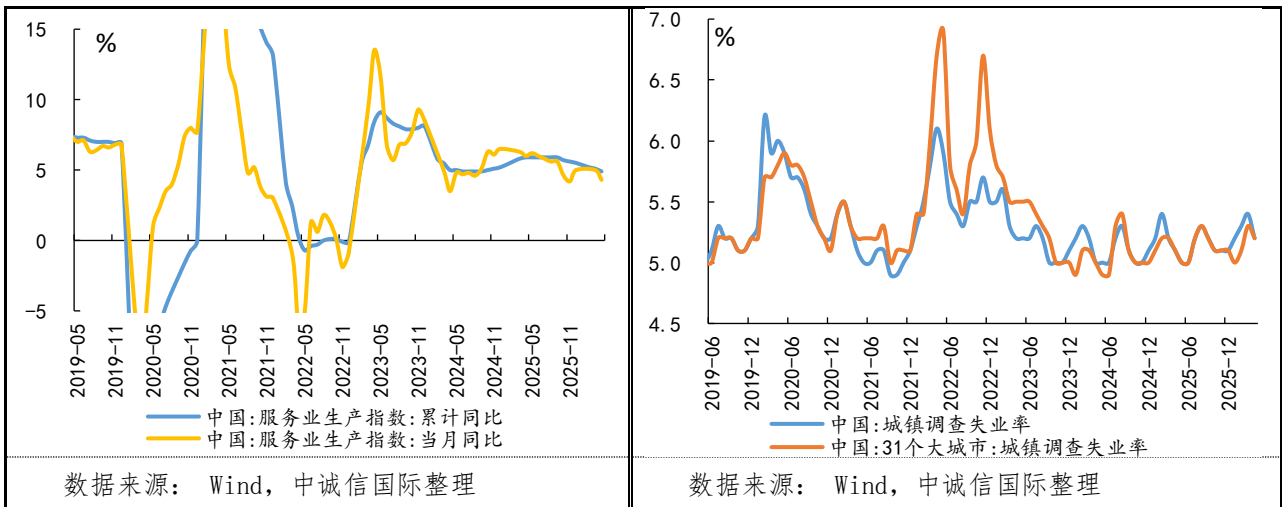


图6：服务业生产指数同比回落

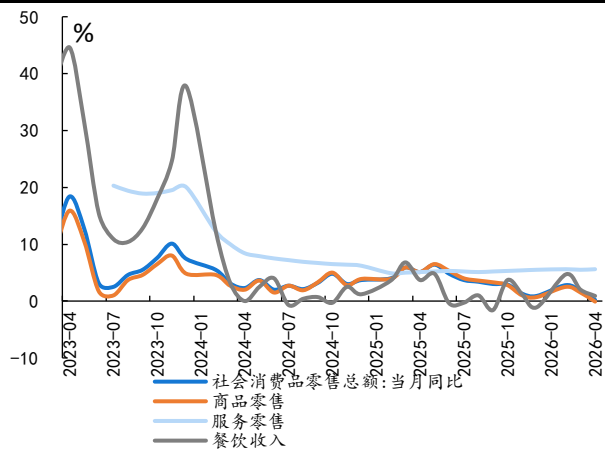
图7：4月城镇调查失业率稳中有降



■ **（二）4月社零单月同比创近三年新低，消费结构显著分化，服务消费仍然受假期出行支撑。**受高基数、以旧换新政策效果退坡、输入型通胀等因素影响，4月社零同比增长0.2%，较上月下滑1.5个百分点，1-4月累计增长1.9%，均为近三年新低水平。从消费结构看，4月服务-商品消费增速差扩大至3.7个百分点，已基本回到特别国债支持以旧换新政策落地前的水平（24年7月）。具体来看，4月商品零售同比转负，较上月回落1.6个百分点至-0.1%；服务消费仍维持5.6%的韧性增长，据文旅部数据统计，清明节假期全国国内出游人次同比增长6.8%，国内出游总花费同比增长6.6%，增速略高于春节假期，服务消费主要受春假叠加清明假期的集中出行需求支撑。应客观看待当前消费数据的变化，商品和服务消费的分化与我国居民消费结构转型升级趋势一致，但由于社零额中能反应服务消费的指标仅占比10%，未能概括居民消费全貌，未来服务消费对整体消费的支撑或进一步加大。

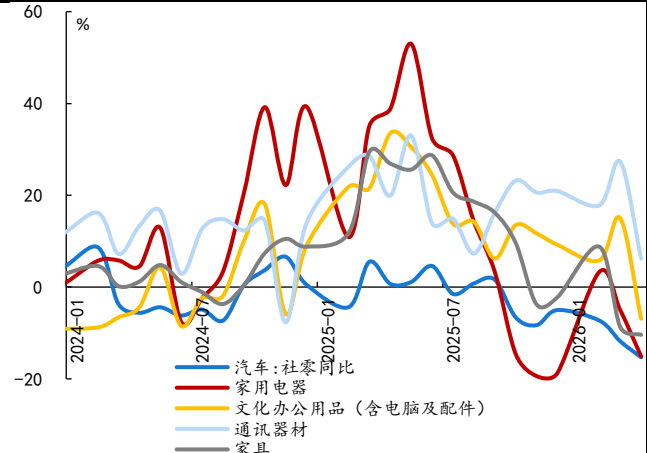
➢ 4月商品零售转负主要受耐用品消费拖累，其中，以旧换新产品的消费全面回落，前期仍有延续性的消费电子产品也出现大幅下滑的迹象。从以旧换新覆盖品类的消费表现看，4月通讯器材（手机）、文化办公用品（电脑、平板等电子产品）的社零增速较上月分别下滑21.1、21.9个百分点，降幅位居全行业的前列，涨价带来的提前换机需求或已充分释放，而家具、家电汽车等其余换新产品消费的同比跌幅均超过10个百分点，目前以旧换新相关消费已全面回落。相较而言，4月化妆品、药品、日用品等必选消费的社零增速大多居前，或反映置换需求释放后，居民预期及消费意愿仍然低迷。此外，受成品油上调影响的石油制品消费回落6.6个百分点至-6.5%，需要警惕输入型通胀对消费的挤出效应。

图 8：消费修复基础尚不牢固，同比再度回落



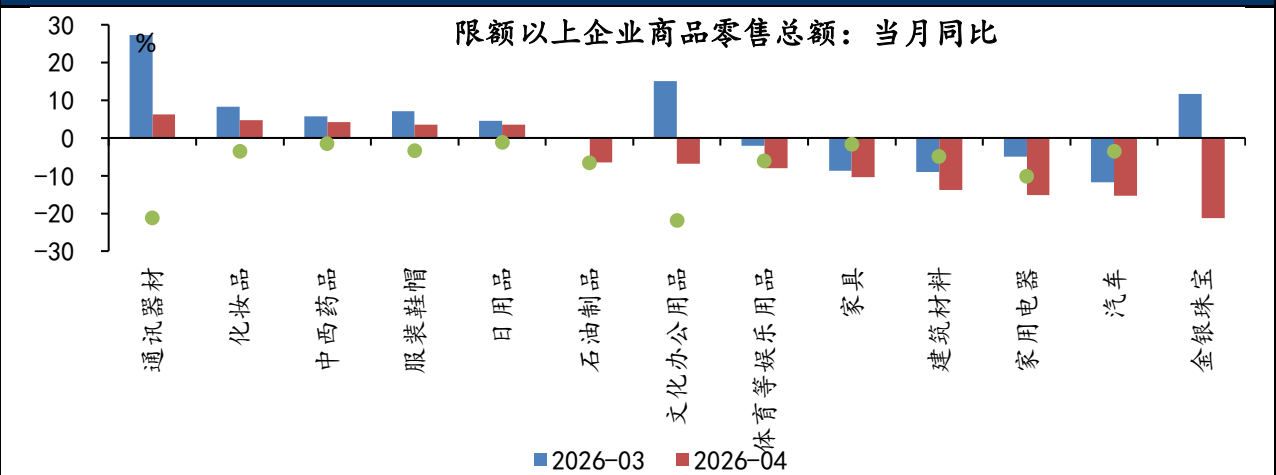
数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 9：消费环比增长弱于过往同期水平



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 10：以旧换新覆盖范围内的商品中，仅通讯器材（手机）、文化办公用品（电脑、平板等电子产品）的社零增速延续回升

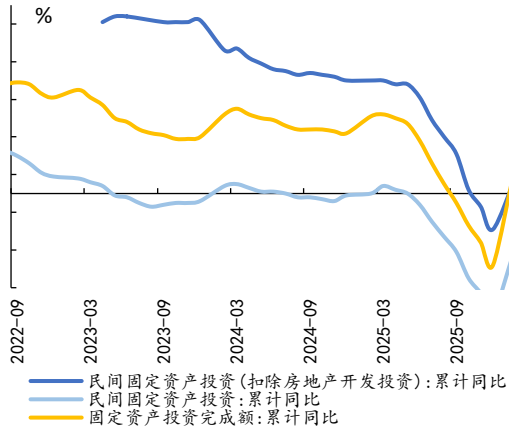


数据来源：Wind，中诚信国际整理

■ （三）固定资产投资时隔三个月再度转负，扣除地产投资后的民间投资大幅下滑，内需疲弱与预期不稳导致企业资本开支意愿不足，与信贷数据表现一致。1-4 月固定资产投资同比增速较一季度下降 3.4 个百分点至 -1.6%，除去年同期为年内较高点的基数影响外，4 月固定资产投资环比也大幅转负（-2.36%），投资修复基础仍然不牢固。从投资结构看，三大投资项均边际回落，设备工器具购置投资仍然是主要支撑项。1-4 月设备工器具购置投资增速仍然维持 11.5% 的高位增长，而建安投资较一季度回落 5 个百分点至 -4.4%，或部分显示原材料价格上涨对建筑活动的压制。民间投资方面，1-4 月民间投资完成额同比下降 5.2%，较一季度进一步回落 3 个百分点，而扣除房地

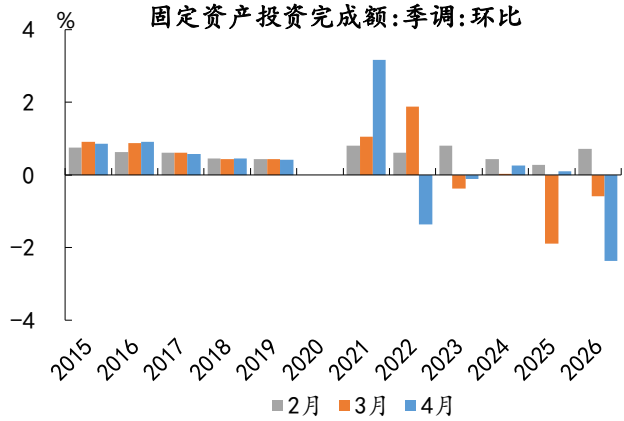
产开发投资后民间投资较上月回落3.2个百分点至-1.9%，或反映地缘冲突对企业投资端的抑制有所体现，部分受影响企业不得不采取观望态度，放缓投资决策。

图 11：4 月固定资产投资同比再度转负



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 12：4 月固定资产投资环比增速大幅下滑



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 13：设备工器具购置投资增速维持高位

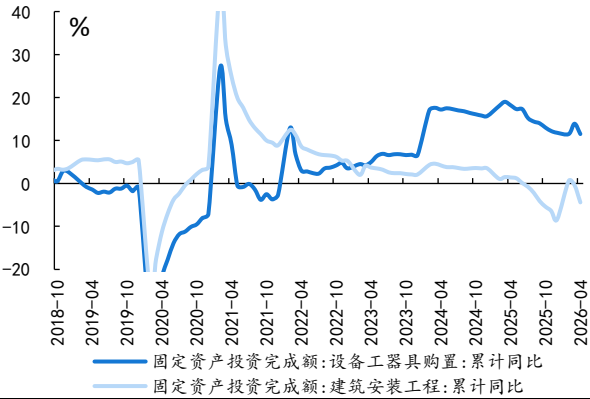
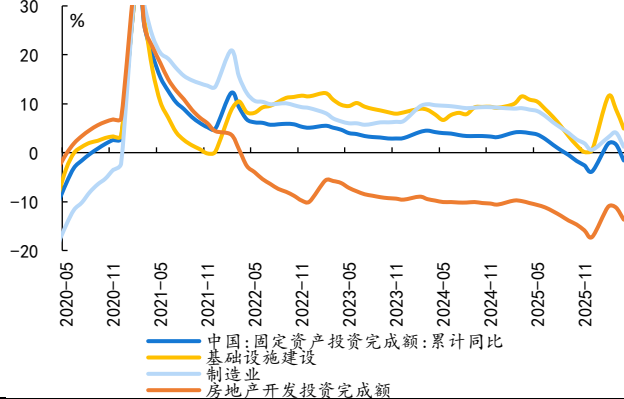


图 14：4 月三大投资均较上月边际下滑



➤ 房地产销售延续弱修复，一线城市的核心地段出现量价回升的回暖态势，但从销售回暖到投资改善至少需要 1-2 个季度，当前土地出让仍在下滑，投资拐点未至。从销售端表现看，核心一线城市率先出现量价回暖的迹象，总体呈结构性修复态势。量的方面，4 月商品房销售面积同比降幅继续收窄，14 城二手房成交整体高于过去两年水平，地产销售整体延续结构修复态势，尤其是核心一线城市的平均二手房租金回报率（1.82%）已高于国有行 5 年定期银行存款利率（1.5%左右），且逐渐接近 30 年国债收益率，投资价值逐渐凸显，4 月北京、上海二手挂牌量显著低于过往，成交量也出现一定程度的回暖。价的方面，各能级城市中，仅有一线城市新房和二手房价格延续环比上涨，背后或主要受核心地段的改善性需求支撑。但地产投资跌幅仍在扩大，1-4 月地产投资跌幅较一季度再度扩张 2.5 个百

分点至13.7%。考虑到4月300城宅地成交建面、成交金额同比分别下滑29.8%、39.1%，降幅较3月继续扩大，当前房地产市场“缩量提质”格局没有改变，房企拿地态度依旧谨慎，整体投资意愿偏弱。

- **4月地方新开工项目进展和落地节奏较节前相比有所放缓，基建投资拉动作用边际减弱但仍发挥托底作用。**1-4月基建同比增长4.9%，较一季度累计增速回落4个百分点，考虑到去年同期基建投资基数为全年次高点（10.9%），4月基建投资回落整体符合预期，主要原因在于地方专项债发行节奏边际放缓，在前期项目落地后新项目审批与落地节奏有所滞后。3月全国固定资产投资新开工项目计划总投资同比下降7.4%，据Mysteel不完全统计，4月全国开工项目总投资额为5795亿元，虽高于3月，但较1月7000亿元的水平有所回落，同时，4月建筑业PMI新订单指数较上月进一步下滑，节后投资施工节奏有所放缓。
- **制造业投资明显下滑、新旧分化显著，地缘冲突对投资的抑制作用有所显现。**1-4月制造业投资同比增速下滑3个百分点至1.2%，结构支撑仍然来自高技术产业，其中，航空、航天器及设备制造业投资仍维持20%以上的增长，AI产业链相关的计算机、通信和其他电子设备制造业以及纺织业（电子布）的投资仍维持较高水平。但来自中东的地缘冲突因素对投资的抑制作用有所显现，1-4月受能源断供、能化成本影响，中上游原料业如化学原料、金属制品、有色金属冶炼加工业投资较上月明显下行，且大多转负。此外，与内需相关性更高的传统制造业投资增速也较3月进一步下滑。

图 15：4月地产销售面积跌幅延续收窄

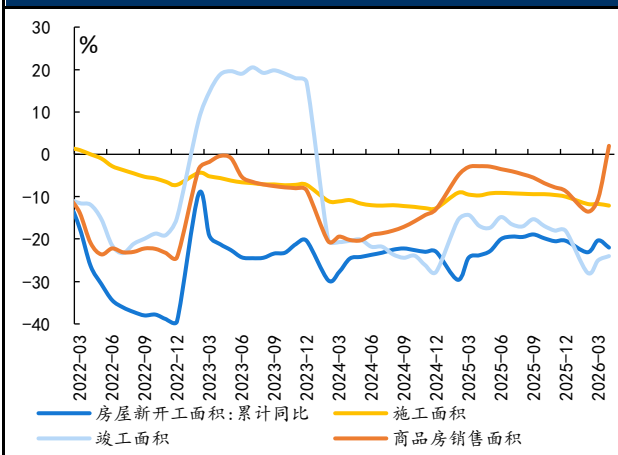
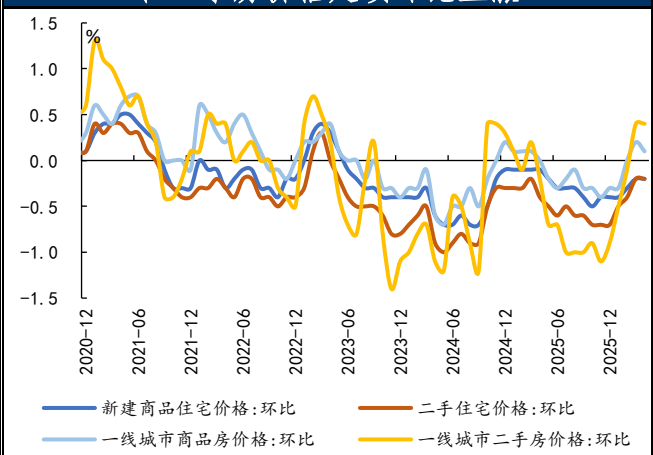
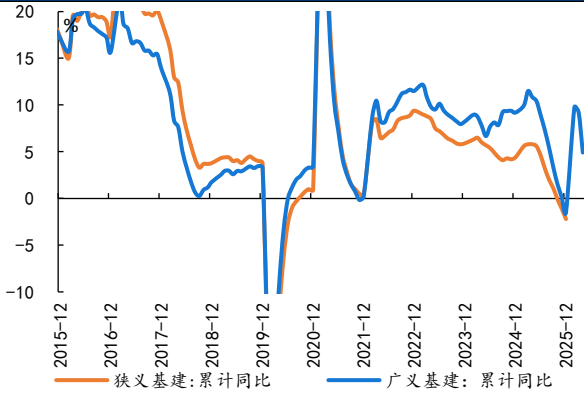


图 16：4月各能级城市中，仅有一线城市新房和二手房价格延续环比上涨

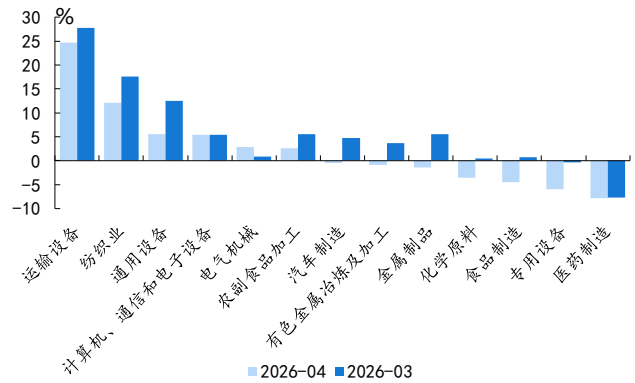


数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 17：4 月基建投资拉动作用边际减弱


数据来源：Wind，中诚信国际整理

数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 18：制造业投资中，来自中东的地缘冲突因素对投资的抑制作用有所显现


数据来源：Wind，中诚信国际整理

- 4 月以来原油价格上涨及断供因素对生产、投资及消费的影响已陆续显现，叠加前期的政策效应递减，经济下行压力有所抬升。展望后续，地缘博弈的不确定性仍然较大，内需修复节奏偏慢，需要加快现有政策的落地节奏和效率，做好必要的政策承接，着力改善微观主体预期。外需方面，以 AI 产业链为代表的投资以及我国制造业优势仍然为全年出口及生产表现提供结构性支撑。地缘的不确定性仍然存在，当前高强度互攻的热战暂时缓解，但围绕霍尔木兹海峡封锁的消耗战仍在持续，仍需持续关注地缘风险的外溢扰动。消费方面，二季度是去年以旧换新政策对消费拉动的高点，目前政策效应减弱，5 月随着“618”等消费促销活动的提前展开，部分电子产品仍有使用国补额度置换需求空间，但原油价格上涨对成品油、交通出行、农资粮食等必需消费品价格传导更为直接，在当前居民就业与收入预期偏弱的背景下，物价持续上涨将带来一定的消费挤出效应，进一步弱化消费刺激政策的拉动效果，制约我国消费的修复节奏。投资方面，据发改委数据，1 万亿元超长期特别国债将于 6 月底前基本下达完毕，截至目前设备更新相关超长期国债已发行近 9 成，节奏明显提前，进入二季度后，随着去年同期高基数效应逐步消退，以及 4 月中央政治局会议明确“推动条件成熟的重大项目开工”的政策定调，伴随专项债形成实物量，基建投资仍是全年投资的主要拉动项，制造业投资整体或仍受到中东地缘冲突不确定性的掣肘，重点关注原材料成本上升对下游行业利润的挤压。考虑到当前需求端尤其是内需指标均有不同程度的下滑，需求修复的基础尚不牢固，来自以旧换新、去年两个“5000 亿”政策工具等政

策效应逐渐递减，政策上需要加快现有政策的落地节奏和效率，做好必要的政策承接，以保证经济的持续稳定运行。

二、全球经济：中东冲突进入谈判拉锯，全球通胀风险进一步抬升

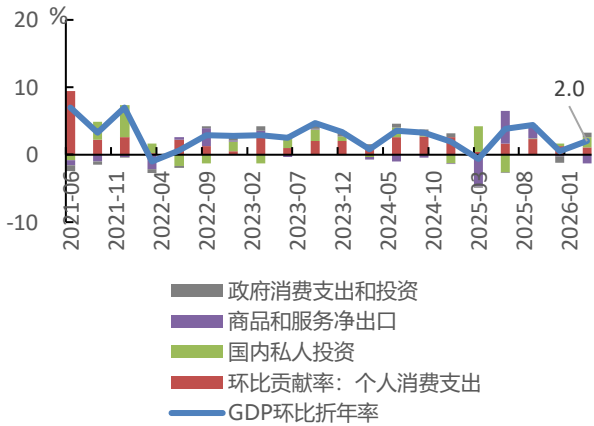
4月中旬以来，中东地缘局势的核心变化不再是武装冲突的升级，而是各方围绕能源通道与海上安全所进行的谈判博弈，其中大国的协调作用日益凸显。4月22日停火到期后，伊朗单方面拒绝出席原定的谈判，而美国则单方面宣布延长停火期限，霍尔木兹海峡仍处于受限通航状态，航运量维持在历史平均水平的6%-8%。5月13-15日，中美元首北京会晤将能源与中东问题与经贸、科技议题一同纳入谈判框架，显示中东冲突已从区域安全事件演化为全球能源定价、供应链安排与大国战略博弈交织的复合型变量。

资产价格层面，近一个月全球市场呈现出“商品价格强于金融资产、避险交易让位于通胀交易、权益市场内部明显分化”的特征。首先，油价仍是核心定价锚，霍尔木兹通航受限使布伦特油价维持在高位区间，能源、航运、油服及部分军工资产相对占优，但价格并未失控上行，说明能源供给已在大国协调和替代运输的共同作用下得到部分缓解。其次，权益市场呈现结构分化，科技和AI相关资产受盈利预期支撑仍具韧性，而能源成本敏感型行业、欧洲等外部能源依赖度较高市场相对承压。第三，利率与避险资产同步重估，能源价格上行推升通胀预期，使债市从“避险买债”转向“通胀再定价”，长端利率维持高位；美元受避险需求和高利率支撑偏强，黄金虽仍受地缘不确定性支撑，但在实际利率上行背景下波动加大。总体看，市场交易重点已从短期冲突冲击，转向能源供给风险、通胀粘性和大国谈判预期共同作用下的跨资产重估。从全球宏观看，一方面，地缘冲突风险外溢拉升全球通胀，货币政策转向“再通胀”与“滞胀”风险平衡。美国4月PPI（最终需求）飙升至6%，CPI同比升至3.8%，较3月的3.3%大幅扩大，核心CPI同步攀升至2.8%；欧元区4月通胀升至3.0%，其中能源项同比达到10.9%，表明成本冲击已开始从生产端向消费端传导。货币政策层面，主要央行面临“通胀风险上行与经济增长放缓”的两难局面，4月底“央行超级周”中，美联储、欧洲央行、英国央行、日本央行均选择维持利率不变，全体对能源驱动的通胀上行风险表达了高度警觉。全球政策环境由此前的“预防式宽松”重新转向“更长时间维持限制性利率”。另一方面，地缘事件的传导正在由能源价格扩散至供应链成本、全球贸易与生产活动。世界银行4月底预计2026年能源价格将上涨24%，整体大宗商品价格上涨16%，这意味着企业面

对的不再是短期原材料扰动，而是贯穿能源、化工、化肥、金属和运输成本的系统性上行，继而引发多行业生产调整。基于此，4月14日，IMF发布最新一期《世界经济展望报告》，将2026年全球经济增长预期下调至3.1%，较今年1月预测值下调0.2个百分点。在更不利的情境下，如果今年能源价格持续居高不下，全球经济增速将降至2.5%。在极端情况下，甚至降至2%左右。IMF表示，部分国家面临较为严重的滞胀风险，在最严峻情景下，新兴市场与发展中经济体所受冲击几乎是发达经济体的两倍。后续需持续关注中东地缘冲突引发的全球经济震荡以及沃什接任美联储主席后美国货币政策的调整。

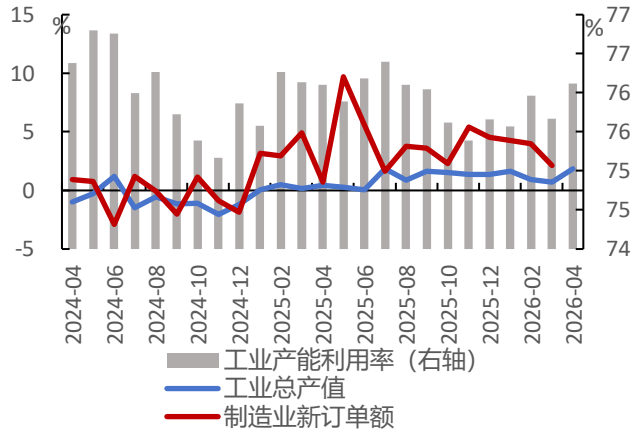
美国宏观经济：

图 19：美国一季度 GDP 增速达 2%，较 2025 年四季度加速回暖



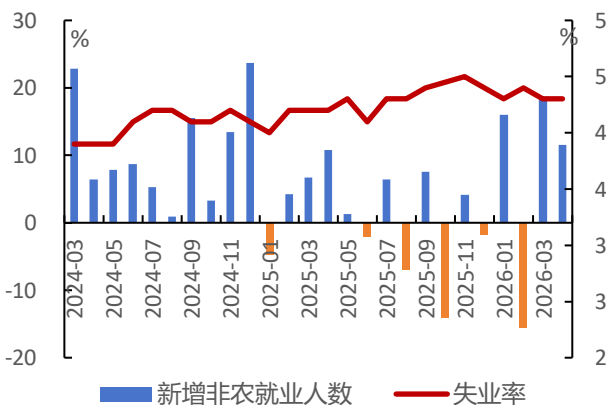
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 20：工业生产恢复，4 月工业总产值同比增长回升至 1.9%



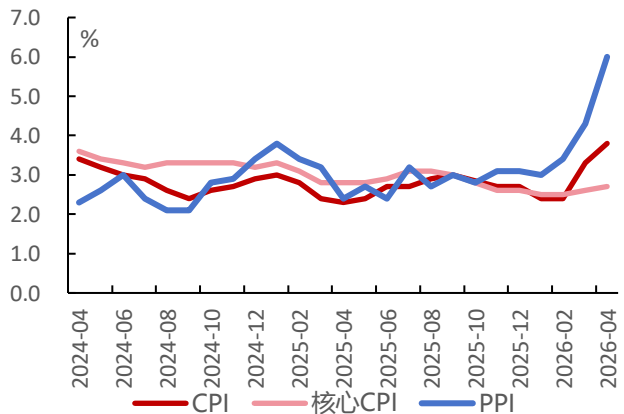
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 21：4 月就业市场延续回暖



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 22：4 月能源价格上涨下 CPI、PPI 大幅抬升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

➤ 欧洲宏观经济：

图 23：一季度 GDP 同比增长 0.8%，较 2025 年四季度回落 0.4 个百分点

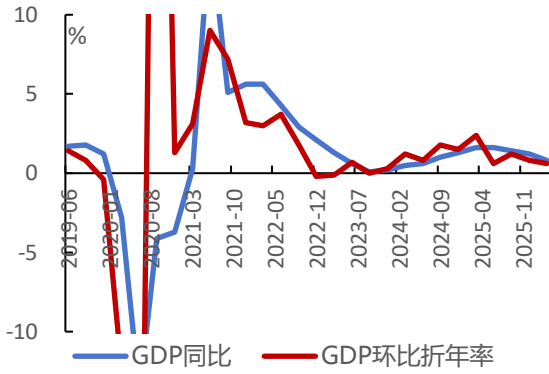
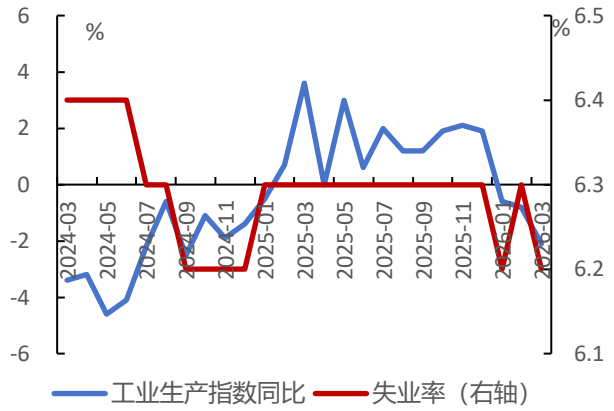


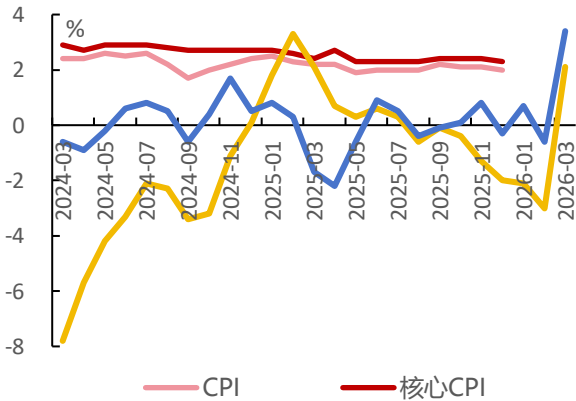
图 24：3 月，工业生产指数同比下降 2.1%，较上月跌幅扩大 1.3 个百分点



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

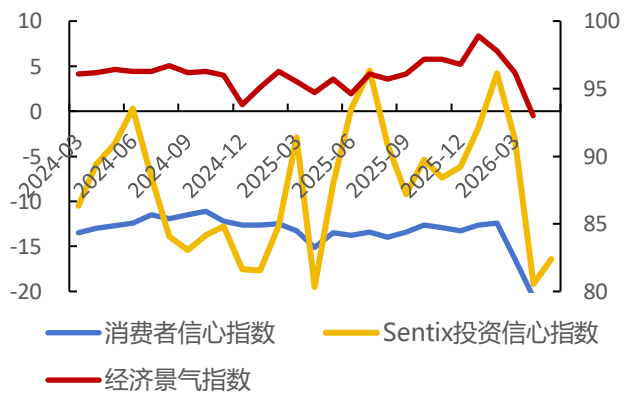
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 25：3 月 PPI 由负转正



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 26：4 月经济景气度保持下行态势

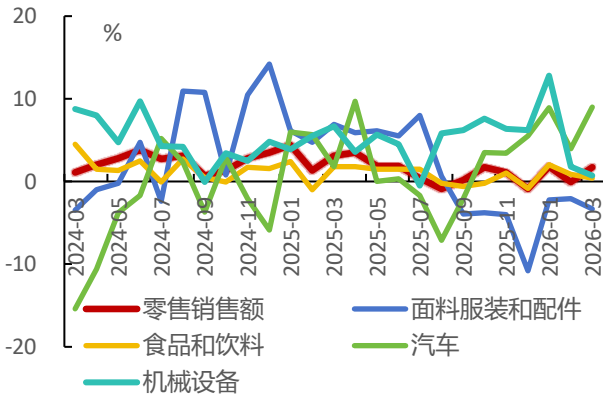


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

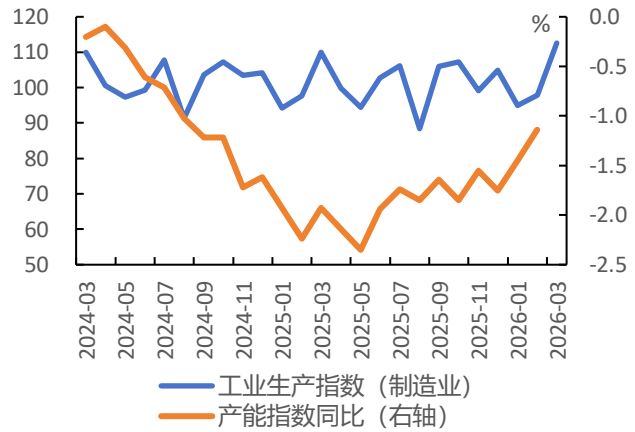
➤ 日本宏观经济：

图 27：3 月日本零售销售额恢复正增长，同比增长 1.7%

图 28：生产能力有所修复

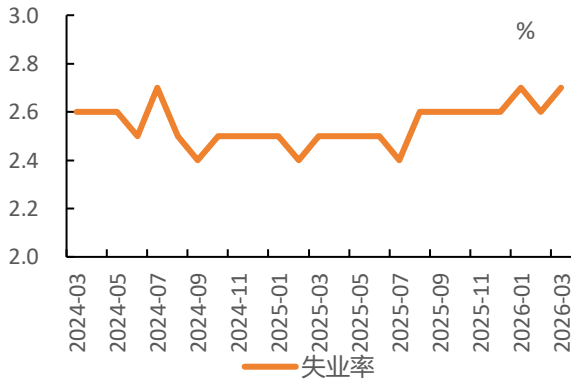


数据来源：Wind, 中诚信国际整理



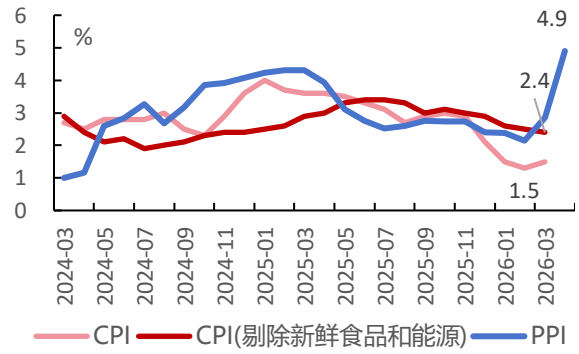
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 29：3 月失业率小幅上升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

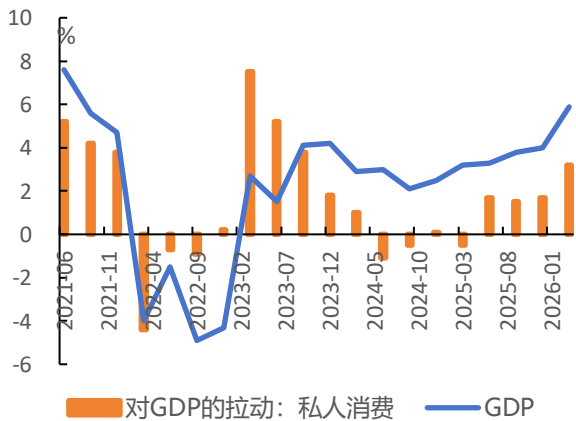
图 30：4 月 PPI 同比大幅上升至 4.9%



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

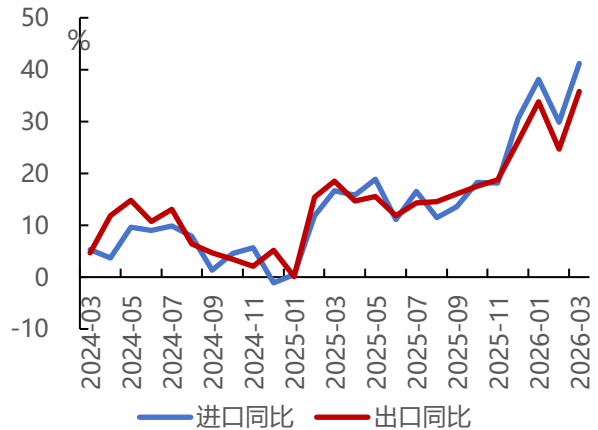
香港宏观经济：

图 31：一季度香港 GDP 同比增长 5.9%，较 2025 年 4 季度上升 1.9 个百分点



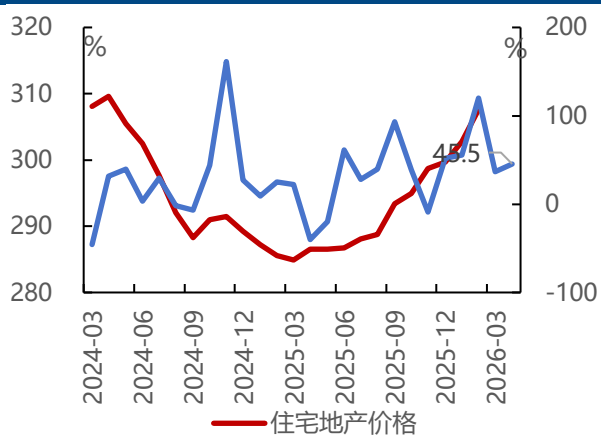
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 32：3 月香港贸易大幅增长，进出口保持两位数增速



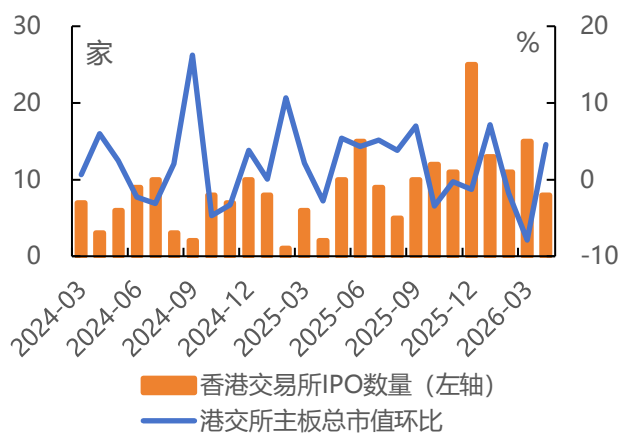
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 33： 房市回暖节奏有所放缓



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 34： 资金避险因素驱动下，4月港交所主板市值环比回升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同2号银河SOHO5号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , ChaoyangmenneiAvenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>