

2026年05月18日

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 证券分析师

李嘉豪 S0630525100001

lijiah@longone.com.cn

# 社零、生产结构分化，投资增速回落

## ——国内观察：2026年4月经济数据

### 投资要点

- **事件：**5月18日，国家统计局公布4月经济数据。4月社零总额当月同比0.2%，前值1.7%；固投累计同比-1.6%，前值1.7%；规上工业增加值同比4.1%，前值5.7%。
- **核心观点：**在一季度经济实现开门红后，4月经济数据整体呈现回落的趋势。社零与工业生产结构内部的分化较为明显，前者是商品和服务的分化，后者是内外需的分化。其中社零受到以旧换新品类基数抬升的影响较大，剔除后整体社零回落幅度相对可控。出口交货值高增，对生产的带动明显，主要受益于AI投资相关产品以及汽车的出口。投资端增速下滑比较明显，不过后续来看基建支撑的有利因素仍然较多，制造业投资可能受到中东冲突影响，资本开支扩张的信心下降，地产总体仍然偏弱。总体来看，受输入性通胀影响，二季度价格水平回升斜率较高，名义GDP增速可能继续上升，但实际GDP增速可能受到一定压力。
- **工业生产显结构分化。**4月工业增加值当月同比降至4.1%，为2023年7月以来新低。1. 工业生产弱于季节性，4月工业增加值季调环比增长0.05%，明显低于近5年同期均值0.35%，拖累主要来自于采矿业与制造业。2. 出口对生产的带动依然较强，出口交货值当月同比升至10.6%，为2022年6月以来新高，带动装备制造业增加值当月同比升至8.3%，贡献率达到74.5%，其中电子设备和汽车增速分别升至15.6%和9.2%，但与内需相关的上下游行业生产增速多数回落。3. 高技术制造业表现好，4月当月同比升至12.8%，比整体工业增加值高出8.7个百分点，这一差值从2024年起就持续扩大。
- **商品零售拖累社零，以旧换新品类有高基数压力。**1. 社零环比连续两个月负增长，4月社零季调环比-0.48%，低于近5年同期均值的0.23%。餐饮商品增速都有回落，但商品的拖累更大，4月商品零售同比回落至-0.1%，餐饮收入同比回落至2.2%，但高于整体社零增速。2. 以旧换新商品基数抬升影响较大，办公用品、通讯器材零售增速均较前值回落20个百分点以上，平板电脑以及手机均是去年新纳入国补范围的产品，此外家电、汽车的零售增速也维持负增长。今年消费品以旧换新总的力度略低于去年，同时去年上半年存在国补集中投放的情况，下半年逐渐平滑，故6月前的基数影响可能仍然较大。剔除以旧换新产品看社零，4月同比2.4%，较前值回落0.5个百分点。3. 黄金消费热度减退，基数同样有压力，一是国际金价自高位震荡回落，居民购金热潮有所减退，二是去年4月起基数有明显抬升。4. 限额上下消费分化，4月经测算后限额以下社零同比3.4%，较前值上升1.4个百分点，而限额以上社零同比仅为-4.0%，这一点也能反映以旧换新品类为代表的可选消费品面临的压力不小。5. 服务消费表现较好，4月服务零售累计同比上升0.1个百分点至5.6%，相对于实物消费，服务消费稳健且持续增长。
- **投资增速转负。**4月固定资产投资累计同比-1.6%，前值1.7%，隐含的当月同比-9.4%，回落幅度较大。分项上来看，制造业、基建以及房地产投资增速当月均明显回落。投资较一季度边际变化的主要原因可能一是去年四季度政策工具投放的叠加效应在今年一季度集中体现，二是“十五五”开门红需求前置的影响，部分项目开工可能集中确认。
- **基建投资受水利环境和公共设施管理拖累。**4月经测算的广义基建投资当月同比转负，但累计同比增速仍有4.3%，明显高于去年全年水平，且上半年本身基数也不低。前4个月来看，公用事业4.4%，基本持平整体基建增速，但较去年有明显回落，基数抬升影响大；交运仓储和邮政11.1%，是主要支撑项；水利环境和公共设施管理-0.1%，受到的基数抬升影

响同样较大。4月政治局会议部署“六张网”建设，超长期特别国债4月开始发行，后续来看基建支撑的有利因素仍然较多，波动消除后，总体中枢仍有望抬升。

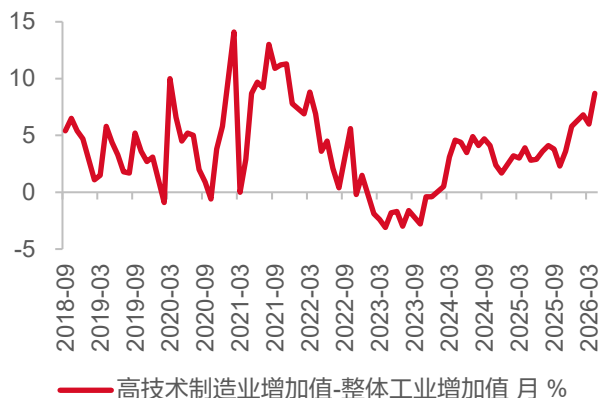
- **设备更新仍有支撑，但多数制造业投资增速回落。**4月经测算的制造业投资当月同比同样转负，累计同比仍有1.2%，略高于去年全年水平。设备更新的支撑力度仍在，4月设备工器具购置累计同比增速11.5%，高于整体增速10.3个百分点。从具体行业上来看，电气机械累计同比增速较前值上升2.1个百分点至2.9%，电子设备累计同比持平前值，其余多数行业累计同比增速均较前值有所下滑。除了部分行业“反内卷”仍在催化外，地缘政治局势引发的担忧，可能也影响制造业资本开支扩张的信心。
- **地产仍弱，关注改善型需求。**4月新建商品房销售、房地产开发投资当月同比分别回落至-9.5%、-20.1%。4月同花顺30城大中城市商品房成交面积同比3.7%，反映当前核心城市地产销售改善程度要好于整体。4月政治局会议重提“努力稳定房地产市场”，5月15日国常会也对城市更新有进一步部署，关注改善型需求可能带来的销售端改善。
- **风险提示：政策落地不及预期；美联储货币政策超预期；地缘政治局势风险。**

图1 规模以上工业增加值当月同比, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图2 高技术制造业增加值-工业增加值增速, %



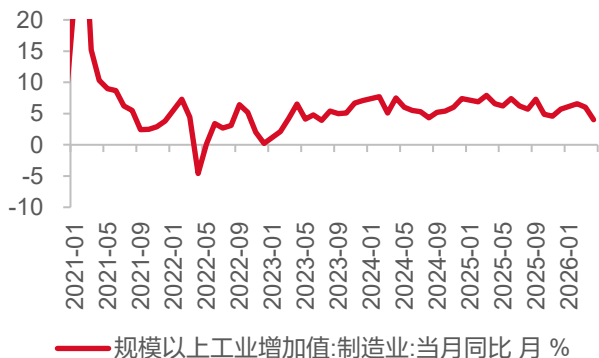
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图3 出口交货值当月同比, %



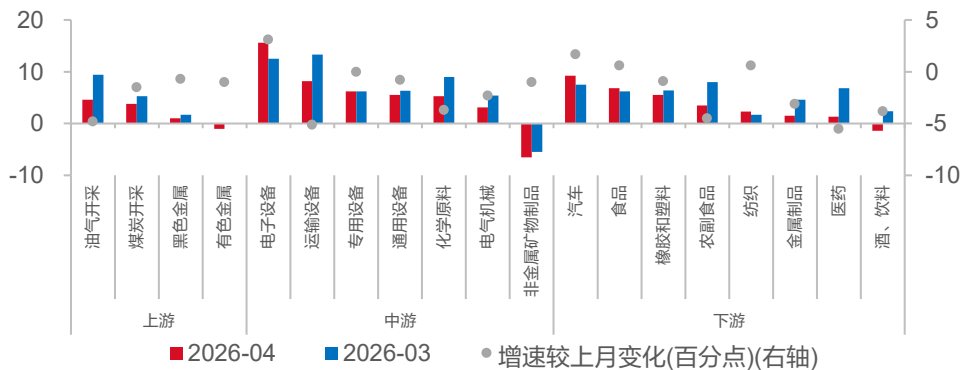
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图4 制造业增加值当月同比, %



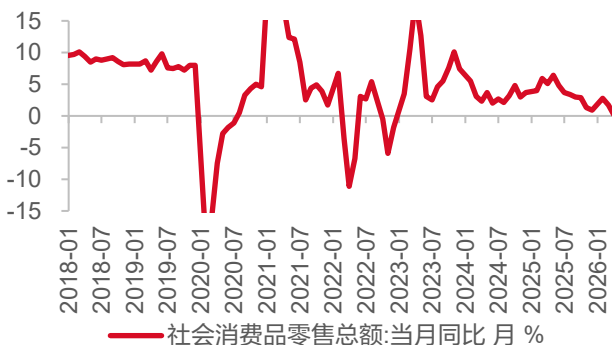
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图5 分行业工业增加值当月同比, %, %



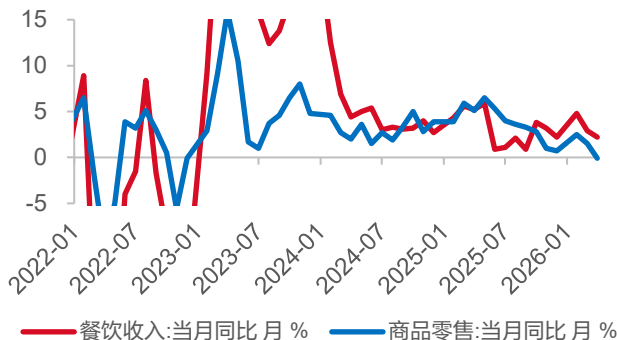
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图6 社会消费品零售总额当月同比, %



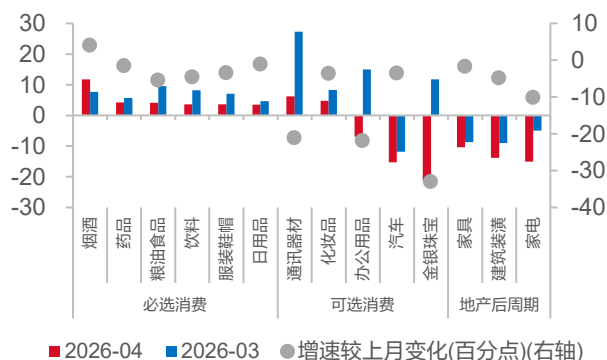
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图7 餐饮收入及商品零售当月同比, %



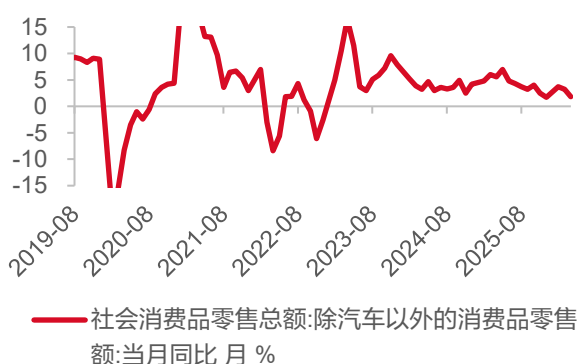
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图8 社零主要分项当月同比及较上月变化, %, %



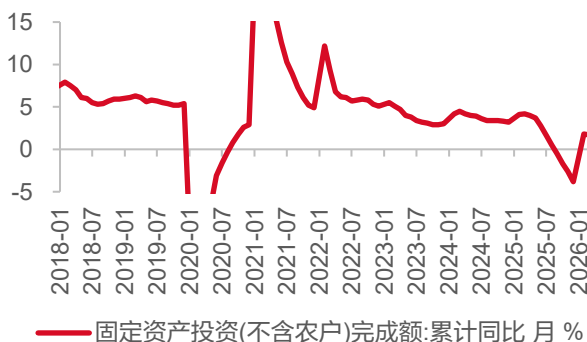
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图9 除汽车以外的社会消费品零售总额当月同比, %



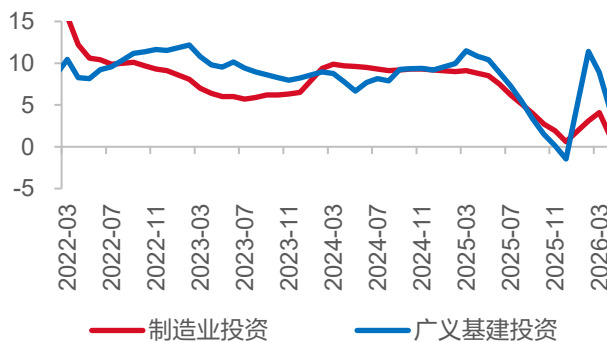
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图10 固定资产投资完成额累计同比, %



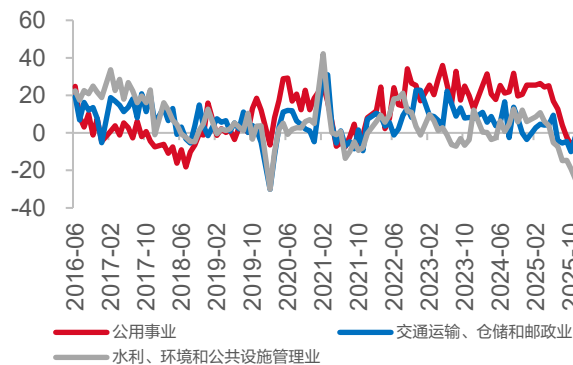
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图11 制造业、基建投资累计同比, %



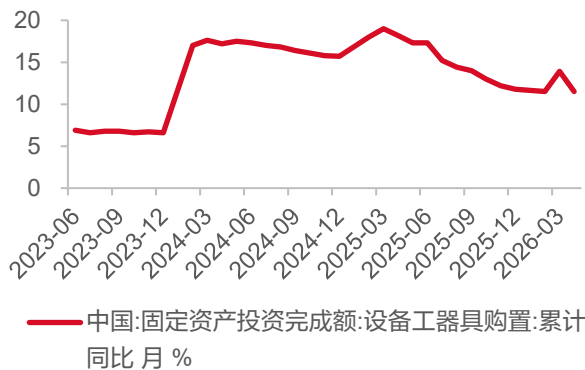
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图12 基建投资主要分项当月同比, %



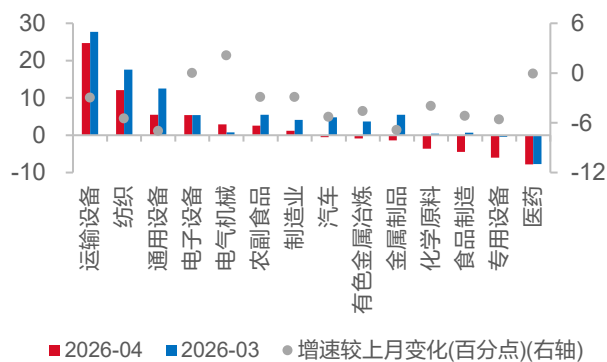
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图13 设备工器具购置投资累计同比, %



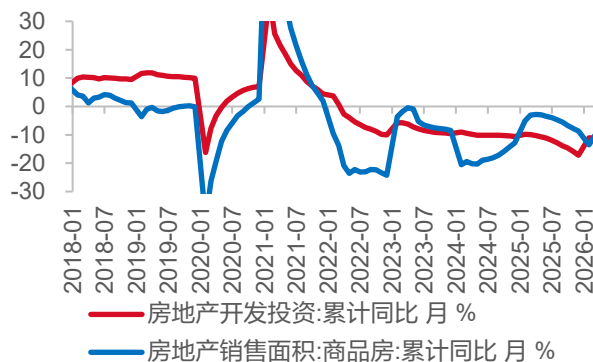
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图14 分行业制造业投资累计同比, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图15 房地产开发投资、商品房销售面积累计同比, %



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200125

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089