

2026年4月中国经济保持平稳但结构仍需优化

核心观点：

4月全国规模以上工业增加值同比实际增速为4.1%，低于5.6%的Wind预期，较3月回落1.6个百分点；从累计增速看，1-4月工业增加值同比增速为5.6%，较一季度回落0.5个百分点。4月生产的回落有季度性和通胀因素的影响。

从工业企业产销率看，4月为97.1%，远高于3月的93.8%；而1-4月为95.6%，较一季节回升0.7个百分点。从出口交货值同比看，4月为10.6%，高于3月的8.7%；而1-4月为8.0%，较一季度回升0.9个百分点。因此，4月工业企业产销率的上升，主要得益于出口的回升和强力拉动，而从内需看相对较弱。

社会消费品零售总额的名义增速看，4月同比为0.2%，低于Wind预期3%，较3月回落1.5个百分点；而1-4月为1.9%，较一季度回落0.5个百分点；从服务业生产指数的实际增速看，4月同比为4.3%，较3月回落0.7个百分点；而1-4月为4.9%，较一季度回落0.2个百分点。

从固定资产投资的累计增速看，1-4月同比为-1.6%，远低于Wind预期1.7%，较一季度回落3.2个百分点。其中，制造业为1.2%，较一季度回落2.9个百分点；基建为4.3%，较一季度回落4.6个百分点；而房地产投资累计同比增速为-13.7%，较一季度回落2.5个百分点。

总之，今年1-4月中国经济总体呈现温和复苏态势，经济已逐步走出通缩的困境。但内生动力偏弱，居民收入增速偏低、消费较弱、行业分化等挑战仍然存在，虽然高新技术行业表现亮眼，但汽车和房地产行业对经济的拖累也十分明显。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

第一创业证券研究所

分析师：李怀军

证书编号：S1080510120001

电话：010-63197789

邮箱：lihuaijun@fcsc.com

一、2026年4月经济增长季节性承压且内需明显弱于外需

从4月全国规模以上工业增加值看（表1所示），4月同比增速为4.1%，低于5.6%的市场预期（Wind），较3月回落1.6个百分点；4月季调环比为0.05%，较3月0.28%有所回落；从累计增速看，1-4月工业增加值同比增速为5.6%，较一季度回落0.5个百分点。究其原因：一是由于“五一”调休的差异，今年4月较去年少1个工作日；二是4月是传统信贷的季节性“小月”，银行信贷增量为-100亿，是历史第二次出现负值；三是春节过后2月底以来国际大宗商品价格上涨，导致原材料成本上升，企业出于利润减少考虑会缩减生产的规模。

但从工业企业产销率看，4月为97.1%，远高于3月的93.8%；而1-4月为95.6%，也较一季节回升0.7个百分点。从出口交货值同比看，4月为10.6%，高于3月的8.7%；而1-4月为8.0%，较一季度回升0.9个百分点。因此，4月工业企业产销率的上升，主要得益于出口的回升和强力拉动，而从内需看相对较弱。

表1 2026年3-4月生产、零售、投资和进出口数据一览表

月份	同比 (%)				季调环比 (%)	
	4月	3月	1-4月	1-3月	4月	3月
工业增加值 (实际)	4.1	5.7	5.6	6.1	0.05	0.28
社会消费品零售总额 (名义)	0.2	1.7	1.9	2.4	-0.48	-0.06
服务业生产指数 (实际)	4.3	5.0	4.9	5.1		
固定资产投资			-1.6	1.7	-2.36	-0.58
其中：房地产			-13.7	-11.2		
基建			4.3	8.9		
制造业			1.2	4.1		
进出口增速 (美元)	18.7	12.7	18.2	18.0	7.2	16.1
其中：出口增速	14.1	2.5	14.5	14.7		
进口增速	25.3	27.8	23.6	22.7		
贸易顺差 (亿美元)	848	511	3477	2643		

资料来源：国家统计局，第一创业证券研究所计算整理

首先，社会消费品零售总额的名义增速看，4月同比为0.2%，低于Wind预期3%，较3月回

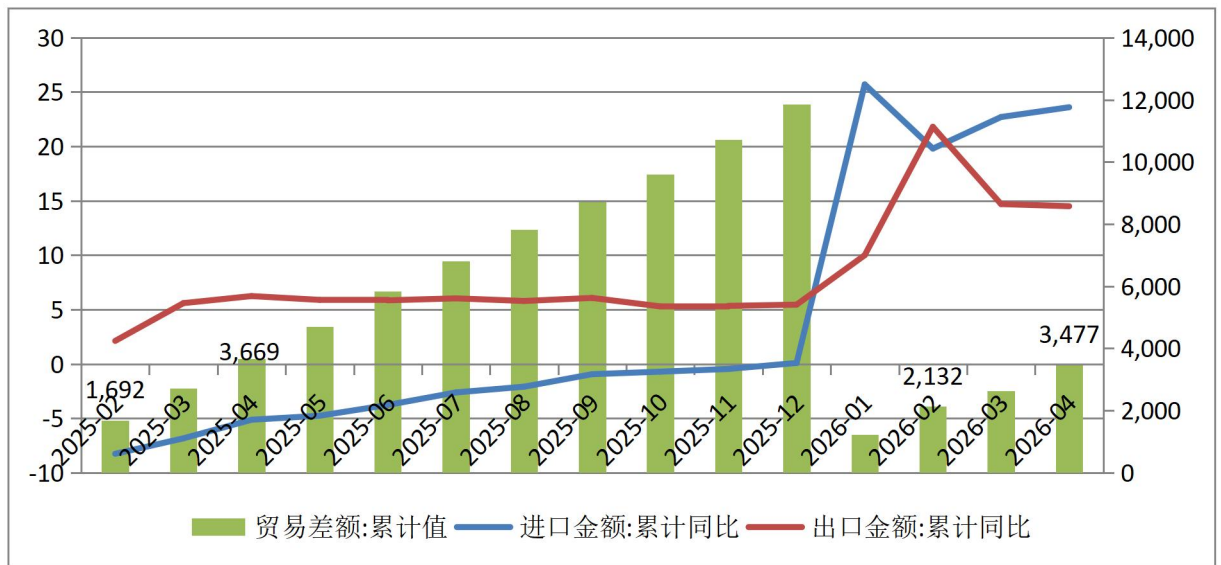
落 1.5 个百分点；而 1-4 月为 1.9%，较一季度回落 0.5 个百分点；从季调环比看，4 月为 -0.48%，较 3 月 -0.06% 也有所回落。

其次，从服务业生产指数的实际增速看，4 月同比为 4.3%，较 3 月回落 0.7 个百分点；而 1-4 月为 4.9%，较一季度回落 0.2 个百分点。

再次，从固定资产投资的累计增速看，1-4 月同比为 -1.6%，远低于 Wind 预期 1.7%，较一季度回落 3.2 个百分点。其中，制造业为 1.2%，较一季度回落 2.9 个百分点；基建为 4.3%，较一季度回落 4.6 个百分点；而房地产投资累计同比增速为 -13.7%，较一季度回落 2.5 个百分点。从季调环比看，1-4 月为 -2.36%，较 3 月 -0.58% 大幅度回落。

最后，以美元计，4 月出口同比增速为 14.1%，Wind 预期为 7.1%，3 月为 2.5%，出口增速大幅度回升并远超预期；进口增速为 25.3%，Wind 预期为 14%，3 月为 25.7%，这主要是因为以国际原油为代表的大宗商品价格大幅上涨所导致的增速高企；4 月贸易顺差为 848 亿美元，较 3 月 511 亿美元大幅减少有所回升。从累计增速看（图 1 所示），1-4 月出口同比增速为 14.5%，1-3 月为 14.7%；进口增速为 23.6%，1-3 月为 22.7%；1-4 月累计贸易顺差为 3477 亿美元，较去年同期的 3669 亿元减少 222 美元。

图 1 2026 年 1-4 出口增速超过进口增速使贸易顺差与去年同期相比有所减少



资料来源：WIND 第一创业证券研究所整理

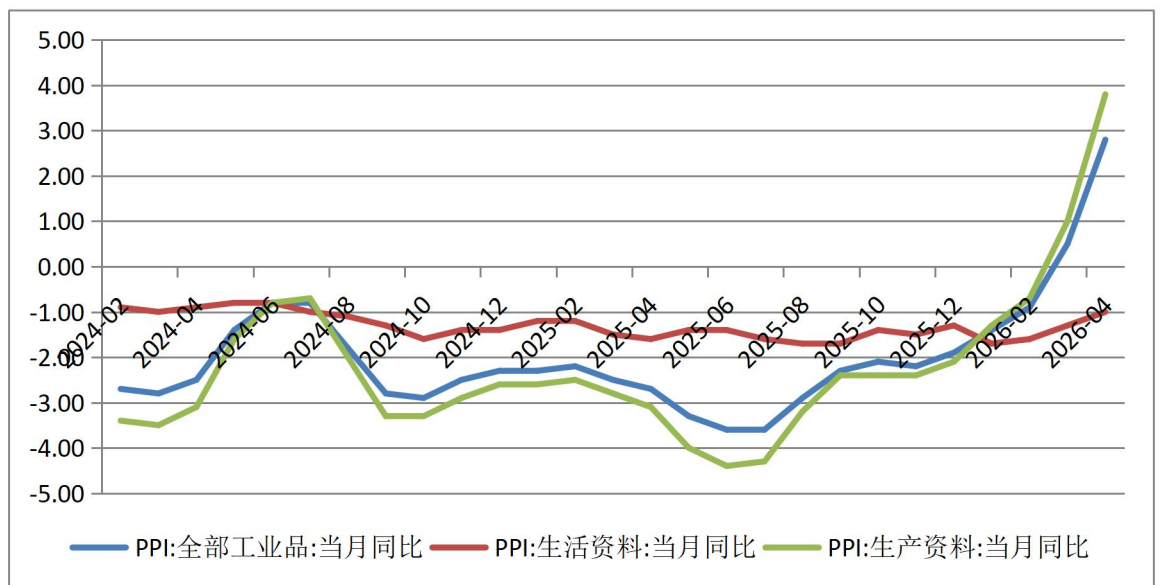
值得注意的是，1-4 月高科技产品出口增速为 31.4%，较 1-3 月回升 2.8 个百分点，今年以来增速逐月提高，体现出中国出口结构向产业链高端的进化。其中，集成电路出口金额同比为 83.7%，较 1-3 月回升 6.2 个百分点；自动数据处理设备（包括零部件）同比为 31.8%，较 1-3 月回升 5.1 个百分点。

因此，从总体上看，2026 年 4 月中国经济总体呈现季节性回落态势，较高的产销率显示生产主要还是依靠外需拉动，经济内生动力不足，且行业间的差异进一步拉大，房地产和汽车业的拖累十分明显，国内需求的潜力仍需进一步释放，以做强国内大循环。

二、通胀预期蔓延导致长债收益率上升及对中国经济的影响分析

从中国价格指数看，4月CPI同比为1.2%，Wind预期为0.9%，3月为1.0%；核心CPI同比为1.2%，3月为1.1%。4月CPI环比为0.3%，3月为-0.7%；核心CPI环比为0.2%，3月为-0.7%。可见，4月中国CPI数据超过预期，但较PPI的飙升还是有限的。4月PPI同比为2.8%，创2022年8月以来新高并超过CPI同比，Wind预期为1.6%，前值3月为0.5%。4月PPI环比为1.7%，前值为1.0%。其中，生活资料为-0.1%，与前值持平；生产资料为2.1%，前值为1.3%。。

图2 2026年4月中国PPI指数的回升十分明显



资料来源：国家统计局，第一创业证券研究所整理

国际原油价格的上涨对PPI的影响远超CPI，在PPI中与能源相关的直接权重约为16.5%（CPI为3.1%），进而间接影响到生产资料的权重约为80%（CPI为7%）。图2所示，PPI走势主要受生产资料的影响。而4月生产资料中（如表2所示），采掘、原材料和加工环比分别为5.7%、4.9%、0.4%，中游原材料的4月涨幅最大，上游采掘次之，而下游加工业的涨幅还有所回落，说明通胀在产业链上中下游间的传导并不均衡，即对中游的传导较为顺畅，而对下游的传导较为困难，因为下游受到供过于求的经济总体格局的影响；从行业上看，而与能源相关的石油天然气、有色、石化、化工、化纤等行业的环比涨幅均较大（表2所示）。

表2 4月PPI中生产资料各分项及行业价格环比及与3月对比

产业链	4月	3月	代表行业	3月	2月
采掘（上游）	5.7	3.9	石油和天然气开采业	18.5	15.8
			煤炭开采和洗选业	1.9	0.1
			黑色金属矿采选业	0.4	-0.9
			有色金属矿采选业	3.0	5.4
原材料（中游）	4.9	2.4	石油、煤炭及其他燃料加工业	16.4	5.8

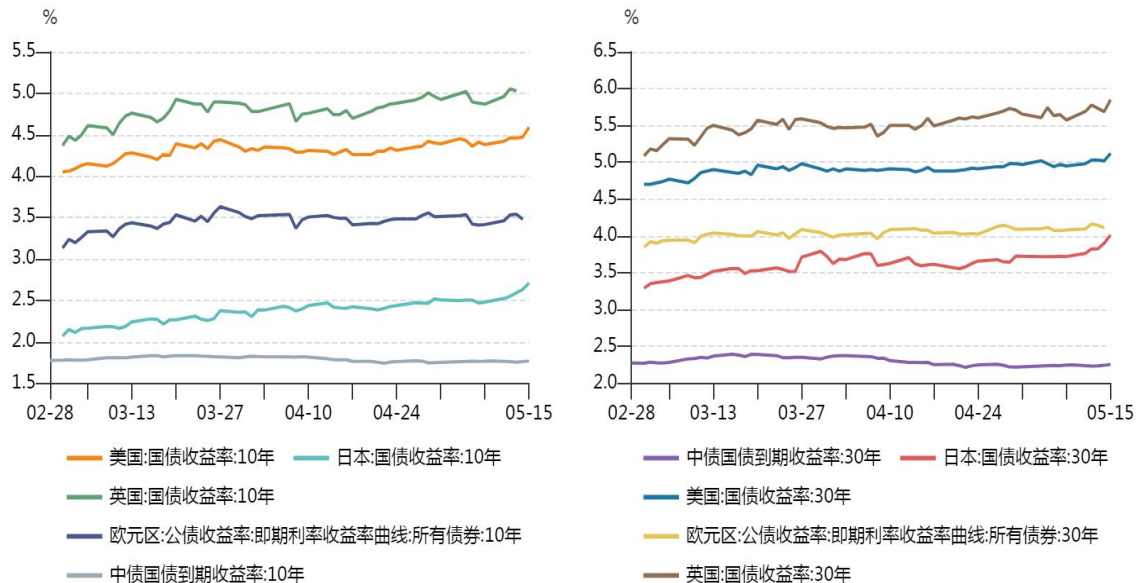
			化学原料及化学制品制造业	8.3	3.6
			化学纤维制造业	5.6	3.4
			黑色金属冶炼及压延加工业	0.6	0.3
			有色金属冶炼及压延加工业	0.2	1.0
加工（下游）	0.4	0.5	电力、热力的生产和供应业	-0.7	1.4
			橡胶和塑料制品业	1.7	0.6
			纺织业	0.7	0.5
			纺织服装、服饰业	-0.1	-0.2
			汽车制造业	0.1	-0.5
			金属制品业	0.0	0.3

资料来源：国家统计局，第一创业证券研究所计算整理

由于中东地缘政治冲击迟迟不能结束，不仅是中国，通胀在世界范围内都有抬头并蔓延的趋势，并使得全球长债收益率水平快速上升，对此最为敏感的全球股市波动性将上升，15日的全球股市都出现了下跌，特别是以AI为代表的科技股的跌幅还比较明显。而从长远来看对全球经济也将产生不利影响。因为长债收益率水平作为利率的长期变化趋势，特别是10年期国债收益率作为长期基准利率，对投资和消费有着极其重要的影响。

从世界主要经济体的具体情况看（图3所示），长债收益率水平英国最高，在通胀以外英国还面临国内政局动荡的影响，5月15日英国30年期国债收益率盘中升20个基点、创1998年来新高达5.85%，10年期也达到5%以上；美国次之，30年期收益率5月15日突破5.1%关口达到5.116%，创2007年以来新高；10年期国债收益率已决定性突破下降趋势线再次突破4.5%关口达到4.589%。欧元区公债由于国家众多、情况复杂，总体收益率水平处在第三位；而日本长债收益率的上升速度最快，日本4月PPI同比超预期增长4.9%、创将近三年最高增速，受油价和化工产品涨价推动，日本10年期国债收益率达到2.63%，较2月28日高56个BP，30年期国债收益率1999年以来首次升至3.852%，较2月28日高72个BP。

图3 2026年2月底至今全球主要经济体长债收益率的变动情况



数据来源: Wind

资料来源: Wind, 第一创业证券研究所计算整理

而中国的长债收益率水平最低, 5月15日10年期国债收益率水平只有1.7658%, 还较2月28日下降了1个BP; 30年期只有2.353%, 只较2月28日上升8个BP。究其原因, 在于此次中东战争导致的原油价格上涨, 通胀上升对中国经济的不利影响远没有想象的大。首先, 由于前些年中国新能源产业的快速发展, 电力供给充足, 电力价格始终处于低位, 而新能源汽车的渗透率4月已达60%以上, 极大减少了中国对原油的需求; 其次, 中国长期以来追求国际原油来源的多元化, 俄罗斯、非洲等产油国的供给占比上升, 使中东石油的供给冲击进一步减弱; 最后, 由于中国在煤化工领域的不断创新, 使煤制甲醇、尿素等重要化工原料的占比超过七成, 对原油的依赖进一步降低; 而且在国际原油价格达到70-80美元/桶后, 中国煤制石油工艺就具备了经济性, 使得近期产量大幅上升, 汽油库存高企, 不得不放开汽油的出口。

因而, 国际原油价格上涨对CPI的冲击较以前明显减弱, CPI的涨幅十分有限, 离2%的通胀目标还有相当距离; 而3月PPI同比的由负转正并在4月继续回升, 对于中国经济具有积极意义。首先, 有助于经济走出过去的通缩的困境, 打破3年来的通缩预期; 其次, 有利于工业企业盈利水平的修复; 最后, 也为宏观政策创造更为有利的环境。物价下行而名义利率下调不及时或幅度不及预期, 都会导致实际利率的上行, 制约了货币政策的实施效果。如果物价持续回升, 降息等货币政策工具的实际效果会更好。随着GDP平减指数由负转正, 名义GDP也将高于实际GDP, 有利企业和消费者信心的恢复。

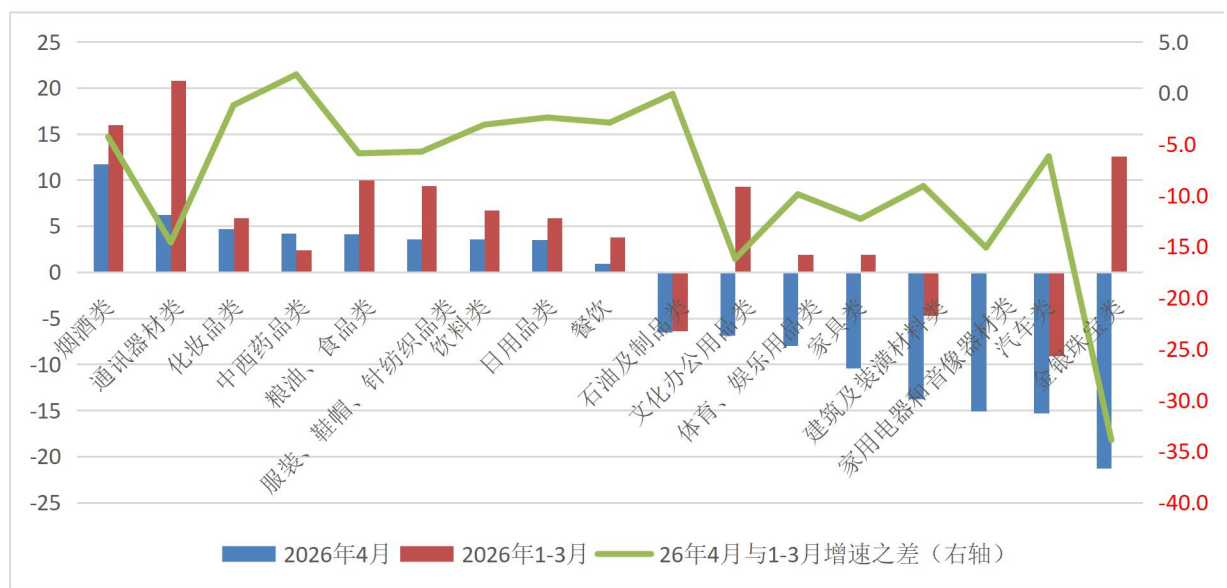
但我们也应当看到, 通胀上升也对中国经济产生了不利影响。从影响经济增长的“三驾马车”的角度看, 由于近两月进口增速的大幅度回升, 使得贸易顺差与去年同期相比由正转负, 这意味1-4月净出口对经济增长的贡献率也由正转负, 这就要求代表内需的投资和消费同比增速要进一步提升, 才能保持GDP增速的稳定。但4月的经济数据表明, 中国经济的内生动力偏

弱，行业分化等挑战仍然存在。

首先，从4月PPI环比看，涨幅由上游向下游逐渐递减，说明成本由上游向下游的传导受阻，下游企业的经营面临原材料价格上涨的压力。如果终端需求复苏乏力，总体供过于求的格局难以改变，将挤压下游企业的盈利空间。

其次，从下游消费结构看，1-4月服务业消费要强于零售（表1所示），零售中必需品消费要强于耐用品（图4所示），这主要是因为一是去年“以旧换新”政策对耐用消费品消费的提振，但这种刺激的短期作用明显，长期则形成拖累；二是城乡居民今年一季度人均可支配收入实际增长4.0%，比GDP增速低1个百分点；其中，城镇居民人均可支配收入同比名义实际增长只有3.2%。收入增长放缓自然会影响消费，今年一季度全国居民人均消费支出实际增长2.6%；其中，城镇居民人均消费支出实际增长只有2%

图4 2026年4月各行业零售名义同比增速与一季度的对比



资料来源：国家统计局，第一创业证券研究所整理

从零售增速上看，4月社会消费品零售总额名义增速排名前五的行业包括：烟酒类(11.7%)、通讯器材类(6.2%)、化妆品类(4.7%)、中西药类(4.2%)和粮油食品类(4.1%)，这些行业均为必需品行业；而金银珠宝类(-21.3%)、汽车类(-15.3%)、家用电器和音像器材类(-15.1%)、建筑及装潢材料类(-13.8%)和家具类(-10.4%)，这些奢侈品、大宗消费品及与房地产相关的耐用消费品行业的增速均在-10%以下，反映出城乡居民在4月对于非必需消费的谨慎态度。

有效需求不足也反映在失业率上：4月全国城镇调查失业率为5.2%，今年以来首次回升并回到年初水平，较3月下降0.2个百分点；1-4月全国城镇调查失业率平均值为5.3%，仍较去年回升0.2个百分点。从结构上看，年青人的失业率仍然较高，特别是每年近千万的高校毕业生的就业压力较大。

最后，房地产对经济的拖累仍十分明显。1-4月房屋新开工同比增速为-22%，较一季度回落1.7个百分点；房屋施工面积同比增速为-12.1%，较一季度回落0.4个百分点；竣工面积同

比增速为-24%，较一季度回升1个百分点；房屋销售面积同比增速为-10.2%，较一季度回升0.2个百分点。

从房地产资金来源看，1-4月房地产开发资金来源同比增速为-18.4%，较一季度回落1.1个百分点；其中，国内贷款同比增速为-25.9%，较一季度回落2.2个百分点；自筹资金来源同比增速为-10.5%，较一季度回落5.2个百分点；其它资金来源（预付款）同比增速为-20.9%，较一季度回升2个百分点。

从房地产价格看，4月70个大中城市新建商品住宅价格指数同比为-3.7%，较3月回落0.1个百分点；二手住宅价格指数同比为-6.2%，较3月回升0.1个百分点。就环比而言，70个大中城市新建商品住宅价格指数环比为-0.2%，与3月持平；二手住宅价格指数环比也是-0.2%，也较3月持平。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们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，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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140