

# 外需再超内需带动经济 再通胀加速趋势不变

方正中期研究院 宏观金融与航运团队 李彦森 F3050205(从业) Z0013871(投资咨询)

2026年6月1日



CONTENT  
目录

第一部分

经济基本面与宏观供需

第二部分

价格水平变动情况

第三部分

货币与财政政策

第四部分

汇率与商品市场波动

4月供需关系改善放慢，且需求逻辑与前期不同，尤其是内需以及其对供给的带动仍待夯实（内需再度制约传统行业）。

需求方面，政府融资速度回升、化债挤占项目资金缓和存在正向影响。但上述影响随着4月政府债务增速减缓而走弱，基建资金到位面临节奏拖累。我们认为，随着5月财政资金投放再度加速，基建或有所改善，而“十五五”首年开工集中、项目不缺，也有利于基建投资改善，但化债间接影响仍需关注。下半年受到逆周期调节和化债影响存在压力，但低基数之下同比下行空间有限。基建投资对总投资和经济总体拖累或难再现。

制造业投资受经济转型、产业调整和升级影响，整体维持稳定的长期逻辑不变。且外贸对制造业投资已转向拉动，货币政策宽松下低融资成本背景不变。一季度新一轮“两重”项目资金投放和信贷投放前置的短期支持，4月开始有所减弱，令制造业投资短期回落。从需求角度看，内外需同步改善，对制造业投资信心带动增强为主。

近两年地产行业资金链自下而上走弱逻辑仍不变。中游资金面收紧至近期有所缓和，但持续性待观察。政策层面仍维持定力，以局部、定向调整为主（如节后上海等一线城市放松限购），系统性政策不多。仍需关注市场信心能否修复、房价下行螺旋能否改善。行业阶段性底部概率正在上升。

消费增量季节性回落，增速同时放慢，背后有两点逻辑。一是商品消费受到去年同期消费补贴导致的高基数影响，同比增速回落更明显（甚至负增长），但增量基本稳定。二是服务消费（如餐饮收入）仍有一定活力，表现强于商品消费。未来仍需关注居民收入改善的带动力。

总体上看，4月内需弱于外需，短期分化加剧，导致产出端高技术行业强于传统行业。财政支出步伐放慢、油价上涨的系统性影响是主要原因。但我们仍认为，库存周期回归加库存的大框架下，经济逐步修复的方向不变。可继续关注基建改善、外需动能两方面。中性预期下今年经济增速实现4.5%以上目标不难。且通缩已实质结束，名义增长动能将继续增强。

# 2026年以来主要经济数据多数超预期上升

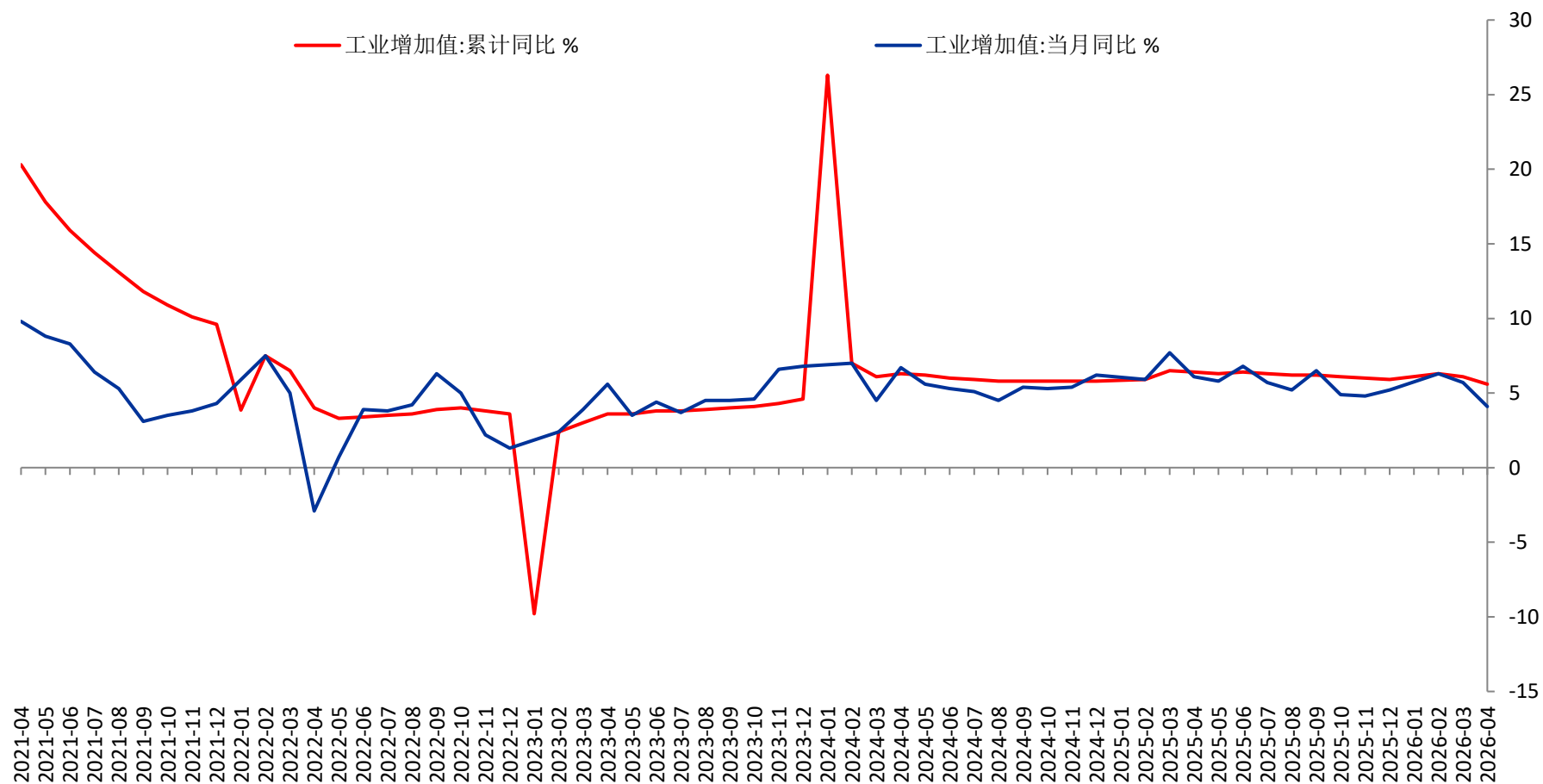
- 数据显示，2026年一季度国内经济修复态势不变，已延续至二季度初期，**供给升、需求强、价格涨、库存增**。需求端开始出现内外需同步改善的情况。**库存周期已经进入加库阶段**。
- **通缩继续修复**，再通胀步伐不变。一季度平减指数回升至0附近，二季度或恢复至0以上。
- 宏观流动性总体改善，主要是**政府融资带动力**。

| 数据名称        | 单位  | 2024   | 2025   | 2025-05 | 2025-06 | 2025-07 | 2025-08 | 2025-09 | 2025-10 | 2025-11 | 2025-12 | 2026-01 | 2026-02 | 2026-03 | 2026-04 |
|-------------|-----|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 实际GDP累计同比   | %   | 5.00   | 5.00   | --      | 5.30    | --      | --      | 5.20    | --      | --      | 5.00    | --      | --      | 5.00    | --      |
| 名义GDP累计同比   | %   | 4.16   | 3.99   | --      | 4.23    | --      | --      | 4.04    | --      | --      | 3.99    | --      | --      | 4.94    | --      |
| 工业增加值累计同比   | %   | 5.80   | 5.90   | 6.30    | 6.40    | 6.30    | 6.20    | 6.20    | 6.10    | 6.00    | 5.90    | --      | 6.30    | 6.10    | 5.60    |
| 制造业PMI      | 点   | 49.78  | 49.57  | 49.50   | 49.70   | 49.30   | 49.40   | 49.80   | 49.00   | 49.20   | 50.10   | 49.30   | 49.00   | 50.40   | 50.30   |
| 出口金额:累计同比   | %   | 5.82   | 5.45   | 5.90    | 5.86    | 6.03    | 5.79    | 6.07    | 5.29    | 5.34    | 5.45    | 10.00   | 21.80   | 14.70   | 14.50   |
| 进口金额:累计同比   | %   | 1.03   | 0.18   | -4.75   | -3.76   | -2.61   | -2.07   | -0.92   | -0.66   | -0.39   | 0.18    | 26.00   | 20.00   | 23.00   | 23.60   |
| 贸易差额:累计值    | 亿美元 | 9926   | 11828  | 4696    | 5835    | 6809    | 7820    | 8709    | 9592    | 10696   | 11828   | 1218    | 2123    | 2629    | 3477    |
| 固定资产投资:累计同比 | %   | 3.20   | -3.80  | 3.70    | 2.80    | 1.60    | 0.50    | -0.50   | -1.70   | -2.60   | -3.80   | --      | 1.80    | 1.70    | -1.60   |
| 房地产投资:累计同比  | %   | -10.60 | -17.20 | -10.70  | -11.20  | -12.00  | -12.90  | -13.90  | -14.70  | -15.90  | -17.20  | --      | -11.10  | -11.20  | -13.70  |
| 基建投资:累计同比   | %   | 9.19   | 0.60   | 10.42   | 8.90    | 7.29    | 5.42    | 3.34    | 1.51    | 0.13    | 0.60    | --      | 11.40   | 8.90    | 4.30    |
| 制造业投资:累计同比  | %   | 9.20   | 0.60   | 8.50    | 7.50    | 6.20    | 5.10    | 4.00    | 2.70    | 1.90    | 0.60    | --      | 3.10    | 4.10    | 1.20    |
| 名义社会消费:累计同比 | %   | 3.50   | 3.70   | 5.00    | 5.00    | 4.80    | 4.60    | 4.50    | 4.30    | 4.00    | 3.70    | --      | 2.80    | 2.40    | 1.90    |
| GDP平减指数累计同比 | %   | -0.80  | -0.96  | --      | -1.02   | --      | --      | -1.10   | --      | --      | -0.96   | --      | --      | -0.06   | --      |
| CPI:累计同比    | %   | 0.20   | 0.00   | -0.10   | -0.10   | -0.10   | -0.10   | -0.10   | -0.10   | 0.00    | 0.00    | 0.20    | 0.80    | 0.90    | 0.90    |
| 核心CPI:累计同比  | %   | 0.50   | 0.70   | 0.40    | 0.40    | 0.50    | 0.50    | 0.60    | 0.70    | 0.70    | 0.70    | 0.80    | 1.30    | 1.20    | 1.20    |
| PPI:累计同比    | %   | -2.20  | -2.60  | -2.60   | -2.80   | -2.90   | -2.90   | -2.80   | -2.70   | -2.70   | -2.60   | -1.40   | -1.20   | -0.60   | 0.20    |
| PPIRM:累计同比  | %   | -2.20  | -3.00  | -2.60   | -2.90   | -3.20   | -3.30   | -3.20   | -3.20   | -3.10   | -3.00   | -1.40   | -1.10   | -0.50   | 0.50    |
| M2:存量同比     | %   | 7.30   | 8.50   | 7.90    | 8.30    | 8.80    | 8.80    | 8.40    | 8.20    | 8.00    | 8.50    | 9.00    | 9.00    | 8.50    | 8.60    |
| 贷款余额存量同比    | %   | 7.60   | 6.40   | 7.10    | 7.10    | 6.90    | 6.80    | 6.60    | 6.50    | 6.40    | 6.40    | 6.10    | 6.00    | 5.70    | 5.60    |
| 社融规模存量同比    | %   | 8.00   | 8.30   | 8.70    | 8.90    | 9.00    | 8.80    | 8.70    | 8.50    | 8.50    | 8.30    | 8.20    | 8.20    | 7.90    | 7.80    |

- **4月中国官方制造业PMI小幅回落，但好于预期。**非制造业PMI小幅回落至荣枯线下。制造业和综合PMI仍在荣枯线以上。
- 虽然4月**内需发力程度暂时下降**（对应财政投放放缓、建筑业PMI走弱等），但**外需发力幅度明显上升**，且其仍是去年四季度以来的主动变量，对经济正向影响加大。
- 库存周期方面，产品、原材料净需求继续回升趋势；产成品、原材料库存也延续全面上升；需求改善幅度暂时弱于供给；原材料价格、产成品价格涨幅缩小但涨势仍在。情况表明，**库存周期仍更接近主动加库存阶段。**
- 4月出厂价格、原材料价格指数略有下降，绝对水平维持高位。地缘政治风险略有缓和，国际油价转向高位震荡，大宗商品价格整体反弹，新涨价因素仍超过新跌价因素。**预计4月PPI和PPIRM环比增速仍维持一定高度，同比涨幅在3月回正后将进一步加速。**
- 非制造业方面，除季节性因素外，**4月财政资金增量暂时放慢，基建增速或有所减缓**，对建筑业PMI产生短期拖累，政治局会议强调“推动条件成熟的重大工程项目开工”，仍显示出**政策提前发力要求，5月表现更为关键。**地产修复仍集中在部分一线城市下游销售，尚未传导至上游开工，对建筑业PMI带动不强。服务业PMI也存季节性因素，后期可关注五一假期等方面情况。
- 总体上看，4月制造业PMI以及主要分项维持强势，**供给升、需求强、价格涨、库存增**态势不变，符合我们此前预期。往后看，**需求前置继续消除，全球经济周期等限制因素也在转向。**预计后期需求仍将带动供给，**供需背离问题继续好转。**此外，关注地缘政治风险导致油价上涨的潜在冲击和供应链风险。

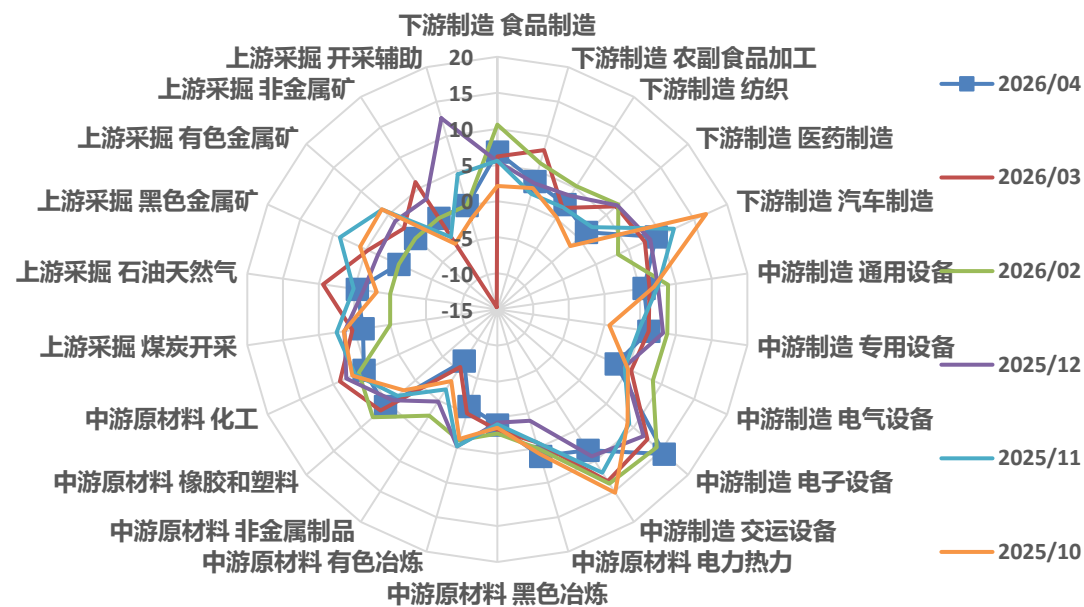
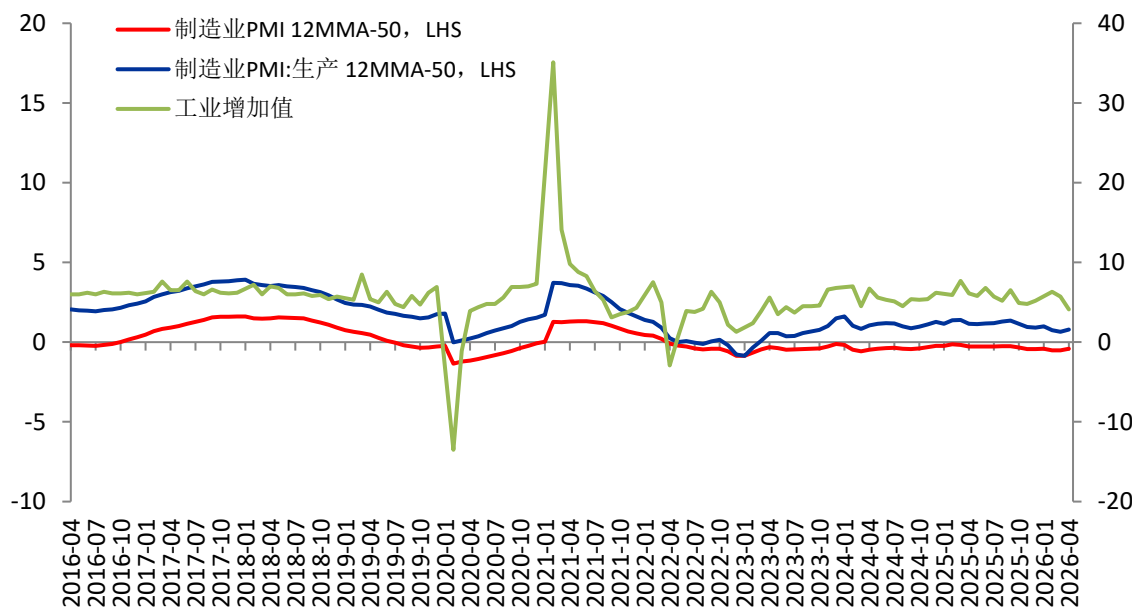
| 制造业        | PMI  | 生产   | 新订单  | 新出口订单 | 产成品库存 | 原材料价格 | 原材料库存 | 就业   | 供应商配送 | 在手订单 | 进口   | 采购量  | 出厂价格 | 经营预期 |
|------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|-------|------|------|------|------|------|
| 2026年3月    | 50.4 | 51.4 | 51.6 | 49.1  | 46.7  | 63.9  | 47.7  | 48.6 | 49.5  | 47.1 | 49.8 | 50.9 | 55.4 | 53.4 |
| 最近10年分位数水平 | 60%  | 40%  | 68%  | 65%   | 31%   | 88%   | 35%   | 57%  | 28%   | 93%  | 71%  | 51%  | 87%  | 19%  |
| 5年均值       | 50.9 | 52.6 | 52.2 | 49.8  | 48.4  | 57.3  | 47.9  | 48.9 | 49.6  | 47.0 | 49.4 | 52.0 | 52.1 | 55.8 |
| 5年历史波动率    | 1.0  | 2.0  | 2.0  | 1.7   | 1.1   | 9.6   | 0.6   | 0.9  | 1.8   | 1.3  | 2.0  | 1.9  | 5.8  | 1.7  |
| 上月数值       | 49.0 | 49.6 | 48.6 | 45.0  | 45.8  | 54.8  | 47.5  | 48.0 | 49.1  | 44.0 | 45.6 | 48.2 | 50.6 | 53.2 |
| 本月与上月差值    | 1.4  | 1.8  | 3.0  | 4.1   | 0.9   | 9.1   | 0.2   | 0.6  | 0.4   | 3.1  | 4.2  | 2.7  | 4.8  | 0.2  |
| 5年环比平均     | 0.4  | 0.3  | 0.9  | 0.8   | 0.0   | 0.9   | -0.1  | 0.2  | 0.1   | 0.9  | 0.3  | 0.1  | 0.9  | 0.3  |
| 5年环比历史波动率  | 1.1  | 1.9  | 2.3  | 3.0   | 1.3   | 3.7   | 1.0   | 1.1  | 1.8   | 1.9  | 1.0  | 1.8  | 1.9  | 1.0  |

- 数据显示，中国4月规模以上工业增加值累计同比下降至5.6%，当月同比4.1%表现领先弱于市场预期。4月季调环比增速为0.05%，较前值继续明显放慢。
- 我们通过计算得到的数据显示，4月名义工业增加值同比增速仍在进一步加快，上升至6.9%，继续刷新近期增速高位。

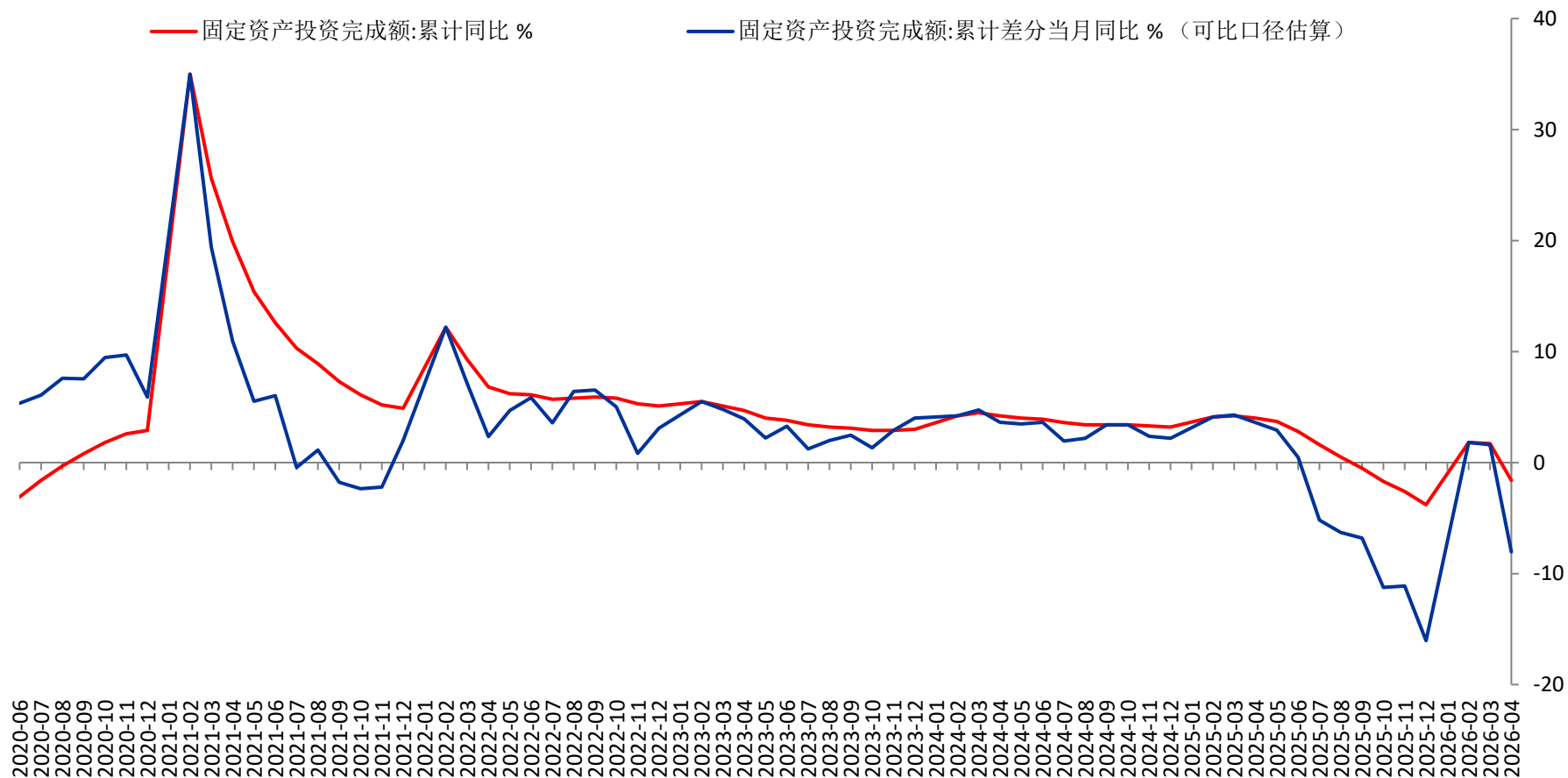


• 数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

- 总体上看，4月名义工增同比继续大幅加速，受到PPI大幅加速带动较强，明显超过实际产出增速放慢拖累的影响。企业部门整体营收和利润改善继续加速为主。
- 产销率继续向季节性和5年均值回归，出口交货值也维持高位并略超季节性。一季度供需总体改善、内外需同步增强的逻辑，暂时转向内需动能放缓、外需带动为主的格局。
- 基建短期放慢步伐，叠加地产拖累依然较大，黑色相关行业仍承压。化工行业或受到原油等原材料限制产量下降，外部冲击开始显现。光伏行业在抢出口结束后产量季节性下行。半导体、工业装备制造业依然强势不改，表明目前经济转型方向不变，且维持较快速度。
- 情况表明，供需关系改善放慢，且需求逻辑与前期不同，尤其是内需以及其对供给的带动仍待夯实（内需再度制约传统行业）。库存周期仍可认为处于主动加阶段。

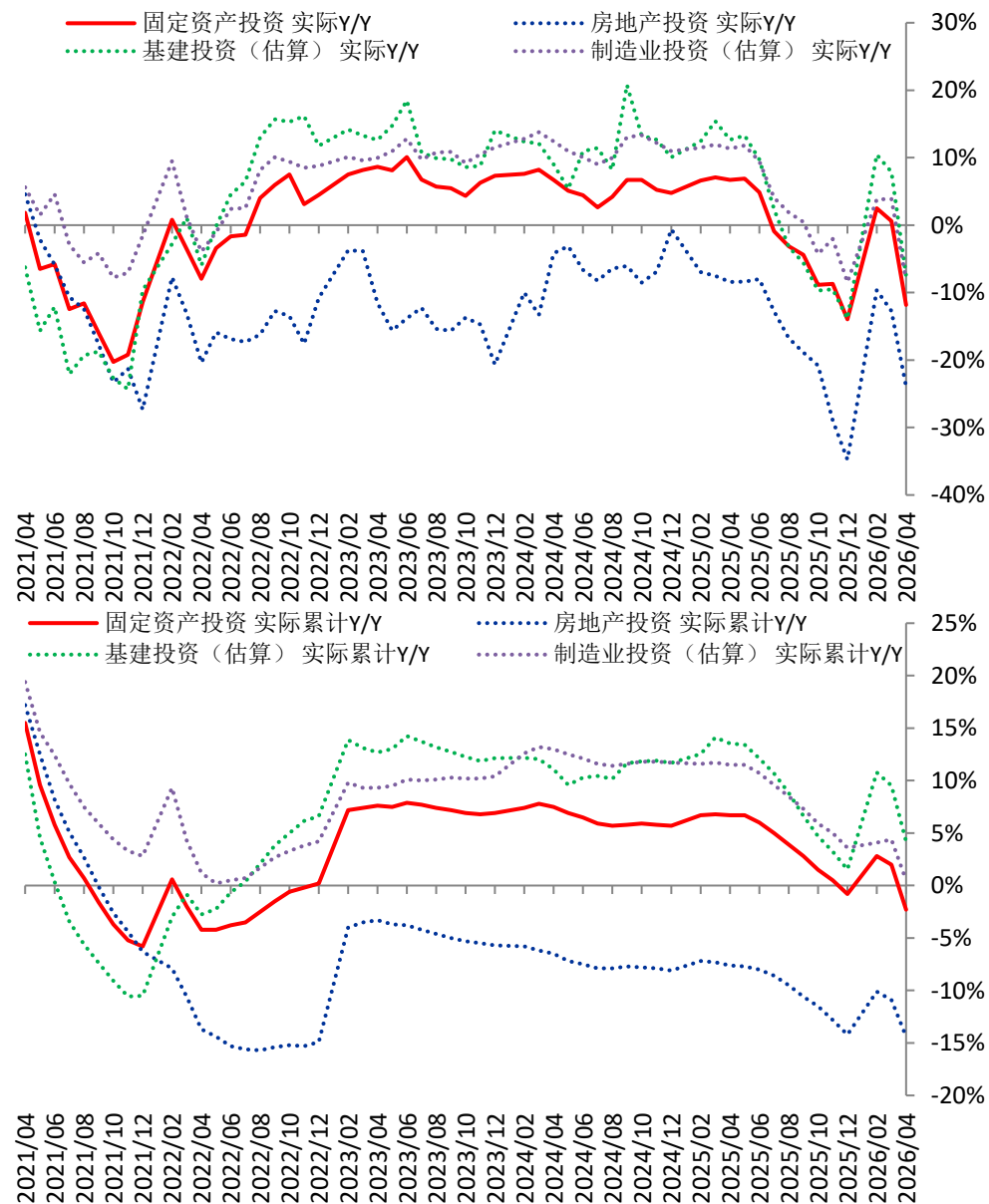


- 投资需求方面，4月城镇固定资产投资累计同比下降1.6%，再度出现负增长，且表现略弱于前值和预期。
- 分项中，4月房地产、基建、制造业投资累计同比增速分别为-13.70%、4.92%、1.20%，呈现全面减速态势。

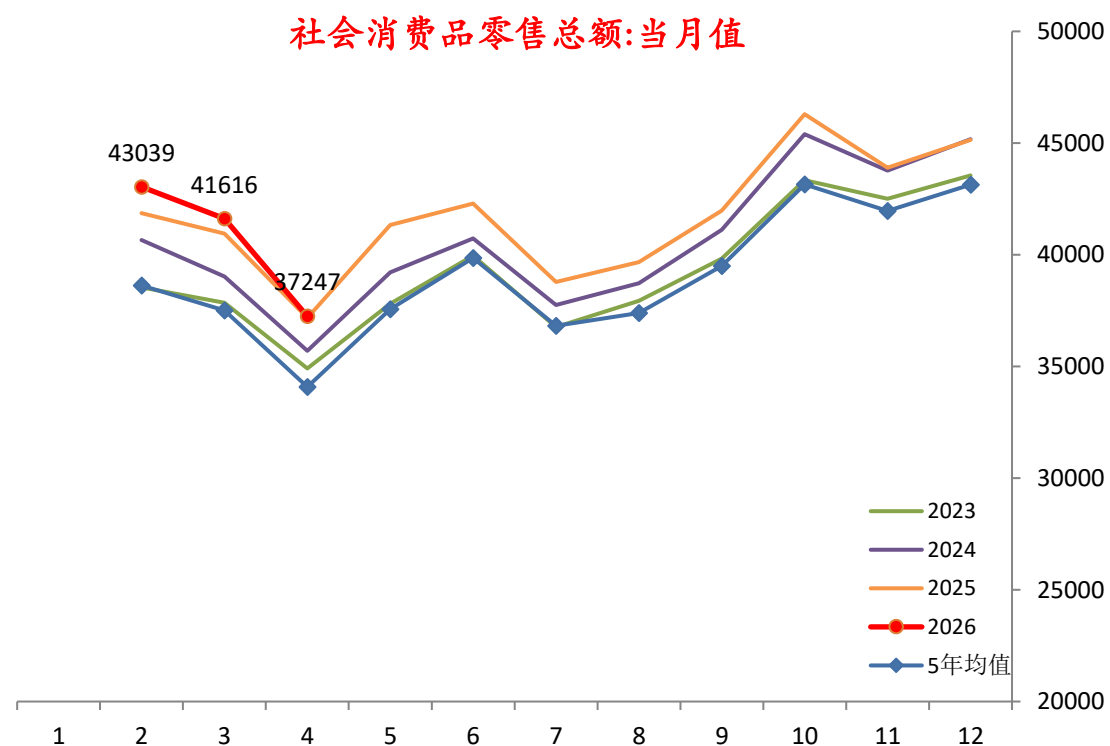
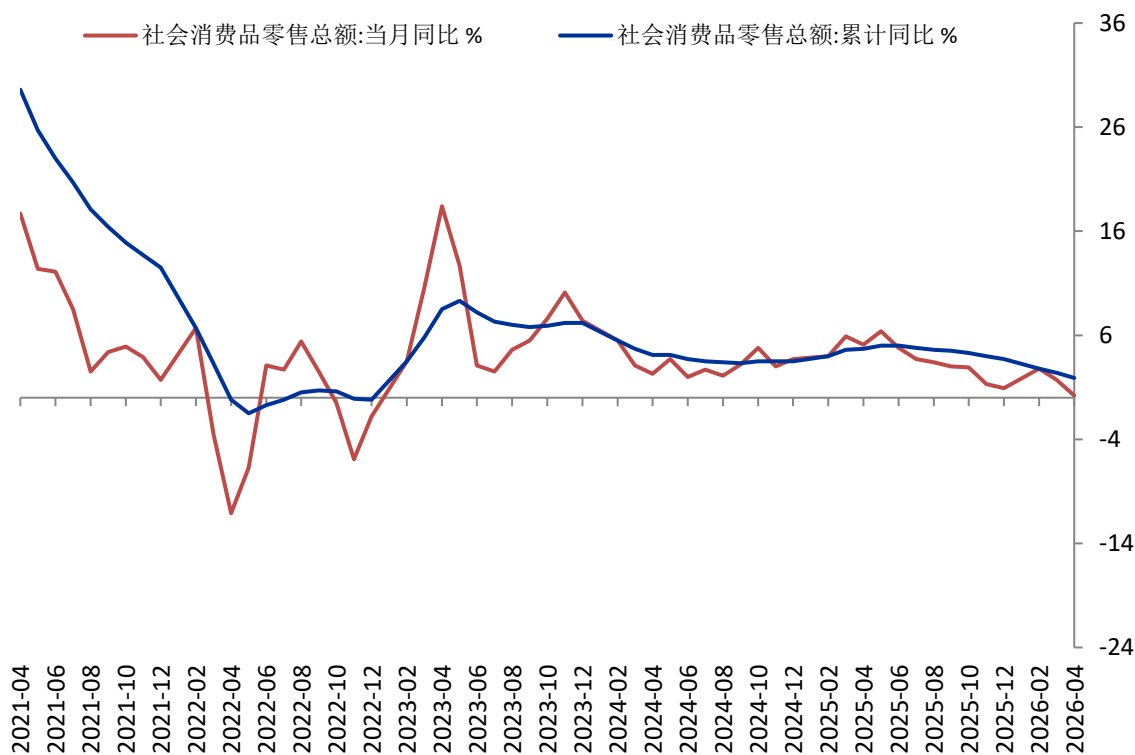


• 数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

- 总体上看，4月固投总体，以及其中基建、地产、制造业投资增速全面放慢，增量弱于季节性。
- 政府融资速度回升、化债挤占项目资金缓和存在正向影响。但上述影响随着4月政府债务增速减缓而走弱，基建资金到位面临节奏拖累。我们认为，随着5月财政资金投放再度加速，基建或有所改善，而“十五五”首年开工集中、项目不缺，也有利于基建投资改善，但化债间接影响仍需关注。下半年受到逆周期调节和化债影响存在压力，但低基数之下同比下行空间有限。基建投资对总投资和经济总体拖累或难再现。
- 制造业投资受经济转型、产业调整和升级影响，整体维持稳定的长期逻辑不变。且外贸对制造业投资已转向拉动，货币政策宽松下低融资成本背景不变。一季度新一轮“两重”项目资金投放和信贷投放前置的短期支持，4月开始有所减弱，令制造业投资短期回落。从需求角度看，内外需同步改善，对制造业投资信心带动增强为主。
- 近两年地产行业资金链自下而上走弱逻辑仍不变。中游资金面收紧至近期有所缓和，但持续性待观察。政策层面仍维持定力，以局部、定向调整为主（如节后上海等一线城市放松限购），系统性政策不多。仍需关注市场信心能否修复、房价下行螺旋能否改善。行业阶段性底部概率正在上升。长期看，人口回落、城市化转向平稳等影响下，地产难以重回上行周期。



- 消费方面，4月名义社会消费品零售总额累计同比回落至1.9%，当月同比降至0.2%，表现明显弱于预期。
- 季调环比角度看，4月名义社会消费品零售总额季调环比增速为-0.48%，较3月数据继续下降。



- 4月社消环比弱于季节性，基数基本稳定，增量较低拖累同比增速回落。
- 消费增量季节性回落，增速同时放慢，背后有两点逻辑。一是商品消费受到去年同期消费补贴导致的高基数影响，同比增速回落更明显（甚至负增长），但增量基本稳定。二是服务消费（如餐饮收入）仍有一定活力，表现强于商品消费。
- 限上商品消费分项多延续稳定。其中石油制品仍然由于国际油价上涨影响而出现明显回落。汽车减免购置税退坡后，绝对销量弱于前期，但未出现持续断崖式下跌。小型耐用品如通讯器材等走弱较多，仍与需求前置、补贴减弱有关。地产相关分项维持弱势不变，仍需关注部分地区房屋销售好转的引致需求动能。“商务属性”消费维持稳定，仍显示商业活动活力不变。
- 节后消费补贴政策对消费支持的持续性不强，淡季消费仍存瓶颈，且高基数问题二季度将持续不利于消费同比，尤其是商品消费。从内生角度看，居民收入是决定消费趋势的关键，核心包括居民财务成本下降（降杠杆、降房贷利率）的收入被动改善，财产性收入（股市、地产等）的主动改善，工资性收入改善等三点。一季度城镇居民收入增速继续加快，未来改善和对消费正向带动仍待体现。长期来看，人口增量、年龄结构是制约消费总量、改变消费习惯、影响消费结构和消费升级进程的关键因素。

| 官方累计同比  | 必需品消费 |       |      | 改善性消费 |       |       | 地产系消费 |       |       | 汽车系消费  |       | 餐饮消费 | 商品零售  |
|---------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|------|-------|
|         | 粮油食品  | 饮料    | 日用品  | 化妆品   | 文娱用品  | 书报杂志  | 家具    | 家电    | 建筑材料  | 汽车     | 石油及制品 |      |       |
| 2026-04 | 8.60  | 6.00  | 5.40 | 5.60  | -0.70 |       | -1.40 | -4.00 | -7.10 | -10.60 | -6.40 | 2.20 | -0.10 |
| 2026-03 | 10.00 | 6.70  | 5.90 | 5.90  | 1.90  | -2.20 | 1.90  | 0.00  | -4.70 | -9.10  | -6.40 | 2.90 | 1.50  |
| 2026-02 | 10.20 | 6.00  | 6.60 | 4.50  | 4.10  | -9.00 | 8.80  | 3.30  | -2.20 | -7.30  | -9.70 | 4.80 | 2.50  |
| 2025-12 | 9.30  | 1.00  | 6.30 | 5.10  | 15.70 | -2.40 | 14.60 | 11.00 | -2.70 | -1.50  | -5.70 | 2.20 | 0.70  |
| 2025-11 | 9.90  | 1.00  | 6.50 | 4.80  | 16.40 | -3.20 | 16.90 | 14.80 | -1.50 | -1.00  | -5.20 | 3.20 | 1.00  |
| 2025-10 | 10.30 | 0.80  | 7.40 | 4.60  | 18.40 | -3.60 | 19.90 | 20.10 | 0.50  | -0.20  | -5.00 | 3.80 | 2.80  |
| 2025-09 | 10.40 | 0.10  | 7.40 | 3.90  | 19.60 | -3.70 | 21.30 | 25.30 | 1.60  | 0.60   | -4.90 | 0.90 | 3.30  |
| 2025-08 | 11.00 | 0.20  | 7.40 | 3.30  | 20.60 | -2.90 | 22.00 | 28.40 | 1.80  | 0.50   | -4.60 | 2.10 | 3.60  |
| 2025-07 | 11.80 | -0.20 | 7.40 | 3.10  | 21.10 | -4.30 | 22.60 | 30.40 | 2.20  | 0.40   | -4.10 | 1.10 | 4.00  |
| 2025-06 | 12.30 | -0.60 | 7.30 | 2.90  | 22.20 | -4.10 | 22.90 | 30.70 | 2.60  | 0.80   | -3.40 | 0.90 | 5.30  |
| 2025-05 | 13.00 | 0.20  | 7.20 | 4.10  | 25.70 | -2.30 | 21.40 | 30.20 | 3.00  | -0.10  | -2.60 | 5.90 | 6.50  |
| 2025-04 | 12.60 | 0.30  | 7.00 | 4.00  | 24.90 | -0.70 | 20.20 | 23.90 | 2.30  | -0.50  | -1.40 | 5.20 | 5.10  |

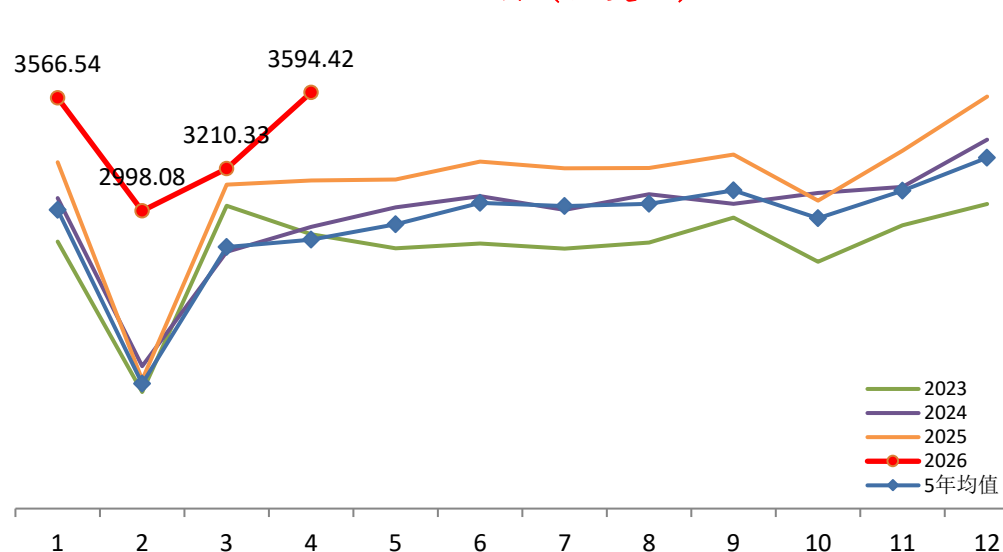
• 数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

海关公布数据显示：

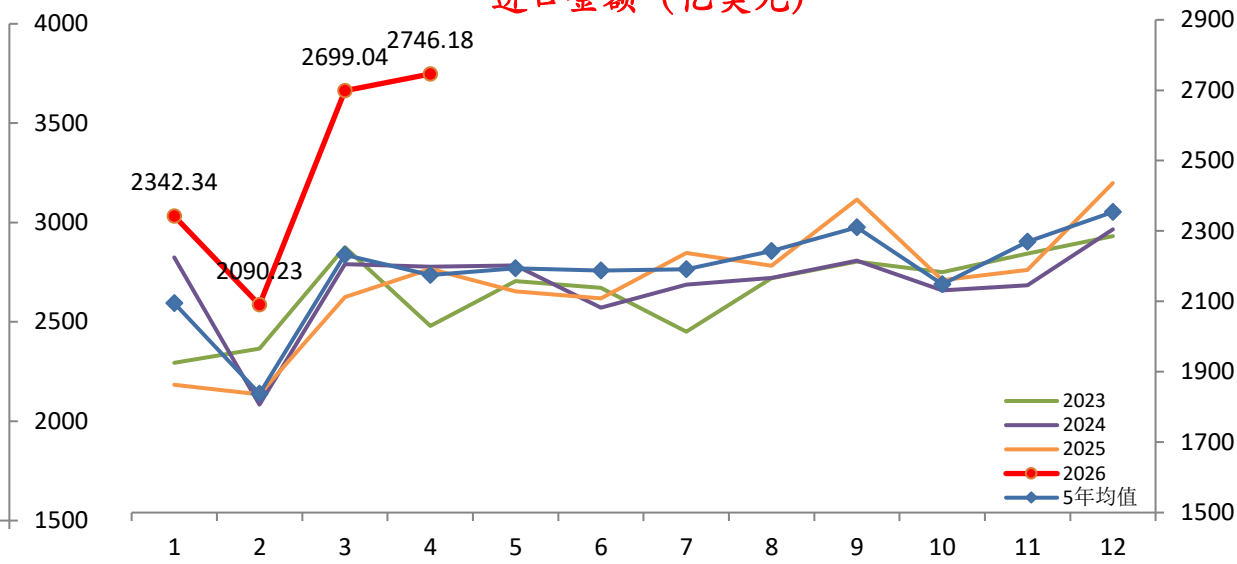
- 中国4月出口金额3594.42亿美元，同比上升14.10%，增速较前值明显加快，且明显超过预期。
- 4月进口金额2746.18亿美元，同比增速25.30%，表现也明显超预期，继续维持高位附近。
- 贸易顺差回升至848.24亿美元。

| 指标          | 2026/04 | 2026/03 | 2025/04 |
|-------------|---------|---------|---------|
| 出口金额 (亿美元)  | 3594.42 | 3210.33 | 3151.20 |
| 出口同比 (%)    | 14.10   | 2.50    | 8.02    |
| 进口金额 (亿美元)  | 2746.18 | 2699.04 | 2192.41 |
| 进口同比 (%)    | 25.30   | 27.80   | -0.27   |
| 进出口金额 (亿美元) | 6340.60 | 5909.36 | 5343.62 |
| 贸易差额 (亿美元)  | 848.24  | 511.29  | 958.79  |

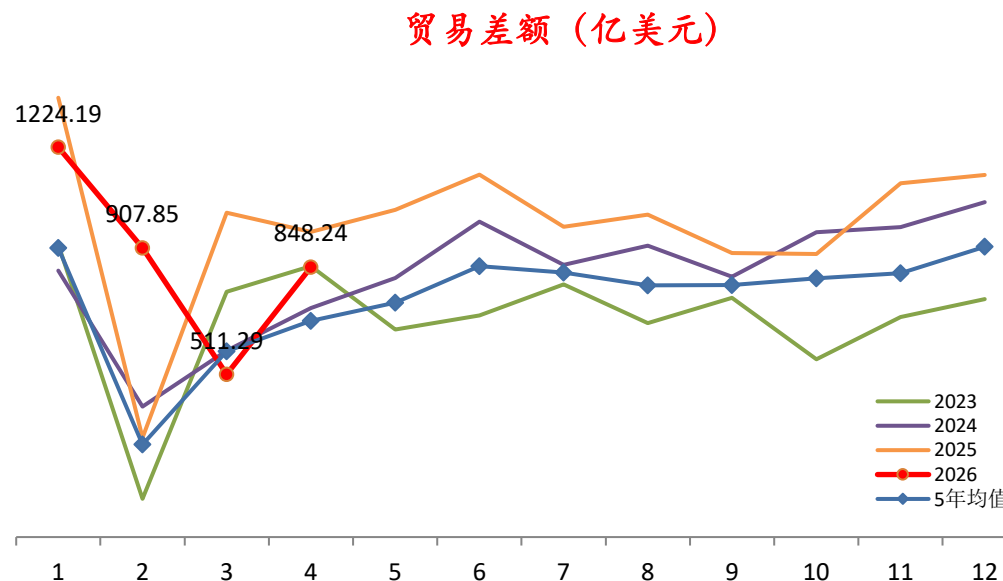
## 出口金额 (亿美元)



## 进口金额 (亿美元)



## 贸易差额 (亿美元)



- 美元计价出口金额超季节性，但即使排除前置偏低，边际增量贡献也明显上升，是同比增速的主要贡献（去年同期基数稳定）。
- 进口金额继续刷新高位，超越基数上升影响，成为拉动同比增速的主要原因，也反映国内补库速度较快。
- 4月出口金额修复程度超过进口金额，令贸易顺差从低位回升。

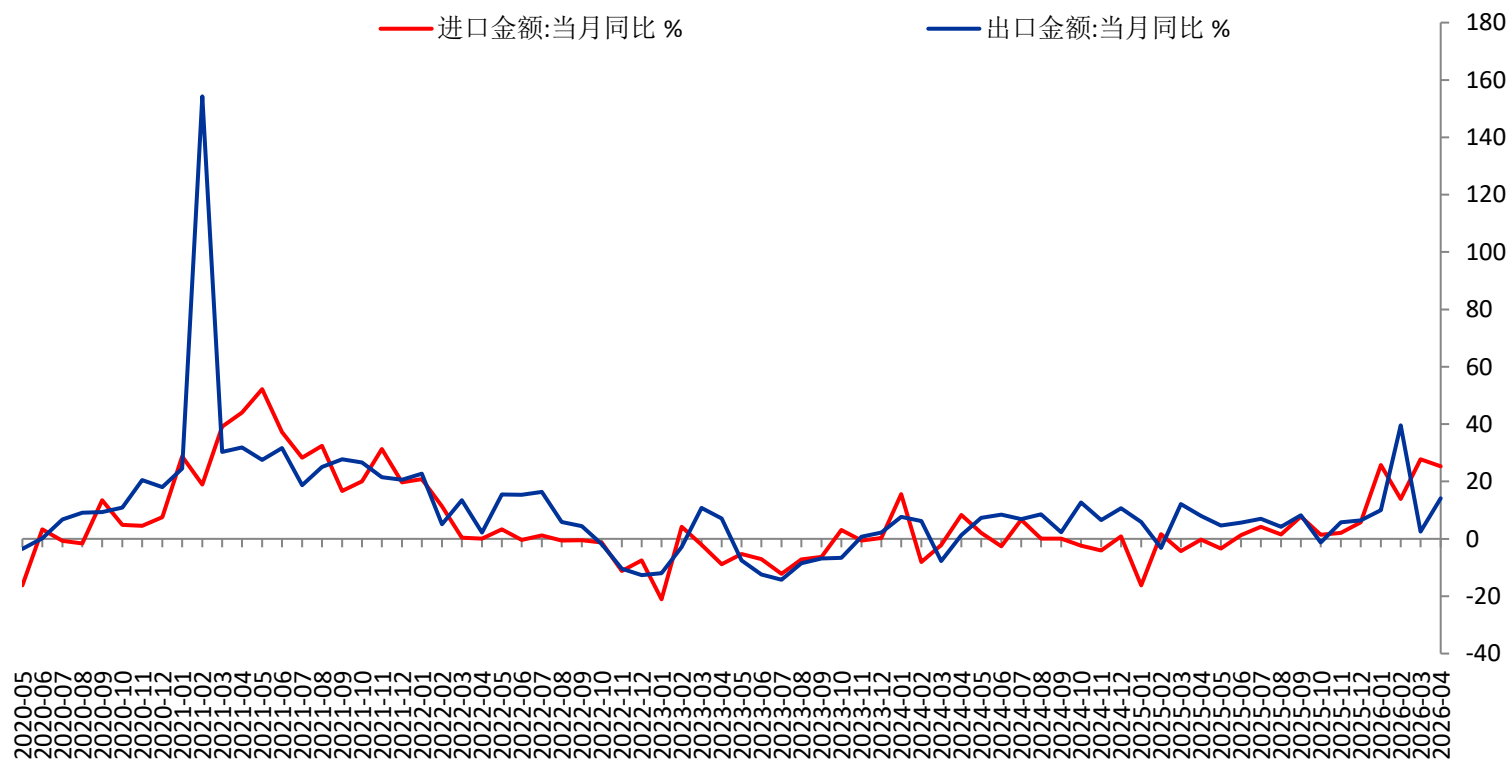
- 出口方面，不同贸易方式中，一般贸易增速回升，来进料加工装配贸易维持20%附近高速增长，海关监管和保税区贸易大幅加速，三者边际变动均明显强于季节性。主要大类产品出口方面，高新技术产品、机电产品、劳动密集型产品增速上行，其中高新技术产品增速接近40%，刷新历史记录，但劳密产品仍为小幅负增长。边际上看，劳动密集型产品、机电产品、高新技术产品全面上升，表现均超季节性。主要出口产品中，电脑设备、集成电路继续大超季节性尤其是后者，家电、汽车也明显超季节性，手机略弱于季节性。
- 4月科技、半导体产品出口对总体出口带动进一步增加。半导体存储产品供需缺口导致的价格上涨带动力增强。同时产业链优势逐步显现，产品竞争力提升也有正向影响。长期来看，中国产业升级、出口商品转型大趋势不变，高附加值产品仍为主流方向。

| 分类                 | 项目   | 金额 (亿美元)            | 同比      |         |         |         |
|--------------------|------|---------------------|---------|---------|---------|---------|
|                    |      |                     | 2026/04 | 2026/03 | 2025/04 |         |
| 出口                 | 总计   | --                  | 3594.42 | 14.10%  | 2.50%   | 8.02%   |
|                    | 贸易方式 | 一般贸易                | 2285.30 | 9.59%   | -3.77%  | 8.64%   |
|                    |      | 来进料加工               | 689.20  | 19.88%  | 20.12%  | 1.14%   |
|                    |      | 海关监管和保税区            | 466.48  | 49.13%  | 28.70%  | 17.36%  |
|                    | 产品类型 | 高新技术产品              | 1040.16 | 39.18%  | 31.36%  | 6.47%   |
|                    |      | 机电产品                | 2292.91 | 20.31%  | 11.21%  | 10.09%  |
|                    |      | 劳动密集型产品             | 445.62  | -0.66%  | -29.23% | -1.83%  |
|                    |      | 自动数据处理设备及其零部件       | 264.71  | 39.91%  | 32.52%  | 0.57%   |
|                    |      | 手机                  | 84.11   | 10.97%  | 2.45%   | -21.38% |
|                    |      | 家用电器                | 92.69   | 7.14%   | -15.20% | -2.89%  |
|                    |      | 集成电路                | 310.85  | 99.58%  | 84.92%  | 20.22%  |
|                    | 国家地区 | 汽车包括底盘和零配件          | 246.95  | 28.40%  | 17.70%  | 5.19%   |
|                    |      | 发达国家 (美国、欧元区、日本)    | 1035.89 | 11.34%  | -6.63%  | -4.39%  |
|                    |      | 新兴国家 (印度、巴西、俄罗斯、南非) | 335.13  | 25.80%  | 14.89%  | 8.74%   |
| 亚太地区 (香港、台湾、东盟、韩国) |      | 1325.02             | 24.32%  | 19.12%  | 14.44%  |         |

- 进口方面，一般贸易、来进料加工装配贸易增速稍有回落，海关监管和保税区贸易继续加速。边际上看，三者均超季节性，前两者主要是技术上升导致增速放慢。工业原材料进口方面，大豆、铜进口超过季节性，铁矿符合季节性，原油、初级塑料弱于季节性。工业中间品和制成品中，高新技术产品、机电产品进口均延续高位进一步加速态势，边际增量仍明显超季节性，并刷新历史高点。其中电脑设备、集成电路刷新记录高位，半导体元件超季节性。汽车相关进口低位回升。
- 进口分项延续春节后强势态势，国内补库存加速、出口走强带动进口的两大逻辑不变，表现符合预期。同时大宗商品价格维持高位，部分商品新涨价加速，对名义进口带动不变。

| 分类 | 项目   | 金额 (亿美元)      | 同比       |         |         |         |
|----|------|---------------|----------|---------|---------|---------|
|    |      |               | 2026/04  | 2026/03 | 2025/04 |         |
| 进口 | 总计   | --            | 2746.18  | 25.30%  | 27.80%  | -0.27%  |
|    | 贸易方式 | 一般贸易          | 1530.98  | 12.67%  | 17.05%  | -3.05%  |
|    |      | 来进料加工         | 499.75   | 34.79%  | 43.85%  | 13.15%  |
|    |      | 海关监管和保税区      | 685.39   | 55.08%  | 42.89%  | -1.32%  |
|    | 原材料  | 大豆 (万吨)       | 847.78   | 39.44%  | 14.86%  | -29.05% |
|    |      | 原油 (万吨)       | 3847.15  | -19.95% | -2.78%  | 7.47%   |
|    |      | 初级塑料 (万吨)     | 167.93   | -31.74% | -4.78%  | 1.23%   |
|    |      | 铁矿石 (万吨)      | 10385.37 | 0.69%   | 11.46%  | 1.30%   |
|    |      | 铜 (万吨)        | 45.23    | 2.79%   | -10.64% | 0.00%   |
|    | 工业品  | 高新技术产品        | 959.48   | 41.86%  | 31.49%  | 9.39%   |
|    |      | 机电产品          | 1142.96  | 33.53%  | 25.91%  | 5.42%   |
|    |      | 自动数据处理设备及其零部件 | 165.53   | 90.64%  | 30.19%  | 47.67%  |
|    |      | 二极管及类似半导体器件   | 22.95    | 9.60%   | 4.82%   | -0.12%  |
|    |      | 集成电路          | 538.71   | 54.70%  | 53.72%  | 11.10%  |
|    |      | 汽车包括底盘和零配件    | 29.78    | -19.57% | -22.93% | -28.60% |

- 二季度初期进出口贸易延续强势特征，尤其是下游半导体、上游大宗商品相关，量价齐升带动加大。该情况仍与韩国等其他外向型经济体出口、中国集装箱吞吐量、港口货物吞吐量等数据一致。短期来看，再通胀步伐加速、地缘政治风险缓和主要贸易伙伴PMI持续转好仍有利于出口。
- 长期来看，全球经济周期转向上、贸易冲突风险减弱等利好持续，AI等新质生产力扩散，均有利于外需环境将延续强势方向。预计二季度以及年内出口稳中有升，今年外需对经济拖累有望淡化并转向拉动。人民币升值的潜在负向影响目前未显现（反而短期更体现J曲线效应），未来需要持续关注。进口方面，名义价格继续反弹，国内补库周期启动，需求持续改善，对进口带动增强，后期继续关注政策落地节奏。此外还需关注中美领导人会晤后，贸易政策相关变动。



• 数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理



CONTENT  
目录

第一部分 经济基本面与宏观供需

第二部分 价格水平变动情况

第三部分 货币与财政政策

第四部分 汇率与商品市场波动

综合来看，4月CPI、PPI涨幅均扩大，二者均值快速上升至2.00%，CPI-PPI差值下降至-1.6%，四年来首次降至0以下。预计二季度平减指数将上升至0以上位置，为2023年来首次转正。

4月总体CPI新涨价超过基数反弹影响，同比增速进一步上升。能源价格上涨超过食品价格下跌力量，核心分项则继续显示消费内生性修复态势。食品价格有新涨价偏弱、基数偏高两方面影响，天气转暖后供给充足逻辑不变。

PPI环比大幅加速，叠加低基数效应，同比增速升至45个月以来高位。价格对企业名义产出、营收和利润同比的带动力量增强，预计后期仍以继续增强为主。PPI与PPIRM差值继续下降，生产者利润继续受到成本挤压。

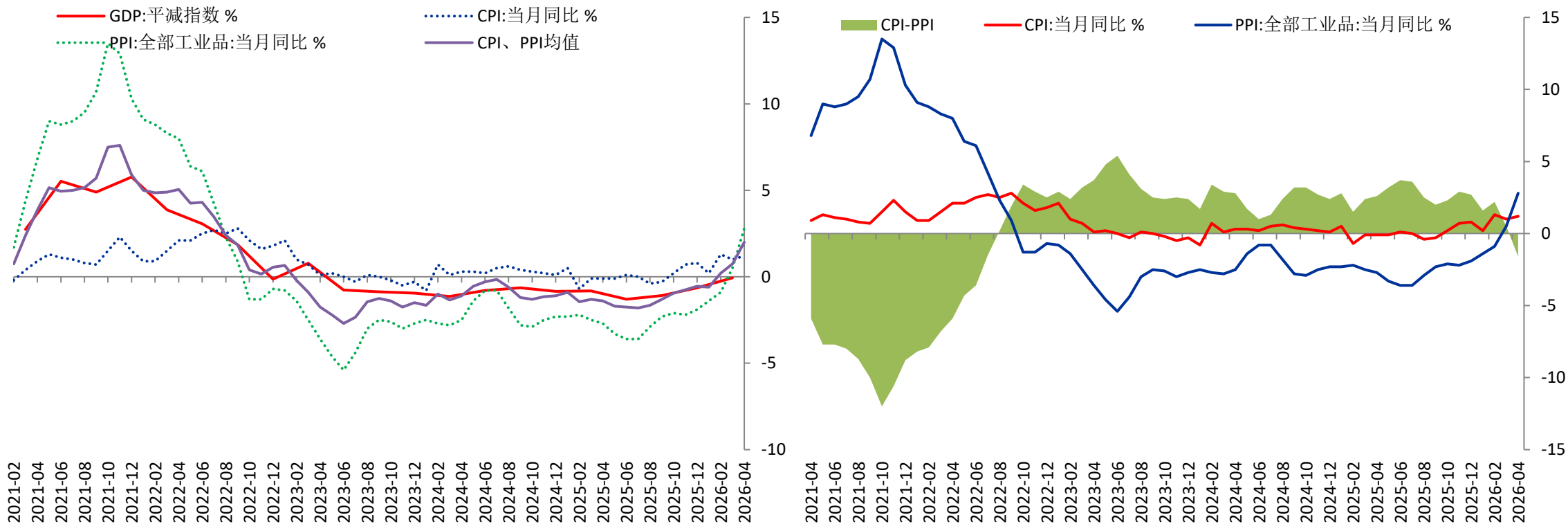
5月初以来情况显示，蔬菜、水果、猪肉价格均由跌转涨，燃料价格也维持不变。预计5月CPI环比维持上行，同时基数回落，同比仍有望维持增长或小幅加快。核心CPI也将持稳。

PPI方面，能源价格高位震荡，大宗商品新涨价速度明显放慢。但同比低基数环境不变，其带来的支持贯穿二季度。预计5月PPI同比继续加速，二季度将持续上行。

我们认为，短期输入性因素是推动通缩提前结束的主要原因。“反内卷”政策仍存影响，加库周期下内外需求呈现实质性改善，预计经济周期、产业周期、供需节奏等影响下，商品价格仍在上行周期。年内新涨价动能将持续存在，结合基数和流动性指标指向看，二季度PPI将持续加速。再通胀仍是今年金融市场交易的主线逻辑之一。

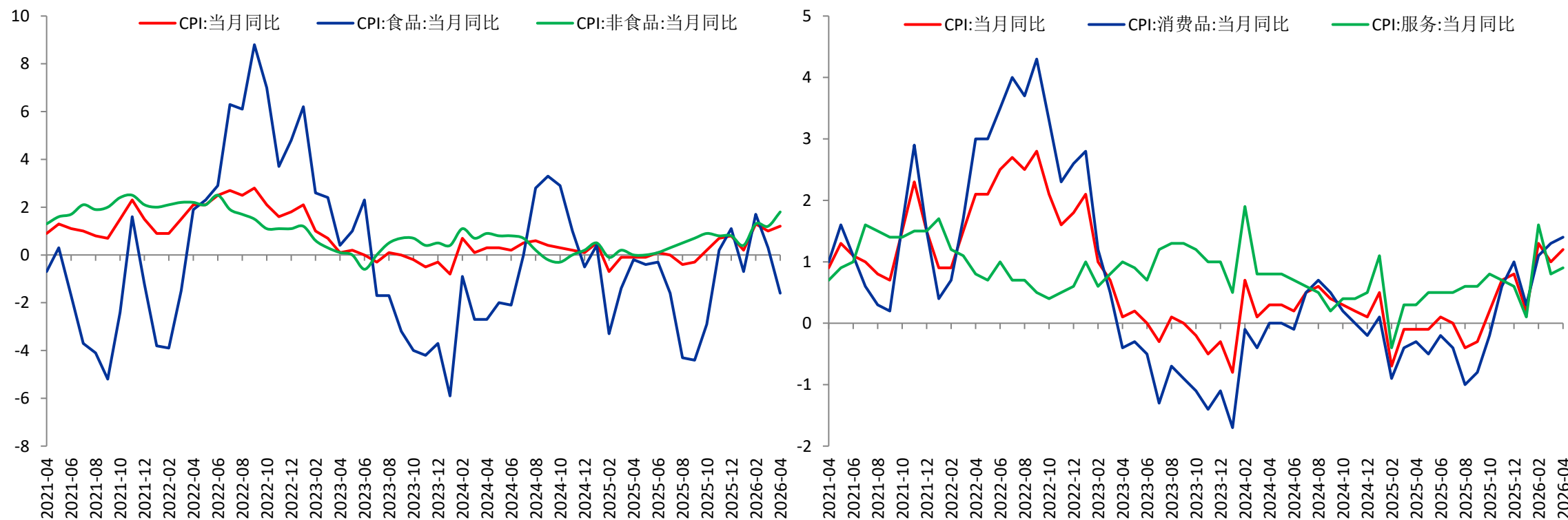
国家统计局公布的数据显示：

- 4月中国CPI同比增速加快至1.2%，表现好于市场预期的0.9%；PPI同比增速上升至2.8%，表现明显好于预期的1.60%，延续3月开始正增长，且增速明显加快。
- 此外，核心CPI同比增速小幅上升至1.2%，排除一季度春节影响来看，仍呈现稳中有升态势。

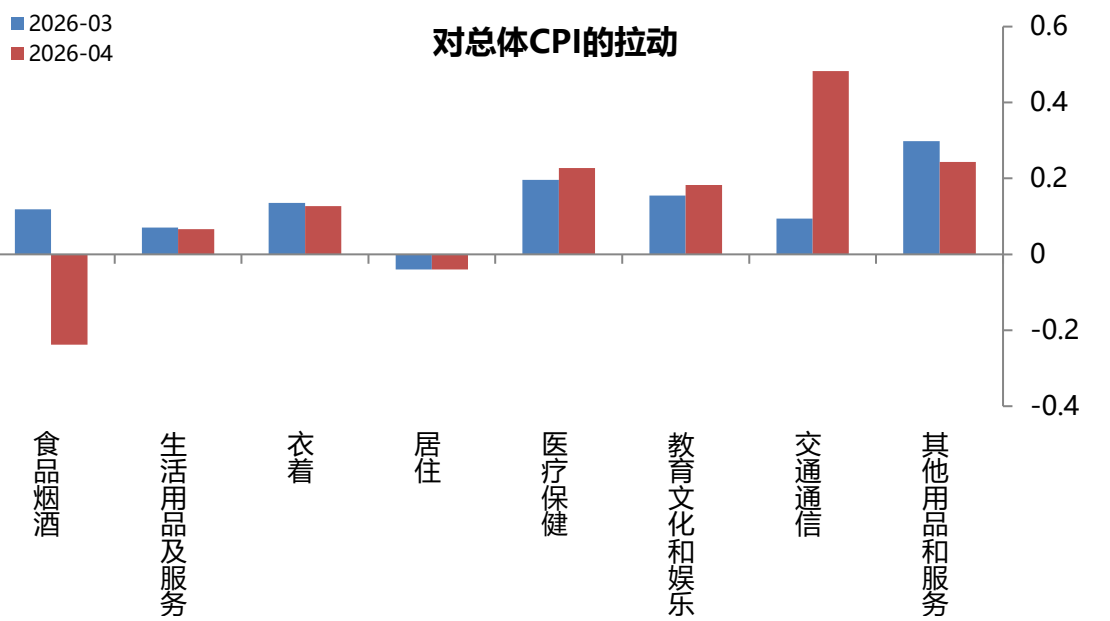
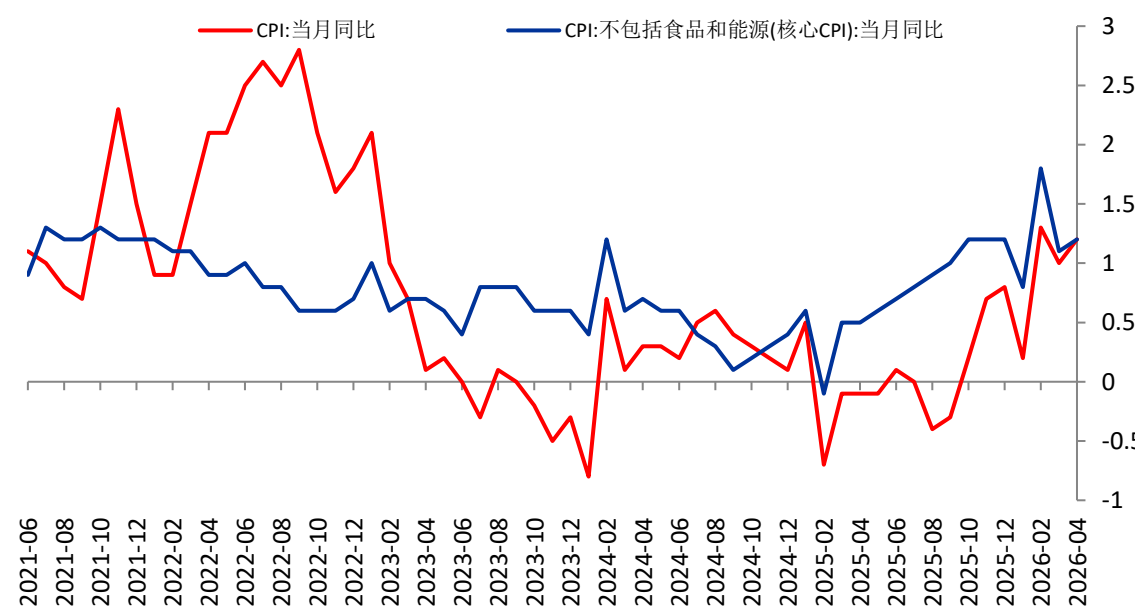
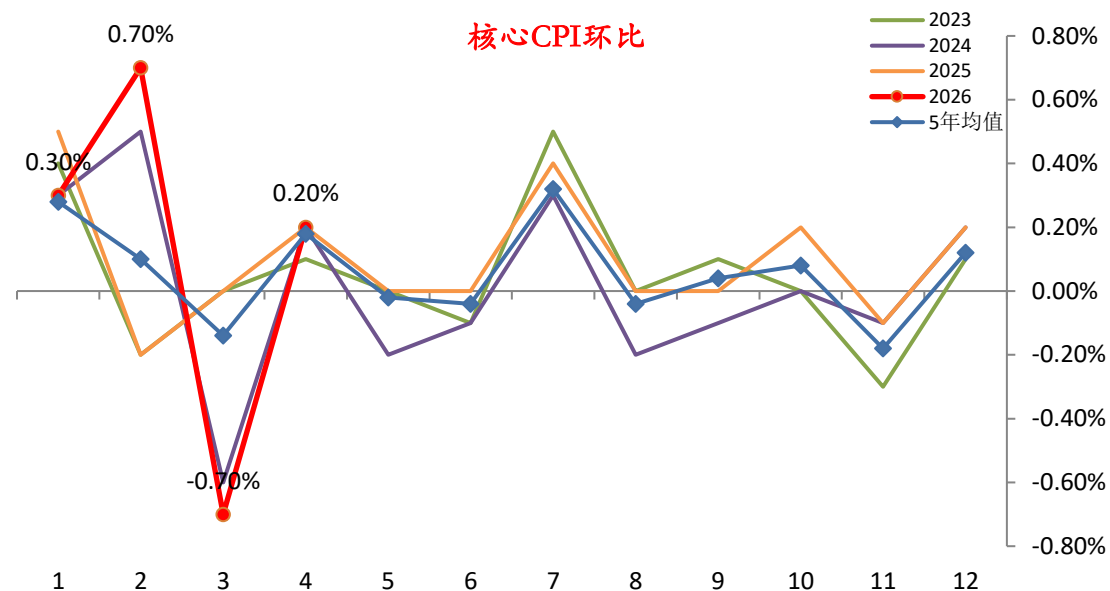
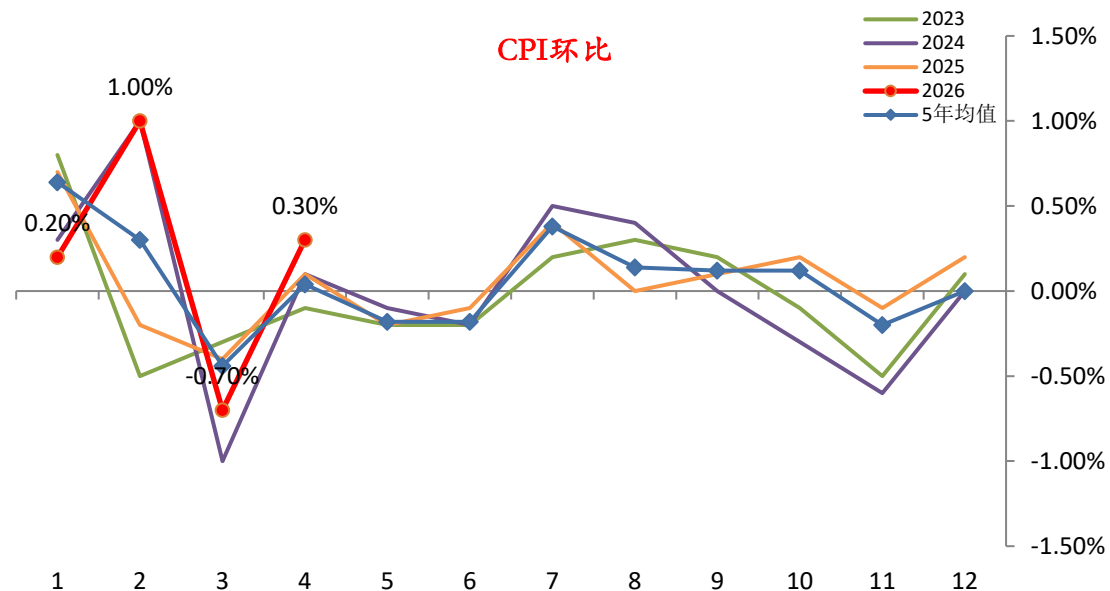


• 数据来源：Wind，方正中期期货研究院整理

- 总体CPI环比上升至0.3%，新涨价超过基数反弹影响，同比增速进一步上升。
- 主要分项同比来看，食品转为明显下跌，跌幅1.6%，非食品则加速上行，消费品、服务以及核心CPI增速小幅上升。
- 环比来看，食品跌幅收窄，非食品、消费品、服务分项价格均由跌转涨，整体波动幅度超过季节性。
- 4月总体CPI和主要分项多数上升，能源价格上涨超过食品价格下跌影响，核心分项则继续显示消费内生性修复态势。



• 数据来源: Wind, 方正中期期货研究院整理



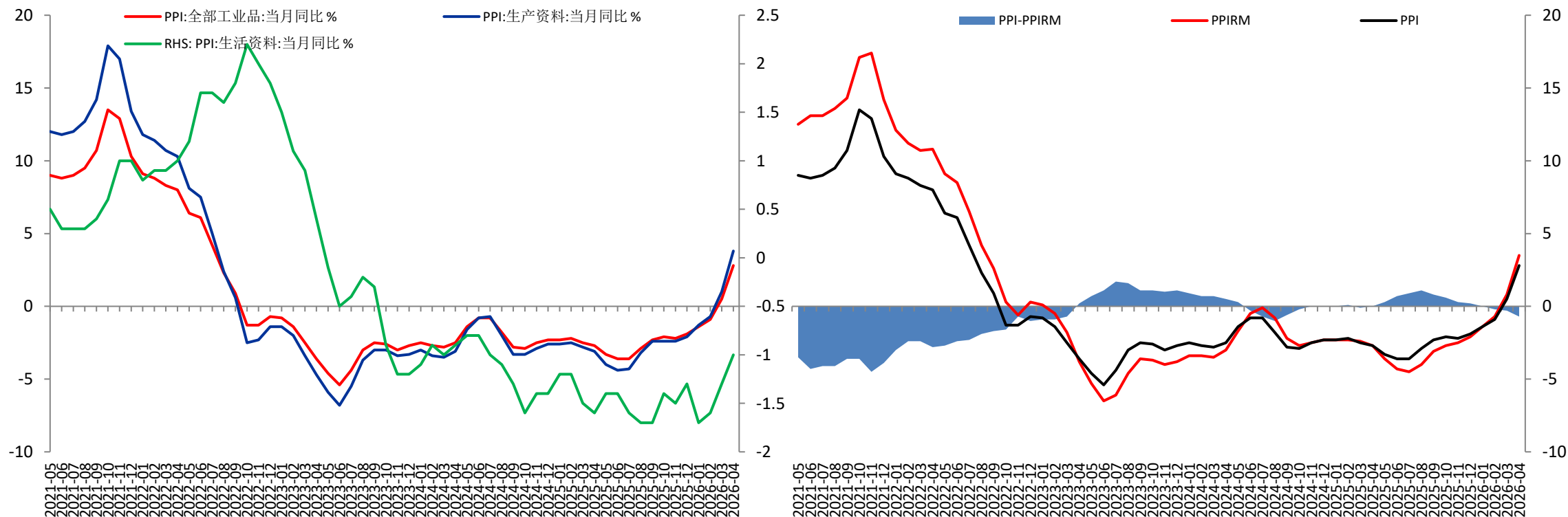
数据来源: Wind, 方正中期期货研究院整理

- 总体上看，4月总体CPI新涨价超过基数反弹影响，同比增速进一步上升。
- 主要分项多数上升，能源价格上涨超过食品价格下跌力量，核心分项则继续显示消费内生性修复态势。
- 食品价格仍受鲜菜、鲜果、肉类拖累，有新涨价偏弱、基数偏高两方面影响，天气转暖后供给充足逻辑不变。
- 外部变动是非食品主要冲击，通过油价路径传导至能源分项中。核心服务价格回归季节性。核心商品则一定程度上受到上游原材料价格影响，尤其是半导体相关。
- 5月初以来情况显示，蔬菜、水果、猪肉价格均由跌转涨，燃料价格也维持不变。预计5月CPI环比维持上行，同时基数回落，同比仍有望维持增长或小幅加快。核心CPI也将持稳。长期来看，经济修复、消费复苏节奏和消费结构，将决定CPI尤其核心CPI回升步伐。

| CPI分项      | 单位: % | 当月同比  | 上月同比  | 同比变动 | 环比   | 环比3MMA |
|------------|-------|-------|-------|------|------|--------|
| 总体CPI      |       | 1.2   | 1.0   | 0.2  | 0.3  | 0.20   |
| 食品         |       | -1.6  | 0.3   | -1.9 | -1.6 | -0.80  |
| 非食品        |       | 1.8   | 1.2   | 0.6  | 0.7  | 0.43   |
| 核心CPI      |       | 1.2   | 1.1   | 0.1  | 0.2  | 0.07   |
| 消费品        |       | 1.4   | 1.3   | 0.1  | 0.1  | 0.20   |
| 服务         |       | 0.9   | 0.8   | 0.1  | 0.5  | 0.17   |
| 食品烟酒       |       | -0.8  | 0.4   | -1.2 | -1.0 | -0.47  |
| :粮食        |       | -0.3  | -0.3  | 0.0  | 0.0  | -0.07  |
| :食用油       |       | -1.0  | -0.8  | -0.2 | -0.3 | -0.20  |
| :鲜菜        |       | -0.5  | 4.9   | -5.4 | -6.4 | -5.53  |
| :鲜果        |       | -1.0  | 4.0   | -5.0 | -2.3 | -0.53  |
| :畜肉类       |       | -6.7  | -4.2  | -2.5 | -2.7 | -1.33  |
| :猪肉        |       | -15.2 | -11.5 | -3.7 | -5.7 | -3.00  |
| :牛肉        |       | 4.8   | 7.8   | -3.0 | 0.8  | 0.47   |
| :羊肉        |       | 6.2   | 6.4   | -0.2 | 0.1  | 0.57   |
| :水产品       |       | 1.3   | 3.7   | -2.4 | -1.2 | 1.03   |
| :蛋类        |       | 0.5   | -3.1  | 3.6  | 2.7  | 0.43   |
| :奶类        |       | -1.2  | -0.7  | -0.5 | -0.3 | -0.10  |
| :烟草        |       | -0.4  | -0.4  | 0.0  | -0.1 | -0.10  |
| :酒类        |       | -3.0  | -2.8  | -0.2 | -0.3 | -0.30  |
| 衣着         |       | 1.5   | 1.6   | -0.1 | -0.3 | 0.00   |
| :服装        |       | 1.6   | 1.7   | -0.1 | -0.3 | -0.03  |
| :鞋类        |       | 1.0   | 1.2   | -0.2 | -0.3 | 0.10   |
| 居住         |       | -0.2  | -0.2  | 0.0  | -0.1 | 0.00   |
| :租房房租      |       | -0.6  | -0.5  | -0.1 | -0.1 | -0.07  |
| :水电燃料      |       | 0.6   | 0.6   | 0.0  | 0.1  | 0.10   |
| 生活用品及服务    |       | 1.4   | 1.5   | -0.1 | 0.0  | 0.03   |
| :家用器具      |       | 2.6   | 2.4   | 0.2  | 0.2  | -0.30  |
| :家庭服务      |       | 1.1   | 1.1   | 0.0  | 0.0  | -0.37  |
| 交通和通信      |       | 4.6   | 0.9   | 3.7  | 3.5  | 2.03   |
| :交通工具      |       | -1.2  | -1.1  | -0.1 | -0.4 | -0.17  |
| :交通工具用燃料   |       | 17.4  | 3.4   | 14.0 | 11.5 | 8.10   |
| :交通工具使用和维修 |       | 0.4   | 0.5   | -0.1 | 0.0  | 0.13   |
| :通信工具      |       | 4.2   | 2.6   | 1.6  | 0.5  | 0.37   |
| :通信服务      |       | 0.1   | 0.1   | 0.0  | 0.0  | 0.00   |
| :邮递服务      |       | -0.4  | -0.2  | -0.2 | -0.2 | -0.17  |
| 教育文化和娱乐    |       | 1.3   | 1.1   | 0.2  | 0.5  | 0.17   |
| :教育服务      |       | 0.5   | 0.5   | 0.0  | 0.0  | 0.00   |
| :旅游        |       | 4.0   | 3.2   | 0.8  | 4.1  | 1.77   |
| 医疗保健       |       | 2.2   | 1.9   | 0.3  | 0.3  | 0.17   |
| :中药        |       | -1.5  | -1.6  | 0.1  | 0.0  | -0.07  |
| :西药        |       | -1.7  | -1.0  | -0.7 | -0.8 | -0.37  |
| :医疗服务      |       | 3.4   | 3.0   | 0.4  | 0.6  | 0.27   |
| 其他用品和服务    |       | 11.0  | 13.5  | -2.5 | -0.5 | 0.13   |

• 数据来源: Wind, 方正中期期货研究院整理

- PPI环比大幅加速至1.7%，叠加低基数效应，同比增速升至45个月以来高位。价格对企业名义产出、营收和利润同比的带动力量增强，预计后期仍以继续增强为主。
- PPIRM也加速至同比3.5%。PPI与PPIRM差值继续降至-0.7%，生产者利润继续受到成本挤压。

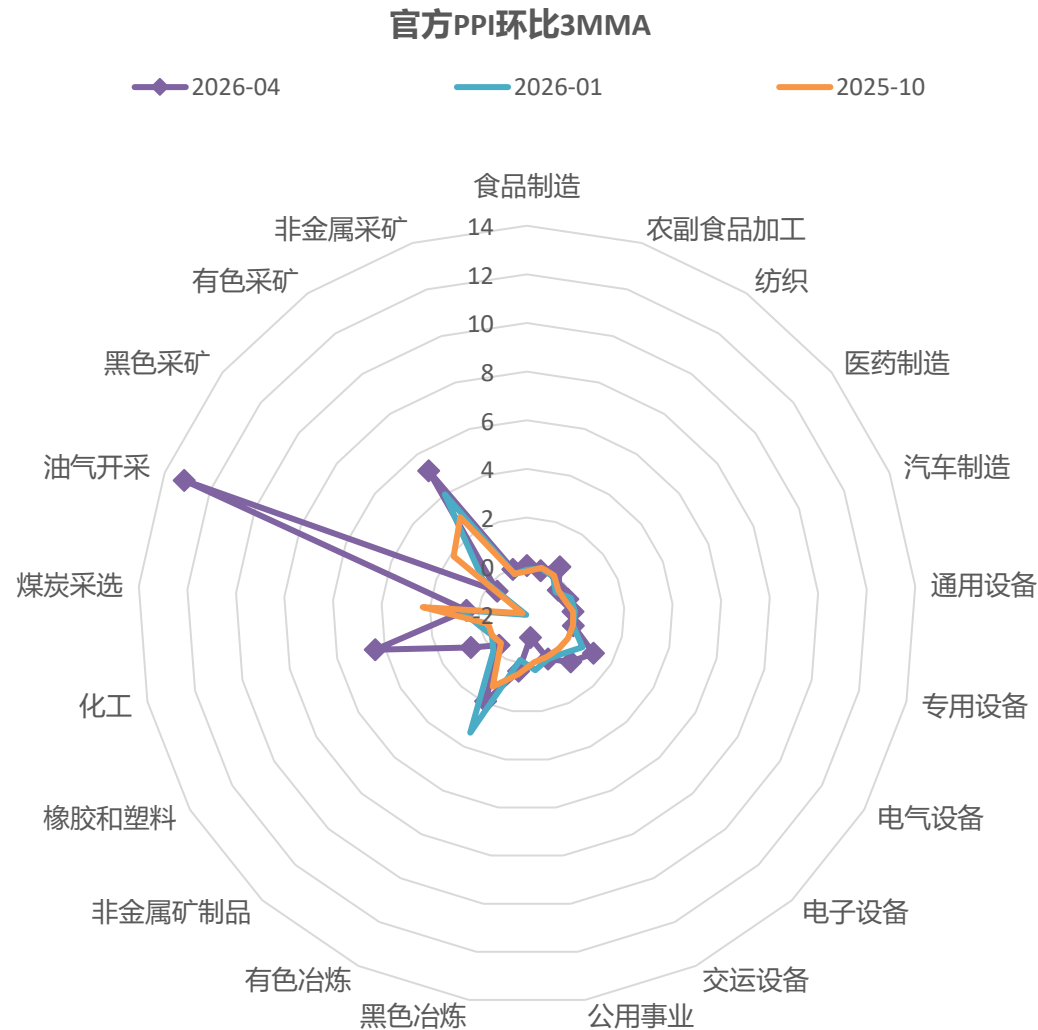


- 4月行业PPI多数有所改善，上游行业依然相对更强。
- 产业链角度看。国际能源价格带动下，油气开采仍为表现最强，增速加快至28.6%，并且开始向下游化工等行业传导，同时煤炭、橡胶和塑料等行业也有所改善。有色产业链仍然强势，上游采选、中游冶炼加工增速仍极快，是除能化以外表现最佳行业。黑色产业链延续弱修复，黑色冶炼加工跌幅继续收窄，黑色金属矿采选涨幅略有加速。狭义制造业分化，其中电子设备涨幅进一步扩大，交通运输设备跌幅略有增加，通用设备跌幅小幅收窄。消费品制造业中，食品、纺织业、汽车制造跌幅收窄，医药制造跌幅扩大。
- 情况表明，二季度初期行业PPI总体加速改善背后，行业分化逻辑强化，背后反应两点逻辑。一是此前已经存在的，能化行业受地缘政治因素推高油价影响，价格表现强势。同时“反内卷”、海外资源民族主义等持续存在。二是半导体等行业受到供不应求影响，价格上行显著，背后则是新质生产力等长期带动。此外，上游价格已初步呈现向下游传导态势，但力度尚且不足。预计随着国内经济上行，内需、外需改善，补库存周期下预期强化，价格总体上行、由上而下载传导趋势不变。

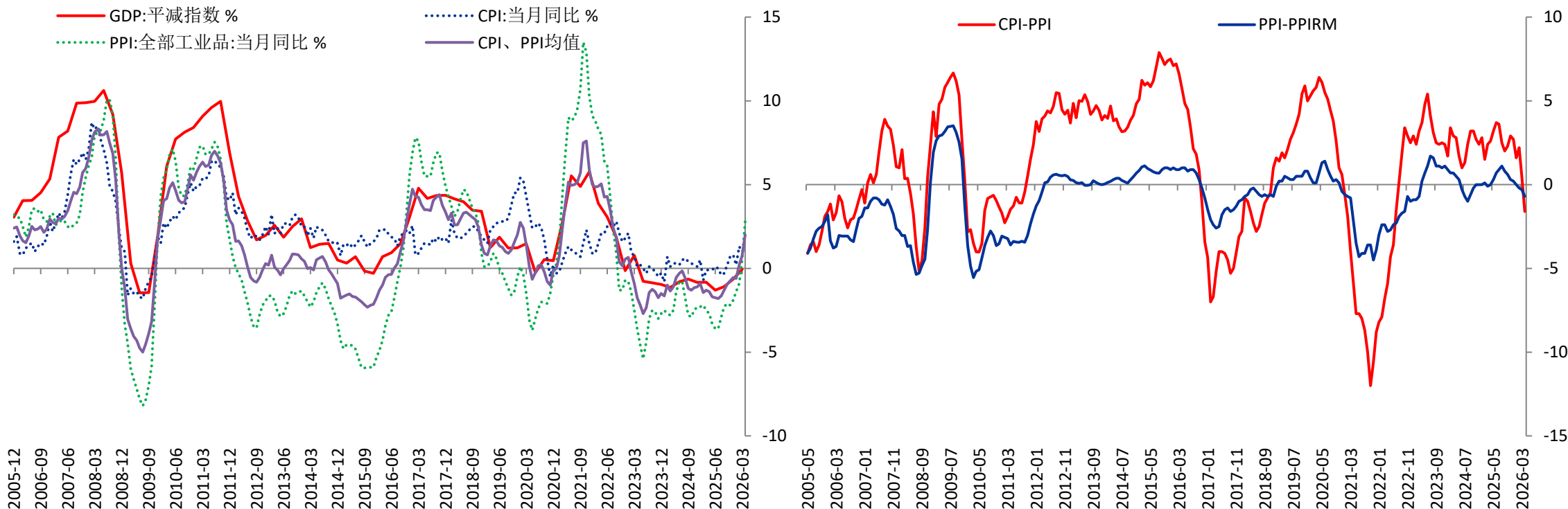
| 官方PPI同比 | 下游行业  |         |       |       |       | 中游行业    |         |            |                  |                      |              |              |              |          |          | 上游行业         |          |           |          |          |         |
|---------|-------|---------|-------|-------|-------|---------|---------|------------|------------------|----------------------|--------------|--------------|--------------|----------|----------|--------------|----------|-----------|----------|----------|---------|
|         |       |         |       |       |       | 加工组装    |         |            |                  |                      | 原材料          |              |              |          |          |              |          |           |          |          |         |
| 日期      | 食品制造业 | 农副食品加工业 | 纺织业   | 医药制造业 | 汽车制造业 | 通用设备制造业 | 专用设备制造业 | 电气机械及器材制造业 | 计算机、通信和其他电子设备制造业 | 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | 电力、热力的生产和供应业 | 黑色金属冶炼及压延加工业 | 有色金属冶炼及压延加工业 | 非金属矿物制品业 | 橡胶和塑料制品业 | 化学原料及化学制品制造业 | 煤炭开采和洗选业 | 石油和天然气开采业 | 黑色金属矿采选业 | 有色金属矿采选业 | 非金属矿采选业 |
| 2026-04 | -1.60 | -1.30   | 0.20  | -4.70 | -2.00 | -1.00   |         |            | 1.50             | -0.30                | -4.20        | -1.10        | 22.50        | -4.10    | -1.30    | 8.90         | 3.10     | 28.60     | 1.30     | 38.90    | -5.50   |
| 2026-03 | -2.00 | -1.50   | -0.80 | -4.60 | -2.50 | -1.20   | -1.00   | 3.20       | 0.40             | -0.10                | -3.80        | -2.50        | 22.40        | -4.20    | -3.40    | -0.30        | -2.20    | 5.20      | 0.10     | 36.40    | -4.90   |
| 2026-02 | -2.20 | -1.50   | -1.40 | -4.70 | -2.40 | -1.10   | -1.00   | 2.00       | -0.90            | -0.30                | -5.50        | -3.40        | 22.10        | -5.00    | -4.20    | -3.70        | -7.00    | -12.90    | 1.00     | 30.20    | -4.90   |
| 2026-01 | -2.10 | -1.60   | -1.60 | -4.40 | -2.50 | -1.30   | -0.90   | 0.80       | -1.60            | -0.30                | -2.30        | -3.70        | 17.10        | -4.60    | -4.10    | -5.00        | -9.80    | -16.70    | 3.00     | 22.70    | -5.40   |
| 2025-12 | -1.50 | -1.80   | -1.80 | -3.90 | -1.90 | -1.70   | -1.20   | -0.50      | -2.20            | -0.30                | -2.00        | -4.70        | 10.80        | -3.40    | -3.30    | -4.80        | -8.90    | -11.50    | 1.80     | 24.00    | -6.80   |
| 2025-11 | -1.20 | -2.00   | -2.00 | -3.90 | -2.30 | -1.80   | -1.30   | -0.90      | -2.10            | -0.20                | -2.00        | -5.20        | 7.80         | -3.10    | -3.20    | -5.20        | -11.80   | -10.30    | 2.40     | 20.20    | -6.40   |
| 2025-10 | -1.10 | -2.30   | -2.20 | -3.40 | -2.30 | -1.70   | -1.10   | -1.50      | -2.00            | -0.20                | -1.50        | -4.50        | 6.80         | -3.10    | -2.80    | -5.00        | -15.60   | -8.40     | 2.10     | 18.90    | -5.30   |
| 2025-09 | -1.30 | -2.60   | -2.40 | -3.00 | -3.00 | -1.80   | -1.10   | -1.80      | -2.50            | -0.30                | -1.70        | -0.60        | 6.50         | -3.60    | -2.70    | -5.20        | -16.80   | -8.60     | 1.50     | 13.90    | -5.00   |
| 2025-08 | -1.20 | -2.90   | -2.40 | -2.90 | -2.70 | -1.70   | -1.30   | -2.10      | -2.40            | -0.50                | -1.60        | -4.00        | 4.80         | -3.10    | -2.60    | -5.70        | -19.80   | -9.70     | -5.30    | 11.80    | -5.40   |
| 2025-07 | -1.10 | -3.30   | -2.70 | -2.40 | -2.70 | -1.60   | -1.20   | -2.40      | -2.40            | -0.30                | -1.70        | -10.00       | 2.20         | -2.10    | -2.50    | -6.50        | -23.00   | -12.60    | -9.10    | 11.10    | -5.00   |
| 2025-06 | -1.10 | -3.70   | -2.50 | -1.90 | -2.20 | -1.50   | -1.30   | -2.40      | -2.30            | -0.10                | -1.30        | -11.30       | 0.90         | -1.30    | -2.20    | -6.10        | -21.80   | -12.60    | -8.80    | 12.00    | -4.30   |
| 2025-05 | -1.00 | -2.80   | -2.60 | -2.00 | -3.10 | -1.30   | -1.30   | -2.20      | -2.20            | 0.00                 | -1.50        | -10.20       | 2.30         | -0.60    | -1.80    | -5.30        | -18.20   | -17.30    | -7.00    | 14.80    | -2.70   |
| 2025-04 | -0.90 | -3.20   | -2.50 | -1.60 | -3.30 | -1.30   | -1.30   | -1.30      | -2.40            | 0.10                 | -1.50        | -8.60        | 6.40         | -0.10    | -1.80    | -4.10        | -15.20   | -14.20    | -6.30    | 19.00    | -2.40   |

数据来源: Wind, 方正中期期货研究院整理

- PPI环比大幅加速，叠加低基数效应，同比增速升至45个月以来高位。价格对企业名义产出、营收和利润同比的带动力量增强，预计后期仍以继续增强为主。PPI与PPIRM差值继续下降，生产者利润继续受到成本挤压。
- 二季度初期行业PPI总体加速改善背后，行业分化逻辑强化，背后反应两点逻辑。一是此前已经存在的，能化行业受地缘政治因素推高油价影响，价格表现强势。同时“反内卷”、海外资源民族主义等持续存在。二是半导体等行业受到供不应求影响，价格上行显著，背后则是新质生产力等长期带动。此外，上游价格已初步呈现向下游传导态势，但力度尚且不足。预计随着国内经济上行，内需、外需改善，补库存周期下预期强化，价格总体上行、由上而下载传导趋势不变。
- 5月以来情况显示，能源价格高位震荡，大宗商品新涨价速度明显放慢。但同比低基数环境不变，其带来的支持贯穿二季度。预计5月PPI同比继续加速，二季度将持续上行。长期来看，全球经济、政策尤其国内需求修复节奏，以及商品供给波动均为大宗商品价格和PPI的主要影响。



- 综合来看，4月CPI、PPI涨幅均扩大，二者均值快速上升至2.00%，CPI-PPI差值下降至-1.6%，四年来首次降至0以下。预计二季度平减指数将上升至0以上位置，为2023年来首次转正。
- 我们认为，短期输入性因素是推动通缩提前结束的主要原因。“反内卷”政策仍存影响，加库周期下内外需求呈现实质性改善，预计经济周期、产业周期、供需节奏等影响下，商品价格仍在上行周期。年内新涨价动能将持续存在，结合基数和流动性指标指向看，二季度PPI将持续加速。再通胀仍是今年金融市场交易的主线逻辑之一。





CONTENT  
目录

第一部分 经济基本面与宏观供需

第二部分 价格水平变动情况

第三部分 货币与财政政策

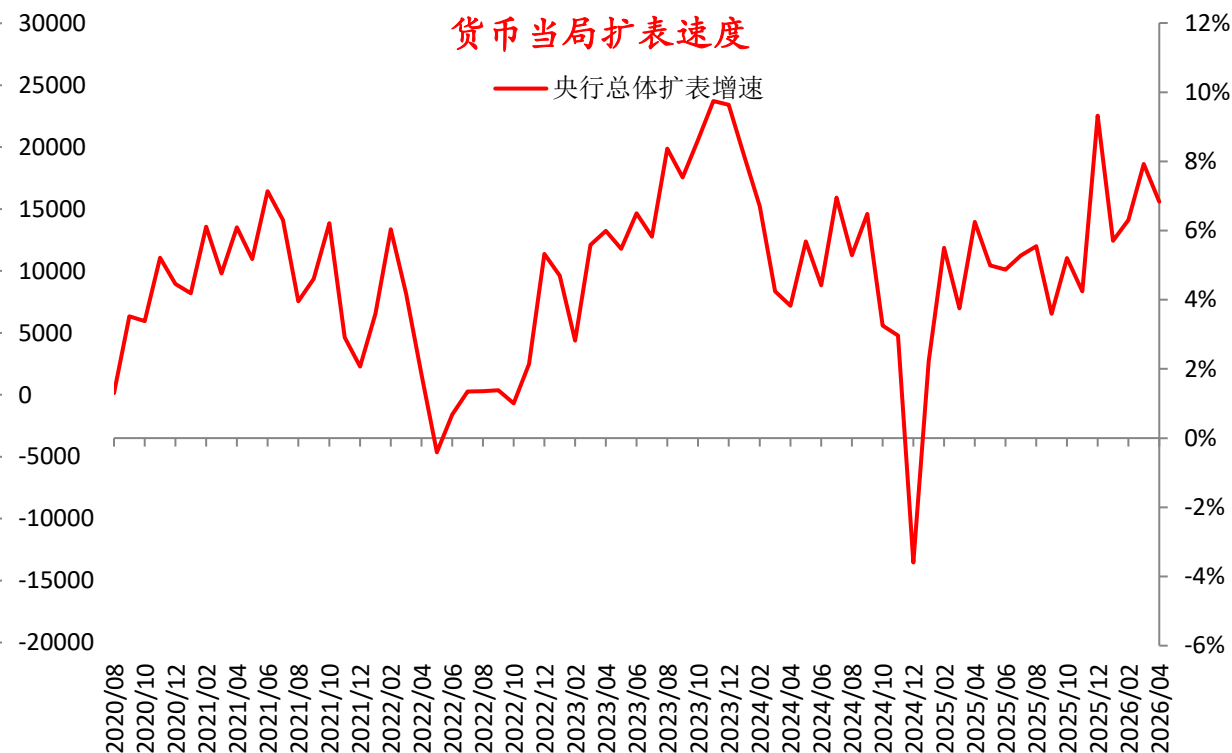
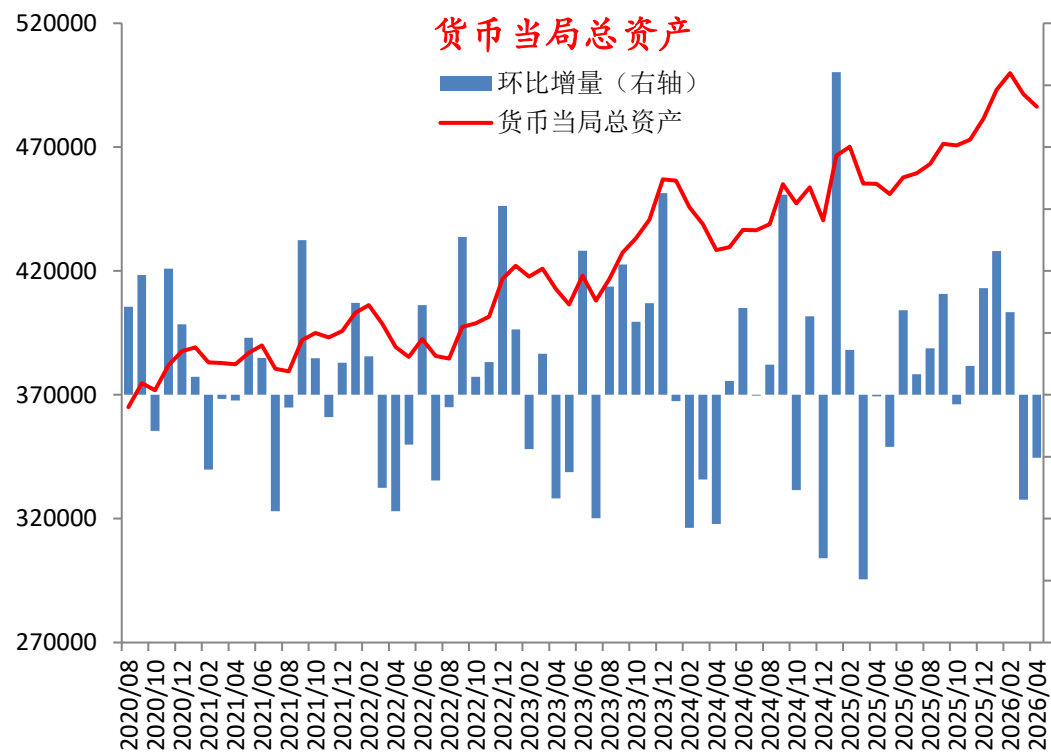
第四部分 汇率与商品市场波动

金融角度看，4月政府融资增量继续下降至季节性低点，财政支出对企业和居民流动性支持减弱，关注二季度中后期情况。企业流动性中融资较强，经营回款减弱，或与政府支出存在关联，同时地产短板仍有约束。广义社融增速走弱存在增量偏低、基数偏高的双重影响，后者拖累幅度将从二季度后期开始减弱。

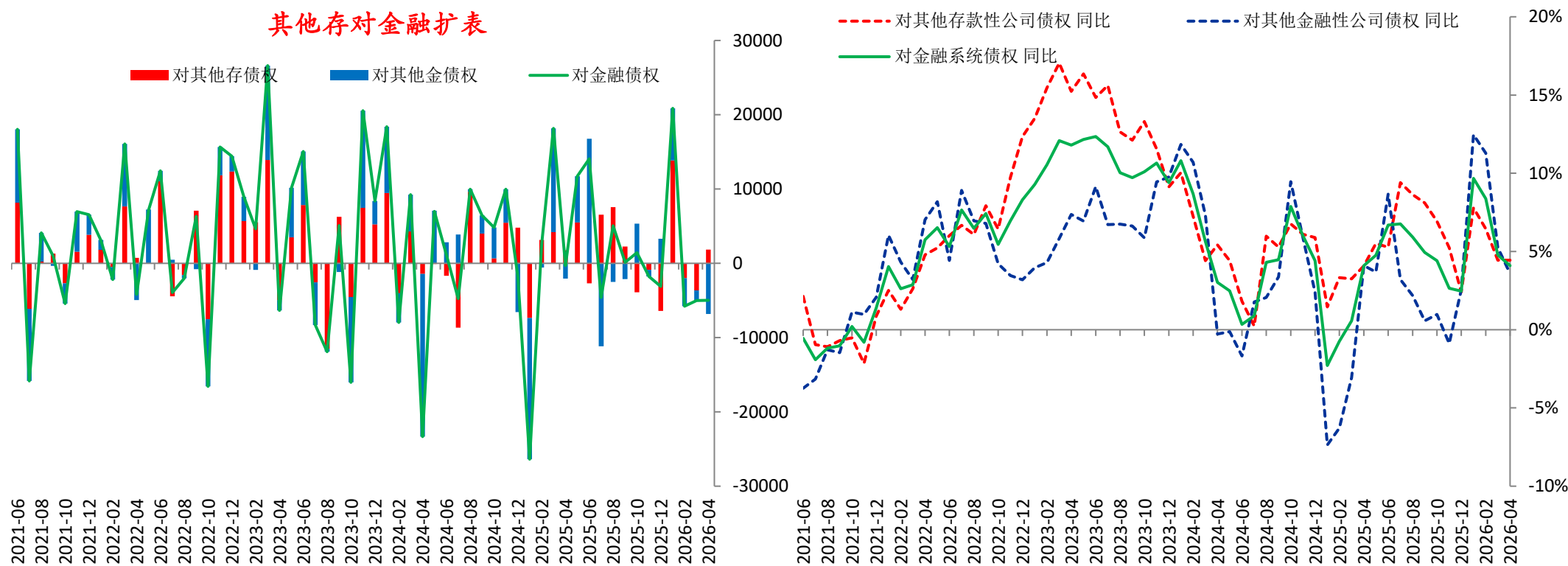
货币信贷增速差回升，主要是社融低于M2增长导致。流动性流向实体经济减速、留存虚拟经济较多，也造成4月以来银行间流动性明显充裕。无风险收益率因此下探低点，与上述指标未发生背离。但5月开始货币信贷增速差对无风险收益率支持下降。此前流动性更多转向股市情况有所变动，动能有所减弱。

虽然二季度初期经济修复节奏放缓，但今年以来经济总体改善，尤其是再通胀步伐不变。货币政策全面宽松可能性暂时较低。外部地缘政治风险减小，但能源价格上行的持续冲击仍在。宏观流动性对经济支持不改，名义增速将继续加快，且宏观流动性对大类资产的正向影响不变。

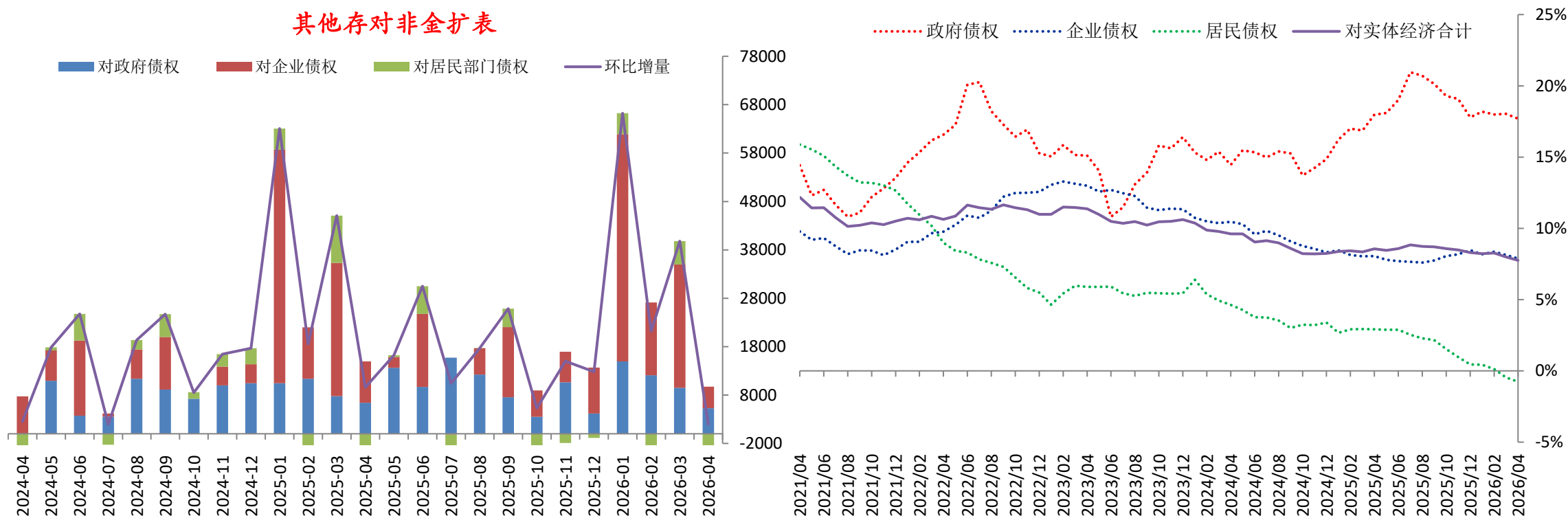
4月财政净支出节奏继续放缓，此前一季度财政净支出大幅加速对经济的支持作用减弱，预算内和广义财政均有一定影响。但我们仍强调，今年财政端逻辑重点在于狭义财政内生性修复，且3月至4月数据已经开始显现，未来该情况不变，是后期财政支出的最重要带动。而广义财政外生性增长仍存不确定性，仍需等待土地出让金这一前置条件改善。节奏上看，4月财政发力弱于预期，对应4月多数经济数据弱于预期的情况。但二季度中后期或三季度财政仍将发力，对经济短期支持程度将改善。



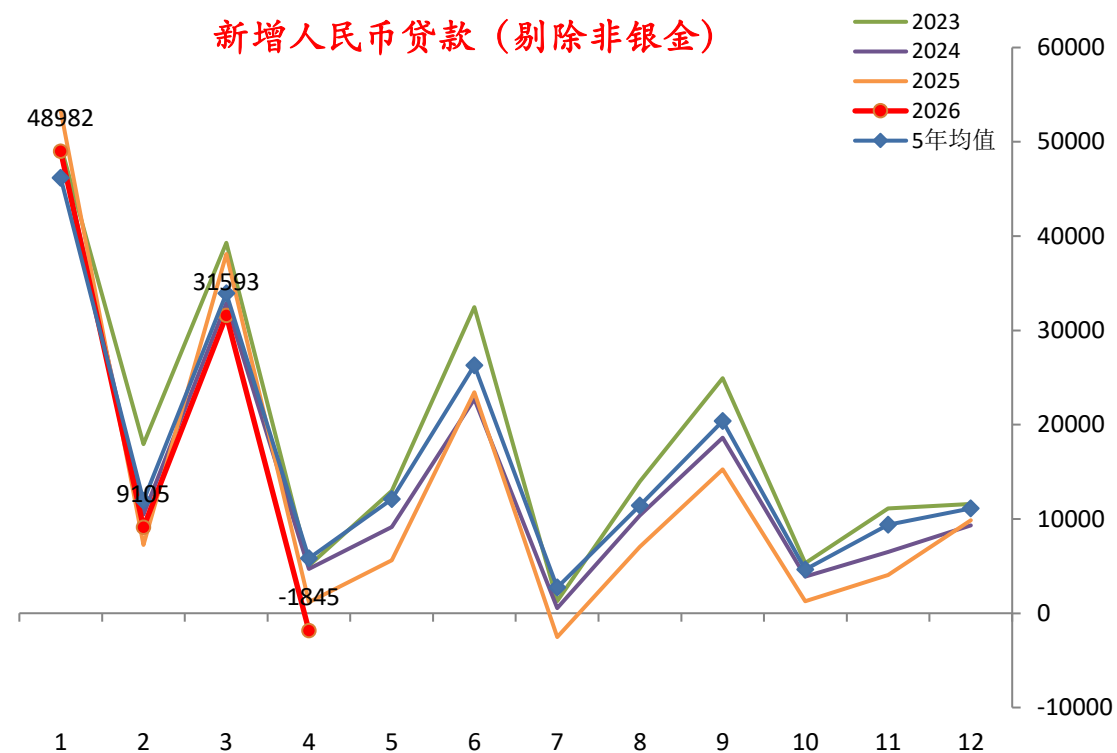
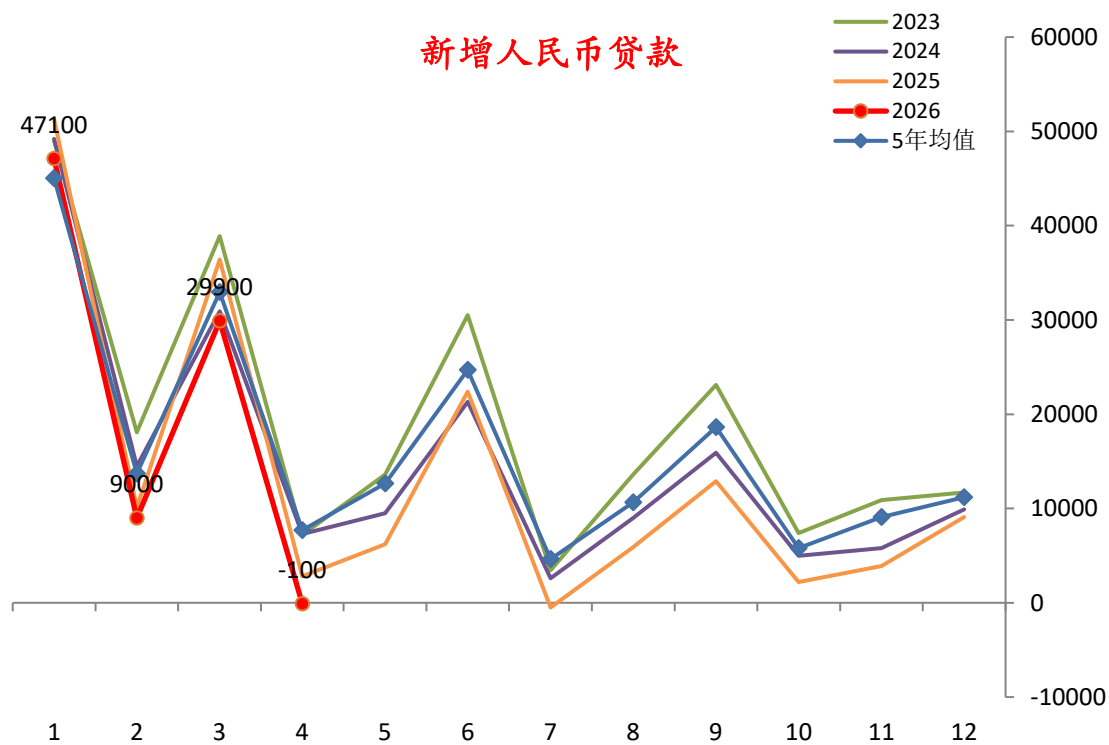
## 其他存对金融扩表

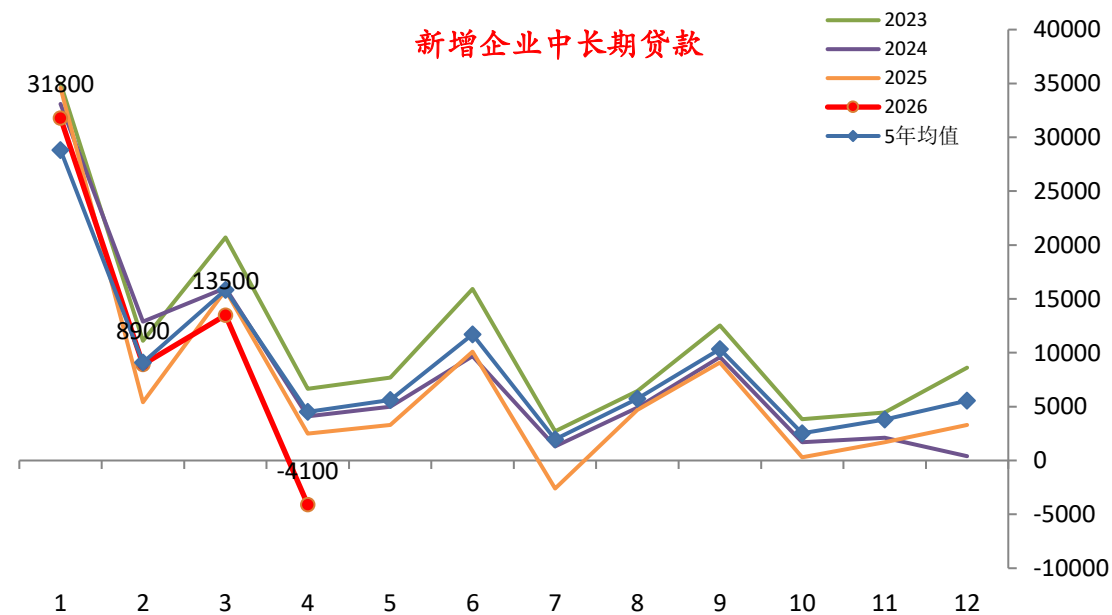
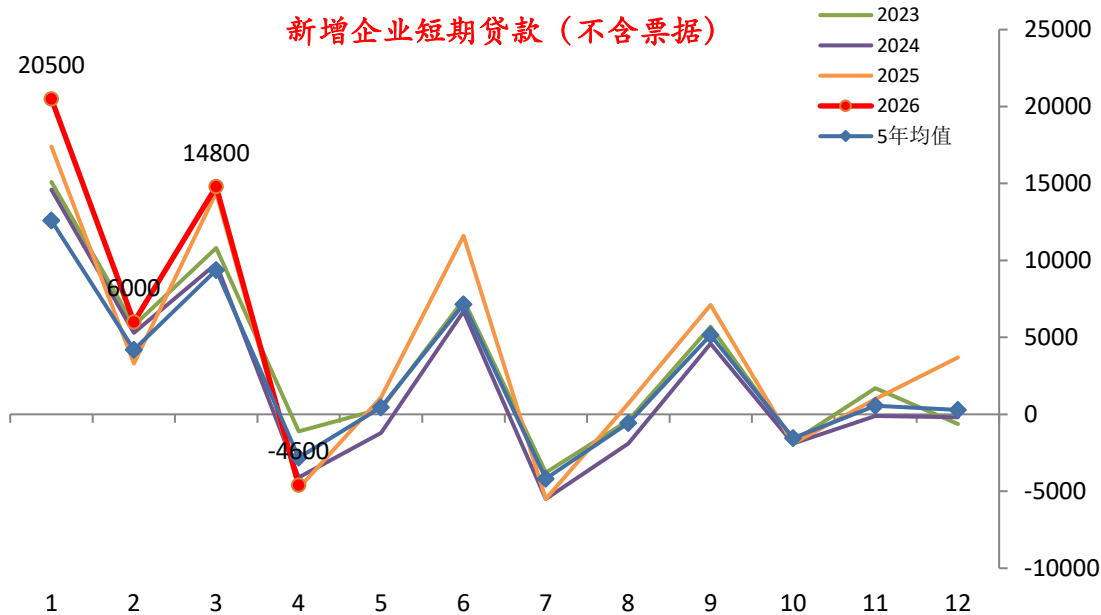
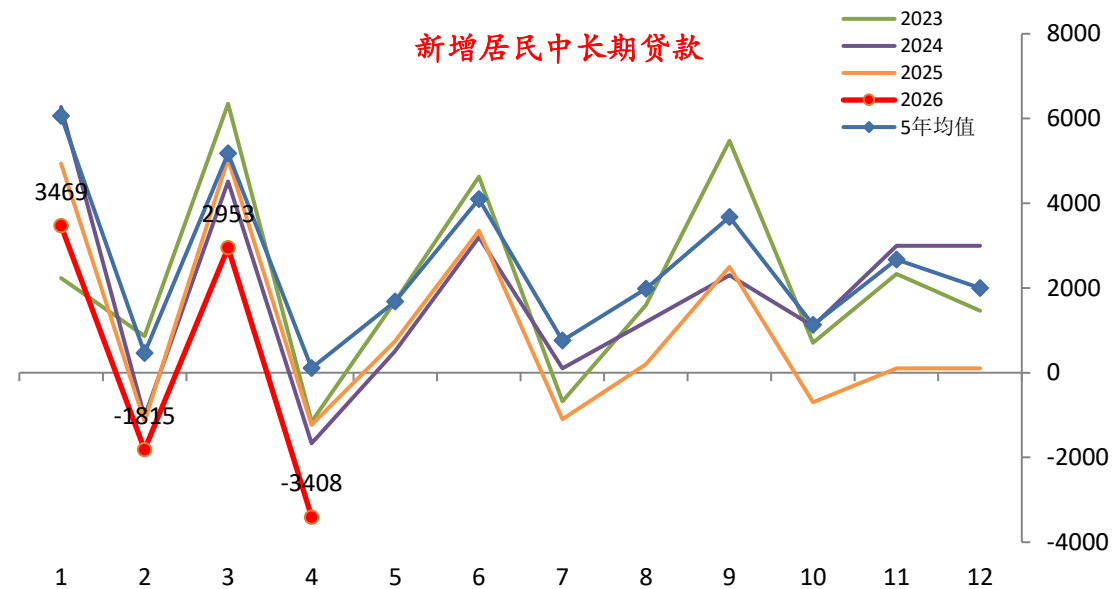
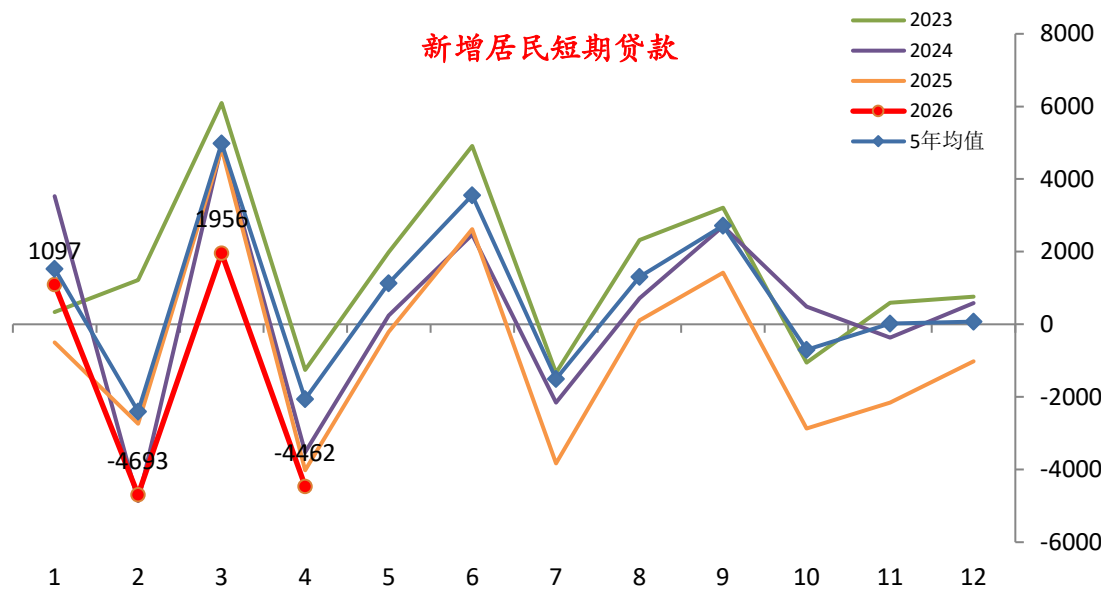


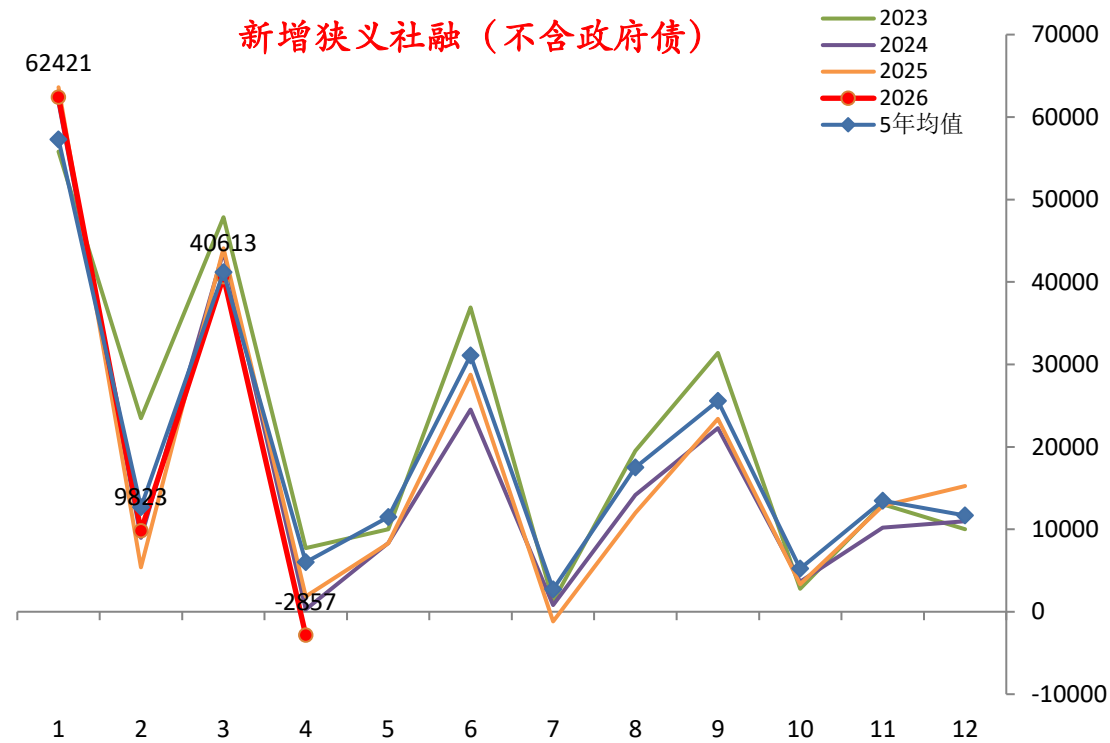
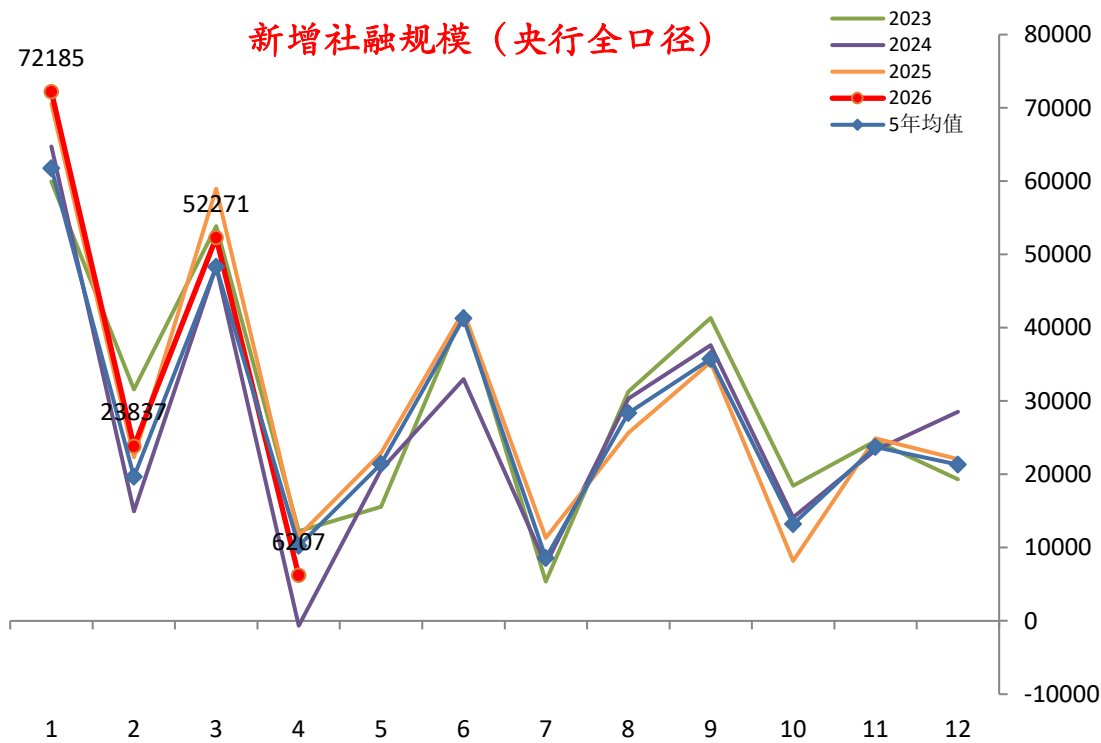
## 其他存对非金扩表



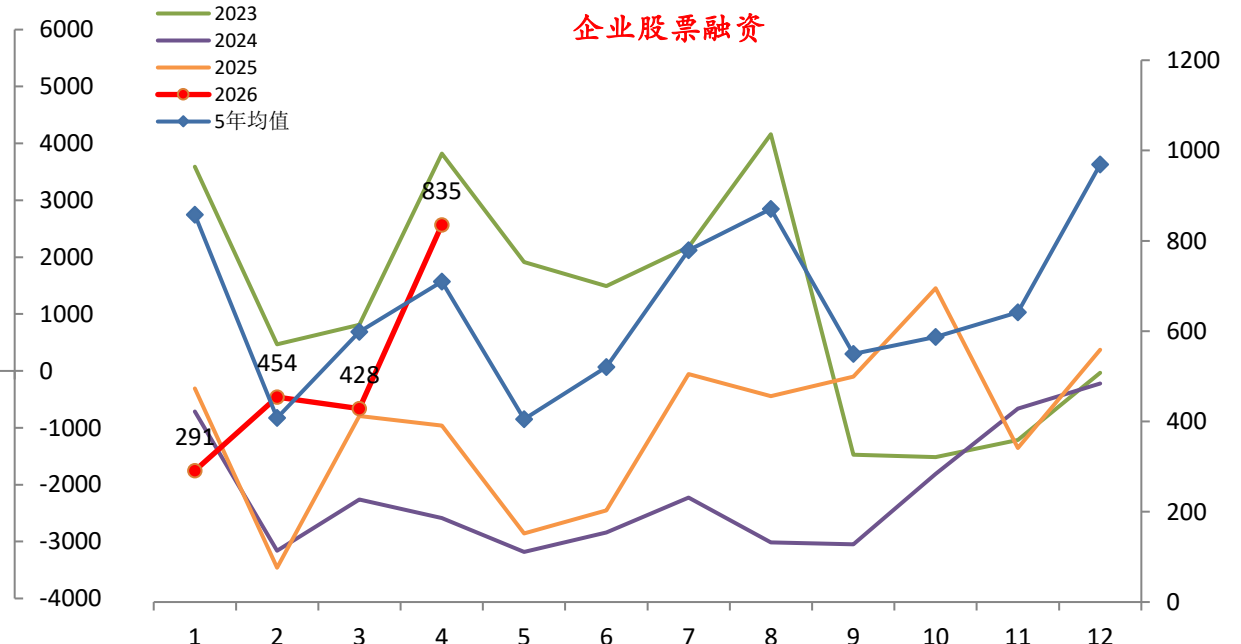
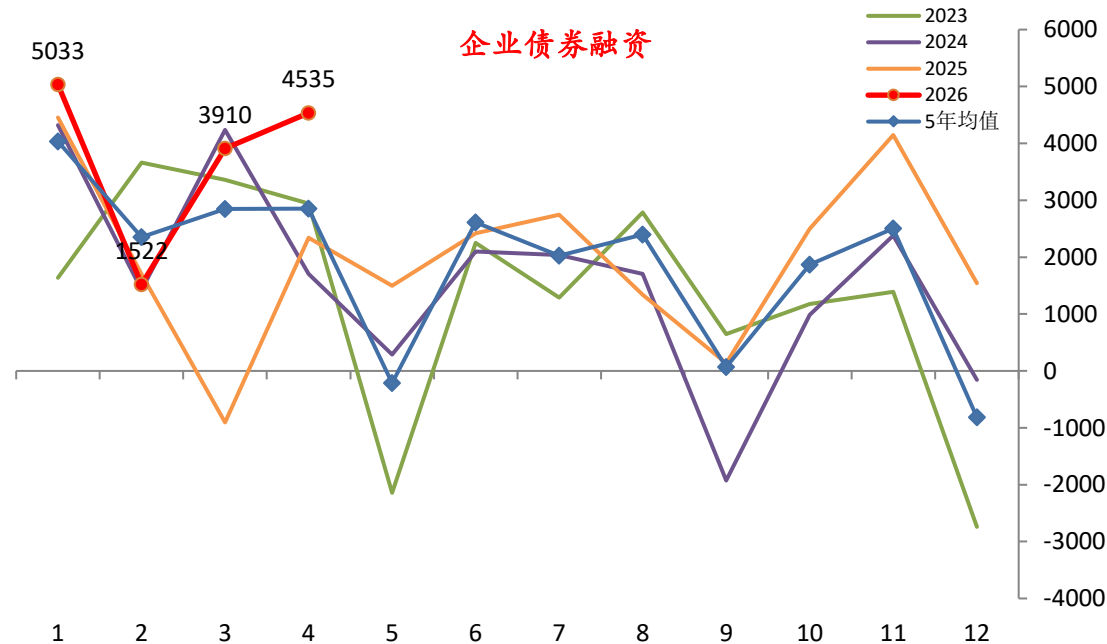
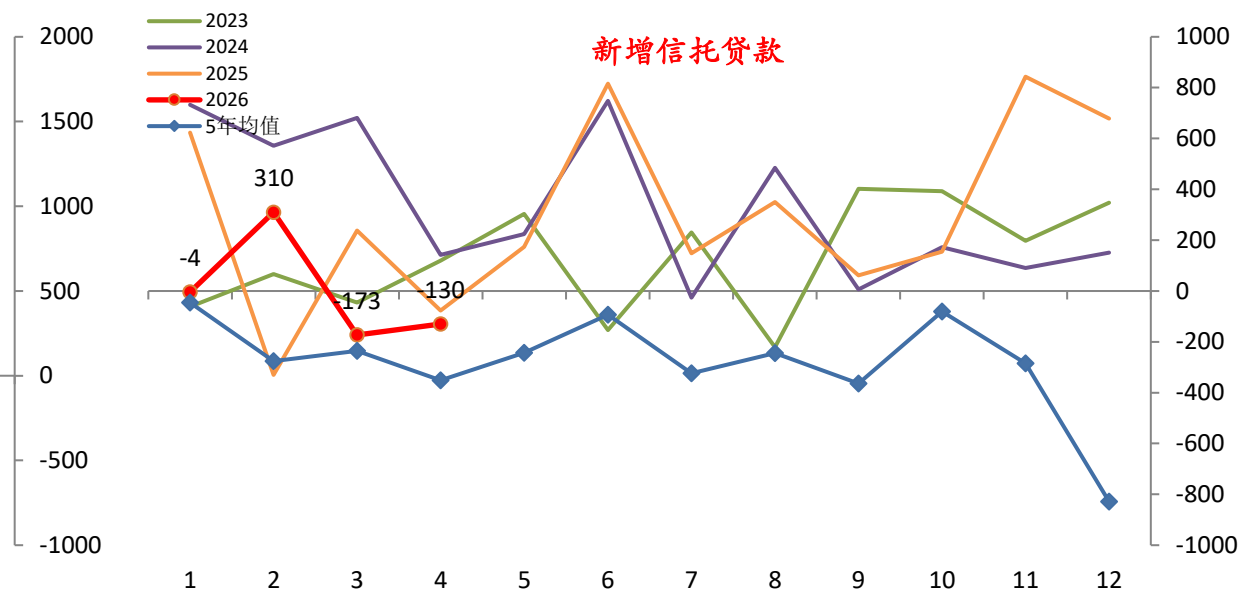
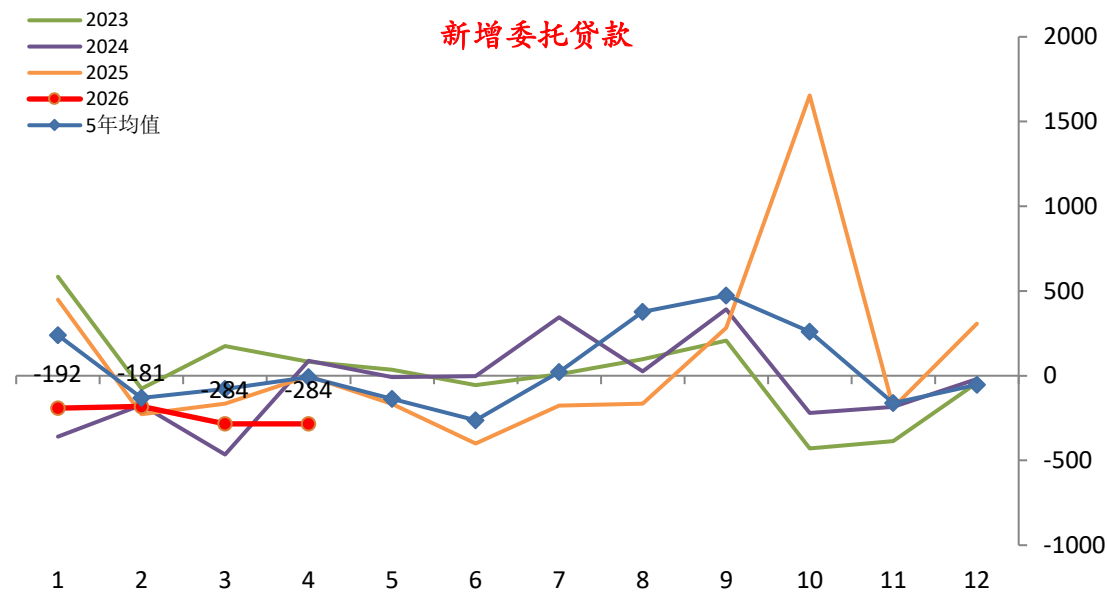
\*均为同比，政府债权（红色）位于右轴，其他位于左轴

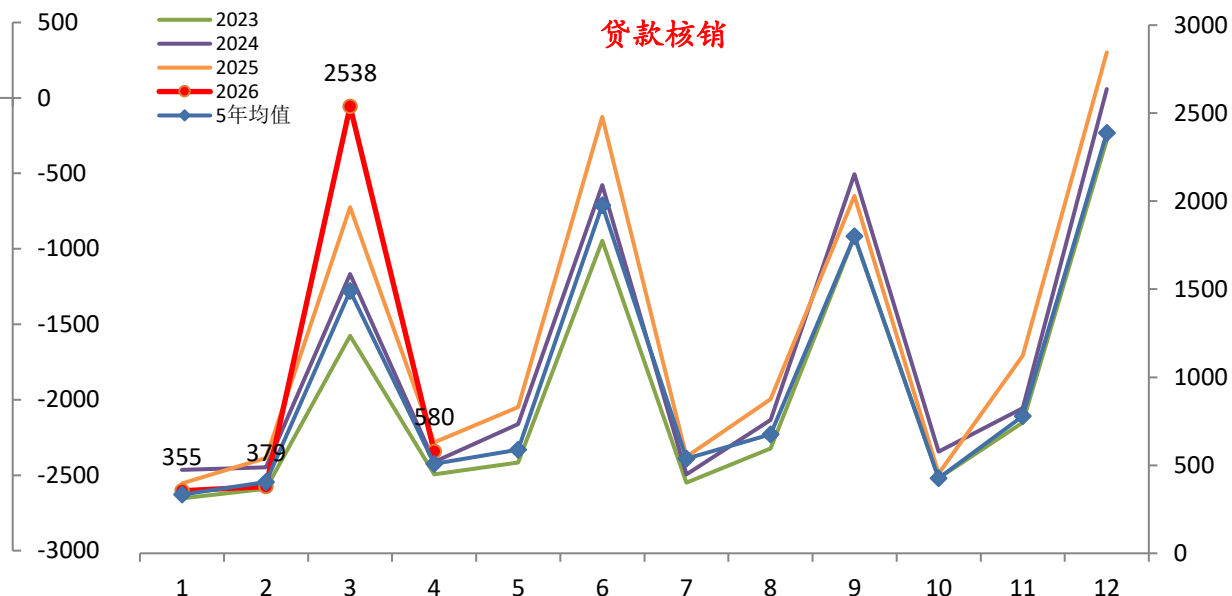
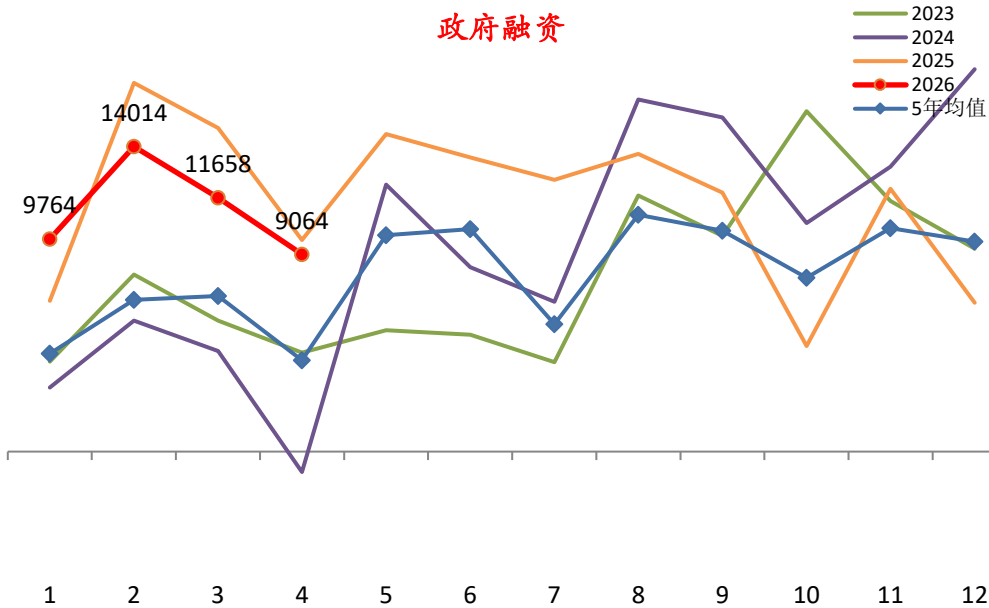
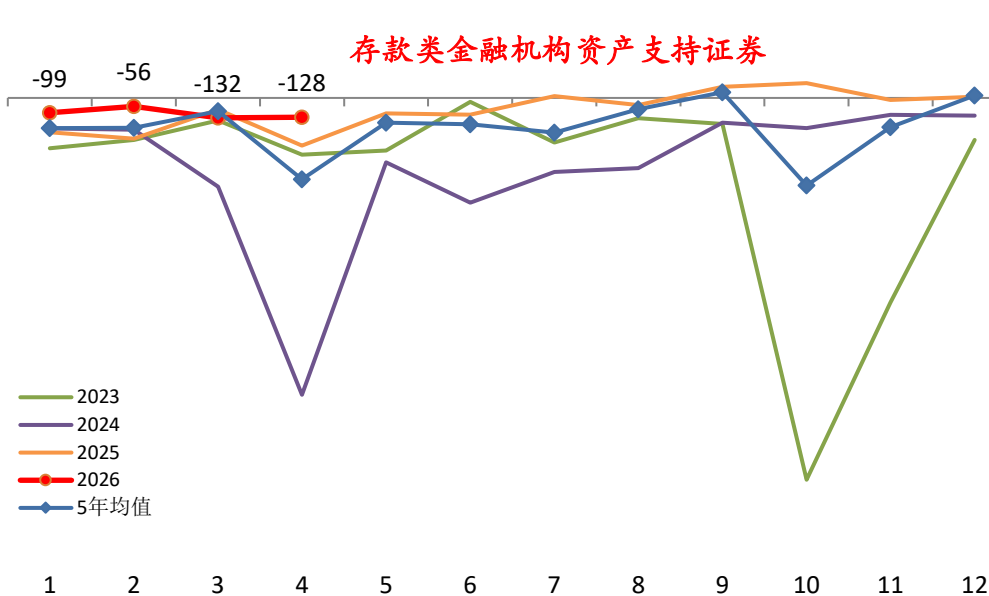




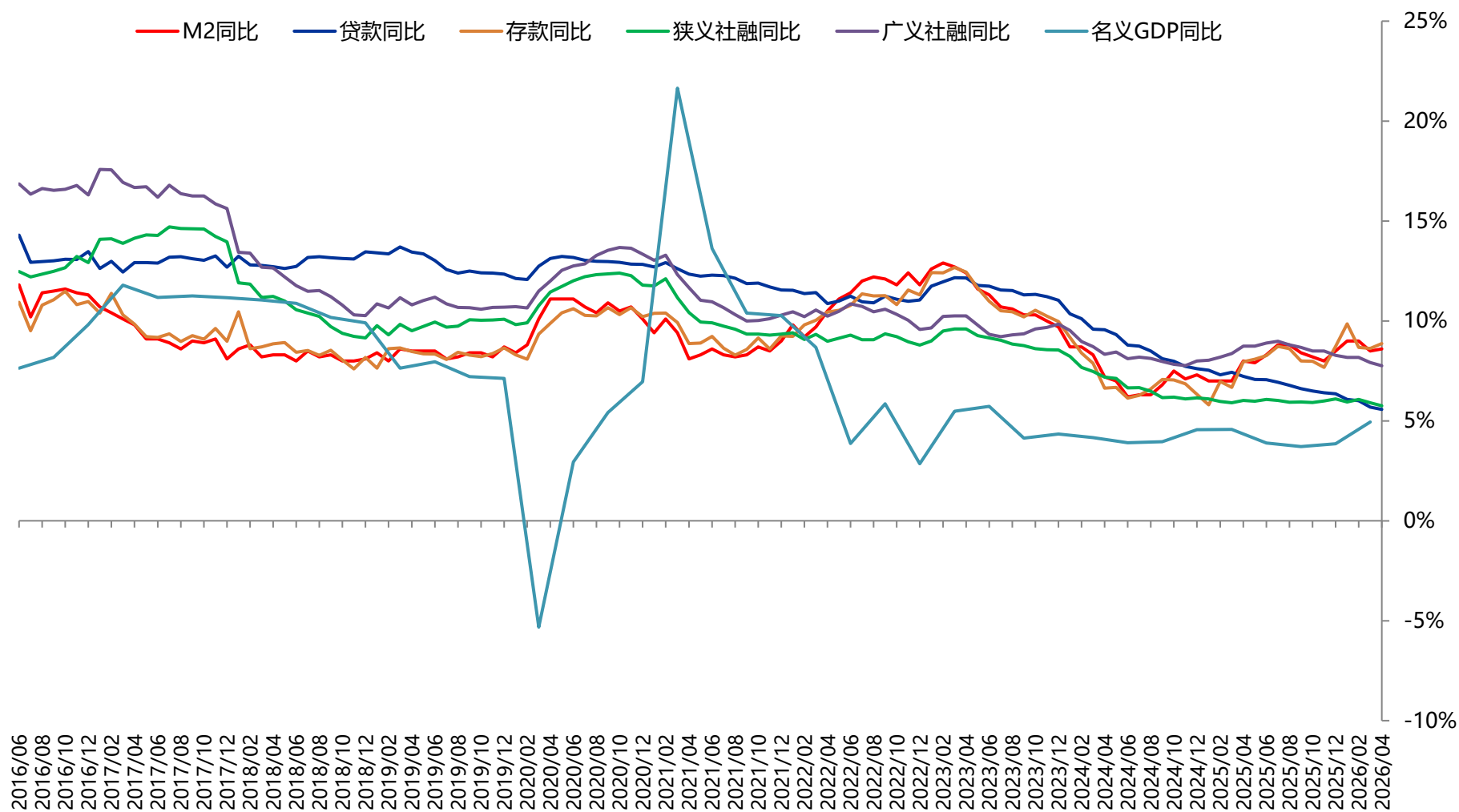


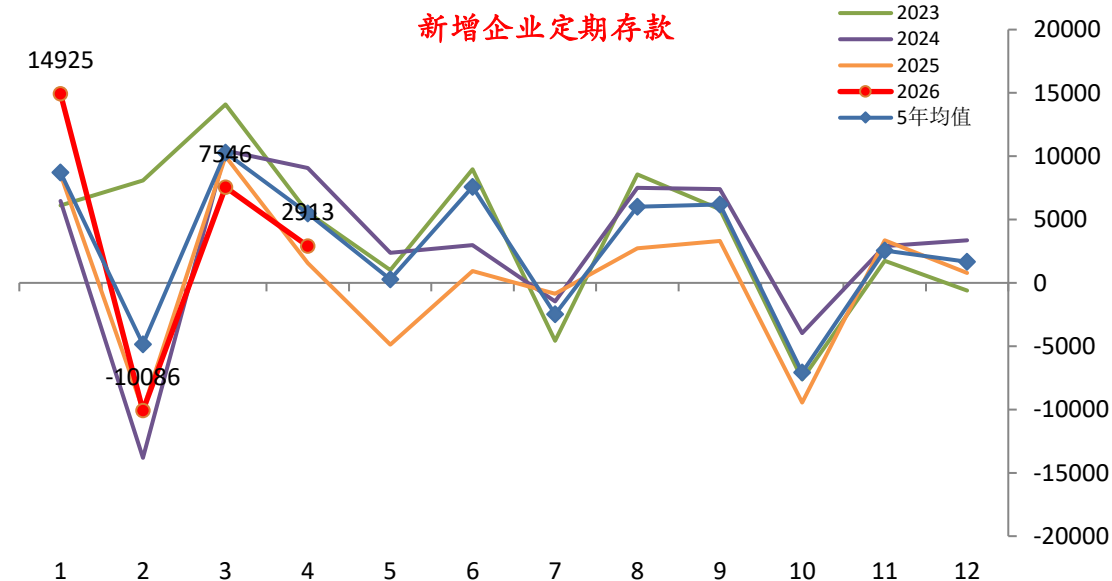
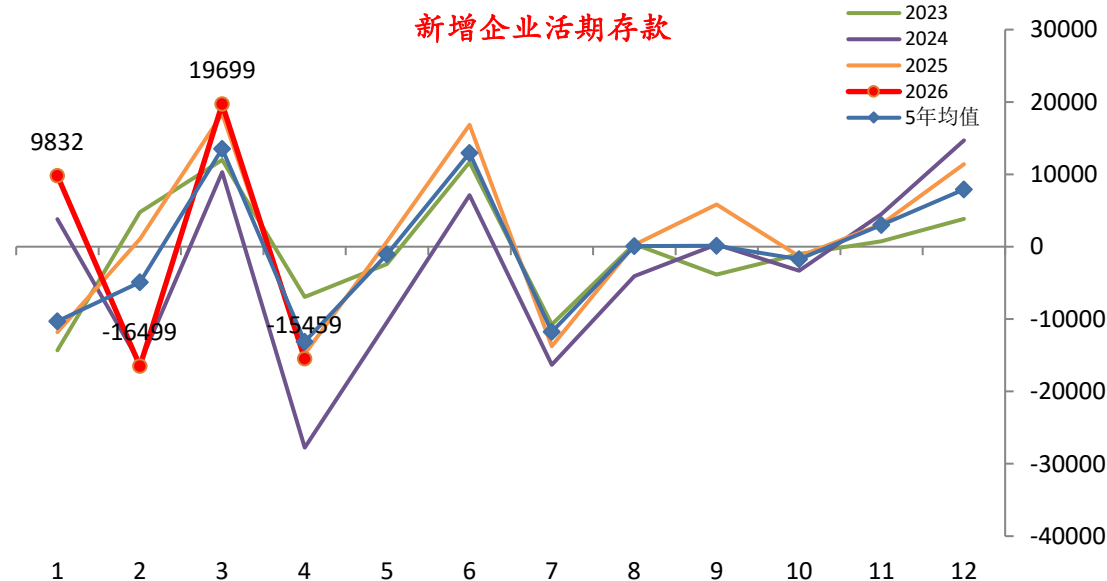
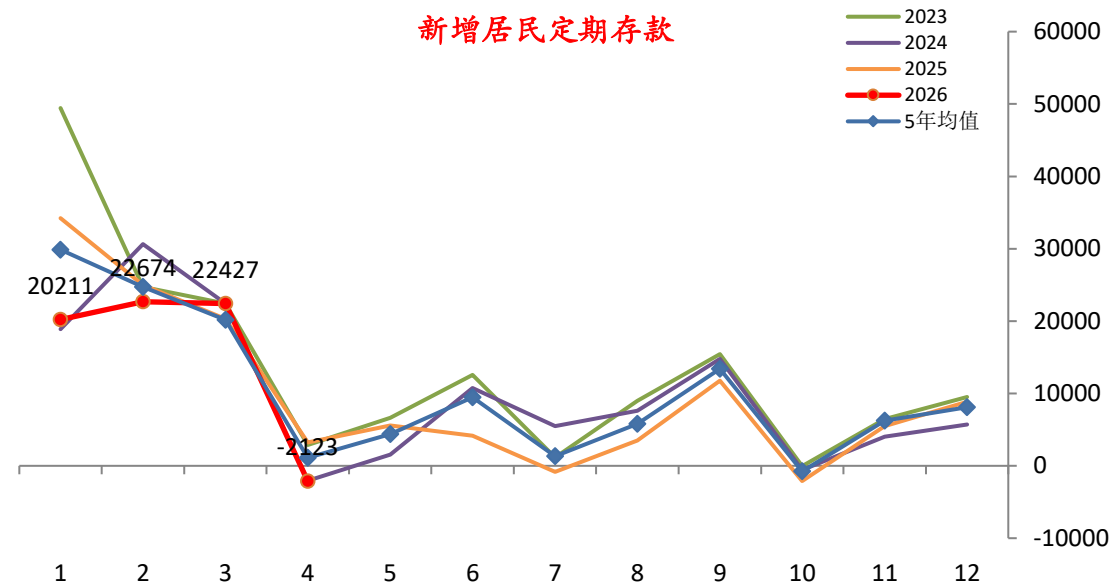
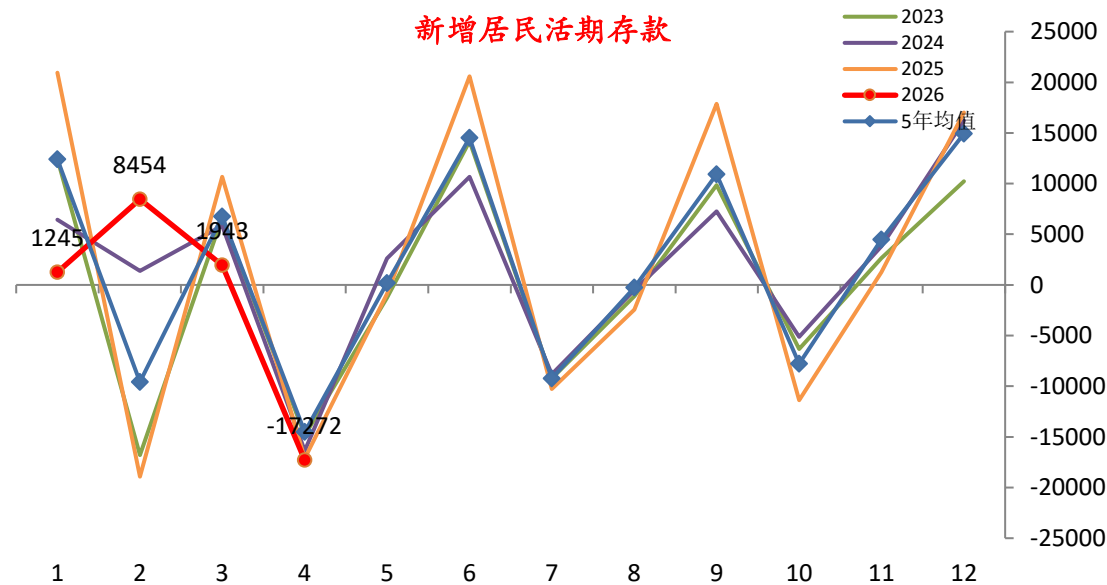
- 新口径下的社融可直接视作广义社融, 狭义社融=广义社融-政府债



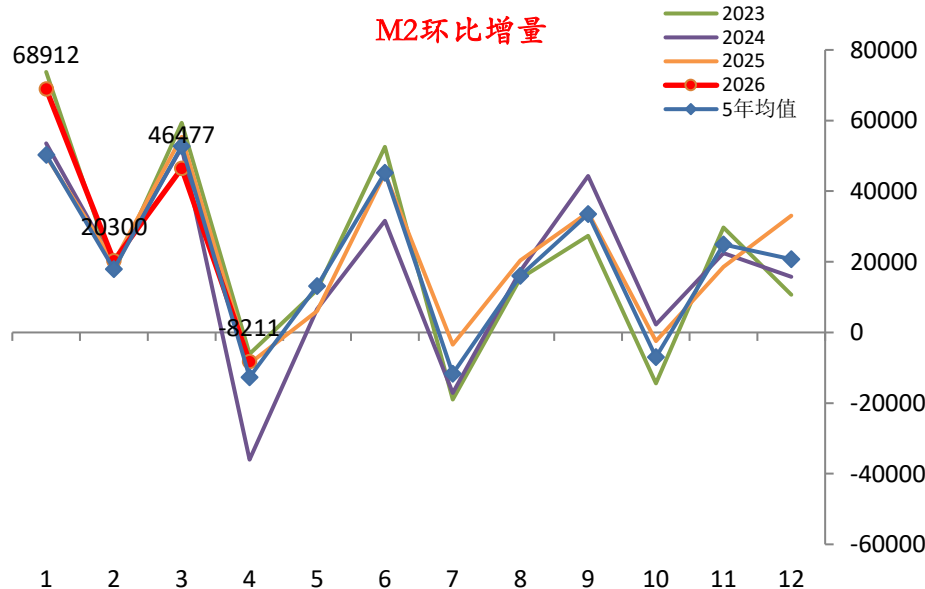
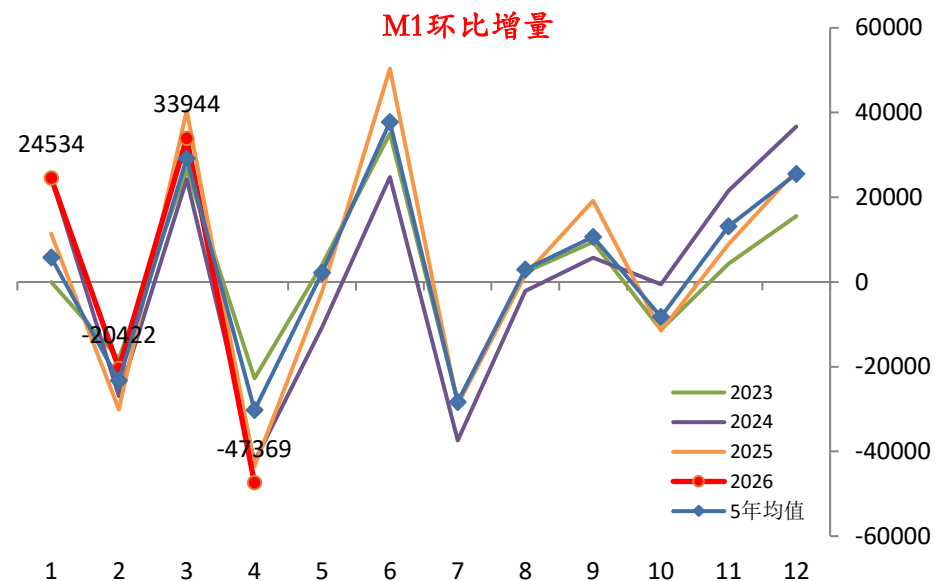
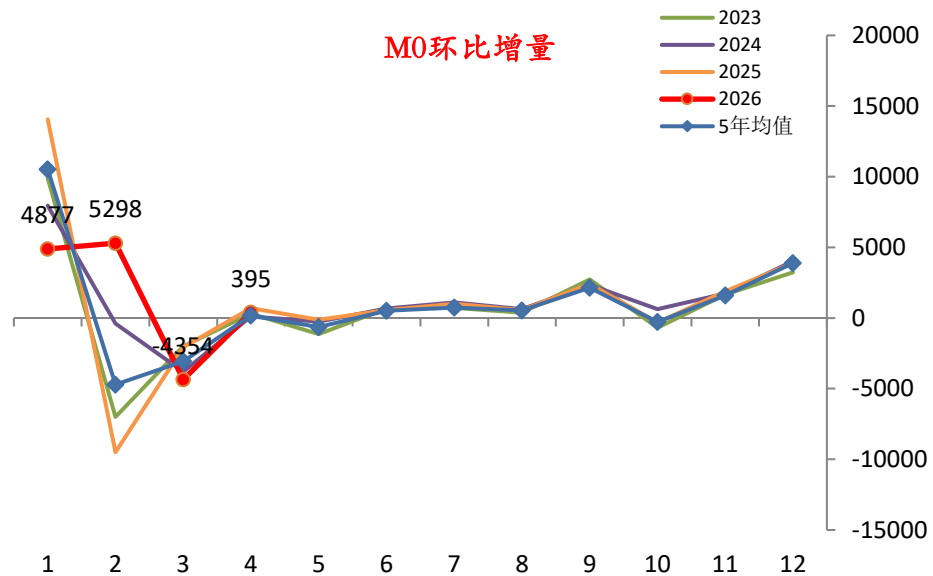


- 2019年12月起，人民银行进一步完善社会融资规模统计，将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标。指标数值为托管机构的托管面值。该数据与Wind中统计的国债+地方专项债+政府支持机构债略有差异。

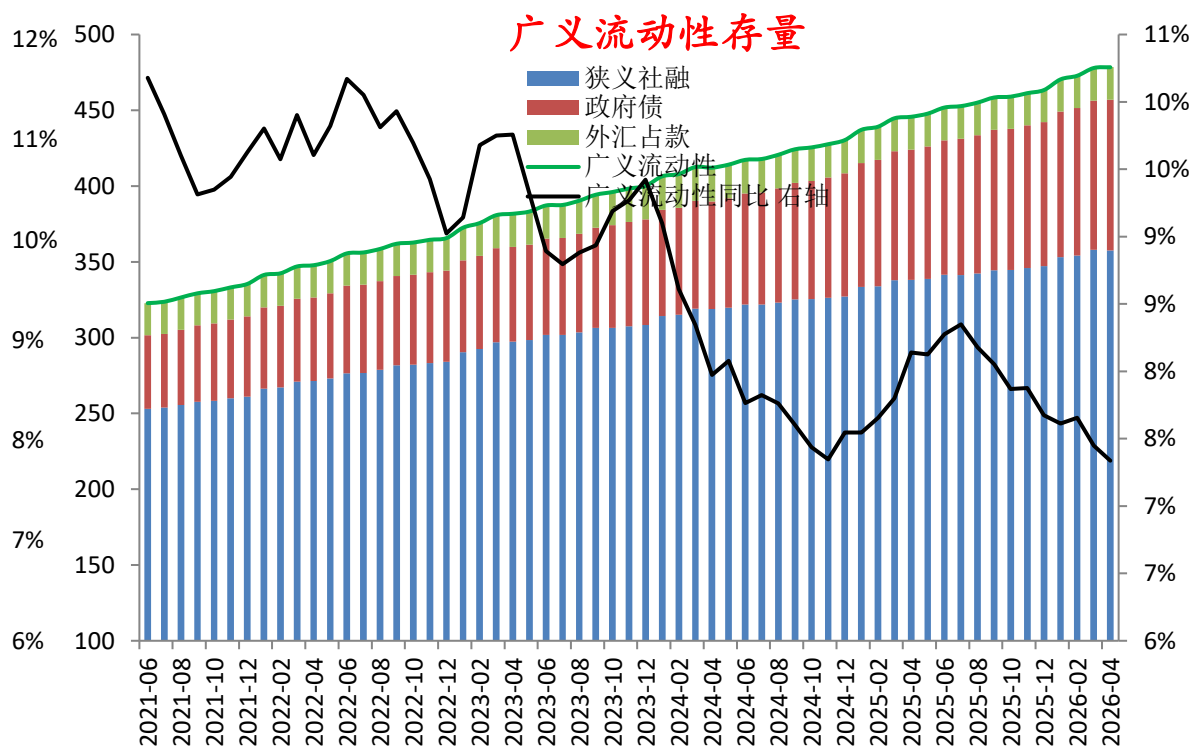
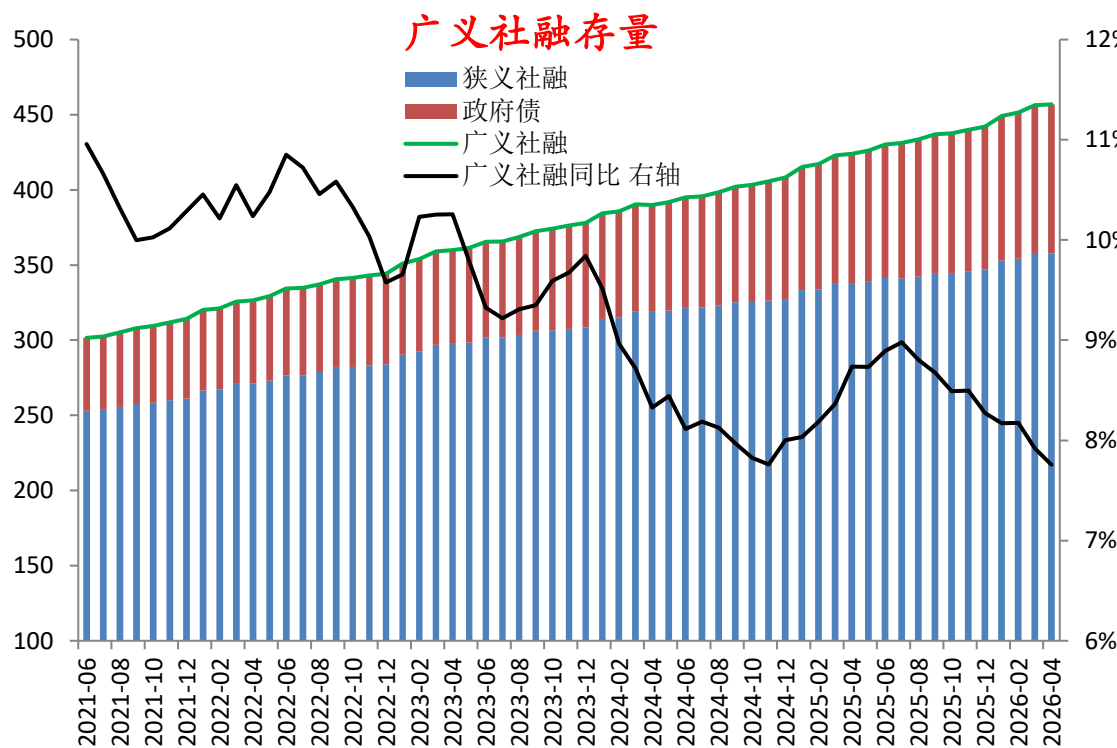




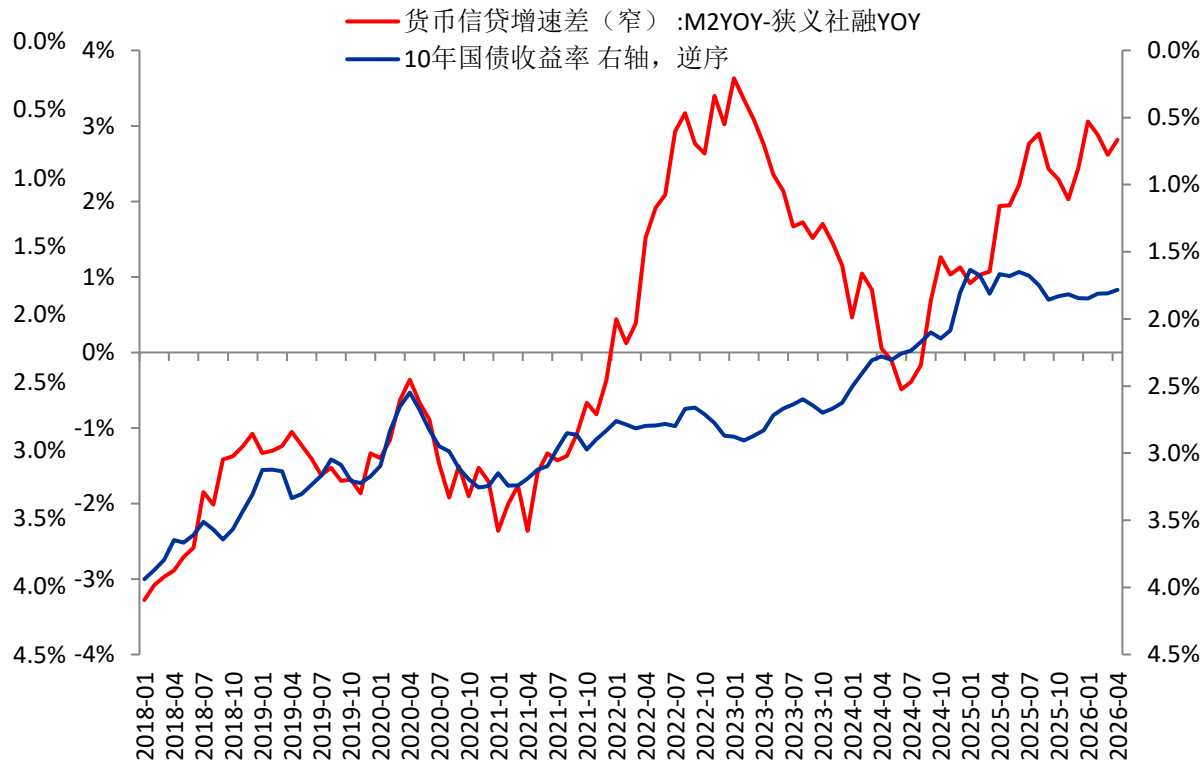
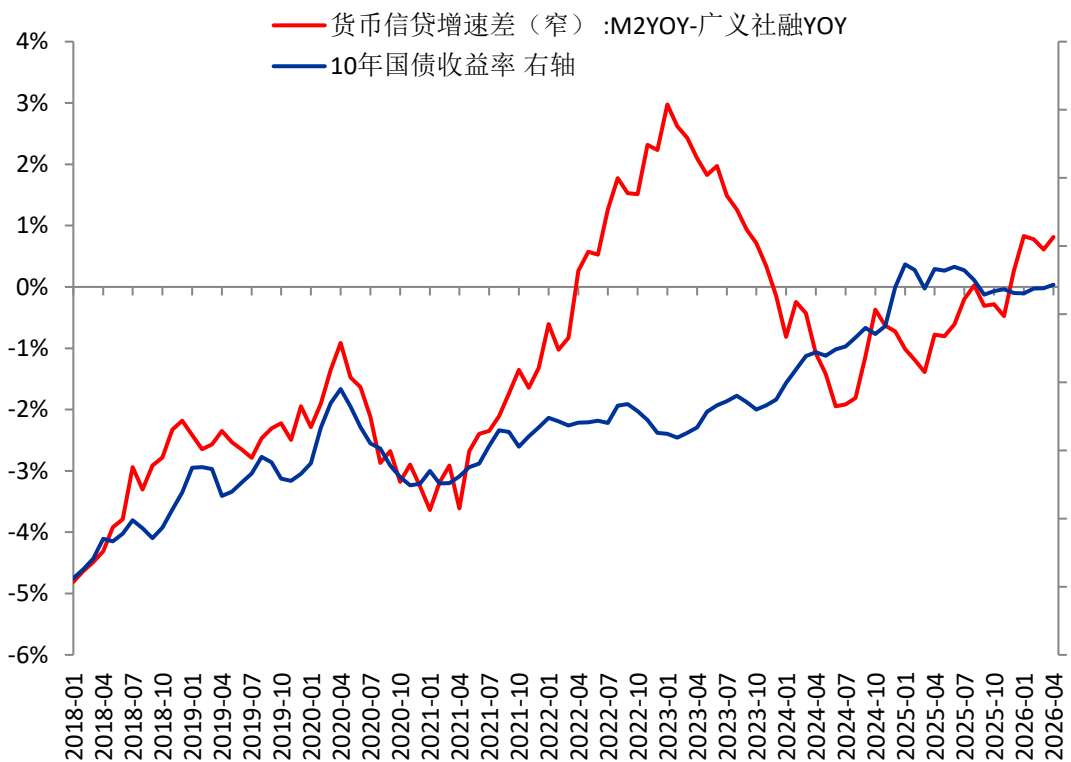
上图数据采用信贷收支表口径计算

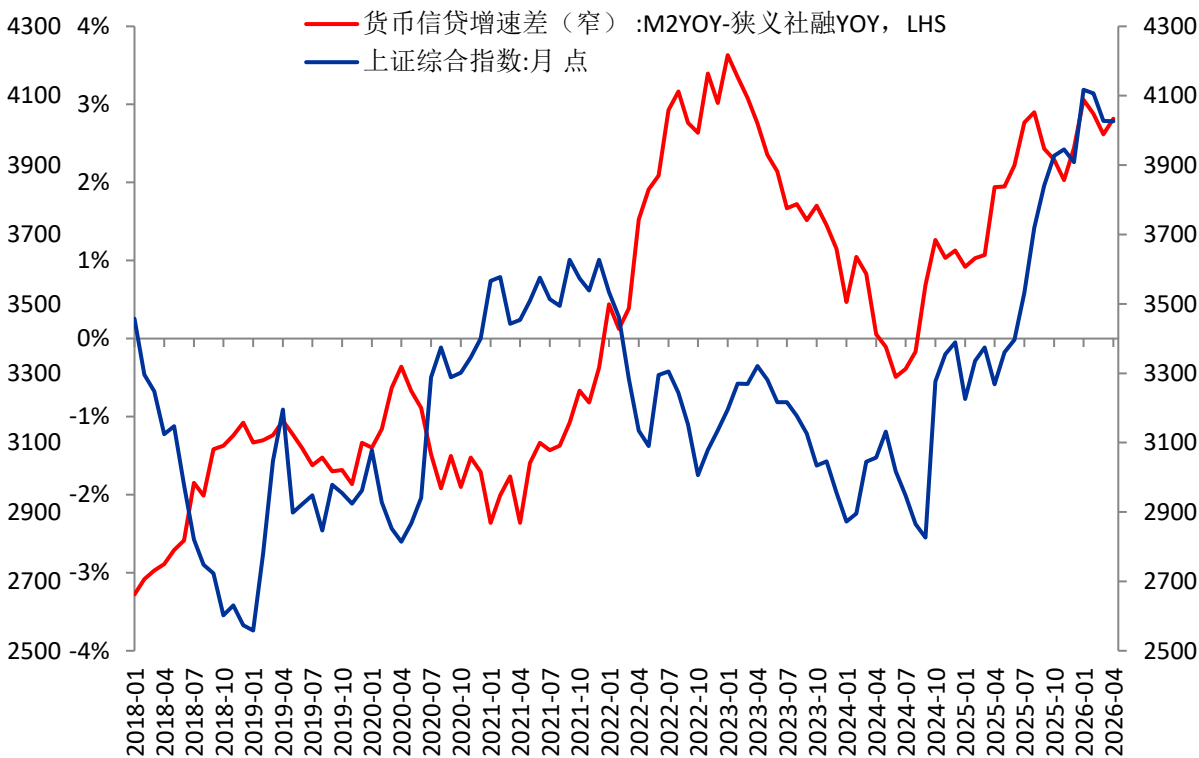
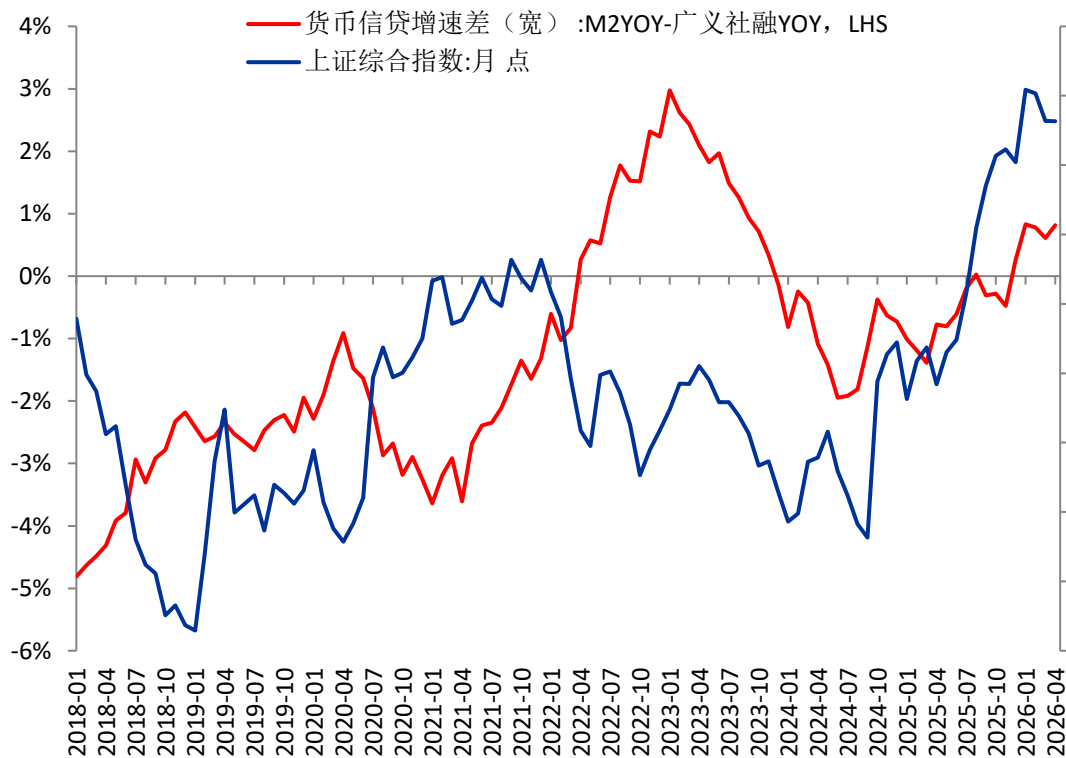


- 2022年12月起，“流通中货币(M0)”含流通中数字人民币。
- 2025年1月起，M1将包含个人活期存款、非银行支付机构客户备付金，成为实际上的“宽口径M1”。
- 上述M1计算依据：2024年1月后为官方数据，2023年12月前为原M1+居民活期+非金融机构存款。
- 如未特别说明，本报告涉及的M1存量、M1增量、M1环比、M1同比等历史数据，均按照上述口径进行计算。

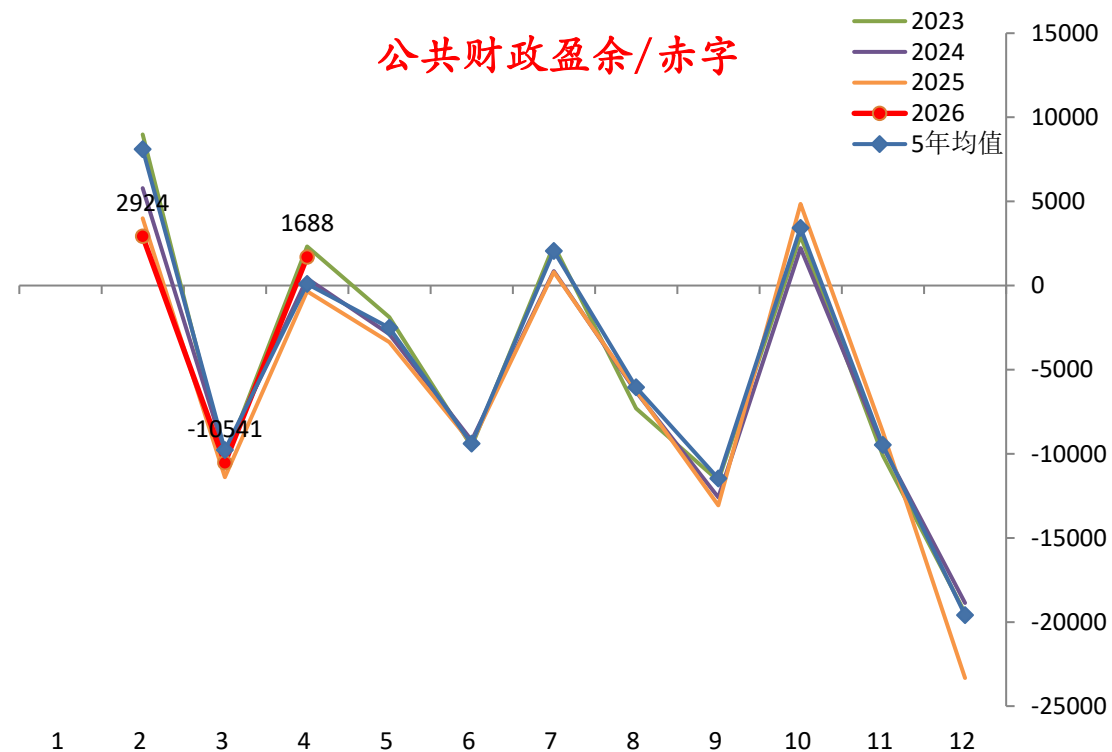
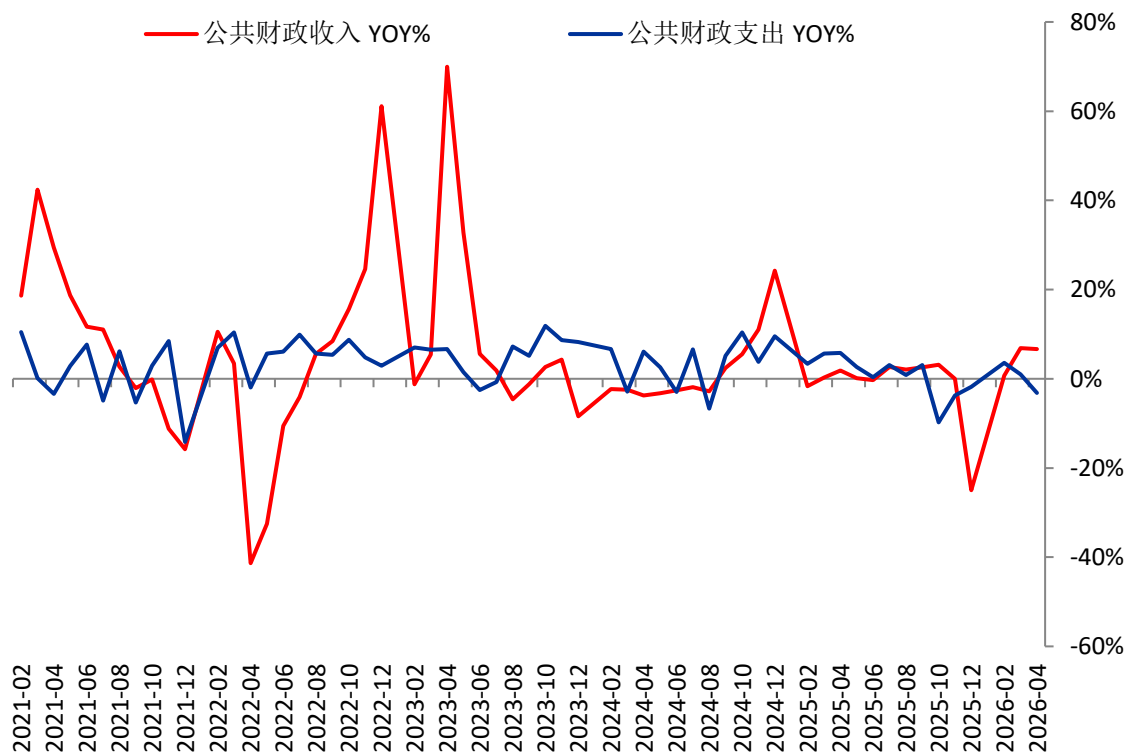


- 2019年12月央行口径调整后 (绝对数量和口径调整前可能有差异) :
- 2017年之后, 广义社融存量=央行口径社融存量
- 2017年之前, 广义社融存量=央行狭义社融存量+政府债券托管量
- 广义流动性=广义社融存量+外汇占款





- 4月全国公共财政收入累计增速上升至3.5%，支出累计增速继续放慢至1.3%。4月当月财政收、支增速分别为6.7%、-3.2%。
- 边际上看，财政收入仍明显超季节性，支出继续弱于季节性，财政盈余明显超季节性上行。
- 财政收入改善加速、支出略有走弱，均导致净支节奏放慢。其中主要是中央收入改善更为明显，但地方支出有所放缓。中央、地方净支出均不及季节性。



- 主要收入分项看，税收收入表现继续超季节性，非税收入仍弱于季节性。企业税收方面，增值税、所得税均好于季节性，但消费税好于季节性。外贸相关税收中，进口环节增值税和关税强于季节性，出口退税则明显弱于季节性。地产相关税收方面，城建维护税稍好于季节性，契税、土地增值税、房产税基本符合季节性。其他税收中，资源税、印花税明显超季节性，车辆购置税符合季节性。
- 总体上看，生产相关税收稳中有增、强势不改，价格上涨、产量稳定的支持依然存在，与名义GDP增速等改善，以及企业营收、利润修复等情况一致，尤其是上游行业受益更大。个人相关税收变动不大。出口退税继续加速从高位回落，减少退税率落地效果显著。地产税收维持弱势，关注部分地区房屋销售改善的后续影响。资本市场重新活跃则对印花税存在较大带动。

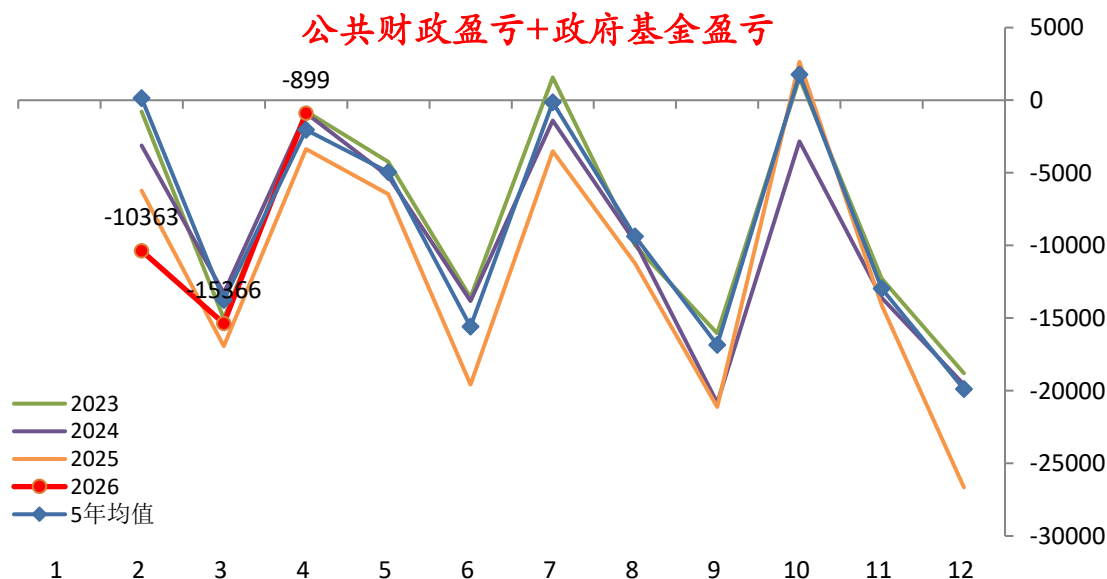
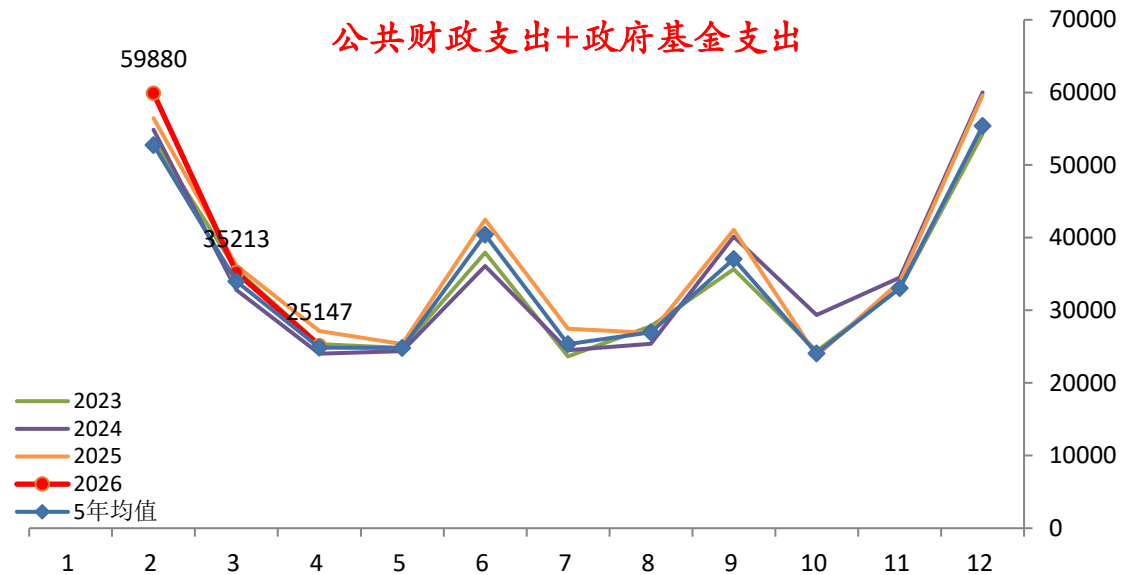
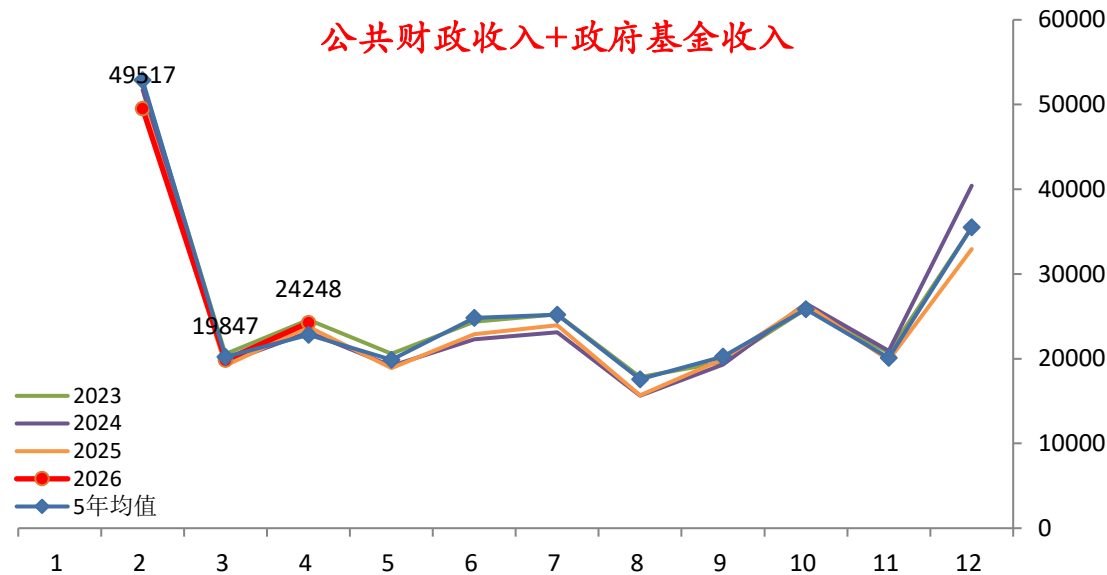
| 2026-04      | 当月值 (亿元) | 当月同比   | 上月同比   |
|--------------|----------|--------|--------|
| 公共财政收入       | 21791    | 6.7%   | 6.9%   |
| 中央财政收入       | 10483    | 9.2%   | 20.5%  |
| 地方本级财政收入     | 11308    | 4.4%   | 1.2%   |
| 税收收入         | 19592    | 8.2%   | 9.1%   |
| :国内增值税       | 6333     | 9.4%   | 5.5%   |
| :国内消费税       | 1296     | 1.3%   | 1.7%   |
| :进口环节增值税和消费税 | 1787     | 7.1%   | 12.9%  |
| :外贸企业出口退税    | -1629    | -4.4%  | 5.4%   |
| :企业所得税       | 6880     | 8.2%   | -13.8% |
| :个人所得税       | 1013     | 21.2%  | 188.7% |
| :资源税         | 332      | 9.2%   | 0.0%   |
| :城市维护建设税     | 502      | 6.1%   | 7.7%   |
| :房产税         | 888      | 7.8%   | 2.0%   |
| :关税          | 210      | 3.4%   | 13.8%  |
| :契税          | 303      | -12.4% | -22.9% |
| :车辆购置税       | 185      | 8.2%   | 22.8%  |
| :土地增值税       | 248      | -19.0% | -24.5% |
| :城镇土地使用税     | 378      | 5.9%   | 1.3%   |
| :耕地占用税       | 61       | 3.4%   | -1.8%  |
| :环境保护税       | 49       | -2.0%  | 71.4%  |
| :印花税         | 646      | 19.9%  | 21.2%  |
| :证券交易印花税     | 202      | 62.9%  | 35.3%  |
| :其他税收        | 110      | 6.8%   | -7.8%  |
| 非税收入         | 2199     | -5.3%  | 2.2%   |

| 2026-04      | 累计值 (亿元) | 累计同比   | 累计占比   |
|--------------|----------|--------|--------|
| 公共财政收入       | 83404    | 3.5%   | 100.0% |
| 中央财政收入       | 35474    | 4.6%   | 42.5%  |
| 地方本级财政收入     | 47930    | 2.7%   | 57.5%  |
| 税收收入         | 68097    | 3.9%   | 81.6%  |
| :国内增值税       | 27806    | 5.9%   | 33.3%  |
| :国内消费税       | 6286     | -3.3%  | 7.5%   |
| :进口环节增值税和消费税 | 6375     | 11.2%  | 7.6%   |
| :外贸企业出口退税    | -9540    | 4.7%   | -11.4% |
| :企业所得税       | 17249    | -0.5%  | 20.7%  |
| :个人所得税       | 6031     | 12.2%  | 7.2%   |
| :资源税         | 1099     | 6.9%   | 1.3%   |
| :城市维护建设税     | 1954     | 3.3%   | 2.3%   |
| :房产税         | 2185     | 7.8%   | 2.6%   |
| :关税          | 761      | 10.9%  | 0.9%   |
| :契税          | 1370     | -15.3% | 1.6%   |
| :车辆购置税       | 767      | 13.3%  | 0.9%   |
| :土地增值税       | 1522     | -15.6% | 1.8%   |
| :城镇土地使用税     | 1049     | 3.8%   | 1.3%   |
| :耕地占用税       | 546      | -0.7%  | 0.7%   |
| :环境保护税       | 134      | 11.7%  | 0.2%   |
| :印花税         | 2063     | 27.8%  | 2.5%   |
| :证券交易印花税     | 935      | 74.8%  | 1.1%   |
| :其他税收        | 440      | 0.9%   | 0.5%   |
| 非税收入         | 15307    | 1.6%   | 18.4%  |

- 主要支出分项再现分化。其中教育、节能环保符合季节性，社保就业、城乡社区事务农林水务弱于季节性，卫生健康、交通运输、科学技术、文旅传媒好于季节性。
- 支出分项变动不一，部分基建相关分项走弱有走弱迹象，与同期基建表现一致。一定程度上也是一季度支出过快的修复。总体上看收入好转对支出持续性仍有支持。

| 2026-04    | 当月值 (亿元) | 当月同比   | 上月同比   |
|------------|----------|--------|--------|
| 公共财政支出     | 20103    | -3.2%  | 1.0%   |
| 中央本级财政支出   | 3761     | 5.5%   | 5.7%   |
| 地方财政支出     | 16342    | -5.0%  | 0.3%   |
| :教育        | 3189     | -1.3%  | 3.2%   |
| :科学技术      | 974      | 2.3%   | 1.7%   |
| :文化体育与传媒   | 248      | -6.8%  | -8.6%  |
| :社会保障和就业   | 3294     | 0.4%   | 9.5%   |
| :医疗卫生与计划生育 | 1756     | 8.8%   | 4.2%   |
| :节能环保      | 284      | -26.2% | -11.2% |
| :城乡社区事务    | 1127     | -17.1% | -5.8%  |
| :农林水事务     | 1141     | -21.6% | -14.4% |
| :交通运输      | 658      | -11.4% | -1.9%  |
| :债务付息      | 1060     | -9.2%  | 1.6%   |

| 2026-04    | 累计值 (亿元) | 累计同比   | 累计占比   |
|------------|----------|--------|--------|
| 公共财政支出     | 94809    | 1.3%   | 100.0% |
| 中央本级财政支出   | 12910    | 5.1%   | 13.6%  |
| 地方财政支出     | 81899    | 0.7%   | 86.4%  |
| :教育        | 14404    | -0.5%  | 15.2%  |
| :科学技术      | 2901     | -1.8%  | 3.1%   |
| :文化体育与传媒   | 1056     | -4.9%  | 1.1%   |
| :社会保障和就业   | 18079    | 7.3%   | 19.1%  |
| :医疗卫生与计划生育 | 8310     | 11.4%  | 8.8%   |
| :节能环保      | 1572     | -6.8%  | 1.7%   |
| :城乡社区事务    | 6660     | -1.2%  | 7.0%   |
| :农林水事务     | 5691     | -10.2% | 6.0%   |
| :交通运输      | 3676     | -3.6%  | 3.9%   |
| :债务付息      | 4283     | 6.5%   | 4.5%   |



- 总体上看，4月财政净支出节奏继续放缓，此前一季度财政净支出大幅加速对经济的支持作用减弱，预算内和广义财政均有一定影响。但我们仍强调，今年财政端逻辑重点在于狭义财政内生性修复，且3月至4月数据已经开始显现，未来该情况不变，是后期财政支出的最重要带动。而广义财政外生性增长仍存不确定性，仍需等待土地出让金这一前置条件改善。节奏上看，4月财政发力弱于预期，对应4月多数经济数据弱于预期的情况。但二季度中后期或三季度财政仍将发力，对经济短期支持程度将改善。

## 总体定调

- “主要指标好于预期，彰显强大韧性和活力”（一季度GDP增速5.0%超预期），**整体态度偏向乐观。**
- “经济持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，“以更大力度和更实举措抓好经济工作”，显示**政策仍有延续性**，不会因为近期经济走好而撤出。

## 财政和货币政策

- 货币政策方面，“精准有效实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，相较于12月，财政、货币政策基调不变，但**强调“精准有效”**，暗示全面宽松可能性下降。事实上，**近期市场资金面已经极为宽松**，且**两会政策层面也表明**，近期出台**降息、降准等全面宽松概率不高**。
- 财政政策方面，强调“优化财政支出结构”，仍是贯彻**定向、结构性政策而非全面政策**的思路，与货币政策情况一致。
- 我们仍强调，今年经济周期转向上，各项宽松政策难以大幅加码。（两会确定，财政增量不及去年，货币政策跟进动能也不高，**除非外部风险超预期放大**，如去年4月贸易战5月全面宽松）

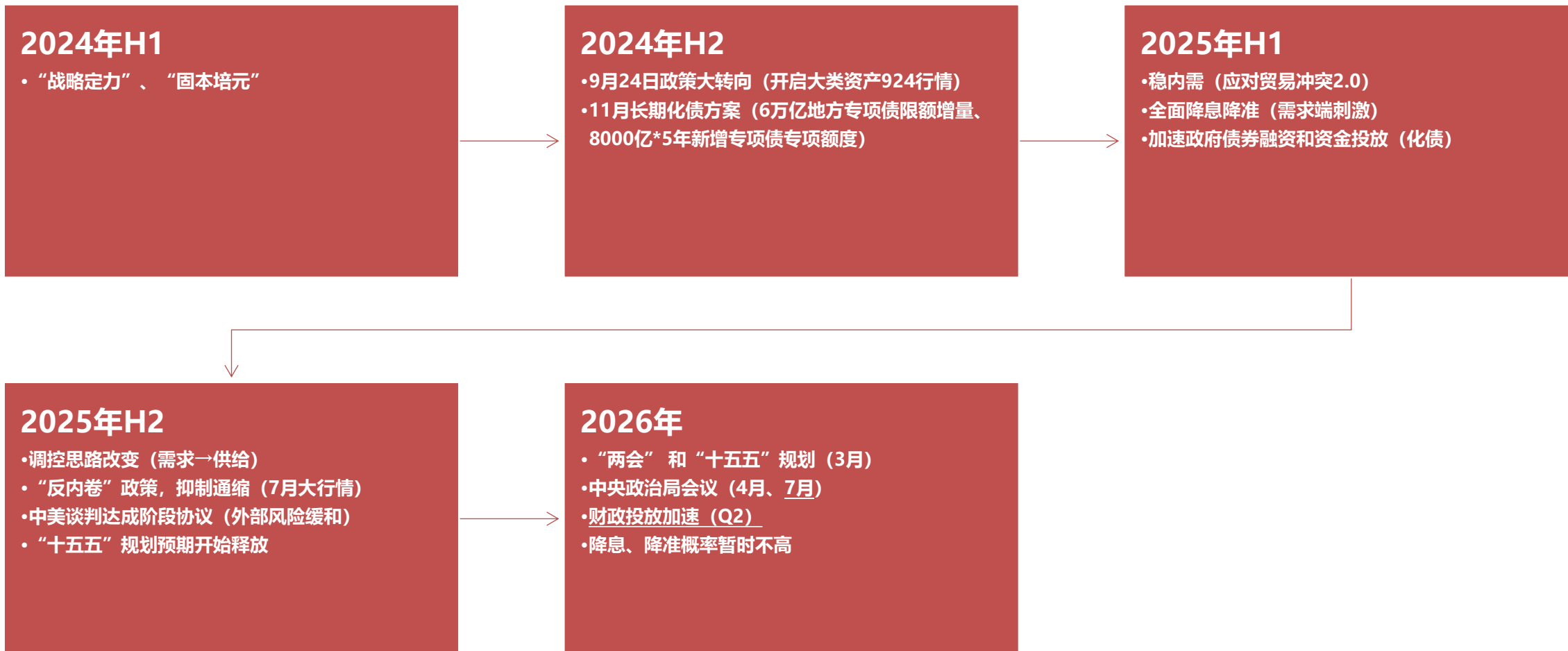
## 其他工作要求

- “系统应对外部冲击挑战”，该表述未出现在首段（2025年4月政治局会议公告首段即强调“...外部冲击影响加大。要强化底线思维...”），表明决策层仍为目前**海外局势对国内影响次要、可控**。仅提到“提高能源资源安全保障水平”。
- 要求“推动条件成熟的重大工程项目开工”，对应今年是“**十五五**”首年，**并不缺乏项目**的现状（2021年7月政治局会议对“十四五”首年有类似要求）。结合资金面情况看，预计**今年基建仍将是支持经济的重要力量**。
- 产业方面，继续强调“深入整治“内卷式”竞争”，**反内卷政策仍将延续**，并对部分行业产生持续影响。
- 提出“努力稳定房地产市场”，与去年提法（“巩固房地产市场稳定态势”）类似。一季度后期部分城市地产销售好转能否延续、扩大，需要继续关注，**地产市场阶段性企稳概率有所上升**。但我们认为目前地产市场政策继续全面放松可能性不高，仍将以地方结构性政策为主。
- 此外，特别提及“**稳定生猪等农产品价格**”。或显示决策层已经注意到农产品价格的负面影响（今年以来猪价连续下挫，期货价格4月初刷新低点）。随着**PPI反弹趋势已成，CPI再通胀或将成为下一个政策发力点**。

## 市场反应与预期

- 此次会议消息盘中公布，且仍然**弱于预期**，短线存在利空影响（消息公布后股指、有色金属等跌幅扩大），但**市场对此次会议期待不强，盘中或已完成定价**。
- 近期仍需关注**美联储4月会议（周四传导至国内）、海外地缘政治风险（尤其是五一假期期间）**影响。

- 基本思路：财政政策主导、先行，货币政策配合、补充。
- 年内全面宽松概率暂时不高。





CONTENT  
目录

第一部分 经济基本面与宏观供需

第二部分 价格水平变动情况

第三部分 货币与财政政策

第四部分 汇率与商品市场波动

二季度以来情况显示，人民币汇率总体延续升值走势。CFETS、BIS、SDR等篮子下主要人民币汇率指数全面走高。从美元兑人民币汇率节奏上看，二季度基本延续震荡升值走势，其中4月涨幅相对更大，5月进一步刷新高点，离岸人民币汇率升至6.78左右高位。

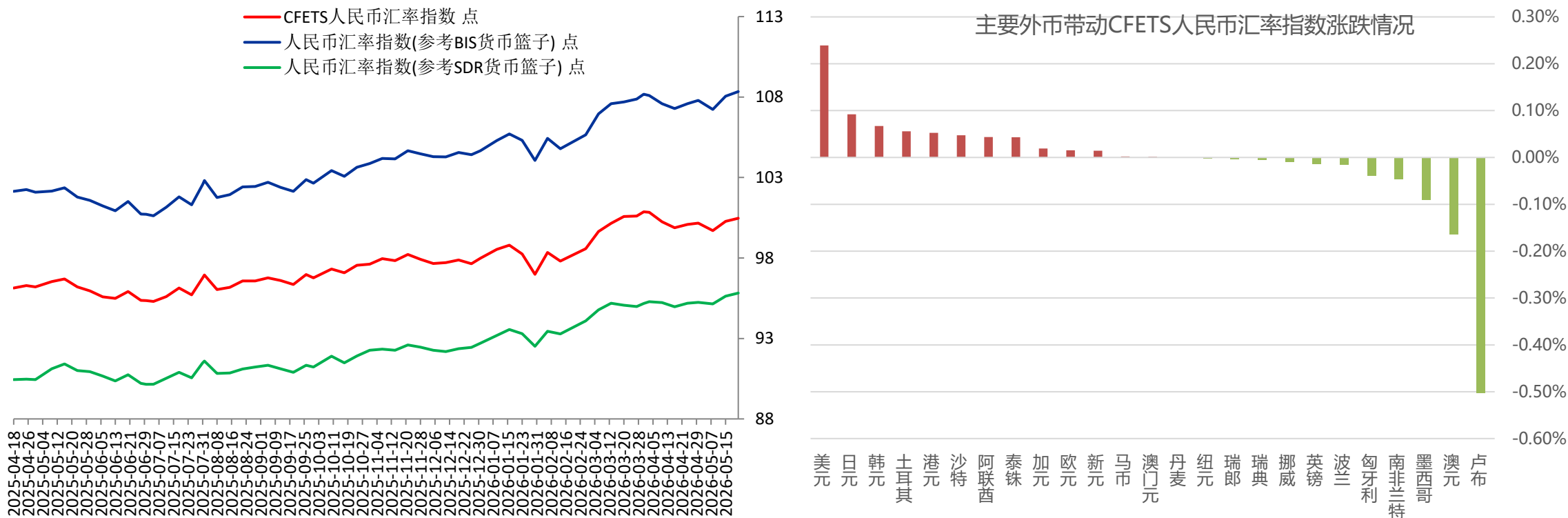
企业结汇的增量流动性虽然不及一季度，但对汇率仍存在支持作用。中美经济预期差也有正向影响。外汇占款增长继续显示央行直接影响汇率的迹象。流动性指标总体利多回落。

政策方面，央行稳汇率政策、双向可控波动目标不变。随着汇率继续走升，中间价稳汇率4月开始再度增强。

后期来看，地缘政治风险下降，结汇节奏放慢，人民币或延续震荡升值走势。未来关注国际油价波动和美联储降息预期变动对美元自身的影响，以及对人民币汇率的间接冲击。

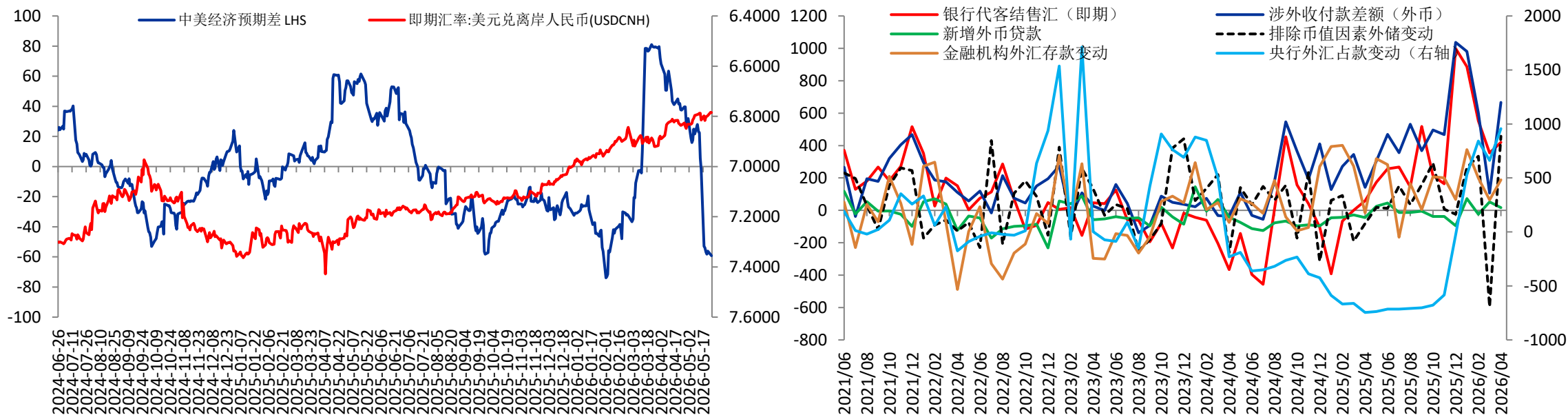
我们认为，后期人民币汇率总体仍将维持强势，延续震荡上涨格局，年内高点或位于6.70-6.75附近，且不排除未来上调可能性。

- 二季度以来情况显示，人民币汇率总体延续升值走势。CFETS、BIS、SDR等篮子下主要人民币汇率指数全面走高。从CFETS篮子来看，人民币相对主要货币涨跌互现。其中相对美元、日元、韩元、土耳其里拉港元、沙特第纳尔等升值较多，相对卢布、澳元、墨西哥元、南非兰特、匈牙利福林则继续走弱。
- 从美元兑人民币汇率节奏上看，二季度基本延续震荡升值走势，其中4月涨幅相对更大，5月进一步刷新高点，离岸人民币汇率升至6.78左右高位。

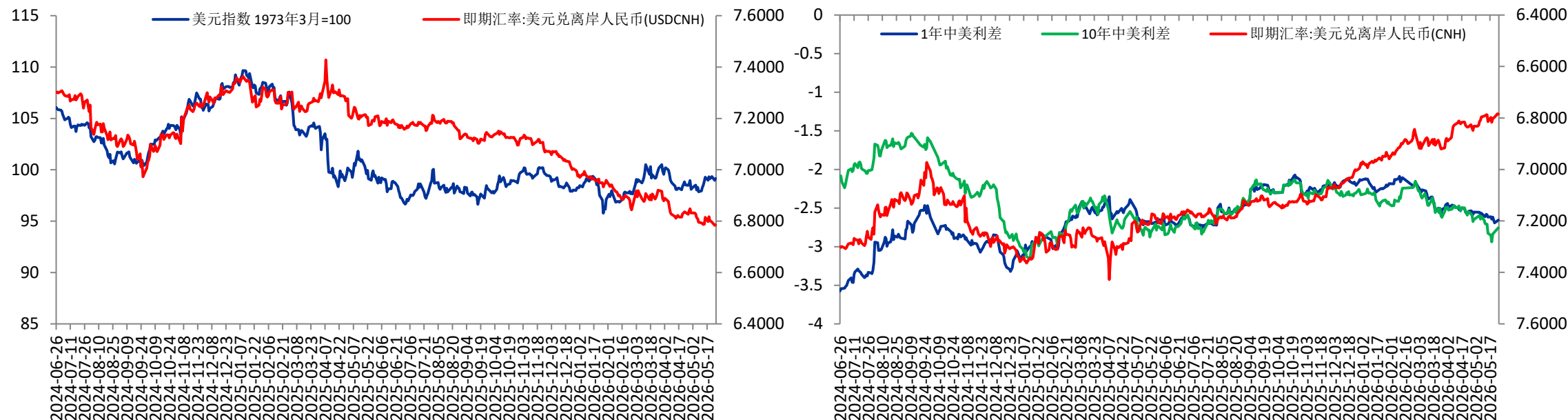


• 数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

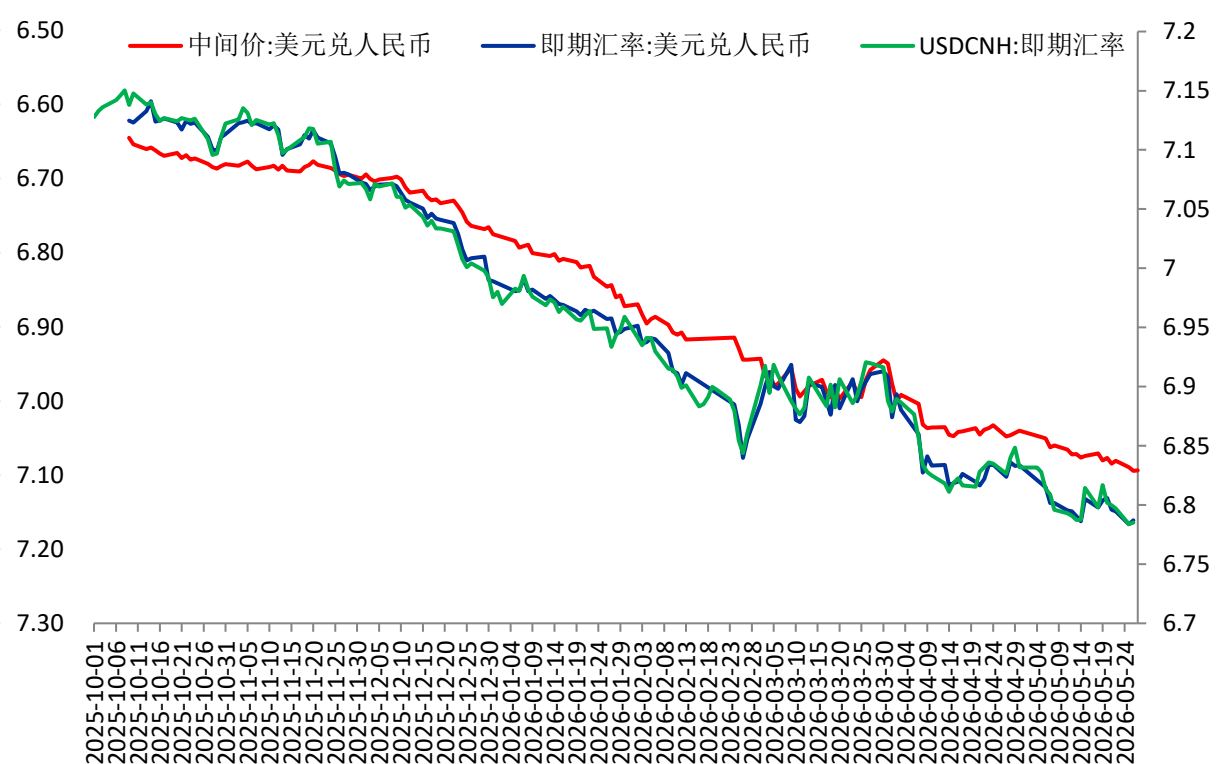
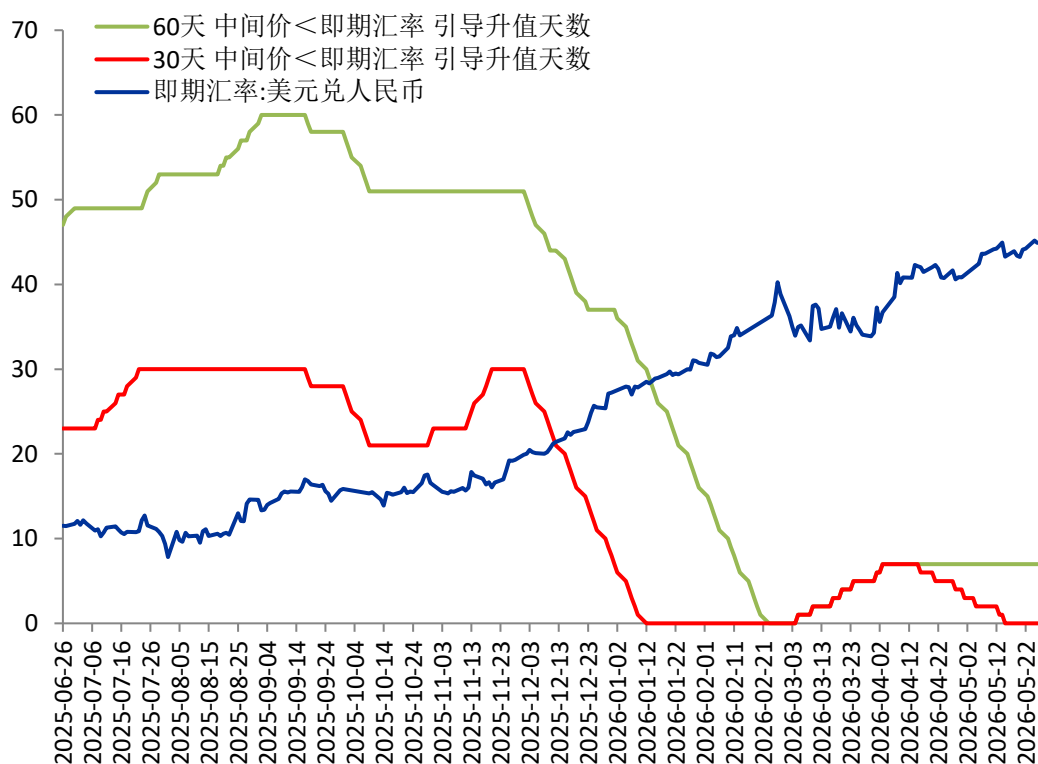
- 从基本面角度看，4月以来中美主要经济指标预期差持续回落，且5月降幅扩大。
- 从外汇流动性来看，4月银行代客净结汇、涉外净收款再度上升，外汇占款、外储、外汇存款也明显回升，外币贷款则略有下降。
- 情况表明，企业结汇的增量流动性虽然不及一季度，但对汇率仍存在支持作用。中美经济预期差也有正向影响。外汇占款增长继续显示央行直接影响汇率的迹象。流动性指标总体利多回落。



- 直接影响因素中，3月开始人民币、美元指数重回较强负相关并延续至今。但利差与汇率关联仍不强——二季度以来中美利差延续下行走势，与人民币相对美元升值的情况背离。
- 地缘政治风险明显缓和，美伊军事冲突烈度大幅下降，双方开始谈判。避险情绪对汇率利空影响下降。
- 长期来看，美元信用受损影响依然将会持续存在，仍是人民币升值的重要长期支持因素。但节奏上将会受到AI等技术革命影响。



- 政策方面，央行稳汇率政策、双向可控波动目标不变。随着汇率继续走升，中间价稳汇率4月开始再度增强。此外，今年以来，央行直接通过流动性稳汇率，体现外汇占款大幅增长方面。
- 后期来看，地缘政治风险下降，结汇节奏放慢，人民币或延续震荡升值走势。未来关注国际油价波动和美联储降息预期变动对美元自身的影响，以及对人民币汇率的间接冲击。
- 我们认为，后期人民币汇率总体仍将维持强势，延续震荡上涨格局，年内高点或位于6.70-6.75附近，且不排除未来上调可能性。



数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

二季度以来，商品市场整体基本延续上行，行业分化依然存在。

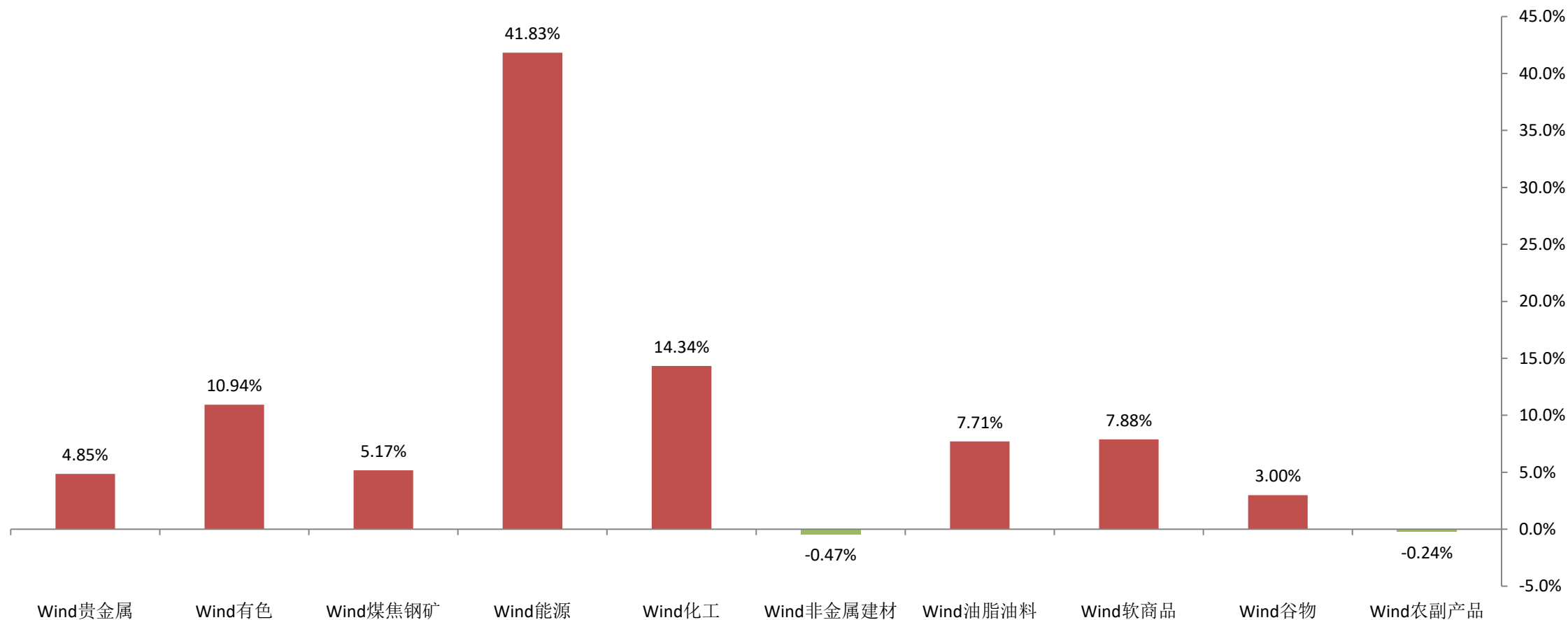
分品种看，广义有色变动不一。其中新能源品种分化更严重，传统有色也有较大差异。需求放慢增长是不利因素，尤其对新能源长期叙事影响较大。金银等贵金属转向窄幅波动，美联储加息预期上升存在影响。

能化行业品种多呈现高位回落走势。地缘政治风险明显下降，市场对风险溢价定价结束，原有带动下游化工品价格全面回落。但供给收缩的问题仍将持续存在，后期需要继续关注。

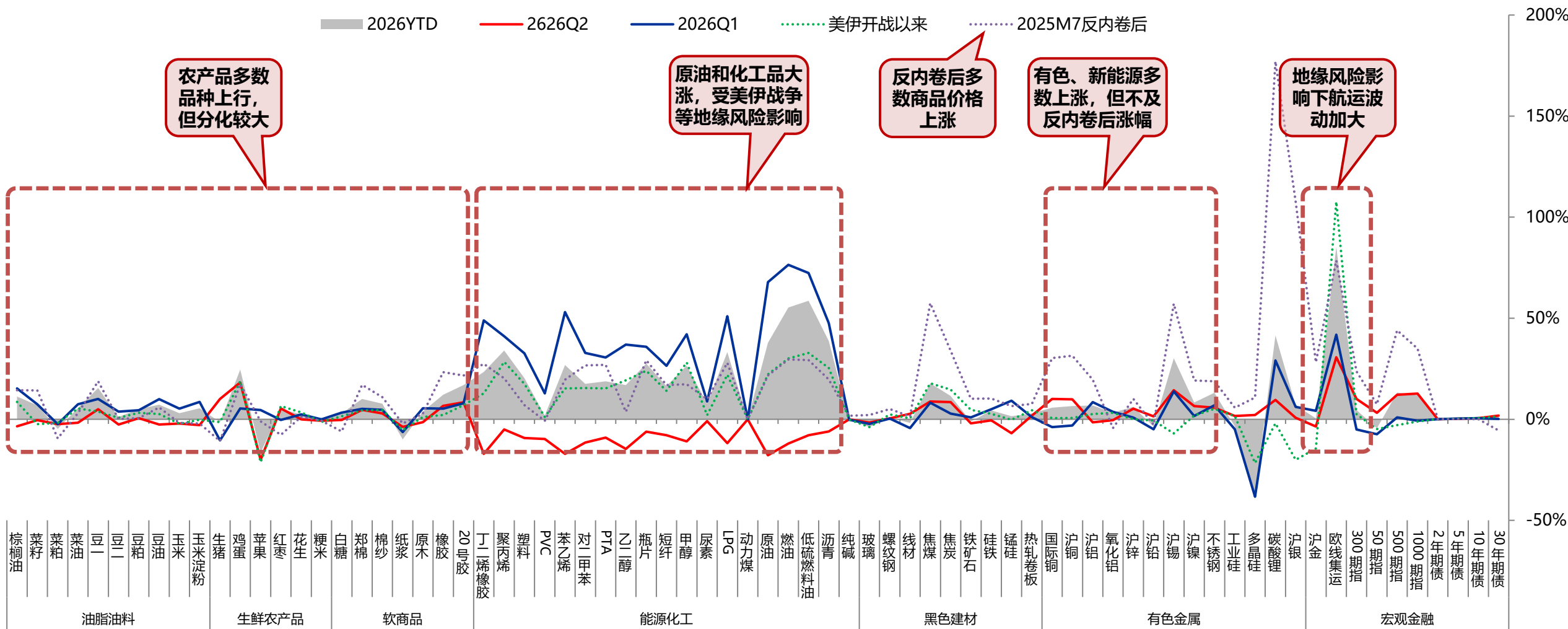
黑色品种波动不大，地产走弱、基建放缓、政策冷淡均存不利影响，且目前市场焦点也不在此。炉料端表现依然相对较好。

农产品价格也呈现分化态势。油脂端生物燃料替代溢价下降后，品种多数回落。生猪价格触底后反弹，继续关注产能去化情况。

总体上看，外部地缘冲击逐步下降，但美联储鹰派担忧仍在。宏观经济周期存在支持，但内需支持力度暂时减弱。商品市场受到的利多支持暂时没有增强。后期继续关注美联储态度能否重新转向鸽派，以及库存周期上行的加速度。长期来看，全球经济周期转向、美联储和其他主要央行重回宽松、资源民族主义等因素的综合影响下，商品市场上行趋势不变。



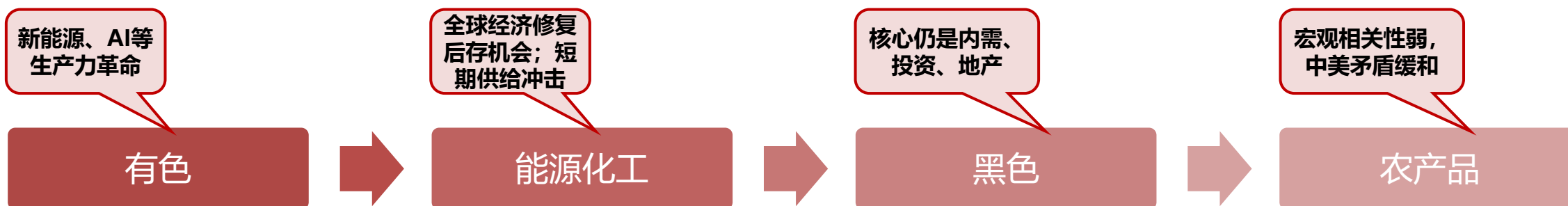
- 上图为以2025-12-31为基期，重新指数化后的涨跌幅和涨跌幅差。
- 数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理



数据来源: Wind、方正中期期货研究院整理

- 2026大类资产整体表现强势，且维持高波动率。贸易环境改善、经济周期好转、生产力革命等影响下，风险资产偏强趋势更加明朗。短期供给冲击对能化影响加大，并影响美元定价逻辑。
- 预计**股指>商品、贵金属>内债**。

| 大类资产逻辑 | 股票           | 商品           | 债券           | 贵金属、虚拟币     |
|--------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| 全球经济修复 | 中偏多          | 中偏多          | 利空           | 中性          |
| 海外货币宽松 | 利多           | 利多           | 利多           | 利多          |
| 国内财政宽松 | 利多           | 利多           | 利空           | 影响小         |
| 地缘政治风险 | 利空           | 利空           | 影响小          | 利多          |
| 综合     | 宽幅震荡<br>中枢上行 | 震荡反弹<br>中枢回升 | 高位震荡<br>阶段调整 | 震荡偏强<br>高波动 |





谢谢!

**方正中期期货有限公司**

北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层

- 本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。