

“十五五”城市更新：存量提质中实现功能补强

——元瞻经纬总量月报（2026年5月）

报告要点：

● 城市更新“十五五”规划：存量提质，功能补强

国务院印发《城市更新“十五五”规划》，标志着城市更新从年度行动进一步转向中长期专项部署。本轮城市更新的核心不是重新开启大规模增量扩张，而是在存量空间中形成有效投资、补齐城市功能短板并改善居民生活环境，本质上是“投资于人”政策取向在城市建设领域的延伸。

● 本期总量跟踪

工业生产篇：PPI修复提速，生产与投资增速同步放缓，经济结构分化进一步加深。价格端，4月PPI同比增速加快，累计增速结束连续负增长，修复动力主要来自原油产业链，输入型成本冲击由上游向炼化、化工等中游环节扩散。与此同时，生产资料与生活资料价格分化加剧，表明上游涨价向终端消费的传导仍待进一步畅通。生产端，工业增加值增速边际回落，主要受到能源供给扰动、地产链需求偏弱及工作日减少等因素影响，但高技术制造业和装备制造业继续保持较高景气，工业生产的新旧动能分化特征更加突出。投资端，固定资产投资由正转负，基建、制造业和房地产投资同步走弱。其中，基建受财政资金支持阶段性放缓影响，制造业则受到设备更新高基数、民间投资偏弱及原材料成本上升等因素制约。总体来看，当前经济呈现“价格修复加快、生产边际放缓、投资动能减弱”的格局，后续修复关键在于政策性资金能否加快形成实物工作量，以及价格向下游的传导能否进一步畅通。

内需篇：2026年4月，内需整体表现欠佳，制造业整体供需缺口有所扩大，但社零同比因未全面纳入服务类消费而对消费整体状况有所低估，且就业形势有所好转。

财政篇：2026年1-4月，全国一般公共预算收入同比增长3.5%，4月当月同比增长6.7%，税收端改善更明显，非税收入支撑边际减弱，收入修复呈现与价格表现较为同步的走势。支出端在一季度靠前发力后有所调整，4月一般公共预算支出同比下降3.2%。政府性基金收入仍受土地出让收入拖累，专项债发行节奏放缓使基金支出转弱。

进出口篇：4月出口增速回升，进口仍处高位。目的地上，东盟、欧盟、中国香港等非美市场仍是主要支撑，对美累计出口仍为负增长；商品上，集成电路、自动数据处理设备、汽车和高新技术产品表现较强。

金融篇：4月新增社融同比少增，新增人民币贷款转负，但单月弱信贷不宜过度解读。在金融脱媒和新旧动能分化背景下，政府债券、企业债券仍对社融形成支撑，票据冲量和居民贷款偏弱显示实体信用需求仍待修复。M1小幅回落、M2小幅回升，M2-M1剪刀差走阔，说明流动性并不紧，资金向实体经济活动的传导仍偏慢。

● 风险提示

美伊冲突升级；贸易摩擦加剧；政策落地效果不及预期；政策理解偏差。

相关研究报告

- 1.《政治局会议释放更大力度“用好用足”信号——元瞻经纬总量月报（2026年4月）》
- 2.《物价修复，结构分化——元瞻经纬总量月报（2026年3月）》
- 3.《筹谋远，致大尽微——2026年两会学习理解》
- 4.《近期宏观经济数据跟踪——元瞻经纬总量月报（2026年2月）》
- 5.《慢牛深化，长路徐行——元瞻经纬总量月报（2026年1月）》
- 6.《风至势起，进而有为——2026年总量与政策年度展望》

报告作者

| | |
|--------|---------------------------|
| 分析师 | 吴光杰 |
| 执业证书编号 | S0020525100002 |
| 邮箱 | wuguangjie@gyzq.com.cn |
| 电话 | 021-51097188 |
| 分析师 | 黄轩辕 |
| 执业证书编号 | S0020524120001 |
| 邮箱 | huangxuanyuan@gyzq.com.cn |
| 电话 | 021-51097188 |
| 联系人 | 陈兆祥 |
| 邮箱 | chenzhaoxiang@gyzq.com.cn |
| 电话 | 021-51097188 |
| 联系人 | 喻炜易 |
| 邮箱 | yuweiyi@gyzq.com.cn |
| 电话 | 021-51097188 |

内容目录

| | |
|---|----|
| 1.城市更新“十五五”规划：存量提质，功能补强..... | 5 |
| 1.1 从增量开发转向存量资源盘活..... | 5 |
| 1.2 从住房改造延伸到城市功能补短板..... | 5 |
| 1.3 从财政投入转向多元资金平衡..... | 5 |
| 2.本期总量跟踪..... | 7 |
| 2.1 工业与生产篇：工业生产增速放缓，物价水平修复加速..... | 7 |
| 2.1.1 PPI：能源供给冲击由上游向中游扩散，价格水平加速修复..... | 7 |
| 2.1.2 工业生产：工业增加值增速边际回落，高技术制造业持续高景气.... | 9 |
| 2.1.3 固定资产投资：三大分项同步回落，财政支持放缓与制造业成本约束共振..... | 10 |
| 2.2 内需篇：消费以服务为亮点..... | 12 |
| 2.3 财政篇：财政收入跟随价格水平改善而同步回升..... | 15 |
| 2.4 进出口篇：出口回升但结构分化仍是主线..... | 19 |
| 2.5 金融篇：金融脱媒下的弱信贷与强流动性..... | 22 |
| 3.风险提示..... | 25 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：“十四五”到“十五五”部分城市更新目标增幅..... | 6 |
| 图 2：我国 PPI 近期累计同比增速..... | 7 |
| 图 3：我国 PPI 近期当月同比增速..... | 7 |
| 图 4：我国 PPI 近期环比增速..... | 7 |
| 图 5：我国 PPIRM 近期当月同比增速..... | 7 |
| 图 6：各行业价格水平环比变动对 PPI 修复贡献度前 10（2026 年 4 月）..... | 8 |
| 图 7：原油产业链涨价主要集中在中上游环节..... | 9 |
| 图 8：PPI 生产资料与生活资料剪刀差持续走阔..... | 9 |
| 图 9：我国规上企业工业增加值累计同比增速..... | 9 |
| 图 10：我国规上企业工业增加值当月同比增速..... | 9 |
| 图 11：近期固定资产累计同比增速..... | 10 |
| 图 12：近期固定资产同比增速..... | 10 |

| | |
|--|----|
| 图 13: 固定资产投资三大分项数据累计同比增速 | 12 |
| 图 14: 固定资产投资三大分项数据当月同比增速 | 12 |
| 图 15: CPI、核心 CPI、CPI 服务项目同比增速 (%) | 12 |
| 图 16: CPI、核心 CPI、CPI 服务项目环比增速 (%) | 12 |
| 图 17: 服务消费与商品消费形成“K 型分化” (%) | 13 |
| 图 18: 全国城镇调查失业率 (%) | 13 |
| 图 19: 制造业 PMI:从业人员 (%) | 14 |
| 图 20: 非制造业 PMI:建筑业:从业人员 (%) | 14 |
| 图 21: 非制造业 PMI:服务业:从业人员 (%) | 14 |
| 图 22: EPMI:就业指数:当月值 (%) | 14 |
| 图 23: 整体供需缺口 (%) | 15 |
| 图 24: 战新产业供需缺口 (%) | 15 |
| 图 25: 全国一般公共预算收入当月同比 | 16 |
| 图 26: 税收收入与非税收入同比增速 | 16 |
| 图 27: 2026 年 4 月主要税种收入同比增速 | 16 |
| 图 28: 主要税种对 4 月税收收入同比增速的拉动 | 17 |
| 图 29: 全国一般公共预算收入当月同比季节性表现 | 17 |
| 图 30: 全国一般公共预算收入完成时序进度 | 17 |
| 图 31: 全国一般公共预算支出当月同比季节性表现 | 18 |
| 图 32: 全国一般公共预算支出完成时序进度 | 18 |
| 图 33: 2026 年 4 月全国一般公共预算支出主要项目金额同比增速 | 18 |
| 图 34: 全国、中央及地方政府性基金收入累计同比 | 19 |
| 图 35: 国有土地使用权出让收入累计同比 | 19 |
| 图 36: 全国政府性基金支出累计同比 | 19 |
| 图 37: 2024-2026 年新增专项债发行月度时序 | 19 |
| 图 38: 进出口总额 (美元计价) 当月同比与环比增速 | 20 |
| 图 39: 贸易顺差当月值 | 20 |
| 图 40: 进口总额 (美元计价) 当月同比与环比增速 | 20 |
| 图 41: 出口总额 (美元计价) 当月同比与环比增速 | 20 |
| 图 42: 社融存量与人民币贷款余额同比 | 23 |
| 图 43: 社融增量季节性表现 | 23 |
| 图 44: 2026 年 4 月新增社融分项 (亿元) | 23 |

| | |
|---|----|
| 图 45: M1、M2 同比走势与 M2-M1 剪刀差走势 | 24 |
| 图 46: 居民新增存款季节性表现..... | 25 |
| 表 1: 2026 年 4 月主要出口目的地出口金额 (亿美元) 与变化 | 21 |
| 表 2: 2026 年 4 月主要出口商品金额 (美元计价) 当月及累计同比增速..... | 22 |
| 表 3: 2026 年 4 月金融机构新增人民币贷款结构 (单位: 亿元) | 25 |

1.城市更新“十五五”规划：存量提质，功能补强

事件：国务院于5月22日印发《城市更新“十五五”规划》（下称《规划》）。《规划》明确“十五五”时期城市更新的目标指标、重点任务、重大工程和政策举措，也意味着城市更新从年度行动推进，进一步上升为五年期专项规划。按照《规划》安排，到2030年，城市更新行动取得重要进展，城市开发建设方式转型初见成效；到2035年，现代化人民城市基本建成。

《规划》出台的背景，是我国城市发展阶段已经发生变化。过去以增量开发为主的建设模式正在逐步转向存量提质，人口、产业和公共服务更多沉淀在既有城区。未来城市建设既要继续形成有效投资，也要改善居民生活环境，空间来源将更多转向危旧房、老旧小区、城中村、老旧厂区街区、地下管网以及闲置低效土地，本质上是“投资于人”政策取向在城市建设领域的延伸。我们认为，理解本轮城市更新，可以重点把握三条主线：一是从增量开发转向存量资源盘活，二是从住房改造延伸到城市功能补短板，三是从财政投入转向多元资金平衡。

1.1 从增量开发转向存量资源盘活

《规划》将“激活城市存量资源潜力”列为重点任务之一，要求摸清城市存量资产资源底数，推动已供未开发土地和在建项目分类处置，盘活闲置低效的老旧厂房、商业办公用房、商品住房、公房等资产。我们认为，这意味着核心区位的土地和房屋资源将更多通过更新改造释放价值，房企和相关产业主体参与城市建设的入口，也将从过去以公开拿地—开发销售为主，延伸到存量资产整理、产权梳理、腾退改造和持续运营等环节。

存量资源的价值不只来自住宅开发，更取决于后续功能导入和持续运营。《规划》提出，推动老旧街区厂区、低效产业园区、低效楼宇转型升级，推动消费基础设施改造升级，并明确支持首发经济、银发经济、冰雪经济、低空经济、赛事经济、体验经济等新场景。我们认为，老厂房、老商办和老街区如果仅停留在立面整治，投资拉动和资产增值空间相对有限，只有导入产业、商业、文旅、养老、托育、体育等业态，形成稳定租金、客流、服务消费和运营现金流，后续资产证券化和市场化退出才有基础。

1.2 从住房改造延伸到城市功能补短板

本轮城市更新的实物工作量较为明确。《规划》提出，城镇危旧房改造约50万套（间），新开工改造城镇老旧小区约11.5万个，城中村改造约4000个，老旧街区厂区改造提升约1500个，城市地下管网改造36.5万公里，改造存量应急避难场所5万个。从任务结构看，住房安全、社区服务、城市韧性和公共安全占比较高，与传统地产销售周期的相关性相对较弱。这类投资的特点是颗粒度细、涉及主体多、收益回收慢。危旧房、老旧小区、城中村和地下管网改造，将带动建筑建材、装饰装修、设备更新、规划设计、检验检测等需求。完整社区、公共服务和消费基础设施改造，则更贴近居民日常活动半径，有助于改善居住体验和提升城市服务能力。

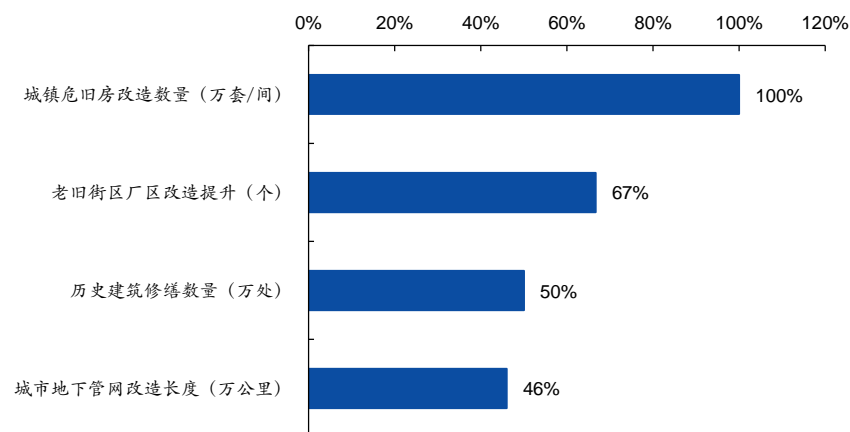
1.3 从财政投入转向多元资金平衡

资金机制是后续宏观层面值得跟踪的环节。《规划》提出，通过中央预算内投资、中央财政支持、地方政府专项债券等方式支持符合条件的城市更新项目，专项债还可用作项目资本金。金融机构可按照市场化、法治化原则提供金融服务，符合条件的项目

可发行基础设施 REITs、资产证券化产品、公司债券和中期票据。这意味着城市更新并非单纯依赖财政投入，而是需要通过财政资金、金融工具、社会资本和运营收益共同形成资金闭环。同时，《规划》也明确约束条件：不得新增地方政府隐性债务，并坚持尽力而为、量力而行。在这一约束下，城市更新项目将更加重视现金流、运营主体能力和退出通道。我们认为，人口持续流入、产业基础较好、公共服务缺口明确、资产具备运营价值的城市和地区，更容易获得资金支持和社会资本参与，而人口流出、资产运营能力较弱、收益来源不清晰的地区项目，推进节奏可能相对偏慢。

我们认为，城市更新在短期主要意在形成一批更贴近民生的实物工程，如修管网、改危旧房、改老旧小区、更新老街区和老厂区，带动建筑、建材、设备和设计服务需求。中期在于把闲置低效的存量空间重新用起来，通过导入养老、托育、文旅、体育、社区商业、首发经济等功能，把城市建设投资更多转化为居民可感知的服务供给，这也是“投资于人”在城市更新领域的具体体现。长期看，随着居住环境改善、公共服务补齐和消费场景丰富，城市更新有望在改善民生的同时，带动社区、文旅、康养和体验式消费扩容，推动房地产行业从过去“拿地—开发—销售”，逐步转向“改造—运营—服务”。

图 1：“十四五”到“十五五”部分城市更新目标增幅



资料来源：国务院《城市更新“十五五”规划》，国元证券研究所

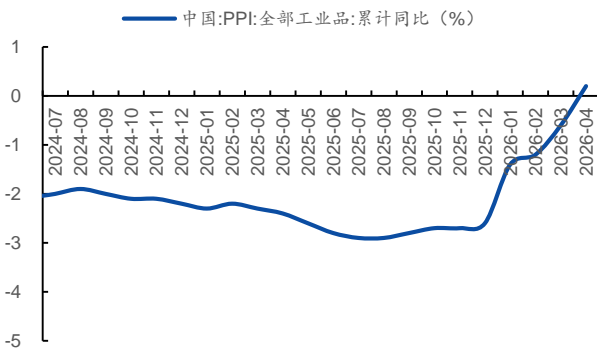
2. 本期总量跟踪

2.1 工业与生产篇：工业生产增速放缓，物价水平修复加速

2.1.1 PPI：能源供给冲击由上游向中游扩散，价格水平加速修复

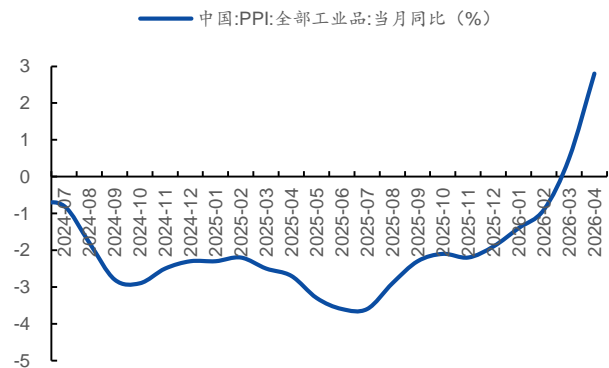
2026年4月，PPI当月同比增速加速上行。2026年4月，PPI当月同比增长2.8%，较前值提升2.3个百分点；今年1-4月PPI累计同比增长0.2%，结束自2023年1月份以来连续39个月的负增长。2026年4月，PPI环比增长1.7%，连续7个月实现正增。与此同时，工业生产者购进价格指数(PPIRM)2026年4月同比增长3.5%、1-4月累计增长0.5%、环比增长2.1%，购进价格增速上行幅度略大于出厂价格，对企业成本端形成一定压力。

图 2：我国 PPI 近期累计同比增速



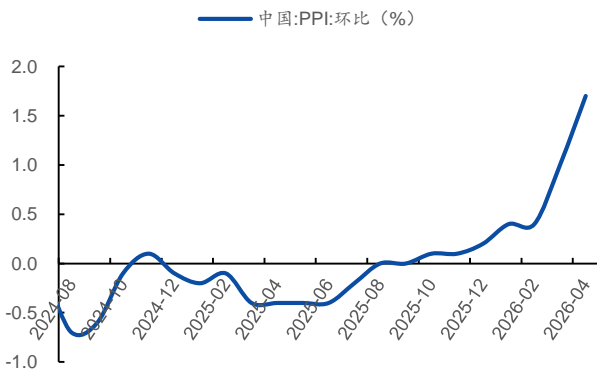
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 3：我国 PPI 近期当月同比增速



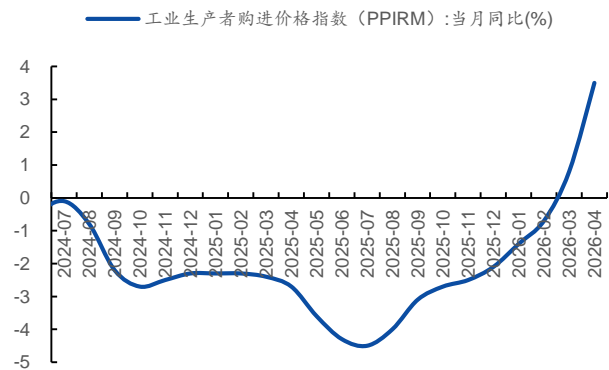
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 4：我国 PPI 近期环比增速



资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 5：我国 PPIRM 近期当月同比增速



资料来源：iFind, 国元证券研究所

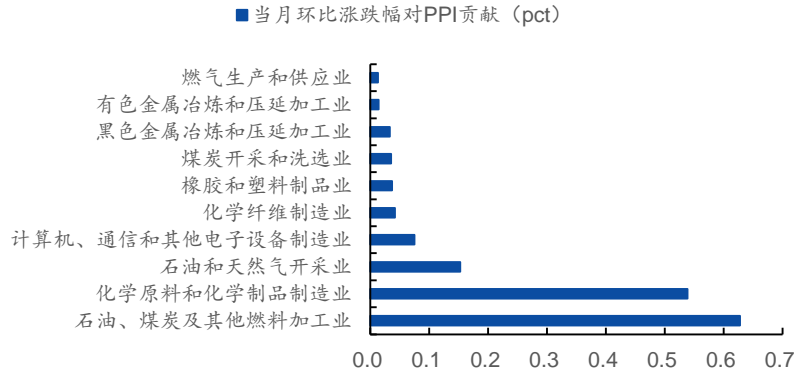
PPI 修复的内部结构：

从 2026 年 4 月 PPI 环比数据来看，石化相关行业价格水平的上升对物价修复贡献度较高。我们以 2025 年各行业规上工业企业的营收占比为权重，来估算各行业价格

水平变化对 PPI 的贡献度：

1) 分行业来看，2026 年 4 月，石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、石油和天然气开采业等细分行业对 PPI 修复的贡献度居前列。

图 6：各行业价格水平环比变动对 PPI 修复贡献度前 10（2026 年 4 月）



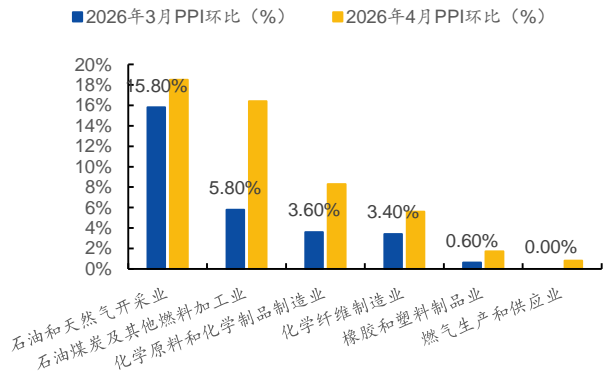
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

2) 从产业链视角来看，原油产业链为 2026 年 4 月 PPI 修复贡献了核心力量。原油产业链主要包括石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业、燃气生产和供应业等行业，4 月价格水平普遍环比上行，合计拉动 PPI 环比增长 1.41 个百分点，对 4 月 PPI 环比增长贡献度约 83%。不过，各环节价格水平涨幅与拉动 PPI 上涨贡献度不一，总体来看，中上游环节仍是主力：上游石油和天然气开采业涨幅较高，其分项 PPI 环比增长 18.5%，但受营收权重偏低制约，仅拉动整体 PPI 环比增长 0.15 个百分点；石油煤炭及其他燃料加工业 PPI 环比增长 16.4%，拉动整体 PPI 环比增长 0.63 个百分点；化学原料及化学制品制造业 PPI 环比增长 8.3%，拉动整体 PPI 环比增长 0.54 个百分点；化学纤维、橡胶塑料和燃气生产供应等环节涨幅相对温和，对整体 PPI 环比增长拉动合计不足 0.1 个百分点。

2026 年 4 月，原油产业链对 PPI 环比贡献较 3 月显著提升，主要源于国际原油价格上涨的影响从上游开采环节进一步向炼化、化工、化纤等中游环节扩散。其中，石油煤炭及其他燃料加工业和化学原料及化学制品制造业权重较高、涨幅扩大，是原油链条贡献显著抬升的核心原因。由此来看，4 月 PPI 修复主要动力仍然来自于输入型成本冲击对上游及中游价格的集中推升。

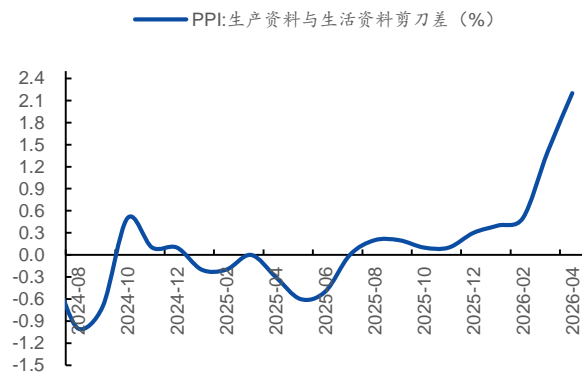
3) 从生产环节来看，PPI 生产资料与生活资料剪刀差走阔，价格向消费端传导链条仍待畅通。2026 年 4 月生产资料价格环比增长 2.1%，4 月生活资料价格环比下跌 0.1%。自 2025 年 10 月以来，PPI 生产资料与生活资料环比剪刀差持续走阔，2026 年 4 月剪刀差扩大为 2.2 个百分点，上游原材料价格上涨向下游消费端的传导有待进一步畅通。

图 7：原油产业链涨价主要集中在中上游环节



资料来源：iFind，国元证券研究所

图 8：PPI 生产资料与生活资料剪刀差持续走阔

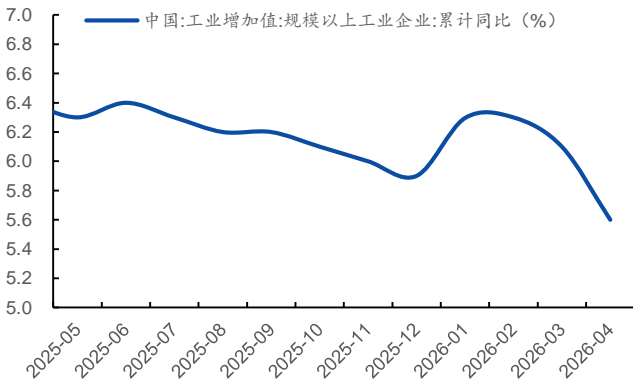


资料来源：iFind，国元证券研究所

2.1.2 工业生产：工业增加值增速边际回落，高技术制造业持续高景气

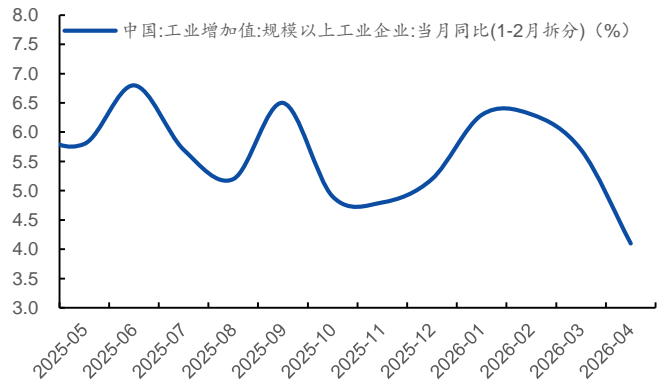
2026 年 4 月，规上工业增加值增速回落至 4.1%，短期扰动与结构分化共同拖累。2026 年 4 月，规模以上工业增加值同比增长 4.1%，较 3 月回落 1.6 个百分点；1-4 月累计同比增长 5.6%，较 1-3 月回落 0.5 个百分点。

图 9：我国规上企业工业增加值累计同比增速



资料来源：iFind，国元证券研究所

图 10：我国规上企业工业增加值当月同比增速



资料来源：iFind，国元证券研究所

2026 年 4 月，工业增加值增速回落受到能源价格上行、石化链生产放缓、传统工业品需求偏弱及日历效应等多重因素共同影响。4 月国际油价上行及能源运输不确定性继续向国内炼化、化工链条传导，部分企业在原料成本快速上升和供应稳定性下降的背景下，倾向于阶段性调整开工节奏。数据上看，4 月规上原油加工量同比下降 5.8%，较 3 月的同比下降 2.2%，降幅进一步扩大；乙烯、化纤产量变化分别由 3 月的同比增长 6.8%、2.2%转为 4 月的同比下降 4.1%、3.9%，石化中下游生产降温特征较为显著。与此同时，2026 年 4 月，PMI 原材料库存指数为 49.3%，较上月上升 1.6 个百分点，企业的防御性补库，反映出在成本和供应不确定性的环境下，企业对生产节奏的审慎调整。

另外，传统行业生产偏弱，对工业增加值增速形成一定拖累。2026 年 4 月，水泥、

玻璃、钢材等传统工业品生产总体偏弱，从数据上看，4月非金属矿物制品业增加值同比降幅由3月的5.5%进一步扩大至6.5%，平板玻璃产量同比降幅由6.6%扩大至7.9%，水泥产量虽较3月降幅收窄，但4月仍同比下降10.8%，显示地产链和建材需求仍然偏弱。钢铁链条边际表现有所分化，粗钢、钢材产量同比降幅较3月有所收窄，但仍分别下降2.8%和1.7%；4月生铁产量同比下降3.6%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值同比增速由3月的1.7%回落至1.0%。总体看，水泥、玻璃、钢材等地产和基建相关传统工业品仍处弱修复状态，地产链调整和基建实物工作量不足对工业生产形成拖累。

此外，日历效应也对当月工业增加值增速形成一定拖累。2026年4月共有21个工作日，少于2025年4月的22个工作日，工作日同比减少1天。

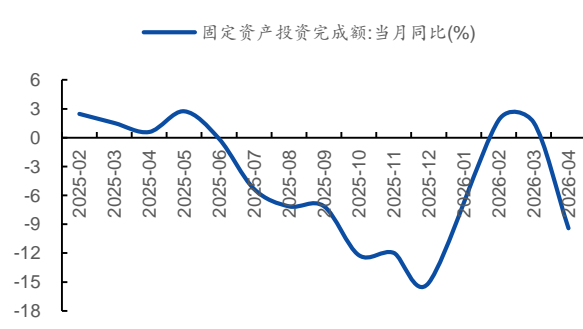
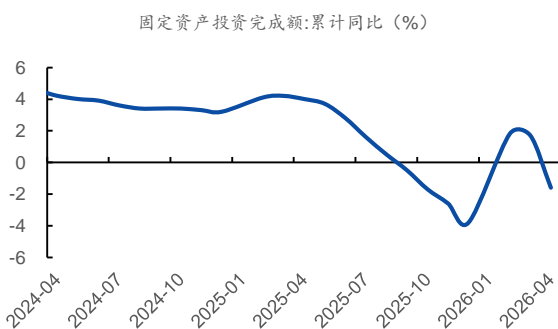
2026年4月，高技术制造业和装备制造业生产仍保持较高景气，成为支撑工业生产增速的重要力量。4月，高技术制造业增加值同比增长12.8%，较3月提升1.1个百分点；装备制造业增加值同比增长8.3%，均显著高于全部规模以上工业增加值同比增长4.1%的整体水平。分行业看，汽车制造业增加值同比增长9.2%，较3月提升1.7个百分点，新能源汽车产量同比增长3.8%，较3月提升2.6个百分点；计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比增长15.6%，较3月提升3.1个百分点，集成电路、工业机器人产量分别同比增长22.1%和15.1%，AI算力、智能终端和自动化设备相关链条仍具较强韧性。

2.1.3 固定资产投资：三大分项同步回落，财政支持放缓与制造业成本约束共振

2026年4月，固定资产投资数据走弱。2026年1-4月，我国固定资产投资累计同比下降1.6%（前值同比增长1.7%），较前值回落3.3个百分点；4月固投同比下降9.4%（前值同比增长1.6%），较前值回落11.0个百分点。

图 11：近期固定资产累计同比增速

图 12：近期固定资产当月同比增速



资料来源：iFind，国元证券研究所

资料来源：iFind，国元证券研究所

从分项结构数据来看：

财政支持力度阶段性放缓，基建投资增速回落。2026年1-4月，广义基建投资累计同比增长4.3%（前值同比增长8.9%），较前值回落4.6个百分点；4月当月广义基建投资同比下降4.9%（前值同比增长7.2%），较前值回落12.1个百分点。2026年一季度专项债发行、前期政策性资金结转和重大项目集中开工，对基建投资形成较强支撑；进入4月后，动能边际减弱，而“六张网”等新一轮重大项目部署、超长期特

别国债及新型政策性金融工具仍处于投放落地和项目衔接过程中，资金端、项目端与实物工作量之间出现阶段性落差。从政策储备看，中央预算内投资、超长期特别国债、地方政府专项债等工具仍将持续支撑重大工程建设，后续基建动能修复关键在于专项债资金使用进度与新型政策性金融工具的落地节奏。

制造业投资降温，主要受中上游原材料制造业和传统设备制造业资本开支回落影响。2026年1-4月，制造业投资累计同比增长1.2%（前值同比增长4.1%），下降2.9个百分点；4月当月制造业投资完成额同比下降4.3%（前值同比增长4.9%），较前值回落9.2个百分点。**分行业看：**中上游原材料链与传统设备制造业投资增速均有不同程度回落，高技术方向投资增速保持高增。从中上游原材料链来看，化学原料和化学制品制造业投资累计同比由1-3月的增长0.4%转为下降3.6%，有色金属冶炼和压延加工业由增长3.7%转为下降0.9%；从传统设备制造业来看，通用设备、专用设备也有不同程度降温，通用设备制造业由增长12.5%转为增长5.5%，专用设备制造业由下降0.4%转为下降6.0%。与此同时，高技术方向仍是制造业投资增速的主要支撑，1-4月高技术产业投资同比增长6.1%，虽较1-3月的同比增长7.4%有所回落，但仍明显高于制造业投资整体；其中，航空航天器及设备制造业、计算机及办公设备制造业、信息服务业投资分别同比增长17.9%、13.9%、18.1%。同时，电气机械和器材制造业投资累计同比增长2.9%，较1-3月的同比增长0.8%边际改善；计算机、通信和其他电子设备制造业投资同比增长5.4%，与前值基本持平。

2026年4月，制造业投资的走弱主要受三方面因素影响：一是设备更新对投资端拉动效应的弱化；二是民间投资修复节奏整体较慢；三是上游资源品价格上行向下游传导，企业投资决策更偏审慎。

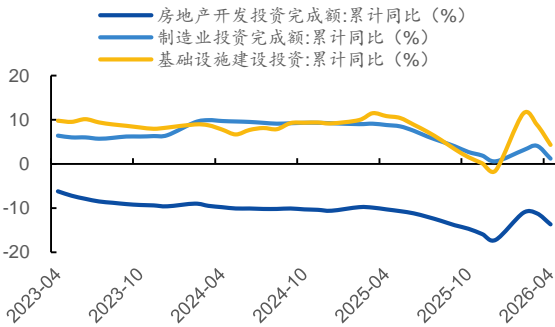
首先，设备更新对投资端拉动效应边际减弱。2026年1-4月，设备工器具购置投资同比增长11.5%（前值同比增长13.9%），下降2.4个百分点；4月，设备工器具购置投资同比增长7.0%（前值同比增长15.8%），下降8.8个百分点。原因主要在于2025年同期“两新”政策落地形成的基数较高，此外，随着2026年前期设备更新需求逐步释放，政策对设备投资的边际拉动有所减弱，共同影响2026年4月设备投资增速表现。

其次，民间投资修复偏慢。1-4月民间投资同比下降5.2%（前值同比下降2.2%），降幅较前值扩大3.0个百分点；民营资本扩产意愿尚未明显回暖，对制造业投资形成持续拖累。

此外，上游资源品价格上涨对中下游企业资本开支形成一定抑制。4月PPI修复主要集中于原油、有色等上游环节，中下游制造企业在成本上行与需求偏弱的共振下，利润预期承压、投资决策趋于审慎。

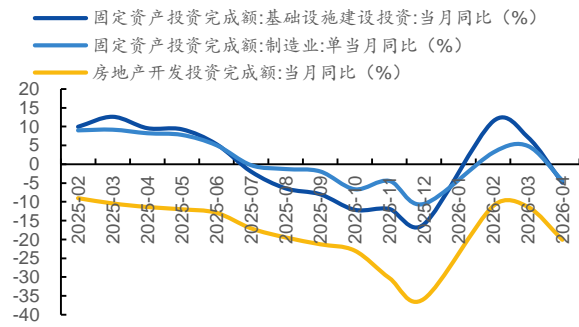
房地产开发投资延续收缩态势。2026年1-4月，房地产开发投资完成额累计同比下降13.7%（前值同比下降11.2%），降幅较前值扩大2.5个百分点；4月当月房地产开发投资完成额同比下降20.1%（前值同比下降11.3%），降幅较前值扩大8.8个百分点。

图 13: 固定资产投资三大分项数据累计同比增速



资料来源: iFind, 国元证券研究所

图 14: 固定资产投资三大分项数据当月同比增速

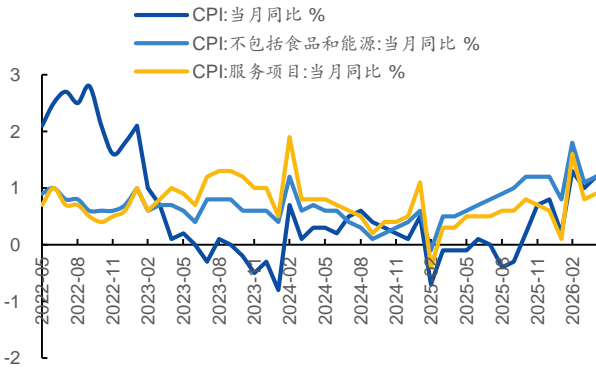


资料来源: iFind, 国元证券研究所

2.2 内需篇：消费以服务为亮点

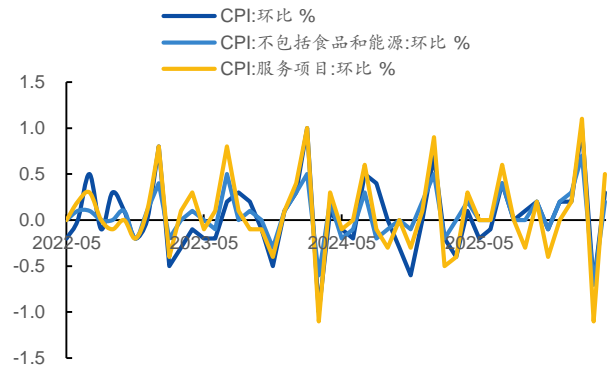
2026 年 4 月，物价继续维持上升态势。CPI、核心 CPI 与 CPI 服务项目同比增速维持了自 2025 年 2 月以来的上升态势，2026 年 4 月，CPI 同比增长 1.2%，环比增长 0.3%；核心 CPI 同比增长 1.2%，环比增长 0.2%；CPI 服务项目同比增长 0.9%，环比增长 0.5%。

图 15: CPI、核心 CPI、CPI 服务项目同比增速 (%)



资料来源: iFind, 国元证券研究所

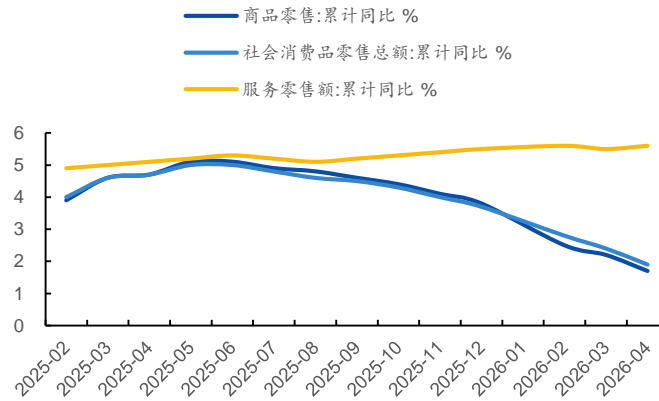
图 16: CPI、核心 CPI、CPI 服务项目环比增速 (%)



资料来源: iFind, 国元证券研究所

消费方面，因服务消费与商品消费形成“K 型分化”，消费整体应好于社零数据表现。2026 年 4 月，社零当月同比 0.2%，为 2023 年以来最低，或受涨价对消费的挤出效应、“两新”退坡、高基数效应等多重因素影响所致。不过，实际上消费整体应好于社零数据表现，因为社零总额主要反映的是全社会实物商品和餐饮服务的消费情况，未能全面反映消费中表现还不错的服务领域。服务消费仍然稳中有升，2026 年 1-4 月服务零售额累计同比增速达 5.6%，相比 1-3 月服务零售额累计同比增速上升 0.1 个百分点，较同期商品零售额累计同比高 3.9 个百分点，较同期社零总额累计同比高 3.7 个百分点。

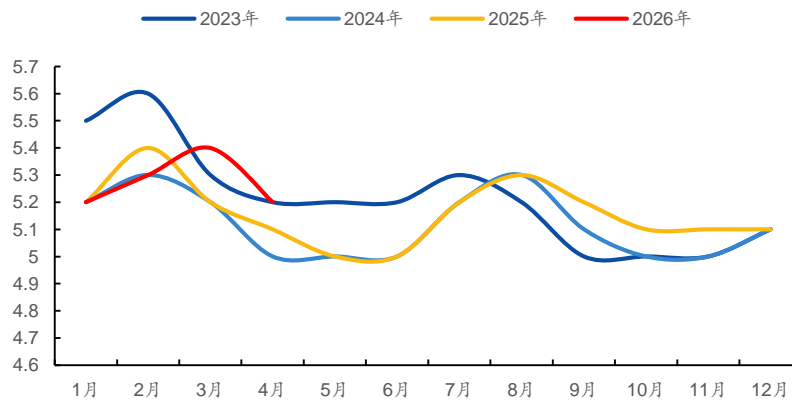
图 17：服务消费与商品消费形成“K 型分化”（%）



资料来源：iFind, 国元证券研究所

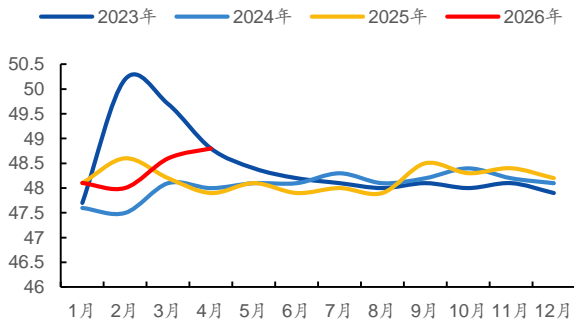
收入方面，4 月就业形势以制造业和建筑业的好转为亮点。2026 年 4 月全国城镇调查失业率为 5.2%，同比+0.1pct，环比-0.2pct。分行业来看，2026 年 4 月制造业 PMI 从业人员指数为 48.8%，仍位于 50% 的荣枯线下、处于收缩区间，但环比+0.2pct，同比+0.9pct，为 2022 年来同期最高位，收缩在减速；建筑业 PMI 从业人员指数为 39.6%，环比+0.5pct，同比+1.8pct；服务业 PMI 从业人员指数为 46.5%，环比+0.3pct，同比-0.3pct；战新产业就业指数为 50.4%，环比-0.3pct，同比+0.8pct，仍处在扩张区间。

图 18：全国城镇调查失业率（%）



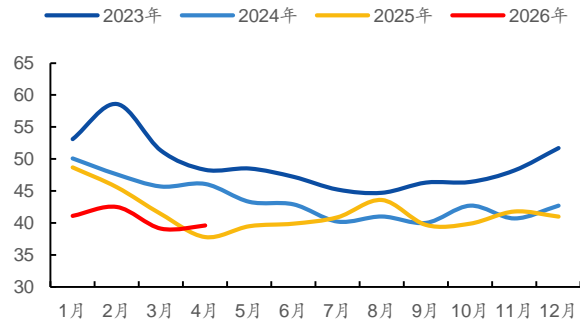
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 19: 制造业 PMI:从业人员 (%)



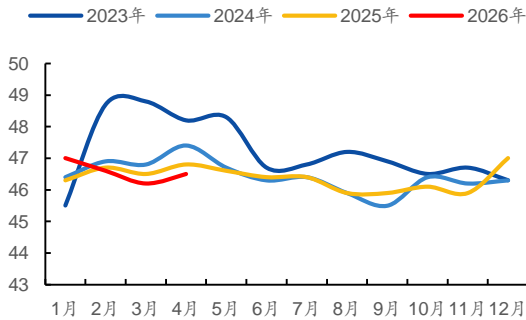
资料来源: iFind, 国元证券研究所

图 20: 非制造业 PMI:建筑业:从业人员 (%)



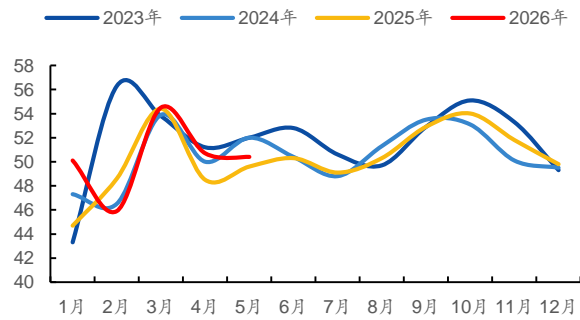
资料来源: iFind, 国元证券研究所

图 21: 非制造业 PMI:服务业:从业人员 (%)



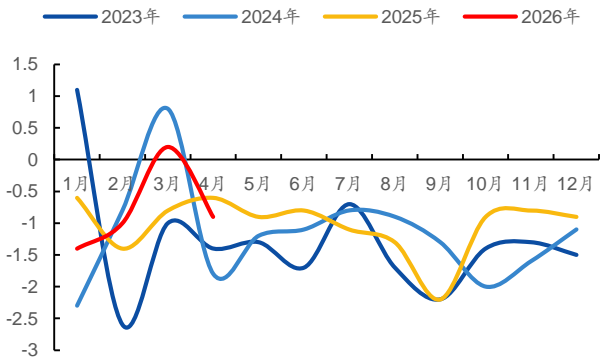
资料来源: iFind, 国元证券研究所

图 22: EPMI:就业指数:当月值 (%)

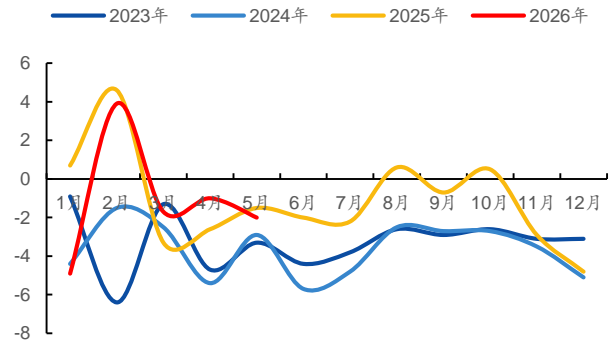


资料来源: iFind, 国元证券研究所

2026 年 4 月制造业整体供需缺口与 2026 年 5 月战新产业供需缺口有所扩大。若以 (PMI 新订单-PMI 生产) 衡量整体供需缺口, 则 2026 年 4 月整体的供需缺口为-0.9%, 较上月下降 1.1 个百分点, 但仍处于 2022 年来的同期相对较好水平 (缺口仅大于 2025 年的-0.6%)。若以 (EPMI:产品订货指数:当月值-EPMI:生产量指数:当月值) 衡量战新产业供需缺口, 则 2026 年 5 月战新产业供需缺口为-2%, 较上月下降 1.0 个百分点, 同期亦处于 2022 年来的第二好水平, 缺口仅大于 2022 年同期的-1.5%。

图 23：整体供需缺口（%）


资料来源：iFind，国元证券研究所

图 24：战新产业供需缺口（%）


资料来源：iFind，国元证券研究所

2.3 财政篇：财政收入跟随价格水平改善而同步回升

2026 年 1-4 月，全国一般公共预算收入 83404 亿元，同比增长 3.5%，较 3 月回升 1.1 个百分点；4 月当月收入 21791 亿元，同比增长 6.7%，收入修复仍延续。其中，全国税收收入累计实现 68097 亿元，同比增长 3.9%，较 3 月回升 1.7 个百分点；非税收入累计实现 15307 亿元，同比增长 1.6%，较 3 月回落 1.3 个百分点。4 月当月看，税收收入同比增长 8.2%，非税收入同比下降 5.3%，收入改善主要来自税收端，非税收入支撑边际减弱，收入修复呈现与价格表现较为同步的走势。

从预算完成情况看，1-4 月一般公共预算收入完成全年预算数的 37.8%，快于近五年 37.18% 的平均完成水平，收入完成进度处较快水平，但结构上更依赖税收修复，非税收入对总收入的支撑边际减弱。

从 4 月税收收入分项结构看，增值税、企业所得税和个人所得税共同构成结构改善的主要支撑。具体来看：

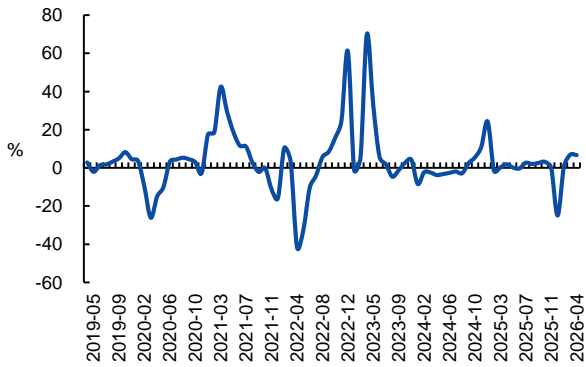
一是在大税种中，国内增值税累计同比增长 5.9%，较 3 月提高 1 个百分点，当月同比增长 9.4%（前值 5.5%），工业生产维持韧性，出厂价格快速上行直接带动增值税税基扩张（4 月 PPI 当月同比跳升至 2.8%）；国内消费税累计同比下降 3.3%，较 3 月回升 1.2 个百分点，当月同比增长 1.3%（前值 1.7%），与社零走势偏趋缓相吻合；进口环节增值税和消费税累计同比增长 11.2%，仍保持两位数读数。

二是在小税种中，印花税累计同比增长 27.8%，其中证券交易印花税累计同比增长 74.8%，当月同比增长 62.9%，4 月资本市场交投活跃持续对税收增速形成支撑；车辆购置税累计同比增长 13.3%，延续较快增长。地产相关税种仍偏弱，契税、土地增值税累计同比分别下降 15.3% 和 15.6%，显示房地产交易和土地市场仍未明显回暖。不过在小阳春带动下，4 月地产相关税种的单月降幅有所收窄，契税当月同比 -12.4%（前值 -22.9%），土地增值税当月同比 -19.0%（前值 -24.5%）。

三是在所得税方面，个人所得税累计同比增长 12.2%，较 3 月回升 1.7 个百分点；企业所得税累计同比下降 0.5%，较 3 月收窄 5.1 个百分点，当月同比由 3 月负增转为正增长 8.2%。4 月单月企业所得税绝对额 6880 亿元为 2019 年以来的同期最高，企业所得税修复加快，一方面在于上年汇算清缴规模同比减少带来的阶段性拖累逐

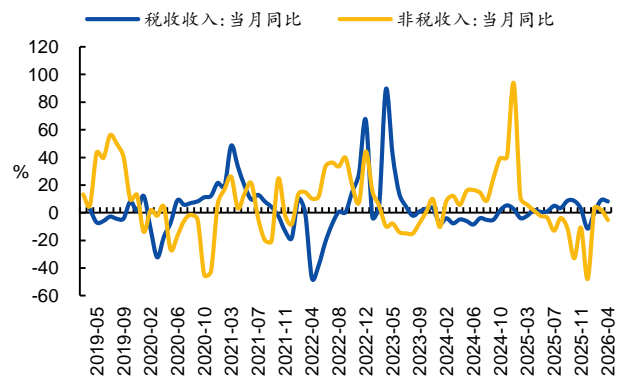
步消退,另一方面在于今年以来工业企业利润持续改善,年内我们认为累计转正的可能性有所提升。

图 25: 全国一般公共预算收入当月同比



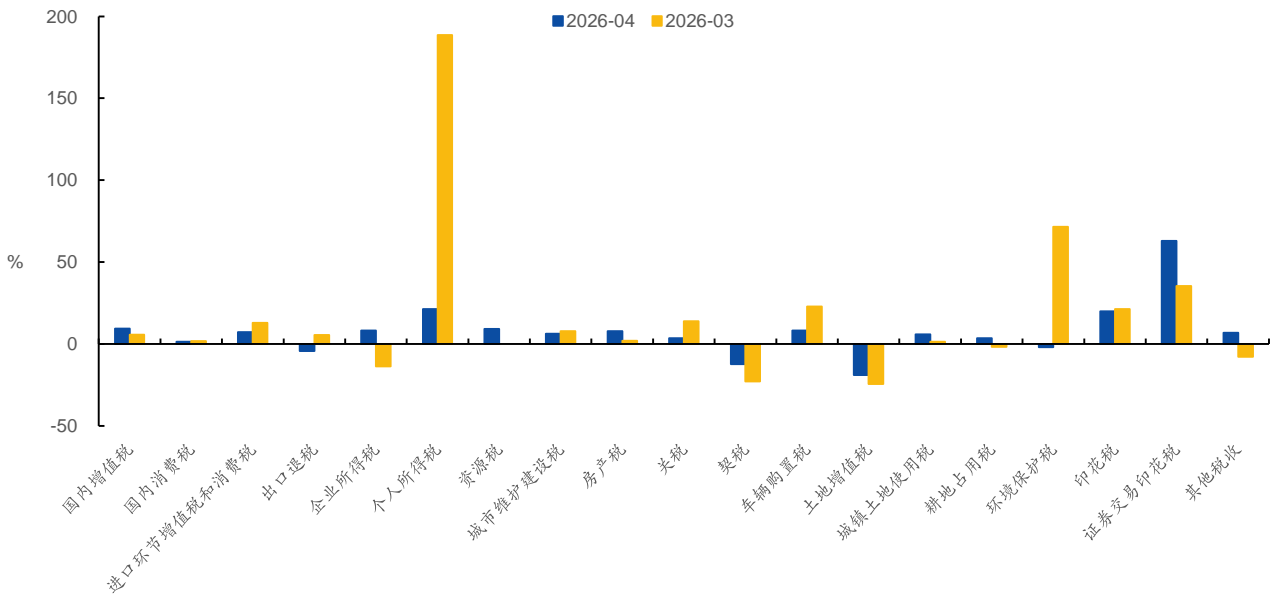
资料来源: iFind, 国元证券研究所; 注: 2月为1-2月合并数据。

图 26: 税收收入与非税收入同比增速



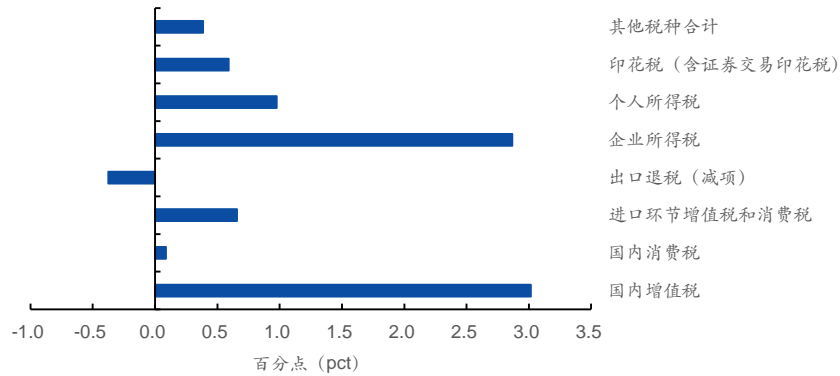
资料来源: iFind, 国元证券研究所; 注: 2月为1-2月合并数据。

图 27: 2026 年 4 月主要税种收入同比增速



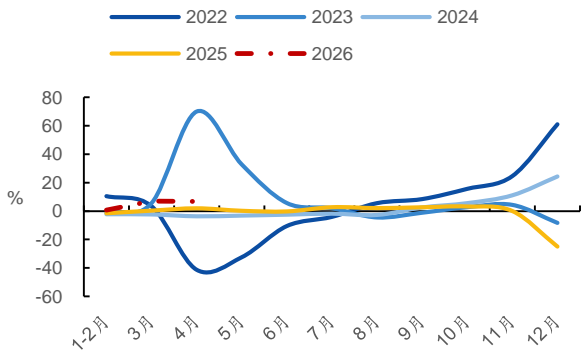
资料来源: iFind, 国元证券研究所; 注: 2月为1-2月合并同比数据。

图 28：主要税种对 4 月税收收入同比增速的拉动



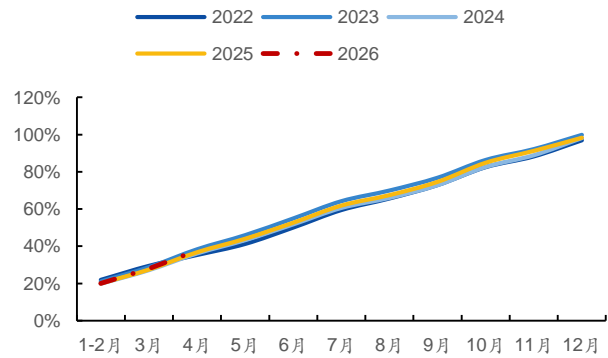
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 29：全国一般公共预算收入当月同比季节性表现



资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 30：全国一般公共预算收入完成时序进度



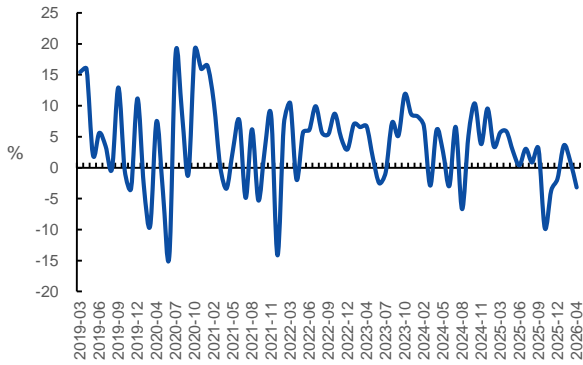
资料来源：iFind, 国元证券研究所

狭义财政支出方面，2026 年 1-4 月，全国一般公共预算支出 94809 亿元，同比增长 1.3%，较 3 月回落 1.3 个百分点；4 月当月支出 20103 亿元，同比下降 3.2%，当月支出力度边际放缓。

从支出节奏来看，1-4 月全国一般公共预算支出完成全年预算数（300100 亿元）的 31.6%，高于 2025 年同期（31.5%），低于 2024 年同期（32.8%）。累计进度仍偏快，但单月同比转弱，显示一季度靠前发力后支出节奏有所调整。

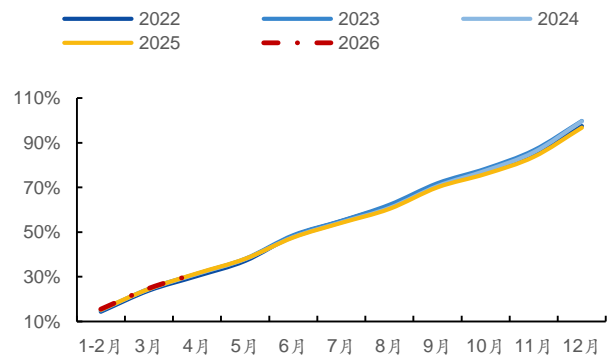
具体支出项目来看，整体力度放缓的背景下，财政支出仍然向民生类边际倾斜。4 月社会保障和就业支出同比增长 0.4%，卫生健康支出同比增长 8.8%，教育支出同比下降 1.3%，科学技术支出同比增长 2.3%。基建相关支出方面，农林水事务、节能环保、城乡社区事务、交通运输支出 4 月同比分别下降 21.6%、26.2%、17.1%和 11.4%。

图 31：全国一般公共预算支出当月同比季节性表现



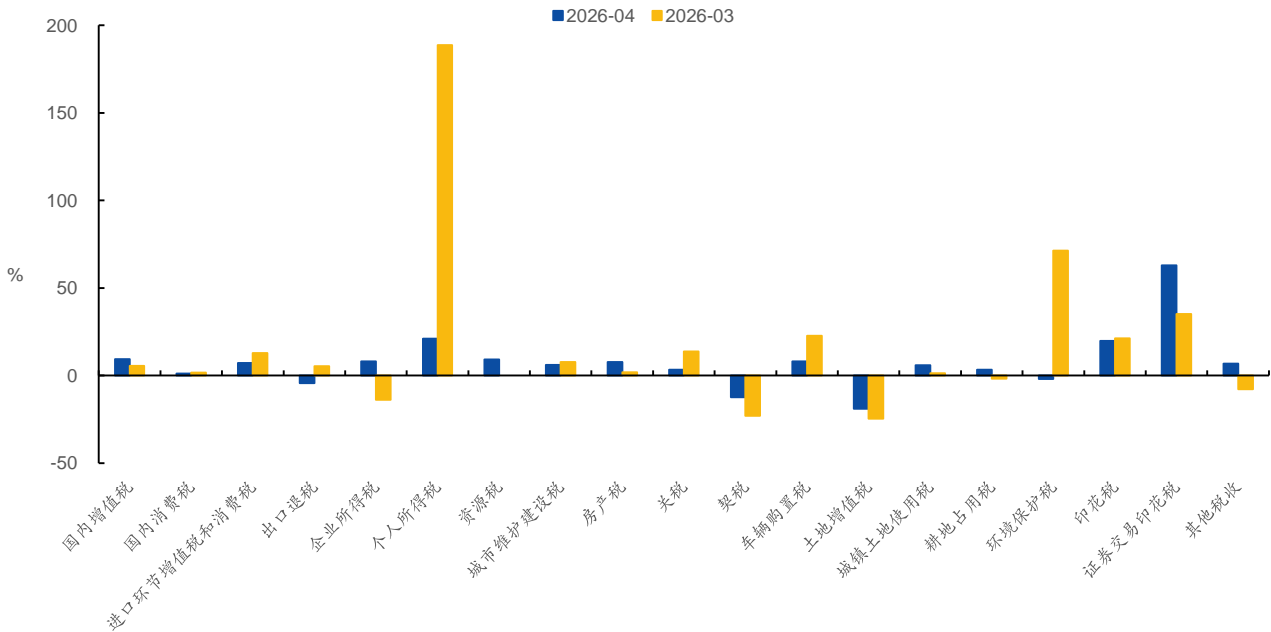
资料来源：iFind，国元证券研究所

图 32：全国一般公共预算支出完成时序进度



资料来源：iFind，国元证券研究所

图 33：2026 年 4 月全国一般公共预算支出主要项目金额同比增速

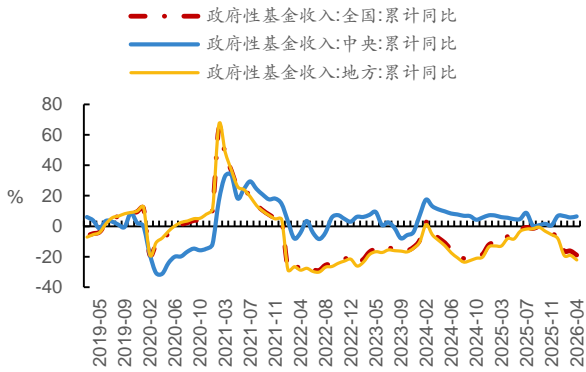


资料来源：iFind，国元证券研究所；注：2 月为 1-2 月合并同比数据。

全国政府性基金收入方面，2026 年 1-4 月实现预算收入 10208 亿元，累计同比下降 18.9%，降幅较 3 月扩大 2.7 个百分点。其中，地方国有土地使用权出让收入 6801 亿元，累计同比下降 27.2%。

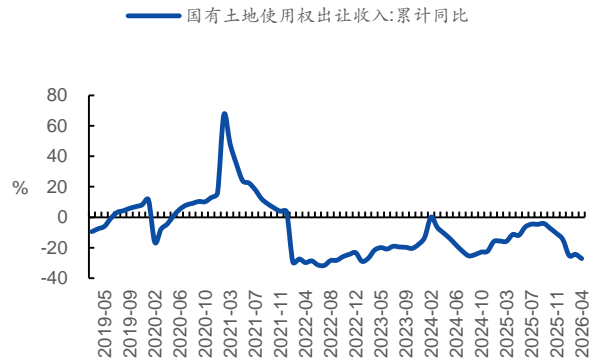
全国政府性基金支出方面，2026 年 1-4 月累计支出 25431 亿元，同比下降 2.7%，较 3 月回落 5.8 个百分点；其中地方政府性基金支出同比下降 3.2%，中央政府性基金支出同比增长 14.0%。从专项债发行看，4 月新增专项债发行规模约 1743.6 亿元，低于 1-3 月月均发行量，专项债发行节奏放缓是政府性基金支出回落的重要原因，后续财政发力重点可继续观察专项债、特别国债、政策性金融工具和重大工程实物工作量的衔接。

图 34：全国、中央及地方政府性基金收入累计同比



资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 35：国有土地使用权出让收入累计同比



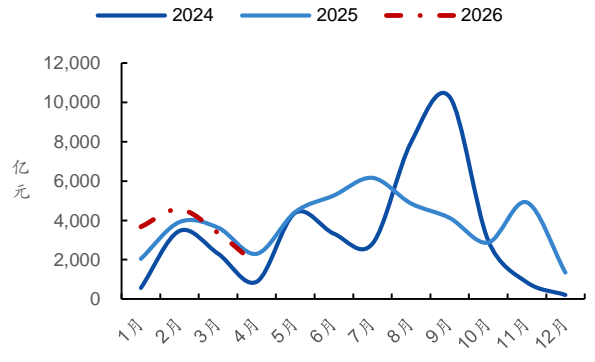
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 36：全国政府性基金支出累计同比



资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 37：2024-2026 年新增专项债发行月度时序



资料来源：企业预警通, 国元证券研究所

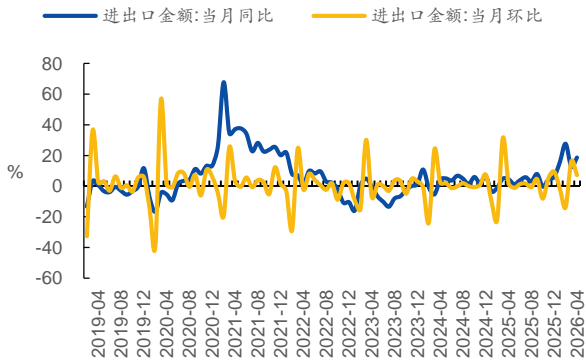
2.4 进出口篇：出口回升但结构分化仍是主线

进出口总额方面，2026 年 4 月全国进出口总额（以美元计价）为 6340.60 亿美元，当月同比增长 18.7%，较 3 月提高 6 个百分点；环比增长 7.2%。1-4 月累计进出口总额为 23260.69 亿美元，累计同比增长 18.2%，外贸总量仍保持较高读数，单月出口从 3 月低位回升。

2026 年 4 月贸易顺差为 848.24 亿美元，较 3 月扩大 336.95 亿美元；1-4 月累计顺差为 3476.99 亿美元。考虑到 4 月进口同比 25.3% 仍高于出口同比 14.1%，顺差扩大更多来自出口规模修复和月度节奏变化。

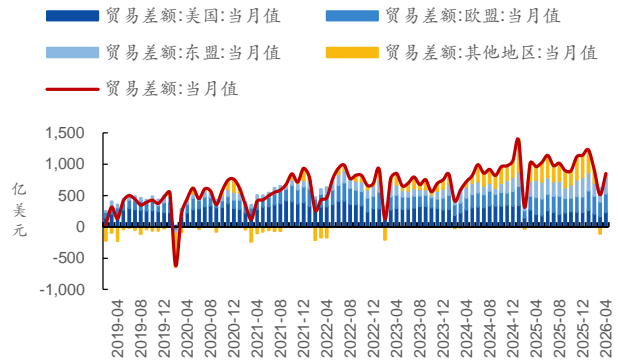
从累计顺差结构看，非美市场仍是顺差的重要来源。4 月出口目的地中，东盟、欧盟、中国香港对出口形成主要支撑，对美国累计出口仍为负增长。出口份额和顺差来源继续呈现分散化特征，这有助于降低单一市场波动对外需的冲击。

图 38: 进出口总额 (美元计价) 当月同比与环比增速



资料来源: iFind, 国元证券研究所

图 39: 贸易顺差当月值

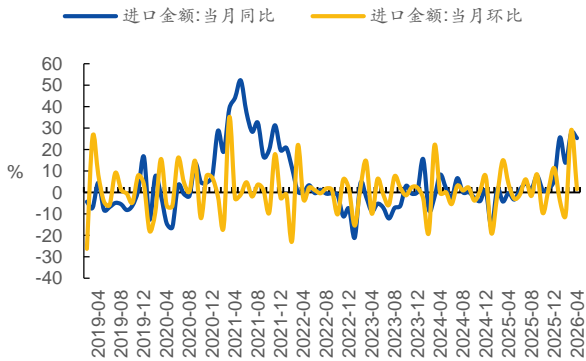


资料来源: iFind, 国元证券研究所

进口方面, 2026 年 4 月全国进口总额为 2746.18 亿美元, 当月同比增长 25.3%, 较 3 月回落 2.5 个百分点; 环比增长 1.5%。1-4 月累计进口 9891.85 亿美元, 累计同比增长 23.6%。进口同比继续维持高位, 可能包含价格、补库和高技术产品进口的共同影响。

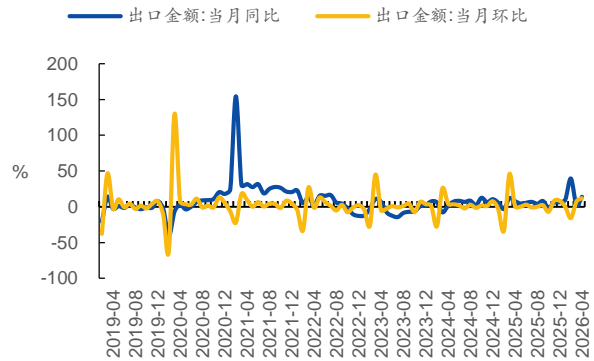
出口方面, 2026 年 4 月全国出口总额为 3594.42 亿美元, 当月同比增长 14.1%, 较 3 月提高 11.6 个百分点; 环比增长 12.0%。1-4 月累计出口 13368.84 亿美元, 累计同比增长 14.5%。本月出口从 3 月低读数中回升, 短期韧性仍在。

图 40: 进口总额 (美元计价) 当月同比与环比增速



资料来源: iFind, 国元证券研究所

图 41: 出口总额 (美元计价) 当月同比与环比增速



资料来源: iFind, 国元证券研究所

从主要出口贸易伙伴来看, 2026 年 4 月对东盟、欧盟、中国香港、美国出口分别为 695.38 亿美元、529.88 亿美元、381.04 亿美元和 367.61 亿美元, 当月同比分别为 15.2%、13.4%、44.3%和 11.3%。从累计增速看, 中国香港、韩国、巴西、俄罗斯等目的地增速较高, 而对美国累计同比仍为-10.2%。整体上, 非美市场对出口的支撑更稳, 对美出口边际修复但累计读数仍偏弱。

表 1：2026 年 4 月主要出口目的地出口金额（亿美元）与变化

| 出口目的地 | | 2026-04 | 2026-03 | 2026 年 累计 | 最新月份 同比 | 最新月份 环比 | 2026 年 累计同比 | 最新月份 出口份额 | 最新月份 出口份额 同比变化 |
|-------|-------|----------|----------|--------------|------------|------------|----------------|--------------|----------------------|
| 总值 | | 3,594.42 | 3,210.33 | 13,368.84 | 14.10% | 11.96% | 14.50% | / | / |
| 欧洲 | 欧盟 | 529.88 | 467.72 | 2,007.27 | 13.43% | 13.29% | 19.00% | 14.74% | -0.06% |
| | 其中：德国 | 111.47 | 102.48 | 431.66 | 7.60% | 8.77% | 19.60% | 3.10% | -0.18% |
| | 法国 | 43.96 | 38.17 | 167.24 | 15.00% | 15.17% | 21.00% | 1.22% | 0.01% |
| | 意大利 | 47.70 | 42.26 | 188.86 | 17.91% | 12.87% | 23.70% | 1.33% | 0.05% |
| | 荷兰 | 85.10 | 76.46 | 318.44 | 2.76% | 11.30% | 11.50% | 2.37% | -0.26% |
| 英国 | 75.82 | 68.45 | 292.93 | 9.59% | 10.77% | 15.90% | 2.11% | -0.08% | |
| 美洲 | 美国 | 367.61 | 294.48 | 1,334.42 | 11.31% | 24.83% | -10.20% | 10.23% | -0.23% |
| 东南亚 | 东盟 | 695.38 | 630.31 | 2,453.56 | 15.22% | 10.32% | 19.10% | 19.35% | 0.23% |
| | 其中：越南 | 214.31 | 197.67 | 724.01 | 24.69% | 8.42% | 22.00% | 5.96% | 0.52% |
| | 马来西亚 | 112.49 | 104.68 | 404.27 | 19.90% | 7.46% | 22.80% | 3.13% | 0.16% |
| | 泰国 | 116.24 | 106.63 | 411.73 | 25.14% | 9.01% | 25.30% | 3.23% | 0.29% |
| | 新加坡 | 73.69 | 72.37 | 282.59 | -11.41% | 1.82% | 9.60% | 2.05% | -0.58% |
| | 印度尼西亚 | 84.76 | 66.20 | 297.26 | 8.41% | 28.04% | 12.90% | 2.36% | -0.12% |
| 菲律宾 | 56.91 | 51.43 | 204.14 | 12.14% | 10.66% | 14.40% | 1.58% | -0.02% | |
| 亚太 | 日本 | 138.40 | 143.72 | 543.61 | 4.04% | -3.70% | 6.20% | 3.85% | -0.36% |
| | 韩国 | 158.30 | 154.27 | 573.09 | 24.58% | 2.61% | 24.70% | 4.40% | 0.38% |
| | 中国香港 | 381.04 | 393.27 | 1,367.73 | 44.30% | -3.11% | 41.10% | 10.60% | 2.24% |
| | 中国台湾 | 90.30 | 90.77 | 325.69 | 26.94% | -0.52% | 30.10% | 2.51% | 0.26% |
| | 澳大利亚 | 66.98 | 63.32 | 264.41 | 8.63% | 5.78% | 19.80% | 1.86% | -0.09% |
| 非洲 | 非洲 | 211.67 | 178.97 | 818.26 | 17.30% | 18.27% | 28.00% | 5.89% | 0.17% |
| 金砖国家 | 俄罗斯 | 101.68 | 93.72 | 378.34 | 25.69% | 8.49% | 23.10% | 2.83% | 0.27% |
| | 南非 | 22.49 | 19.98 | 84.62 | 36.60% | 12.56% | 32.40% | 0.63% | 0.10% |
| | 印度 | 132.61 | 121.80 | 506.04 | 18.56% | 8.88% | 17.80% | 3.69% | 0.15% |
| | 巴西 | 78.35 | 60.98 | 267.31 | 36.99% | 28.48% | 24.30% | 2.18% | 0.37% |

资料来源：iFind，海关总署，国元证券研究所

总体看，2026 年 4 月主要出口商品继续分化。高技术和部分高端制造仍是主要亮点，集成电路、自动数据处理设备及其零部件、汽车（包括底盘）、高新技术产品、机电产品当月同比分别增长 100.1%、47.7%、44.0%、39.3%和 20.4%；部分劳动密集型和地产后周期相关品类偏弱，灯具照明装置及其零件、鞋靴、船舶、玩具、箱包及类似容器、钢材同比分别下降 19.7%、17.1%、14.7%、12.3%、11.3%和 8.3%。

拉长到 1-4 月累计口径看，集成电路、汽车、高新技术产品和机电产品累计同比分别增长 83.7%、54.1%、31.4%和 21.1%，出口景气仍然集中在电子链条和中高端制造，传统消费品表现仍偏分化。

表 2：2026 年 4 月主要出口商品金额（美元计价）当月及累计同比增速

| 类别 | 商品名称(如有) | 2026 年累计 | 2026-04 | 2026-03 | 2026-02 | 2026-01 | 2025-12 | 2025-11 | 2025-10 |
|----------|---------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 农产品 | | 4.9% | 3.8% | -6.0% | 27.0% | 2.8% | 0.4% | 2.4% | -1.2% |
| 能源及工业资源品 | 成品油 | 4.9% | -3.8% | -3.6% | 3.1% | 17.0% | 43.8% | 2.3% | 18.3% |
| | 稀土 | 20.8% | 196.5% | 3.2% | -9.2% | -19.3% | 53.3% | 35.0% | 42.9% |
| | 肥料 | 29.1% | 46.0% | 41.8% | 2.5% | 24.5% | 17.0% | 40.2% | 101.3% |
| | 未锻轧铝及铝材 | 20.7% | 31.5% | 9.3% | 25.8% | 17.0% | 14.1% | -10.0% | -7.7% |
| | 钢材 | -10.1% | -8.3% | -13.8% | 4.8% | -20.4% | 7.8% | 4.3% | -14.4% |
| 消费品 | 塑料制品 | 7.7% | 8.1% | -21.8% | 64.9% | 6.2% | -2.2% | -3.4% | -9.8% |
| | 箱包及类似容器 | -4.0% | -11.3% | -34.5% | 68.1% | -4.2% | -13.0% | -19.3% | -25.7% |
| | 服装及衣着附件 | -0.9% | -2.2% | -29.4% | 64.5% | -7.6% | -10.2% | -10.9% | -15.9% |
| | 鞋靴 | -10.3% | -17.1% | -39.6% | 51.3% | -12.4% | -17.4% | -17.1% | -20.9% |
| | 家具及其零件 | 1.2% | -3.6% | -33.4% | 67.9% | 5.0% | -8.6% | -8.5% | -12.6% |
| | 玩具 | -14.1% | -12.3% | -41.9% | 32.4% | -12.8% | -19.4% | -25.5% | -31.0% |
| 机电产品 | 机电产品 | 21.1% | 20.4% | 11.5% | 43.9% | 15.7% | 12.2% | 9.8% | 1.3% |
| | 通用机械设备 | 4.2% | -3.4% | -15.0% | 54.5% | -1.6% | 3.7% | 4.6% | -9.0% |
| | 自动数据处理设备及其零部件 | 31.8% | 47.7% | 37.2% | 24.1% | 17.5% | 6.0% | -6.9% | -9.9% |
| | 手机 | -1.3% | 11.0% | 2.5% | -15.1% | -2.5% | 10.6% | -12.5% | -16.5% |
| | 家用电器 | 3.0% | 7.2% | -15.2% | 28.5% | 0.0% | -6.9% | -5.8% | -13.6% |
| | 音视频设备及其零部件 | 11.8% | 8.2% | -3.4% | 40.2% | 11.2% | 5.1% | 4.8% | 4.3% |
| | 集成电路 | 83.7% | 100.1% | 85.2% | 66.6% | 78.4% | 47.8% | 34.4% | 27.0% |
| | 汽车包括底盘 | 54.1% | 44.0% | 43.9% | 81.2% | 56.3% | 71.6% | 52.9% | 34.1% |
| | 汽车零部件 | 5.2% | 6.6% | -12.2% | 33.0% | 2.1% | -0.5% | 1.9% | -11.4% |
| | 船舶 | 25.6% | -14.7% | 39.5% | 188.0% | 18.2% | 25.1% | 46.5% | 60.9% |
| | 液晶平板显示模组 | 10.0% | -3.4% | 2.3% | 17.0% | 28.8% | 16.3% | 17.6% | 12.0% |
| | 医疗仪器及器械 | 12.4% | 14.9% | -4.4% | 45.8% | 5.7% | 2.0% | 9.7% | -1.0% |
| | 灯具照明装置及其零件 | -9.3% | -19.7% | -44.1% | 67.4% | -5.2% | -19.8% | -21.2% | -31.0% |
| 高新技术产品 | | 31.4% | 39.3% | 31.5% | 30.4% | 24.1% | 16.7% | 7.8% | 1.8% |

资料来源：iFind，海关总署，国元证券研究所

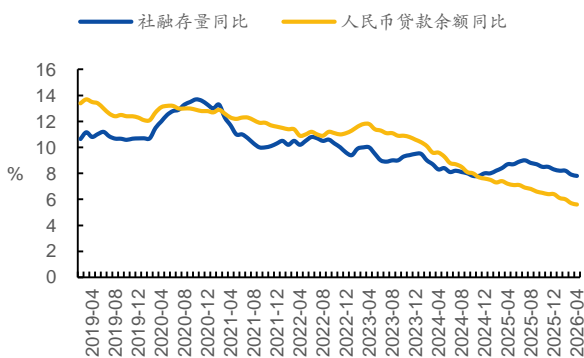
2.5 金融篇：金融脱媒下的弱信贷与强流动性

央行公布 2026 年 4 月国内金融数据。总体来看，4 月新增社融规模同比少增，新增人民币贷款由正转负，M1 小幅回落、M2 小幅提升，显示总量流动性保持相对充裕，但实体信用扩张仍偏弱。需要注意的是，单月贷款负增长无须孤立放大解读，仍需结合融资结构变化观察。随着经济结构调整和金融脱媒深化，经济活动与传统信贷扩张之间的映射关系有所钝化，企业债券、股票融资及内源资金等非信贷资金来源的重要性有所上升。结构上看，政府债券和企业债券仍是社融主要支撑，人民币贷款和未贴现银行承兑汇票则形成拖累。

金融体系支持实体经济的力度较上月有所边际放缓。4月末社融存量同比增速为7.8%，较3月回落0.1个百分点；人民币贷款余额同比增速为5.6%，较3月回落0.1个百分点。1-4月新增社融15.45万亿元，较去年同期少增约0.89万亿元；社融口径下年初至今新增人民币贷款约8.50万亿元，较去年同期少增约1.29万亿元。在金融脱媒背景下，观察信用扩张不能只盯贷款单项，贷款、债券融资与其他直接融资渠道需要结合起来看，从这一口径看，信用扩张斜率放缓，同时包含融资渠道转变的影响。

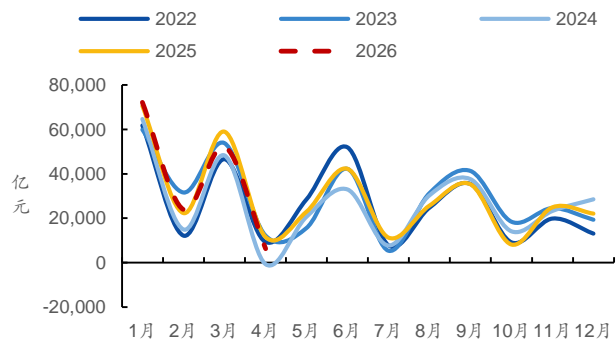
结构上看，社融存量增速仍高于贷款余额增速，但二者均延续回落，宽信用斜率偏缓。人民币存款余额同比增长8.9%，较3月回升0.3个百分点，表明资金供给并不紧，但从存款向贷款、投资和消费转化的效率仍有待改善。这一组合与新旧动能分化相吻合，高端制造、AI、出口链等领域景气度相对较高，但其融资方式更加多元，对传统中长期贷款的依赖弱于地产链和传统重资产行业，而地产链及部分传统行业融资需求偏弱，是贷款扩张放缓的拖累。

图 42：社融存量与人民币贷款余额同比



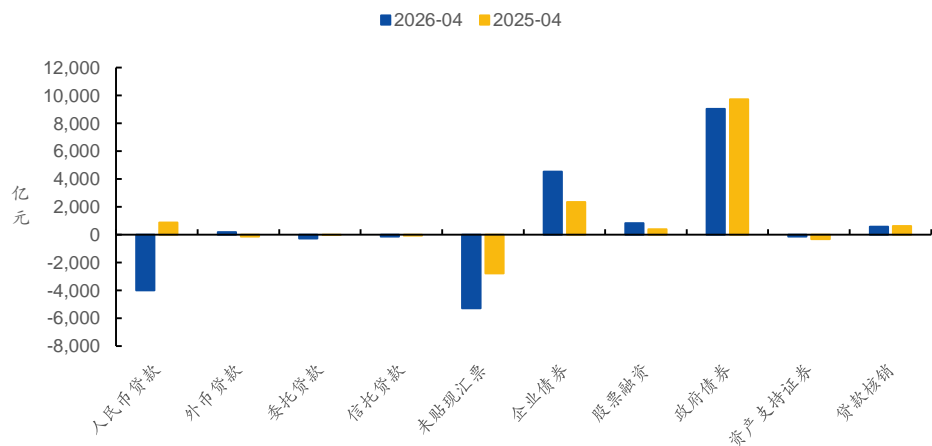
资料来源：iFind，国元证券研究所

图 43：社融增量季节性表现



资料来源：iFind，国元证券研究所

图 44：2026 年 4 月新增社融分项（亿元）

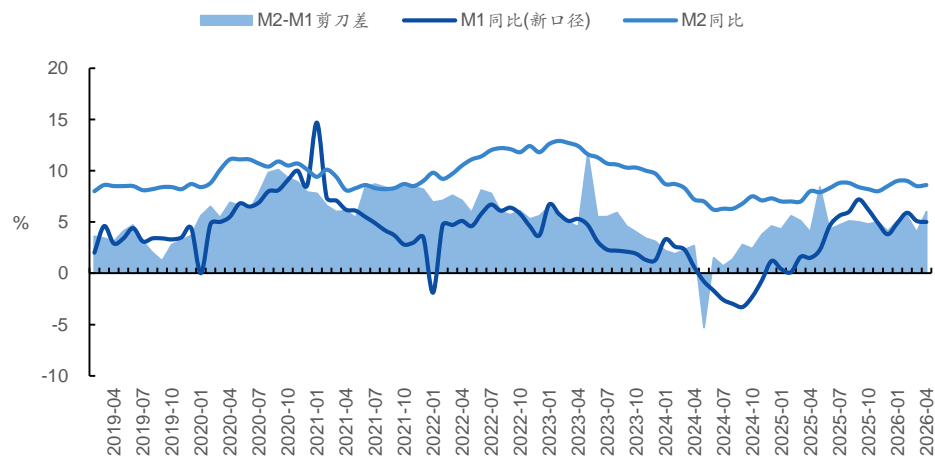


资料来源：iFind，国元证券研究所

4月新增社融0.62万亿元，同比少增5354亿元。从结构看，社融口径人民币贷款减少4006亿元，同比少增4890亿元，是主要拖累；未贴现银行承兑汇票减少5284亿元，同比多减2490亿元；政府债券融资9041亿元，同比少增688亿元，仍对社融形成支撑但贡献弱于去年同期。亮点在企业债券融资，4月新增4520亿元，同比多增2180亿元，企业直接融资延续改善。在低利率环境下，企业债对贷款的替代效应继续显现，社融结构呈现债贷跷跷板特征；同时，未贴现票据大幅减少而表内票据融资增加，说明票据贴现和表内化特征较强，也反映银行端存在用票据补充信贷规模的压力。整体看，4月社融总量偏弱且结构分化，信贷收缩和表外票据拖累明显，政府债与企业债形成阶段性支撑。

货币供应量方面，4月M1同比增速为5.0%，较3月回落0.1个百分点，M2同比增速为8.6%，较3月回升0.1个百分点，M0同比为12.2%，较3月回落0.3个百分点。M1小幅回落、M2小幅回升，M2-M1剪刀差较3月小幅走阔至3.6个百分点，显示资金活化程度边际放缓。

图 45：M1、M2 同比走势与 M2-M1 剪刀差走势



资料来源：iFind，国元证券研究所

信贷结构方面，4月新增人民币贷款减少100亿元，同比少增2900亿元。企业部门融资结构分化，其中企业短期贷款减少4600亿元，同比少减200亿元；企业中长期贷款减少4100亿元，同比少增6600亿元，显示企业长期资本开支意愿仍偏弱。票据融资新增1.24万亿元，同比多增4088亿元，票据冲量特征较为明显；非银行业金融机构贷款新增1745亿元，同比多增111亿元。企业中长期贷款走弱既有一季度集中投放后的季初回落，也有债券融资替代、传统重资产项目开工偏慢等因素；票据冲量较强进一步说明真实贷款需求仍待修复。

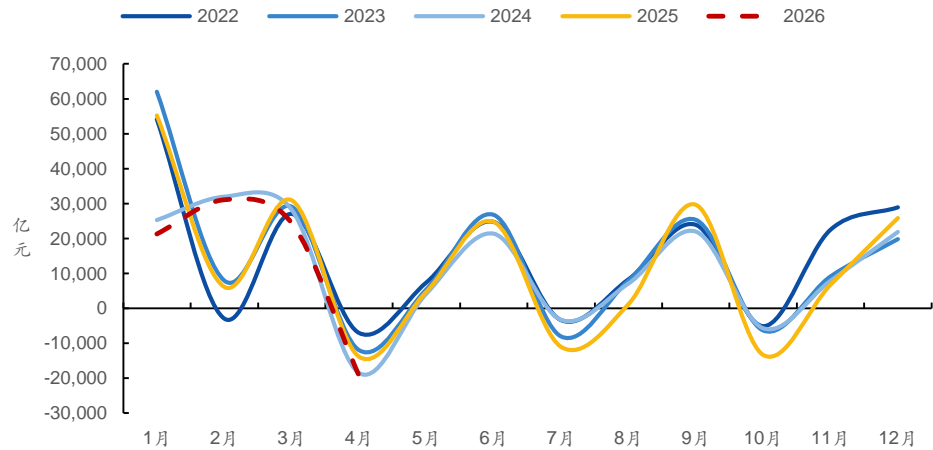
居民部门方面，4月居民短期贷款减少4462亿元，同比多减443亿元；居民中长期贷款减少3408亿元，同比多减2177亿元，合计减少7870亿元，同比多减2620亿元。短贷和中长贷均为负，居民端去杠杆倾向仍在，住房价格预期、收入预期和提前还贷等因素对长贷形成压制，消费贷需求偏弱也拖累短贷表现。

表 3：2026 年 4 月金融机构新增人民币贷款结构（单位：亿元）

| | | 2026-04 | 2026-03 | 2026-02 | 2026-01 | 2025-12 | 2025-11 |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 新增人民币贷款 | | -100 | 29,900 | 9,000 | 47,100 | 9,100 | 3,900 |
| 住户 | 居民短期贷款 | -4,462 | 1,956 | -4,693 | 1,097 | -1,023 | -2,158 |
| | 居民中长期贷款 | -3,408 | 2,953 | -1,815 | 3,469 | 100 | 100 |
| 企（事业）单位 | 企业短期贷款 | -4,600 | 14,800 | 6,000 | 20,500 | 3,700 | 1,000 |
| | 企业中长期贷款 | -4,100 | 13,500 | 8,900 | 31,800 | 3,300 | 1,700 |
| | 票据融资 | 12,429 | -1,911 | -350 | -8,739 | 3,500 | 3,342 |
| 非银行业金融机构贷款 | | 1,745 | -1,693 | -105 | -1,882 | -771 | -147 |

资料来源：iFind，国元证券研究所

存款结构方面，4 月居民存款减少 1.94 万亿元，企业存款减少 1.25 万亿元，财政存款新增 7394 亿元，非银存款新增 2.47 万亿元。同比看，居民存款多减 5500 亿元，企业存款少减 797 亿元，财政存款多增 3684 亿元，非银存款多增 8990 亿元。结合 M1 小幅回落和新增贷款转负来看，货币扩张节奏整体平稳，但资金活化程度和实体信用需求偏弱。这体现出居民存款搬家和非银存款淤积同时存在，资金进入理财、基金、债券等非银体系，有助于支撑金融市场流动性，但向实体部门传导并不顺畅。金融数据也能解释债市与基本面的阶段性背离，基本面存在结构上的亮点，但融资需求偏弱和资金面宽松共同约束利率上行。

图 46：居民新增存款季节性表现


资料来源：iFind，国元证券研究所

3. 风险提示

美伊冲突升级；贸易摩擦加剧；政策落地效果不及预期；政策理解偏差

投资评级说明

| (1) 公司评级定义 | | (2) 行业评级定义 | |
|------------|------------------------|------------|--------------------------|
| 买入 | 股价涨幅优于基准指数 15%以上 | 推荐 | 行业指数表现优于基准指数 10%以上 |
| 增持 | 股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间 | 中性 | 行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间 |
| 持有 | 股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间 | 回避 | 行业指数表现劣于基准指数 10%以上 |
| 卖出 | 股价涨幅劣于基准指数 5%以上 | | |

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

| 合肥 | 上海 | 北京 |
|-----------------------------------|--------------------------------------|------------------------------------|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 | 地址：北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼中建财富国际中心 5 层 |
| 邮编：230000 | 邮编：200135 | 邮编：100029 |