

2026年04月16日

# 经济“开门红”的成色

## ——3月经济数据点评

**事件：**2026年一季度GDP同比5%、前值4.5%。3月，社零当月同比1.7%、预期2.5%、前值2.8%；固定资产投资累计同比1.7%、预期1.7%、前值1.8%；房地产开发投资累计同比-11.2%、预期-13.7%、前值-11.1%；新建商品房销售面积累计同比-10.4%、前值-13.5%；工业增加值当月同比5.7%、预期5.4%、前值6.3%。

- **核心观点：虽然短期因素扰动3月经济，但一季度整体实现“开门红”。**

**GDP：**受益于内外需共同改善，一季度经济增速回升至5%、实现开门红。一季度实际GDP同比在高基数下实现5%的增速、较去年四季度回升0.5个百分点。拆分结构看，第二产业增加值增速明显回升，反映出口、固定投资、商品消费整体改善，拉动建筑业与工业生产回升；同时，第三产业增加值增速维持在5.2%，反映服务消费维持较强的韧性。

**社零：**虽然春节消费的“透支效应”及高基数令3月社零增速回落，但一季度整体仍呈改善态势。3月社零回落，一是春节假期消费高增形成阶段性“透支”，二是汽车、家电补贴退坡、叠加高基数影响。3月石油制品与通讯器材零售回升，可能与油价上行、涨价前居民集中购机相关。但整体来看，一季度社零为2.4%、较去年四季度回升0.8个百分点。

**投资：**3月投资小幅回落，但一季度整体仍在高位，反映前期“缺资金”、“缺项目”等对投资的挤出持续缓解。3月固定资产投资仅小幅回落0.2个百分点至1.6%。分行业看，民企现金流量表改善，或继续对制造业投资形成支撑，且外需改善也有额外拉动。地产投资增速维持在-11.3%，反映前期新开工降幅收窄、清账政策优化等影响。基建投资虽有下行，但一季度合计也明显好于去年四季度，反映前期化债对投资“挤出效应”持续缓和。

**生产：**3月工业增加值受“春节错位”的影响有所下滑，但剔除该因素后整体表现仍较好。3月工业增加值增速回落0.6个百分点至5.7%，主因“春节错位”的影响。结构上生产回落幅度较大的是受“春节错位”影响较明显的劳动密集型行业，也同时受商品消费回落影响；而运输设备、计算机通信等行业生产较好，或源于外需改善的拉动。

**展望后续：**地缘局势可能阶段性扰动二季度经济，下半年内需修复的“预期差”可能大于外需。伴随地缘冲突持续发酵，二季度经济可能面临下行压力。一是大宗商品供给可能出现缺口，对工业生产形成阶段性冲击；二是油价飙升带动石化链涨价，或令总体盈利承压。但油价飙升对需求的冲击小于生产，加之消费品出口可能对生产资料出口的下行压力，下半年经济或呈现边际修复态势。综合上述，全年经济形势或呈现“N”型走势。

- **常规跟踪：一季度GDP有所回升，3月投资维持韧性、消费小幅回落。**

**GDP：**一季度GDP小幅回升，二产增加值增速回升较快。2026年一季度GDP同比录得5.0%，边际回升0.5个百分点。其中第二产业增加值同比上行1.5个百分点至4.9%。

**投资：**固定资产投资小幅回落，其中，制造业投资有所改善。3月，固定资产投资当月同比较1-2月下行0.2个百分点至1.6%；狭义基建、地产投资当月同比分别较1-2月下行3.8、0.2个百分点至7.0%、-11.3%；制造业投资当月同比边际上行2.0个百分点至5.1%。

**消费：**社零增速明显下行，餐饮、商品零售均有回落。3月，社零当月同比回落1.1个百分点至1.7%。其中，商品零售、餐饮收入当月同比分别回落1.0、1.9个百分点。

- **风险提示：外部环境变化，房地产形势变化，稳增长政策推进速度不及预期。**

### 相关研究

### 证券分析师

赵伟 A0230524070010  
zhaowei@swsresearch.com  
屠强 A0230521070002  
tuqiang@swsresearch.com  
贾东旭 A0230522100003  
jiadx@swsresearch.com

### 研究支持

耿佩璇 A0230124080003  
gengpx@swsresearch.com

### 联系人

屠强 A0230521070002  
tuqiang@swsresearch.com



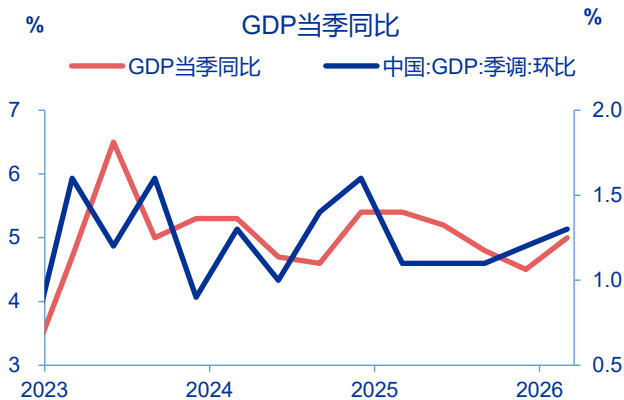
申万宏源研究微信服务号

**事件：**2026 年一季度 GDP 同比 5%、前值 4.5%。3 月，社零当月同比 1.7%、预期 2.5%、前值 2.8%；固定资产投资累计同比 1.7%、预期 1.7%、前值 1.8%；房地产开发投资累计同比-11.2%、预期-13.7%、前值-11.1%；新建商品房销售面积累计同比-10.4%、前值-13.5%；工业增加值当月同比 5.7%、预期 5.4%、前值 6.3%。

## 1. 核心观点：虽然短期因素扰动 3 月经济，但一季度整体实现“开门红”

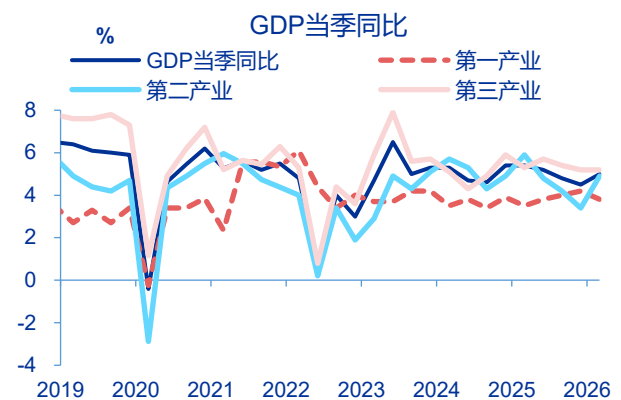
**GDP：**受益于内外需共同改善，一季度经济增速回升至 5%、实现开门红。一季度实际 GDP 同比在高基数下实现 5%的增速、较去年四季度回升 0.5 个百分点，季调环比（1.3%）较去年四季度（1.2%）进一步回升。拆分结构看，第二产业增加值增速明显回升 1.5 个百分点至 4.9%，反映出口、固定投资、商品消费整体改善，拉动建筑业与工业生产回升；同时，第三产业增加值增速维持在 5.2%，服务业零售额累计增速也保持在 5.5%的较高水平，反映服务消费维持较强的增长韧性。

图 1：实际 GDP 增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

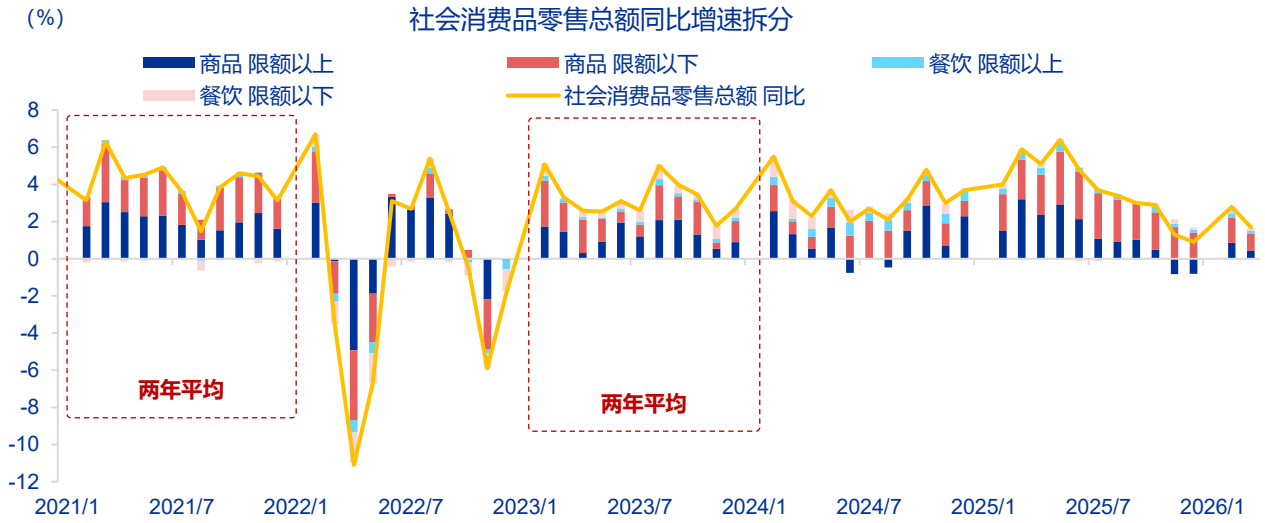
图 2：不同产业 GDP 增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

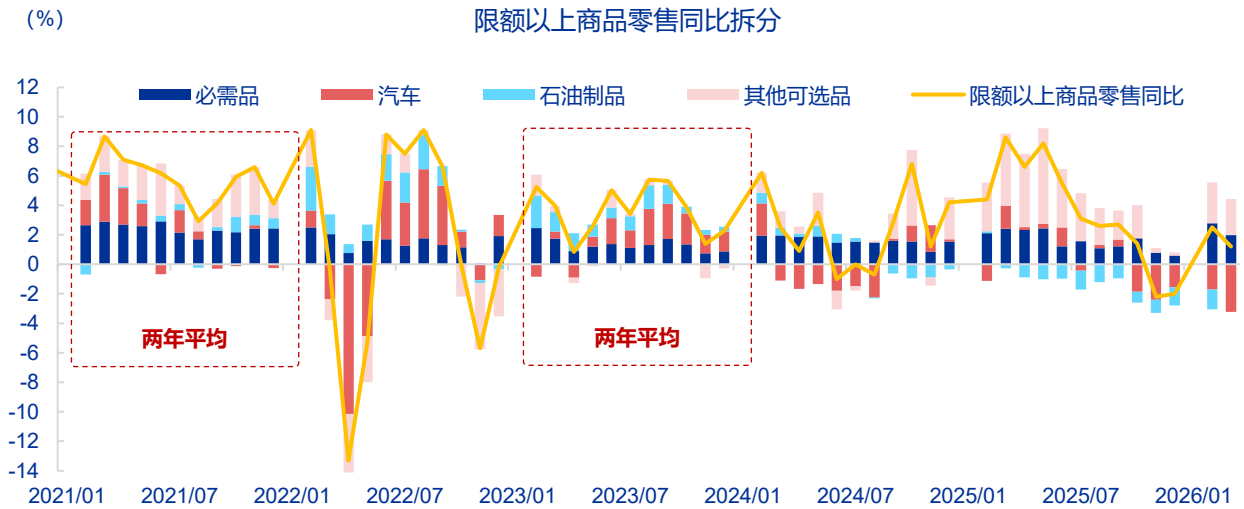
**虽然春节消费的“透支效应”及高基数令 3 月社零增速回落，但一季度整体仍呈改善态势。**3 月社零同比为 1.7%，较 1-2 月回落 1.1 个百分点。一是春节长假必需品、服务消费高增形成阶段性“透支”，烟酒类零售、餐饮收入同比增速分别回落 11.4、1.9 个百分点，3 月服务零售额累计同比回落 0.1 个百分点至 5.5%；二是汽车、家电消费下行，同比增速分别回落 4.5、8.3 个百分点，系补贴退坡、前期需求释放、去年同期高基数等因素叠加所致。3 月社零改善显著的品类为石油制品与通讯器材，前者或因油价上行被动改善，后者可能与手机厂商因内存涨价调价、调价前居民集中购机相关。结合 1-2 月来看，一季度整体社零为 2.4%、较去年四季度回升 0.8 个百分点。

图 3：社零同比增速及分项拉动



资料来源：CEIC，申万宏源研究

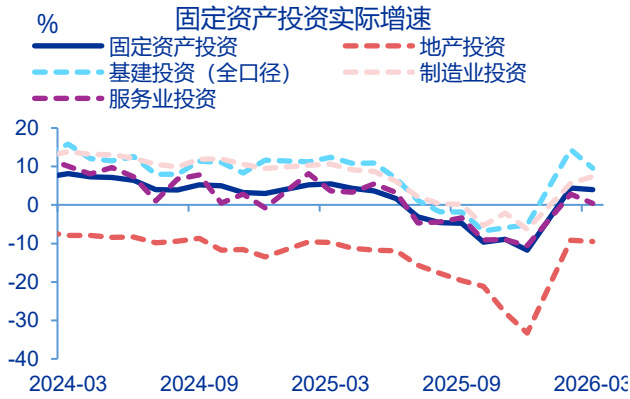
图 4：限额以上商品零售同比增速拆分



资料来源：CEIC，申万宏源研究

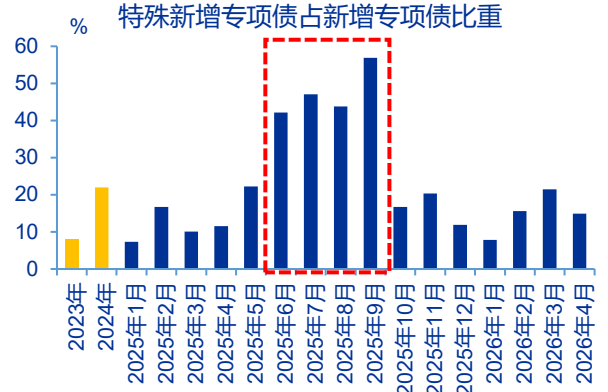
**投资：3月投资小幅回落，但一季度整体仍在高位，反映前期“缺资金”、“缺项目”等对投资的挤出持续缓解。**3月固定资产投资增速仅小幅回落0.2个百分点至1.6%。**分行业看**，年初新一轮设备更新落地，叠加民企现金流量表改善，继续对制造业投资(回升2个百分点至5.1%)形成支撑；同时外需改善对通用设备、化学原料等外需驱动行业投资有额外拉动。地产投资增速维持在-11.3%，反映前期新开工降幅收窄、清账政策优化等影响。基建投资(回落4.7个百分点至6.7%)虽有下行，但一季度合计也明显好于去年四季度，反映前期化债对投资“挤出效应”持续缓和。**分类型看**，设备购置投资增速上升4.3个百分点至15.8%，建安投资回落1.8个百分点至-1.2%。

图 5：固定资产实际投资增速



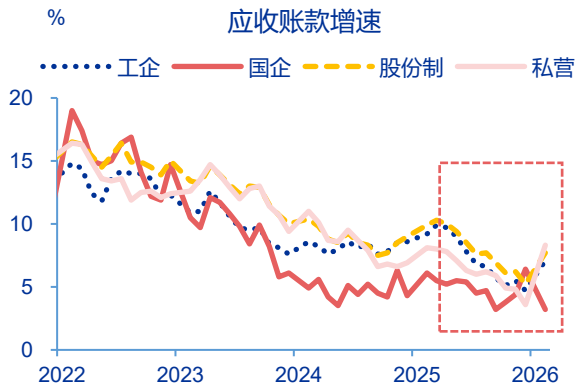
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 6：特殊新增专项债占比明显回落



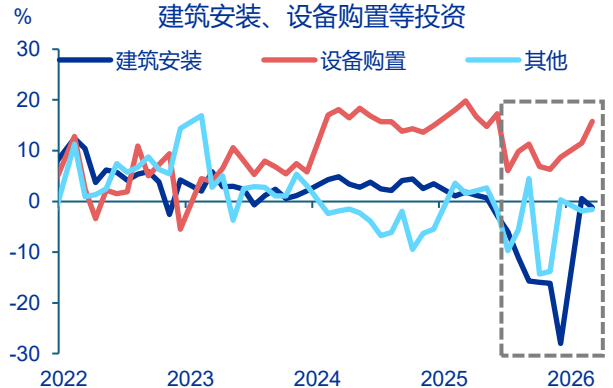
资料来源：企业预警通，申万宏源研究

图 7：前期应收账款增速持续回落



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：设备购置投资有所回升



资料来源：Wind，申万宏源研究

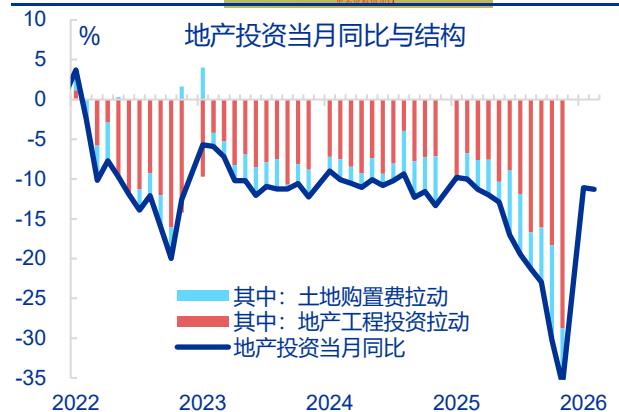
**地产：销售、新开工、竣工有所改善，地产投资走平。**销售端，商品房销售面积、销售金额同比分别回升 6.1、6.9 个百分点至-7.4%、-13.3%；供给端，房企信用融资增速虽有回落（回落 8.9 个百分点至-17.4%），但前期新开工降幅收窄有助于地产投资修复，地产投资当月同比维持在-11.2%；3 月新开工、竣工增速分别回升 5.7、8.8 个百分点至-17.4%、-19.1%，后续投资或呈现温和修复态势。

图 9：商品房销售改善



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：地产投资维持韧性



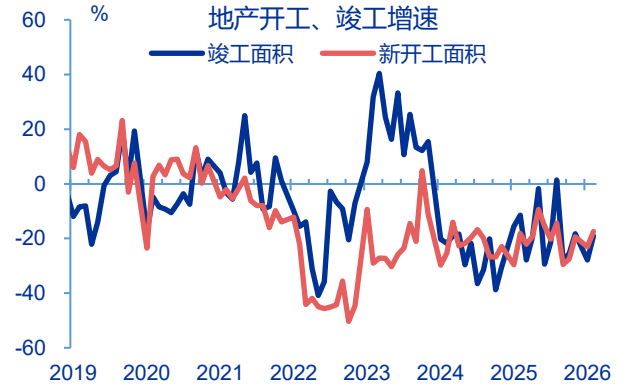
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11: 国内贷款与自筹资金拖累房企融资



资料来源: Wind, 申万宏源研究

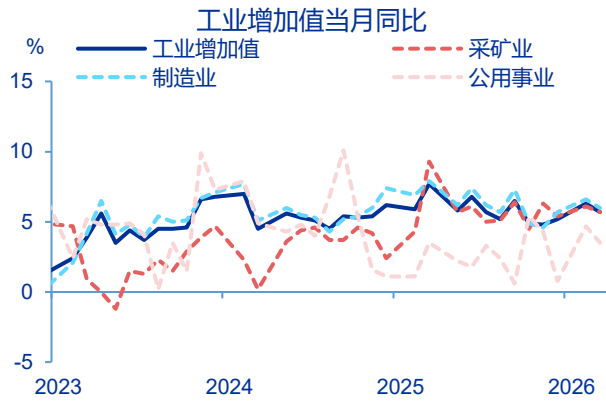
图 12: 开工竣工小幅回升



资料来源: Wind, 申万宏源研究

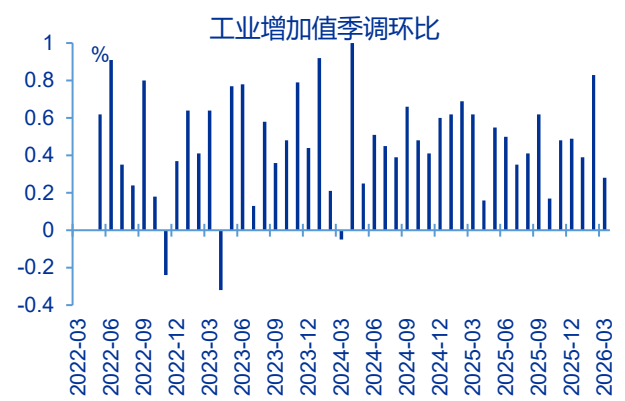
**生产: 3月工业增加值受“春节错位”的影响有所回落, 但剔除该因素后整体表现仍较好。** 3月工业增加值当月同比 5.7%、较 1-2 月累计同比回落 0.6 个百分点。由于今年 3 月为春节次月、生产尚未完全恢复至正常水平; 剔除“春节错位”影响后, 工业生产整体维持较强韧性。结构上, 生产回落幅度较大的是受“春节错位”影响较明显的劳动密集型行业, 如食品制造、纺织等行业生产当月同比分别下行 4.4、3.6 个百分点至 6.2%、1.7%, 也反映商品消费短期回落的影响; 相比之下, 化学原料生产回升, 运输设备、计算机通信等行业维持较高增速, 或源于外需改善的拉动; 油气开采、煤炭采选等生产回升较大, 或与地缘冲突发酵下大宗商品“抢生产”有关。

图 13: 工业增加值及分项同比增速



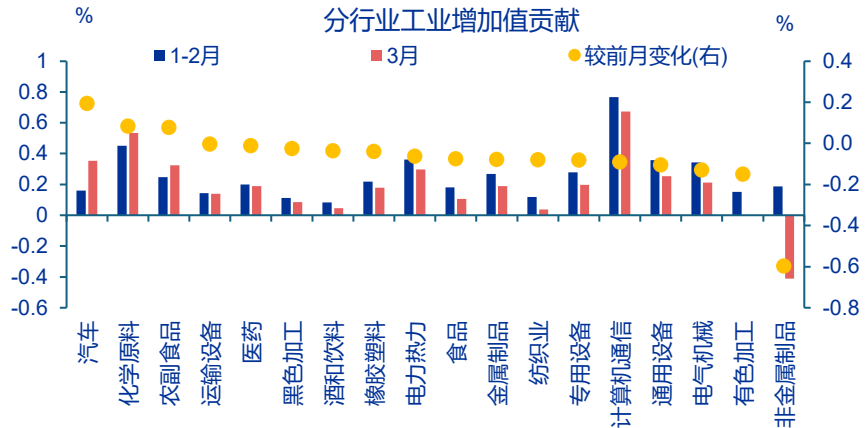
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 14: 工业增加值季调环比



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 15: 分行业工业增加值贡献拆分



资料来源: Wind, 申万宏源研究

**展望后续: 地缘局势可能阶段性扰动二季度经济, 地缘局势可能阶段性扰动二季度经济, 下半年内需修复的“预期差”可能大于外需。**伴随地缘冲突持续发酵, 二季度经济可能面临下行压力。一是大宗商品供给可能出现缺口, 对工业生产形成阶段性冲击; 二是油价飙升带动石化链涨价, 但利润率与需求量下降幅度更大, 或令盈利承压。但油价飙升对需求冲击小于生产, 加之消费品出口可能对冲生产资料出口下行压力, 下半年经济或呈边际修复态势。综合上述, 全年经济形势或呈现“N”型走势。。

## 2. 常规跟踪: 一季度 GDP 有所回升, 3 月投资维持韧性、消费小幅回落

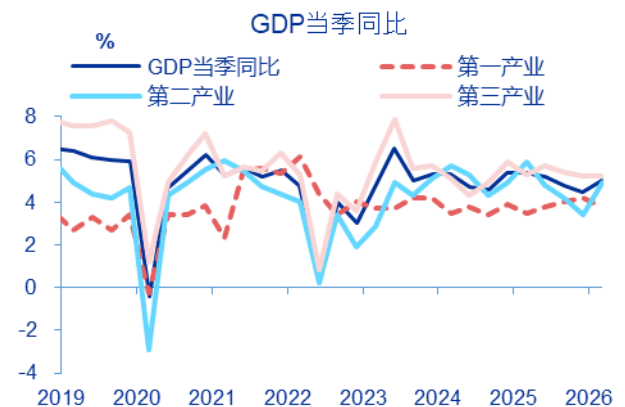
**GDP: 一季度 GDP 有所回升, 一产增加值增速回落、二产增加值增速明显回升。**2026 年一季度 GDP 同比录得 5.0%, 较上季度回升 0.5 个百分点。分产业看, 第一产业增加值当季同比 3.8%、较前一季度回落 0.4 个百分点; 第二产业增加值明显回升, 同比上行 1.5 个百分点至 4.9%; 第三产业增加值同比保持不变。

图 16: 实际 GDP 增速(2021 两年复合)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

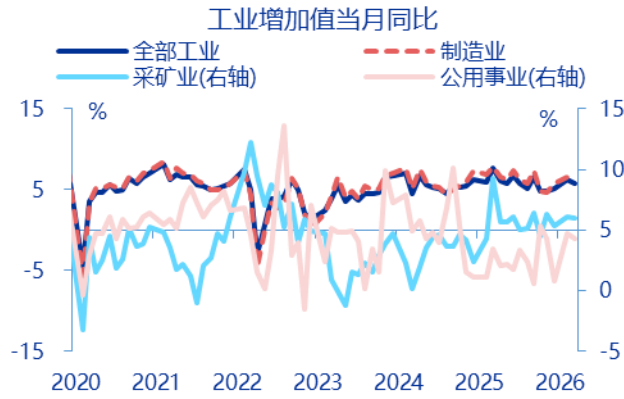
图 17: GDP 季调环比



资料来源: Wind, 申万宏源研究

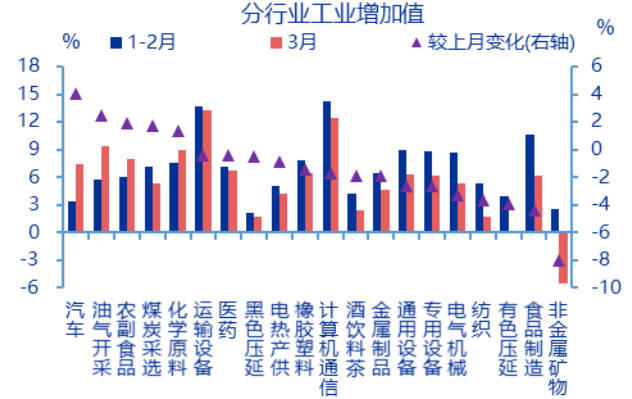
**生产：工业生产、服务业生产均有回落。**3月，工业增加值当月同比较1-2月累计同比下行0.6个百分点至5.7%。制造业、采矿业、公用事业增加值当月同比分别下行0.2、0.1、0.4个百分点至6.4%、6.0%和4.3%。此外，服务业生产也有小幅回落，3月服务业生产指数当月同比较1-2月累计同比回落0.2个百分点至5%。

图 18: 工业增加值增速(2021 两年复合)



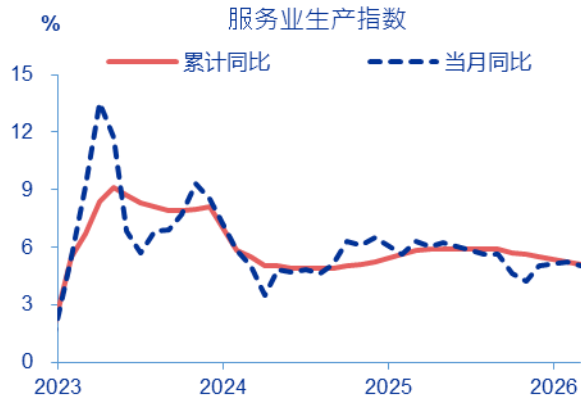
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 19: 分行业工业增加值



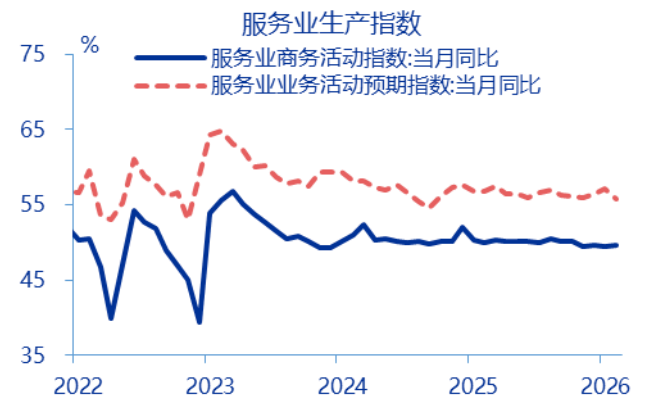
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 20: 服务业生产指数(2021 年两年调整)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 21: 服务业 PMI 指数



资料来源: Wind, 申万宏源研究

**投资：固定资产投资小幅回落，其中狭义基建投资回落幅度较大。**3月，固定资产投资当月同比较1-2月累计同比下行0.2个百分点至1.6%；其中，狭义基建投资当月同比下行3.8个百分点至7.0%。

图 22: 固定资产投资(2021 年两年调整)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 23: 基础设施投资(不含电力, 2021 年两年复合)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

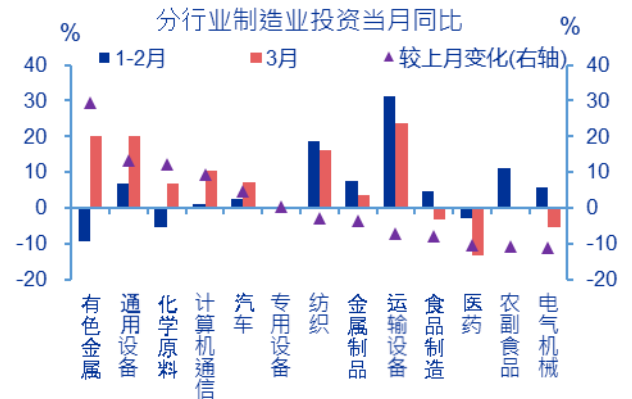
**制造业投资明显回升, 运输设备、通用设备等行业投资涨幅较大。**3月, 制造业投资当月同比较 1-2 月回升 2.0 个百分点至 5.1%。分行业看, 有色金属、通用设备、化学原料等行业投资增速涨幅较大, 当月同比分别较 1-2 月上行 29.4、13.3、12.1 个百分点至 20.2%、20.3%、6.7%。

图 24: 制造业投资增速(2021 年两年复合)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

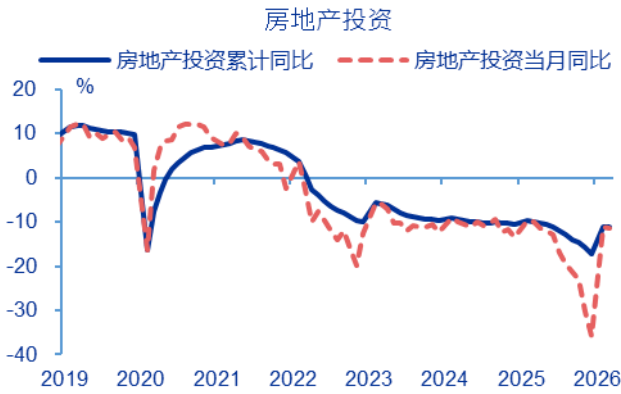
图 25: 分行业制造业投资增速



资料来源: Wind, 申万宏源研究

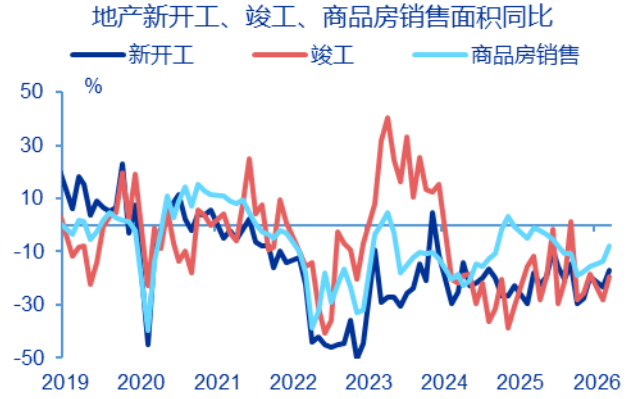
**地产投资保持韧性, 新开工、竣工有所改善。**3月, 房地产开发投资当月同比较 1-2 月回落 0.2 个百分点至-11.3%。分不同阶段看, 新开工、竣工有所回升, 当月同比分别较 1-2 月上行 5.9、8.7 个百分点至-17.2%、-19.2%, 商品房销售面积有所改善, 当月同比较 1-2 月回升 5.5 个百分点至-8.0%。

图 26: 房地产投资增速(2021 年两年复合)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

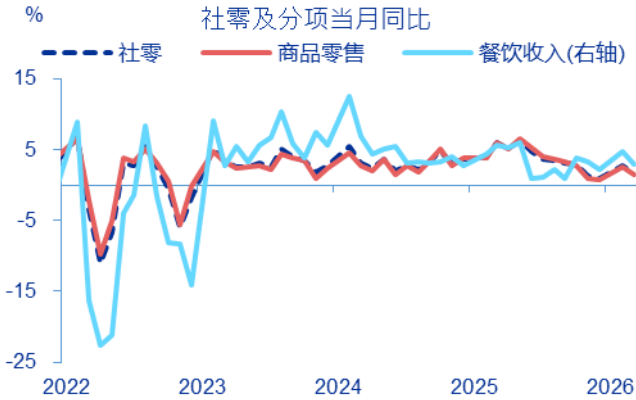
图 27: 地产开工、竣工、商品房销售面积同比



资料来源: iFind, 申万宏源研究

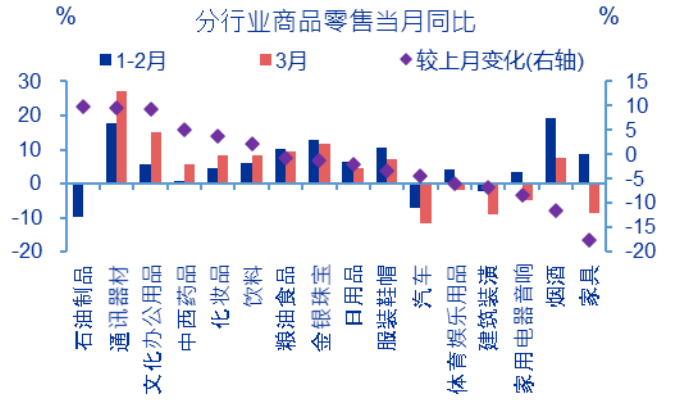
**消费: 社零增速明显下行, 结构上餐饮、商品零售均有回落。3 月, 社零当月同比**较 1-2 月累计同比回落 1.1 个百分点至 1.7%。其中, 餐饮收入降幅较大, 当月同比较 1-2 月下降 1.9 个百分点至 2.9%; 商品零售当月同比较 1-2 月回落 1.0 个百分点至 1.5%。分品类看, 烟酒、家具等品类降幅较大, 当月同比较 1-2 月累计同比分别回落 11.4、17.5 个百分点至 7.7%、-8.7%。

图 28: 社零及分项(2021、2023 年两年调整)



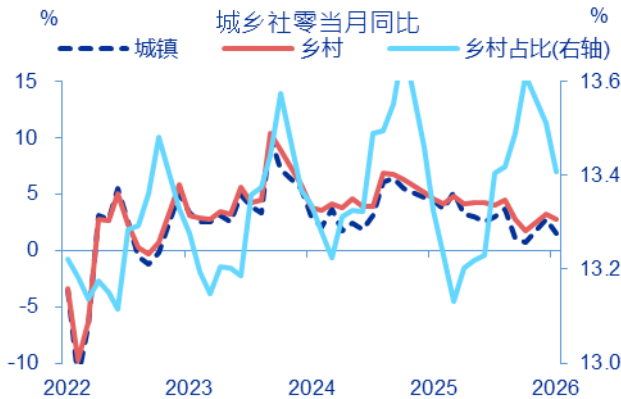
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 29: 分行业限额以上商品零售当月同比



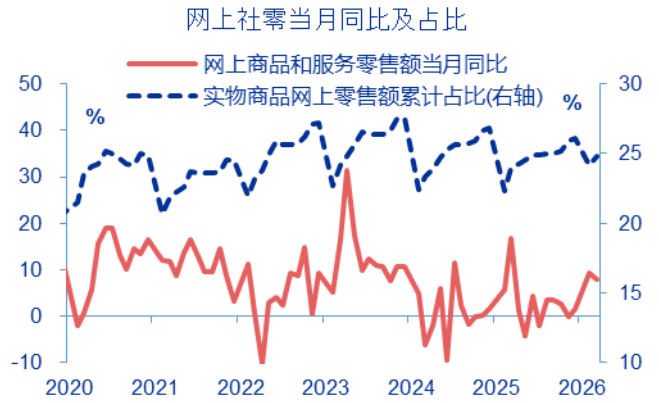
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 30: 城、乡社零当月同比(2021、2023 两年调整)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

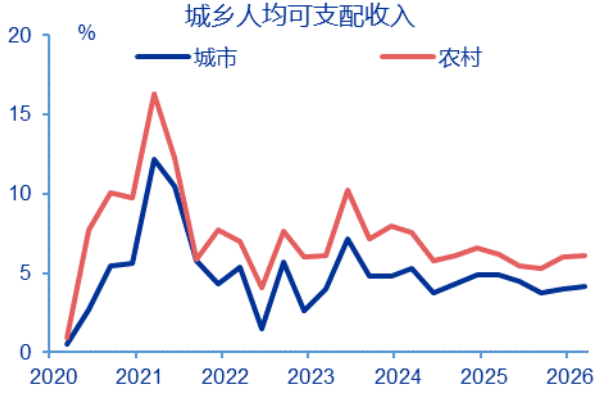
图 31: 网上零售当月同比及占比情况



资料来源: iFind, 申万宏源研究

**住户调查：居民人均可支配收入同比上升，但居民消费支出有所下降。**2026年一  
季度，居民人均可支配收入同比4.9%、较上一季度提高了0.2个百分点。但人均消费  
支出增速同比较前一季度下降0.3个百分点至3.6%。

**图 32：城镇、农村居民人均可支配收入当季同比**



资料来源：Wind，申万宏源研究

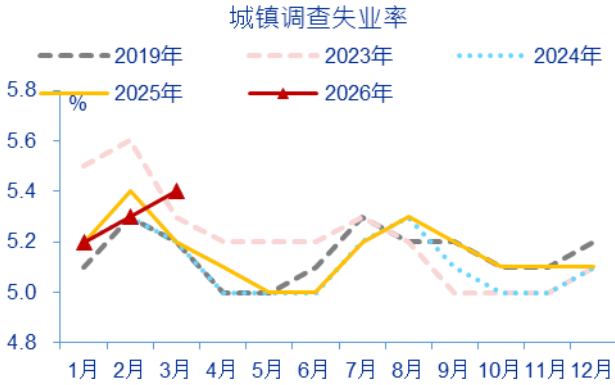
**图 33：居民消费、支出当季同比**



资料来源：Wind，申万宏源研究

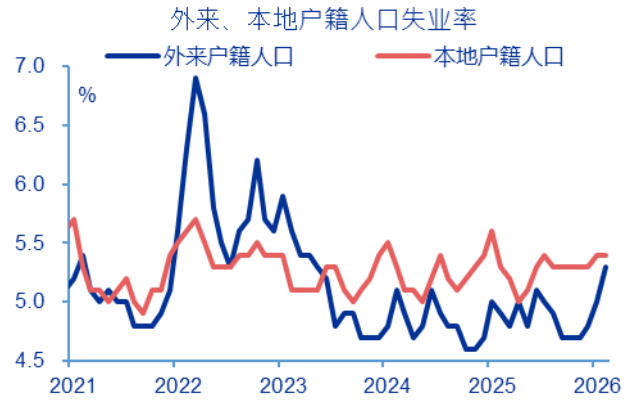
**就业：城镇调查失业率小幅上行。**3月，城镇调查失业率较上月上升0.1个百分点  
至5.4%。其中，外来户籍人口平均失业率较上月提高0.3个百分点，本地户籍人口失  
业率持平前月（5.4%）。

**图 34：城镇调查失业率**



资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 35：外来、本地户籍人口失业率**



资料来源：Wind，申万宏源研究

**风险提示：外部环境变化，房地产形势变化，稳增长政策推进速度不及预期。**

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swsresearch.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swsresearch.com

### 证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。