

一季度中国经济的五个观测视角



■ 核心观点

我们认为 2026 年一季度中国经济应从以下五个视角来重点观测：

一是价格温和回升。一季度中国不变价 GDP 当季同比 5.0%（2025Q4 当季同比 4.5%）；现价 GDP 当季同比 4.9%（2025Q4 当季同比 3.9%）。从趋势来看，2025 年 7 月以来物价逐步回升，尤其是 PPI 同比增速在 2026 年 3 月实现了转正。

二是出口与工业增加值加速。一季度商品进出口比 2025 年都有明显提速。工业生产也有所加快：工业增加值累计同比 6.1%（2025 年为 5.9%），其中高技术产业增加值累计同比 12.5%（2025 年为 9.4%）。

三是基建引领固定资产投资转正。一季度固定资产投资累计同比 1.7%（2025 年为-3.8%）。其中基础设施建设投资累计同比 8.9%（2025 年为-1.5%），占固定资产投资的比重为 44.4%。民间固定资产投资累计同比-2.2%（2025 年为-6.4%），降幅也有所收窄。事实上，资本形成总额对 2026Q1 中国 GDP 增长的拉动升至 1.9 个百分点，比 2025Q4 的 0.7 个百分点出现明显提升。

四是房地产开发投资收窄降幅，一线城市二手住宅价格指数收窄降幅。一季度房地产开发投资累计同比-11.2%（2025 年为-17.2%），占固定资产投资的比重为 17.3%。截至 2026 年 3 月，70 大中城市二手住宅价格指数同比持平前值-6.3%，此前从 2025 年 9 月的-5.2%降至 2026 年 2 月的-6.3%；其中一线城市二手住宅价格指数同比从 2025 年 9 月的-3.2%扩大至 2026 年 2 月的-7.6%，但 3 月收窄降幅至-7.4%。

五是居民就业、收入和消费都需要进一步恢复。就业方面，城镇调查失业率连续上升，但就业人员平均工作时间下降。收入方面，2026Q1 人均可支配收入累计名义同比小幅低于 2025 年，但其中经营净收入增速有所提升。2026Q1 人均消费支出累计实际同比较 2025 年出现降速，且降速幅度大于人均可支配收入累计实际同比。消费方面，2026Q1 社会消费品零售总额累计同比 2.4%（2025 年为 3.7%），仍在恢复过程之中。

■ 投资建议

综上，我们提示下一阶段应继续关注价格回升的趋势、出口增速与基建投资增速的保持、房地产价格指数收窄降幅；以及居民就业、收入和消费的修复这五个视角，观测中国经济发展进程与政策取向。

■ 风险提示

（1）逆全球化加剧的风险；（2）政策节奏变化的风险。

日期： 2026年04月21日

分析师： 高明

E-mail: gaoming@yongxingsec.com

SAC 编号: S1760524050003

相关报告：

《3 月 CPI 与 PPI：初步实现“价格总水平由负转正”》

——2026 年 04 月 16 日

《适应新形势，布局“十五五”》

——2026 年 03 月 09 日

《财政收支的规模、节奏与平衡》

——2026 年 02 月 13 日

正文目录

1. 价格温和回升	3
2. 出口与工业增加值加速	4
3. 基建引领固定资产投资	4
4. 一线城市二手住宅价格指数收窄降幅	5
5. 居民就业、收入和消费都需要进一步恢复	6
6. 投资建议	9
7. 风险提示	9

图目录

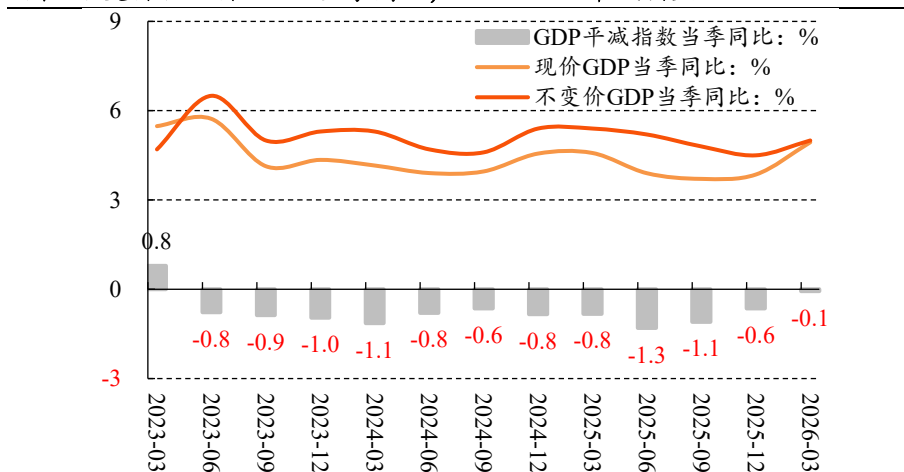
图 1: 不变价、现价 GDP 当季同比, 以及 GDP 平减指数	3
图 2: CPI 与 PPI 当月同比	3
图 3: 最近 5 个季度资本形成总额、最终消费支出、货物和服务净出口对不变价 GDP 当季同比的拉动	4
图 4: 工业增加值及其中高技术产业增加值当月同比的季度均值	4
图 5: 中国商品贸易差额	4
图 6: 固定资产投资及其中基础设施建设投资、房地产开发投资、制造业投资累计同比	5
图 7: 固定资产投资分项增速: 设备工器具购置、建筑安装工程、其他费用	5
图 8: 中国 70 个大中城市二手住宅价格指数	5
图 9: 中国房屋新开工面积、施工面积、竣工面积累计同比增速	5
图 10: 整体以及分本地与外来户籍的城镇调查失业率	6
图 11: 就业人员平均每周工作时长	6
图 12: 中国居民人均可支配收入累计名义同比、累计实际同比, 以及居民人均可支配收入累计实际同比	6
图 13: 中国居民人均可支配收入的构成: 工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入的累计同比	6
图 14: 社会消费品零售总额及其中的商品零售、餐饮收入当月同比	7
图 15: 社会消费品零售总额中的商品零售当月同比与限额以上企业商品零售总额当月同比	7
图 16: 社会消费品零售与限额以上零售总额当月同比	8
图 17: 限额以上零售增速: 汽车类、石油及制品类	8
图 18: 限额以上零售增速: 粮油食品、饮料、烟酒 3 类	8
图 19: 限额以上零售增速: 中西药品类	8
图 20: 限额以上零售增速: 通讯器材、家用电器 2 类	8
图 21: 限额以上零售增速: 家具与建筑装潢材料 2 类	8
图 22: 限额以上零售增速: 服装鞋帽针纺织品、化妆品、金银珠宝 3 类 ..	9
图 23: 限额以上零售增速: 日用品、体育娱乐用品、文化办公用品 3 类 ..	9



1. 价格温和回升

分现价和不变价 GDP 来看：2026Q1 中国不变价 GDP 当季同比 5.0 %（2025Q4 当季同比 4.5 %）；现价 GDP 当季同比 4.9 %（2025Q4 当季同比 3.9 %）；GDP 平减指数当季同比-0.1%（2025Q4 当季同比-0.6%）。

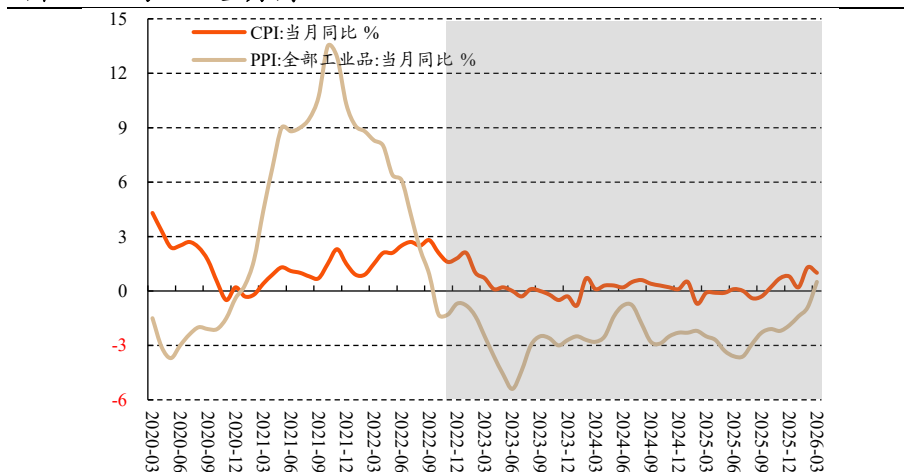
图1:不变价、现价 GDP 当季同比，以及 GDP 平减指数



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

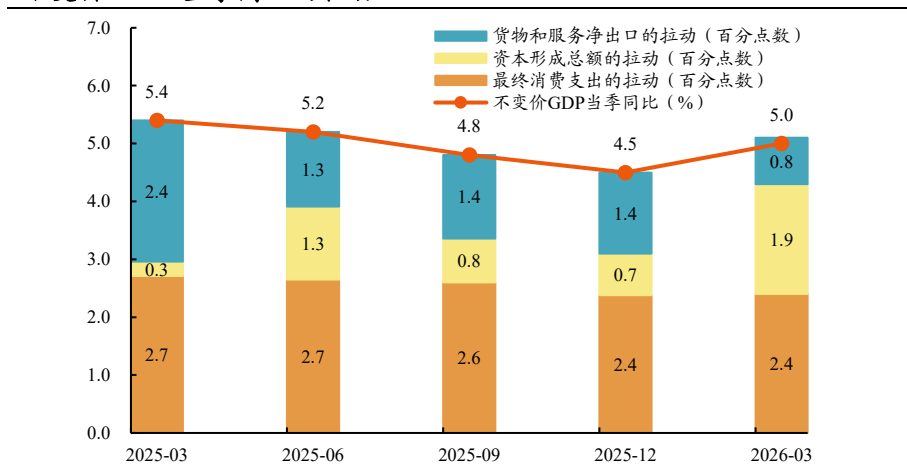
2025 年 7 月以来物价逐步回升, 尤其 2026 年 3 月 PPI 同比实现转正。PPI 同比降幅从 2025 年 7 月的-3.6%收窄至 2026 年 2 月的-0.9%, 3 月转正为 0.5%, 结束连续 41 个月的负值。CPI 同比在 2025 年 10 月转正, 2026Q1 平均值达到 0.83 %, 而 2025Q3、2025Q4 平均值分别为-0.23 %、0.57 %。

图2:CPI 与 PPI 当月同比



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

从结构来看, 资本形成总额对 2026Q1 中国 GDP 增长的拉动明显上升。最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对 2026Q1 不变价 GDP 增长的拉动分别为 2.4、1.9、0.8 个百分点; 而 2025Q4 分别为 2.4、0.7、1.4 个百分点。

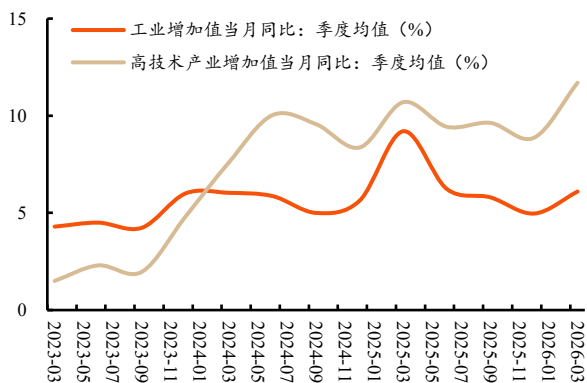
图3:最近 5 个季度资本形成总额、最终消费支出、货物和服务净出口对不变价 GDP 当季同比的拉动


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

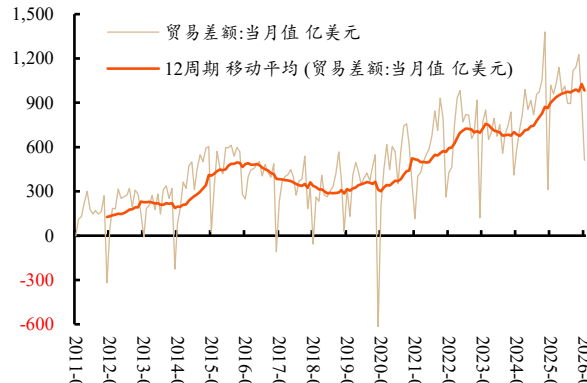
2. 出口与工业增加值加速

2026Q1 商品进出口比 2025 年都有明显提速。商品出口额(美元值)累计同比 14.7%(2025 年累计同比 5.4%),进口额(美元值)累计同比 22.7%(2025 年累计同比 0.0%)。

工业生产也有所加快。2026Q1 工业增加值累计同比 6.1%(2025 年为 5.9%),特别是高技术产业增加值累计同比 12.5%(2025 年为 9.4%)。

图4:工业增加值及其中高技术产业增加值当月同比的季度均值


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图5:中国商品贸易差额


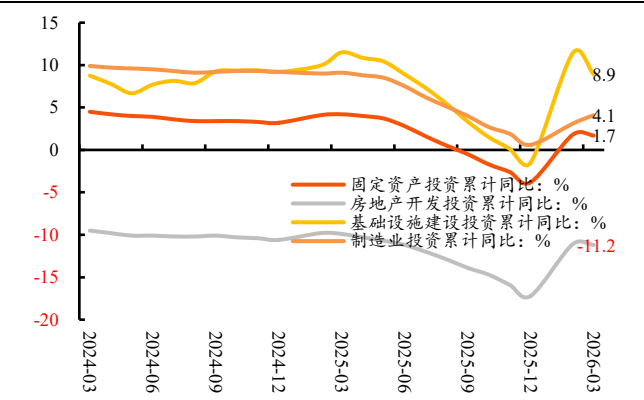
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 基建引领固定资产投资

一季度固定资产投资累计同比 1.7%(2025 年为-3.8%)。其中基础设施建设投资累计同比 8.9%(2025 年为-1.5%)，占固定资产投资的比重为 44.4%；制造业投资累计同比 4.1%(2025 年为 0.6%)；民间固定资产投资累计同比-2.2%(2025 年为-6.4%)；房地产开发投资累计同比-11.2%(2025 年为-17.2%)，占比 17.3%。

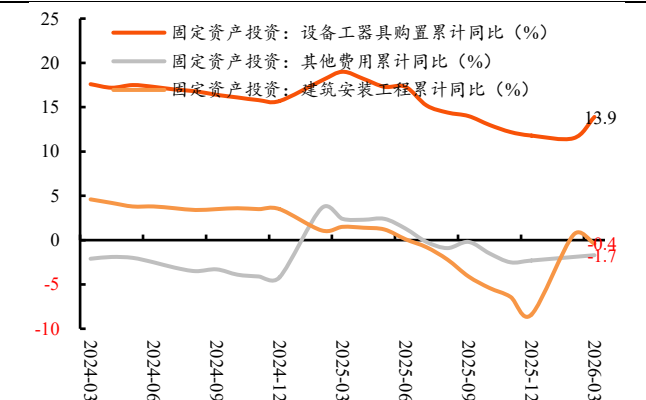
分类型来看,一季度设备工器具购置累计同比13.9%(2025年为11.8%);建筑安装工程累计同比-0.4%(2025年为-8.4%);其他费用累计同比-1.7%(2025年为-2.3%)。

图6:固定资产投资及其中基础设施建设投资、房地产开发投资、制造业投资累计同比



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:固定资产投资分项增速:设备工器具购置、建筑安装工程、其他费用



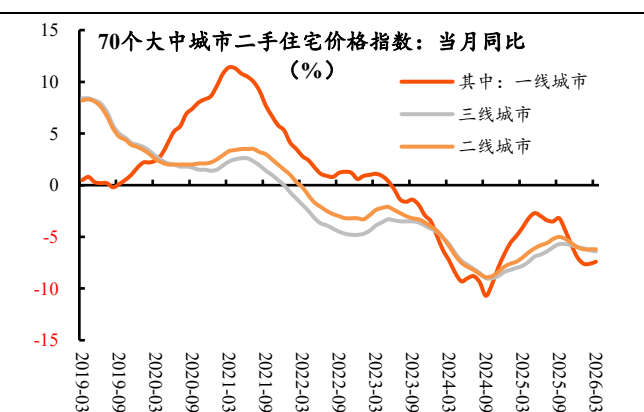
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

4. 一线城市二手住宅价格指数收窄降幅

房地产开发与资金来源: 2026Q1 房地产开发资金来源累计同比-17.3% (2025年为-13.4%); 而新开工面积累计同比-20.3% (2025年为-20.4%)、施工面积累计同比-11.7% (2025年为-10.0%), 竣工面积累计同比-25.0% (2025年为-18.1%)。

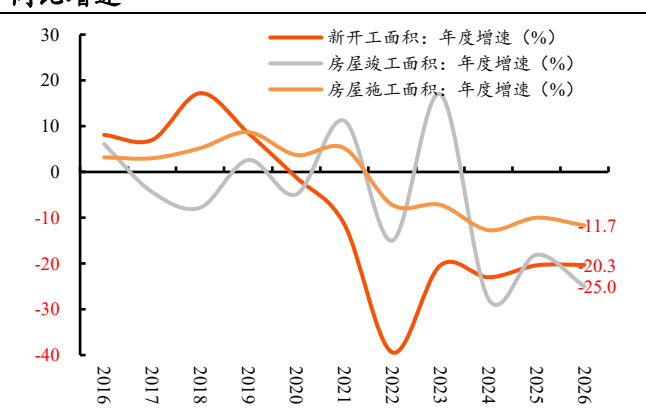
二手住宅价格指数: 3月70个大中城市二手住宅价格指数同比-6.3% (前值-6.3%), 但此前从2025年9月的-5.2%扩大至2026年2月的-6.3%; 其中一线城市二手住宅价格指数同比降幅从2025年9月的-3.2%扩大至2026年2月的-7.6%, 但3月收窄降幅至-7.4%。

图8:中国70个大中城市二手住宅价格指数



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图9:中国房屋新开工面积、施工面积、竣工面积累计同比增速



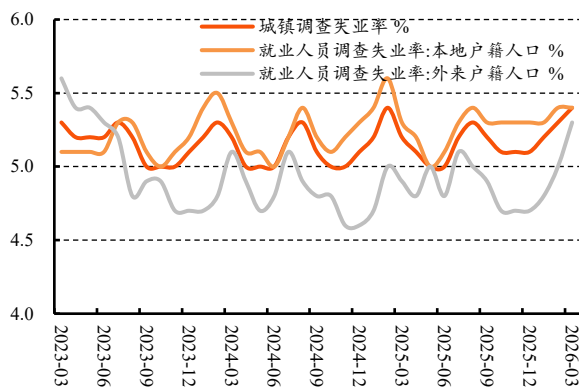
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

5. 居民就业、收入和消费都需要进一步恢复

城镇调查失业率连续上升：已从 2025 年 12 月的 5.1 % 反弹至 2026 年 3 月的 5.4 %。

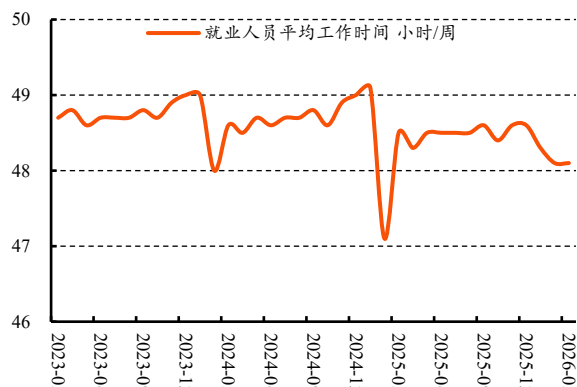
但就业人员平均工作时间下降：已从 2025 年 12 月的 48.6 小时/周下降至 2026 年 3 月的 48.1 小时/周。

图10:整体以及分本地与外来户籍的城镇调查失业率



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图11:就业人员平均每周工作时长

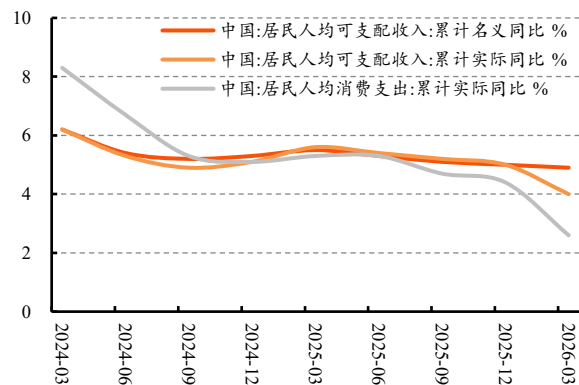


资料来源：Wind，甬兴证券研究所

2026Q1 人均可支配收入累计名义同比小幅低于 2025 年，但其中经营净收入增速有所提升。2026Q1 人均可支配收入累计名义同比 4.9 % (2025Q4 为 5.0 %)，从结构来看：工资性收入累计同比 4.9 % (2025Q4 为 5.3 %)、经营净收入累计同比 6.6 % (2025Q4 为 5.0 %)、财产净收入累计同比 1.6 % (2025Q4 为 1.6 %)、转移净收入累计同比 5.1 % (2025Q4 为 5.7 %)。

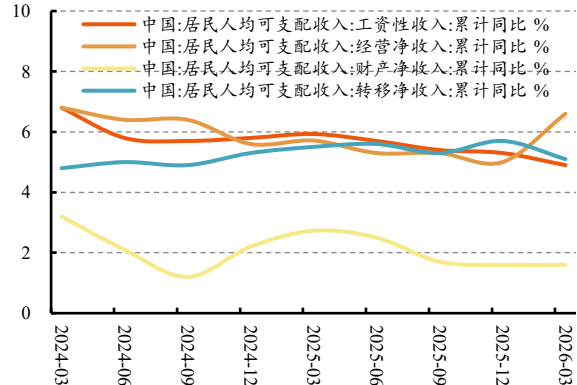
2026Q1 人均消费支出累计实际同比较 2025 年出现降速，且降速幅度大于人均可支配收入累计实际同比。人均可支配收入累计实际同比 4.0 % (2025Q4 为 5.0 %);人均消费支出累计实际同比 2.6 % (2025Q4 为 4.4 %)。

图12:中国居民人均可支配收入累计名义同比、累计实际同比，以及居民人均消费支出累计实际同比



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

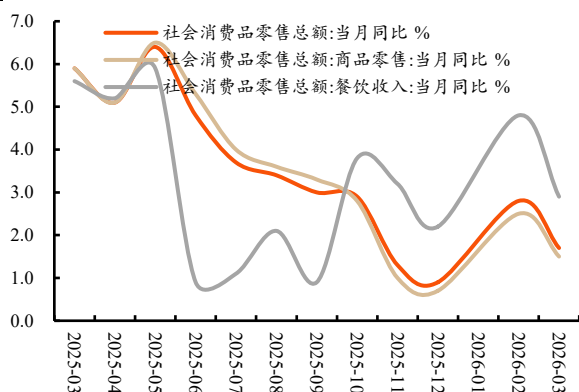
图13:中国居民人均可支配收入的构成：工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入的累计同比



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

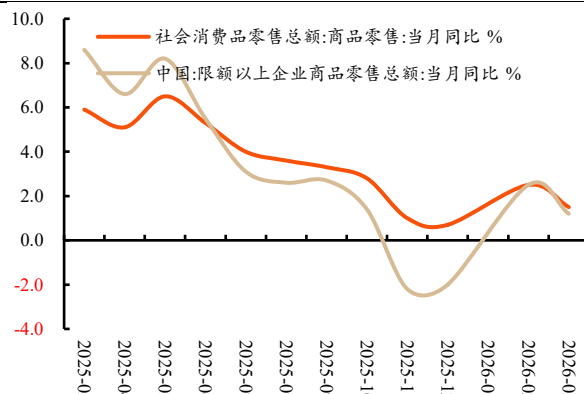
2026Q1 社会消费品零售总额累计同比 2.4 % (2025 年累计同比 3.7 %), 仍处于恢复过程之中。

图14:社会消费品零售总额及其中的商品零售、餐饮收入当月同比



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图15:社会消费品零售总额中的商品零售当月同比与限额以上企业商品零售总额当月同比



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

从当月同比增速的变化来看, 3 月比 2 月也有所回落。3 月社会消费品零售总额当月同比 1.7 % (前值 2.8 %)。其中, 3 月餐饮收入当月同比 2.9 % (前值 4.8 %), 商品零售当月同比 1.5 % (前值 2.5 %)。3 月限额以上企业商品零售额当月同比 1.2 % (前值 2.5 %), 主要分项的月度增速变化如下:

(1) **必需消费品:** 粮油食品类当月同比 9.5 % (前值 10.2 %); 饮料类当月同比 8.2 % (前值 6.0 %); 烟酒类当月同比 7.7 % (前值 19.1 %); 中西药品类当月同比 5.7 % (前值 0.7 %).

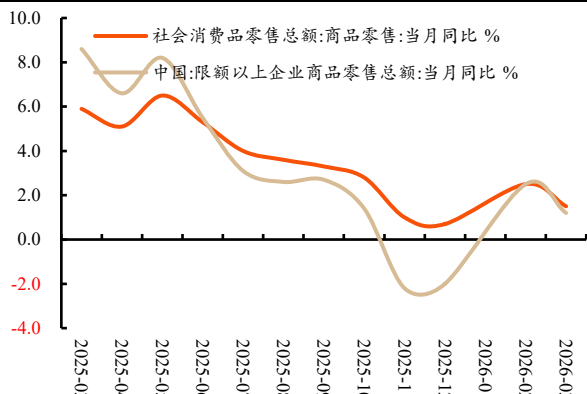
(2) **可选消费品:** 服装鞋帽针纺织品类当月同比 7.0 % (前值 10.4 %); 化妆品类当月同比 8.3 % (前值 4.5 %); 金银珠宝类当月同比 11.7 % (前值 13.0 %); 日用品类当月同比 4.6 % (前值 6.6 %); 体育娱乐用品类当月同比 -2.0 % (前值 4.1 %); 文化办公用品类当月同比 15.0 % (前值 5.8 %).

(3) **家居建材类:** 家具类当月同比 -8.7 % (前值 8.8 %); 建筑及装潢材料类当月同比 -9.0 % (前值 -2.2 %).

(4) **家电和手机:** 家用电器和音像器材类当月同比 -5.0 % (前值 3.3 %); 通讯器材类当月同比 27.3 % (前值 17.8 %).

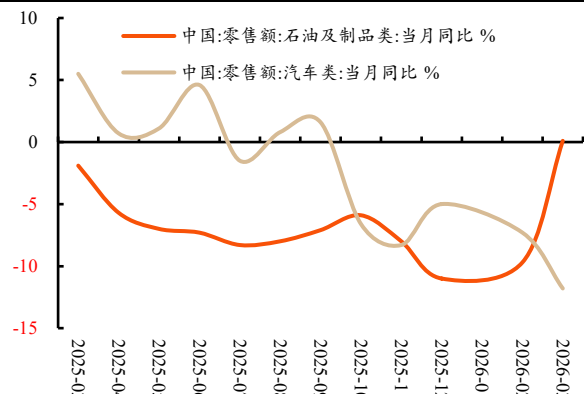
(5) **汽车和燃油:** 汽车类零售额当月同比 -11.8 % (前值 -7.3 %); 石油及制品类零售额当月同比 0.1 % (前值 -9.7 %).

图16:社会消费品零售与限额以上零售总额当月同比



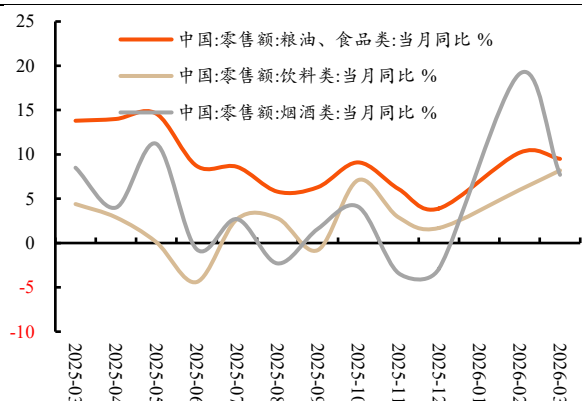
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图17:限额以上零售增速:汽车类、石油及制品类



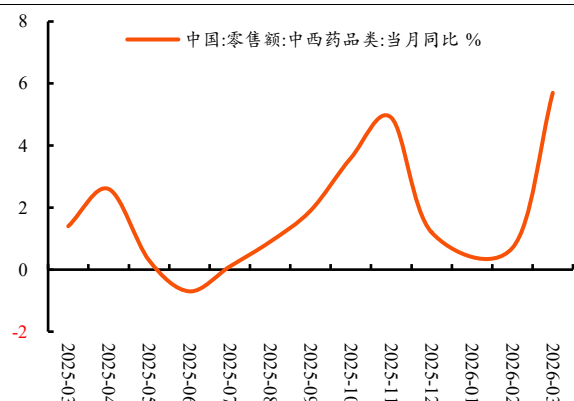
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图18:限额以上零售增速:粮油食品、饮料、烟酒3类



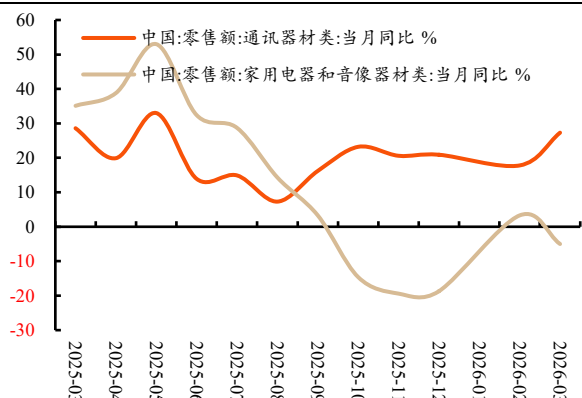
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图19:限额以上零售增速:中西药品类



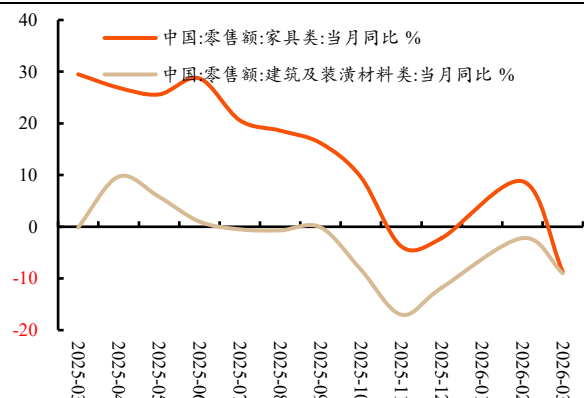
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图20:限额以上零售增速:通讯器材、家电器材2类

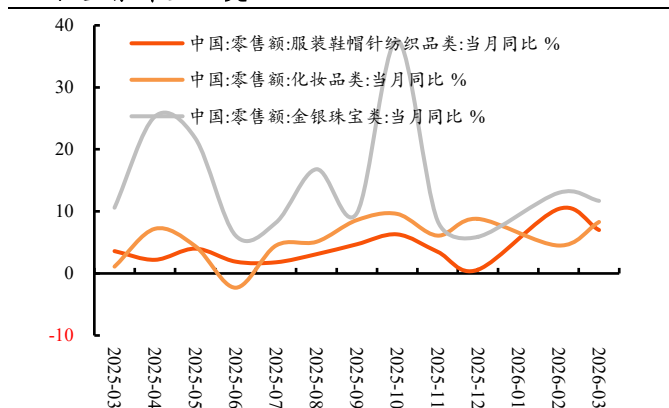


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

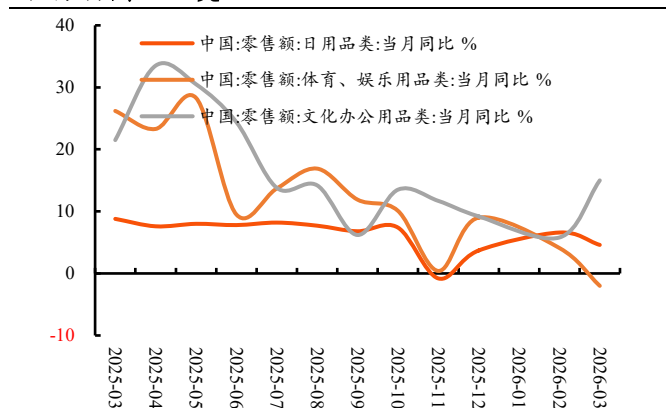
图21:限额以上零售增速:家具与建筑装潢材料2类



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图22:限额以上零售增速:服装鞋帽针纺织品、化妆品、金银珠宝3类


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图23:限额以上零售增速:日用品、体育娱乐用品、文化办公用品3类


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

6. 投资建议

综上所述,我们提示下一阶段应基于价格回升的趋势、出口增速与基建投资增速的保持、房地产价格指数收窄降幅;以及居民就业、收入和消费的进一步修复这五个视角,观测中国经济发展进程与政策取向。

7. 风险提示

- (1) **逆全球化加剧的风险:** 逆全球化趋势加剧,会影响全球经济预期、通胀预期,以及政策取向,可能对金融资产价格产生复杂影响。
- (2) **政策节奏变化的风险:** 逆周期调节政策力度取决于财政政策空间与货币政策空间的动态变化。市场分析应避免简单的线性推测。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限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，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权归属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。



更多调研关注公众号：调研纪要更新