

供给冲击波：全球走到了哪一步？

核心观点

4 月之所以全球（尤其中国）经济数据发生较大转折，一个现实原因是美伊冲突之前“最后一辆油轮”驶出海峡并抵达亚洲生产国，恰好是在 3 月底 4 月初。这也意味着 4 月全球供应链才真正开始承受原油供给约束的现实。

4 月供给冲击波到达第一站——率先冲击的恰恰是供应链最立体的中国生产制造，所以当期造成一种错觉，中国生产需求难以承受高价冲击，事实恰恰相反。

4 月中国生产投资降温，并非需求收缩，更不是价格过高。而是面对超预期供给冲击，供应链生态在极大不确定性之下会出现短期“停滞”。

随着油价冲击深化，全球供应链重塑，历史反复证明，生产制造强国、能源独立大国，最终会在供给冲击中走向强大。

摘要

纵观 4 月宏观经济的六大核心指标：仅出口维持强势外，工业增加值、社零、制造业投资、基建投资、房地产投资表现均弱于前值。

宏观经济

周君芝

zhoujunzhi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524020001

谢雨心

xieyuxin@csc.com.cn

SAC 编号: S1440525100001

发布日期： 2026 年 05 月 20 日

相关研究报告

面对 4 月经济数据，不可否认这的确是一份偏冷的数据。

现在关键的问题是，如何评估 4 月经济表现疲软。这是一次短期冲击，还是中国经济走弱的开始？

一份是偏冷的经济数据，一份是输入性通胀压力有所抬头，让人很容易掉入常规滞胀思维——价格过高，需求萎缩，供给走冷。

相较 2020 年之前，当下市场应该有足够的经验去重新评估，能源供给冲击如何冲击全球。中国这种生产制造大国在面对历史级别的供给冲击，是否会步入常规的滞胀路径？我们认为答案是否定的。

疫情是一种典型的供应链冲击，2021 年中国东南地区断电是另一种经典的供应冲击，这些经验不断提示我们，一次力度足够深、范围足够大的供给冲击，不论源自何种因素，供给冲击波的扩散路径非常相似。

供给冲击第一步，生产供给会快于需求萎缩。换言之，生产走冷并非因为需求萎缩，更不是因为价格过高。

供给冲击带来的第一波影响，往往是生产停滞。而更重要的是，生产的停滞并非因为价格过高而带来的需求压制，进而拖累生产供给。

恰恰相反，这一阶段需求蓬勃扩张，额外的需求来自应对不确定性下的囤库行为。

需求蓬勃的条件之下，依然生产停滞，这是因为原油的供应链内在秩序被供给冲击打乱，企业无法判断能否获取足够原油或者确保供应链平稳，从而交付足额订单，并合理安排产线。

正因为短期内无法评估的供给冲击，企业率先做出的选择是停止新增订单，以防违约。所以这种时候反而涌现出一类非常超越常规经验规律的事实，价格高，需求旺，但就是生产萎缩。

更有趣的是，离供给冲击波越近的板块，供给收缩反而越快，因为这些板块承受的不确定性最大。譬如此次美伊冲突之后，接近上游大宗的板块，反而生产和投资萎缩最快。

熟悉供给冲击波演进规律之后，再看当下一系列数据：出口、通胀、PMI、金融、经济，一切豁然开朗。

生产订单饱满，出口量价一再超预期，甚至中国占全球出口和生产比重再度上扬。与之对应的是，全球总量需求尚未看到颓势，相反，美国作为全球最重要的终端消费国，当下总量经济数据并不弱。至少偏强的海外需求数据并未兑现所谓价格走高之后压制需求的逻辑，至少 4 月还没有。

但一旦把目光聚焦于中国经济金融数据，除了短期的财政节奏、企业信贷到期转置为债券（这一问题的本



质是中国金融体系始终存在的金融同业和存贷利率割裂，与当前经济需求和周期节奏无关）等短期扰动之外，最重要的原因莫过于供给冲击波率先冲击生产经济体。尤其是此次离能源冲击波最近的生产投资环节降速反而快，能够佐证这一点。

陆续发布的全球数据以及资本市场，看似信号紊乱，但指向同一方向——地缘定价走向第三阶段。

我们之前对美伊战争有过三大判断：

第一个判断，美伊高烈度对抗无法持续，但美伊冲突较长一段时间都会反复。所以霍尔木兹海峡全面断供不会持久，但霍尔木兹海峡也无法在短期内回到战争之前的状态。

第二个判断，围绕一次地缘博弈，市场将经历经典的三阶段定价。第一阶段定价避险，此次美伊冲突用两周时间完成了第一阶段定价。第二阶段紧密定价战事走向，标志是所有资产紧跟战事碎片信息而反复摇摆。第三阶段市场看似对战事定价脱敏，但事实上地缘博弈对全球经济和政治的中长期影响，市场开始逐步定价。当下关于美伊冲突，市场进入到第三阶段定价。

第三个判断，以推高原油价格为切入点的地缘博弈，最终将在三个维度对全球产生深刻的长期影响。影响之一，推高通胀并带来全球债市压力，连带增加全球流动性的脆弱。影响之二，引导全球供应链重塑，并在全球范围内引起国家力量对比的起落兴衰，这在历史上已经演绎过多次。总体而言利好供应制造强国，以及能源独立性强的大国。影响之三，全球秩序重塑的大背景下，局部的地缘风险或更脆弱。

4月美伊战争从第二阶段慢慢走向第三阶段，未来全球将见证美伊冲突对全球带来的三个深刻影响。

4月之所以全球（尤其中国）经济数据发生较大转折，一个现实端的原因是美伊冲突之前“最后一辆油轮”出发至亚洲各国，恰好是在3月底4月初。这也意味着4月全球才真正开始承受美伊冲突带来的油气供给冲击，美伊战争的供给冲击波在4月才开始了涟漪传导。

只不过冲击波传导的第一站，恰恰是供应链网络最丰富的中国生产制造，所以会在短期内造成一种错觉，中国生产需求难以承受高价冲击。但我们反复强调，4月的经济数据降温，并非需求收缩带来的生产降温。恰恰相反，历史上已经证明很多次，生产制造强国、能源独立大国将在供给冲击中走向强大。

目 录

一、两大指标体系描述的中国经济方向并不一致	1
二、4月经济金融数据“遇冷”首先有短期因素扰动	2
三、理解4月供给冲击波本质之后我们对未来中国经济乐观	4
四、往后看，中国的经济反而有可能超预期	6
风险分析	9

一、两大指标体系描述的中国经济方向并不一致

纵观 4 月宏观经济的六大核心指标：仅出口维持强势外，工业增加值、社零、制造业投资、基建投资、房地产投资表现均弱于前值。

4 月工业增加值同比增速为 4.1%，较 3 月的 5.7% 明显回落；社会消费品零售总额同比增 0.2%，预期增 2%，前值增 1.7%。固定资产投资再度转负，1-4 月固定资产投资(不含农户)同比降 1.6%，预期增 1.7%，1-3 月增 1.7%。

克服重重不利因素，中国出口以超强姿态刷新市场对中国制造强大优势的再认识。

历史罕见的关税加上能源冲击，并且去年中国出口基数并不低，这些重重负面因素叠加之下，今年 1~4 月中国出口一再突破市场预期上限。不仅如此，中国出口的结构上也呈现出高度产业上迁的迹象——中高端制造占比强势，AI 产业链出口更是令人侧目。

与出口同步印证的有制造业 PMI。

一边是美伊冲突正酣（3~4 月），一边是高度景气的制造业 PMI（3 月制造业 PMI 录得 50.4；4 月制造业 PMI 录得 50.3）。

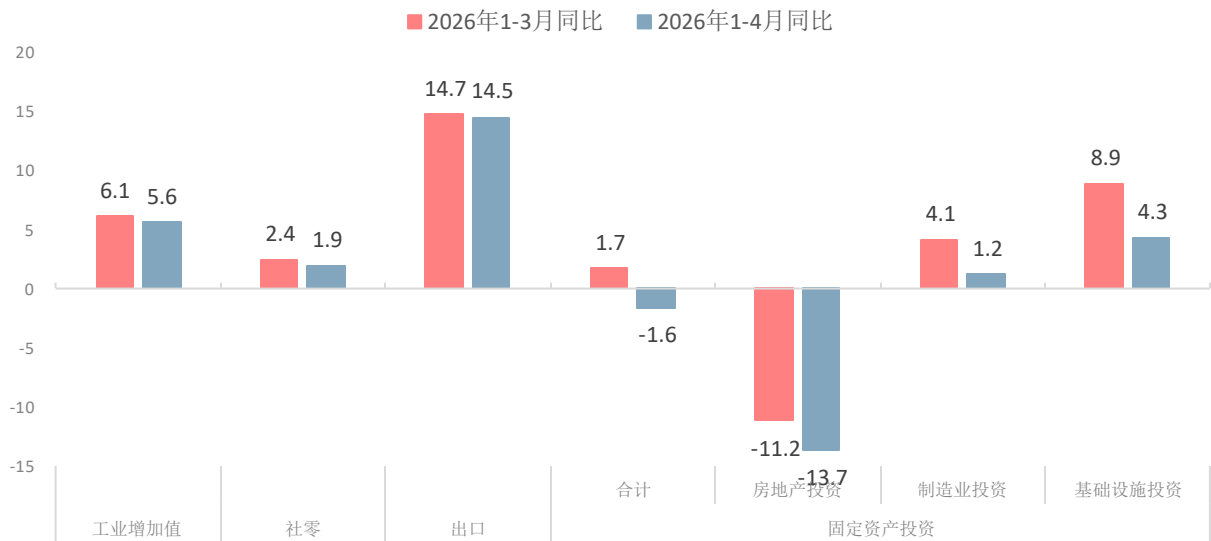
如果单看出口和景气指数的话，我们很容易得出中国经济向好的判断。然而 4 月一份金融数据，一份经济数据，却在讲述截然不同的逻辑。

金融数据展现出疲弱的融资需求，不仅政府债券弱，企业信贷和居民信贷同样在快速回落。再看经济数据，4 月投资、生产、消费，几乎可以说所有的数据都以出人意料的节奏往下滑。

结合全球走高的通胀数据，尤其是中国 PPI 一边走高，一边向上游倾斜的盈利切割，不免让人联想到了“滞胀”魅影——高物价正在压制中国生产制造业的利润。

毕竟高物价压制需求的叙事非常顺畅，至少在过去 20 年大缓和时期，物价更多表达的是需求侧的强弱。但这一次怎么理解？中国经济到底是向好还是走弱，地缘撬动的通胀上行，到底利好中国，还是冲击中国？

图 1: 除出口外，4 月主要经济指标均有所回踩（%）



数据来源: wind, 中信建投证券

二、4 月经济金融数据“遇冷”首先有短期因素扰动

其一，工作日错位带来的短期日历效应扰动。

2026 年 4 月的工作日仅为 21 天，较 2025 年 4 月的 22 天减少了一天。

正如国家统计局在处理历史类似节假日错位（如 2017 年 4 月、10 月）时的官方定性一样：“工作日同比减少一天，是影响工业增幅略缓的短期因素”。

这种工作日的绝对减少，在统计口径上直接压低了工业增加值、固定资产投资等流量指标的当月同比增速，在一定程度上放大了经济动能放缓的视觉冲击。

其二，突如其来的能源供给扰动，对能源敏感的生产和投资板块却有短期扰动。

能源价格上行直接抬高了中下游制造企业成本，导致化学原料、塑料、橡胶等行业的利润空间被大幅挤压，进而拖累了相关行业的工业生产增速。4 月化学原料及化学制品制造业增加值同比 5.3%，较 3 月的 9.0% 明显下降。

高油价也对终端消费形成了显著的挤出效应，4 月石油及制品类零售额同比大幅下降 6.5%，较 3 月回落 6.6pct。这种由供给端主导的价格上涨，在内需疲软的环境下无法顺畅向下游传导，最终演变为对实体经济“量”

的实质性反噬。

其三，经济和金融同冷，其中有一个原因是基建投融资节奏在 2 月之后明显放缓。

基建投资作为逆周期调节的“压舱石”，在 4 月出现了明显的动能衰减，其核心原因在于财政资金投放与项目建设节奏的阶段性“真空期”。

一季度宏观政策靠前发力，地方重大项目集中开工，在一定程度上透支了二季度的部分动能。

关于财政节奏，金融数据中也有同步映射。政府债券在前 4 个月的净融资量较去年同期缩减了约 4000 亿元。尤其是春节过后，政府债券净融资量持续负增。

其四，以旧换新补贴效果边际递减，相关消费品类对社零形成拖累。

消费端拖累主要来自耐用品消费的快速下滑。

前期“以旧换新”政策在短期内极大地刺激了家电、通讯器材、汽车等品类的销售，但也透支了未来潜在需求，导致政策的边际效用呈现出极其明显的递减趋势。

2026 年国家层面的补贴力度和总规模出现了退坡。补贴总规模上，2026 年中央财政安排的“国补”资金规模为 2500 亿元，较 2025 年的 3000 亿元下降；补贴力度上，2026 年补贴范围缩小，补贴价格比例也从此前的 20% 降至 15%，每件家电补贴最高额度从此前的 2000 元降至 1500 元。

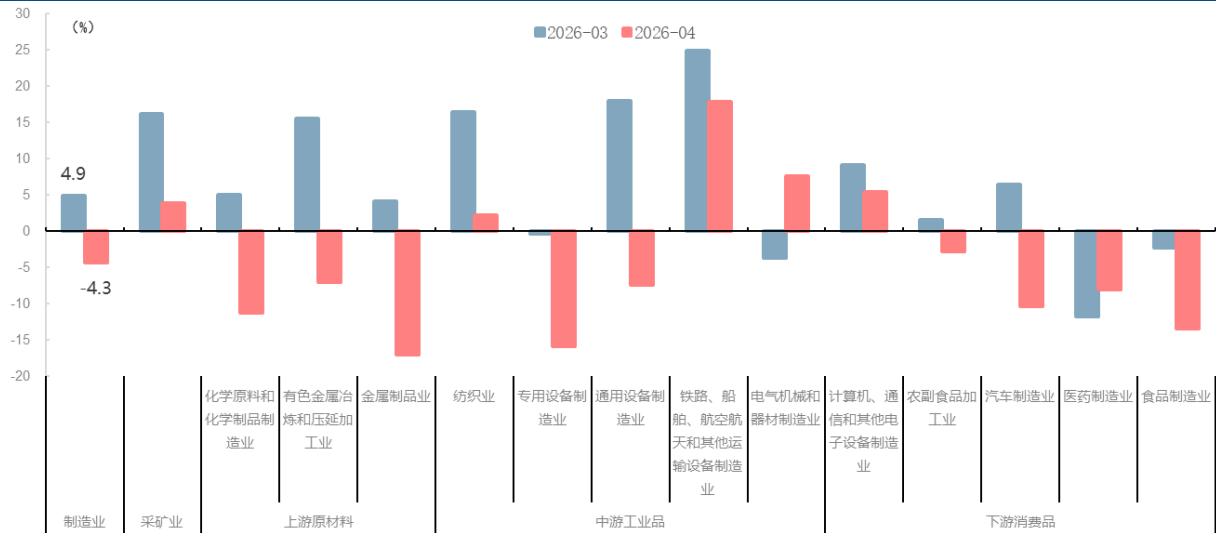
除了有国补的耐用品消费外，其余消费并未明显滑落。4 月限额以下社零同比增速为 4.1%，高于前值的 3.6%。

图 2: 工业增加值分项同比



数据来源: wind, 中信建投证券

图 3: 制造业投资分项同比



数据来源: wind, 中信建投证券

三、理解 4 月供给冲击波本质之后我们对未来中国经济乐观

4 月企业面临高油价与原料断供的双重不确定性，其避险行为直接引发了生产与投资端的“阶段性休克”。

一方面，原油贸易刚性的“在途时滞”导致地缘断供压力向后递延并在 4 月呈现非线性集中爆发。

尽管霍尔木兹海峡在 3 月份就已宣告封闭，但全球原油供应链在初期并未立即显现出致命的物理性短缺，其核心原因在于 3 月国内工业体系消耗的更多是 2 月甚至更早时期已装船出港的“在途库存”。

随着在途库存的迅速耗尽，物理性断供与输入性高油价的实质性冲击在 4 月份真正传导至国内本土，在供应链上制造了严重的阶段性能源断层。

另一方面，虽然中国拥有雄厚的国家战略石油储备（SPR），但战略储备的动用、调配、运力转换到最终进入炼厂加工，存在客观上的政策与物流时滞，无法实现天衣无缝的瞬时对冲。

例如，中国曾在 2021 年唯一一次公开投放国家原油储备，发改委等五部门早在当年 5 月份就因大宗商品价格暴涨、PPI 冲高而联合约谈了大宗重点企业，但在历经跨部委协调和国务院批准的严密流程后，直到 9 月份才最终决定释放储备，随后储备原油首发公告并完成拍卖。从时间跨度上来看，从首发公告到完成拍卖，仅需 15 天，但政策从“前端研判”到“储备落地”有超 4 个月的刚性时滞。难的不是储备库存对冲，难的是对冲多少，以怎样的价格和节奏进行对冲。

因此在霍尔木兹海峡封闭后、国储对冲全面发力前夕的“真空期”，面对长达数月的供给不确定性与暴涨的油价，企业并没有选择盲目高成本开工，而是采取了“主动观望、暂缓生产、推迟资本开支”的避险策略，从而引发了 4 月生产和投资端读数上的“阶段性休克”，放大了 4 月宏观数据回调的斜率。

这种由纯粹外生供给冲击引发的短期停滞，往往有着极具弹性的修复动能。

历史经验表明，外生供给冲击引发的短期停滞并不会扭转经济修复动能。正如 2021 年 9 月多省份断电虽一度导致工业增加值骤降，但随后供电理顺后生产便迅速迎来修复。2021 年 9 月中旬以来，江苏、浙江、广东等 20 多个省份相继启动有序用电，当地工业企业被要求“开三停四”、“开二停五”。当月工业增加值同比增速仅有 3.1%，较 8 月走弱 2.2pct。但随后供电恢复后，工业增加值同比增速持续上行。

4 月工业增加值增速回落和原材料库存 PMI 指数大幅回升的罕见背离正说明企业在为未来的产能恢复加速进行防御性囤货。4 月制造业 PMI 中的原材料库存指数录得 49.3%，比上月大幅回升 1.6 个百分点，创 38 个月新高，这表明企业“补库意愿改善”。

往后看，出口若频超预期，则有望带动企业生产和投资进一步修复，4 月或是工业生产的阶段性低点。

我们在报告《中国出口能否顶住高油价压力？》指出，高油价难免引发全球总量需求收缩，然而中国制造业三重优势能够帮助对抗全球总量需求的萎缩。优势之一，价格粘性打开企业利润空间。优势之二，能源优势驱动全球订单向中国集中。优势之三，新能源产业优势贡献边际增量。只要全球油价中枢不持续突破 120 美元/桶，那么中国出口能够轻松达到 6% 以上。

4 月企业阶段性避险导致生产和投资放缓，往后看，强出口有望带动生产和投资修复，4 月或是工业生产的阶段性低点。

四、往后看，中国的经济反而有可能超预期

4 月各项宏观数据的边际回落，引发了市场对经济复苏持续性的担忧。然而，4 月经济的降温并非内生增长动能的趋势性衰竭，而是由外生冲击引发的“阶段性休克”与“政策传导时滞”叠加导致的阶段性底部。

往后看，随着外生冲击筑底与政策效能共振，经济有望边际回升，有三大支撑因素：

第一，4 月工业增加值的放缓本质上是一场由外生供给冲击引发的“技术性休克”，其出清过程通常孕育着极具弹性的修复动能。面对骤然高企的国际油价与原材料断供的双重不确定性，微观企业出于风险厌恶本能，自发采取了主动调整开工节奏、暂缓资本开支的避险策略，这直接引发了生产与投资端的阶段性停滞。然而，这类纯粹由外部供给侧剧烈脉冲而非内生需求坍塌带来的短期抑制，并不破坏复苏的底层逻辑。随着地缘预期的企稳和国家调控机制的落地，前期被压制的产能和防御性补库需求将迎来非线性释放，

当前中国制造业的产能基础依然完备，且外部需求越发更依赖中国出口。数据印证了这一点：尽管 4 月制造业 PMI 因季节性回调微降 0.1pct，但新出口订单指数继续上行 1.2pct 至 50.3%，时隔两年重返扩张区间，这意味着出口企业的在手订单依然充沛，只是受制于短期能源的成本和库存冲击而被动延后交付。

第二，“两新”设备更新项目清单和资金安排已经下达，托底制造业投资。

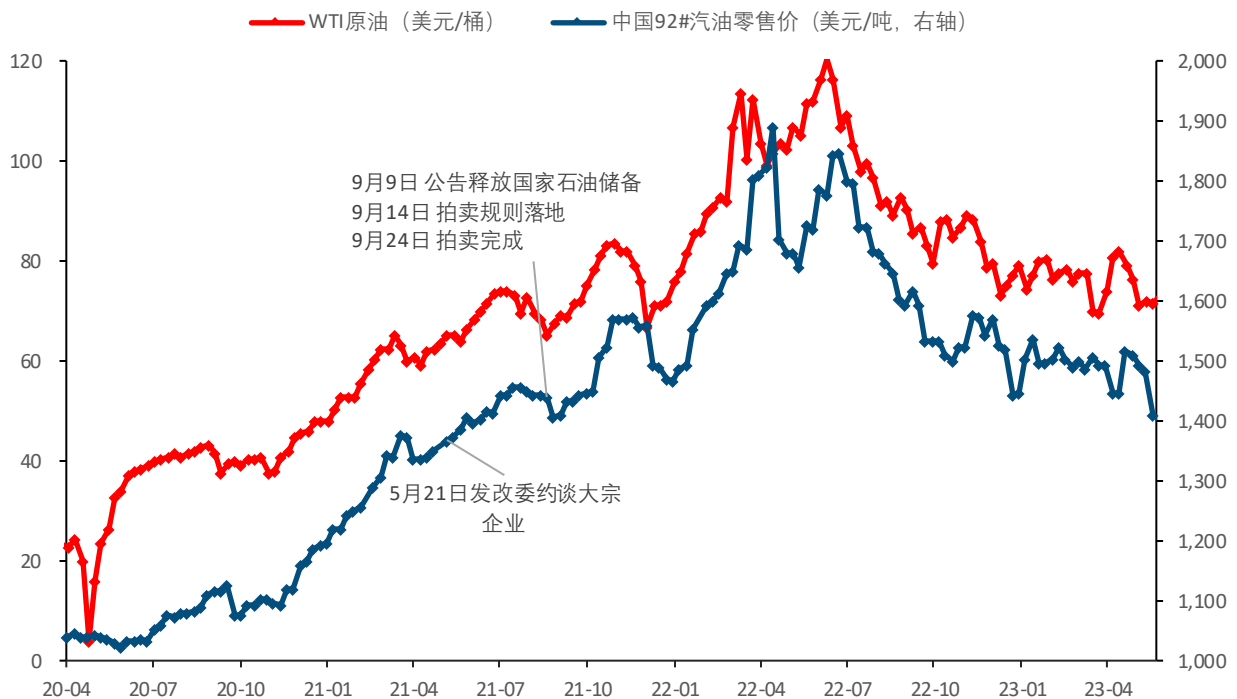
据国家发改委网站 4 月 30 日消息，近日，2026 年第二批 915 亿元“两新”设备更新项目清单和资金安排已经下达，支持工业、能源电力、电子信息、交通运输、物流、教育、文旅、医疗、设施农业、粮油加工、住宅老旧电梯、安全生产、消防救援、检验检测、节能降碳环保、回收循环利用等 16 个领域超过 6700 个项目，带动总投资超过 3800 亿元；同时，继续支持老旧营运货车、新能源城市公交车、老旧农机报废更新。

第三，“六张网”布局与 8000 亿金融工具扩容，有望拉动基建投资增速回升转正。

4 月广义基建投资单月同比增速降至 -4.9%，成为拖累整体投资的核心因素之一。但随着“六张网”布局与 8000 亿金融工具扩容，后续基建投资增速有望抬升。

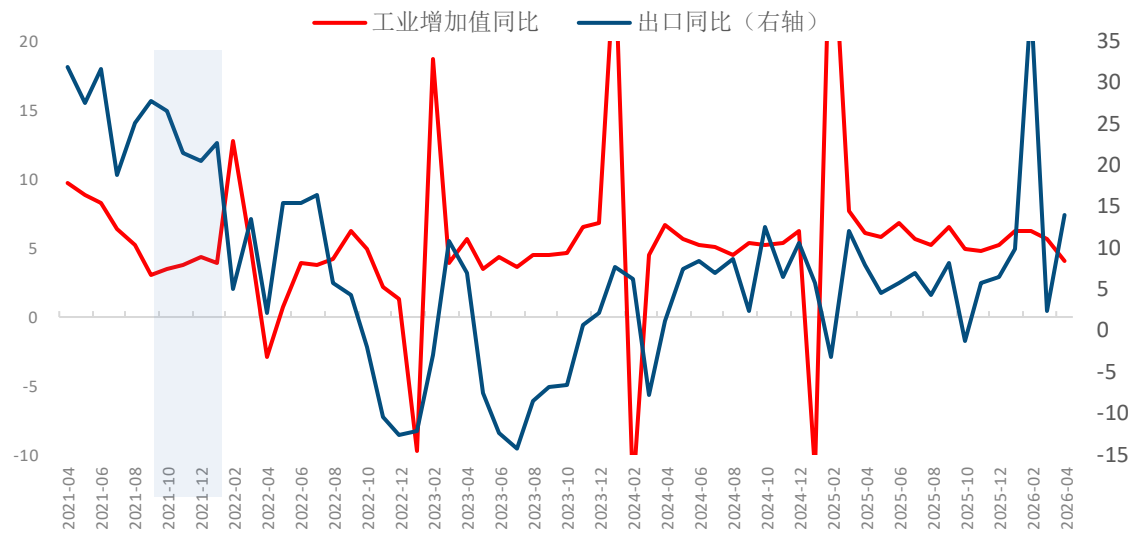
一方面，4 月 28 日中央政治局会议顶层定调，正式把“六张网”纳入“十五五”规划 109 项重大工程的核心内容，将其上升为国家战略，明确要求加快重大项目的审批和落地。国家发改委明确披露，仅 2026 年“六张网”及相关重点领域建设的投资规模就**超过 7 万亿元**。另一方面，2026 年政府工作报告明确提出，发行新型政策性金融工具 8000 亿元，较 2025 年 5000 亿元的发行规模明显扩容。

图 4: 油价走势



数据来源: wind, 中信建投证券

图 5: 工业增加值和出口走势 (%)



数据来源: wind, 中信建投证券

风险分析

消费复苏的持续性仍存不确定性。今年以来，居民消费开始回暖，但恢复水平有限，未来延续低位震荡，还是能继续向常态化增速靠拢，仍需密切跟踪。消费如持续乏力，则经济回升动力受限。

地产行业能否继续改善仍存不确定性。本轮地产下行周期已经持续较长时间，当前出现短暂回暖趋势，但多类指标仍是负增长，未来能否保持回暖态势，仍需观察。

限于数据可得性存在统计不够完备的风险，存在模型失效导致的测算误差风险及数据统计误差风险。

欧美紧缩货币政策的影响或超预期，拖累全球经济增长和资产价格表现。

地缘政治冲突仍存不确定性，扰动全球经济增长前景和市场风险偏好。

分析师介绍

周君芝

浙江大学经济学博士，现任中信建投证券首席宏观分析师。

曾获 2023 年 wind 第 11 届金牌分析师宏观第一；2023 年 21 世纪金牌分析师宏观第四；2023 年第 11 届 choice 最佳分析师宏观第三。

曾于 2017-2020 年连续四年荣获“新财富”宏观第一名（团队核心成员），2017-2020 年连续四年荣获卖方分析师“水晶球”奖第一名（团队核心成员）。

谢雨心

宏观分析师，西南财经大学经济学博士，美国德州农工大学访问学者。

负责地产、出口和制造业投资等研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk