

2026 年 05 月 18 日

经济结构性“冲击”

——4 月经济数据点评

事件：4 月，社零当月同比 0.2%、预期 2%、前值 1.7%；固定资产投资累计同比-1.6%、预期 1.7%、前值 1.7%；房地产开发投资累计同比-13.7%、预期-11.3%、前值-11.2%；工业增加值当月同比 4.1%、预期 5.6%、前值 5.7%。

● 核心观点：中东事件对经济的影响已开始显现，结构性“滞胀”特征较为明显。

生产：4 月工业增加值明显下滑，或更多体现中东事件对“供给”及“中游出口”的影响。4 月工业增加值回落 1.6 个百分点至 4.1%。一是石化链中下游生产降幅较大，如化学原料、橡胶塑料业，或反映油价高位对供给的冲击开始体现；二是运输设备、电气机械等中游生产回落，或与中东事件约束生产资料出口有关；三是下游如食品、饮料等生产亦有下滑，或源于商品消费回落压制。而计算机通信生产回升，或受益于 AI 革命的拉动。

消费：价格影响需求与“透支效应”拖累可选消费，大众消费仍在修复。4 月社零同比回落 1.5 个百分点至 0.2%，主要受限额以上商品零售拖累。价格变动对需求影响较大，表现为成品油价格上升拖累石油制品零售，黄金价格调整导致金银珠宝类同比走低，存储器等产品涨价约束通讯器材零售；家用电器、通讯器材等以旧换新类商品回落，主要受补贴退坡、需求透支及高基数影响。而出行相关的限额以下零售、服务消费等仍保持坚挺。

投资：四大类投资增速全面下行，除国内因素如清欠政策加码、房企融资压力加大外，中东事件对投资也有一定冲击。4 月固定投资累计同比回落 10.4 个百分点至-8.8%。其中，制造业投资增速回落 10.3 个百分点，通用设备、金属制品、化学品等中游投资降幅较大，或与 4 月中游出口回落有关；基建投资回落幅度最大，或与清缴欠款类政策加码拖累国企投资，及财政支出速度放缓有关；房地产投资增速下滑，或与房企信用融资走弱有关。

地产：居民购房需求恢复推动销售边际修复，但房企经营压力仍令新开工、融资、竣工偏弱。销售端，商品房销售面积、销售金额同比分别回落 2.3、回升 5.9 个百分点至-10.3%、-8%，或与房价变化与销售房型结构变化有关；供给端，房企信用融资增速大幅下滑 10.7 个百分点至-27.5%，国内贷款增速维持低位（-33.8%），自筹资金同比大幅回落；此过程中，新开工增速也大幅下滑 10 个百分点，竣工增速也维持-19%的较低水平。

总结：二季度经济不确定性加大，维持全年经济修复或呈现“N 型”的判断，但结构分化或加剧。虽然 AI 革命拉动一季度出口与生产，化债对投资“挤出效应”缓和与居民消费信心修复支撑内需改善，但二季度新变化是中东事件影响开始体现；高油价形成的成本压力，海外生产走弱冲击中游出口，叠加国内房企融资压力加大、清欠政策加码等因素扰动，二季度经济或面临一定压力。全年或仍有望保持“N 型修复”特征，但结构分化或加剧。

● 常规跟踪：4 月生产明显下滑，投资、消费也均有走弱。

生产：工业、服务业生产均有回落。4 月，工业增加值当月同比较 3 月下行 1.6 个百分点至 4.1%。服务业生产指数较 3 月回落 0.7 个百分点至 4.3%。

投资：四大分项全面下滑。4 月，固定资产投资当月同比较 3 月下行 10.4 个百分点至-8.8%；狭义基建、制造业、服务业、地产投资当月同比分别较 3 月下行 12.7、10.3、9.6、8.8 个百分点至 5.7%、-5.1%、-11.1%、-20.1%。

社零：商品零售回落幅度较大。4 月，社零当月同比较 3 月回落 1.5 个百分点至 0.2%。其中，商品零售回落 1.6 个百分点至-0.1%，餐饮收入当月同比回落 0.7 个百分点至 2.2%。

● 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



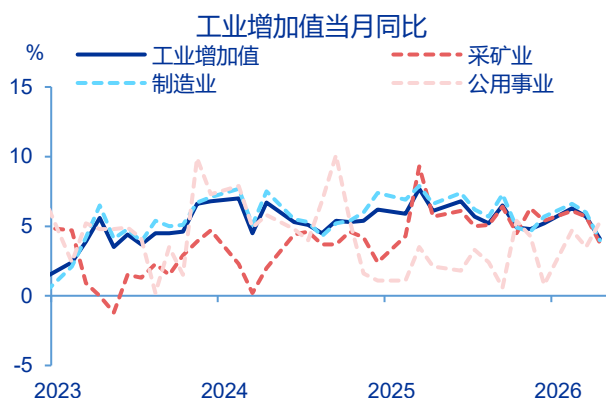
申万宏源研究微信服务号

事件：4月，社零当月同比0.2%、预期2%、前值1.7%；固定资产投资累计同比-1.6%、预期1.7%、前值1.7%；房地产开发投资累计同比-13.7%、预期-11.3%、前值-11.2%；新建商品房销售面积累计同比-10.2%、前值-10.4%；工业增加值当月同比4.1%、预期5.6%、前值5.7%。

1. 核心观点：中东事件对经济的影响已开始显现，结构性“滞涨”特征较为明显

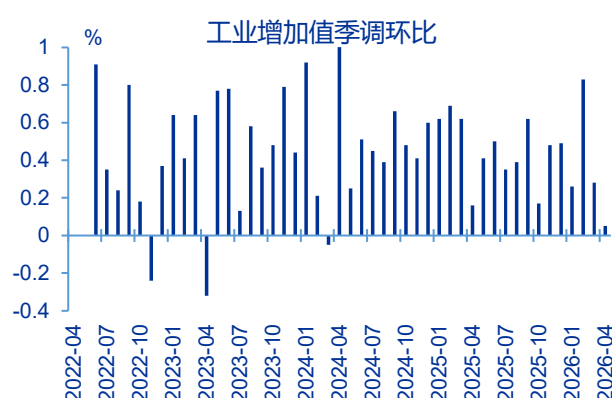
生产：4月工业增加值明显下滑，或更多体现中东事件对“供给”及“中游出口”的影响。4月工业增加值当月同比4.1%、较3月回落1.6个百分点。结构上，一是石化链中下游生产回落幅度较大，如化学原料、橡胶塑料等行业生产当月同比分别下行3.7、0.9个百分点至5.3%、5.5%，或反映油价高位对供给的冲击开始显现；二是生产资料出口受中东事件影响有所走弱，对运输设备（回落5.1个百分点至8.2%）、金属制品（回落3.1个百分点至1.5%）、电气机械（回落2.3个百分点至3.1%）等中游行业生产或亦有约束；三是下游如农副食品、饮料等生产亦有下滑，或源于商品消费回落的压制。相比之下，计算机通信生产继续回升，或受益于AI革命的拉动。

图 1：工业增加值及分项同比增速



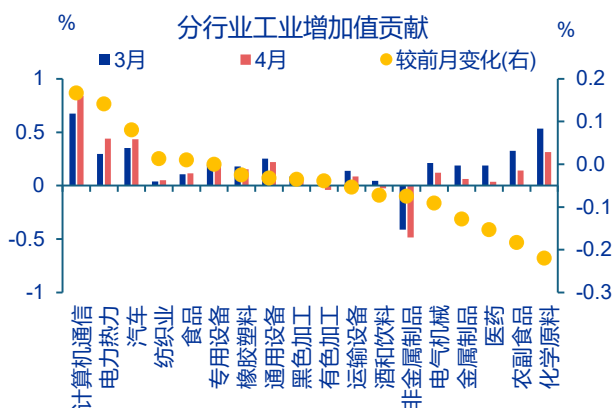
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：工业增加值季调环比



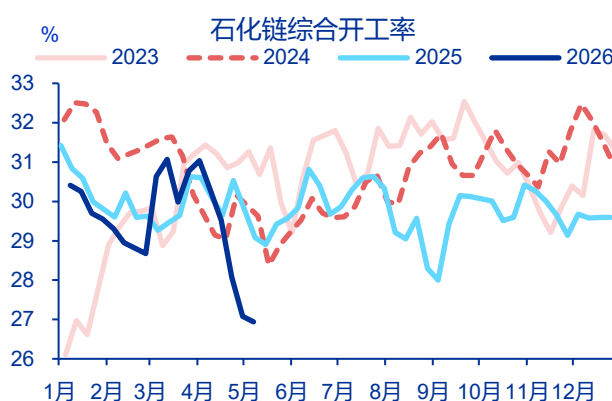
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：分行业工业增加值贡献拆分



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：4月石化链综合开工率明显走弱



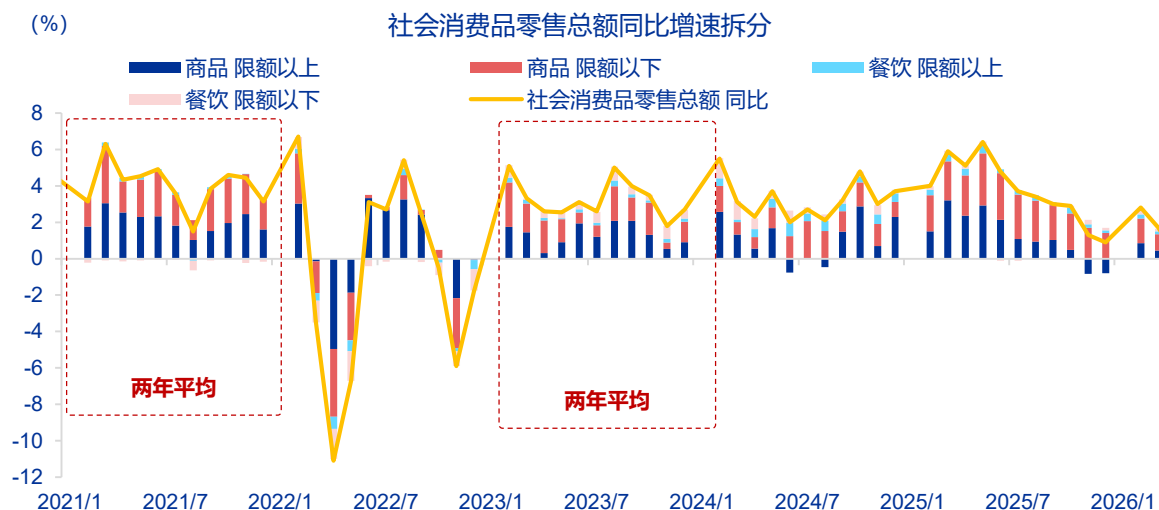
资料来源：Wind，申万宏源研究

消费：价格影响需求与“透支效应”拖累可选消费，大众消费仍在修复。

1) 可选消费走弱或与需求“透支”效应、部分商品价格变动影响需求等因素有关。具体来看，4月社零同比增长0.2%，较3月回落1.5个百分点，主要受限额以上商品零售拖累，其同比增速下行6.1个百分点至-4.9%。其中，文化办公用品、家用电器、通讯器材等以旧换新类商品同比增速分别较3月回落21.9、10.1、21.1个百分点，主要受补贴退坡、前期需求集中释放及去年同期高基数影响；价格变动也在影响需求，受存储器等AI产品涨价影响，4月通信工具CPI冲高或也是通讯器材零售走弱的原因之一，成品油价格上升也拖累石油制品零售，而黄金价格调整也导致金银珠宝类同比下行33个百分点至-21.3%。

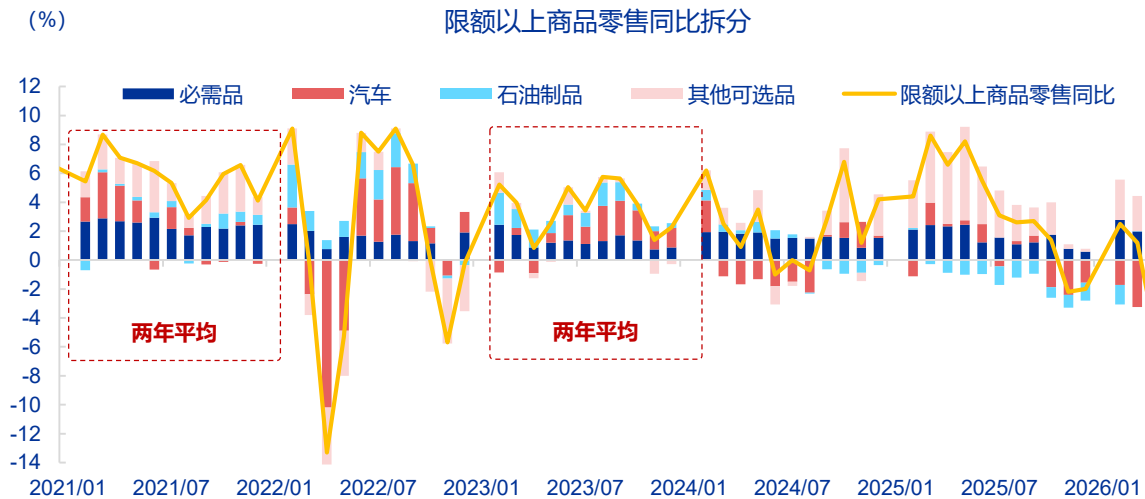
2) 出行相关的限额以下零售、服务消费等大众消费仍保持坚挺。限额以下商品零售同比改善1.5个百分点，1-4月服务零售额累计同比上行0.1个百分点至5.6%，大众消费仍在改善；地产调整过程中，财富效应缩水拖累可选消费，但挤出效应缓和或支撑大众消费。在此过程中，消费总量表现虽然一般，但结构分化与转型在加快。

图 5：社零同比增速及分项拉动



资料来源：CEIC，申万宏源研究

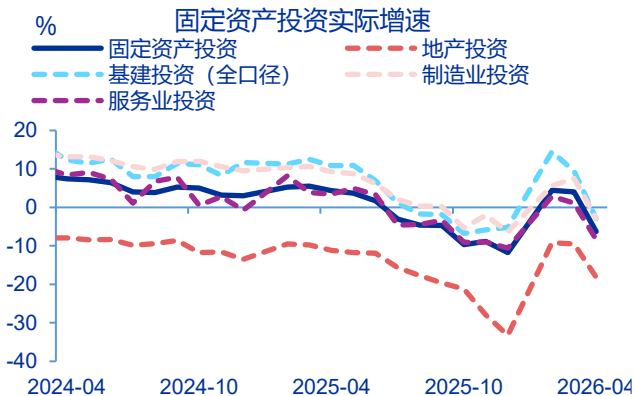
图 6：限额以上商品零售同比增速拆分



资料来源：CEIC，申万宏源研究

投资：四大类投资增速全面下行，除了国内因素如清欠政策加码、房企融资压力加大外，中东事件对制造业投资也产生一定冲击。4月固定投资累计同比回落10.4个百分点至-8.8%，**分行业看**，主要大类行业回落幅度均在8-13个百分点之间。其中，制造业投资增速回落10.3个百分点至-5.1%，国企投资走弱也构成影响，此外通用设备、有色、金属制品、化学品等中游投资走弱，或与4月中游出口较3月（春节调整后出口）明显回落有关；基建投资回落幅度最大（当月同比回落12.5个百分点至-5.9%），狭义基建与公用事业均明显下行，或与清缴欠款类政策加码拖累国企投资，以及财政支出速度放缓有关；房地产投资增速回落8.8个百分点至-20.1%，或与房企信用融资明显走弱有关。

图 7：固定资产实际投资增速



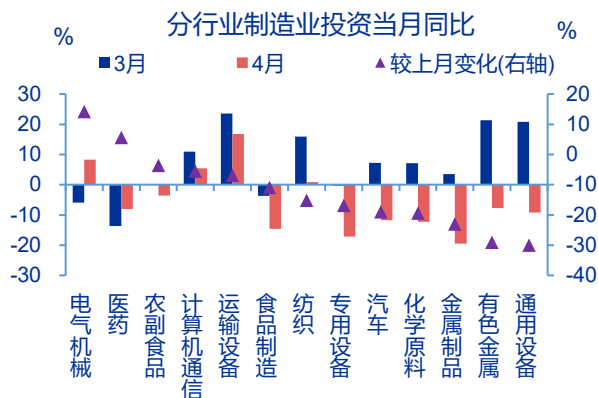
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 8：特殊新增专项债占比明显回落



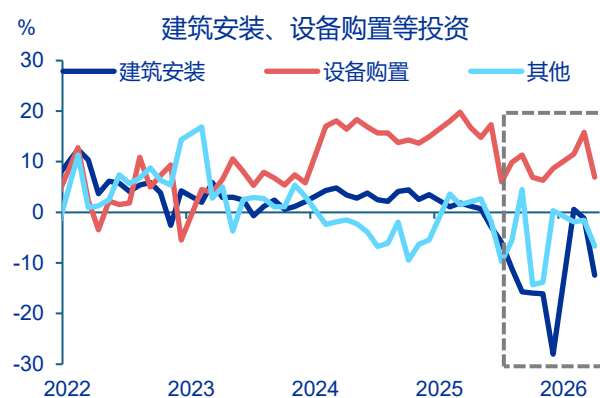
资料来源：企业预警通，申万宏源研究

图 9：制造业分行业投资



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：建安投资增速再度下行



资料来源：Wind，申万宏源研究

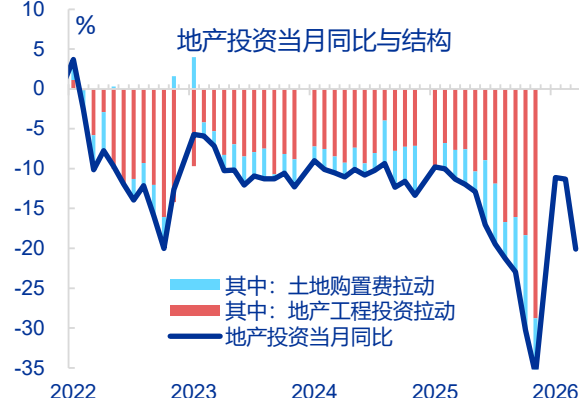
地产：居民购房需求恢复推动销售边际修复，但房企经营压力仍令新开工、融资、竣工偏弱。销售端，商品房销售面积、销售金额同比分别回落 2.3、回升 5.9 个百分点至-10.3%、-8%，或与房价变化与销售房型结构变化有关；供给端，房企信用融资增速大幅下滑 10.7 个百分点至-27.5%，国内贷款同比有所回升、但增速仍低（-33.8%），自筹资金同比大幅回落 21.6 个百分点至-25.4%；在此过程中，新开工增速也大幅下滑 10 个百分点至-27.1%，竣工增速也维持-19%的较低水平。

图 11：商品房销售小幅改善



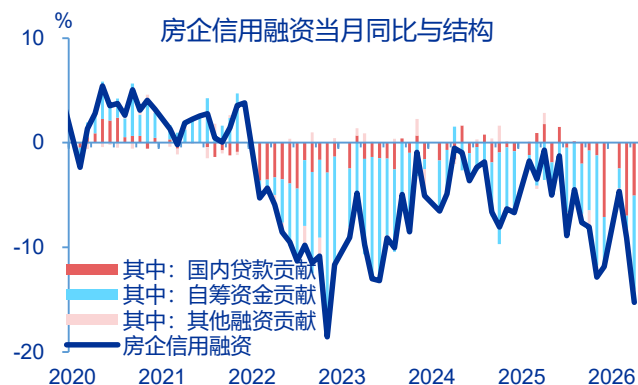
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12：地产投资明显回落



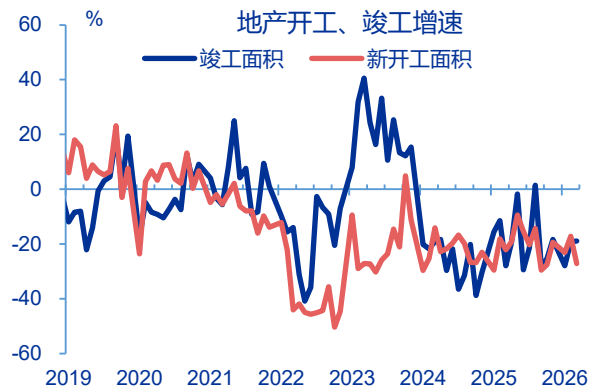
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：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 14：开工竣工仍然偏弱



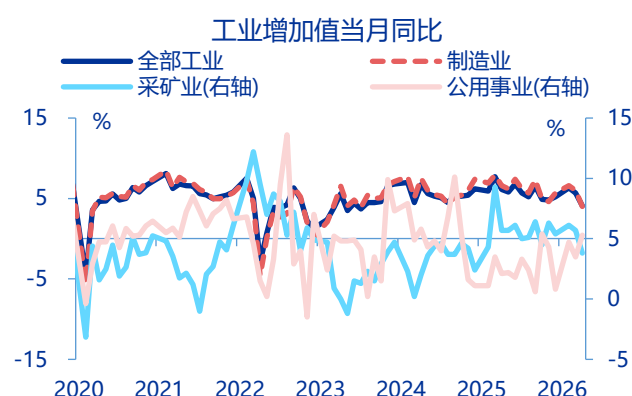
资料来源：Wind，申万宏源研究

总结：二季度经济不确定性加大，维持全年经济修复或呈现“N型”的判断，但结构分化或加剧。虽然 AI 革命显著拉动一季度出口与工业生产，化债对投资“挤出效应”缓和与居民消费信心修复支撑内需改善，但二季度的新变化是中东事件影响开始集中体现；高油价形成的成本压力，以及海外生产走弱对我国中游出口的冲击，已在拖累工业生产、制造业投资与相关领域消费，部分 AI 领域产品涨价也在影响终端需求，叠加国内房企融资压力加大、清欠政策加码等阶段性因素扰动，二季度经济或面临一定程度下行压力。全年来看，经济或仍有望保持“N型修复”特征，但行业间的结构分化或明显加剧。

2. 常规跟踪：4 月生产明显下滑，投资、消费也均有走弱

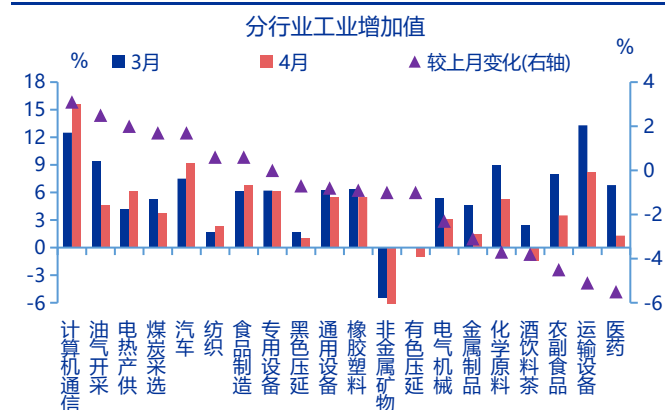
生产：工业生产、服务业生产均有回落。4 月，工业增加值当月同比较 3 月下行 1.6 个百分点至 4.1%。制造业生产回落 2 个百分点至 4%，采矿业增加值回落 1.9 个百分点至 3.8%。此外，服务业生产也有小幅回落，4 月服务业生产指数当月同比回落 0.7 个百分点至 4.3%。

图 15：工业增加值增速(2021 两年复合)



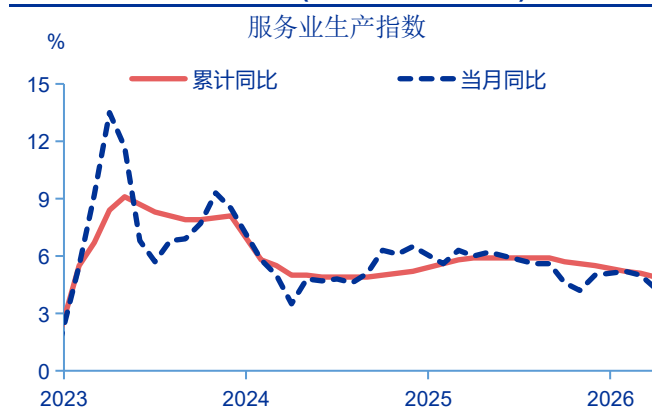
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 16：分行业工业增加值



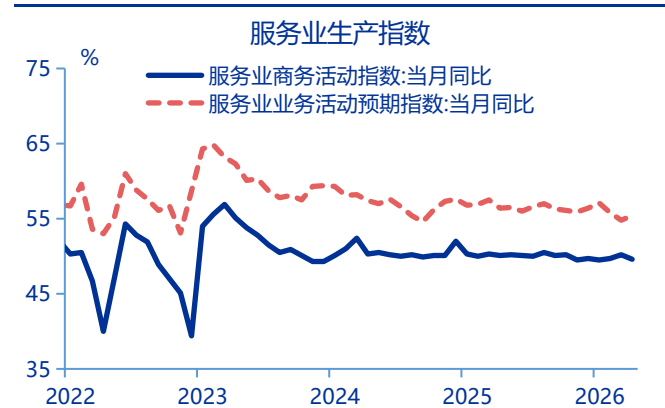
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17：服务业生产指数(2021 年两年调整)



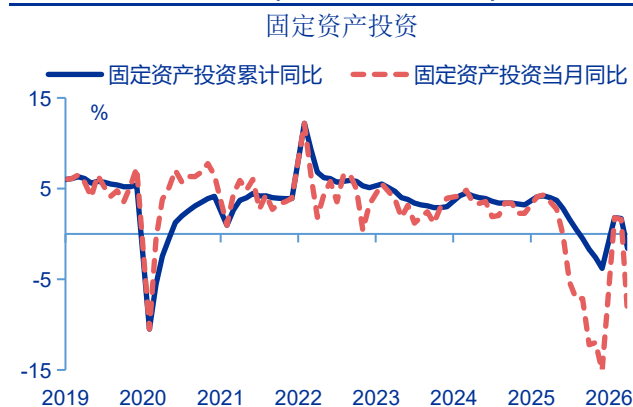
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 18：服务业 PMI 指数

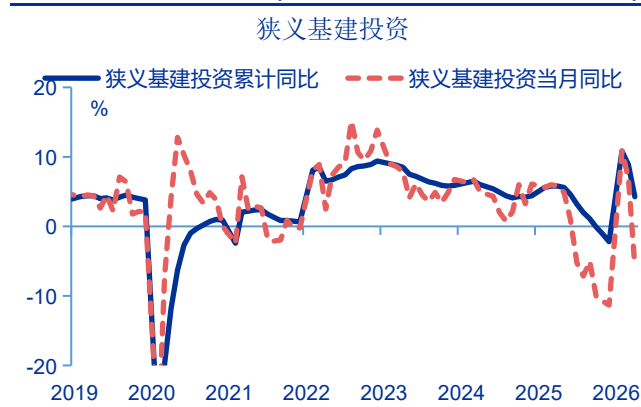


资料来源：Wind，申万宏源研究

投资：固定资产投资再度转负，其中狭义基建投资回落幅度较大。4月，固定资产投资当月同比较3月下行10.4个百分点至-8.8%；其中，狭义基建投资当月同比下行12.7个百分点至5.7%。

图 19：固定资产投资(2021 年两年调整)

资料来源：Wind，申万宏源研究

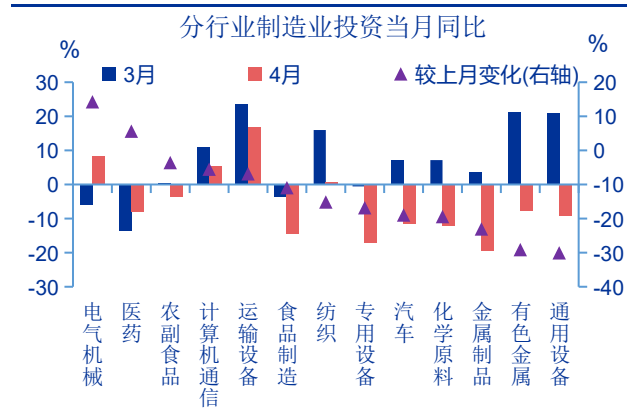
图 20：基础设施投资(不含电力，2021 年两年复合)

资料来源：Wind，申万宏源研究

制造业投资明显回落，通用设备、金属制品等行业投资降幅较大。4月，制造业投资当月同比较3月回落10.3个百分点至-5.1%。分行业看，通用设备、金属制品、专用设备等行业投资降幅较大，当月同比分别较3月下行30.1、23.0、16.8个百分点至-9.2%、-19.5%、-17.1%。

图 21：制造业投资增速(2021 年两年复合)

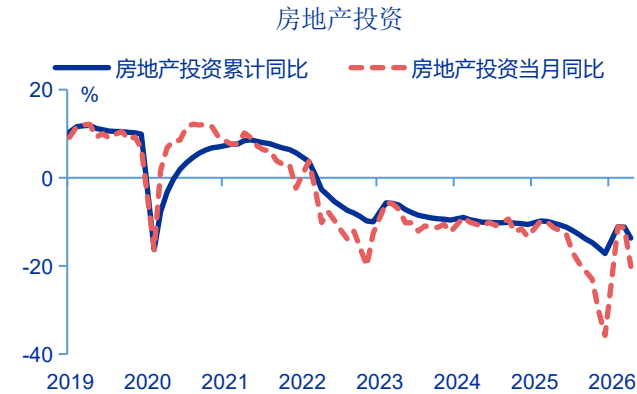
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 22：分行业制造业投资增速

资料来源：Wind，申万宏源研究

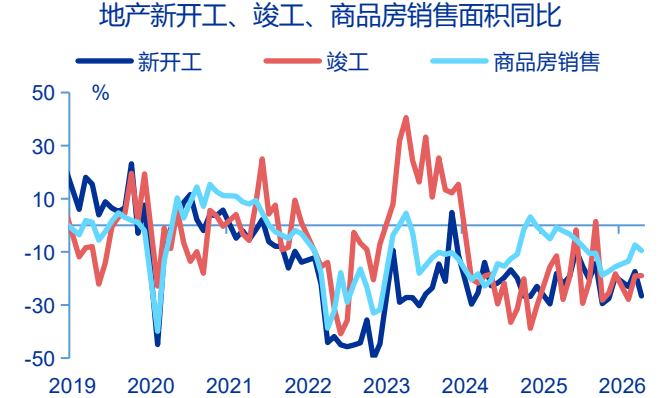
地产投资有所回落，新开工回落较大。4月，房地产开发投资当月同比较3月回落8.8个百分点至-20.1%。分不同阶段看，竣工小幅回升，当月同比较3月上行0.1个百分点至-19%，新开工、商品房销售面积有所回落，当月同比较3月下行9.2、2.1个百分点至-26.6%、-9.5%。

图 23: 房地产投资增速(2021 年两年复合)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

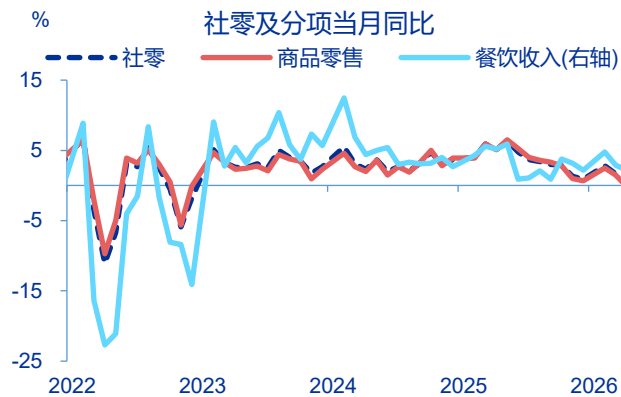
图 24: 地产开工、竣工、商品房销售面积同比



资料来源: iFind, 申万宏源研究

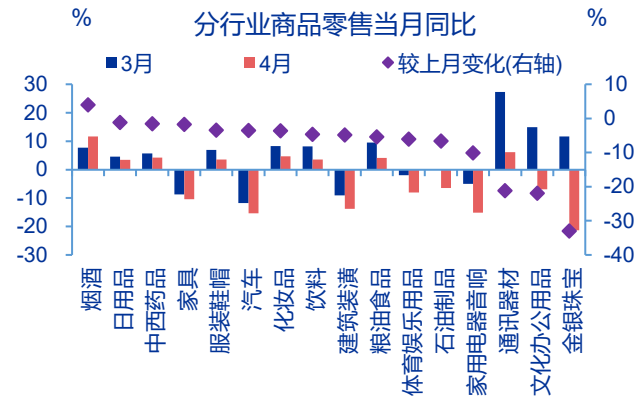
消费: 社零增速回落较大, 结构上商品零售下滑。4月, 社零当月同比较3月回落1.5个百分点至0.2%。其中, 商品零售回落1.6个百分点至-0.1%, 餐饮收入当月同比回落0.7个百分点至2.2%。分品类看, 通信器材、石油制品、汽车零售增速回落较大, 分别较前月下行21.1、6.6、3.5个百分点至6.2%、-6.5%、-15.3%。

图 25: 社零及分项(2021、2023 年两年调整)



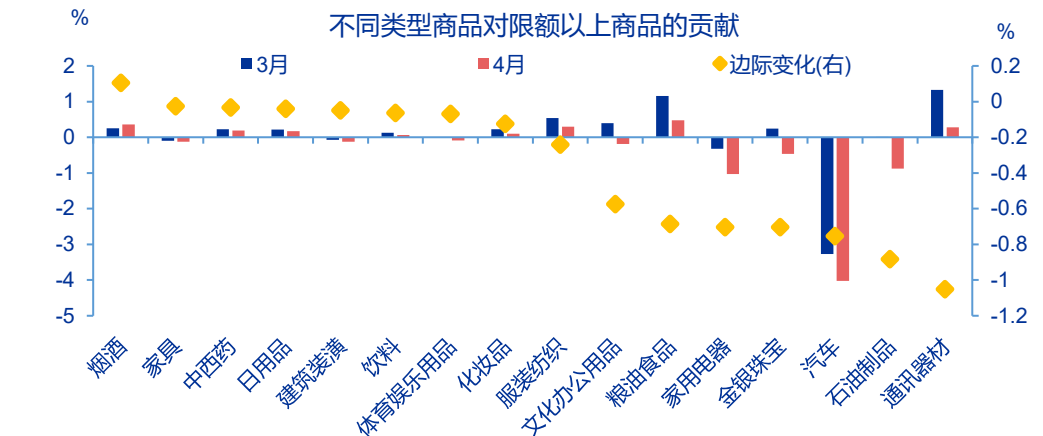
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 26: 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

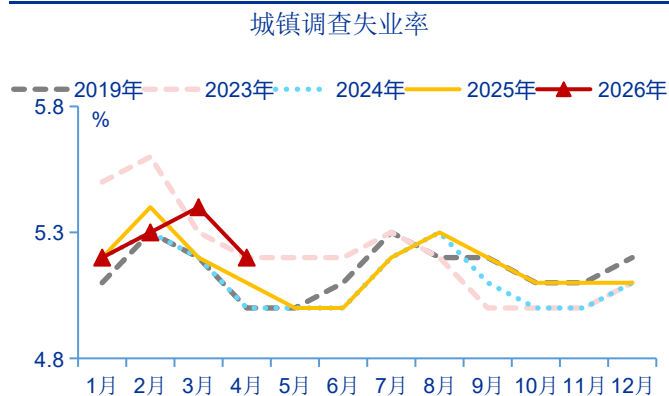
图 27: 分商品贡献拆分



资料来源: Wind, 申万宏源研究

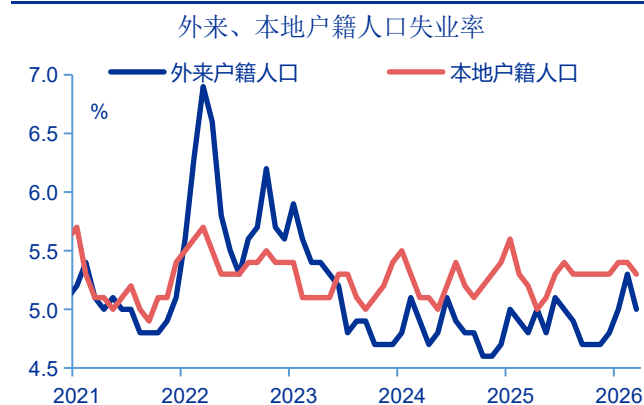
就业：城镇调查失业率有所回落。4月，城镇调查失业率较上月下降0.2个百分点至5.2%。其中，外来户籍人口平均失业率较上月下降0.3个百分点，本地户籍人口失业率较上月下降0.1个百分点。

图 28：城镇调查失业率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 29：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 索取有关披露资料或登录 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，任何人均无权在任何情况下使用他们。