

宏观专题

证券分析师

程强

资格编号：S0120524010005

邮箱：chengqiang@tebon.com.cn

研究助理

卢柯源

邮箱：lucky3@tebon.com.cn

相关研究

从当前形势看
全年有望超额完成经济目标

投资要点：

- 《政府工作报告》提出，今年发展主要预期目标是：经济增长 4.5%—5%，在实际工作中努力争取更好结果。这实际上是两句话，一句是增速的预期区间，另一句是在实际工作中努力争取更好结果的行动要求，展现了积极进取的目标导向和政策取向。这个“两句话的目标”综合考虑了国内经济运行和外部环境变化，兼顾了需要与可能，是一个“既跳起来摸高、又稳得住步伐”的积极务实的目标。从当前形势看，全年已经有望超额完成经济目标，只要把各种有利条件用好用足，完全可以争取更好结果，实现质的有效提升和量的合理增长。
- 今年以来，我国经济起步有力，主要指标好于预期。经济数据好转已经出现一定程度的广泛性和持续性。广泛性上，一季度工业、服务业、消费、投资、出口和地产销售等多个环节均较去年四季度改善。一些观点认为 3 月数据与 1-2 月相比出现了边际走弱，其实要考虑春节较晚和元宵节错月因素的影响。从二季度情况看，经济数据好转也具有较好的延续性。4 月 PMI 虽不是“全面走强”的信号，但足以说明制造业景气仍维持在扩张区间。一些重点领域的变化尤其值得关注：（1）地产数据看，今年已经有了“金三银四”的特征。（2）外贸始终延续着高景气，地缘形势越是复杂，中国出口竞争力越是凸显。（3）五一文旅消费表现不错，新消费亮点逐渐增多。
- 地产、外贸、消费均是分析经济形势中较为复杂的变量：（1）地产一直是拖累最大的变量，而且持续三年维持两位数的下降，地产不稳，经济数据持续承压，而目前我们看到了数据的企稳、同比跌幅的较大收窄，对经济的拖累作用明显减弱。（2）外贸影响因素非常多，而且地缘政治形势风云多变，但目前我们看到能够替代中国制造的国家和地区越来越难找，出口总是在质疑声中给出亮眼的数据答卷，短期的抢出口、抢订单的逻辑似乎很难解释，或许出口本就是一个在目前国际形势下容易被低估的变量。（3）消费是慢变量，也是政策抓手相对最少的领域，然而我们也看到随着供给质量的提升、消费场景的多元，新消费热点不断涌现，已经开始走出“供给创造需求”的叙事。
- 经济好转并不是逆周期政策加码的简单结果，而更多体现为产业创新和企业经营正循环的力量。从政策对比看，过去几轮一季度“开门红”往往伴随财政、货币政策明显靠前发力，也正因为政策刺激的脉冲效应，经济数据的季度走势往往出现“前高后低”，但 2026 年政策虽然延续积极取向，总量规模并未大幅扩张。从这个角度来看，当前经济数据的改善已经具有很大程度的内生性。我们从其他维度的数据中可以找到一些证据。（1）从区域数据看，一季度经济数据“东快西慢”。一般来说，东部经济大省更多体现为产业链和工业生产支撑，部分中西部地区则更多依赖投资和项目托举。因此，“东快西慢”反映出来的是经济内生动能在增强，而不是政策刺激效应在加码。（2）从上市公司数据看，企业盈利已经进入上行期，且修复并不只体现在利润增速本身，而且企业乐于备货、扩产，敢于理性加杠杆。（3）从工业企业数据看，新质生产力在工业经济中的权重和拉动作用正在明显提升。
- 价格端开始出现温和回升的正循环迹象。3 月 PPI 同比由负转正，4 月涨幅进一步扩大，确实有能源、有色及部分化工链条等输入性因素推动，但剔除输入性因素后，价格端也已经处于见底回升过程中。从测算结果看，输入性因素更多是加快了 PPI 转正节奏，而不是改变了价格修复方向；即便不考虑外部价格输入，按照目前趋势，PPI 同比也有望在二季度内逐步回到正区间。更重要的是，加工制造、国内供需和

部分新兴产业链价格修复正在贡献更多内生力量，后续若这一趋势延续，将有助于改善名义增长、企业收入和盈利表现。

- **“基数因素”是不能忽视的技术性因素。**从近几年季度节奏看，2025 年的“前高后低”特征尤其明显，这为今年后面的数据走势提供了“低基数效应”。2025 年 GDP 同比从一季度 5.4% 逐季回落至四季度 4.5%，Q1—Q4 分别为 5.4%、5.2%、4.8% 和 4.5%，全年累计回落 0.9 个百分点。后续同比压力反而逐步减轻，这为全年增速向目标区间上沿靠拢提供了更有利的技术条件。其含义在于，全年实现“摸高”并不需要假设后续经济出现强刺激式加速；只要环比动能维持在 1.2%—1.3% 左右，全年增速向 5% 左右乃至略高水平靠拢的可能性将明显提升。从历年情况看，这实现起来难度并不大。
- **风险提示：**国内需求修复不及预期；产业创新和企业盈利兑现不及预期；外部环境不确定性上升。



内容目录

1. 经济数据好转已经出现一定程度的广泛性和持续性.....	5
2. 经济好转并不是逆周期政策加码，而更多是产业创新的趋势力量.....	8
3. 剔除输入性因素，价格开始出现温和回升的正循环迹象	11
4. “基数因素”是不能忽视的技术性因素	13
5. 风险提示.....	15

图表目录

图 1：2026 年 Q1 经济数据较去年底存在较为明显的改善	6
图 2：今年政策强度并未显著加力	8
图 3：2026 年一季度 31 省整体呈现“东快西慢”的格局	9
图 4：营收累计同比增速明显修复	10
图 5：非金融企业归母净利润累计同比增速回升更为显著	10
图 6：高技术产业今年涨幅显著	10
图 7：高新科技产品增速显著	10
图 8：PPI 回升具有较强的内生性	12
图 9：2023 年以来 GDP 环比均值约为 1.27%	14
图 10：在环比以 1.3% 情境下推演，2026 年全年 GDP 同比或将小幅高于预期目标	15

《政府工作报告》提出，今年发展主要预期目标是：经济增长 4.5%—5%，在实际工作中努力争取更好结果。这实际上是两句话，一句是增速的预期区间，另一句是在实际工作中努力争取更好结果的行动要求，展现了积极进取的目标导向和政策取向。这个“两句话的目标”综合考虑了国内经济运行和外部环境变化，兼顾了需要与可能，是一个“既跳起来摸高、又稳得住步伐”的积极务实的目标。

从当前形势看，一季度经济实现了开门红，二季度以来的高频数据仍然不错，经济数据好转已经出现一定程度的广泛性和持续性，特别是从上市公司的业绩看，中国上市公司整体已经迈过现金表和利润表最困难的时刻、从缩表走向新一轮的扩张，经济开启正循环。结合基数效应的技术因素，我们判断全年已经有望超额完成经济目标。在这样的情况下，只要把各种有利条件用好用足，完全可以争取更好结果，实现质的有效提升和量的合理增长。

1. 经济数据好转已经出现一定程度的广泛性和持续性

今年以来，我国经济起步有力，主要指标好于预期。从一季度整体数据看，GDP 增速连续三个季度放缓以来的首次反弹，实现了 5%，较去年四季度加快 0.5 个百分点，达到了 4.5-5% 区间的上沿。非常重要的一点是，工业、服务业、出口、消费、投资、地产销售等六大口径指标增速均不同程度高于去年四季度，经济数据好转已经出现一定程度的广泛性。

一季度规模以上工业增加值同比增长 6.1%，较去年四季度加快 1.1 个百分点；服务业生产指数同比增长 5.1%，也高于去年四季度月均水平。需求端虽然修复斜率仍然温和，但消费和投资均较去年年末有所改善，社会消费品零售总额同比增长 2.4%，较去年四季度加快 0.7 个百分点，固定资产投资同比增长 1.7%，也由此前的负增长转为正增长。与此同时，外需仍保持较强韧性，货物出口总额同比增长 11.9%，明显高于去年四季度；房地产销售仍处于负增长区间，但商品房销售面积和销售额降幅均较去年四季度明显收窄。

一些观点认为 3 月数据与 1-2 月相比出现了边际走弱，其实要考虑春节较晚和元宵节错月因素的影响。今年元宵节落在 3 月，生产和服务活动回归常态的时间较往年偏晚，节后消费自然回落，外贸也受到前期集中出货和节后复工节奏偏慢的共同影响。因此，3 月数据边际放缓不宜简单外推为经济趋势重新转弱，更应理解为春节错位和前期高读数之后的阶段性回摆。

图 1：2026 年 Q1 经济数据较去年底存在较为明显的改善

领域	宏观指标	口径/单位	2026年3月	2026年2月	2026年1月	2025年12月	2025年11月	2025年10月	2025年9月	2025年8月
总量	GDP	当季同比 %	5.0			4.5			4.8	
生产	规上工业增加值	单月同比 %	5.7	6.3		5.2	4.8	4.9	6.5	5.2
		累计同比 %	6.1	6.3		5.9	6.0	6.1	6.2	6.2
	服务业生产指数	单月同比 %	5.0	5.2		5.0	4.2	4.6	5.6	5.6
		累计同比 %	5.1	5.2		5.5	5.6	5.7	5.9	5.9
需求	固定资产投资完成额	单月同比 %	1.7	1.8		-3.8	-2.6	-1.7	-0.5	0.5
	制造业	单月同比 %	4.1	3.1		0.6	1.9	2.7	4.0	5.1
	基建（不含电力）	单月同比 %	8.9	11.4		-1.5	0.1	1.5	3.3	5.4
	房地产	单月同比 %	-11.2	-11.1		-17.2	-15.9	-14.7	-13.9	-12.9
	社零	单月同比 %	1.7	2.8		0.9	1.3	2.9	3.0	3.4
		累计同比 %	2.4	2.8		3.7	4.0	4.3	4.5	4.6
	出口	单月同比 %	-0.7	36.0	8.0	5.1	5.6	-0.9	8.3	4.6
		累计同比 %	11.9	19.2	8.0	6.0	6.1	6.2	7.0	6.9
	进口	单月同比 %	23.8	10.9	23.4	4.4	1.8	1.8	7.9	2.0
		累计同比 %	19.6	17.2	23.4	0.6	0.3	0.1	-0.1	-1.1
价格	CPI	单月同比 %	1.0	1.3	0.2	0.8	0.7	0.2	-0.3	-0.4
		累计同比 %	0.9	0.8	0.2	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
	PPI	单月同比 %	0.5	-0.9	-1.4	-1.9	-2.2	-2.1	-2.3	-2.9
		累计同比 %	-0.6	-1.2	-1.4	-2.6	-2.7	-2.7	-2.8	-2.9
就业	调查失业率	%	5.4	5.3	5.2	5.1	5.1	5.1	5.2	5.3
		同比变化 %	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0

资料来源：Wind，德邦研究所

从二季度情况看，经济数据好转也具有较好的延续性。

从 PMI 看，4 月制造业 PMI 为 50.3%，较 3 月小幅回落 0.1 个百分点，对比春节分布相似的年份，2015 年、2018 年和 2024 年 4 月制造业 PMI 环比分别为 0、-0.1 和 -0.4 个百分点，今年 4 月 PMI 降幅仍处在正常波动范围内。主要分项仍处扩张区间，生产指数和新订单指数分别为 51.5%和 50.6%，前值分别为 51.4%和 51.6%；新出口订单指数为 50.3%，较上月回升 1.2 个百分点，也升至扩张区间。结构上，中型和小型企业 PMI 分别为 50.5%和 50.1%，较上月回升 1.5 个和 0.8 个百分点，双双升至扩张区间；高技术制造业和装备制造业 PMI 分别为 52.2%和 51.8%，也继续处于较高景气水平。由此来看，4 月 PMI 虽不是“全面走强”的信号，但足以说明春节扰动消退后，制造业景气仍维持在扩张区间，经济改善仍具一定延续性。

一些重点领域的变化尤其值得关注：

（1）地产数据看，今年已经有了“金三银四”的特征。一季度销售不错，4 月成交基本是延续的，同比是转正的。3 月 30 大中城市商品房成交面积均值升至 27.4 万平方米，4 月虽较 3 月有所回落，但仍达到 23.52 万平方米，高于 1—3 月均值的 19.5 万平方米。更值得关注的是，4 月 30 大中城市商品房成交面积同比增长 3.4%，而 2025 年和 2024 年 4 月同比分别下降 12.6%和 38.9%，今年 4 月成交同比转正是个相对积极的变化。结构上，一线城市表现仍然更强，4 月成交面积为 8.5 万平方米，高于 3 月的 8.0 万平方米和 1—3 月均值的 5.6 万平方米，同比增长 18.9%；三线城市同比也转为增长 5.1%，二线城市则仍同比下降 7.2%。整体来看，当前地产销售修复仍不均衡，但居民真实居住和改善需求正在低位释放。

（2）外贸始终延续着高景气，地缘形势越是复杂，中国出口竞争力越是凸显。4 月出口继续保持较高景气，按美元计出口同比增长 14.1%，较 3 月的 2.5%明显

回升；进口同比增长 25.3%，也维持较高增速，在外部局势并不明朗的背景下，我国外贸仍维持较高韧性。从结构看，一季度我国对共建“一带一路”国家进出口同比增长 14.2%，占进出口总值比重达到 51.2%，对东盟、拉美、非洲进出口也分别增长 15.4%、15.4%和 23.7%，说明外贸市场多元化仍在增强，单一市场波动对出口的扰动有所下降。高频数据也能形成印证，4 月中国出口集装箱运价指数、上海出口集装箱运价指数和宁波出口集装箱运价指数分别较 1—3 月均值提高 11.4%、11.9%和 7.0%，同比分别增长 9.8%、37.6%和 41.3%；同时，前文中也提到 4 月 PMI 中新出口订单指数升至 50.3%，较上月回升 1.2 个百分点。当然，出口运价会受到航线绕行、舱位供给和地缘风险溢价等因素影响，不能简单等同于外需强弱，但结合海关出口数据、订单回升和市场多元化表现来看，我国外贸链条仍保持较强韧性，并继续对经济延续性形成支撑，在地缘形势更复杂、全球供应链扰动加大的背景下，中国出口的稳定供给能力和市场多元化优势更加突出。

（3）五一文旅消费表现不错，新消费亮点逐渐增多。5 月 1 日至 5 日，全社会跨区域人员流动量预计达到 15.3 亿人次，日均超过 3 亿人次，在去年高基数基础上仍增长 4.0%。具体看，主要有几个亮点：

一是长线游和多城串游升温。部分地区“春假”与五一假期衔接，一些家庭获得 8 至 11 天超长假期，假期被拉长后，居民不再局限于传统短途出游，长线游、多城串游和近郊游都获得了更多释放空间。同程旅行数据显示，假期约 60% 的游客选择“跳城游”，去哪儿旅行数据显示，五一游客人均打卡城市达到 2.1 个，“宝藏小城串游”预订量同比增长 121%。

二是“体验经济”和场景付费继续升温。消费者不再只是围绕传统景区打卡，而是更多围绕演唱会、音乐节、体育赛事、电影、本地美食和户外体验等场景安排行程。五一期间，演出消费同比增长 17.6%，国内展演赛事人次同比增长 30.6%；广州 4 场大型演唱会直接票房约 2 亿元，带动综合消费约 14 亿元，“苏超”赛事也带动江苏酒店、包车游和地方餐饮消费增长。

三是入境游继续修复。五一假期外国人入出境 125.5 万人次，同比增长 12.5%，表明免签政策、航班恢复和跨境文旅需求回暖正在继续带动入境消费。整体来看，今年五一消费的积极意义不只在出行人数维持高位，更在于消费场景从传统观光向多目的地串联、赛事演艺、本地生活和入境游等方向延伸。

地产、外贸、消费均是分析经济形势中较为复杂的变量：**（1）**地产一直是拖累最大的变量，而且持续三年维持两位数的下降，地产不稳，经济数据持续承压，而目前我们看到了数据的企稳、同比跌幅的较大收窄，对经济的拖累作用明显减弱。**（2）**外贸影响因素非常多，而且地缘政治形势风云多变，但目前我们看到能够替代中国制造的国家和地区越来越难找，出口总是在质疑声中给出亮眼的数据答卷，短期的抢出口、抢订单的逻辑似乎很难解释，或许出口本就是一个在目前国际形势下容易被低估的变量。**（3）**消费是慢变量，也是政策抓手相对最少的领域，然而我们也看到随着供给质量的提升、消费场景的多元，新消费热点不断涌现，已经开始走出“供给创造需求”的叙事（详见 2025 年 2 月 13 日发布的《关于提振消费问题的一些再思考》）

2. 经济好转并不是逆周期政策加码，而更多是产业创新的趋势力量

过去几年，如果出现了一季度经济开门红，往往都是政策加码带来的刺激效果。比如提前安排下发地方政府专项债，增加赤字，发行特别国债，货币政策降息降准等。典型例子如：

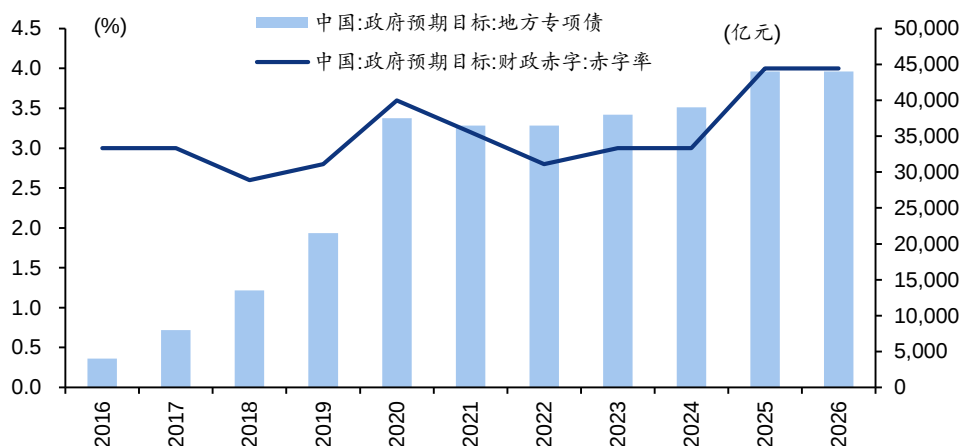
(1) 2019 年，一方面，2018 年底全国人大常委会授权国务院提前下达 2019 年新增地方政府债务限额合计 1.39 万亿元，其中新增专项债务限额 8100 亿元；另一方面，2019 年 1 月央行全面降准 1 个百分点，净释放约 8000 亿元长期资金。

(2) 2022 年也有类似特征，财政部提前下达 2022 年新增专项债务限额 1.46 万亿元，并推动资金在一季度发行使用；货币端，1 月 MLF 和逆回购利率均下调 10bp，1 年期和 5 年期以上 LPR 也分别下调 10bp 和 5bp。

(3) 2024 年年初，央行再次降准 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性约 1 万亿元；同时，当年安排发行 1 万亿元超长期特别国债，进一步增强财政政策对重大项目和重点领域的支撑。

也正因为政策刺激的脉冲效应，经济数据的季度走势往往出现“前高后低”，比如 2019 年，在年初财政和货币政策靠前发力后，全年 GDP 同比呈现逐季回落态势，Q1—Q4 分别为 6.4%、6.2%、6.0%和 5.9%，说明政策前置对一季度形成支撑，但后续增速仍会随着脉冲效应减弱而回归平稳。如果政策在半年时间点再加力，也会出现“前高中低后稳”，比如 2024 年，当年 GDP 同比从一季度 5.3% 回落至二季度 4.7%、三季度 4.6%，但三季度末后政策明显加力，9 月 24 日央行宣布降准 0.5 个百分点、7 天期逆回购利率下调 0.2 个百分点，并降低存量房贷利率、统一房贷最低首付比例；10 月 8 日国家发改委进一步介绍系统落实一揽子增量政策，围绕加大宏观政策逆周期调节、扩大内需、助企帮扶、房地产止跌回稳和提振资本市场等方面加力。最终 2024 年四季度 GDP 同比回升至 5.4%。

图 2：今年政策强度并未显著加力



资料来源：Wind，德邦研究所

注：右轴为地方专项债

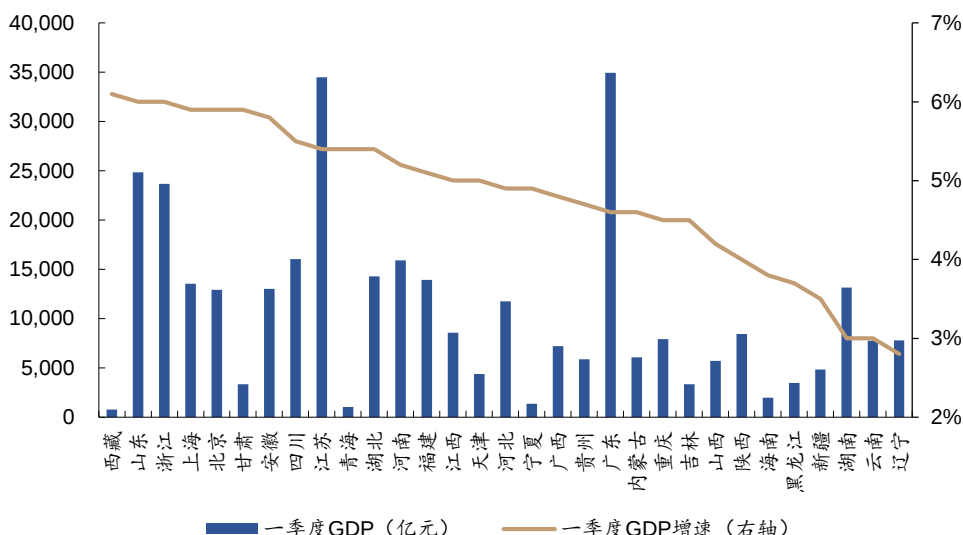
相比之下，2026 年政策延续了积极取向，但更强调逆周期调节和跨周期安排相结合，并没有出现总量规模的大幅扩张。2026 年政府工作报告提出，赤字率拟按 4% 左右安排，拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元、地方政府专项债券 4.4 万亿元，整体力度与去年基本相当；特别国债补充国有大型商业银行资本规模为 3000

亿元，较 2025 年的 5000 亿元有所下降。

从这个角度来看，当前经济数据的改善已经具有很大程度的内生性，并不是政策加码刺激的结果，而更多是源于产业创新的力量，经济运转的正循环已经开启。我们从其他维度的数据中可以找到一些证据。

第一，从区域数据看，一季度经济数据“东快西慢”。一般来说，东部经济大省更多体现为产业链和工业生产支撑，部分中西部地区则更多依赖投资和项目托举。因此，“东快西慢”反映出来的是经济内生动能在增强，而不是政策刺激效应在加码。东部来看，上海、浙江、安徽、江苏一季度 GDP 同比分别增长 5.9%、6.0%、5.8%和 5.4%，整体表现相对较好；更关键的是，工业生产端修复更为明显，浙江、江苏、山东、安徽、湖北规上工业增加值分别同比增长 8.3%、7.7%、7.5%、11.0%和 8.1%。与此同时，部分东部省份投资端并不算强，浙江、广东固定资产投资分别仅增长 0.6%和 0.2%，江苏、山东则分别下降 1.8%和 2.3%，这显示出东部经济改善更多来自产业链、制造业和外贸链条的支撑。相比之下，部分中西部地区投资和项目托举特征更明显，西藏、宁夏、内蒙古、甘肃固定资产投资分别增长 19.8%、13.1%、10.3%和 8.9%，甘肃基础设施投资也增长 18.0%。

图 3：2026 年一季度 31 省整体呈现“东快西慢”的格局

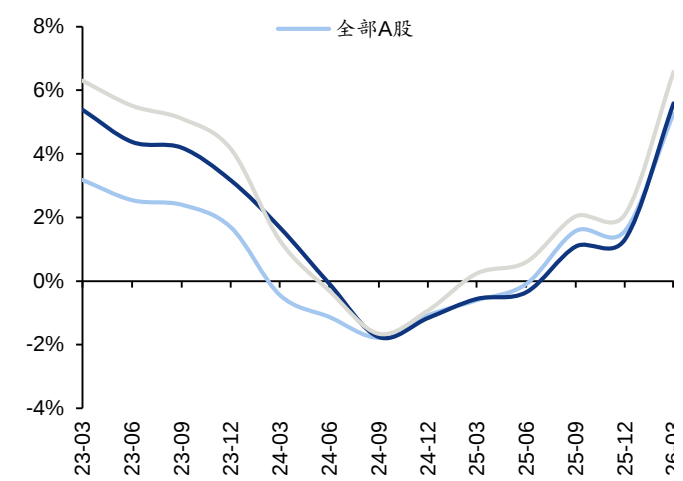


资料来源：第一财经，德邦研究所

第二，从上市公司数据看，企业盈利已经进入上行期，且修复并不只体现在利润增速本身，而且企业乐于备货、扩产，敢于理性加杠杆。一季度 A 股非金融企业营业收入累计同比增长 5.6%，较 2025 年年报的 1.3%和 2025 年三季报的 1.1%明显回升；归母净利润累计同比增长 13.6%，也较 2025 年年报的 0.1%和 2025 年三季报的 2.6%明显改善，说明收入和利润端均已出现修复，A 股非金融 ROE 从 2025 年年报的 6.4%回升至 2026 年一季报的 6.5%。更重要的是，企业经营状态正在从过去几年的“收缩”转向“扩张”：一方面，经营现金流和销售回款改善，使企业有能力增加备货，存货和预付账款回升反映补库意愿增强；另一方面，资本开支和在建工程改善，说明企业扩产意愿也在恢复。资产负债率也开始企稳回升，企业不再只是被动去杠杆，而是开始在盈利改善和订单修复基础上理性加杠杆。由此来看，一季度上市公司报表已经不只是“利润好转”，而是开始呈现“收入修复—ROE 企稳—现金流改善—补库存和扩产—资产负债表扩张”的经营正循环，

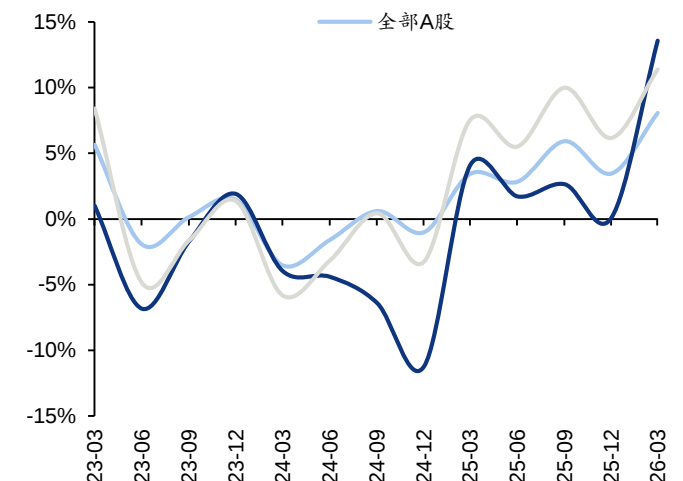
这也是经济恢复内生性增强的重要微观证据。

图 4：营收累计同比增速明显修复



资料来源：Wind，德邦研究所

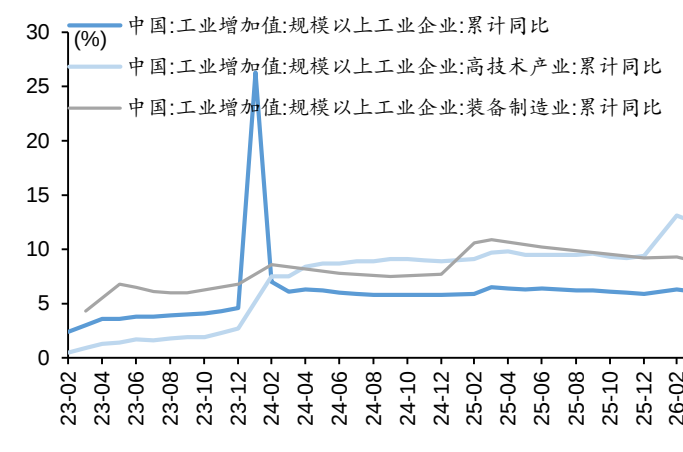
图 5：非金融企业归母净利润累计同比增速回升更为显著



资料来源：Wind，德邦研究所

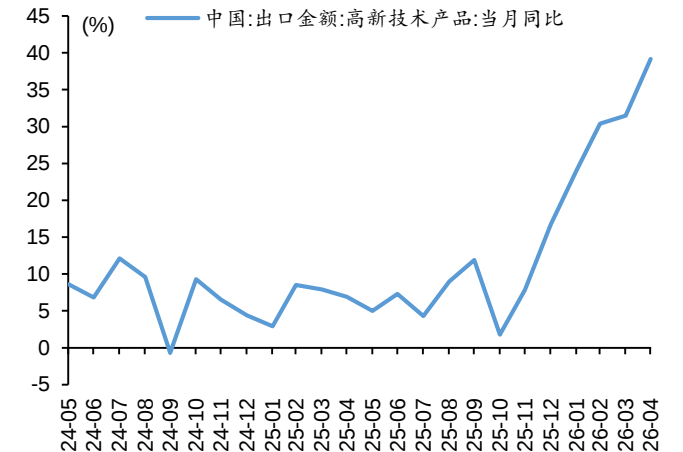
第三，从工业企业数据看，新质生产力在工业经济中的权重和拉动作用正在明显提升。一季度高技术制造业增加值同比增长 12.5%，对全部规上工业增速的贡献率达到 32.6%。从利润端看，一季度规模以上高技术制造业利润同比增长 47.4%，拉动全部规上工业利润增长 7.9 个百分点。从出口端看，一季度装备制造业出口交货值占全部规上工业比重达到 75.0%，同比提高 1.3 个百分点，另外高新技术产品出口金额同比增速持续攀升，4 月为 39.2%。整体来看，新质生产力已经不只是工业生产中的结构性亮点，而是在产出、利润和出口三个维度中同时抬升权重，成为经济内生修复和产业创新趋势力量的重要来源。

图 6：高技术产业今年涨幅显著



资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：高新科技产品增速显著



资料来源：Wind，德邦研究所

我们在《对当前经济形势和明年政策安排的几点看法》中曾经提出，讨论中国经济结构变化时，不应只纠结新兴产业能否立刻完成对房地产及相关产业的“总量替代”，更重要的是看到新兴产业已经陆续成长起来，良好的发展趋势基本建立，对整体经济的影响正在可见地扩大。站在今年一季度看，这一判断可以进一步向前推进：新兴产业目前仍不能说已经完全替代传统增长动能，但其对经济增量、企业盈利和市场预期的边际影响持续上升。也正因如此，一季度经济“开门红”不宜只放在政策托底或短期数据改善的框架下理解，更应放在中国经济继续“破

茧”“换装”的过程中观察。就当前形势看，经济好转并不是逆周期政策加码，而更多是产业创新的趋势力量。

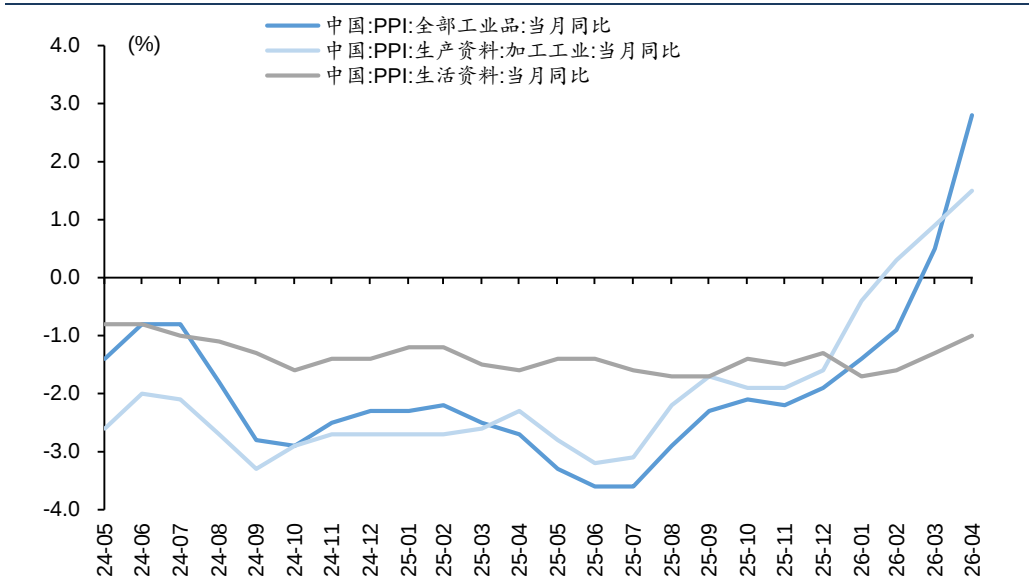
3. 剔除输入性因素，价格开始出现温和回升的正循环迹象

价格端同样是观察一季度经济修复质量的重要线索。3月PPI同比由2月下降0.9%转为上涨0.5%，为连续下降41个月后首次转正；4月PPI同比进一步升至2.8%，涨幅比上月扩大2.3个百分点，环比上涨1.7%，涨幅比上月扩大0.7个百分点，工业品价格修复正在从此前的低位企稳转向边际加快。本轮工业品价格修复主要受两类因素共同推动：

一方面，输入性因素对3月PPI回升形成了较明显支撑，主要集中在上游资源品和原材料环节。近期地缘冲突反复推升国际能源和有色金属价格，国内相关行业价格也随之上涨或降幅收窄。3月有色金属矿采选业价格同比上涨36.4%，有色金属冶炼及压延加工业价格上涨22.4%，石油和天然气开采业价格则由2月下降12.9%转为上涨5.2%；石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业价格降幅也分别较上月收窄7.5和3.4个百分点。4月这一特征进一步强化，有色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业价格同比分别上涨38.9%和22.5%，合计影响PPI同比上涨约1.58个百分点；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价格同比分别上涨28.6%、14.2%和8.9%，合计影响PPI同比上涨约1.50个百分点。由此来看，本轮PPI回升中确实包含较强的外部价格传导，特别是能源、有色等国际定价属性较强的行业，对工业品价格由负转正形成了直接拉动。

另一方面，剔除上游资源品和原材料环节的直接冲击后，价格修复也已经在加工工业和部分新兴产业链中有所体现。一是加工工业PPI自2025年年中低位以来持续回升，到2026年3月已升至约0.9%，高于总PPI的0.5%，4月加工工业价格同比进一步上涨1.5%，工业品价格改善并不只停留在采掘和原材料环节。二是随着“反内卷”政策导向延续、行业竞争秩序边际优化，部分此前价格压力较大的行业开始出现修复迹象，3月光伏设备及元器件制造、锂离子电池制造价格同比分别上涨5.2%和2.5%。4月锂离子电池制造价格环比继续上涨1.6%，新能源车整车制造价格降幅也较上月收窄。三是AI和算力需求扩张也带动相关产业链价格明显上行，3月光纤制造、外存储设备及部件、电子专用材料制造价格同比分别上涨76.1%、21.1%和18.7%。4月光纤制造和外存储设备及部件价格环比分别上涨22.5%和3.2%，计算机通信和其他电子设备制造业、电气机械和器材制造业价格同比也分别上涨1.5%和3.6%。与上游资源品更多受外部大宗商品价格波动影响不同，加工工业和新兴产业链价格回升，指向本轮工业品价格修复已开始具备一定内生基础。

图 8：PPI 回升具有较强的内生性



资料来源：Wind，德邦研究所

为了进一步判断输入性因素和内生性因素各自的影响，我们基于分行业价格和行业权重做了一个近似测算。国家统计局在《工业生产者出厂价格指数（PPI）是如何编制的》中提到，“PPI 统计调查中，小类及以上分类的权数资料来源于工业统计中分行业销售产值数据资料”。考虑到分行业销售产值权数并未直接披露，且分行业营业收入与行业销售规模具有较强对应关系，本文采用 2025 年规上工业企业分行业营业收入占比，作为 PPI 行业权重的近似替代，测算 3 月 PPI 中输入性因素和内生性及其他因素的贡献，并按官方 PPI 总读数进行校准。具体公式如下：

行业权重：

$$\text{行业权重}_i = \frac{\text{2025 年该行业营业收入}}{\text{2025 年规上工业企业营业收入合计}}$$

3 月静态贡献：

$$\text{3 月静态贡献}_i = \text{行业权重}_i * \text{3 月该行业PPI同比}$$

2 月到 3 月改善贡献：

$$\text{改善贡献}_i = \text{行业权重}_i * (\text{3 月该行业PPI同比} - \text{2 月该行业PPI同比})$$

考虑到营业收入权重并非官方 PPI 精确权重，测算结果与官方 PPI 总读数之间会存在一定误差。因此，我们进一步按官方 PPI 总读数进行校准：

校准系数：

$$\text{校准系数} = \frac{\text{官方PPI同比}}{\text{各行业贡献加总}}$$

校准后贡献：

$$\text{校准后贡献}_i = \text{原始贡献}_i * \text{校准系数}$$

在行业划分上，我们设置窄、宽两种输入性口径。窄口径只纳入国际定价属性最强、外部能源和金属价格传导最直接的行业，包括石油和天然气开采业、有色金属矿采选业、石油煤炭及其他燃料加工业、有色金属冶炼及压延加工业。宽口径则在窄口径基础上，进一步纳入受国际能源、有色、化工品价格传导影响较明显，但同时也掺杂国内供需和加工环节因素的行业，包括化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业。剔除输入性因素后的剩余部分，归为内生性及其他因素。

测算结果显示，输入性因素确实对 3 月 PPI 转正形成了重要支撑。若以 2 月到 3 月 PPI 由-0.9%回升至 0.5%的改善幅度作为观察对象，窄口径输入性因素贡献约 0.51 个百分点，约占整体改善幅度的 36%；若采用宽口径，将化工等受国际价格传导较明显的行业纳入后，输入性因素贡献约 0.78 个百分点，约占 56%。进一步看 4 月，虽然受分行业数据还未完整披露和校准条件不足影响，尚难对输入性因素贡献占比作完整拆分，但从已披露行业看，能源、有色及部分化工链条仍对 PPI 涨幅扩大形成了较明显支撑。但与此同时，剔除输入性因素后，价格端也已经处于一轮见底回升过程中。测算显示，内生性及其他因素对 2 月到 3 月 PPI 改善贡献约 0.62 个百分点，约占 44%。这意味着，3 月 PPI 回升并不只是外部大宗商品价格输入的结果，国内供需改善、加工制造价格修复以及部分新兴产业链价格上涨同样有所贡献。

假如没有输入性因素，按照目前趋势，PPI 同比转正可能出现在今年二季度，输入性因素只是让转正提前到来，但这并不能掩盖 PPI 内生性见底回升的过程。按宽口径测算并经官方 PPI 总读数校准后，3 月内生性及其他因素对 PPI 仍拖累约 0.47 个百分点，但较 2 月已经改善约 0.62 个百分点。按照这一改善幅度简单估算，即便不考虑能源、有色和部分化工链条带来的输入性价格贡献，PPI 同比也有望在二季度内逐步回到正区间。因此，本轮 PPI 回升不能简单理解为外部大宗商品价格输入的结果，输入性因素更多是加快了转正节奏；相比之下，国内供需改善、加工制造价格修复和部分新兴产业链价格上涨能否延续，才是后续名义增长、企业收入和盈利改善更关键的变量。

4. “基数因素”是不能忽视的技术性因素

从近几年季度节奏看，2025 年的“前高后低”特征尤其明显，这为今年后面的数据走势提供了“低基数效应”。2023 年 GDP 同比大致呈现“二季度高、下半年趋稳”，Q1—Q4 分别为 4.7%、6.5%、5.0%和 5.3%；2024 年则是“三季度偏弱、四季度回升”，Q1—Q4 分别为 5.3%、4.7%、4.6%和 5.4%。相比之下，2025 年 GDP 同比从一季度 5.4%逐季回落至四季度 4.5%，Q1—Q4 分别为 5.4%、5.2%、4.8%和 4.5%，全年累计回落 0.9 个百分点。更重要的是，2026 年一季度并不是在低基数上实现较高增长，去年同期 5.4%的基数本身并不低，但今年一季度仍实现 5.0%的同比增长、环比增长 1.3%，说明经济开局具有一定韧性。往后看，去年二、三、四季度同比基数逐季降至 5.2%、4.8%和 4.5%，后续同比压力反而逐步减轻，这为全年增速向目标区间上沿靠拢提供了更有利的技术条件。

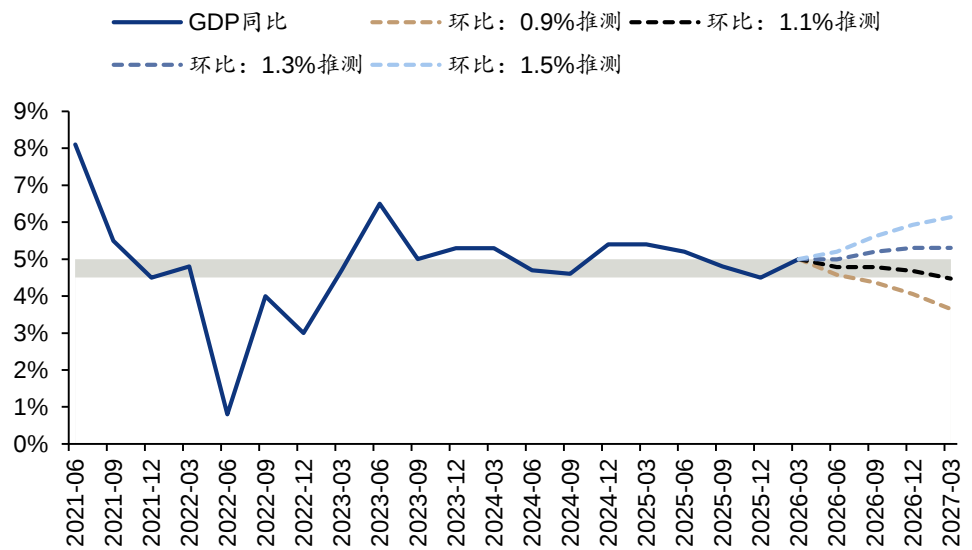
我们进一步根据季度环比路径做了情景测算。具体来看，以 2025 年一季度实际 GDP 指数为 100，根据已公布季调环比增速逐季构造季度实际 GDP 指数，再假设 2026 年二至四季度环比分别维持在 0.9%、1.1%、1.3%和 1.5%四种情景下，测算 2026 年全年实际 GDP 同比。结果显示，若后续三个季度环比维持在 0.9%左右，全年 GDP 同比约为 4.4%；若维持在 1.1%左右，全年约为 4.8%；若能够接近一季度 1.3%的环比水平，全年增速约为 5.1%。考虑到季调环比和官方同比口径并非完全一致，上述结果并不是精确预测，而是用于观察不同环比动能下全年增速的大致区间。其含义在于，全年实现“摸高”并不需要假设后续经济出现强刺激式加速；只要环比动能维持在 1.2%—1.3%左右，全年增速向 5%左右乃至略高水平靠拢的可能性将明显提升。从历年情况看，这实现起来难度并不大。

图 9：2023 年以来 GDP 环比均值约为 1.27%

	2026-03	2025-12	2025-09	2025-06	2025-03	2024-12	2024-09	2024-06	2024-03	2023-12	2023-09	2023-06	2023-03
中国:GDP:不变价:当季同比	5.0	4.5	4.8	5.2	5.4	5.4	4.6	4.7	5.3	5.3	5.0	6.5	4.7
中国:GDP:季调:环比	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1	1.6	1.4	1.0	1.3	0.9	1.6	1.3	1.6

资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：在环比以 1.3% 情境下推演，2026 年全年 GDP 同比或将小幅高于预期目标



资料来源：Wind，德邦研究所

注：灰色区域为 4.5%-5.0% 政策目标区间

5. 风险提示

(1) 国内需求修复不及预期。若居民消费、地产销售和企业投资修复斜率弱于预期，4 月以来经济活动延续性可能减弱，全年增长向目标区间上沿靠拢的基础也会受到影响；

(2) 产业创新和企业盈利兑现不及预期。若 AI 算力、新能源、高端装备等新动能领域景气扩散放缓，或上市公司收入、利润修复持续性不足，产业结构变化对宏观总量的支撑可能弱于预期；

(3) 外部环境不确定性上升。中美经贸摩擦、地缘政治冲突、全球金融条件变化等因素可能扰动出口链条、能源价格和市场风险偏好，进而影响全年经济运行节奏。

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

卢柯源，硕士，德邦证券研究所研究助理

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。