

宏观经济信用观察

(二零二六年一季报)

经济超预期开局 需求结构冷暖分化

主要经济指标情况

指标名称	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4	2026 Q1
GDP 当季值(万亿元)	31.8	34.1	35.4	38.8	33.4
GDP 当季同比(%)	5.4	5.2	4.8	4.5	5.0
工业增加值增速(%)	6.5	6.4	6.2	5.9	6.1
固定资产投资增速(%)	4.2	2.8	-0.5	-3.8	1.7
房地产投资增速(%)	-9.9	-11.2	-13.9	-17.2	-11.2
基建投资增速(%)	11.5	8.9	3.3	0.6	8.9
制造业投资增速(%)	9.1	7.5	4.0	0.6	4.1
社零增速(%)	4.6	5.0	4.5	3.7	2.4
出口总额增速(%)	5.6	5.9	6.1	5.5	14.7
进口总额增速(%)	-6.8	-3.8	-1.1	0.0	22.7
CPI 涨幅(%)	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.9
PPI 涨幅(%)	-2.3	-2.8	-2.8	-2.6	-0.6
调查失业率均值(%)	5.3	5.0	5.2	5.1	5.3
社融存量增速(%)	8.4	8.9	8.7	8.3	7.9
宏观杠杆率变动(百分点)	7.8	2.0	1.9	0.1	6.9
工业企业利润增速(%)	0.8	-1.8	3.2	0.6	15.5

注：1. GDP 当季值按现价计算，同比增速按不变价格计算；2. 工业增加值、固定资产投资、社零、出口、价格指数、工业企业利润均为累计同比增速；3. 调查失业率为季度均值；4. 社融存量增速为期末值；5. 出口、进口数据均以美元计价；6. 宏观杠杆率变动为季度环比变动

数据来源：国家统计局、中国人民银行、国家资产负债表研究中心、Wind、联合资信整理

摘要：

- 2026 年一季度，我国 GDP 同比增长 5.0%，超市场预期，经济实现“开门红”。需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。物价方面，CPI 温和上涨，PPI 同比降幅逐月收窄并于 3 月转正，通缩压力边际缓解。展望后续，基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望成为短期内稳增长的核心抓手，但地缘冲突带来的外部不确定性仍在上升，内需修复的持续性有待巩固，经济回升向好仍需政策持续护航。
- 宏观信用表现方面，一季度，社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。
- 宏观政策环境方面，一季度，财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。下一阶段，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，明确“六张网”建设。

联合资信研究中心

吴玥 wuyue@lhratings.com

张振 zhangzhen@lhratings.com

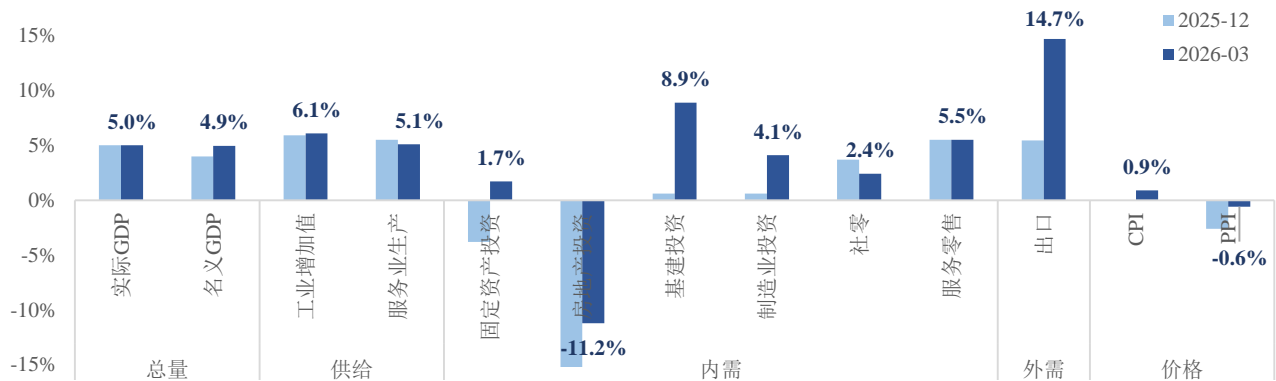
王妍 wangyan@lhratings.com



一、宏观经济运行

2026年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。

图1. 主要经济指标累计同比增速

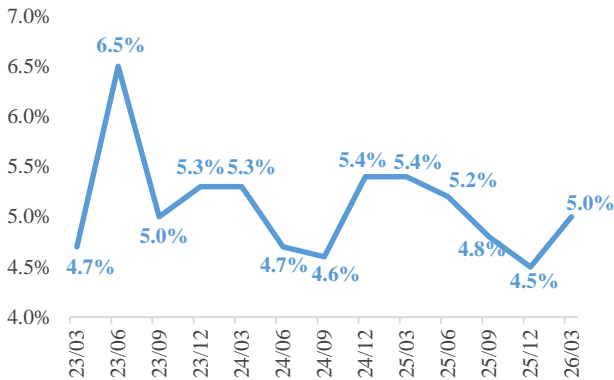


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

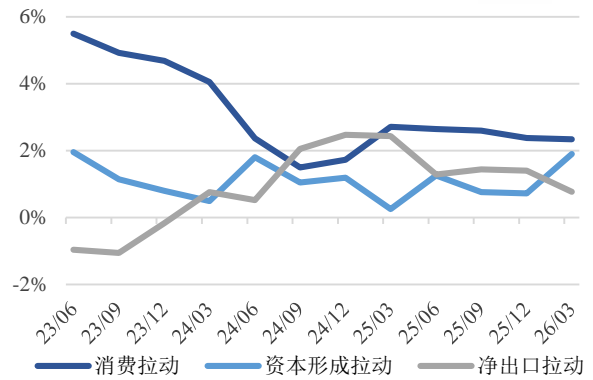
展望后续，外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上涨风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。综合来看，二季度在基建发力、工业产出偏强以及政策效应持续释放的共同作用下，GDP仍有望保持较快增长，但下半年经济运行仍面临高度不确定性，仍取决于油价走势的最终明朗化与消费修复的实质性接力。

1. 经济增长：三驾马车冷暖各异，经济超预期开局

一季度经济超预期开局，资本形成总额拉动作用明显提升。经初步核算，2026年一季度我国国内生产总值（GDP）为33.42万亿元，按不变价格计算，同比增长5.0%，超市场预期（4.8%），较上年四季度加快0.5个百分点；环比增速升至1.3%。从三大需求对经济增长的贡献来看，消费仍然偏弱，2026年一季度消费拉动作用较上年四季度小幅放缓，拉动GDP增长2.34个百分点，贡献率为46.80%，较上年四季度（52.89%）回落6.09个百分点；在上年同期的高基数下，净出口拉动GDP同比增长0.77个百分点，贡献率回落至15.40%；资本形成总额的拉动作用明显提升，拉动GDP增长1.90个百分点，贡献率上升至38.00%，反映出前期存量政策与一季度“开门红”增量政策形成合力，重点领域投资发力明显。

图2. GDP 当季同比增速（不变价）


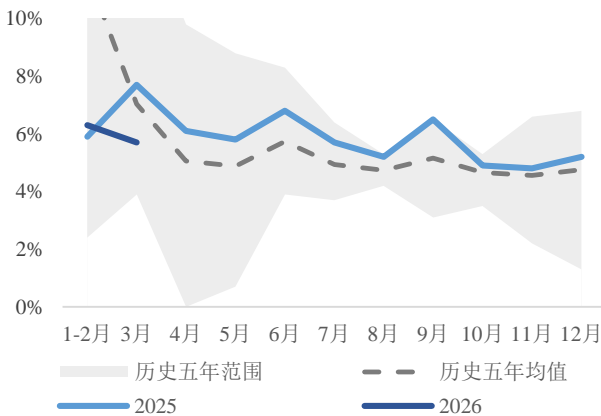
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图3. 三大需求对 GDP 当季同比的拉动


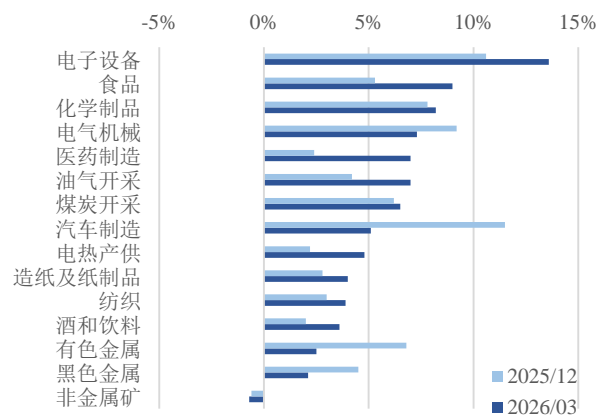
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

生产端总体表现稳健，工业与服务业均实现较快增长，产业升级与结构优化态势持续增强。

工业生产增速加快，高端制造引领特征突出。2026 年一季度，规模以上工业增加值同比增长 6.1%，增速较上年四季度加快 1.1 个百分点，继续保持较快增长态势。其中，制造业增长 6.4%，持续高于整体工业增速。行业方面，产业结构向高端化、智能化方向演进的趋势较为鲜明：装备制造业增加值同比增长 8.9%，占全部规上工业比重升至 35.1%，其中电子设备行业增长 13.6%，对全部规上工业增长贡献率达 21.4%，居工业各大类行业首位；高技术制造业增加值增长 12.5%，以不到 20% 的占比贡献了 32.6% 的工业增长。展望后续，在大规模设备更新政策持续发力、新质生产力加快培育的推动下，产业升级与动能转换有望继续深化，叠加出口维持韧性、企业盈利改善等积极因素，工业生产有望延续较快增长态势，但外部地缘冲突带来的能源成本上升和部分行业盈利压力仍需关注。

图4. 工业增加值当月同比增速


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图5. 主要工业行业增加值累计同比增速¹


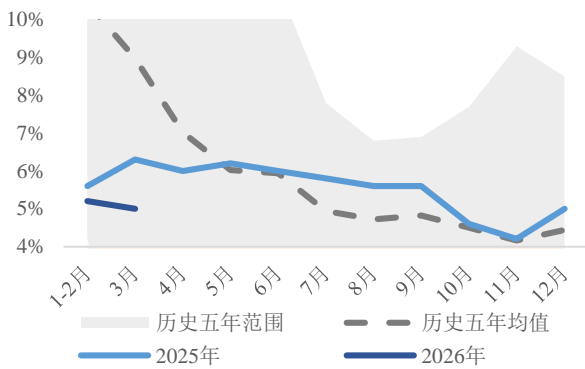
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

服务业生产保持较快增长，现代服务业增势良好。2026 年一季度，服务业生产指数累计同比增长 5.1%，

¹图中电子设备全称为计算机、通信和其他电子设备制造业；电气机械为电气机械及器材制造业；化学制品为化学原料及化学制品制造业；有色金属为有色金属冶炼及压延加工业；煤炭开采为煤炭开采和洗选业；黑色金属为黑色金属冶炼及压延加工业；油气开采为石油和天然气开采业；电热产供为电力、热力的生产和供应，酒和饮料为酒、饮料和精制茶制造业，下同。

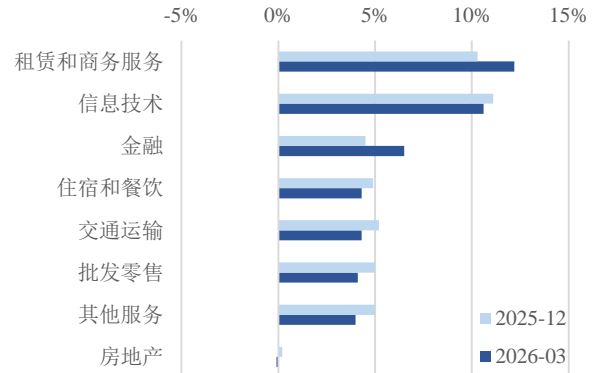
服务业增加值累计同比增长 5.2%。从主要行业来看，以信息软件、租赁商务、金融为代表的现代服务业增长动能强劲：租赁和商务服务业增长 12.2%，信息传输、软件和信息技术服务业增加值增长 10.6%，两者合计拉动服务业增加值增长 1.9 个百分点；资本市场较为活跃，金融业增加值增长 6.5%。展望未来，在促消费政策进一步向服务领域倾斜和深化的背景下，叠加数字技术深度赋能与服务业开放扩容，服务业生产有望维持增长韧性。

图6. 服务业生产指数当月同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图7. 服务行业增加值累计同比增速²



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

需求端结构分化明显，出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓。

固定资产投资同比转正。2026 年一季度，固定投资累计同比增长 1.7%，较 2025 年全年-3.8%的水平大幅回升 5.5 个百分点。扣除房地产开发投资后，全国固定资产投资增长 4.8%，这一口径更能体现投资的内生修复状况。从结构来看，投资回暖呈现“基建引领、制造业改善、房地产降幅收窄”的格局。

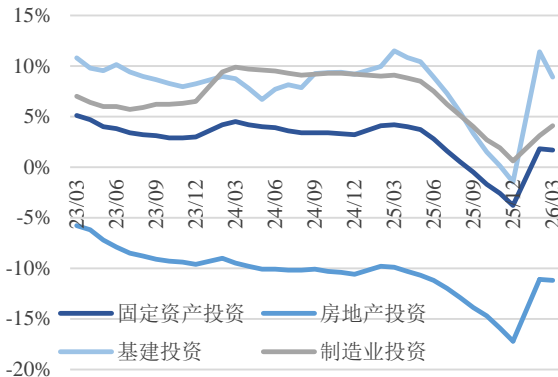
基础设施投资是投资回升的核心驱动力，制造业稳健修复。基础设施投资同比增长 8.9%，专项债资金拨付节奏较往年明显前置是重要推动因素，且 2026 年以来专项债中特殊再融资债占比显著回落，叠加政策性金融工具与前期的财政增量资金逐步落地形成实物工作量，共同支撑基建投资大幅回升。制造业投资增长 4.1%，受益于出口强劲和产业升级双重拉动。高技术产业投资同比增长 7.4%，其中计算机及办公设备制造业、航空航天器及设备制造业、信息服务业投资分别增长 28.3%、19.0%和 20.9%，新质生产力领域的资本开支意愿明显高于传统行业。

房地产投资仍是最大拖累项。房地产开发投资同比下降 11.2%，新建商品房销售额下降 16.7%，依然处于深度调整期，对整体投资形成明显拖累。值得关注的是，房企到位资金下降 17.3%，定金及预付款、个人按揭贷款增速持续下滑，资金链压力尚未根本缓解。从规模上看，房地产投资从 2021 年约 14.8 万亿元降至 2025 年 8.3 万亿元左右，这一巨大缺口短期难以由新质生产力领域完全填补，是内需修复偏弱的重

² 图中信息技术全称为信息传输、软件和信息技术服务业；交通运输全称为交通运输、仓储和邮政业。

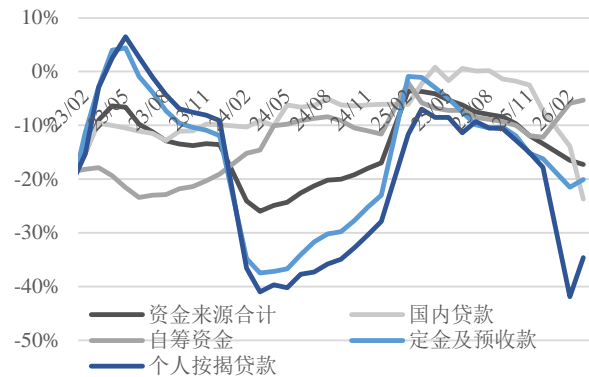
要拖累因素。

图8. 固定资产投资累计同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

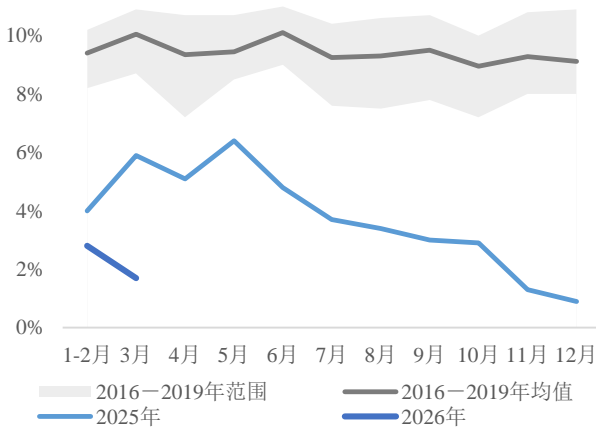
图9. 房地产开发资金来源累计同比



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

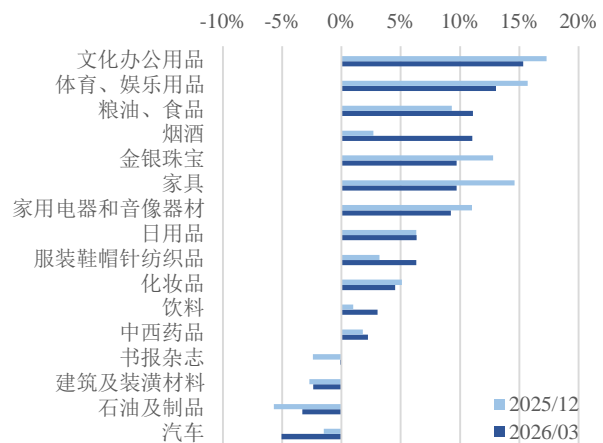
消费温和修复中结构分化，政策托底效应显现。2026年一季度，社会消费品零售总额同比增长2.4%，较上年四季度加快0.7个百分点，但整体仍处于偏低水平。从消费类型来看，服务消费韧性更强，服务零售额同比增长5.5%，其中通讯信息服务、旅游咨询租赁服务、文体休闲服务类零售额增长较快，居民消费重心从实物商品向服务体验迁移的趋势仍在延续。从商品类别来看，升级类商品表现亮眼，限额以上单位通讯器材类增长20.8%、金银珠宝类增长12.6%、服装鞋帽针纺织品类增长9.3%、粮油食品类增长10.0%。以旧换新政策的持续发力是重要支撑，家电、数码产品等消费需求旺盛，政策精准发力的效果逐步显现。但汽车消费持续偏弱，一季度狭义乘用车市场零售同比下降17.4%，成为拖累整体消费的重要因素。居民人均可支配收入实际增长4.0%，消费支出实际增长2.6%，收入增速高于支出增速的格局反映出居民部门储蓄意愿仍然偏强，消费信心的修复仍需要时间。消费能否从政策托底转向内生驱动增长，取决于居民收入预期的实质性改善。

图10. 社零当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图11. 主要商品零售额累计同比增速情况 (%)



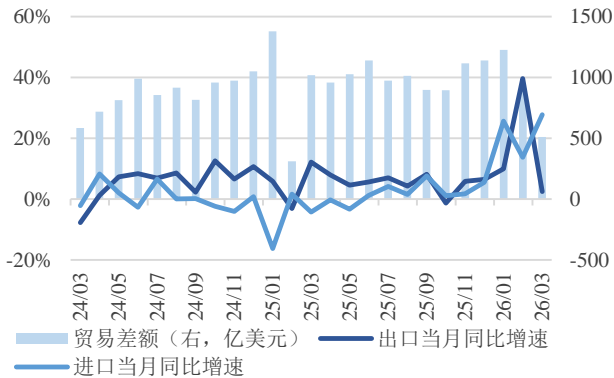
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

外贸规模再创新高，出口结构向新向优。2026年一季度，中国货物进出口总额1.69万亿美元，同比增长18.0%，进出口规模创历史同期新高。其中，出口9774.94亿美元，同比增长14.7%；进口7131.61亿美元，同比增长22.7%。出口高增长的背后有外需回暖与“抢出口”效应的支撑。外需方面，年初以来全

球制造业景气度持续处于扩张区间，美国、欧元区经济表现好于此前预期，叠加东南亚、拉美等新兴市场需求活跃，共同构成出口增长的基本盘。同时，市场对美国可能加征新一轮关税的担忧有所上升，促使部分外贸企业将后续订单提前报关出货，“抢出口”行为也成为支撑出口的短期因素。从出口产品看，机电产品出口增长 18.3%，占出口总值的 63.4%，较去年同期提升 3.5 个百分点，其中电动汽车、锂电池、风力发电机组等绿色产品出口分别增长 77.5%、50.4%和 45.2%，新质生产力相关产业对外贸的拉动作用持续增强。从贸易伙伴看，对共建“一带一路”国家进出口增长 14.2%，对东盟、非洲等新兴市场均实现两位数增长，市场多元化布局有效对冲了对部分发达市场贸易的不确定性。

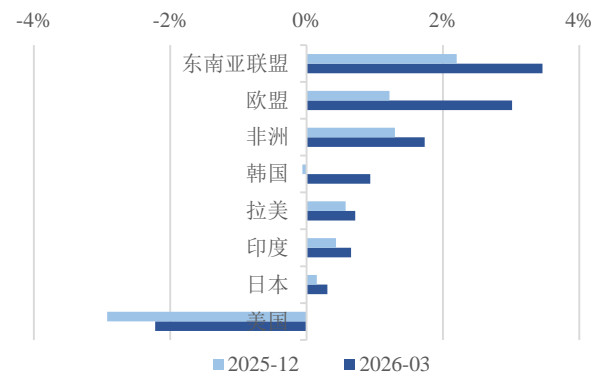
需要关注的是，3 月单月出口同比增速出现大幅下滑，虽然有春节错位带来的高基数因素影响，但也反映出前期集中出货动能的边际衰减。若后续外部关税预期未进一步发酵，出口增速或将向常态回归，对经济的拉动作用或面临阶段性回落。与此同时，中东局势升温导致的油价上行已开始对全球贸易形成扰动，地缘政治不确定性对企业投资意愿和订单安排的抑制作用值得持续关注，出口能否在二季度维持增长韧性，将是全年经济走势的关键变量。

图12. 进出口当月净额及同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图13. 主要出口国家对出口累计同比拉动



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

2. 价格与就业：物价呈现上行趋势，主要类别资产走势分化

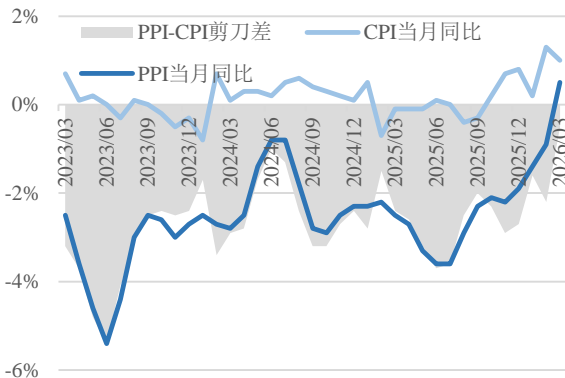
物价水平方面，CPI 温和上涨，能源价格降幅持续收窄，核心 CPI 涨幅扩大，促消费政策持续显效；PPI 降幅收窄，通缩压力边际缓和，供需关系改善与输入型通胀带动价格回升。

CPI 温和上涨。2026 年一季度，全国居民消费价格（CPI）同比增长 0.9%，涨幅较 2025 年全年扩大 0.9 个百分点。逐月来看，受春节错月等因素影响，1 月 CPI 同比回落至 0.2%；2 月在春节假期的带动下，CPI 同比涨幅扩大至 1.3%，为近三年来最高当月涨幅；3 月消费需求季节性回落，CPI 同比涨幅小幅回落至 1.0%。**食品价格由降转涨**（0.4%），其中鲜菜、牛肉等价格涨幅较高，猪肉价格下降 11.3%。**能源价格降幅继续收窄**（-2.5%），降幅较上年收窄 0.8 个百分点，其中受国际地缘政治冲突等因素影响，国际油价波动上行，3 月国内汽油价格同比由降转涨。扣除食品和能源价格后的**核心 CPI 涨幅扩大**（1.2%），涨幅

比上年扩大 0.5 个百分点。服务价格温和回升（0.8%），家政、教育和医疗等必需类服务与旅游出行类服务价格均有所上涨；扣除能源的工业消费品价格涨幅扩大（2.5%），受国际金价上行影响，国内黄金饰品价格上涨 73.1%，随着促消费政策持续显效，文娱耐用消费品、家用器具、服装、通信工具价格涨幅比上年全年均有扩大。当前 CPI 支撑因素结构仍不够均衡，金价、油价等分项拉动作用较强，涨价效应的扩散范围相对有限，核心 CPI 持续向上的内在动能偏弱，通胀中枢的实质性抬升仍待就业与收入预期的根本性好转。

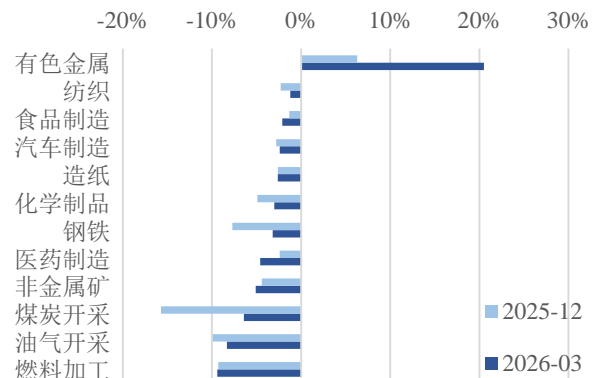
PPI 降幅收窄。2026 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.6%，降幅比上年全年收窄 2.0 个百分点，当月降幅逐月收窄并于 3 月转正。从行业来看，**国内供需关系改善带动部分行业价格回升。**重点行业产能治理与“内卷式”竞争综合整治持续显效，煤炭、钢铁等部分行业供需关系改善，价格同比降幅收窄。**国际因素影响国内相关行业价格上涨或降幅收窄。**3 月以来原油价格快速上涨，带动国内石油开采价格月度同比由降转涨，一季度价格降幅较上年收窄；国际有色金属价格高位运行，带动国内有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业价格同比涨幅明显扩大。预计下阶段，在中东局势后续演绎暂不明朗的情况下，油价短期内大幅回落的概率可能较低，预计二季度 PPI 同比中枢在低基数效应和输入性成本支撑下大概率延续正值区间，但其上行力度和持续性仍高度依赖内需修复的节奏。

图14. PPI-CPI 剪刀差情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图15. 主要行业 PPI 累计同比增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

资产价格方面，主要类别资产走势呈现显著分化。A 股市场，上证指数一度突破 4100 点后受中东冲突升级拖累回调；债券市场延续“上有顶、下有底”的震荡格局；人民币汇率延续强势，整体呈现“先强后稳、中枢上移”特征；而房地产价格整体仍处下行通道，但环比降幅持续收窄，边际改善信号逐步增多。

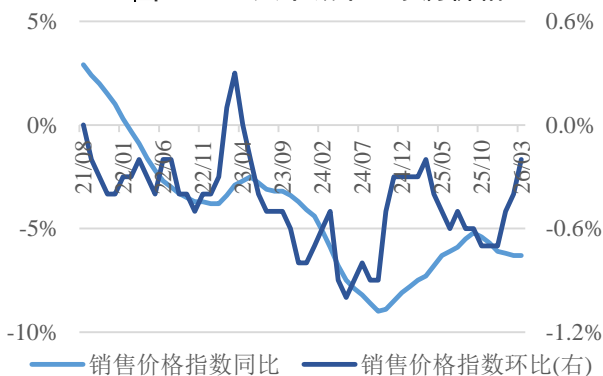
房地产价格改善信号增多，但全国层面的止跌回稳尚需巩固。2026 年一季度，70 个大中城市商品住宅销售价格整体仍处下行通道，但环比降幅持续收窄，边际改善信号逐步增多。从上涨城市数量看，3 月新建商品住宅销售价格环比上涨城市增至 14 个，较 2 月增加 4 个；二手住宅价格环比上涨城市增至 13 个，较 2 月大幅增加 11 个，下跌城市数量已降至 2023 年 5 月以来最低水平，市场回暖范围明显扩大。但同比维度下，房价下行压力仍未根本性缓解，70 城新房价格同比降幅在一季度呈小幅扩大态势，“以价换量”特征依然突出。展望后续，在“十五五”规划强调“实现更高水平住有所居”的基调下，政策托底效应有望继续释放。一线城市在成交量回升和挂牌量触顶的双重支撑下，价格企稳的微观基础正在巩固，但全国

层面的价格止跌回稳仍面临不均衡修复的挑战，多数二、三线城市房价环比仍在下跌，同比降幅尚未显著收窄。二季度是观察“小阳春”行情能否向更多城市扩散的关键窗口，市场能否从“点状复苏”转向更广泛范围的企稳，仍取决于居民收入预期的改善和购房信心的实质性修复。

2026年一季度，A股冲高回落、震荡收跌。上证指数一度突破4100点后受中东冲突升级拖累回调，季末上证收跌1.94%，深证成指跌0.35%，沪深300跌3.89%，仅中证1000小幅收涨0.32%。两市季度成交额141.26万亿元，达历史高位。外部地缘扰动是核心压力，油价突破100美元/桶引发全球紧缩预期；前期AI、商业航天等主题获利回吐加剧技术调整。国内经济提供底部支撑，一季度GDP增长5.0%，工业增加值增长6.1%，制造业PMI回升至50.4%。风格再平衡特征明显，煤炭、石油石化分别上涨17.64%、8.42%，红利指数逆势涨6.68%，科技成长内部分化。展望未来，经济内生动能修复与改革深化支撑中长期趋势，估值压力释放后结构性机会有望显现，但波动与轮动仍将延续。

2026年一季度，债券市场延续“上有顶、下有底”的震荡格局。10年期国债收益率呈“N型”走势：1月初受股市放量上涨和债基赎回倾向压制，快速上行至1.90%附近；1月中旬至春节前，在央行结构性降息落地及配置盘入场推动下，回落至1.78%低点；春节后随资金利率抬升与A股走强反弹至1.80%上方；2月末中东冲突引发避险情绪，收益率再度短暂下行；随后地缘冲突推升油价，输入性通胀预期升温推动长端走弱，季末收于1.82%左右。与上年末相比，1年期国债收益率下行14BP至1.20%，10年期下行4BP至1.81%，曲线呈“牛陡”特征，短端在充裕流动性支撑下明显更强。**驱动因素方面：**一是货币政策维持宽松，央行一季度下调结构性工具利率0.25个百分点，通过MLF和买断式逆回购净投放中长期资金1.65万亿元；二是配置需求强劲，年初银行、保险等机构增持债券积极，有效对冲供给压力；三是中东冲突推升油价突破100美元/桶，输入性通胀预期升温与国内GDP增长5.0%等基本面改善形成多空拉锯，削弱长端利率下行想象空间。信用债方面，配置力量驱动信用利差普遍收窄。**展望未来，**经济内生动能修复、通胀温和回升与财政靠前发力限制利率下行空间，而货币政策“适度宽松”基调不变、降准降息仍有空间则制约利率上行，二季度10年期国债收益率预计在1.70%至1.90%区间波动，曲线陡峭化或仍将延续。主要风险来自油价反复引发通胀压力。

图16. 70大中城市二手房价格



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

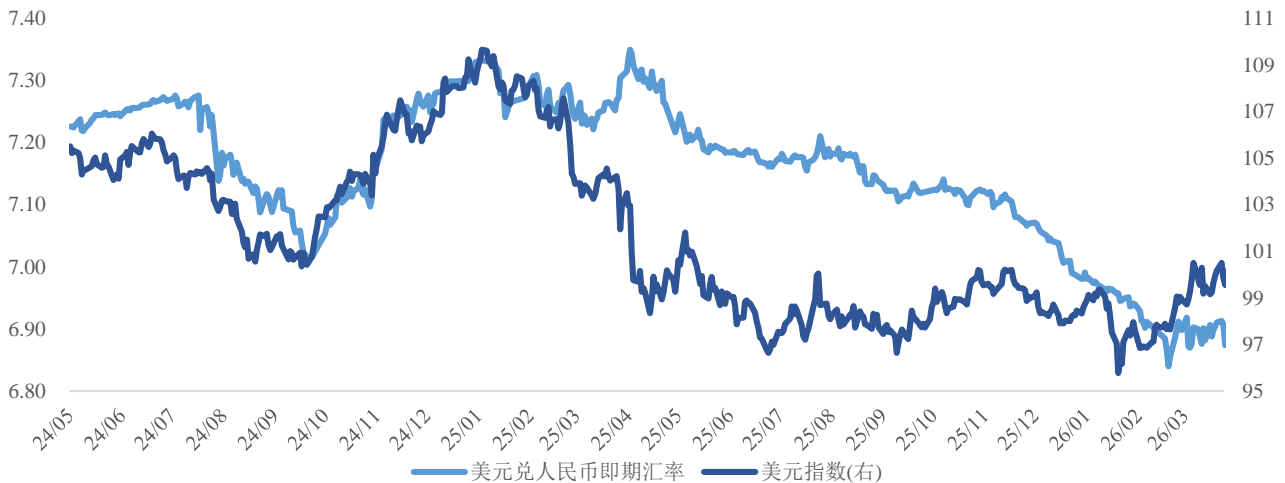
图17. 股市与债市价格



数据来源：中证指数、Wind，联合资信整理

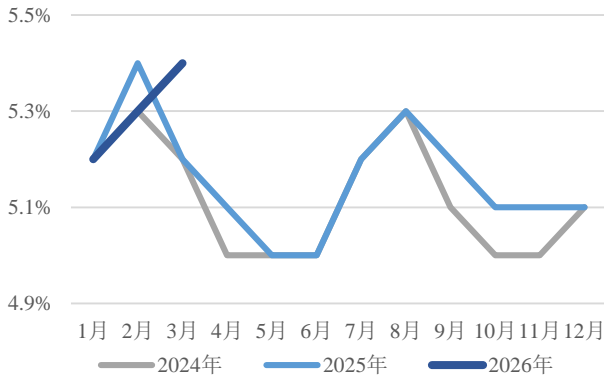
2026年一季度，人民币汇率延续强势，整体呈现“先强后稳、中枢上移”特征。继2025年12月升破“7”后，1月23日中间价升破7.0关口，离岸人民币1月27日盘中触及6.93，2月下旬进一步突破6.84，创近三年高位。3月受中东冲突及央行逆周期调节影响升值放缓，季末报约6.88，较上年末累计升值约1.3%。支撑走强的核心因素有三：一是美元指数大跌创逾四年新低，美联储按兵不动、美财政赤字扩大及资金向非美资产迁移，为人民币升值创造外部条件；二是基本面强劲，一季度外贸总额达到11.84万亿元、同比增长15%，出口结汇提供扎实支撑，国内经济稳步修复；三是地缘风险推升油价，美元反弹带来扰动，但未改升值趋势。面对过快升值，央行2月27日公告自3月2日将远期售汇外汇风险准备金率从20%下调至0，释放抑制信号，离岸人民币短线跌破6.85。展望未来，人民币保持基本稳定的基础牢固，后续走势取决于美联储路径、中外增长差异及地缘局势，双向波动仍为常态。

图18. 人民币汇率走势

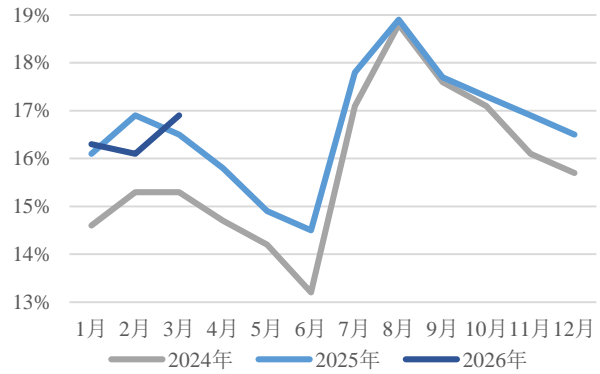


数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

就业形势总体稳定。2026年一季度，全国城镇调查失业率均值为5.3%，与上年同期持平，就业基本盘保持稳固。月度走势来看，失业率呈现逐步走高的季节性特征：1月失业率为5.2%，同比持平；2月受春节临近、部分行业用工阶段性收缩影响，失业率小幅升至5.3%；3月节后劳动者集中返岗求职，失业率升至5.4%。整体看，一季度失业率高点出现在3月，较上年延后1个月，主因春节假期错位所致，属于正常季节性波动，就业形势总体稳定。受春节假期旅游出行、休闲娱乐等消费需求集中释放带动，批发零售、交通运输、住宿餐饮、租赁商务、文体娱乐等行业就业人数同比增长较为显著，服务业就业的扩容效应有效对冲了其他领域的就业压力，是支撑就业形势总体稳定的关键力量。展望下阶段，随着节后企业用工逐步恢复常态，稳岗扩容提质行动持续推进，就业友好型发展方式加快落地，劳动力市场有望继续回暖，重点群体的就业状况预计也将逐步改善，全国就业形势有望延续总体稳定态势。

图19. 城镇调查失业率


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图20. 16-24岁城镇调查失业率


数据来源：人力资源和社会保障部、Wind，联合资信整理

二、宏观信用表现

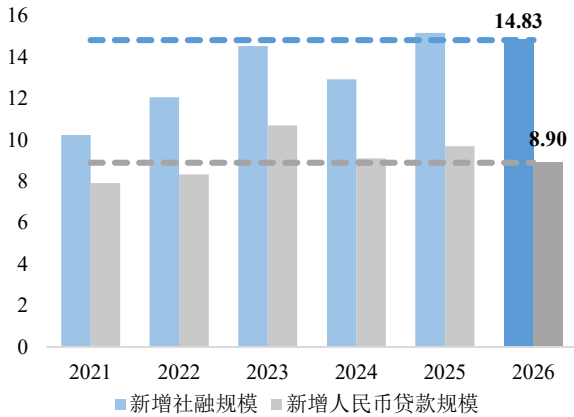
2026年一季度，信用总量延续“政府加杠杆、企业融资优化、居民信用收缩”格局。社融增量同比少增，人民币贷款同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，增幅收窄，政府与企业分别升1.8和5.3个百分点，居民则降0.5个百分点，债务首现负增长；名义GDP增长回升部分缓解被动升压。工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，城投债全线收窄，区域分化延续；产业债除房地产外利差收窄，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。展望后续，社融结构持续优化，杠杆率稳定依赖通胀回升，利润修复趋缓、分化加大，城投风险可控，房地产信用风险仍需关注。

1. 债务与杠杆水平：社融结构持续优化，“政府加杠杆、居民去杠杆”延续

2026年一季度，社会融资规模增量累计14.83万亿元，同比少增3545亿元，仍处历史同期高位；3月末社融存量456.46万亿元，同比增长7.9%。结构上，人民币贷款占增量比重降至60%，同比下降3.9个百分点；企业债券融资占比升至7.1%，同比提高3.6个百分点，股票融资占比亦有所上升，直接融资对银行贷款的替代效应持续深化，融资结构深刻调整。一季度社融结构变化体现为三个特征。一是间接融资与直接融资“一减一增”格局强化。对实体经济发放的人民币贷款增加8.9万亿元，同比少增7960亿元；企业债券净融资1.05万亿元，同比多增5213亿元；非金融企业境内股票融资1173亿元，同比多增211亿元。在贷款和政府债券少增背景下，企业债券融资成为社融增长重要支撑。二是科技金融加速扩容。全市场发行科创债460只，规模5330.86亿元，上交所科创债发行同比增长83%。一季度民企科创债发行环比增长125.5%，科技型企业发行占比达86.6%。这得益于交易商协会对民企的定向支持及央行科创再贷款扩围。三是企业信贷结构优化，短期贷款增加4.13万亿元补充流动性，中长期贷款增加5.42万亿元、占企业贷款增量63%，与“十五五”重大工程落地、制造业PMI重返扩张区间相印证，企业投资意愿升温。展望未来，金融供给侧改革仍需深化三项任务。第一，稳妥推进地方政府隐性债务化解与融资平台市场化

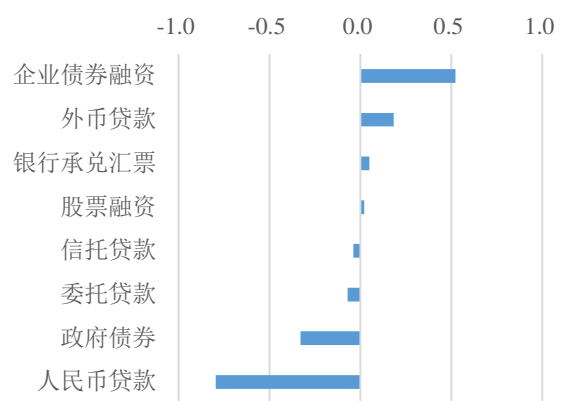
转型，摆脱土地依赖模式。第二，加快科创债扩容与制度创新，从风险分担、产品设计与信用评估入手突破知识资产融资瓶颈。第三，推动股票市场稳健发展，落实科技型企业上市融资“绿色通道”，发挥中长期资金入市定价权稳定作用，夯实直接融资长远基础。

图21. 一季度新增社融及信贷（万亿元）



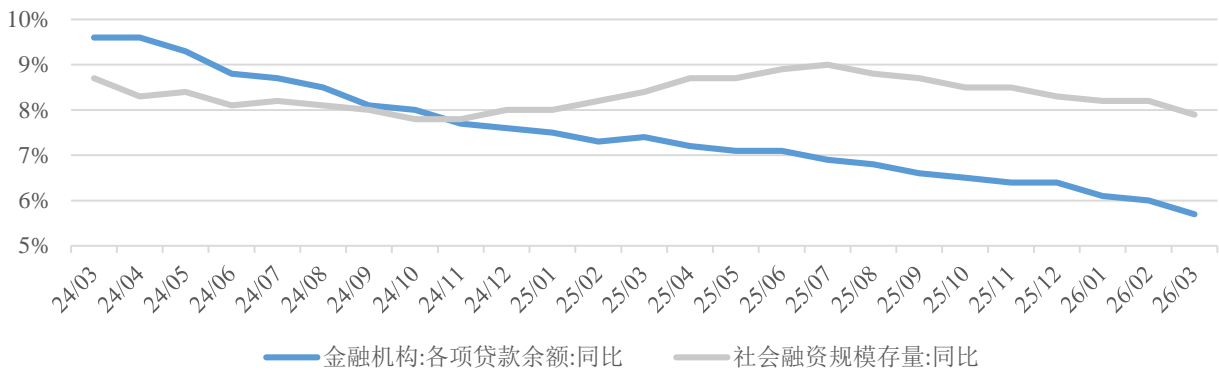
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图22. 一季度分项新增规模同比（万亿元）



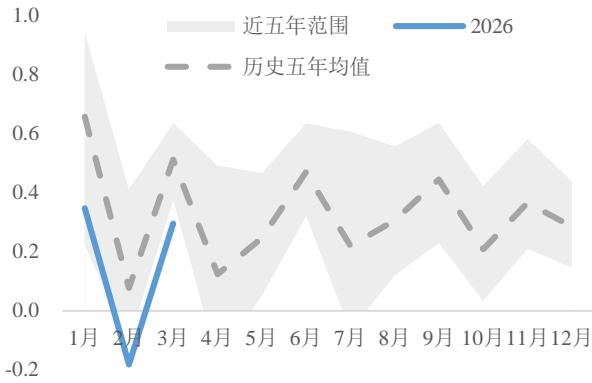
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图23. 社融存量与贷款余额同比增速情况

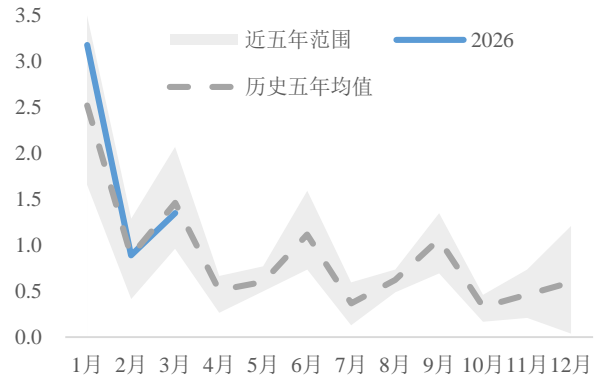


数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

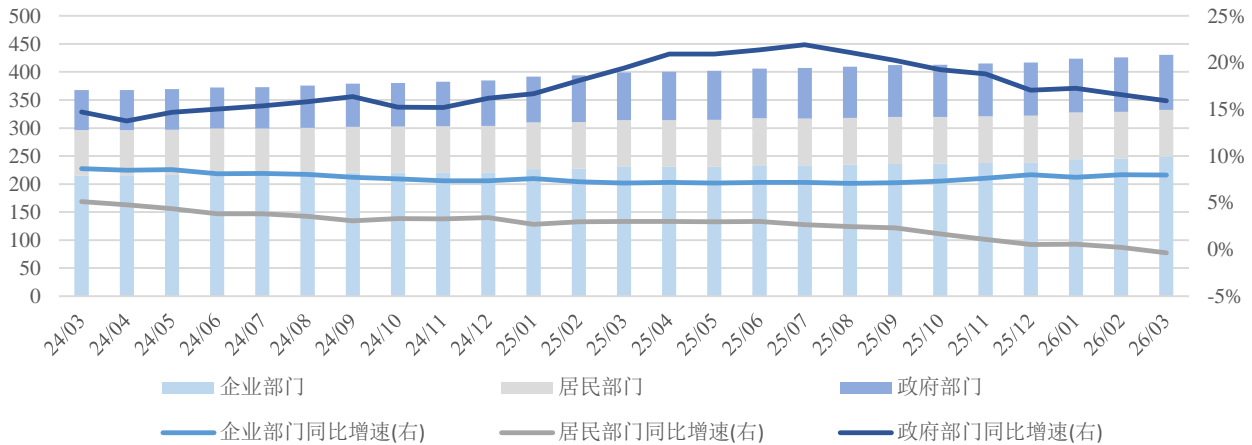
2026年一季度，人民币贷款余额280.51万亿元，同比增长5.7%，增速温和回落。一季度贷款增加8.6万亿元，支持实体力度稳固。分部门看，企（事）业单位贷款增加8.6万亿元，其中短期贷款4.13万亿元补充流动性，中长期贷款5.42万亿元占比超六成，与制造业PMI回升印证企业投资意愿改善。住户贷款增加2967亿元，短期贷款减少1640亿元显示消费仍弱，中长期贷款增加4607亿元反映按揭需求边际修复，居民信用扩张较2025年有所改善但斜率温和。重点领域贷款高速增长，科技、绿色、普惠、养老、数字贷款均保持两位数增速。普惠小微贷款余额38.38万亿元，同比增长10.3%。结构性工具持续发力，科创与技改再贷款扩至1.2万亿元，新设1万亿元民企再贷款。贷款利率延续低位，3月企业新发放贷款加权平均利率约3.1%，同比低25个基点。展望后续，结构优化取决于重大工程落地、消费刺激效果及结构性工具进一步倾斜新质生产力领域。货币政策仍有降准降息空间。

图24. 居民新增中长期贷款（亿元）


数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

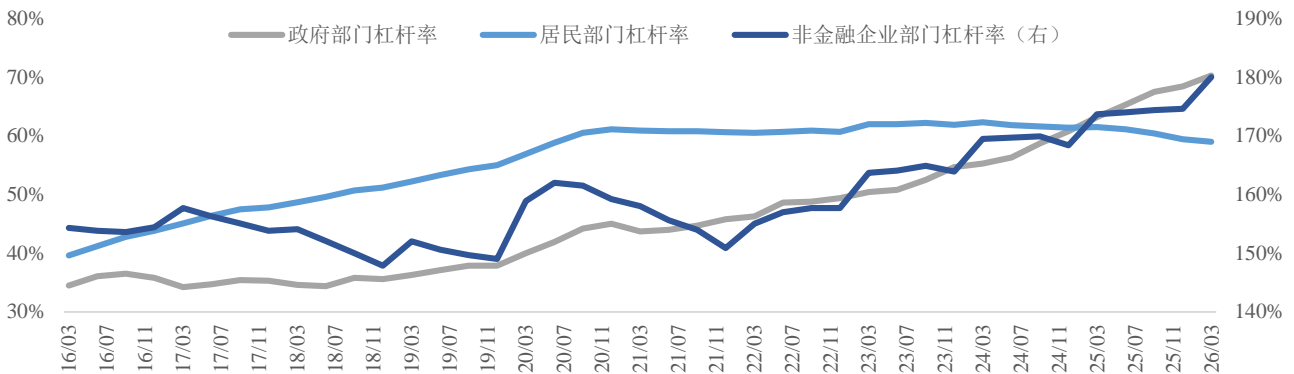
图25. 企业新增中长期贷款（亿元）


数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图26. 各部门信用总量及同比增速情况（万亿元）


数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

2026年一季度，我国宏观杠杆率继续温和上行，增幅收窄。据国家资产负债表研究中心数据，3月末宏观杠杆率为309.3%，较2025年末的302.4%上升6.9个百分点，同比涨幅有所回落。实体经济债务同比增长7.8%，处于历史较低水平，名义GDP增速回升至4.94%，缓解了被动加杠杆压力。分部门看，**政府部门大幅加杠杆**，杠杆率上升1.8个百分点至70.3%，债务同比增长15.5%。一季度地方债发行突破3万亿元，新增专项债发行约1.16万亿元、占全年限额26%，用于化债的再融资专项债完成近半，财政靠前发力有力托底基建投资。**非金融企业部门杠杆率结构性回升5.4个百分点至180.0%**，债务同比增长7.8%保持低位。企业债券净融资1.05万亿元成为信用扩张主渠道，输入性通胀导致上下游加杠杆意愿分化，结构性工具扩至1.2万亿元精准支持新质生产力。**居民部门延续去杠杆**，杠杆率下降0.4个百分点至59.0%，债务首次负增长，房贷与消费贷增速均转负，反映收入预期与房价压力犹存；但一线城市二手房“小阳春”带来边际修复迹象。总体看，一季度杠杆率变动是政策主动作为与市场主体行为调整的结果。后续宏观杠杆率稳定较大程度上取决于通胀预期改善和名义增长回升的持续性。需财政货币协同发力，加快居民增收、降低房贷负担，在合理区间内稳健运行。

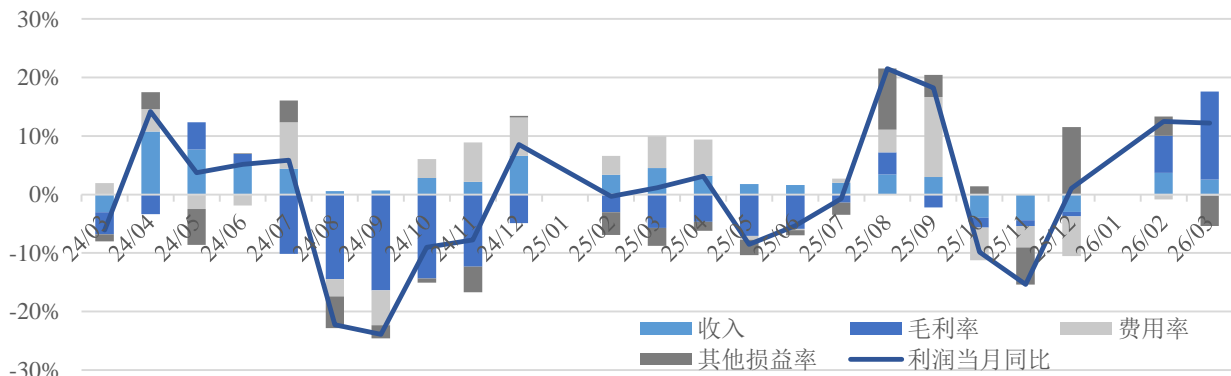
图27. 各部门杠杆率情况


数据来源：国家资产负债表研究中心、Wind，联合资信整理

2. 盈利能力：工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存

工企效益显著改善，“多引擎”共振支撑利润高位增长。2026年一季度工业企业利润数据表现强劲，15.5%的增速、装备制造业21.0%和高技术制造业47.4%的利润增长，充分表明“新质生产力”正在从概念加速走向现实，人工智能、半导体等前沿领域的高景气是核心驱动力。政策靠前发力、成本持续下行以及出口强劲拉动形成“多引擎”共振，短期内有效支撑了工业效益的全面好转。值得关注的是，2026年一季度PPI当月降幅逐月收窄并于3月转正，价格因素对利润增长的拖累已明显减弱，量、价、利润率三重改善的格局正在形成。

高增速背后结构性支撑尚不均衡，外需波动与成本压力上升考验下半年韧性。不过也要看到，利润高增是成本压降与价格边际改善共同作用的结果，而当前价格改善更多依赖输入性因素和供给端优化，内需对价格的拉动仍然偏弱，“供强需弱”的结构性矛盾尚未根本缓解。此外，当前出口高增长存在“抢出口”效应，而中东局势升温导致的油价上行已开始对全球贸易形成扰动，地缘政治不确定性对企业投资意愿和订单安排的抑制作用值得持续关注，下半年随着外部贸易环境不确定性的进一步上升和基数的走高，工业利润的增长动能及持续性仍将面临考验。

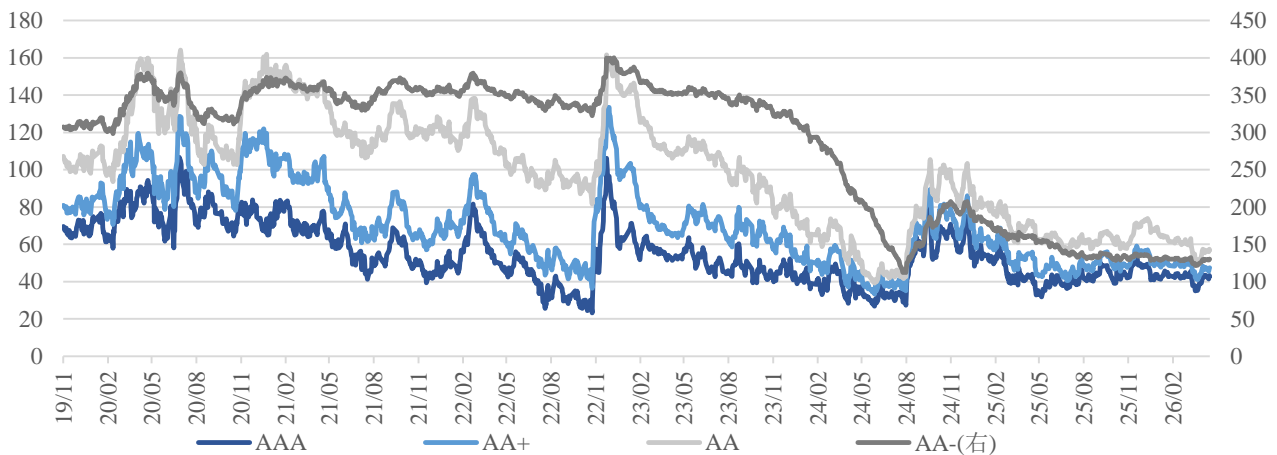
图28. 工业企业利润贡献拆解


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

3. 信用质量：商业银行资产质量稳定，行业信用利差低位震荡

2026年一季度的，商业银行资产质量总体稳定，不良率低位运行，但结构性压力未解，零售贷款风险仍在积累。多家上市银行不良率与上年末持平或边际改善，成都银行 0.68%、杭州银行 0.76%、南京银行 0.83%、齐鲁银行 1.03%。然而内部分化显著，零售贷款高风险品种不良生成压力仍存，区域性风险突出，对公资产质量则延续改善。信用利差整体延续低位震荡。1月利差收窄，2至3月期限分化，中短端被动走阔、超长端收窄。信用债需求强劲有效对冲供给放量，低等级利差压缩更多。城投债方面，各区域利差普降，但弱区域相对高位延续，化债政策托底下中期风险可控，但退平台时期信用分化加剧。产业债方面，基础化工、有色金属、煤炭等中上游利差显著收窄，房地产利差走阔 18BP 持续偏高。展望未来，商业银行资产质量取决于居民收入修复与地产筑底节奏，零售风险是核心变量。信用利差预计低位震荡，城投债化债支撑明确但信用分化加剧，房企信用风险仍需警惕相关企业到期债券偿付进展。市场走向取决于货币政策实际力度、信用事件演化及机构负债稳定性。

图29. 三年期各等级产业债信用利差 (BP)



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

三、宏观政策环境

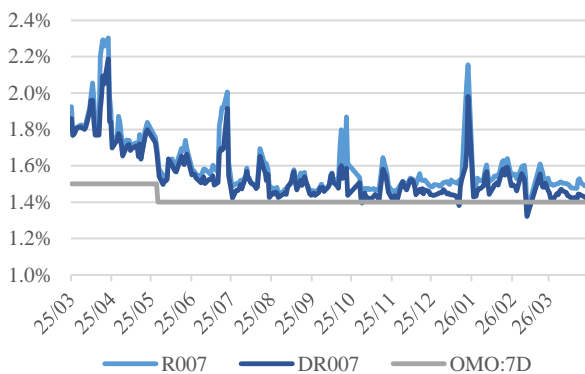
2026年一季度的，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政政策延续并强化更加积极有为的基调，坚持靠前发力、加力提效，为经济回升向好和“十五五”开局提供有力支撑。财政收入稳步修复，主体税种结构性分化延续；财政支出强度显著提升，支出进度加快；政府债券发行节奏显著前置，财政资金快速落地。货币政策延续“适度宽松”基调，在总量与结构两端协同发力。1月15日央行推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措，金融总量合理增长，资金活化程度提升。政策继续着力扩大内需，纵深推进全国统一大市场建设，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。展望下阶段，4月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投

资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。中东冲突带来的全球能源危机将得到妥善应对。（更多政策内容请参考2025年四季度宏观报告）

1. 货币政策：结构性降息落地，流动性充裕，M2与M1剪刀差收窄

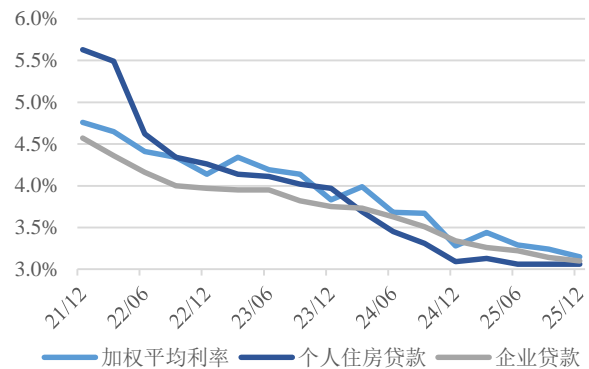
2026年一季度，货币政策延续“适度宽松”基调，在总量与结构两端协同发力。1月15日央行推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措，1月19日起下调再贷款、再贴现利率0.25个百分点，多数结构性工具一年期利率降至1.25%，通过“定向滴灌”引导资源向重点领域倾斜。总量工具上，央行通过MLF、公开市场操作等保持流动性充裕，1月净投放9078亿元，明确降准仍有空间，但全面降息暂未落地，LPR已连续10个月不变。**金融总量合理增长，资金活化程度提升。**3月末M2余额353.86万亿元，同比增长8.5%，M1增速5.1%，M2与M1“剪刀差”收窄至3.4个百分点，连续10个月低于5个百分点，反映企业投资与居民消费意愿改善。融资成本保持历史低位，3月企业新发放贷款加权平均利率约3.1%，同比低25个基点；个人住房贷款利率约3.1%，同比低6个基点。结构性工具精准发力，科创与技改再贷款扩至1.2万亿元，新设1万亿元民企再贷款，支农支小再贷款增额5000亿元，绿色、养老消费支持领域同步拓展。3月末普惠小微贷款余额38.38万亿元，同比增长10.3%，不含房地产业的服务业中长期贷款增速9.9%，均高于各项贷款。**展望下阶段，货币政策仍将适度宽松，把物价合理回升作为重要考量。**后续需平衡三组变量：通胀回升降低政策利率紧迫性但降准支持财政仍有空间；地缘风险与输入性通胀增加外部约束；结构性工具将继续引导资源向新质生产力倾斜。预计流动性保持充裕，融资成本稳中有降。

图30. 市场利率变化趋势



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图31. 人民币贷款加权平均利率变化趋势

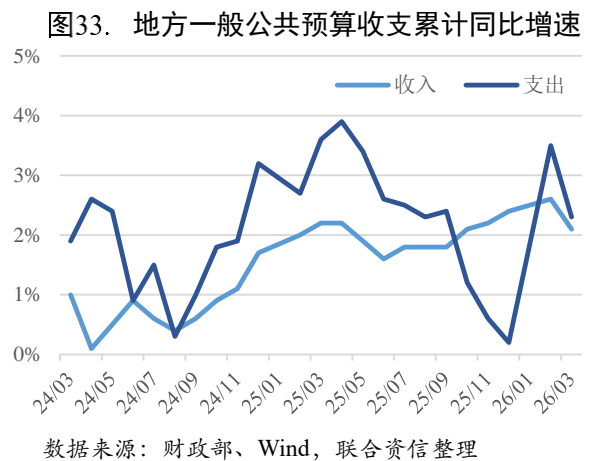
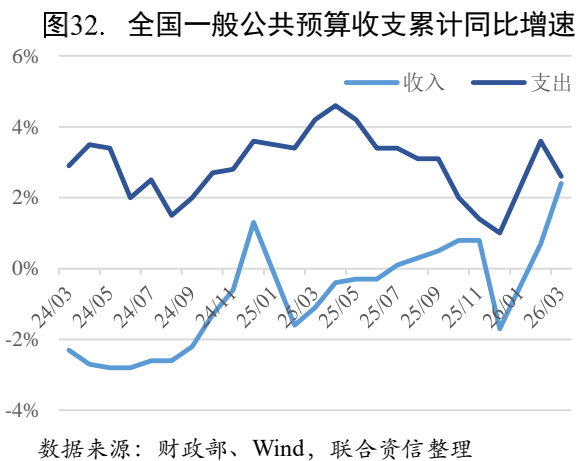


数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整

2. 财政政策：坚持靠前发力、加力提效，“投资于物”与“投资于人”相结合

2026年一季度，我国财政政策延续并强化更加积极有为的基调，坚持靠前发力、加力提效，为经济回升向好和“十五五”开局提供有力支撑。一季度财政运行呈现收入稳步修复、支出提速扩围、债券发行前

置、投向持续优化的显著特征。**财政收入稳步修复，主体税种结构性分化延续。**一季度全国一般公共预算收入 61613 亿元，同比增长 2.4%，增幅创近三年同期新高，其中税收收入 48505 亿元，同比增长 2.2%，非税收入 13108 亿元，同比增长 2.9%。1 至 3 月主体税种表现分化：国内增值税同比增长 4.9%，进口环节税收同比增长 12.9%，显示工业生产和外贸保持韧性；而消费税同比下降 4.5%、企业所得税下降 5.6%，消费修复与企业盈利改善仍存空间。个人所得税同比增长 10.5%，延续较快增势。政府性基金预算收入承压，一季度国有土地使用权出让收入同比下降 24.4%，土地财政压力依然突出。**财政支出强度显著提升，支出进度加快。**一季度全国一般公共预算支出 74706 亿元，同比增长 2.6%，支出规模为年初预算的 24.9%，进度为近五年最快。支出结构持续优化，社会保障和就业支出同比增长 9%，卫生健康支出同比增长 12.1%，民生领域保障有力。全年预算安排中，教育、社保、卫健、住房保障四项支出合计超过 12.4 万亿元，占比达 41.3%，“投资于人”的政策导向更加鲜明。**政府债券发行节奏显著前置，财政资金快速落地。**一季度国债发行规模达 3.62 万亿元，同比增加近 3200 亿元，增幅近 10%；地方政府债券累计发行约 3.1 万亿元，同比增长 9.3%，其中新增专项债达 1.16 万亿元，同比增长 20.8%，占全年限额的 26.4%。用于置换存量隐性债务的专项债发行约 9604 亿元，完成全年限额的 48%。专项债资金主要投向社会事业、交通基础设施、保障性安居工程、城市更新等领域。全年框架方面，赤字率按 4% 左右安排，赤字规模 5.89 万亿元；全国一般公共预算支出首次迈上 30 万亿元新台阶；新增专项债限额 4.4 万亿元；继续发行超长期特别国债 1.3 万亿元。**展望未来**，财政政策将延续积极基调，加快已下达债券资金形成实物工作量，推动支出结构从“投资于物”向“投资于人”加速转型，强化财政与货币、产业政策协同，持续巩固经济回升向好态势。



3. 绿色消费助推绿色经济生态建设

1 月 5 日，商务部等九部门联合发布《关于实施绿色消费推进行动的通知》（下简称“《通知》”），从丰富绿色产品供给、提升绿色服务消费、创新绿色消费模式、推动绿色循环回收、优化绿色消费环境、夯实绿色消费基础、加大政策支持力度七方面发力，提出加大绿色农产品供应、发展绿色餐饮、推广绿色消费积分、减少一次性塑料制品使用、推动废旧物品回收再利用、发展二手商品流通、加大信贷投放等二十条

具体举措。《通知》创新引入“绿色消费积分”机制，强化了绿色消费激励；引导减少一次性塑料制品使用、发展二手商品流通、鼓励出行与空间资源共享，全面打通了“减量—回收—再利用”的闭环体系；明确加大绿色消费信贷投放，支持金融机构创新绿色消费贷款产品，并鼓励符合条件的绿色消费基础设施项目发行 REITs，为充电站、绿色物流仓储、低碳商超等资产提供了证券化通道。政策的发布不仅有助于引导居民形成低碳消费习惯、激发绿色内需潜力，更有助于通过消费端的结构性变革，倒逼生产端加速绿色技术迭代与产业链低碳转型，加快形成可持续的绿色经济生态。

4. 政府投资基金投向评价体系落地引导资本精准布局

1月12日，国家发改委等四部门联合发布《关于加强政府投资基金布局规划和投向指导的工作办法（试行）》，围绕政府投资基金“投向哪、怎么投、谁来管”三方面，提出14项政策举措。国家发改委同步制定《政府投资基金投向评价管理办法（试行）》（以下简称“《管理办法》”），按照“正面引导与负面约束相结合”的思路，建立覆盖基金运营管理全过程、定量与定性相结合的投向评价体系，进一步强化政策导向和规范管理。近年来政府投资基金快速发展，但存在投资与地方资源禀赋不匹配的问题。同时，相关政策不断出台落地，推动政府投资基金逐步规范、发展完善。2025年初，国办印发《关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》，成为我国首个国家级政府投资基金指引文件。本次发布的工作办法首次在国家层面系统规范政府投资基金的布局与投向。从投资方向看，政府投资基金主要投向领域包括新兴产业、未来产业。《管理办法》同步出台，为投资基金评价起到良好的激励作用。

5. 八部门联合发文加强虚拟货币风险防范

2月6日，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会等八部门联合发布《关于进一步防范和处置虚拟货币等相关风险的通知》（以下简称“《通知》”），再次强调虚拟货币不具有与法定货币等同的法律地位，延续了对虚拟货币的禁止性政策取向，并对挂钩法定货币的稳定币、现实世界资产（RWA）代币化相关业务提出明确政策要求。有关部门负责人表示，虚拟货币现阶段无法有效满足客户身份识别、反洗钱等方面的要求，存在被用于洗钱、集资诈骗、违规跨境转移资金等非法活动的风险。《通知》的发布不仅有助于进一步扎紧金融安全网，阻断非法资金利用虚拟货币通道外逃，更有助于厘清数字金融创新的合规边界，引导市场资源回归服务实体经济的本源，为数字人民币的稳妥推进和数字金融的规范发展营造清朗环境。

6. 中央政治局会议强调做好“十五五”开局工作

2月27日，中共中央政治局召开会议。会议强调，“十五五”时期是基本实现社会主义现代化夯实基础、全面发力的关键时期。要继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，强化改革举措与宏观政策协同。要着力建设强大国内市场，加紧培育壮大新动能，加快高水平科技自立自强。持续深化重点领

域改革，进一步扩大高水平对外开放，扎实推进乡村全面振兴，推动新型城镇化和区域协调发展。更大力度保障和改善民生，加快推动全面绿色转型，加强重点领域风险防范化解和安全能力建设。“十四五”时期中国成功应对复杂外部环境，主要目标任务全面完成，为“十五五”从“全面铺开”转向“系统攻坚”提供了物质、制度与技术基础。2026年作为“十五五”开局之年，政府工作报告明确要求“实现‘十五五’良好开局”，相关政策已在制度建设、开放试点、城乡融合与区域协同等方面取得实质性进展，改革、开放、振兴与协调四大任务已从顶层设计全面转入落地实施阶段，政策协同性显著增强，为构建新发展格局提供坚实支撑。一是改革聚焦破除市场壁垒、优化政府职能与强化协同治理，推动“全国统一大市场”从理念走向实践。二是进一步扩大高水平对外开放，开放重心从商品流动转向规则对接，重点突破服务业准入与数字贸易壁垒。三是乡村振兴从“脱贫攻坚”转向“产业振兴+治理现代化”，构建了可持续内生动力。

7. 中东冲突油价冲击下国内宏观环境中性偏松

2月28日，美国与以色列对伊朗发起了联合军事行动，从空中和海上打击伊朗。中东冲突突然爆发，霍尔木兹海峡遭到封锁，战争通过石油价格对全球经济造成广泛冲击。2025年美国与伊朗之间出现一定关系缓和的信号，在阿曼的斡旋下伊朗和美国在阿曼就伊朗核问题举行间接谈判。尽管2026年2月27日的美伊核谈判传出积极信号，显示出伊朗可能在限制核能力方面做出重大让步，但美以仍然空袭伊朗，试图通过武力获得利益。安全和信任的缺失导致中东地缘政治风险进入不可控的高危区间。霍尔木兹海峡承载全球约30%的海运石油通道，封锁对中东原油供给造成严重扰动，引发国际油价大幅上涨。全球油价波动向国内PPI、CPI传导，对2026年“适度宽松”的货币政策节奏带来一定扰动。不过国内稳物价的政策工具箱较为充足。第一，有序释放战略石油储备，发挥煤炭的“压舱石”作用。第二，灵活使用成品油价格调控机制，加强市场监管，防范围积居奇、哄抬价格等行为。第三，宏观政策协同，财政政策可通过减税降费、定向补贴等方式对冲成本压力；产业政策可引导企业优化库存管理、提升能源效率。考虑到再生能源是中国新增能源消费的主力，新兴市场基于能源安全考虑也将加大对于再生能源的投资力度。受到高油价助推，新能源汽车国内、国际市场占有率将不断提升。中东冲突下，中国整体经济环境处于中性偏宽松状态。

8. 《政府工作报告》部署十大任务，化债表述显著强化

3月5日，2026年《政府工作报告》系统部署了全年十大重点工作任务，涵盖强大国内市场建设、新动能培育、高水平科技自立自强、重点领域改革、高水平对外开放、乡村全面振兴、新型城镇化与区域协调发展、民生保障改善、全面绿色转型以及重点领域风险防范化解等关键领域，形成了兼顾短期稳增长与中长期促转型的完整政策框架。十大任务以“建设强大国内市场”为首，将扩大内需置于年度工作的优先位置，并将“培育壮大新动能”与“加快高水平科技自立自强”并列前三位，清晰传递了以创新驱动引领新旧动能转换的战略意图；民生保障与绿色转型单列部署，延续并强化了“投资于人”与可持续发展的政

策主线。在风险防范化解领域，报告特别强调积极有序化解地方政府债务风险，提出打好“财政支持、金融协同、债务重组”政策组合拳，并首次在政府工作报告中明确“严防虚假化债”“坚决把遏制违规新增隐性债务作为铁的纪律”，对化债质量与纪律约束提出更高要求；同时直面融资平台经营性债务风险，明确“分类有序推动改革转型”的市场化路径，为平台从“输血”转向“造血”提供了方向指引。报告将战略性布局与针对性部署有机结合，既为全年经济社会发展明确了优先序和任务书，也通过构建“化债—转型—发展”的良性循环，为稳妥化解存量风险、重塑地方发展动能提供了系统方案。

9. “十五五”规划纲要强调扩大内需为战略基点

3月5日，“十五五”规划纲要正式揭幕，在“十五五”规划建议的基础上做了明确细化。《纲要》重申将“坚持扩大内需这个战略基点”置于构建新发展格局的核心位置，这不仅是应对当前复杂国内外环境的战略抉择，更是推动中国经济实现质的有效提升和量的合理增长的长期制度安排。贸易保护主义与技术竞争正向长期化、白热化发展，须对发展格局进行主动调整。消费作为最终需求，其提振对经济的拉动作用最为直接，乘数效应显著。未来中国的消费复苏与扩张，将呈现“商品消费稳步升级，服务消费加速主导”的清晰格局。商品消费已进入“从有到优”的存量升级阶段。服务消费正处于“从无到有、从有到好”的增量扩张与提质阶段，是未来消费增长的核心主引擎。其发展空间远大于商品消费，弹性高、潜力大，是真正能接替传统大宗商品、拉动消费总量上台阶的关键。然而，改革也面临不容忽视的实施挑战。首先是供给响应能力与政策节奏的匹配：消费需求，特别是对高品质服务消费的需求快速释放，可能面临国内供给体系在质量、标准和创新上短期内跟不上的“供需错配”风险，影响消费体验与政策获得感。再者是短期刺激与长效机制的衔接：如何确保临时性补贴政策平稳过渡到依靠内生增长动力的可持续消费扩张，避免政策退出后的“断崖效应”，考验政策设计的智慧。其次是民生投入具有刚性，在经济增速放缓、地方债务压力较大的背景下，持续扩大民生支出对财政可持续性构成挑战。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。