



外围承压，内需偏弱

摘要：

2026年5月，美伊局势陷入僵局，霍尔木兹海峡仍未实现完全通航，全球能源供应链受阻，能源价格维持高位。对美国而言，4月通胀超预期上行，市场预期美联储政策重心将从支撑就业转向抗击通胀。后续需要关注美伊谈判以及中美取消互加关税政策的落地情况，评估后续美国通胀数据的实际表现。对欧洲而言，中东能源供应受阻直接推高欧洲主要高价的通胀，欧洲央行加息控制通胀的预期不断强化，加息已经成为6月欧洲央行会议的选项，且加息可能性较高。对日本而言，供应链受阻导致的需求下行抵消了输入性通胀上行，日本央行的加息意愿并不强烈，称加息与否需要评估后续输入性通胀与需求走弱的实际情况。

国内方面，制造业PMI保持扩张区间，通胀温和回升，居民部门的信贷需求恢复偏缓慢，出口较强韧性，消费与投资增速偏缓慢。这些经济指标说明外需强韧性，内需有效需求不足，整体上宏观基本面保持较强韧性。政策面强调货币政策与财政政策要协同发力，这意味着央行的货币政策更倾向于结构性宽松，短期内央行全面降息的可能性较低，不过适度宽松的总基调不变，未来仍存降息可能性。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

宝城期货投资咨询部

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1778号

邮箱：tzzxb@bcqhgs.com

报告日期：2026年5月28日

请阅读文末作者信息、作者声明、免责条款。

正文目录

1 国际宏观	4
1.1 美国：通胀超预期上行	4
1.2 欧洲：加息选项逐渐走向现实	7
1.3 日本：需求下行抵消输入性通胀压力	7
2 国内宏观	8
2.1 景气指数：制造业 PMI 保持扩张	8
2.2 物价指数：CPI 温和回升，PPI 涨幅扩大	10
2.3 社融信贷：居民信贷数据表现偏弱	11
2.4 三架马车：出口较强韧性，消费与投资增速放缓	12
2.5 货币政策：LPR 利率维持不变	14
3 总结	15

图表目录

图 1 美国消费者信心指数与通胀预期.....	4
图 2 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI	5
图 3 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI 重要分项.....	5
图 4 美国通胀数据.....	6
图 5 美国国债收益率.....	6
图 6 日本通胀数据.....	8
图 7 日本国债收益率.....	8
图 8 制造业 PMI 数据.....	9
图 9 制造业 PMI 的主要分项指标.....	9
图 10 CPI 数据.....	10
图 11 PPI 数据.....	10
图 12 社融增量	11
图 13 新增人民币贷款.....	12
图 14 企业部门新增中长期贷款.....	12
图 15 企业部门新增短期贷款.....	12
图 16 企业部门新增票据融资.....	12
图 17 居民部门新增中长期贷款.....	12
图 18 居民部门新增短期贷款.....	12
图 19 出口数据	13
图 20 社会消费品零售	14
图 21 固定资产投资	14
图 22 中美利差与人民币兑美元汇率.....	15
图 23 LPR 利率	15

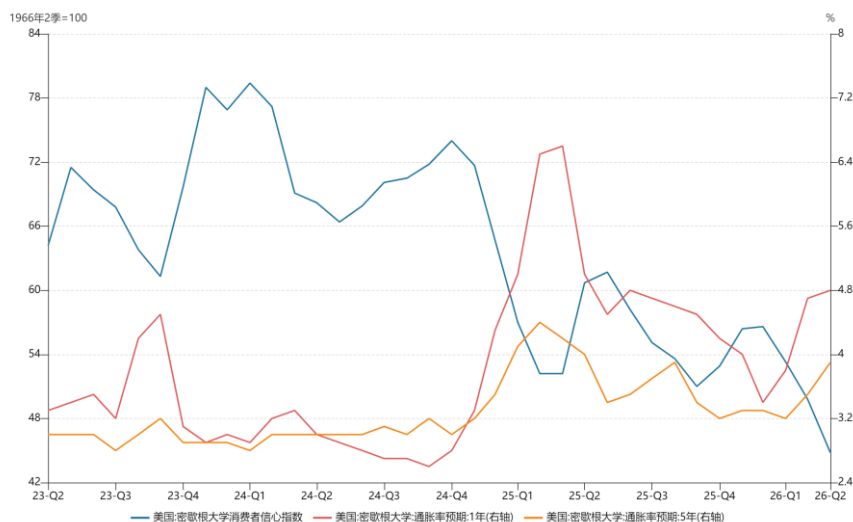
1 国际宏观

2026年5月，美伊局势陷入僵局，霍尔木兹海峡仍未实现完全通航，全球能源供应链受阻，能源价格维持高位。对美国而言，4月通胀超预期上行，市场预期美联储政策重心将从支撑就业转向抗击通胀。后续需要关注美伊谈判以及中美取消互加关税政策的落地情况，评估后续美国通胀数据的实际表现。对欧洲而言，中东能源供应受阻直接推高欧洲主要高价的通胀，欧洲央行加息控制通胀的预期不断强化，加息已经成为6月欧洲央行会议的选项，且加息可能性较高。对日本而言，供应链受阻导致的需求下行抵消了输入性通胀上行，日本央行的加息意愿并不强烈，称加息与否需要评估后续输入性通胀与需求走弱的实际情况。

1.1 美国：通胀超预期上行

随着美伊局势陷入僵局，霍尔木兹海峡仍未实现完全通航，能源供应端受到显著冲击，原油价格居高不下。受到全球物价态势的影响，美国的消费者信心指数持续下降再传新低；而消费者通胀预期指数则再度攀升，完全抵消掉了关税战缓和带动的通胀预期回落趋势。

图 1 美国消费者信心指数与通胀预期

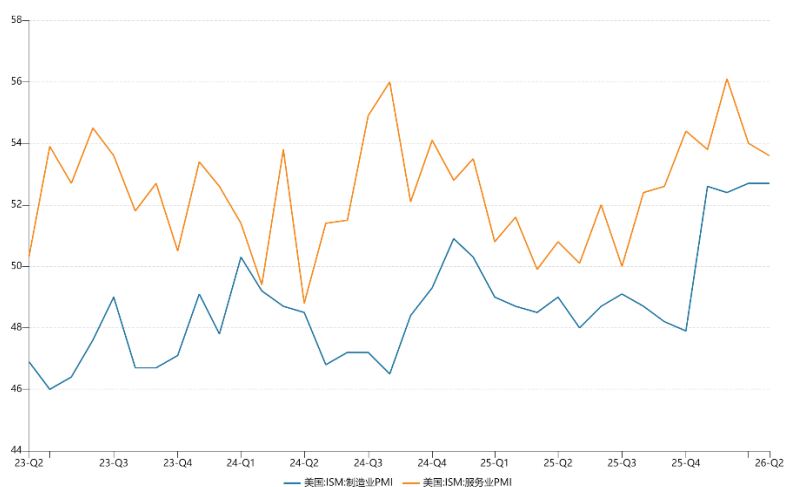


数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

从前瞻性指标 PMI 来看，4月美国 ISM 制造业 PMI 与 ISM 服务业 PMI 仍保持扩张，但价格指数大幅上涨对未来景气度构成巨大压力。制造业投入价格指数连续第四个月上涨，升至 84.6，创四年来新高，持续的通胀压力或将促使制造商提价，最终可能导致消费品成本上升。随着成本压力侵蚀利润空间，企业在招聘上趋于保守，在受访企业中，60%表示控制员工规模仍是公司常态，而非扩大招聘；在采取控编措施的企业中，34%选择裁员，43%采用自然减员或不补充空缺职位的方式。这说明物价快速上涨已经成为未来影响美国经济的重要因素。服务业新订单大幅放缓，就业分项指数连续第二个月萎缩，投入成本价格

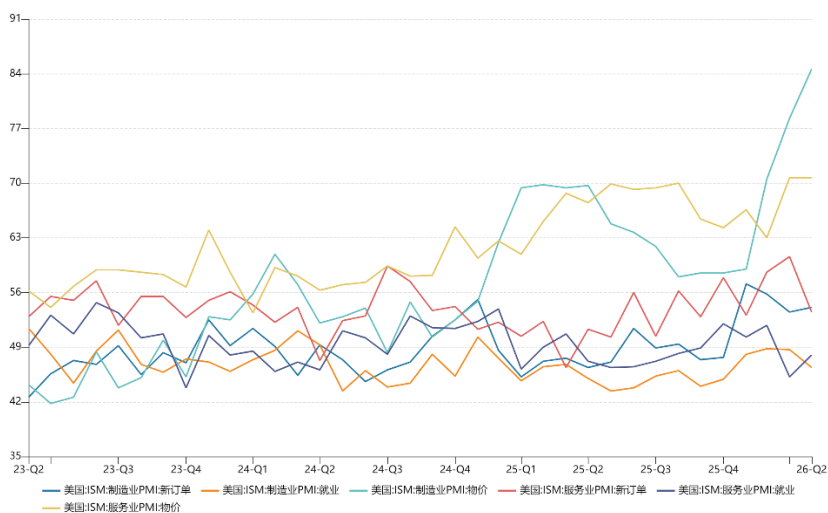
指数仍维持在周期高位附近，这一组合（增长趋弱、价格高企）令美联储的政策处境愈发棘手

图 2 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 3 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI 重要分项

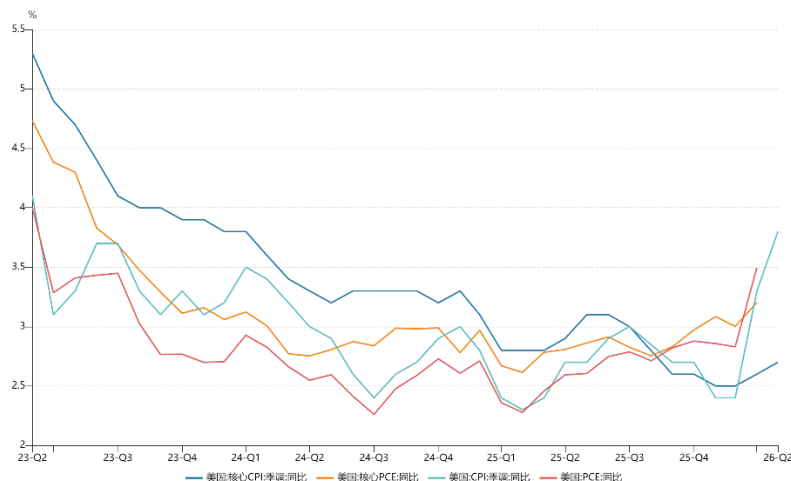


数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

通胀方面，美国劳工统计局公布数据显示，美国 4 月 CPI 同比 3.8% 创近三年新高，核心 CPI 涨幅扩大至 2.8%，这说明美国通胀数据超预期上行。究其原因，美伊战争冲击正通过能源、机票及运输成本向价格体系渗透，内存芯片成本因“AI 竞赛”持续升温而出现失控式上涨，此外美国劳工统计局对去年 10 月因政府停摆所造成的租金与住房数据扭曲进行了一次性修正，也对本期数据构成技术层面的扰动。由于霍尔木兹海峡仍未完全恢复通航，全球能源缺口实质性扩大，未来通胀数据或维持高位，后续需要关注大宗商品价格对美国物价的传导以及高物价对消费需求的抑制效果。尽管 4 月数据整体偏热，但市场对于此轮通胀反弹的持续性仍存在分歧，目前美国股市仍未反应通胀担忧，美债则开始计价通胀对美联储政策的影响。

5月特朗普访华之后，中美达成共识将逐步取消互加关税，这说明特朗普为了中期选举，希望借着中国的廉价商品能够缓解美国的通胀上升压力。后续需要关注中美双方的政策落地情况，以及后续美国通胀数据的实际表现。

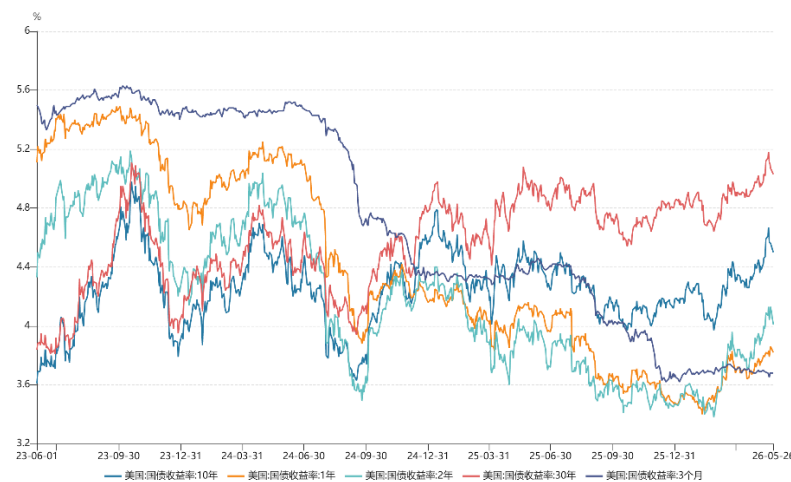
图 4 美国通胀数据



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

通胀持续走强使得美联储降息预期不断减弱，自战争爆发以来美债收益率在持续上涨。市场预期美联储今年可能不会降低借贷成本，转而认为美联储将政策重心从支撑就业转向抗击通胀。据美联储4月议息会议纪要，多数官员警告，若通胀持续高企，可能需要考虑加息。围绕美联储的政治压力同样不容忽视。特朗普一再公开批评美联储降息幅度不够，然而通胀的加速回升正在令其钦点的新任美联储主席沃什陷入两难，后续重点关注沃什在6月美联储议息会议的货币政策指引。

图 5 美国国债收益率



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

1.2 欧洲：加息选项逐渐走向现实

美伊战争爆发以来，由于欧洲高度依赖能源和商品进口，输入性通胀大幅上升，欧洲主要国家的通胀预期快速走高。4月份欧元区通胀率跳升至3%，为2023年秋季以来最快增速，主因是能源成本攀升

4月30日，欧洲央行行长拉加德表示，欧洲央行将在6月份考虑可能的加息举措。4月会议上，欧洲央行的官员们将存款利率维持在2%不变，这一水平自2025年6月以来一直未变。欧洲央行表示，通胀上行风险和增长下行风险均已加剧，管理委员会依然处于有利位置，能够应对当前的不确定性。拉加德表示，未来六周将是评估经济形势的适当时机，以便在经过核实和重新审视的信息基础上做出明智决策。

这意味着除非能源价格出现积极进展且伊朗战争结束，否则欧洲央行的决策者们很可能在6月的下一次会议上加息。如果冲突持续，避免加息的可能性微乎其微。

1.3 日本：需求下行抵消输入性通胀压力

受中东局势影响，部分经济领域已出现疲软迹象，央行展望实现的可能性已大幅降低，4月日本CPI数据走弱体现出供应链不稳定带来的需求走弱开始显现。

4月28日，日本央行在最新政策会议上按兵不动，同时大幅上调通胀预期、显著下调经济增长预测。行长植田和男在新闻发布会上表示，日本当前财年价格上行风险大于经济下行风险，且企业提价意愿较以往明显增强，存在大幅上调物价预期的风险，薪资与价格逐步上涨的趋势有望持续。

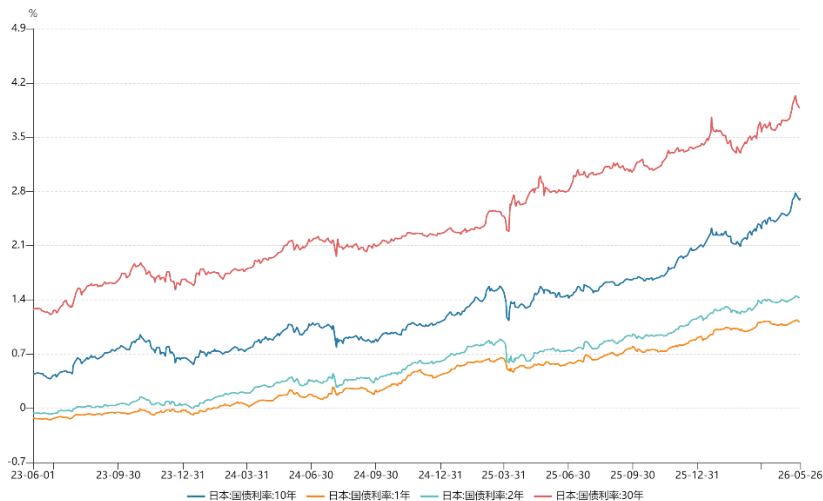
日本央行行长阐明加息条件：若供应冲击影响到潜在通胀，则需要加息；但他同时强调，不认为上行风险本身是加息的唯一理由。显然日本央行对加息的表述并不强烈，倾向于观察供应扰动是否真正向潜在通胀传导，中东局势的演变及其对汇率、经济和价格的传导效应需要持续评估。

图 6 日本通胀数据



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 7 日本国债收益率



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

2 国内宏观

2026 年 5 月，制造业 PMI 保持扩张区间，通胀温和回升，居民部门的信贷需求恢复偏缓慢，出口较强韧性，消费与投资增速偏缓慢。这些经济指标说明外需强韧性，内需有效需求不足，整体上宏观基本面保持较强韧性。政策面强调货币政策与财政政策要协同发力，这意味着央行的货币政策更倾向于结构性宽松，短期内央行全面降息的可能性较低，不过适度宽松的总基调不变，未来仍存降息可能性。

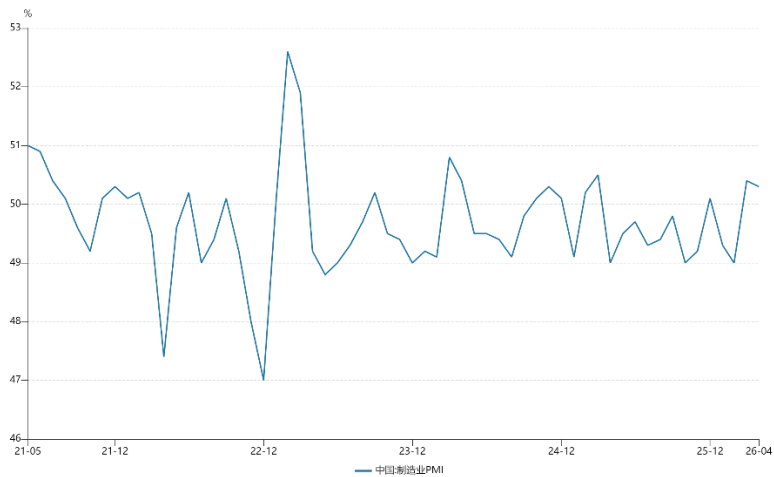
2.1 景气指数：制造业 PMI 保持扩张

国家统计局 4 月 30 日发布数据：2026 年 4 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 50.3%，比上月下降 0.1 个百分点，但仍在扩张区间

从分类指数看，4月生产指数录得51.5%，较上月上升0.1个百分点；新订单指数录得50.6%，较上月回落1.0个百分点。二者均处于扩张区间，制造业供需两端仍在改善，但与3月相比，生产端仍保持较强韧性，但需求端回升力度有所减弱，前期订单快速修复后的边际动能有所放缓。价格端仍表现为成本压力大于销售改善，原材料购进价格和出厂价格虽小幅回落但仍处高位，且出厂价格降幅大于原材料价格，显示价格传导不充分，部分行业仍面临利润挤压。库存端看，企业采购继续改善，正在由按单采购向谨慎补库过渡，但尚未进入全面主动补库阶段。

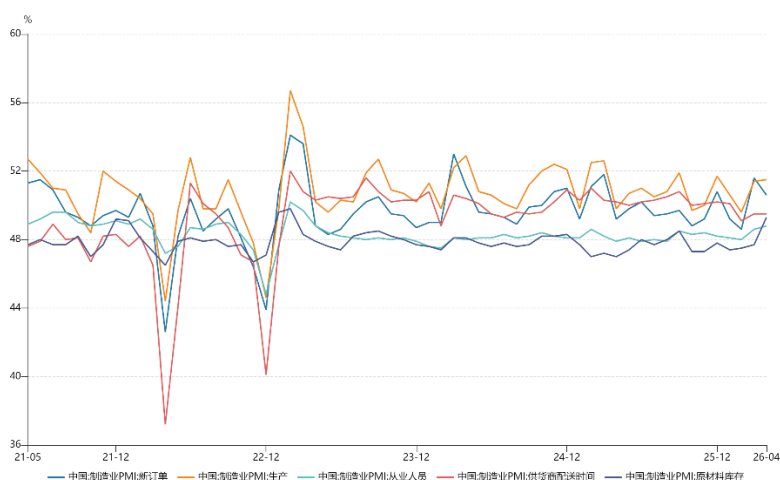
总的来说，4月制造业PMI保持扩张反映出宏观经济具有较强韧性，在3月强修复后保持高位整固，主要是因为内需增长偏缓慢。目前外需表现较强韧性，4月新出口订单指数23个月以来首次升至扩张区间，对制造业景气度起到较强的支撑作用。后市需要关注内需恢复情况以及输入性通胀情况。

图 8 制造业 PMI 数据



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 9 制造业 PMI 的主要分项指标



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

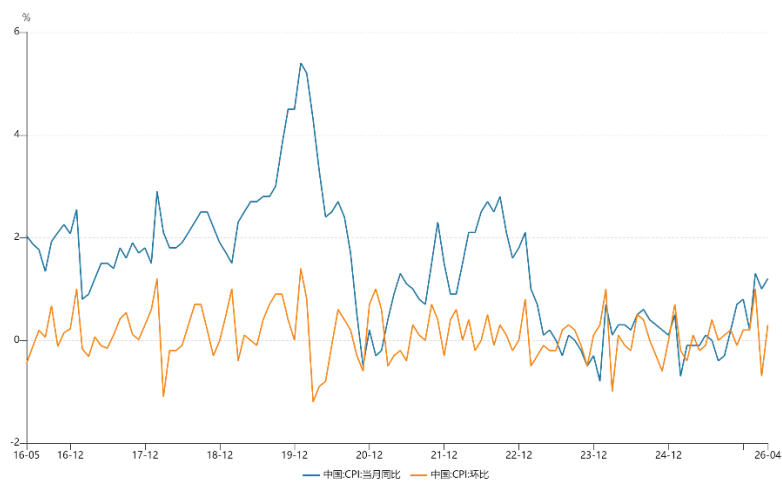
2.2 物价指数：CPI 温和回升，PPI 涨幅扩大

5月11日，国家统计局公布数据：4月份，CPI环比上涨0.3%，同比上涨1.2%，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.2%；PPI环比上涨1.7%，同比上涨2.8%。

CPI温和增长，主要是因为国际油价变动带动汽油价格上行的输入性影响。其中汽油价格涨幅扩大至19.3%，影响CPI同比上涨约0.56个百分点。PPI环比和同比涨幅比上月均有所扩大，主要受到国际输入性因素影响国内石油相关行业价格上涨以及算力需求快速增长带动相关行业价格上涨。

展望未来，目前美伊局势陷入僵局，全球油价陷入高位震荡，国际油价对通胀数据的输入性影响边际减弱，但是高油价预计将持续一段时间。考虑到居民部门需求端恢复偏缓慢，预计CPI将保持温和增长态势。考虑到去年的低基数效应，未来PPI的环比增速将有所放缓，但是同比增速将逐步抬升。后续重点关注内需复苏的情况以及外部地缘局势的演变。

图 10 CPI 数据



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 11 PPI 数据



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

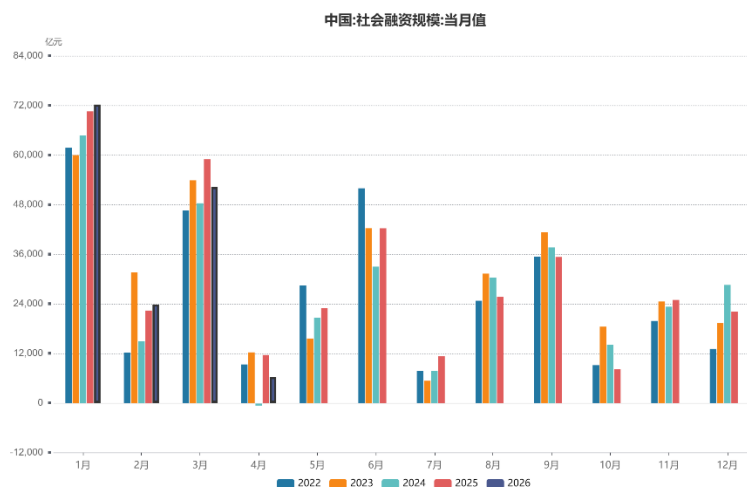
2.3 社融信贷：居民信贷数据表现偏弱

5月14日，据中国央行初步统计的数据：2026年中国前四个月社会融资规模增量累计为15.45万亿元，比上年同期少8930亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加8.5万亿元，同比少增1.29万亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加1036亿元，同比多增2134亿元；委托贷款减少941亿元，同比多减994亿元；信托贷款增加3亿元，同比少增451亿元；未贴现的银行承兑汇票增加513亿元，同比少增1992亿元；企业债券净融资1.5万亿元，同比多7393亿元；政府债券净融资4.45万亿元，同比少3990亿元；非金融企业境内股票融资2008亿元，同比多655亿元。从结构上可以看出信贷投放在社融增量中有所下滑，债券融资在社融增量中有所上升，这反映出我国间接融资向直接融资转变的趋势。

信贷数据方面，前四个月人民币贷款增加8.59万亿元。分部门看，住户贷款减少4902亿元，其中，短期贷款减少6102亿元，中长期贷款增加1199亿元；企（事）业单位贷款增加8.99万亿元，其中，短期贷款增加3.67万亿元，中长期贷款增加5.01万亿元，票据融资增加1429亿元；非银行业金融机构贷款减少1935亿元。“企业部门表现相对平稳，居民部门表现较弱”的结构性分化特征仍存。从4月数据来看，中长期贷款同比减少，票据融资同比多增，说明企业融资偏向短期周转而非投资扩张。居民短贷与中长贷均同比多减，说明居民部门融资意愿较低。

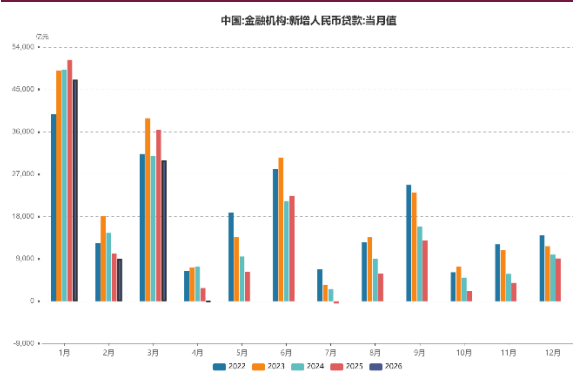
总的来说，居民部门的需求仍偏弱，目前市场流动性较为充裕，但是实体部门特别是居民部门的融资意愿较弱，主要是因为居民收入预期恢复偏慢，加杠杆的信心不足。由于居民部门信心恢复需要时间，政策面倾向于结构性而非总量，预计新增信贷表现偏弱的状态将持续一段时间。

图 12 社融增量



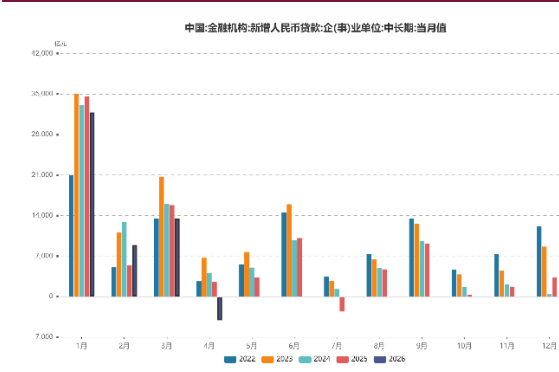
数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 13 新增人民币贷款



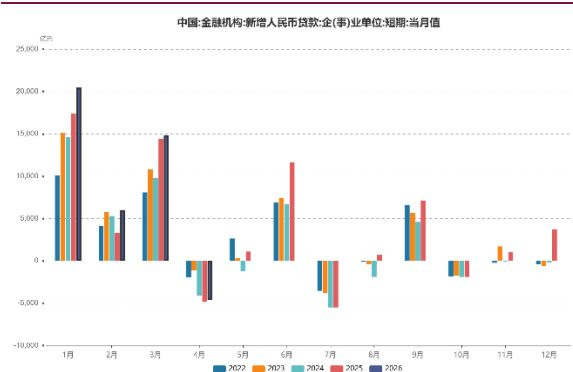
数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 14 企业部门新增中长期贷款



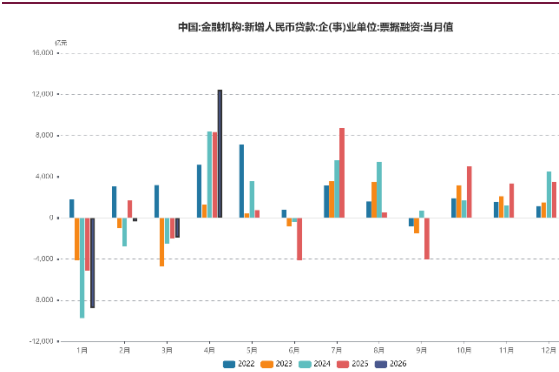
数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 15 企业部门新增短期贷款



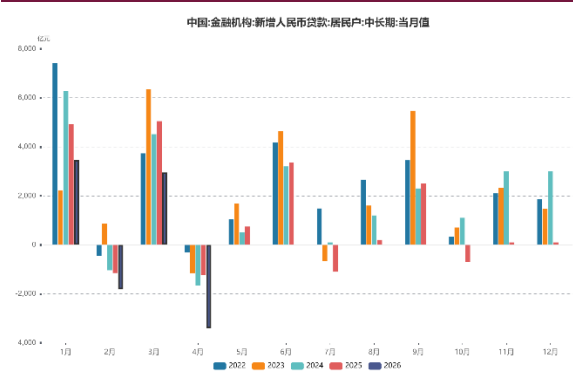
数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 16 企业部门新增票据融资



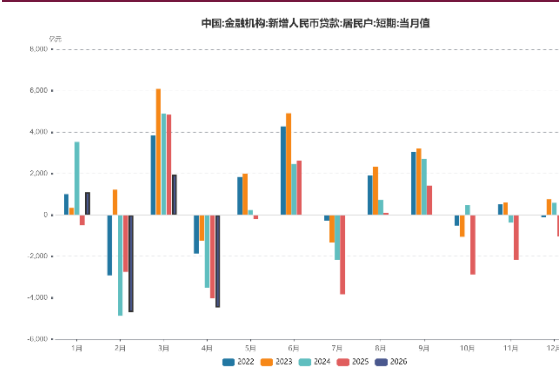
数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 17 居民部门新增中长期贷款



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 18 居民部门新增短期贷款



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

2.4 三架马车：出口较强韧性，消费与投资增速放缓

5月9日，海关总署公布的数据显示，中国4月出口（以美元计价）同比增长14.1%，预估为增8.4%，前值增2.5%。

从重点商品看，出口方面，前4个月，我国出口机电产品5.92万亿元，增长17.6%，占我国整体出口的63.5%；劳密产品1.26万亿元，下降2.6%；农产品2401.5亿元，增长2%。其中，电动汽车、锂电池、风力发电机组等绿色低碳产品出口分别增长68.1%、43.2%、40.7%，工业机器人出口增长30%。

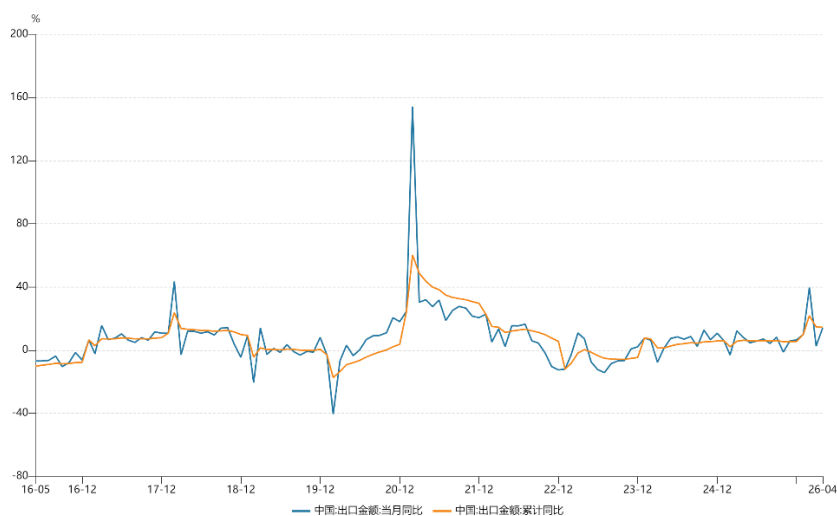
5月18日上午，统计局公布数据显示，4月消费与投资增速继续下滑，内需有效需求不足的问题值得重视。

1-4月份，社消零售总额同比增长1.9%；4月份，同比增速仅为0.2%。主要原因在于居民部门的收入预期恢复较为缓慢，消费意愿与消费能力仍偏弱，对大件消费以及可选消费的决策偏谨慎，这可以与居民部门4月信贷数据表现疲软结合起来相印证。

1-4月份，固定资产投资增速同比下降1.6%；其中基建投资同比增长4.5%，是主要托底力量；房地产开发投资同比下降13.7%，降幅比1-3月份扩大2.5个百分点，是主要拖累项。3、4月份的一线城市的房地产销售数据有所回暖，但是全国来看房地产销售数据仍较弱，1-4月份全国新建商品房销售面积同比下跌10.2%，仍处于低迷周期。

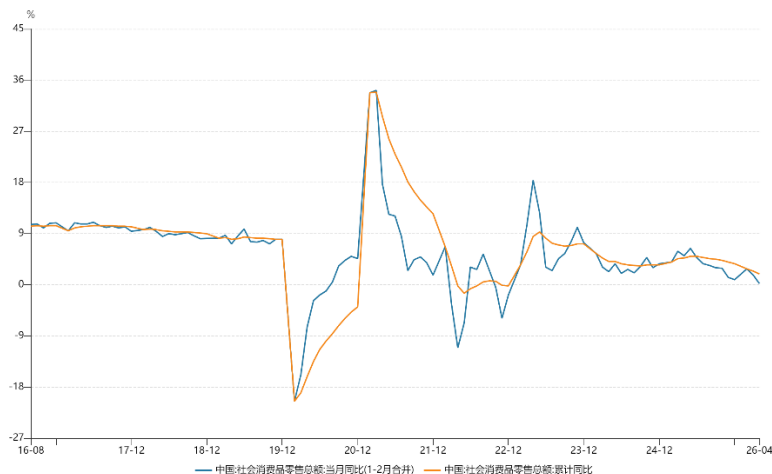
总的来说，出口强韧性，是我国产业升级，供应链聚合效应强，全球竞争力提升的结果。消费与投资增速均放缓，说明内需有效需求不足的问题仍存，后续政策面需要持续发力扩大内需，促进消费数据回暖，稳定房地产市场预期。

图 19 出口数据



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 20 社会消费品零售



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 21 固定资产投资



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

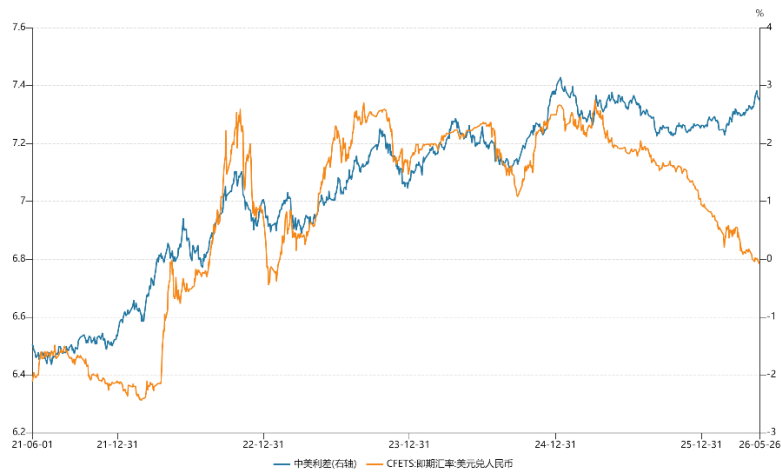
2.5 货币政策：LPR 利率维持不变

中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布显示，2026 年 5 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.0%，5 年期以上 LPR 为 3.5%。以上 LPR 在下次发布 LPR 之前有效。

LPR 维持不变符合市场预期：第一，政策利率基准七天期逆回购利率维持在 1.40% 不变；第二，当前宏观经济表现较强韧性，稳增长需求不高，调降利率的紧迫性不强；第三，政策面强调货币政策与财政政策要协同发力，考虑到财政发力方向是结构性地倾向科技、消费与民生，央行的货币政策更倾向结构性政策，比如调降再贷款利率等；第四，美联储货币政策转向加息预期，央行对全面降息的态度偏谨慎，以保持人民币汇率的相对稳定。

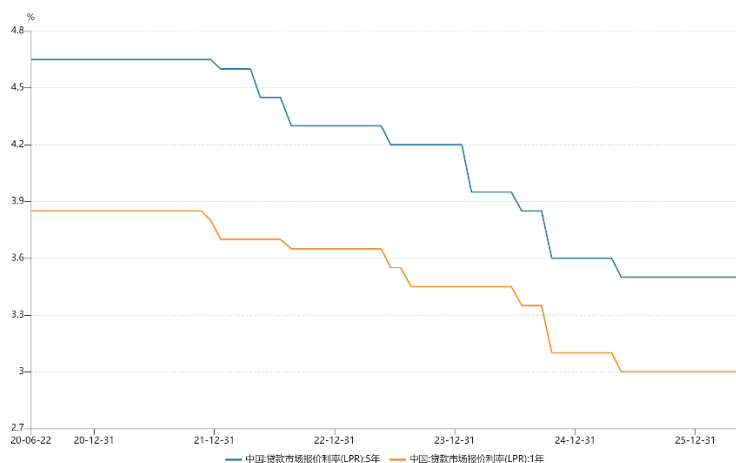
总的来说，短期内央行全面降息的可能性较低，不过适度宽松的总基调不变，未来仍存降息可能性。

图 22 中美利差与人民币兑美元汇率



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

图 23 LPR 利率



数据来源：Wind、宝城期货金融研究所

3 总结

2026 年 5 月，美伊局势陷入僵局，霍尔木兹海峡仍未实现完全通航，全球能源供应链受阻，能源价格维持高位。对美国而言，4 月通胀超预期上行，市场预期美联储政策重心将从支撑就业转向抗击通胀。后续需要关注美伊谈判以及中美取消互加关税政策的落地情况，评估后续美国通胀数据的实际表现。对欧洲而言，中东能源供应受阻直接推高欧洲主要高价的通胀，欧洲央行加息控制通胀的预期不断强化，加息已经成为 6 月欧洲央行会议的选项，且加息可能性较高。对日本而言，供应链受阻导致的需求下行抵消了输入性通胀上行，日

本央行的加息意愿并不强烈，称加息与否需要评估后续输入性通胀与需求走弱的实际情况。

国内方面，制造业 PMI 保持扩张区间，通胀温和回升，居民部门的信贷需求恢复偏缓慢，出口较强韧性，消费与投资增速偏缓慢。这些经济指标说明外需强韧性，内需有效需求不足，整体上宏观基本面保持较强韧性。政策面强调货币政策与财政政策要协同发力，这意味着央行的货币政策更倾向于结构性宽松，短期内央行全面降息的可能性较低，不过适度宽松的总基调不变，未来仍存降息可能性。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

公司地址：浙江省杭州市求是路 8 号公元大厦南裙 1-5 楼

咨询热线：400 618 1199

获取每日期货观点推送

服务国家
知行合一

走向世界
专业敬业



诚信至上
严谨管理

合规经营
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信 · 期货咨询尽在掌握

姓名：闫振兴

从业资格证号：F03104274

投资咨询证号：Z0018163

请扫码获取宝城期货投资咨询部成员信息。



作者声明

作者具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，作者承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播或复印本报告的全部或部分内容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。宝城期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但宝城期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

宝城期货版权所有并保留一切权利。