



# 政策调整中，经济总量暂时回调

——蔡含篇

预测报告

B0011-20260601

	上年值	上年同期值	上期值	2026年5月预测
<b>经济增长</b>				
工业增加值同比(%)	5.9	5.8	4.1	4.4
固定资产投资累计同比(%)	-3.8	3.7	-1.6	-2.3
社会消费品零售额同比(%)	3.7	6.4	0.2	-0.8
出口同比(%)	5.5	4.7	14.1	18.3
进口同比(%)	0.0	-3.3	25.3	22.1
贸易差额(亿美元)	11889	1027.3	848.2	1134.4
<b>通货膨胀</b>				
CPI 同比(%)	0.0	-0.1	1.2	2.0
PPI 同比(%)	-2.6	-3.3	2.8	4.2
<b>货币信贷</b>				
新增人民币贷款(亿元)	162700	6200	-100	5500
M2 同比(%)	8.5	7.9	8.6	8.5

北京大学国民经济研究中心

宏观经济研究课题组

学术指导：刘伟

组长：苏剑

课题组成员：

蔡含篇

陈丽娜

董希勇

葛涵

李文博

联系人：蔡含篇

联系方式：

010-62767607

[gmjjyj@pku.edu.cn](mailto:gmjjyj@pku.edu.cn)



扫描二维码或发邮件订阅  
第一时间阅读本中心报告



## 要点

- 工业增加值增速回升 高技术制造业与设备更新政策驱动
- 收入预期不变，消费额增速继续低位前行
- “反内卷”去产能，投资增速或继续低位前行
- 低基数效应叠加中东局势，出口额增速或小幅上涨
- 高技术需求增加叠加复杂外部环境，或带动进口额增速高位运行
- 能源价格上涨，CPI 增速或震荡上行
- 国内产能去化叠加原油价格上涨，PPI 增速继续上行
- 新增人民币贷款温和回升 货币政策与结构性支持驱动
- M2 增速稳中微降 货币宽松与信贷分化驱动
- 5 月多国元首集中访华，人民币或继续震荡上行

## 内容提要

受高技术制造业与设备更新政策驱动，供给端或有扩张；需求端，“7 万亿”新基建投资效应或下半年释放逐渐释放，当前调结构政策调整中，内需暂时承压，投资、消费增速或继续底部徘徊，外贸结构变化明显，尤其高技术产品支撑或推动进、出口额继续高速增长。中东战争暂停，但能源价格依然高位波动，全球降息暂停，中国能源多渠道采购风险分散，人民币走势相对稳健。

### 供给端

**工业增加值：**尽管房地产低迷、传统需求偏弱以及外部不确定性，但高技术制造业扩张、装备制造贡献和稳增长政策显效，故预计 2026 年 5 月中国规模以上工业增加值同比增长 4.4%，较上月加快 0.3 个百分点。

### 需求端

**消费：**居民收入增速进一步下滑，居民收入、就业预期未有改变，2025 年同期促消费政策效应释放对本月形成明显的高基数效应，并挤占部分当前消费。综合考虑，预计 2026 年 5 月社会消费品零售总额同比增长-0.2%，较前期下降 0.5 个百分点。

**投资：**“反内卷”过剩产能去化继续，尤其房地产投资大幅下滑，叠加 11 月国常会释放信号，“两重”建设侧重软建设，对硬投资形成了相对的约束，阶段性抑制固定资产投资增速上行。综合考虑，预计 2026 年 1-5 月固定资产投资同比增长-2.3%，较前期下降 0.7 个



百分点。

**出口：**2025 年同期受美国高关税影响，中国对美国出口断崖式下降，对本月形成低基数效应；5 月中美元首会晤，双边贸易环境或相对改变，叠加中东贸易、生产仍未完全回复，间接推动中国相关商品出口增长。综合考虑，预计 2026 年 5 月出口总额同比增长 18.3%，较前期上涨 4.2 个百分点。

**进口：**一方面，产业结构调整初见成效，中国高技术含量产业发展迅速，相关产品进口需求明显增加，当前国际环境复杂，上游大宗商品进口增加，叠加价格相对较低或继续增加黄金进口；另一方面，中国国内产业结构调整，部分行业产能去化继续，抑制进口额增速上行，叠加低基数效应。综合考虑，预计 2026 年 5 月进口总额同比增长 22.1%，较前期下降 3.2 个百分点。

### 价格方面

**CPI：**一方面，当前居民收入、就业预期并未发生明显改变，居民收入增速持续低迷抑制消费需求扩张，依法治理企业无序竞争，经济短期下行风险增加；另一方面，国际原油价格飙升，带动国内燃料价格上行。综合考虑，预计 2026 年 5 月 CPI 同比增长 2.0%，较前期上涨 0.8 个百分点。

**PPI：**受中东战争影响，国际原油价格上涨，整治“反内卷式”竞争，将缓解供给过剩问题，但国内经济结构调整、过剩产能去化继续，抑制建材等价格大幅上涨，叠加基数效应。预计 2026 年 5 月 PPI 同比增长 4.2%，较前期上涨 1.4 个百分点。

### 货币金融方面

**人民币贷款：**尽管货币政策宽松、结构性工具发力以及制造业回暖，但房地产低迷、债券融资替代以及居民需求偏弱，故预计 2026 年 5 月中国新增人民币贷款 5500 亿元，较去年同期少增 700 亿元。

**M2：**尽管货币政策宽松、制造业回暖以及财政协同，但房地产低迷、债券替代以及季节性因素，故预计 2026 年 5 月中国 M2 同比增长 8.5%，较上月下降 0.1 个百分点。

**人民币汇率：**一方面，国债收益率飙升，美日欧金融市场承压，而中国经济、社会相对稳定，高技术产业增长较快，对人民币币值稳定提供坚实支撑；另一方面，中东战争导致全球能源供给短缺，改变了全球降息预期，利空人民币。综合考虑，预计 2026 年 6 月人民币汇率在 6.83~6.72 区间双向波动震荡。



## 正文

### 工业增加值部分：工业增加值增速回升 高技术制造业与设备更新政策驱动

预计 2026 年 5 月中国规模以上工业增加值同比增长 4.4%，较上月加快 0.3 个百分点。

从拉升因素看：第一，高技术制造业持续扩张。4 月份高技术制造业增加值同比增长 12.8%，显著快于规模以上工业整体增速，对工业增长贡献突出。第二，装备制造业贡献突出。设备更新改造政策加速落地，4 月份装备制造业增加值同比增长 8.3%，对规模以上工业增长贡献率达 74.5%。第三，出口需求提供有力支撑。1—4 月份货物出口保持较快增长，高新技术及绿色低碳产品出口增幅显著，拉动相关工业生产。第四，稳增长政策加速显效。超长期特别国债设备更新资金加快下达，带动制造业投资和生产活动回暖。

从压低因素看：第一，房地产行业低迷拖累。房地产销售和投资持续低位，影响钢铁、水泥等上游工业品需求。第二，部分传统制造业需求偏弱。国内消费恢复缓慢，下游行业面临成本上升和内需不足压力。第三，外部环境不确定性增加。国际贸易摩擦和地缘因素对部分出口订单形成制约。

综合而言，尽管房地产低迷、传统需求偏弱以及外部不确定性，但高技术制造业扩张、装备制造贡献和稳增长政策显效，故预计 2026 年 5 月中国规模以上工业增加值同比增长 4.4%，较上月加快 0.3 个百分点。

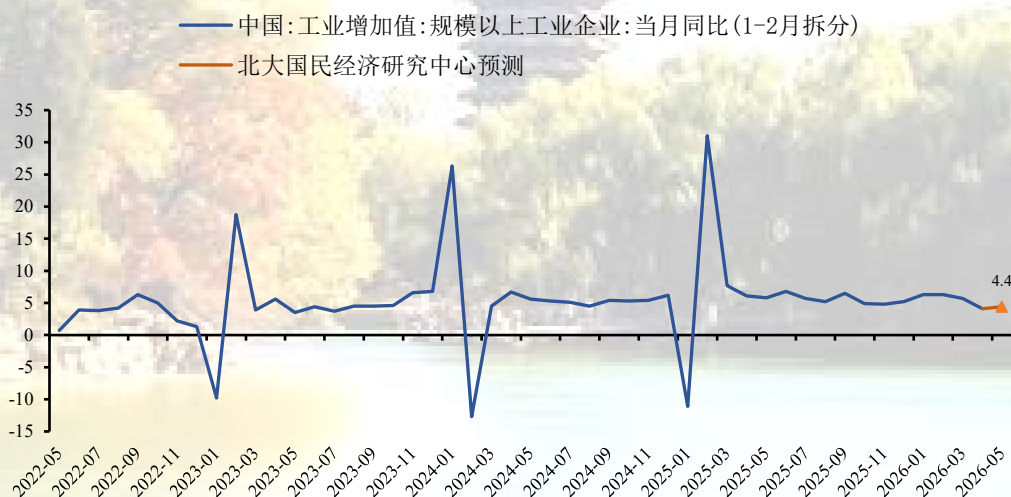


图 1 工业增加值当月同比增速及预测 (%)

数据来源：Wind，北大国民经济研究中心

### 消费部分：收入预期不变，消费额增速继续低位前行

预计 2026 年 5 月社会消费品零售总额同比增长-0.8%，较前期下降 1.0 个百分点。



第一，高基数效应，2025年5月社会消费品零售总额同比增长6.4%，是年内最高点，对本月形成了明显的高基数效应，主要体现在家电、家具等前期透支消费商品方面。一方面，2025年同期，“两新”政策效应释放，政策促销范围内商品销售额大幅上涨，对本月形成明显的高基数效应；另一方面，政策调整叠加前期透支消费，对当前消费形成挤占进一步抑制当前消费增长。第二，居民收入增速依然相对较低，叠加外部压力依旧，使得居民的收入、就业预期并未发生明显改变。一季度，全国居民人均可支配收入同比增长4.9%，较2025年下降0.1个百分点，较2025年同期下降0.6个百分点，居民收入增速继续下降，抑制居民消费需求的扩张。

综合而言，居民收入增速进一步下滑，居民收入、就业预期未有改变，2025年同期促消费政策效应释放对本月形成明显的高基数效应，并挤占部分当前消费。综合考虑，预计2026年5月社会消费品零售总额同比增长-0.2%，较前期下降0.5个百分点。

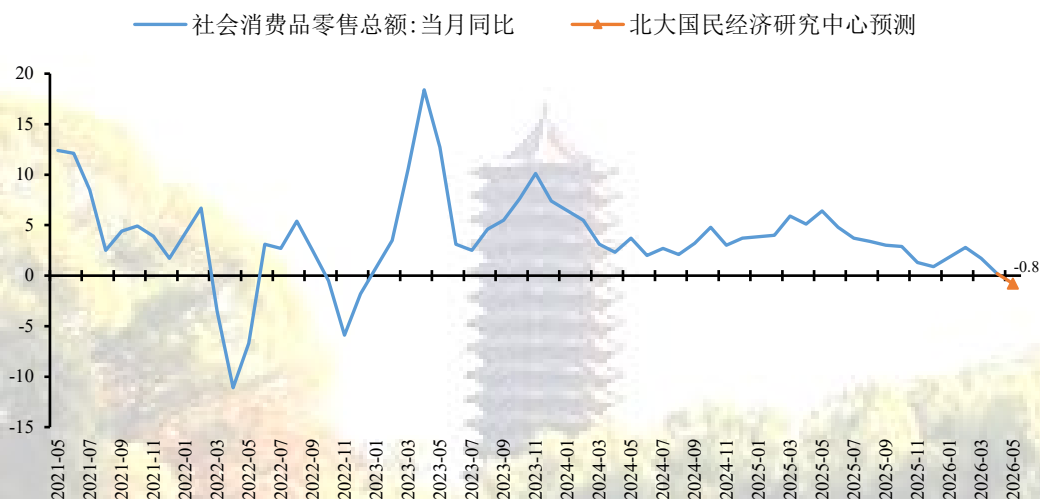


图2 社会消费品零售总额当月同比增速及预测 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

**投资部分：“反内卷”去产能，投资增速或继续低位前行**

预计2026年1-5月固定资产投资同比增长-2.3%，较前期下降0.7个百分点。

第一，“反内卷”过剩产能去化继续，阶段性抑制投资增速上行。2025年11月，中央经济工作会议，在2026年经济工作重点任务中指出，“制定全国统一大市场建设条例，深入整治‘内卷式’竞争”。第二，“两重”建设侧重软建设，硬投资相对约束。11月14日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究“两重”建设有关工作，会议指出，要“优化项目审核，更加注重创新要素投入、无形资产投资”，要“健全项目协调推进机制，严格工程质量和安全管理，同步做好资产管理、后续运维等”。第三，房地产市场产能去化继续，



房地产投资下降幅度较大，是拉低全部投资增速的主要因素之一。

综合而言，“反内卷”过剩产能去化继续，尤其房地产投资大幅下滑，叠加 11 月国常会释放信号，“两重”建设侧重软建设，对硬投资形成了相对的约束，阶段性抑制固定资产投资增速上行。综合考虑，预计 2026 年 1-5 月固定资产投资同比增长-2.3%，较前期下降 0.7 个百分点。

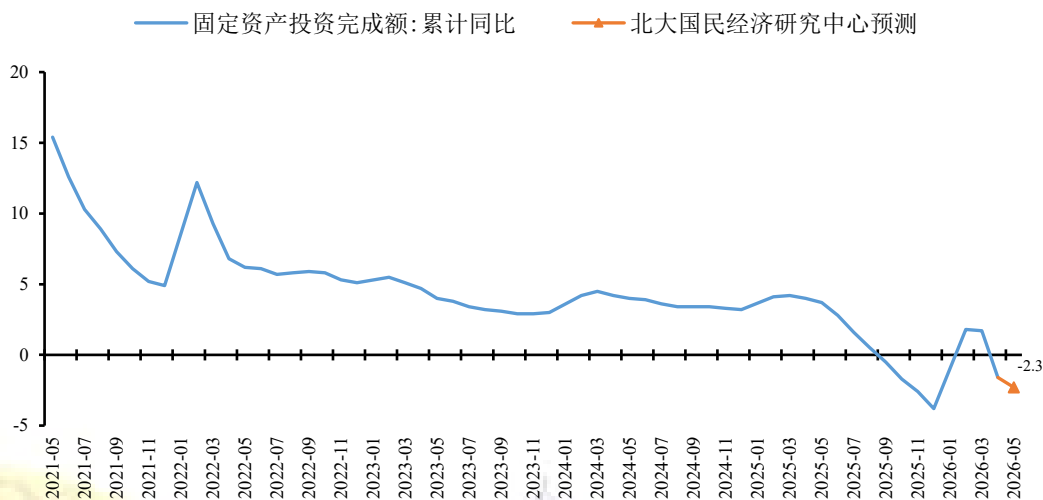


图 3 固定资产投资累计同比增速及预测 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

**出口部分：低基数效应叠加中东局势，出口额增速或小幅上涨**

预计 2026 年 5 月出口总额同比增长 18.3%，较前期上涨 4.2 个百分点。

第一，低基数效应，2025 年同期美国对全球加征关税，受其冲击中国对外出口额增速有所下降，尤其对对美国出口总额同比下降 35.4%，对本月形成明显的低基数效应。叠加近期特朗普访华，元首会晤，双边贸易环境或相对改变，促进出口额增速上行。第二，尽管美伊战争暂时停火，但中东地区生产、贸易仍未完全恢复，油价依然居高不下，对全球化工产业链冲击仍在，间接推动中国的节能、化工等相关产品的出口增长。

综合而言，2025 年同期受美国高关税影响，中国对美国出口断崖式下降，对本月形成低基数效应；5 月中美元首会晤，双边贸易环境或相对改变，叠加中东贸易、生产仍未完全回复，间接推动中国相关商品出口增长。综合考虑，预计 2026 年 5 月出口总额同比增长 18.3%，较前期上涨 4.2 个百分点。

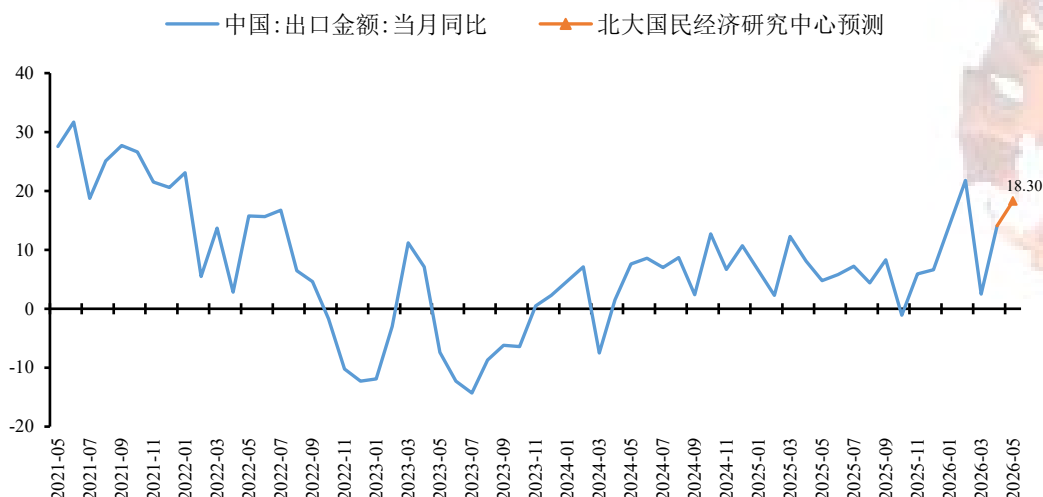


图4 出口增速当月同比及预测 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

**进口部分: 高技术需求增加叠加复杂外部环境, 或带动进口额增速高位运行**

预计 2026 年 5 月进口总额同比增长 22.1%, 较前期下降 3.2 个百分点。

从拉升因素看, 第一, 产业结构调整, 高技术产业发展较快, 带动上下游产业需求。2026 年以来, 自动数据处理设备及其零部件、集成电路等技术含量相对较高产品进口额增速快速增长, 国内相关产业同步增长, 预计 5 月产品进口额继续高速增长; 第二, 2026 年国际局势进一步复杂多变, 矿产资源、能源、粮食等大宗商品价格宽幅波动, 保障原材料使用安全, 完善战略资源储备体系构建, 大宗商品进口增加; 第三, 5 月黄金价格继续承压, 本月继续增加黄金进口。

从压低因素看, 中国经济结构调整, 推进重点行业产能治理, 部分行业产能去化继续, 阶段性抑制国内需求的增长, 尤其降低了中国对钢铁、煤炭等大宗商品的进口需求。

综合而言, 一方面, 产业结构调整初见成效, 中国高技术含量产业发展迅速, 相关产品进口需求明显增加, 当前国际环境复杂, 上游大宗商品进口增加, 叠加价格相对较低或继续增加黄金进口; 另一方面, 中国国内产业结构调整, 部分行业产能去化继续, 抑制进口额增速上行, 叠加低基数效应。综合考虑, 预计 2026 年 5 月进口总额同比增长 22.1%, 较前期下降 3.2 个百分点。

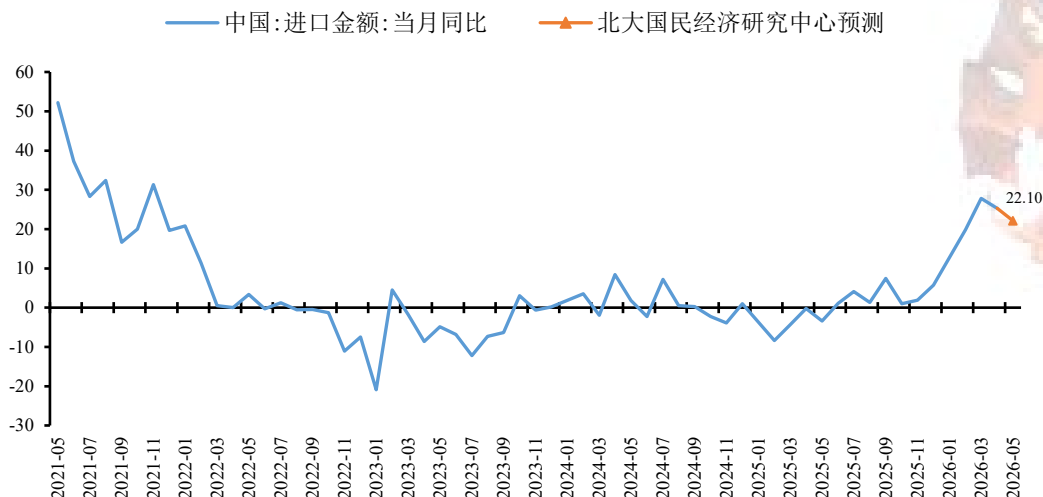


图5 进口增速当月同比及预测 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### CPI 部分: 能源价格上涨, CPI 增速或震荡上行

预计 2026 年 5 月 CPI 同比增长 2.0%, 较前期上涨 0.8 个百分点。

从拉升因素看, 受中东战争影响, 国际油价大幅飙升, 国内燃料价格相应提价, 对 CPI 增速上行起到拉升作用。

从拉低因素看: 第一居民收入、就业预期并未明显改变, 一季度, 全国居民人均可支配收入同比增长 4.9%, 较 2025 年下降 0.1 个百分点, 较 2025 年同期下降 0.6 个百分点, 居民收入增速依然底部徘徊, 抑制居民消费需求扩张, 居民消费价格增速难以明显上涨。第二, 政策调整, 阶段性抑制 CPI 增速大幅上行。依法治理企业无序竞争, 长期推动经济高质量发展可持续发展, 但短期或阶段性增加经济下行风险, 抑制 CPI 增速上行。

综合而言, 一方面, 当前居民收入、就业预期并未发生明显改变, 居民收入增速持续低迷抑制消费需求扩张, 依法治理企业无序竞争, 经济短期下行风险增加; 另一方面, 国际原油价格飙升, 带动国内燃料价格上行。综合考虑, 预计 2026 年 5 月 CPI 同比增长 2.0%, 较前期上涨 0.8 个百分点。

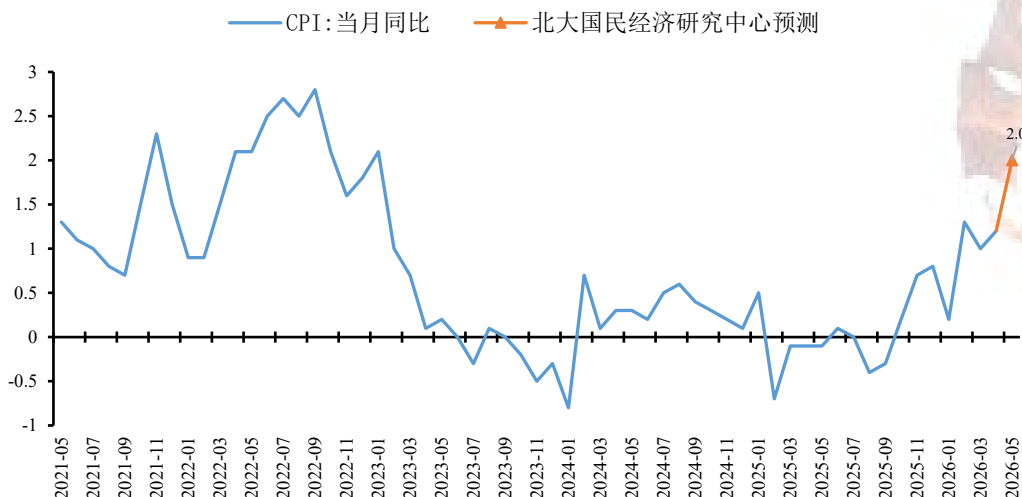


图6 CPI 当月同比增速及预测 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### PPI 部分: 国内产能去化叠加原油价格上涨, PPI 增速继续上行

预计 2026 年 5 月 PPI 同比增长 4.2%, 较前期上涨 1.4 个百分点。

拉升因素方面, 第一, 3 月中东战争爆发, 受其波及, 中东大量石油设施被炸毁的同时, 霍尔木兹海峡被封锁, 使得大量中东原油、铝、化肥等上游原材料供给中断, 导致全球原材料价格大幅上涨。第二, 深入整治“反内卷式”竞争, 缓解供给相对过剩问题, 将抑制工业品价格继续下行。第三, 低基数效应, 2025 年同期 PPI 同比下降 3.3%, 对本月形成低基数效应。

高频数据方面, 国家统计局公布的流通领域重要生产资料市场价格显示, 5 月上中旬有色金属平均价格依然高位徘徊, 化工产品价格小幅回落, 黑色金属、煤炭价格小幅上涨, 天然气价格大幅上行; 但受房地产市场影响较大的建材价格则继续底部徘徊。

综合而言, 受中东战争影响, 国际原油价格上涨, 整治“反内卷式”竞争, 将缓解供给过剩问题, 但国内经济结构调整、过剩产能去化继续, 抑制建材等价格大幅上涨, 叠加基数效应。预计 2026 年 5 月 PPI 同比增长 4.2%, 较前期上涨 1.4 个百分点。

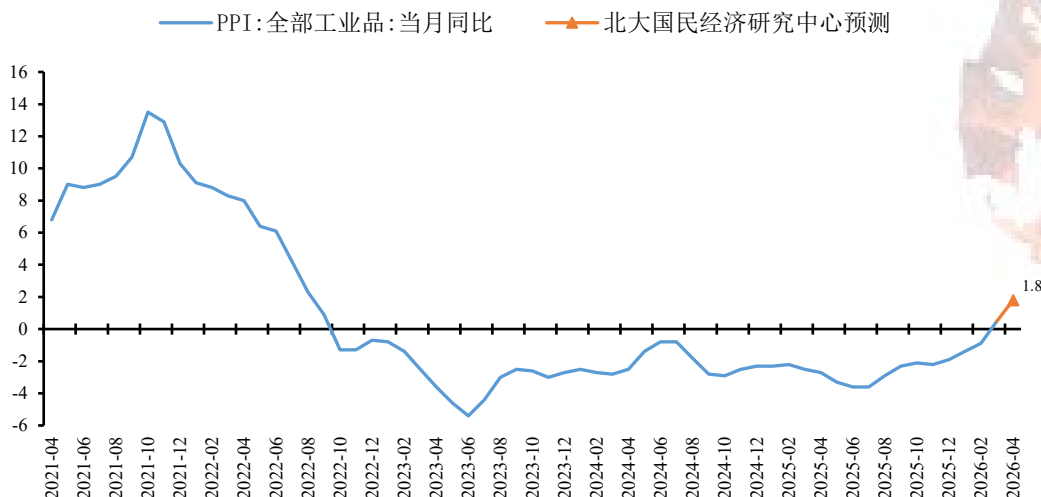


图7 PPI 当月同比增速及预测 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 新增人民币贷款: 新增人民币贷款温和回升 货币政策与结构性支持驱动

预计 2026 年 5 月中国新增人民币贷款 5500 亿元, 较去年同期少增 700 亿元。

从拉升因素看: 第一, 货币政策保持适度宽松。5 月央行开展 6000 亿元 MLF 操作并维持低位 LPR, 为银行体系提供充足流动性, 引导信贷合理投放。第二, 结构性再贷款工具持续发力。科技创新与设备更新再贷款额度扩大且利率下调, 显著带动制造业中长期贷款增长。第三, 制造业生产活动回暖。高技术制造业和装备制造业扩张带动企业融资需求稳定释放。第四, 财政货币政策协同显效。专项债发行和基建项目推进为相关领域信贷提供有力支撑。

从压低因素看: 第一, 房地产市场持续调整。商品房销售和投资低迷导致居民中长期贷款和房地产开发贷款需求疲弱。第二, 企业债券融资替代效应显著。直接融资规模扩大减少了对银行贷款的依赖。第三, 居民消费信贷增长乏力。收入预期偏谨慎, 短期贷款和消费贷需求不足。

综合而言, 尽管货币政策宽松、结构性工具发力以及制造业回暖, 但房地产低迷、债券融资替代以及居民需求偏弱, 故预计 2026 年 5 月中国新增人民币贷款 5500 亿元, 较去年同期少增 700 亿元。

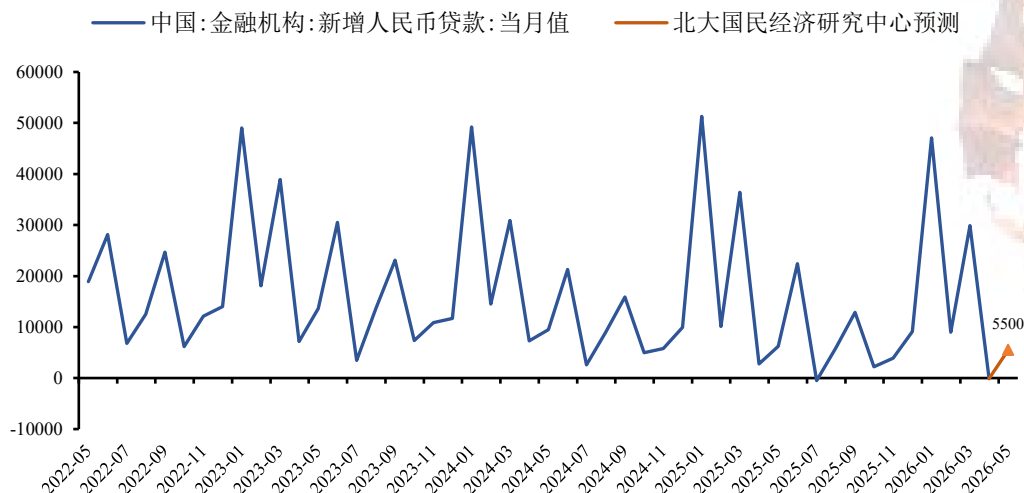


图8 新增人民币贷款及预测 (亿元)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### M2: M2 增速稳中微降 货币宽松与信贷分化驱动

预计 2026 年 5 月中国 M2 同比增长 8.5%，较上月下降 0.1 个百分点。

从拉升因素看：第一，货币政策保持适度宽松。5 月央行开展 6000 亿元 MLF 操作实现净投放 1000 亿元，补充中长期流动性，支持银行信贷合理扩张。第二，制造业融资需求稳定释放。高技术制造业和装备制造业回暖带动企业中长期贷款增长，增强货币信贷派生效应。第三，财政货币政策协同发力。专项债发行和基建项目推进加快财政支出，释放流动性并带动相关信贷投放。

从压低因素看：第一，房地产市场持续调整。商品房销售和低迷导致居民中长期贷款及开发贷款需求疲弱，削弱 M2 派生。第二，直接融资替代效应增强。企业债券净融资规模扩大，部分替代银行贷款对 M2 的贡献。第三，季节性因素影响明显。5 月非季末月份，信贷投放节奏通常较缓，对 M2 同比形成一定压力。

综合而言，尽管货币政策宽松、制造业回暖以及财政协同，但房地产低迷、债券替代以及季节性因素，故预计 2026 年 5 月中国 M2 同比增长 8.5%，较上月下降 0.1 个百分点。

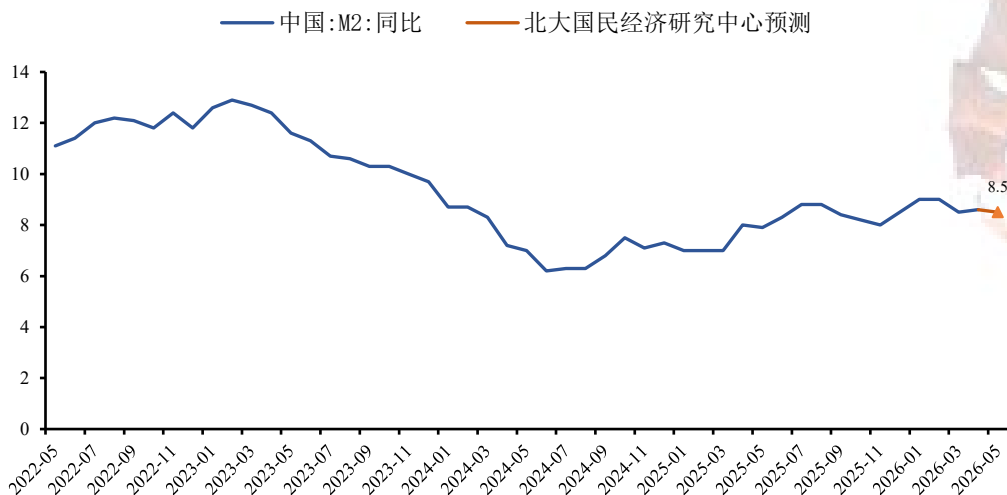


图9 M2 当月同比增速及预测 (%)

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心

### 人民币汇率部分：5月多国元首集中访华，人民币或继续震荡上行

预计2026年6月人民币汇率保持震荡升值，震荡区间为6.83~6.72。

从拉升因素看：第一，5月中下旬，受30年期美债中标利率破“5%”影响，美债、日债、欧债收益率集体飙升，在复杂的国际环境与美债、日债大规模发行的背景下，引发了各界对欧美日金融市场风险的担忧。5月13日，美国财政部拍卖30年期国债，中标收益率达5.046%，为2007年8月以来首次突破5%。第二，近期多国元首再次集中访华，尤其美、俄两个超级大国领导人相继抵达北京，密集的元首外交，进一步提升了中国的综合国际地位，利多人民币。第三，中国经济、社会相对稳定，科技发展相对较快，为人民币币值稳定提供坚实支撑，尤其高技术产业的发展迅速，产业结构调整显现。1-4月，全国规模以上工业企业利润增长18.2%，其中，规模以上高技术制造业利润同比增长44.8%，拉动全部规模以上工业企业利润增长7.8个百分点。

从压低因素看：第一，扩大有效投资，综合整治“内卷式”竞争，把“两重”建设放在“十五五”全局中谋划、推进，注重软硬结合，软建设或成当前投资的侧重方向，经济总量或阶段性下滑。第二，中东战争全球通胀高企，降低了全球主要国家降息的预期。

综合而言，一方面，国债收益率飙升，美日欧金融市场承压，而中国经济、社会相对稳定，高技术产业增长较快，对人民币币值稳定提供坚实支撑；另一方面，中东战争导致全球能源供给短缺，改变了全球降息预期，利空人民币。综合考虑，预计2026年6月人民币汇率在6.83~6.72区间双向波动震荡。



图 10 人民币三大汇率

数据来源: Wind, 北京大学国民经济研究中心





## 北京大学国民经济研究中心简介：

北京大学国民经济研究中心成立于 2004 年，挂靠在北京大学经济学院。依托北京大学，重点研究领域包括中国经济波动和经济增长、宏观调控理论与实践、经济学理论、中国经济改革实践、转轨经济理论和实践前沿课题、政治经济学、西方经济学教学研究等。同时，本中心密切跟踪宏观经济与政策的重大变化，将短期波动和长期增长纳入一个综合性的理论研究框架，以独特的观察视角去解读，把握宏观趋势、剖析数据变化、理解政策初衷、预判政策效果。

中心的研究取得了显著的成果，对中国的宏观经济政策产生了较大影响。其中最具有代表性的成果有：（1）推动了中国人口政策的调整。中心主任苏剑教授从 2006 年开始就呼吁中国应该立即彻底放弃计划生育政策，并转而鼓励生育。（2）关于宏观调控体系的研究：中心提出了包括市场化改革、供给管理和需求管理政策的三维宏观调控体系。（3）关于宏观调控力度的研究：2017 年 7 月，本中心指出中国的宏观调控应该严防用力过猛，这一建议得到了国务院主要领导的批示，也与三个月后十九大报告中提出的“宏观调控有度”的观点完全一致。（4）关于中国经济目标增速的成果。2013 年，刘伟、苏剑经过缜密分析和测算，认为中国每年只要有 6.5% 的经济增速就可以确保就业。此后不久，这一增速就成为中国政府经济增长速度的基准目标。最近几年中国经济的实践也证明了他们的这一测算结果的精确性。（5）供给侧研究。刘伟和苏剑教授是国内最早研究供给侧的学者，他们在 2007 年就开始在《经济研究》等杂志上发表关于供给管理的学术论文。（6）新常态研究。刘伟和苏剑合作的论文“新常态下的中国宏观调控”（《经济科学》2014 年第 4 期）是研究中国经济新常态的第一篇学术论文。苏剑和林卫斌还研究了发达国家的新常态。（7）刘伟和苏剑主编的《寻求突破的中国经济》被译成英文、韩文、俄文、日文、印地文 5 种文字出版。（8）北京地铁补贴机制研究。2008 年，本课题组受北京市财政局委托设计了北京市地铁运营的补贴机制。该机制从 2009 年 1 月 1 日开始被使用，直到现在。

中心出版物有：（1）《原富》杂志。《原富》是一个月度电子刊物，由北京大学国民经济研究中心主办，目的是以最及时、最专业、最全面的方式呈现本月国内外主要宏观经济大事并对重点事件进行专业解读。（2）《中国经济增长报告》（年度报告）。该报告主要分析中国经济运行中存在的中长期问题，从 2003 年开始已经连续出版 14 期，是相关年度报告中连续出版年限最长的一本，被教育部列入其年度报告资助计划。（3）系列宏观经济运行分析和预测报告。本中心定期发布关于中国宏观经济运行的系列分析和预测报告，尤其是本中心的预测报告在预测精度上在全国处于领先地位。

### 免责声明

北京大学国民经济研究中心属学术机构，本报告仅供学术交流使用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的观点仅供参考，亦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。

本报告版权仅为本研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。