

中国宏观数据点评：5 月实体经济数据显示 K 型分化加剧

核心观点：除了工业生产和失业率之外，今天发布的中国 5 月实体经济数据大多下滑且低于预期，表明中国经济的 K 型分化正在加剧：一方面，上周发布的 5 月出口增速超预期，PPI 同比通胀率录得近四年新高，刚发布的工业生产总值增速 5 月反弹。另一方面，零售消费增速自 3 月以来接连走弱，5 月已经转负。固定资产投资累计同比跌幅亦在继续扩大。房地产销售复苏仍面临挑战。信贷需求偏弱的情况未改善。虽然内需继续走弱，但是出口和高技术产业仍表现强劲，对经济形成有力支撑。

我们认为下半年政策刺激或视经济运行情况而定。在财政政策上，我们认为短期稳投资仍是重点所在，促消费政策仍以落实 2500 亿元消费品以旧换新资金和 1000 亿元财政金融协同促内需资金为主。中期来看，我们认为在下半年推出增量财政刺激的阈值或较去年更高。不过，如果内需持续疲软，影响到就业市场目标和经济增速目标的实现，那么我们不排除下半年推出增量财政刺激措施的可能性。即便推出，规模或不及去年同期的 1 万亿元。在货币政策上，央行短期或更倾向于使用结构性工具定向支持经济的薄弱环节；中期如果通胀压力有所缓解，经济动能继续走弱，那么央行在今年下半年或仍有可能降息 10 个基点和降准 50 个基点。

5 月社会消费品零售总额同比增速超预期转负，为新冠疫情后首次转负。社会消费品零售总额同比增速从 4 月的 0.2% 继续下滑到 5 月的 -0.6%，弱于市场预期的 -0.2%（图表 2）。细分来看，商品零售增速下滑是最大影响因素（5 月：-0.7%，4 月：-0.1%，图表 1）。在去年曾受益于消费品以旧换新政策而销售大涨的品类中，通讯器材销售增速下滑 5.5 个百分点到 0.7%，家电（5 月：-15.6%，4 月：-15.1%）和汽车（5 月：-16.1%，4 月：-15.3%）销售跌幅继续略微扩大。伴随着近几个月房产销售的边际改善，家具和建筑及装潢材料销售跌幅略微收窄。此外，能源类和金银珠宝类销售跌幅亦有所收窄。与此同时，服务零售累计同比增速也下降 0.2 个百分点到 5.4%，尤其是餐饮消费同比增速下跌 1.6 个百分点到 0.6%。

固定资产投资累计同比跌幅 5 月扩大到 -4.1%。这一读数显著低于市场预期（-2.3%）和 4 月读数（-1.6%）。从细分数据来看，三大投资分项累计同比增速均有所下滑（图表 3）。具体地说：

1. **房地产销售仍有边际改善信号，但投资仍弱。**从投资上看，5 月房地产开发投资累计同比跌幅再显著扩大 2.5 个百分点到 -16.2%，低于市场预期的 -14%。新开工面积累计同比跌幅再扩大 0.6 个百分点到 -22.6%。从销售来看，新建商品房销售累计同比跌幅，按销售面积计算，扩大 0.6 个百分点到 -10.8%，但按销售额计算则收窄 1.1 个百分点到 -13.5%（图表 4）。此外，高频数据显示 30 大中城市商品房销售面积在 6 月前 15 日较去年同期增长 4.4%，好于 5 月的 -6.9%（图表 5）。从房价来看，70 大中城市新建商品房

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2026 年 6 月 16 日

浦銀國際

数据点评

中国宏观数据点评



扫码关注浦银国际研究

价格环比跌幅 5 月基本不变，维持在-0.2%。其中，一线城市环比涨幅扩大到 0.2%（4 月：0.1%），二线城市房价环比跌幅维持在-0.1%不变，但三线城市房价环比跌幅扩大 0.1 个百分点到-0.4%（图表 6）。

2. **基建投资累计同比增速再显著下滑 3.7 个百分点到 0.6%。**不过，随着“六张网”建设相关的基建项目陆续开工，我们预计基建投资增速有望逐渐改善，成为稳投资的关键所在。
3. **制造业投资累计同比增速走低 1.6 个百分点到-0.4%。**油价上升导致 PPI 通胀率显著上升，制造业上游成本上涨对投资的负面影响从 4 月数据开始凸显，5 月继续体现。

工业生产总值同比增速回升，且好于市场预期。工业生产总值同比增速从 4 月的 4.1%上升到 5 月的 4.5%，略好于市场预期的 4.4%。从细分数据来看，5 月制造业生产增速反弹 0.4 个百分点到 4.4%，或和 5 月远超预期的出口表现有关。其中，高技术制造业生产增速继续加快 2.3 个百分点到 15.1%。电力、热力、燃气及水生产和供应业的增加值增速再上升 2.3 个百分点到 7.6%。然而，采矿业增加值同比增速再下滑 1.5 个百分点到 2.3%。

尽管实体经济数据大多不及预期，全国城镇调查失业率 5 月再下降 0.1 个百分点到 5.1%，好于市场预期的 5.2%。31 个大城市城镇调查失业率亦下降 0.1 个百分点到 5.1%（图表 7）。尽管如此，我们认为后续还需警惕 AI 发展和内需走弱对失业率的影响。

与此同时，上周发布的 5 月通胀数据喜忧参半。一方面，CPI 同比通胀率维持在 1.2%不变，略低于市场预期的 1.3%。其中，核心 CPI 同比通胀率下滑 0.1 个百分点到 1.1%，食品 CPI 继续走弱，猪价 CPI 同比通胀率连续三个月走弱，新一轮猪肉上行周期或尚未到来。另一方面，PPI 同比通胀率继续走高（图表 8）。能源对 PPI 的支撑作用较 4 月回落，但是我们亦观察到投资对 PPI 的正向激励作用。

5 月出口继续表现强劲，仍受益于强 AI 投资周期和美国对华关税下调。5 月出口同比增速（以美元计）继续超预期加快至 19.4%（4 月：14.1%，市场预期：15.0%，图表 9）。按地区来看，中国对美出口增速再次加快，从 4 月的 11.3%加快到 35.4%，继续受益于美国高等法院取消部分对华关税，去年的低基数也发挥了一定作用。按产品来看，和技术相关的高科技产品（5 月：50.9%，4 月：39.2%）和机电产品（5 月：27.4%，4 月：20.3%）出口增速均继续加快。劳动密集型产品出口相对而言继续低迷。至少在短期内，我们认为 AI 投资和关税下调会继续帮助维持出口高增速，帮助支撑整体中国经济增长。

5 月经济数据显示中国经济的 K 型分化正在加剧。一方面，5 月出口增速超预期，PPI 同比通胀率录得近四年新高，工业生产总值增速 5 月反弹，尤其是高技术制造业生产增速继续走高。另一方面，零售消费增速自 3 月以来接连走弱，5 月已经转负。固定资产投资累计同比跌幅亦继续扩大。房产销售虽有边际改善信号，但是从 5 月房价环比跌幅基本不变和新建商品房销售面积累计同比跌幅扩大来看，其边际改善的可持续性仍面临挑战。5 月信贷数据亦显示信贷需求依然偏弱。

我们认为下半年政策刺激或视经济运行情况而定，推出增量刺激政策的概率和潜在规模或均低于去年下半年。具体地看，

在财政政策上，我们曾提到稳投资相比促消费获得更多政策关注，政府或加快地方政府专项债、特别国债和新型政策性金融工具的发行和使用，以推动“六张网”建设和基建投资改善。近期确实在投资领域屡屡看到新举动，包括：1) 5月28日，国务院印发《城市更新“十五五”规划》；2) 6月8日，[新华社](#)报道我国“十五五”期间开工建设的首个国家重大标志性工程——三峡水运新通道破土动工。此外，6月9日[彭博社报道](#)称中国政府将在未来5年斥资人民币2万亿元在全国范围内建设数据中心，以推动本土人工智能行业发展。

我们认为接下来短期稳投资仍是财政政策重点所在，促消费政策仍以落实2500亿元消费品以旧换新资金和1000亿元财政金融协同促内需资金为主。中期来看，我们认为在下半年推出增量财政刺激的阈值或较去年更高。不过，如果内需疲软一直持续，影响到就业市场目标和经济增速目标的实现，那么我们不排除下半年推出增量财政刺激措施的可能性。即便推出，规模或不及去年同期的1万亿元。尤其在促消费方面，如果消费持续低迷，对实现今年经济增速目标形成明显拖累，那么我们认为消费补贴政策或有望扩容到服务消费，支持资金也可能追加。

在货币政策上，我们预计接下来的货币宽松政策将变得更加依赖经济形势和数据。5月新增人民币贷款和新增社融虽然好于市场预期，但是从存量来看，人民币贷款和社融同比增速继续下滑（图表10），信贷需求偏弱的情况并未改善。尽管如此，考虑到输入性通胀压力和偏低的市场利率（图表11），我们依然认为短期内央行或不会降准降息，而是更倾向于使用结构性工具定向支持经济的薄弱环节。不过从中期来看，我们认为为改善当前低迷的信贷需求，或仍有必要降息。如果通胀压力有所缓解，经济动能继续走弱，那么我们认为央行在今年下半年仍有可能降息10个基点和降准50个基点。

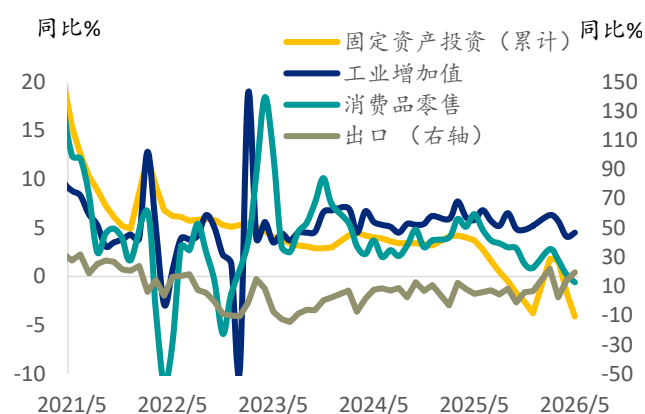
投资风险：下行风险：内需迟迟没有复苏、中美关系再次急速恶化；上行风险：霍尔木兹海峡开放导致的油价下滑幅度大于我们预期、美国对华关税降幅大于我们的预期。

图表 1：社会消费品零售总额增速 5 月再次下滑，实物消费走弱较多

	5月同比增速 (%)	4月同比增速 (%)	2019年同期 (%)	5月/ 19年同期 (%)
社会消费品零售总额	-0.6	0.2	8.6	-7.0
服务零售 (累计)	5.4	5.6		
餐饮	0.6	2.2	-18.9	-3.2
商品零售	-0.7	-0.1	-0.8	87.5
必需品				
日用品类	1.6	3.5	11.4	14.0
能源类	-3.2	-6.5	3.1	-103.2
自选消费				
服装鞋帽针纺织品类	3.8	3.6	4.1	92.7
化妆品类	2.5	4.7	16.7	15.0
金银珠宝类	-8.9	-21.3	4.7	-189.4
通讯器材类	0.7	6.2	6.7	10.4
汽车类	-16.1	-15.3	2.1	-766.7
住房相关				
家用电器和音像器材类	-15.6	-15.1	5.8	-269.0
家具类	-8.7	-10.4	6.1	-142.6
建筑及装潢材料类	-13.6	-13.8	-1.1	-1236.4

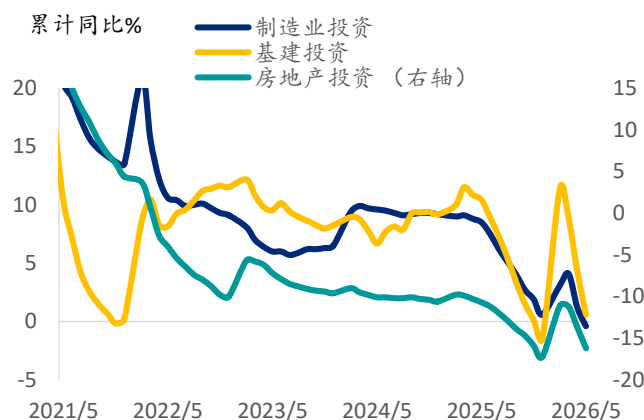
资料来源：国家统计局、同花顺、浦银国际

图表 2：出口和工业增加值同比增速加快，但固定资产投资和消费品零售增速下滑且低于市场预期



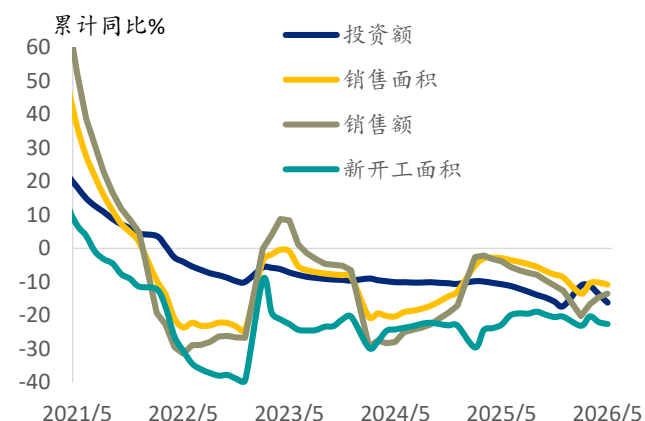
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 3：固定资产投资三大分项累计同比增速 5 月继续下滑



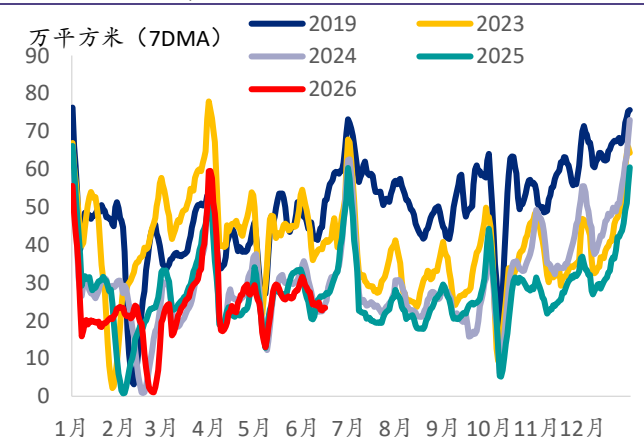
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 4：5 月房产销售累计同比跌幅按销售额计算继续收窄，但投资和新开工跌幅仍扩大



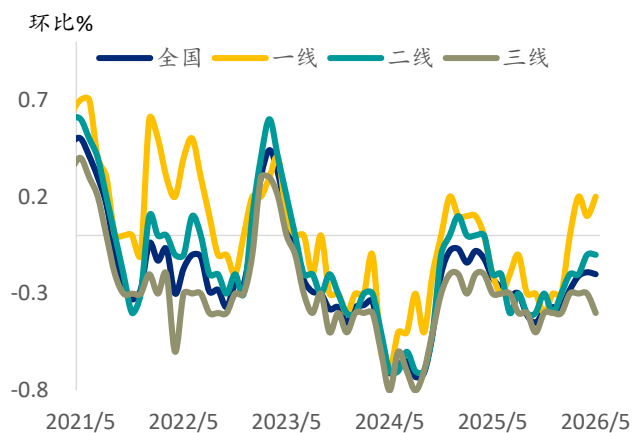
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 5：30 大中城市商品房销售 6 月前 15 日较去年同期增长 4.4%，好于 5 月的-6.9%



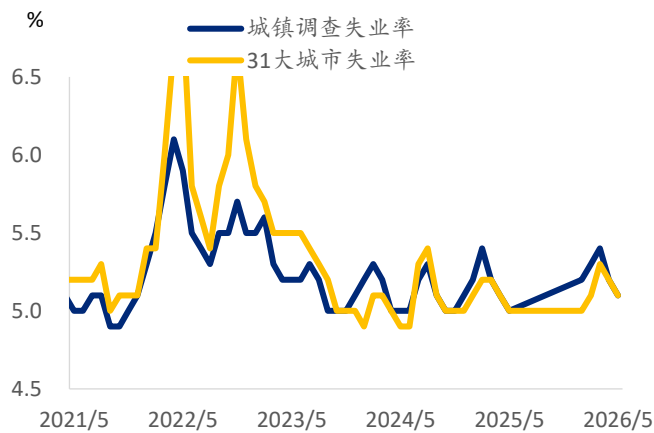
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 6：70 大中城市新建商品房价格环比跌幅 5 月基本不变



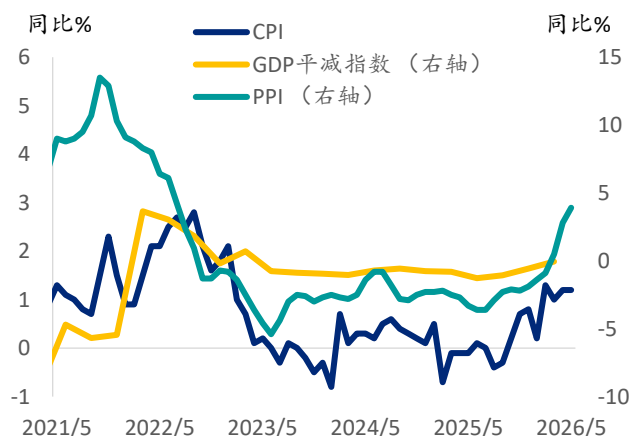
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 7：5 月全国城镇失业率继续回落



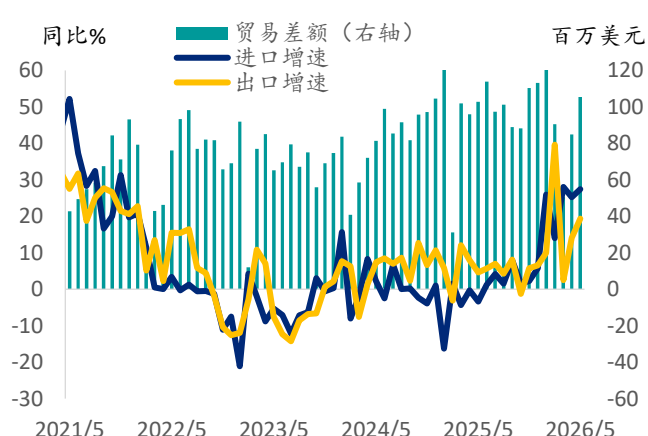
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 8：CPI 同比通胀率 5 月维持不变，低于市场预期，但 PPI 继续走高



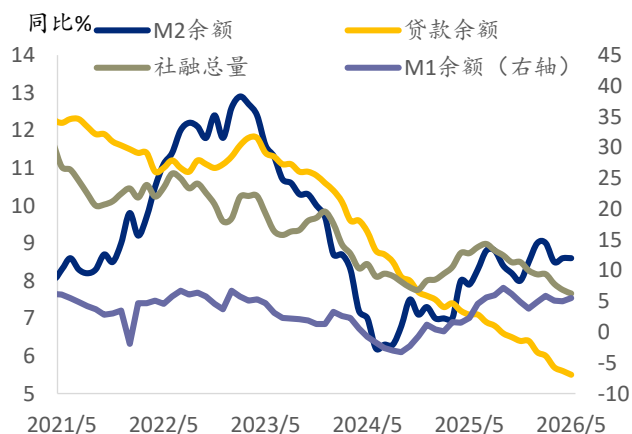
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 9：5 月出口增速再次走高，继续受益于强 AI 投资周期和美国对华关税下调



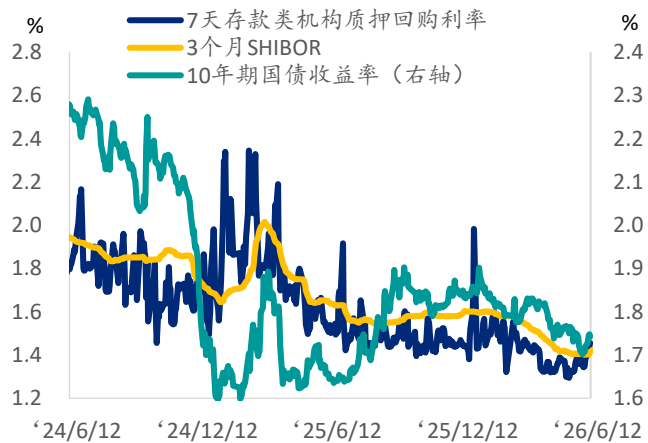
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 10：人民币贷款和社融总量同比增速继续下滑



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 11：市场利率仍维持在低位，或制约央行货币宽松政策空间



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 12：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2026 年 5 月 28 日	中国宏观经济 2026 年中期展望：从 K 型分化逐渐走向经济均衡
2026 年 5 月 18 日	中国宏观数据点评：4 月实体经济数据整体不及预期，但就业市场和高技术产业表现有所改善
2026 年 5 月 15 日	宏观策略联合解读：特朗普再次访华，短期关系或维持稳定但分歧仍在
2026 年 4 月 28 日	月度中国宏观洞察：一季度经济增速超预期，接下来经济和政策将怎么走？
2026 年 4 月 16 日	中国宏观数据点评：一季度经济增速超预期，但 3 月实体经济数据大多不及预期
2026 年 3 月 31 日	月度中国宏观洞察：解析全国两会和“十五五”规划纲要提供的经济社会发展线索
2026 年 3 月 27 日	宏观主题研究：油价持续走高将如何影响中美经济走向？
2026 年 3 月 17 日	中国宏观数据点评：1-2 月实体经济数据回升，2026 年经济迎来“开门红”
2026 年 3 月 5 日	2026 年《政府工作报告》解读：在稳增长、调结构和促改革之间取得更好平衡
2026 年 3 月 2 日	美国和以色列联合袭击伊朗对中美宏观经济的影响
2026 年 2 月 12 日	月度中国宏观洞察：对两会有什么期待？
2026 年 1 月 19 日	中国宏观数据点评：四季度经济增速符合预期，但 12 月数据反映内需仍弱
2025 年 12 月 15 日	中国宏观数据点评：实体经济数据 11 月增速继续放缓，明年年初政策刺激可期
2025 年 12 月 11 日	中央经济工作会议解读：适度政策刺激下的经济再平衡之路
2025 年 11 月 14 日	中国宏观数据点评：实体经济数据 10 月增速放缓，但或尚不足以触发显著政策刺激
2025 年 11 月 11 日	2026 年中国宏观经济展望：“十五五”开局年的经济再平衡之路
2025 年 10 月 31 日	宏观策略联合解读：中美元首会晤取得阶段性成果，有望提振短期市场情绪
2025 年 10 月 30 日	月度中国宏观洞察：四中全会指明“十五五”方向，中美贸易关系再次缓和
2025 年 10 月 23 日	二十届四中全会公报中的“十五五”时期发展方向线索
2025 年 10 月 20 日	中国宏观数据点评：三季度经济增速略超预期，但 9 月实体经济数据显示内需继续走弱
2025 年 10 月 13 日	特朗普宣称将对加征 100% 关税，如何看待中美关税战前景？
2025 年 9 月 30 日	月度中国宏观洞察：对四中全会和“十五五”规划有何期待？
2025 年 9 月 29 日	国家发改委推出新型政策性金融工具，推动扩大有效投资
2025 年 9 月 15 日	中国宏观数据点评：8 月实体经济数据继续走弱，期待政策支持
2025 年 9 月 2 日	宏观主题研究：基建投资增速缘何下滑，会持续多久？
2025 年 8 月 29 日	月度中国宏观洞察：7 月实体经济数据走弱，对政策刺激有何期待？
2025 年 8 月 15 日	中国宏观数据点评：7 月实体经济数据走弱
2025 年 7 月 30 日	月度中国宏观洞察：二季度经济好于预期，但下半年挑战犹存
2025 年 7 月 15 日	中国宏观数据点评：二季度 GDP 继续超预期，但 6 月数据显示内需放缓
2025 年 6 月 25 日	月度中国宏观洞察：内需复苏分化，短期政策或仍重落实
2025 年 6 月 16 日	中国宏观数据点评：5 月消费表现强劲，但投资和生产数据逊于预期
2025 年 5 月 24 日	2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025 年 5 月 19 日	关税担忧拖累 4 月经济表现，政策短期内或转入“边走边看”模式
2025 年 5 月 7 日	降准降息和其他一揽子金融政策支持发布
2025 年 5 月 2 日	月度中国宏观洞察：一季度经济好于预期，二季度起迎战高关税
2025 年 4 月 16 日	中国宏观数据点评：一季度 GDP 和 3 月实体经济数据均好于预期，后续关注关税影响和增量刺激政策
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 31 日	月度中国宏观洞察：两会明确政策方向，迎接更严峻外需挑战
2025 年 3 月 17 日	中国宏观数据点评：1-2 月实体经济数据均好于预期
2025 年 3 月 5 日	2025 年《政府工作报告》解读：以促内需和发展新质生产力为重点助力经济增长
2025 年 2 月 11 日	月度中国宏观洞察：消费动能尚可，关税战提前增加经济不确定性
2025 年 1 月 17 日	四季度经济增速超预期加快，12 月实体经济数据再显政策成效
2025 年 1 月 8 日	大规模设备更新和消费品以旧换新政策再次升级
2024 年 12 月 16 日	11 月消费和投资增速放缓，经济复苏仍需政策支持
2024 年 12 月 12 日	中央经济工作会议解读：政策刺激继续，将扩大内需摆在更重要位置
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 15 日	10 月实体经济数据继续体现政策成效，但复苏尚不均衡和稳固
2024 年 11 月 8 日	人大常委会公布地方政府化债资金规模并预告后续财政刺激政策
2024 年 11 月 6 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 对中国经济和金融市场影响几何？

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

