

弱修复、强分化，稳增长政策需接续发力

——2026 年 5 月经济数据点评

作者：
中诚信国际 研究院

院长 袁海霞

hxyuan@ccxi.com.cn

研究员 张堃

kzhang02@ccxi.com.cn

研究员 张瀚文

hwzhang@ccxi.com.cn

研究员 王俊力

jlwang.wang@ccxi.com.cn

开年经济数据普遍回暖，关注地缘冲突风险外溢，2026 年 3 月 16 日

经济完成 5% 目标的结构性亮点与制约，2026 年 1 月 19 日

政策错位下“高基数”影响显现，10 月经济再度全面放缓，2025 年 10 月 16 日

供强需弱的格局再强化，年内完成增速目标压力不大，2025 年 9 月 15 日

经济内生动能走弱，增长压力初现下政策呵护仍有必要，2025 年 8 月 15 日

经济“压力考”过半，政策针对性发力至关重要，2025 年 7 月 15 日

消费表现亮眼，内外需扰动或加大下半年经济压力，2025 年 6 月 16 日

外部冲击显现，经济整体维持韧性，2025 年 5 月 15 日



一、国内经济：经济延续弱修复，新旧、内外需分化加剧

■ 5 月经济数据走弱受中东地缘冲突冲击、高基数、政策接续偏慢等多重因素影响。5 月来自投资、消费等数据再度走弱，其中投资跌幅进一步扩大，社零增速为 20-22 年特殊时期外首次转负，除去年同期政策效应（基建投资、以旧换新）的年内基数高点影响外，也反映当前商品消费刺激效果退坡、地方债发行和落地偏慢、中东冲突对企业扩产投资决策造成扰动、新旧动能转换阵痛等方面的综合影响。尤其需要注意的是，二季度是政策接续的空窗期，在政策效应褪去后经济内生动能偏弱的特征尤为突出，5 月居民与企业短期、中长期信贷均同比少增，经济修复基础仍然不牢固，需要政策适时发力托底经济稳步增长。

■ （一）5 月工业生产边际回升，外需和高技术产业仍是主要支撑。5 月规模以上工业增加值同比增长 4.5%，较 4 月回升 0.4 个百分点；季调环比增长 0.4%，较 4 月的 0.05% 明显改善。5 月制造业 PMI 生产指数为 51.2%，连续 3 个月保持在 50% 以上的扩张区间，表明生产端景气度整体保持平稳。4 月部分化工、钢铁等重工业检修淡季结束，外加高温天气催生火电等保供需求，企业开工率边际修复，叠加前期出口抢单和积压订单仍在继续交付，带动工业生产较 4 月有所回升。但需要注意的是，5 月 PMI 新订单指数和新出口订单指数分别回落至 49.9%、48.6%，均由扩张区间转为收缩区间，或意味着本月生产修复更多来自前期订单释放，后续若新增订单不能及时接续，工业生产修复的持续性仍面临一定压力。

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731

gzhao@ccxi.com.cn

- **外需与高技术产业增长仍是工业生产韧性的核心来源。**从需求结构来看，在本月商品消费增速回落、制造业投资趋于放缓的背景下，出口成为拉动工业生产的重要力量。5 月工业企业出口交货值同比增长 10.1%，虽较 4 月小幅回落 0.5 个百分点，但仍高于整体工业生产增速 5.6 个百分点，出口对工业生产的支撑力度仍然较强；高出口依赖行业工业增加值同比增长约 11.0%，明显高于低出口依赖行业的 2.9%，生产端“外需强、内需弱”的结构特征进一步延续。**从生产结构来看，高科技产业与传统产业的分化进一步加剧。**5 月计算机、通信和其他电子设备制造业、专用设备制造业工业增加值分别同比增长 17.0%、9.1%，显著高于整体工业增加值增速，而部分原材料和传统制造行业生产仍然偏弱。
- **能化行业生产继续承压，美伊冲突带来的成本扰动仍是重要影响因素。**进入 5 月后，虽然市场对冲突的急性冲击已有一定消化，但能源运输扰动尚未完全解除，相关行业生产仍然偏弱。从细分行业看，5 月石油和天然气开采业工业增加值同比增长 1.5%，较 4 月回落 3.1 个百分点；化学原料及制品制造业同比由 4 月的 5.3% 大幅回落至 0.3%，有色金属冶炼及压延加工业同比降至 -4.5%，非金属矿物制品业仍处于负增长区间。上述行业一方面受到美伊冲突以来原油、航运保险和运输成本抬升的影响，生产成本和开工意愿承压；另一方面也反映地产链、基建链疲软对中上游原材料需求不足。
- **服务业生产小幅回升，高技术服务业维持高增，假期出行对交通运输等服务业形成一定支撑。**5 月服务业生产指数同比增长 4.4%，较 4 月小幅回升 0.1 个百分点。根据统计局已公开数据，信息传输、软件和信息技术服务业同比增长 11.6%，仍维持两位数增长，高技术服务业增速仍然位居前列；交通运输、仓储和邮政业同比增长 4.8%，或与“五一”假期出行、物流活动边际改善有关。服务业商务活动指数升至 50.3%，较 4 月回升 0.7 个百分点，重新回到扩张区间，业务活动预期指数维持 55.4%，服务业景气较 4 月有所修复。

图 1：5 月我国工业生产有所回升

图 2：5 月工业增加值季调环比增长 0.4%，略低于季节性均值 0.52%

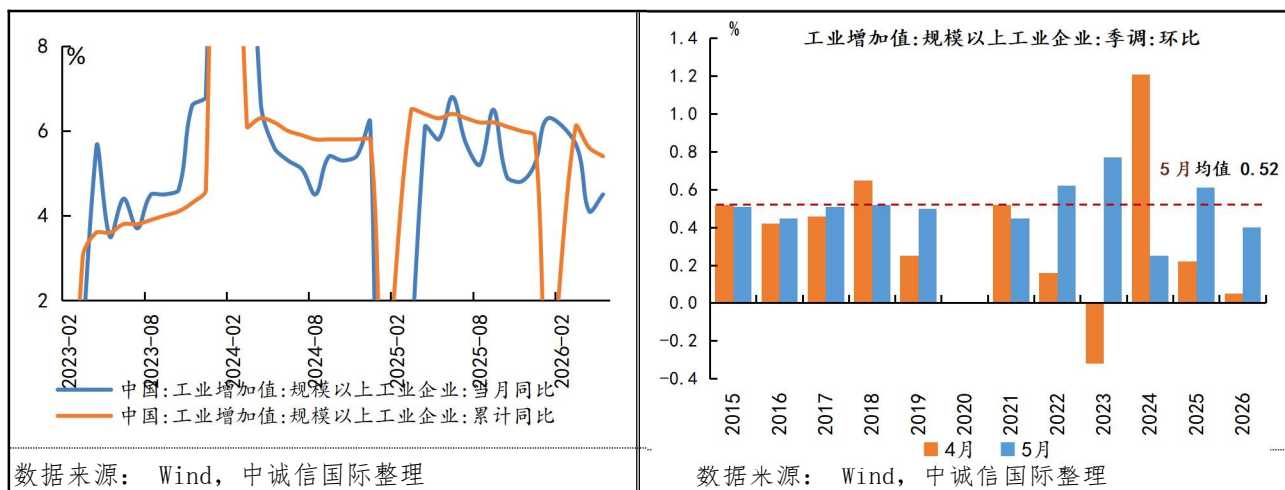


图3: 去年四季度以来, 面向外需的主要行业的生产表现持续走强

图4: 外需仍是开年工业生产的主要支撑项

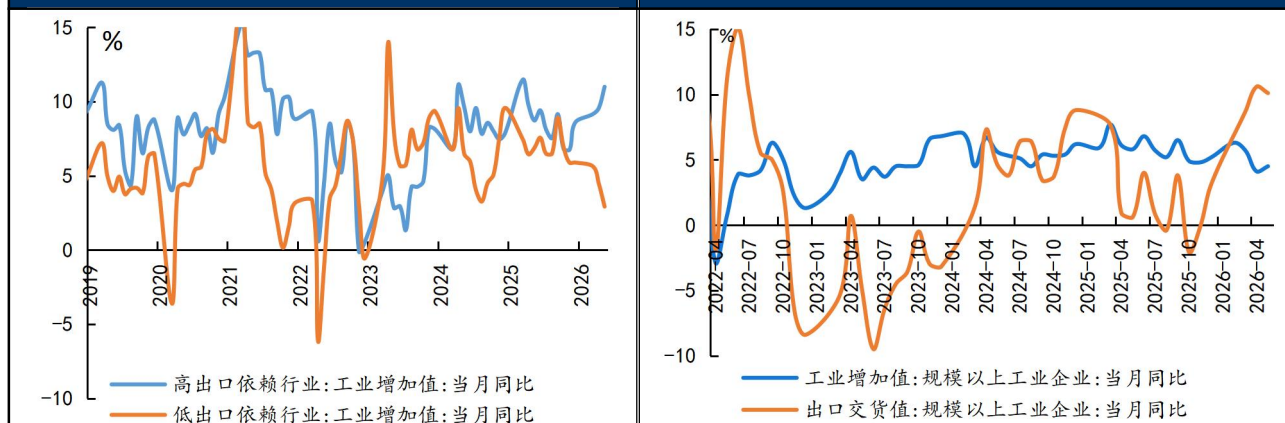


图5: 5月工业生产分化加剧, 计算机、通信等高科技行业生产进一步增强, 化工、有色金属冶炼等受中东冲突影响进一步走弱

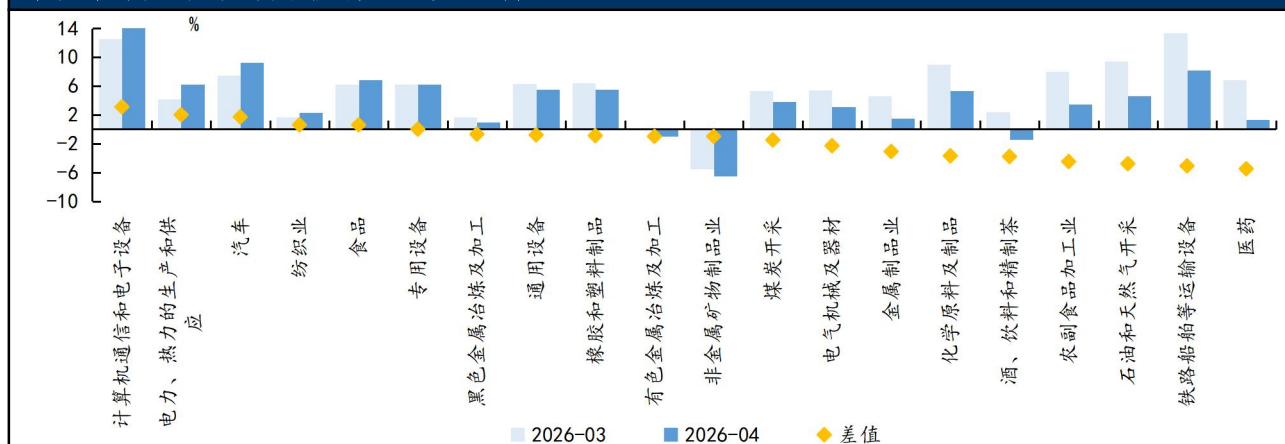
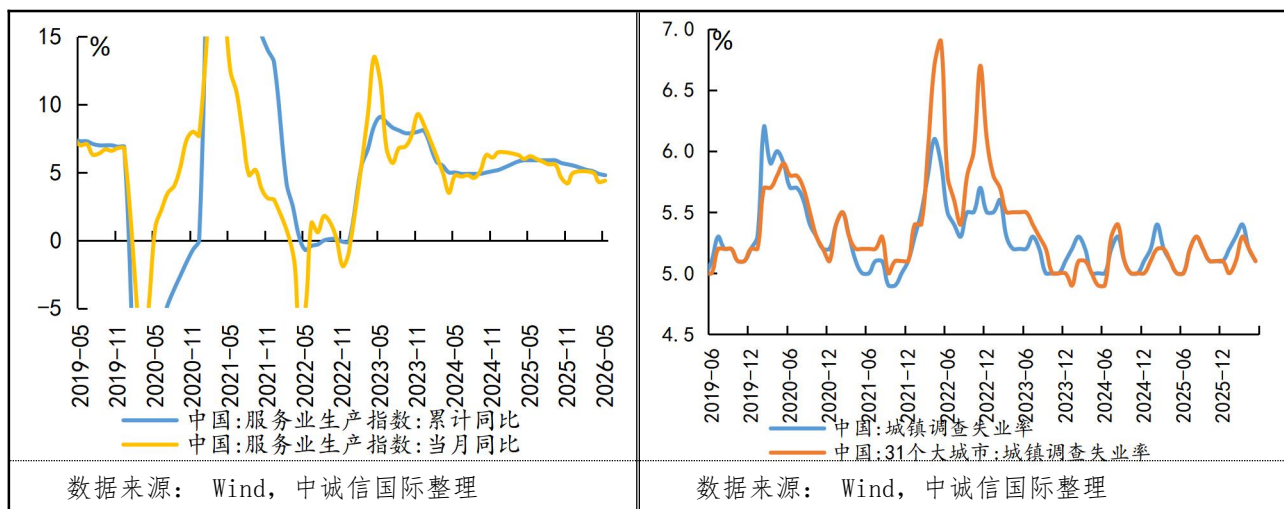


图6: 5月服务业生产指数同比微升

图7: 5月城镇调查失业率稳中有降

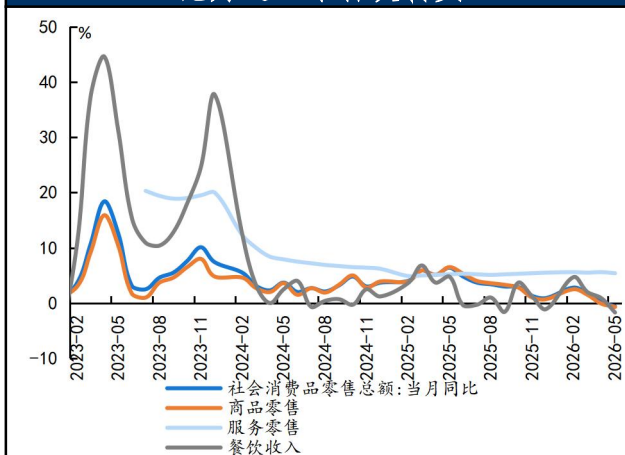


■ **（二）5 月社零同比转负多受补贴效应退坡及高基数影响，需客观看待，服务消费仍然相对具有韧性。**5 月社零同比下降 0.6%，较上月进一步下滑 0.8 个百分点，为 23 年以来首度单月转负，1-5 月社零累计同比也下降至近三年新低水平 1.4%。值得注意的是，考虑到当前消费结构转型的背景下社零数据不能反映我国消费全貌，统计局首度公布社会消费商品和服务零售总额数据（1-5 月同比增长 2.8%），我国消费整体仍有支撑。拆分消费结构来看，1-5 月服务零售额增长 5.4%，商品零售额增长 1.2%，服务与商品消费的增速差进一步扩大 0.3 个百分点至 4.2%。消费数据的走弱反映出居民消费能力和意愿有待进一步提升，但也要看到新型消费、消费升级带来的结构性支撑，后续提振消费政策仍需加大力度。

➤ **5 月商品零售跌幅扩大，主要与高基数、前期置换需求充分释放后的透支效应、成品油、通信工具等商品涨价等因素有关。**从以旧换新覆盖品类的消费表现看，5 月主要五大补贴类商品的加权社零增速进一步下滑 0.6 个百分点至 -12.2%。一方面因为去年 5 月为以旧换新的年内政策效应高点，相应 5 大类商品社零增速为 16.9%，为年内最高基数；另一方面，前期置换需求已基本释放，二季度前期仍有延续性的消费电子产品的社零增速也出现大幅下滑，5 月虽正逢 618 促销活动，但家电、家具、通讯器材等主要消费项并未出现显著改善，单纯依靠商品刺激政策拉动消费的政策效力正逐渐减弱。相较而言，5 月化妆品、药品、日用品等必选消费相对具有韧性，同时金融数据中能够反映消费的居民短期贷款连续两月为负，居民的消费意愿仍没有明显改善。

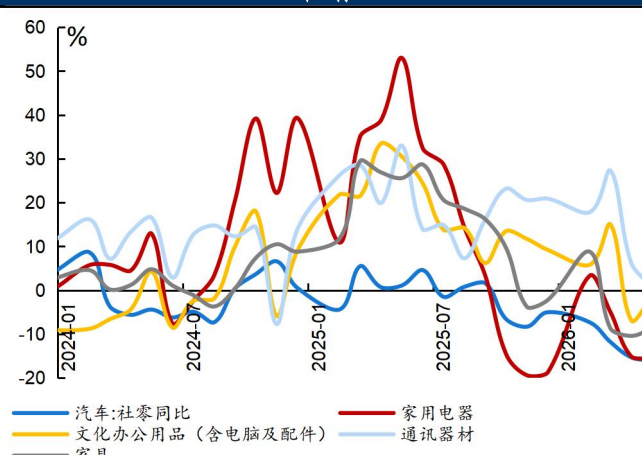
- 服务消费维持韧性增长，但较前月略有下滑。据商务部数据显示，五一假期 78 个步行街（商圈）营业额同比增长 5.3%，这一增速低于清明假期的 6.7%。五一国内出游总花费同比增长 2.9%，也低于清明假期的 6.7%，五一假期的消费表现整体不及预期。

图 8：消费修复基础尚不牢固，5 月社零同比为近三年首次转负



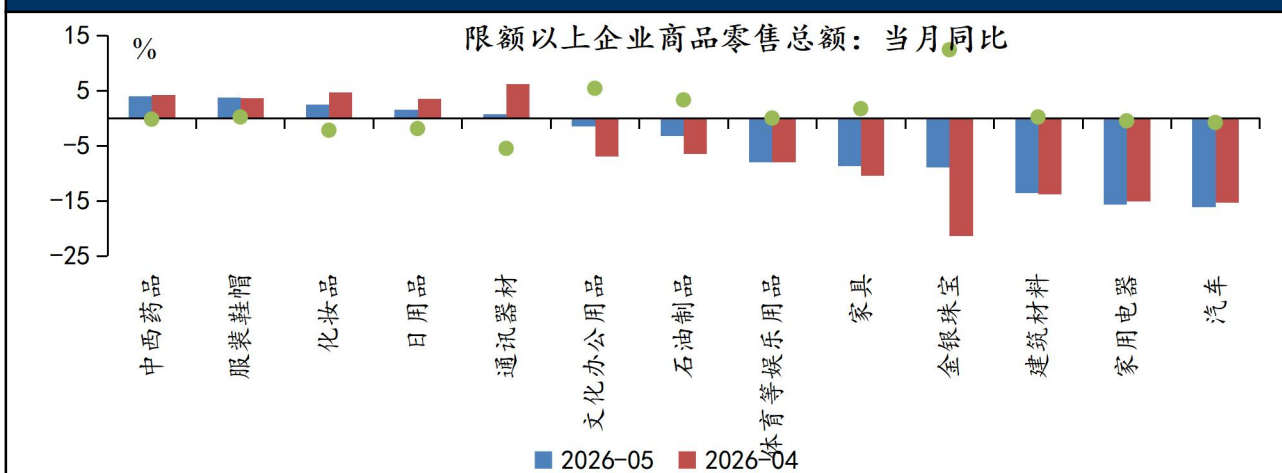
数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 9：以旧换新品类商品的社零增速大多延续下滑



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 10：分品类看，5 月化妆品、药品、日用品等必选消费相对具有韧性

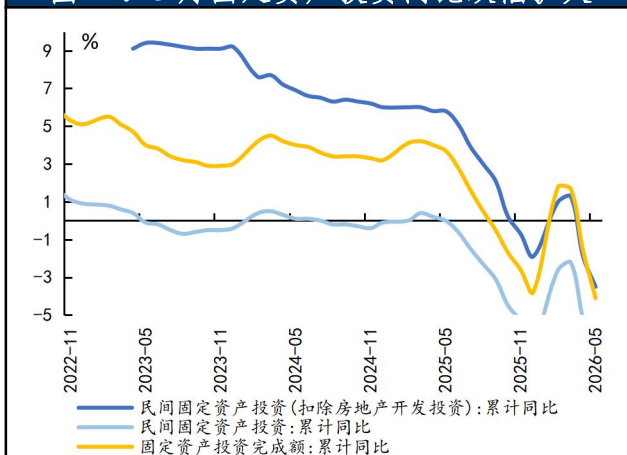


数据来源：Wind，中诚信国际整理

- （三）固定资产投资跌幅继续扩大，背后既受到中东冲突扰动、地方债发行和落地偏慢等短期因素影响，也反映出当前经济处于新旧动能转换阶段的结构性特征。1-5 月固定资产投资同比增速较前四月下降 2.5 个百分点至 -4.1%，除去年同期为年内较高点的基数影响外，5 月固定资产投资环比也大幅转负（-1.91%），投资修复基础仍然不

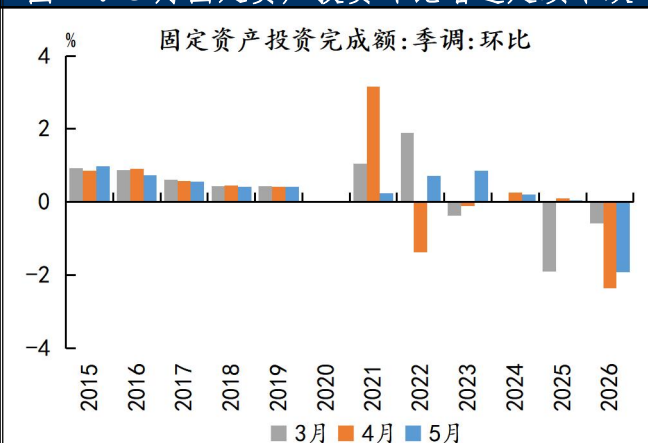
牢固。从投资结构看，三大投资项均边际回落，设备工器具购置投资仍然是主要支撑项。1-5 月设备工器具购置投资增速仍然维持 9.3% 的高位增长，而建安投资已连续三月回落，截至 5 月跌幅进一步扩大至 6.6%，除项目落地偏慢外，或也反映原材料价格上涨对建筑活动的持续压制。民间投资方面，1-5 月民间投资完成额同比下降 7.1%，较前值进一步回落 2 个百分点，扣除房地产开发投资后的跌幅进一步扩大，地缘冲突对企业扩产投资预期的影响仍然存在。

图 11：5 月固定资产投资同比跌幅扩大



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 12：5 月固定资产投资环比增速延续下跌

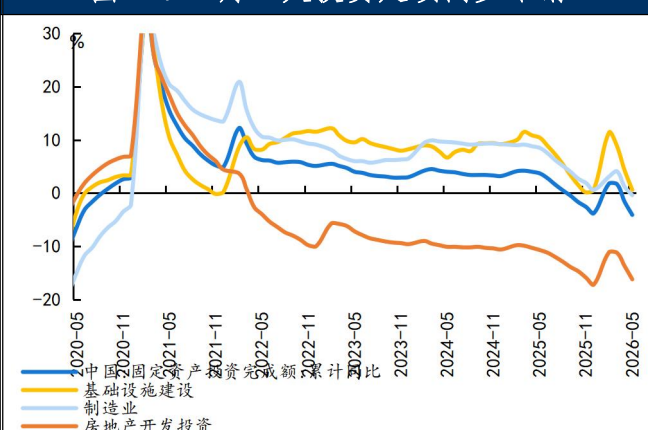


数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 13：设备工器具购置投资仍是主要支撑



图 14：5 月三大投资延续同步下滑

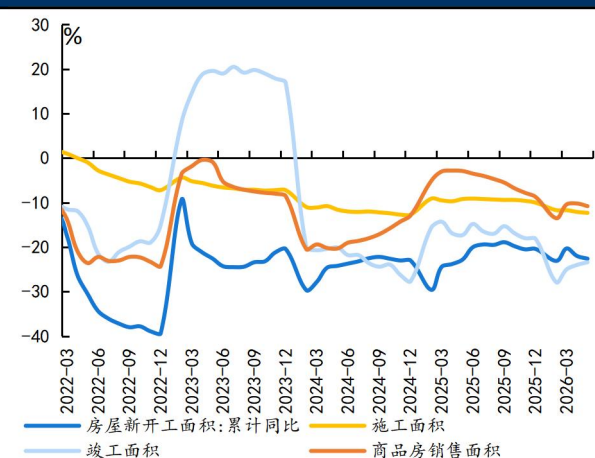


➤ 地产销售延续分化式复苏态势，核心一线城市受益于改善性需求，二三线城市成交低迷，地产投资的拐点尚未确认。从销售端表现看，核心一线城市率先出现量价回暖的迹象，总体呈结构性修复态势。量的方面，5 月地产销售延续结构修复态势，二手房的销售表现整体好于新房，其中商品房销售面积同比降幅小幅扩大，14 城二手房成交持续高于过去两年水平，尤其是主要一线城市如北京、上海、深

圳、苏州二手房成交量明显高于过往同期水平，但二三线城市楼市成交仍然低迷。价的方面，各能级城市中，仅有一线城市新房和二手房价格延续环比上涨，背后主要受核心地段的改善性需求支撑。投资端表现看，1-5 月地产投资跌幅较前四月再度扩张 2.5 个百分点至 16.2%。此外，地产新开工、施工面积跌幅也延续走阔，房地产市场整体“缩量提质”的格局没有改变，房企拿地态度依旧谨慎，投资意愿偏弱。

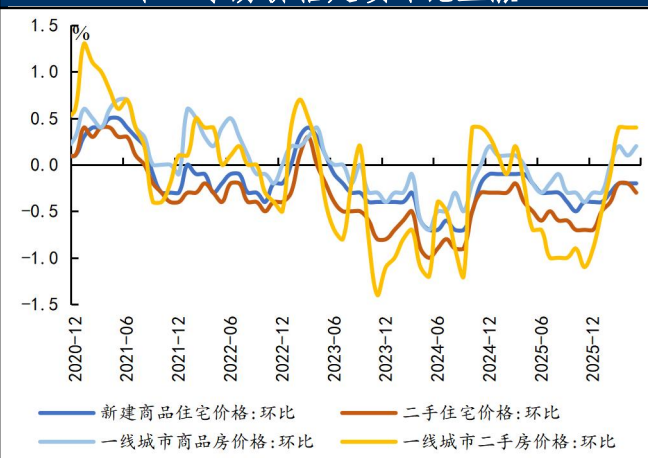
- **5 月基建投资继续走弱，除基数影响外，当前地方政府债支出和项目落地进展仍然偏慢。**1-5 月基建同比较前四月进一步回落 3.7 个百分点至 0.6%，其中，部分收到高基数的影响（去年 5 月基建投资基数仍处于 10% 以上的高位水平），但根本原因仍在于政府债券的发行节奏偏慢，项目落地节奏滞后。1-5 月新增专项债发行 1.5 万亿元，完成全年限额进度的 34.0%，继 4 月发行节奏放缓后，年内首次慢于去年同期，而从委托贷款等前置指标看，今年 8000 亿元政策性金融工具或尚未使用。此外，二季度以来项目开工和落地不及预期，4 月全国固定资产投资新开工项目计划总投资同比下降-18.3%，5 月建筑业 PMI 指数(48.8%)，虽较上月小幅回升，但整体仍处于较低水平。除发行节奏偏慢意外，项目储备衔接慢、资金用途与实际需求不匹配、配套资金筹措落地难、资金使用效率偏低等多重因素也一定程度上制约政策效能的发挥。
- **制造业投资除特殊时期外首度转负，新旧分化显著，地缘冲突对投资的抑制作用仍然存在。**1-5 月制造业投资同比增速下滑 1.6 个百分点至-0.4%，为特殊时期以外首次转负。拆分结构来看，高技术产业如航空、航天器及设备制造业投资仍维持 20% 以上的增长，AI 产业链相关的计算机、通信和其他电子设备制造业以及纺织业（电子布）的投资仍维持较高水平。制造业投资下行或主要受中东地缘扰动、输入型通胀传导受阻等因素拖累。二季度能化产业（化学原料、金属制品）及下游制造业（食品、纺织服装）的投资均有不同程度的下行，5 月就已公布的数据看，相关产品跌幅进一步扩大，其中化学原料及制品投资跌幅扩大 2.3 个百分点至 5.9%。当前上下游产业盈利已出现了分化的特征，1-4 月中游、下游工业企业利润占比分别较去年全年下降 7.6、1.3 个百分点，若后续价格分化压力进一步加大，可能对中下游制造业的生产投资带来挤出效应。

图 15：5 月地产新开工、施工面积跌幅扩大



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 16：5 月各能级城市中，仅有一线城市新房和二手房价格延续环比上涨



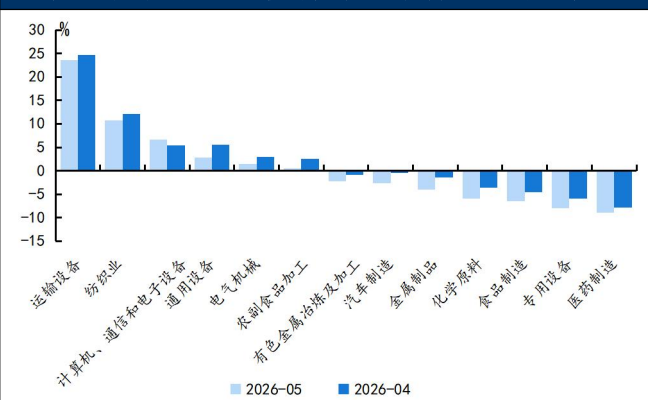
数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 17：5 月基建投资拉动作用延续走弱



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 18：制造业投资中高技术制造业仍是主要支撑，中东冲突的扰动对部分行业的影响显现



数据来源：Wind，中诚信国际整理

- 二季度以来，经济下行压力有所加大，内需偏弱对经济修复的制约再显现，展望后续，伴随地缘冲突对经济的扰动边际缓和以及基数效应消退，下半年经济有望温和回升，但在经济内生修复动能偏弱、存量政策工具的落地节奏偏慢的背景下，需做好必要的政策承接，稳定年内经济预期。外需方面，近期美伊冲突出现改善的迹象，双方将于 6 月 19 日签署谅解备忘录并解除海运和贸易限制，地缘冲突对经济的外溢影响有望进一步下降。同时，以 AI 为核心的新兴产业发展带动全球制造业需求上升，总体利好全年出口与高技术产业的生产与投资表现。**消费方面**，伴随以旧换新政策的基数效应消退，预计后续来自高基数对商品消费的压制或进一步减轻，商品消费有望实现企稳，服务消费仍受随后端午及暑假假期效应支撑，但五一假期后航班客运量等高频出

行指数出现明显回落，预计及燃油附加费上调仍然对年内出行消费形成压制。投资方面，年中地方债、超长期特别国债进入集中发行期，后续存量工具的落地或进一步提速，基建投资仍是全年投资的主要拉动项。伴随地缘扰动对制造业投资的压制边际缓和，前期持观望态度的企业投资意愿可能边际上升，后续民间投资有望得到修复。综合来看，当前经济增速放缓有趋势性、结构性、周期性等旧问题影响，也受地缘冲突扰动等外溢效应冲击，我们认为全年经济呈 U 型修复，二季度大概率是全年经济运行的阶段性低点，经济增速或下滑至 4.6% 左右，下半年经济增速有望逐季回升，中性情形下全年经济增速或实现 4.8%。后续仍需要加快现有政策的落地节奏和效率，做好必要的政策承接，若经济基本面进一步下滑，有必要在年中适时出台增量政策，以保证经济的持续稳定运行。

二、全球经济：中东局势缓和推动风险溢价回落，全球经济仍面临滞胀与贸易放缓压力

5 月中旬至 6 月中旬，中东局势由冲突拉锯逐步转向谈判。6 月 14 日，美国与伊朗宣布在巴基斯坦斡旋下形成和平框架，计划于 6 月 19 日正式签署协议并重新开放霍尔木兹海峡，但核问题、制裁安排及协议执行机制仍待明确。和平预期推动原油供应中断和航运受阻风险下降，全球市场风险偏好有所修复。不过，前期能源涨价已向生产成本和通胀传导，日本、欧洲等央行已开启加息，美联储加息预期下降但不排除可能性，全球经济仍处于低增长、高通胀与政策分化并存的阶段。

资产价格层面，近一个月全球市场呈现出“能源风险溢价回落、权益资产修复、政策预期重估”的特征。首先，随着美国与伊朗达成和平框架，市场对霍尔木兹海峡长期关闭的担忧明显缓解。6 月 15 日至 16 日，布伦特原油价格连续大幅回落，由冲突期间超过 120 美元/桶的高位降至 82—83 美元/桶附近，创近三个月新低。市场普遍预期霍尔木兹海峡将在未来数周逐步恢复正常通航，能源供给最悲观情景已明显降温，但由于修复原油基础设施、重建航运保险与贸易信任均需时日，短期内原油价格及能源供应仍难以恢复至冲突前状态，对全球供应链的影响或仍有延续。其次，从股债汇联动看，近期市场波动本质上围绕通胀预期展开。6 月 5 日美国公布 5 月非农就业数据为 17.2 万人，高于市场预期的 8.5 万人，强化了市场对需求韧性和通胀粘性的担忧，推动美债收益率和美元指数上行，股市和黄金承压。6 月 15 日美伊和平框架初步达成后，能源供给中断风险下降，油价回落带动通胀预期降温，利率

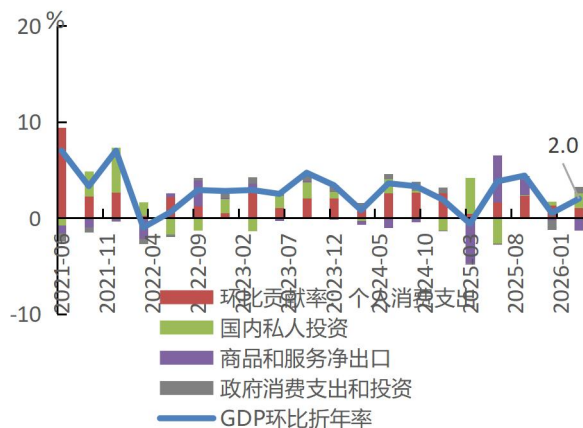
压力缓和，风险资产随之反弹。

从经济增长、通胀与货币政策层面来看，能源风险缓和降低了滞胀尾部风险，但并未改变主要央行短期维持谨慎甚至偏紧的政策取向。欧洲和日本央行已于本月开启加息，欧洲央行在 6 月 11 日加息 25 个基点，存款机制利率升至 2.25%，为近三年来首次加息；日本央行也于 6 月 16 日将政策利率从 0.75% 上调至 1.0%，为 31 年来最高水平。两大央行的加息行动均直接指向中东冲突引发的输入性通胀风险。相较之下，在美国央行 6 月 16—17 日的议息会议中，市场普遍预期美联储将维持利率不变，但 5 月美国 CPI 同比升至 4.2%（前值 3.8%），PPI 升至 6.4%（前值 5.7%），表明前期能源涨价已开始通过供应链向终端价格传导，就业形势向好下，美联储降息条件将进一步收紧。整体来看，“低增长、高通胀”的滞胀阴影虽因油价回落有所缓解，但全球货币政策收紧的拐点远未到来。

贸易和供应链层面，能源运输风险边际缓和与全球贸易动能放缓并存。随着美伊和平框架形成，霍尔木兹海峡长期关闭的尾部风险下降，油轮绕行、能源运输保险和交货不确定性有所缓解，有助于降低能源进口国的生产和运输成本。但从实际运行看，前期油价上涨、航运保险费率上升和运输排期紊乱仍会继续影响企业库存、订单交付和出口报价。WTO 6 月 5 日发布的货物贸易晴雨表显示，全球货物贸易景气指数从 1 月份的 102.3 降至当前的 101.7，尽管指数仍处于景气区间，但增长动能已有放缓迹象。AI 投资带动的电子零部件需求对贸易形成支撑，但中东冲突和高能源价格仍对运输和生产成本构成拖累。世界银行 6 月《全球经济展望》也将 2026 年全球经济增速预测下调至 2.5%，低于 2025 年的 2.9%，并提示能源供应扰动、商品价格波动和政策不确定性仍是主要下行风险。

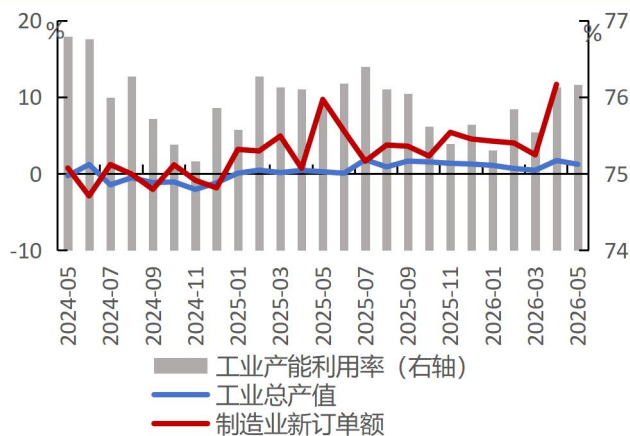
美国宏观经济：

图 19：美国一季度 GDP 增速达 2%，较 2025 年四季度加速回暖



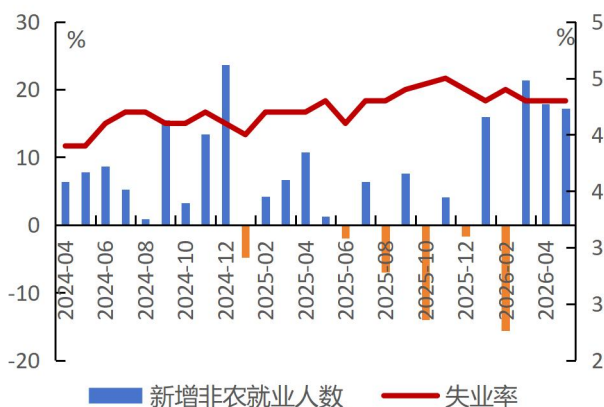
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 20：5 月工业总产值同比回落至 1.2%



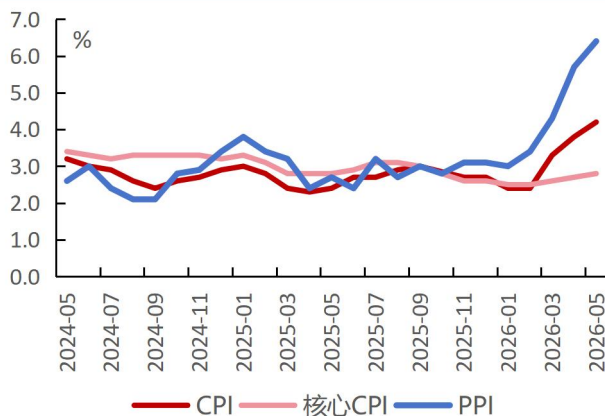
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 21：5 月美国新增非农就业达 17.2 万人，远超市场预期



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

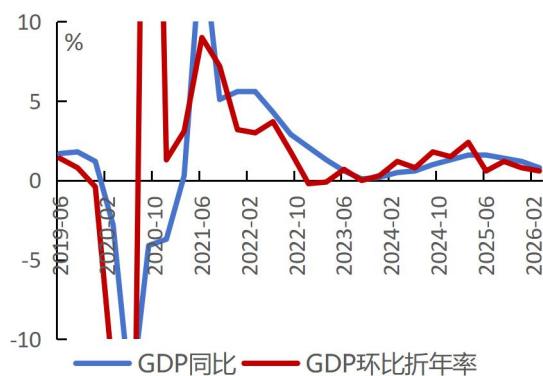
图 22：5 月能源价格上涨下 CPI 升至 4.2%，PPI 升至 6.4%



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

➤ 欧洲宏观经济：

图 23：一季度 GDP 同比增长 0.8%，较 2025 年四季度回落 0.4 个百分点



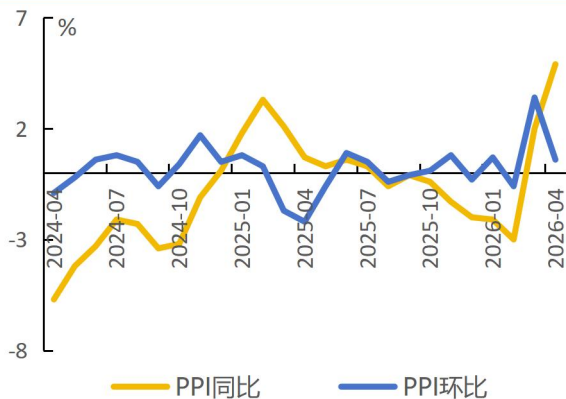
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 24：4 月，工业生产指数同比由负转正，回升至 0.3%



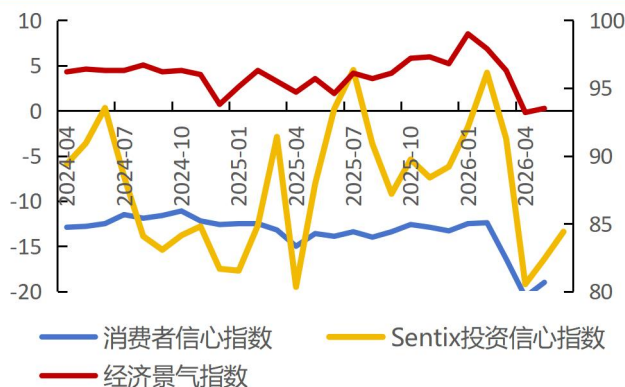
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 25：4 月 PPI 同比大幅上升至 4.9%（前值 2.0%）



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

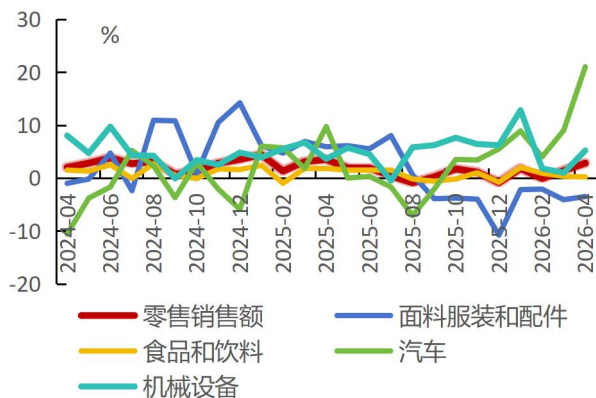
图 26：5 月经济景气度有所回升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

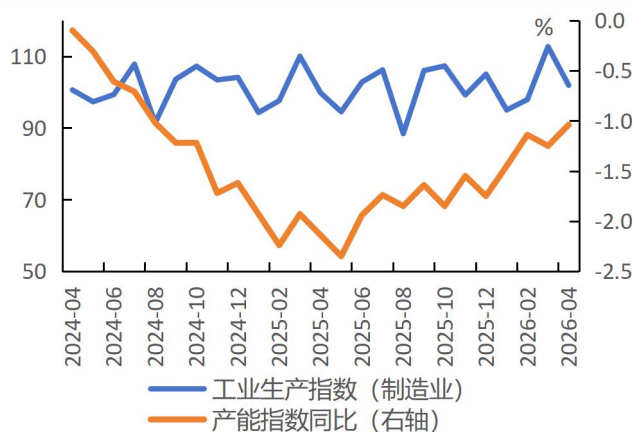
➤ 日本宏观经济：

图 27： 4 月日本消费持续回暖，零售销售额同比增长 2.8%（前值 1.4%）



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 28：制造业生产指数有所回落



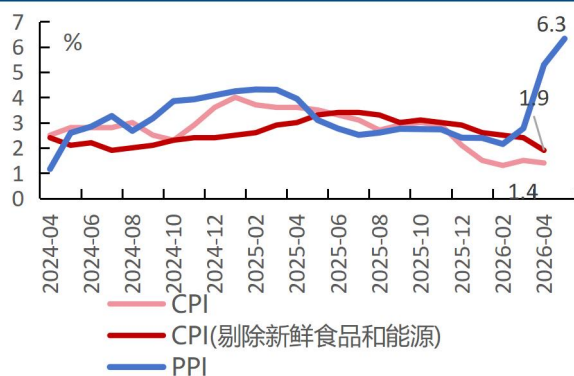
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 29：4 月失业率降至 2.5%



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

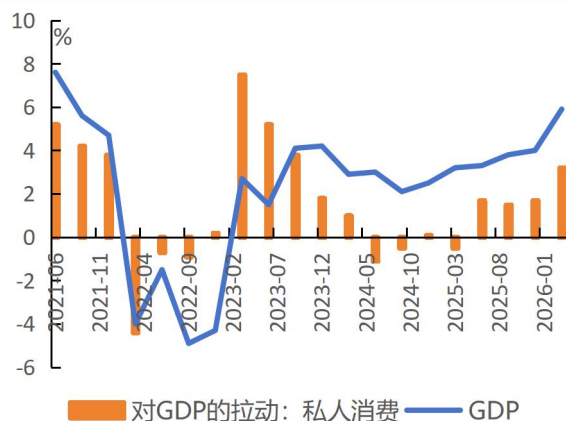
图 30：5 月 PPI 同比大幅上升至 6.3%



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

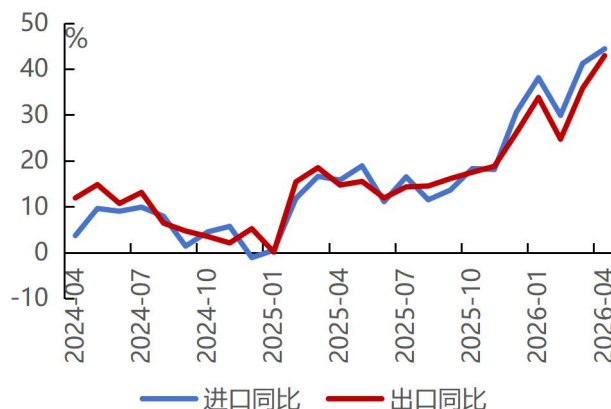
➤ 香港宏观经济：

图 31：一季度香港 GDP 同比增长 5.9%，较 2025 年 4 季度上升 1.9 个百分点



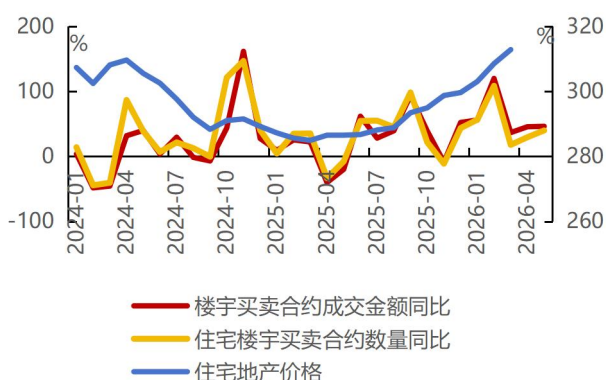
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 32：4 月香港进出口维持高增长态势



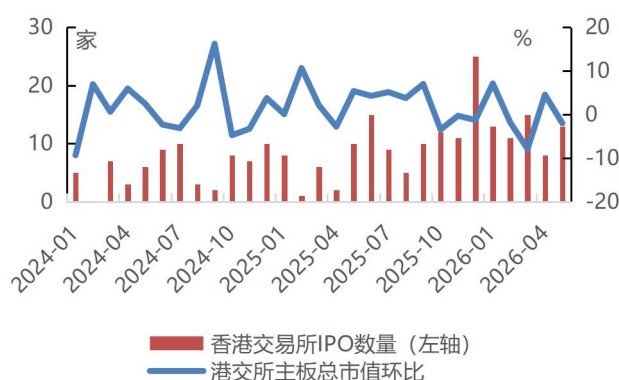
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 33： 房市延续回暖态势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 34： 5 月港交所 IPO 数量增加，主板总市值环比回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , ChaoyangmenneiAvenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>