

中国经济 | 专题报告

经济的两层分化

——5 月经济数据前瞻

报告要点

5 月总量的指标预计韧性较强，而内部景气分化表现拉大。主要体现为外需和内需、上游和下游的两层分化。5 月出口环比预计维持较高强度，但内需受油价冲击和政府债发行减速影响下仍然偏弱，高成本下，上游和下游的分化扩大。向前看，6 月开始，分化的景气或将得到逐步收敛，一方面是，持续高企的油价对外需的影响正逐步显现，叠加去年中美谈判后走高的基数，外需较难维持前 5 月的较高增速。另一方面，3-5 月较低的财政强度，也为下半年政策发力留出了更多空间，地方专项债发行的加速、新型政策性金融工具或都已蓄势待发。

分析师及联系人



于博

SAC: S0490520090001

SFC: BUX667



宋筱筱

SAC: S0490520080011

SFC: BVZ974



张梁

经济的两层分化

——5月经济数据前瞻

5月景气预计走平，二季度GDP同比或在4.7%-4.8%左右

5月景气预计走平，二季度GDP同比或在4.7%-4.8%左右。高频数据看，5月景气表现维持正增长，与4月基本持平，截至目前以高频拟合的GDP同比增速仍在5.0%左右。但以4月工业增加值拟合的GDP同比增速在4.4%左右。造成分化的原因可能有二：1) 我们采用的高频拟合方法更看重外需，且在过去几个季度拟合表现较月度统计数据更好，实际景气在外需持续偏强下可能比单一的生产数据更积极；2) 少部分高频指标是含价的名义指标，也可能导致目前对GDP同比增速有所高估，最终的二季度GDP同比增速或在4.7%-4.8%之间。

预计5月工业增加值同比增速回升至4.8%左右

预计5月工业增加值同比增速回升至4.8%左右。5月生产端景气分化扩大，上游的黑色、有色链原材料产销数据多数回升，但中游的装备制造和下游的消费链生产表现持续回落，或缘于成本传导不畅。但尽管上下游分化加大，我们仍预计工业增加值同比增速总体将迎来回暖：一方面，从沿海耗煤、铁路货运等流量数据来看，整体生产表现有所转暖，另一方面，4月拖累整体表现的石化链开工、水泥产量等数据在5月大多有所转暖。

预计5月出口同比增速升至15%左右

预计5月出口同比增速升至15%左右。5月出口面临的基数仍偏低，同时环比强度表现较强，SCFI运价、韩国出口同比增速等外需指标进一步改善，出口同比增速仍有走强可能。然而，5月PMI新出口订单大幅回落，或反映高油价对于全球需求的影响仍在逐步加重，叠加基数走高6月后出口仍有走弱可能。

预计5月社零同比增速降至-0.5%左右

预计5月社零同比增速降至-0.5%左右。消费表现来看，高油价对消费的冲击逐步显现，跨地区人流显著走弱，百度迁徙、民航客流同比表现均不及4月。同时，国补相关品类基数达年内高点，家电等耐用品销量进一步回落，此外，由于金价持续表现偏弱，4月拖累社零的黄金珠宝分项预计仍将表现偏低。多种因素下，5月社零同比或将转负。

预计5月固投当月同比增速降至-9%左右

预计5月固投当月同比增速降至-9%左右，其中制造业/基建投资当月同比预计分别降至约-5%/-6%，地产投资同比基本走平。5月，水泥、混凝土等基建相关实物量相较4月继续改善，节奏上看主要缘于上半月的抢开工带动。但同时，5月专项债发行明显慢于往年同期，新开工项目也较少，考虑到投资额数据录入与发债更直接相关，5月基建投资表现难有明显改善，另一方面，4月企业中长贷表现再度回落，反映高油价下企业扩产意愿有限。

预计5月CPI同比升至1.3%左右，PPI同比升至3.8%左右

预计5月CPI同比升至1.3%左右，PPI同比升至3.8%左右。美伊冲突缓和、汽油价格回落，金价持续下跌，但猪价逐步探底、鸡蛋环比走强，预计5月CPI环比约-0.2%，同比升至+1.3%左右。煤炭、螺纹钢、铜价环比上行，叠加低基数，预计5月PPI环比约+0.5%，同比升至+3.8%左右。

预计5月社融存量增速降至7.6%左右

预计5月社融存量增速降至7.6%左右。5月政府债净融资1.1万亿，同比-0.3万亿，预计对社融形成一定拖累；票据利率环比回升，但仍处历史低位，或指向信贷环比季节性改善，但同比仍有压力；政府债、信贷均有一定承压，预计社融增速或面临小幅下行压力。

总结而言，5月总量的指标预计韧性较强，而内部景气分化表现拉大

总结而言，5月总量的指标预计韧性较强，而内部景气分化表现拉大。主要体现为外需和内需上游和下游的两层分化。但向前看，6月开始，分化的景气或将得到逐步收敛，一方面是持续高企的油价对外需的影响正逐步显现，叠加去年中美谈判后走高的基数，外需较难维持前5月的较高增速。另一方面，3-5月较低的财政强度，也为下半年政策发力留出了更多空间，地方专项债发行的加速、新型政策性金融工具的发行或都已蓄势待发。

风险提示

1、外部经济环境波动性放大；2、预测存在不准确风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

相关研究

- 《被高估的“通胀”和“加息”预期——宏观周脉“博”系列18》2026-05-18
- 《重申看多出口：AI革命、“一带一路”与能源安全——宏观周脉“博”系列17》2026-05-10
- 《二季度经济：韧性来自哪里？——宏观周脉“博”系列12》2026-04-06



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

5 月景气预计走平，二季度 GDP 同比或在 4.7%-4.8%左右	4
预计 5 月工业增加值同比增速回升至 4.8%左右	6
预计 5 月出口同比增速升至 15%左右	6
预计 5 月社零同比增速降至-0.5%左右	7
预计 5 月固投当月同比增速降至-9%左右	8
预计 5 月 CPI、PPI 同比升至 1.3%、3.8%左右	9
预计 5 月社融存量同比增速降至 7.6%左右	9
风险提示	10

图表目录

图 1：5 月主要经济数据预测（%）	4
图 2：通过高频数据和增加值分别拟合的二季度 GDP 同比增速（%）	4
图 3：生产端高频数据变动方向（%）	5
图 4：需求端高频数据变动方向（%）	5
图 5：沿海八省日均耗煤量（万吨）	6
图 6：铁路货运量（万吨）	6
图 7：SCFI 运价指数（美元/TEU）	6
图 8：韩国出口同比增速（%）	7
图 9：国内航班客流量（百万人）	7
图 10：10 城商圈人流（2019 年同期=100）	7
图 11：水泥出货率（%）	8
图 12：新增地方专项债券当月发行（亿元）	8
图 13：历年各月企业中长贷同比变化（亿元）	8
图 14：CPI 高频环比（%）	9
图 15：PPI 高频环比（%）	9
图 16：政府债净融资月度规模及同比（亿元）	9
图 17：票据利率走势（%）	9

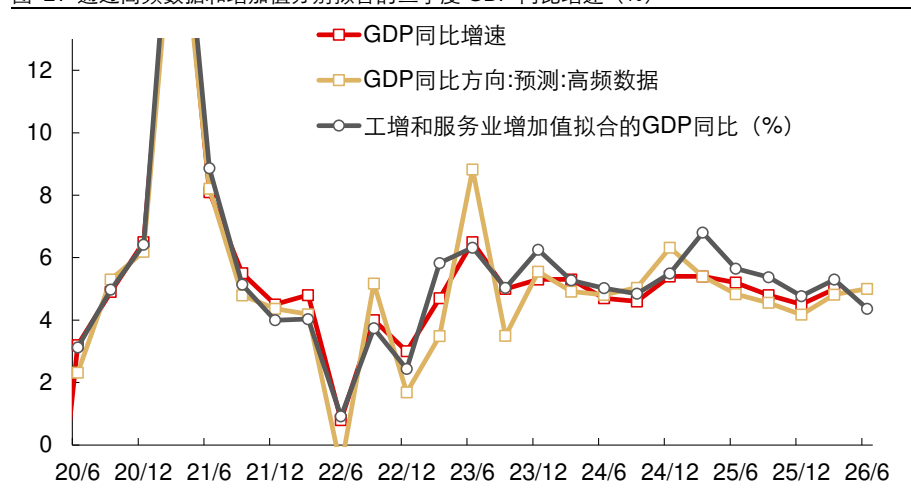
5 月景气预计走平，二季度 GDP 同比或在 4.7%-4.8%左右

图 1：5 月主要经济数据预测（%）

同比增速（%）	变动方向	2026-05 (预测)	2026-04	2026-03	2026-02	2025-12
工业增加值：当月	↑	4.8	4.1	5.7	6.3	5.2
固定资产投资：估算当月	↓	-9.0	-8.0	1.6	1.8	-16.0
制造业：	↓	-5.0	-4.3	4.9	3.1	-10.5
房地产：	↑	-20.0	-20.1	-11.3	-11.1	-35.8
基建（包含电力）：	↓	-6.0	-4.9	7.2	11.4	-16.0
社零：当月	↓	-0.5	0.2	1.7	2.8	0.9
出口：美元计价：当月	↑	15.0	14.1	2.5	39.6	6.5
CPI：当月	↑	1.3	1.2	1.0	1.3	0.8
PPI：当月	↑	3.8	2.8	0.5	-0.9	-1.9
社融存量	↓	7.6	7.8	7.9	8.2	8.3

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：通过高频数据和增加值分别拟合的二季度 GDP 同比增速（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：生产端高频数据变动方向（%）

行业	指标	判断	判断	2026年			
		4月好于 3月	5月好于 4月	1-2月同比增速 (1-9周)	3月同比增速 (10-13周)	4月同比增速 14-18周	5月同比增速 19-22周
电力	沿海八省耗煤		√	6.1	4.5	3.7	9.1
	三峡出库流量	√	√	0.3	0.4	34.7	75.5
货运	铁路货运量	√	√	-0.6	-0.3	1.9	5.2
	高速货车通行量	√		12.0	-10.8	1.0	0.7
煤炭	秦港煤炭铁路调入量		√	6.2	34.9	14.0	32.4
	开工率：焦化厂（>200万吨）			0.5	3.9	-0.2	-0.6
钢冶炼	开工率：高炉	√	√	2.0	-2.3	-0.7	-0.4
	开工率：电炉	√		10.7	-12.2	2.8	1.5
有色	开工率：铝加工	√	√	3.3	-0.1	3.3	4.2
	出货量：铝棒+铝锭		√	34.9	-9.7	-12.2	25.8
塑料	开工率：PP		√	-5.1	-13.7	-19.6	-18.1
	开工率：PVC管材	√	√	22.6	-19.2	-12.1	-8.7
装备制造	表观需求：热轧	√		-3.4	-14.3	-6.8	-9.4
电子	沿海零工招工量			-56.4	16.7	-5.9	-9.4
纺服	开工率：江浙织机	√		4.9	-18.9	-9.0	-17.3
汽车	开工率：半钢胎	√		-9.2	-7.2	-2.0	-7.6
	空调-排产(月)	√	√	-6.1	-4.9	-2.6	-18.9
家电	冰箱-排产(月)	√		1.6	-0.1	1.9	-4.1
	洗衣机-排产(月)	√		-3.4	-3.7	-1.7	-1.9

资料来源：Mysteel，产业在线，卓创资讯，上海有色网，脉策科技，Wind，iFinD，长江证券研究所

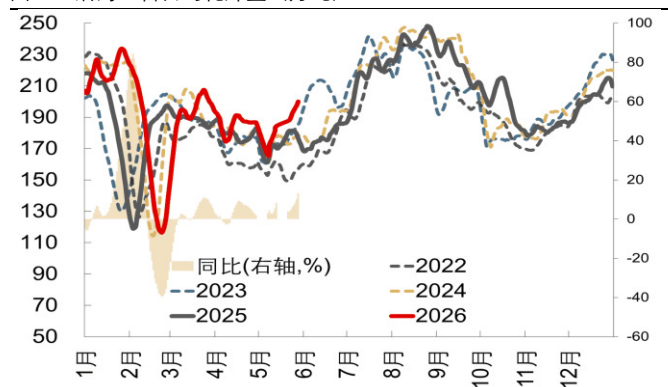
图 4：需求端高频数据变动方向（%）

行业	指标	判断	判断	2026年			
		4月好于 3月	5月好于 4月	1-2月同比增速 (1-9周)	3月同比增速 (10-13周)	4月同比增速 14-18周	5月同比增速 19-22周
地产成交	30城新房成交面积	√		-24.4	-10.4	9.2	0.0
	12城二手成交面积	√	√	-2.4	-13.5	2.6	16.0
商品消费	乘联会汽车零售销量			-25.4	-15.0	-20.0	-24.0
	17类家电销量	√		-21.0	-27.5	-21.5	-31.6
	快递揽收量		√	5.4	5.7	1.9	4.0
	电影票房		√	-52.3	22.9	-18.3	60.1
服务消费	10城商圈人流	√		8.1	-10.7	4.9	4.8
	全国百度迁徙指数			15.9	23.4	11.5	-8.3
	酒店单客房营收	√		4.2	-2.8	4.6	0.0
	国内民航客流量			2.7	14.1	-0.4	-8.0
投资 (建筑工程)	螺纹钢表观需求量	√	√	2.4	-22.3	-9.7	-6.5
	混凝土出库量	√	√	45.5	-38.8	-19.4	-16.9
	基建水泥直供量	√	√	26.0	-57.1	-16.0	-10.1
	房建水泥需求量	√		6.9	-55.8	-31.0	-32.7
出口	上海海关出口金额（月）	√	√	18.9	7.8	17.7	20.5
	二十港集装箱船离港载重吨数	√		8.1	-5.8	3.4	-0.6
	二十港集装箱船平均装载时长	√		4.9	-10.0	29.2	7.3
	交通部集装箱吞吐量			13.2	6.2	5.1	3.2
	交通部重点港口货物吞吐量	√	√	9.3	-2.2	-2.0	-1.9

资料来源：Mysteel，脉策科技，数字水泥网，百年建筑网，Wind，iFinD，长江证券研究所

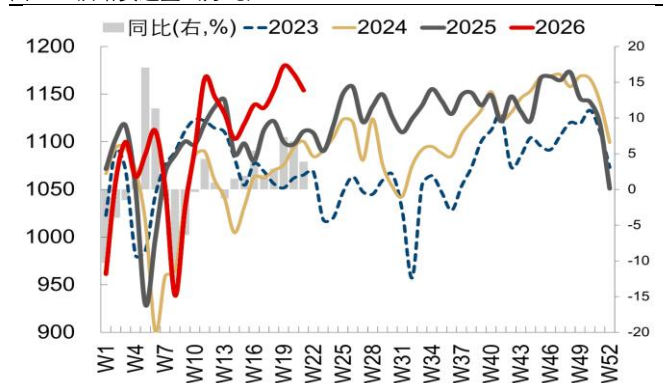
预计 5 月工业增加值同比增速回升至 4.8%左右

图 5：沿海八省日均耗煤量（万吨）



资料来源：CCTD，长江证券研究所

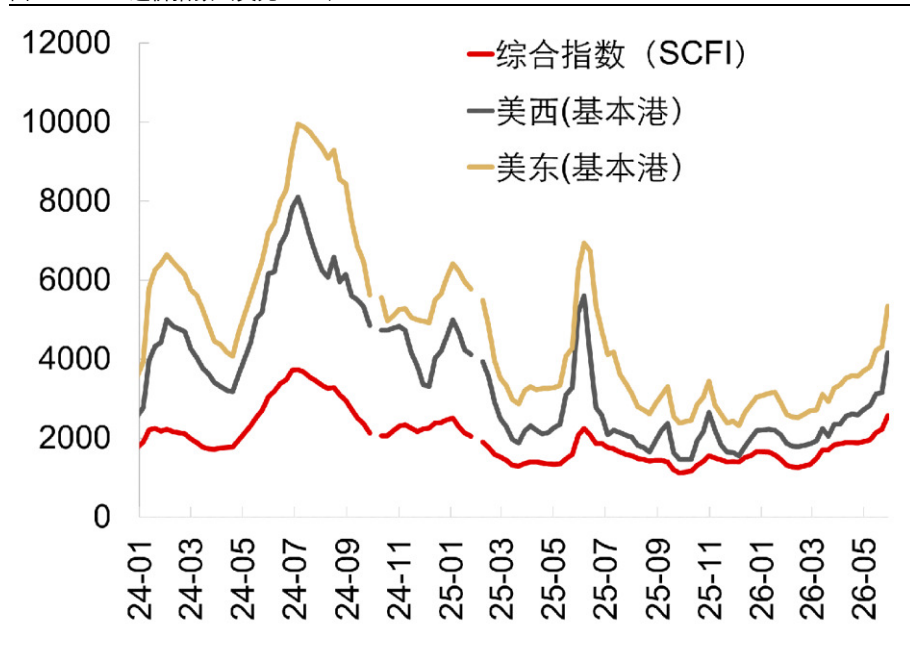
图 6：铁路货运量（万吨）



资料来源：交通部，长江证券研究所

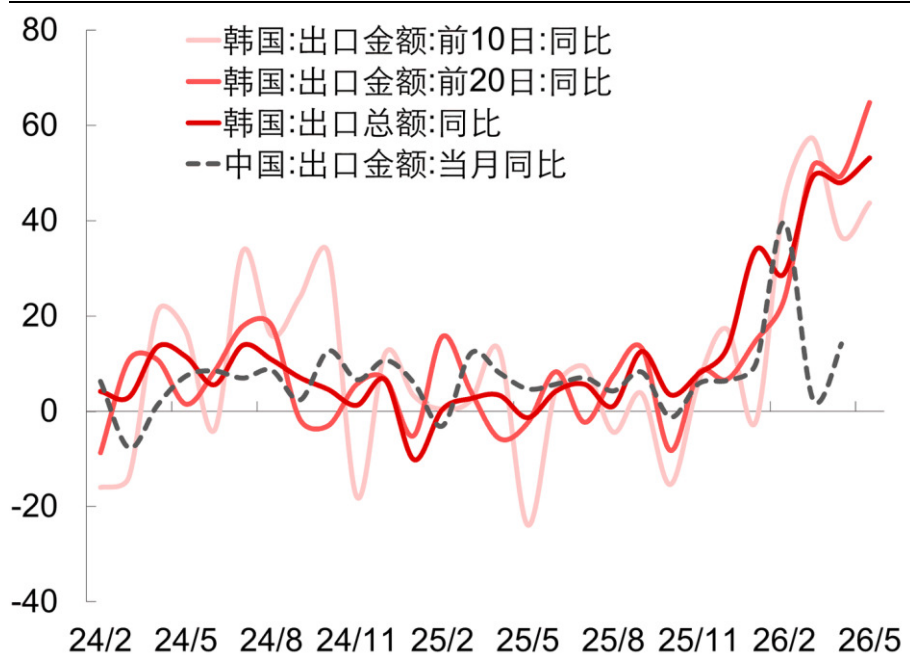
预计 5 月出口同比增速升至 15%左右

图 7：SCFI 运价指数（美元/TEU）



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

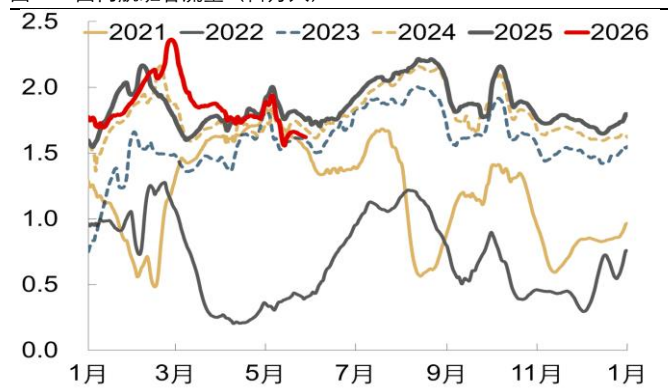
图 8: 韩国出口同比增速 (%)



资料来源: CEIC, 长江证券研究所

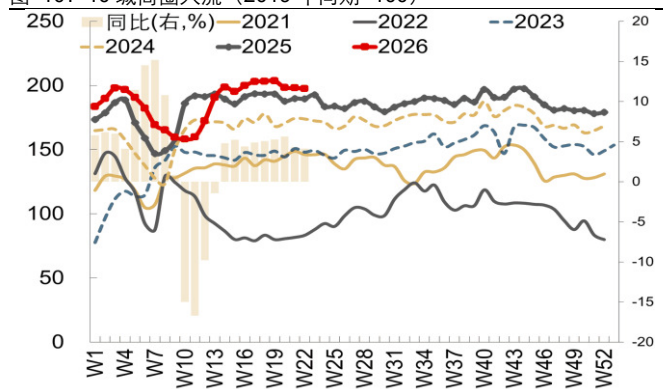
预计 5 月社零同比增速降至-0.5%左右

图 9: 国内航班客流量 (百万人)



资料来源: CADAS, 长江证券研究所

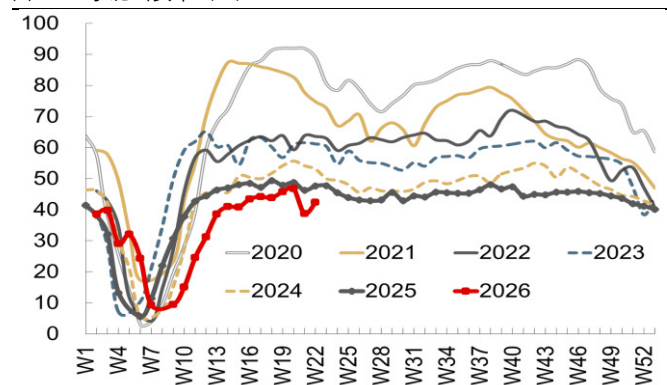
图 10: 10 城商圈人流 (2019 年同期=100)



资料来源: 脉策科技, 长江证券研究所

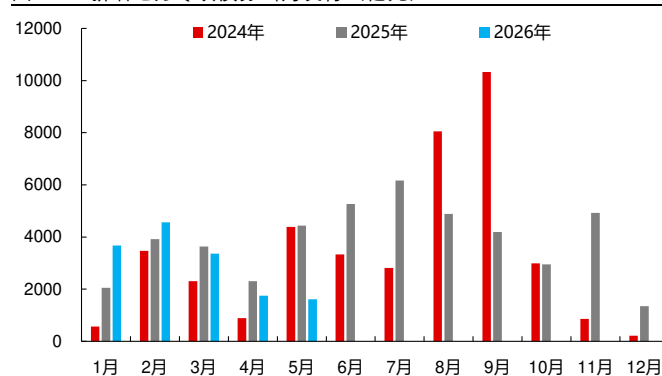
预计 5 月固投当月同比增速降至-9%左右

图 11: 水泥出货率 (%)



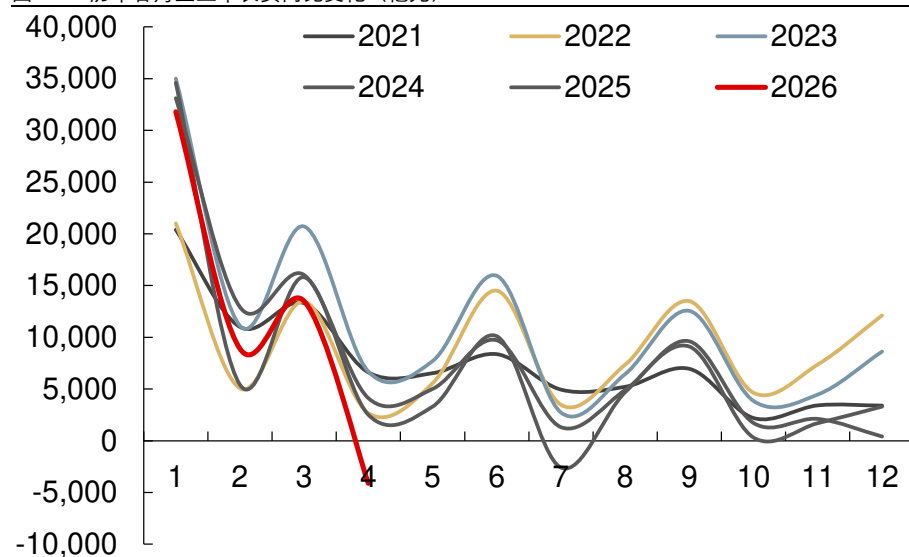
资料来源：百年建筑网，长江证券研究所

图 12: 新增地方专项债券当月发行 (亿元)



资料来源：财政部，Wind，长江证券研究所

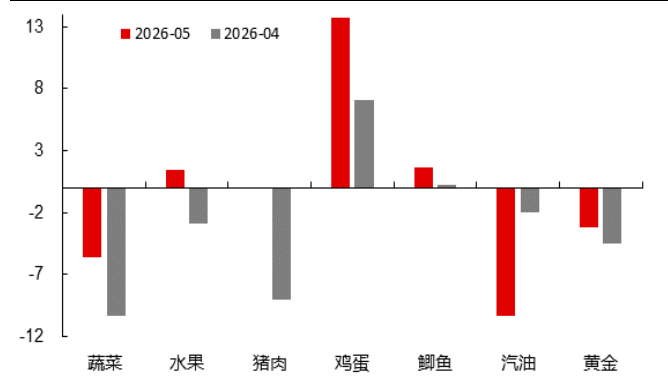
图 13: 历年各月企业中长贷同比变化 (亿元)



资料来源：Wind，长江证券研究所

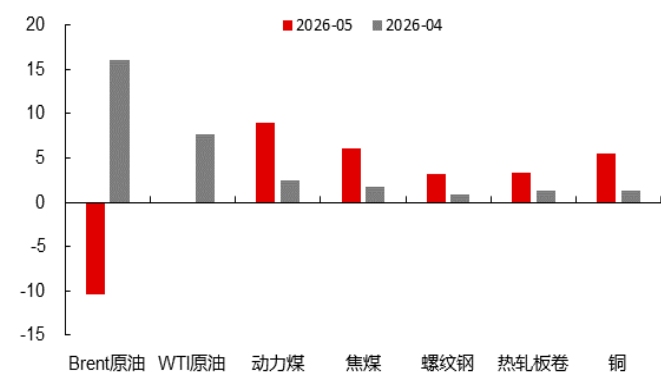
预计 5 月 CPI、PPI 同比升至 1.3%、3.8%左右

图 14: CPI 高频环比 (%)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

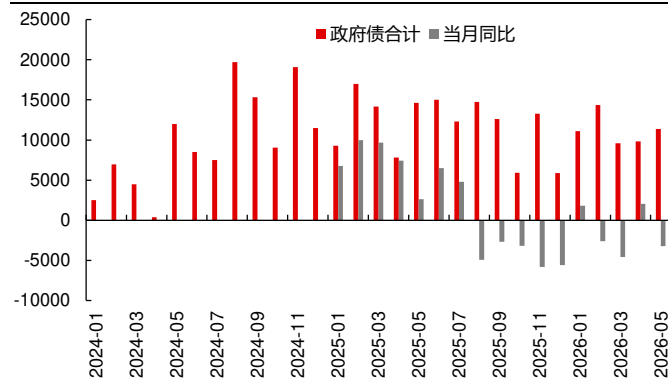
图 15: PPI 高频环比 (%)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

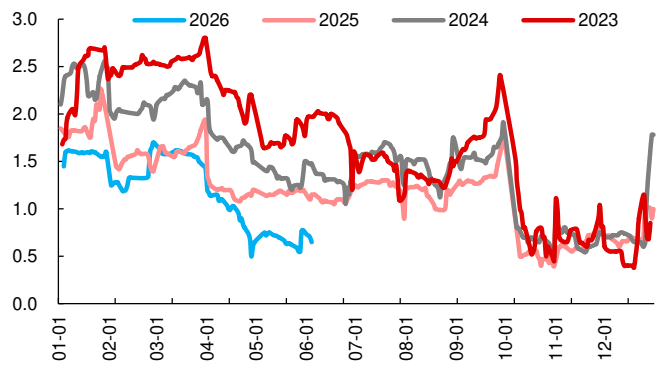
预计 5 月社融存量同比增速降至 7.6%左右

图 16: 政府债净融资月度规模及同比 (亿元)



资料来源: Wind, 企业预警通, 长江证券研究所

图 17: 票据利率走势 (%)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

风险提示

- 1、外部经济环境波动性放大。**考虑到美国总统特朗普的政策不确定性高，全球经济运行仍面临风险，外需的变化节奏不明确。
- 2、预测存在不准确风险。**预测主要基于月内观察到的高频数据表现，但观察数据可能较为片面，与官方统计口径仍存一定出入，预测存在不准确的风险。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。