

K 型分化加深，服务消费托底

——2026 年 5 月宏观数据解读

核心观点

5 月宏观数据整体呈现生产仍有韧性、投资拖累加深、商品消费承压但服务消费托底的组合。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；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。需求端压力仍较突出，5 月社会消费品零售总额同比下降 0.6%，较 4 月回落 0.8 个百分点；1-5 月固定资产投资累计同比下降 4.1%，较 1-4 月降幅扩大 2.5 个百分点，房地产与民间投资仍是主要拖累。此外，需重视未来资本形成中存货变动项的潜在支撑作用，若后续 PPI 延续修复并带动工业品价格企稳回升，企业名义库存价值和补库意愿有望改善，存货项可能成为资本形成企稳的重要边际力量。

消费需要统筹商品和服务观察，服务消费是 5 月数据中的重要亮点。若仅看传统社零口径，5 月社零同比转负，容易得出消费明显走弱的结论；但本月国家统计局首次发布社会消费商品和服务零售总额指标，1-5 月同比增长 2.8%，其中服务零售额同比增长 5.4%，明显高于商品零售额 1.2% 的增速。网上商品和服务零售额同比增长 5.9%，其中网上服务零售额增长 7.6%。这说明居民消费并非全面收缩，而是呈现商品消费偏弱、服务消费较强的结构性分化。

基于以上判断，展望下半年，虽然全球经济 K 型分化不乏亮点，但总需求受高油价冲击可能走向下行。发达国家长端利率预计也将在央行数量型宽松政策下逐步下行。在此背景下，我们认为权益市场的投资方向将呈现杠铃风格。一端将拥抱极致景气。“抱团”K 型经济下的极致景气度，以 AI 基础设施产业链为代表的科技投资方向仍将是主线。虽然相关板块重点聚焦科技领域，但核心依赖的并非风险偏好大幅改善，而是 K 型分化下企业利润改善核心聚焦此类行业，具有极强的盈利逻辑。一端将维持极致防御。以中国央企国企红利+资源为代表的兼具“安全+收益”的“新黄金”资产将逐步开始新一轮价值重估。

□ 生产：工业生产边际改善，新旧动能持续分化

5 月份全国规模以上工业增加值同比增长 4.5%，环比增长 0.40%。其中，装备制造业增加值同比增长 9.5%，高技术制造业增加值增长 15.1%，分别比上月加快 1.2 和 2.3 个百分点。产销率 96%，较上月下降 1.1 个百分点；出口交货值同比增长 10.1%，较上月下降 0.5 个百分点。

□ 消费：未来看消费需统筹商品与服务

2026 年 5 月当月同比-0.6%（前值 0.2%），较 4 月回落 0.8 个百分点；1-5 月社零累计同比增长 1.4%，较 1-4 月回落 0.5 个百分点，表现进一步偏弱。剔除汽车后的 5 月社零同比仍为+1.1%，高于整体增速，说明汽车项仍是社零的主要拖累；同时，5 月社零环比下降 0.38%，延续弱修复特征。

但仅观察传统社零口径，可能低估当前消费市场的结构性韧性。国家统计局本月首次发布“社会消费商品和服务零售总额”指标，1-5 月社会消费商品和服务零售总额同比增长 2.8%，明显高于同期社会消费品零售总额 1.4% 的增速；其中服务零售额同比增长 5.4%，显著快于商品零售额 1.2%。这意味着当前居民消费并非全面收缩，而是呈现商品消费偏弱、服务消费较强的结构性分化。跟踪消费情况要全面地看，不仅要看商品消费，还要看服务消费；5 月商品零售额略有下

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

分析师：费瑾

执业证书号：S1230524070007

feijin@stocke.com.cn

分析师：王瑞明

执业证书号：S1230525080002

wangruiming@stocke.com.cn

研究助理：汤子玉

tangziyu@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《社融靠债托底，M1 修复能否持续？》 2026.06.13
- 2 《产业驱动进出口双增，关注潜在尾部风险》 2026.06.10
- 3 《5 月通胀：生产消费延续 K 型分化》 2026.06.10

降，主要受去年同期基数较高以及部分地区高温多雨影响线下消费等因素扰动，但综合商品和服务销售总体情况看，消费市场稳定运行，提质升级态势没有改变。

结构上，5月消费呈现服务消费和部分必选品类仍有支撑，但大宗可选、地产后周期及高客单价消费继续拖累的特征。其一，必选类消费总体保持正增长，但多数品类边际放缓。其二，升级类消费分化仍在，但前期高增品类动能继续走弱，通讯器材等政策敏感品类明显降速。其三，汽车、家电和地产链品类继续负增长，是5月社零转负的核心拖累。后续社零能否企稳，重点取决于促消费政策接续力度、就业收入预期修复、服务消费旺季表现，以及地产销售对后周期消费的传导。

□ 投资：5月投资增速不及预期，重视知识产权投资高增

2026年1-5月全国固定资产投资（不含农户）同比-4.1%，显著低于市场和我们的预期，Wind一致预期为同比-1.69%，我们的预测为同比-2.30%，投资当月同比增速继续为负值，指向较高的工业品价格压制建筑安装工程实物工作量。拆分构成看，2026年初建安工程（1-5月累计同比-6.6%）仍是主要拖累项，设备工器具购置（1-5月累计同比+9.3%）仍是主要支撑项。分领域看，2026年1-5月制造业投资同比-0.4%，基建投资同比+0.6%，房地产开发投资同比-16.2%，其中1-5月公共设施管理业累计同比从1-2月的+11.6%下滑至-3.2%，指向随着3月初至5月底部分工业品价格非合理回升对市政工程投资的实物工作量持续形成压制。

尽管整体增速承压，但投资方面仍存两大亮点。1）1-5月计算机、通信和其他电子设备制造业投资同比录得+6.7%，增速较上月提升1.3个百分点，是支撑制造业投资的重要赛道。2）1-5月知识产权产品投资同比+9.3%，增速较上月提升0.4个百分点，我们认为，知识产权产品投资已经成为支撑我国固投的重要科目，Q1该科目在整个投资中的比重超过12%，知识产权产品投资主要包括计算机软件和数据库投资、研究与开发投资，指向近年来我国因地制宜发展新质生产力取得重要成效。

展望全年，但我们认为2026年固定资产投资端仍有望实现“止跌回稳”，主要在于以下几点：1）PPI价格走强背景下，资本品价格上涨或逐步传导至企业端资本开支，不过我们提示，中下游承接上游涨价需要时间，仍需观测需求侧修复速率；2）下半年8000亿元新型政策性金融工具的加持预期（重点关注PSL规模变化）；3）工业企业尤其是中游高端设备制造企业利润回升结合AI科技产业革命背景下逐步增加产线投资；4）4月政治局会议定调的“六大网”投资带来的新增项目需求或逐步释放，亦将支撑部分关键物料价格保持高位；5）2025年下半年投资端增速的低基数影响。

□ 就业：失业率回落，就业帮扶政策持续发力

5月份，全国城镇调查失业率为5.1%，环比回落0.1个百分点。随着3、4月就业市场季节性回暖，求职人员陆续找到工作，劳动力市场供需匹配逐步完成，失业率自然回落。

□ 风险提示

1）地缘冲突扩大化驱动我国产能过剩化解，使得中国经济意外上行；2）政策落地不及预期；3）外需回落、贸易摩擦加剧或海外经济下行超预期，可能对出口链和制造业生产形成扰动。



正文目录

1 生产：工业生产边际改善，新旧动能持续分化	5
2 消费：5月社零同比转负，消费修复压力进一步显现	5
3 投资：5月投资数据继续承压，关注政策性金融工具落地节奏	7
3.1 制造业继续走弱，后续关注高技术制造投资强度	8
3.2 高价格压制基建投资实物工作量，5月专项债发行节奏较慢	9
3.3 5月地产投资下行，一线城市库销比逐渐向合意水平回归	12
4 就业：失业率明显回落，就业帮扶政策持续发力	13
5 风险提示	15

图表目录

图 1：工业增加值主要门类：1-5 月同比	5
图 2：主要工业产品产量增速与去年同期对比	5
图 3：5 月社会消费品零售总额同比-0.6%	6
图 4：5 月社零多个分项环比增速回落明显（%）	6
图 5：5 月 30 城大中城市销售面积走势	7
图 6：汽车销售低于往年	7
图 7：2026 年 5 月固定资产投资同比增速继续承压	8
图 8：2026 年年初制造业、基础设施、地产投资累计同比	8
图 9：2026 年年初设备更新继续托底投资总需求	8
图 10：2026 年年初各区域固定资产投资动能较弱	8
图 11：2026 年 5 月制造业投资同比增速继续走弱	9
图 12：制造业行业固定资产投资同比增速（截至 2026 年 1-4 月）	9
图 13：基础设施建设投资分项累计同比增速一览（2026 年数据之前使用老口径）	10
图 14：新增专项债发行规模（周度，亿元）	11
图 15：新增专项债发行节奏（周度）	11
图 16：2026 年超长期特别国债发行安排	12
图 17：八大建筑央企新签合同额累计同比	12
图 18：地产投资下行（%）	13
图 19：商品房销售增速反弹（%）	13
图 20：5 月全国城镇调查失业率为 5.1%	14
图 21：1-5 月外来户籍人口调查失业率有所下降	14
图 22：当前失业金搜索指数处于低位	15

1 生产：工业生产边际改善，新旧动能持续分化

5 月份全国规模以上工业增加值同比增长 4.5%，较上月回升 0.4 个百分点，前 5 个月累计同比增长 5.4%。工业生产边际改善，但内需不足与盈利压力犹在，主要拖累项是传统地产链、消费制造走弱。

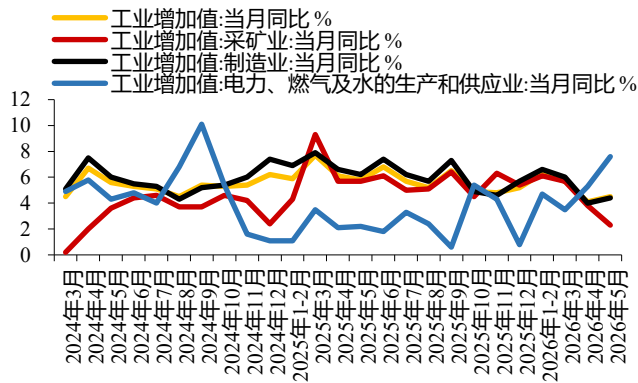
分门类看，5 月份制造业增长 4.4%，较上月回升 0.4 个百分点。分行业看，新旧动能持续分化。计算机、通信和其他电子设备制造业增长 17.0%，专用设备制造业增长 9.1%，汽车制造业增长 8.3%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 7.4%；而传统行业增长缓慢，非金属矿物制品业下降 5.6%，有色金属冶炼和压延加工业下降 4.5%，酒、饮料和精制茶制造业下降 2.7%，化学原料和化学制品制造业增长 0.3%，农副食品加工业增长 1.5%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 1.6%，纺织业增长 2.6%。分经济类型看，5 月份，国有控股企业增加值同比增长 3.7%，私营企业增长 2.7%，增长偏慢反映出内需不足与盈利压力。

外部需求与工业用电量同步验证了生产端的边际改善。5 月份规模以上工业企业实现出口交货值同比增长 10.1%，较上月的 10.6% 下降 0.5 个百分点，但仍维持在高位。规模以上工业发电量同比增长 4.2%，较去年同期的 0.5% 大幅提高 3.7 个百分点。

5 月份，全国规模以上工业企业产品销售率为 96%，同比下降 0.1 个百分点。下阶段需重点关注价格因素对产销率的影响。5 月份 PPI 继续回升，这会同时影响工业销售产值和工业总产值，但对销售产值的影响可能更大，或将对产销率产生一定的上拉作用。

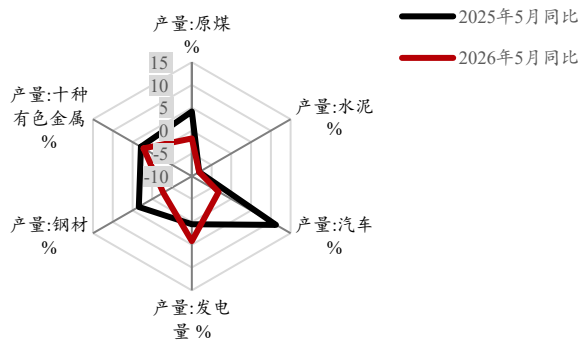
我们认为，当前内需增速有所放缓，工业增加值与 PMI 数据互为映射。5 月份制造业 PMI 为 50.0%，比上月下降 0.3 个百分点；新订单指数为 49.9%，比上月下降 0.7 个百分点，表明市场需求有所回落；原材料库存指数为 48.6%，比上月下降 0.7 个百分点，表明主要企业补库意愿减弱。

图1：工业增加值主要门类：1-5 月同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：主要工业产品产量增速与去年同期对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

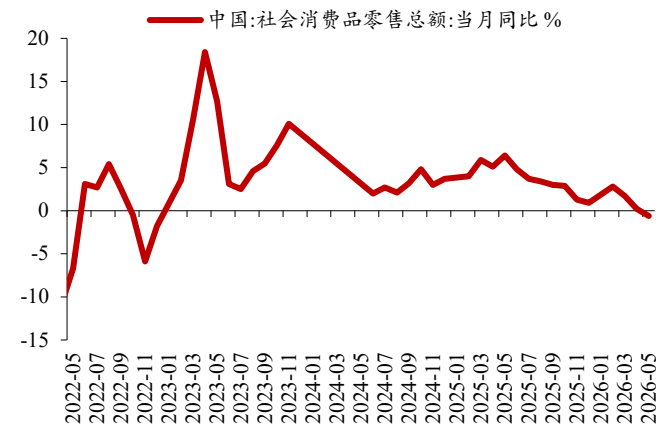
2 消费：5 月社零同比转负，消费修复压力进一步显现

2026 年 1-5 月社零累计同比增长 1.4%，较 1-4 月回落 0.5 个百分点；5 月当月同比下降 0.6%（前值+0.2%），较 4 月回落 0.8 个百分点，表现进一步偏弱。剔除汽车后的 5 月社零同比仍为+1.1%，高于整体增速，说明汽车项仍是社零的主要拖累；同时，5 月社零环比下降 0.38%，延续弱修复特征。

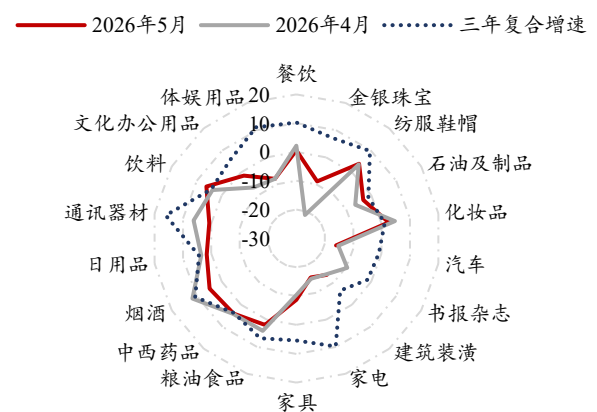
不过，5月社零转负更多反映商品消费阶段性承压，并不意味着居民消费需求全面走弱。本月国家统计局首次发布“社会消费商品和服务零售总额”指标，为观察消费市场提供了更完整的口径。1-5月社会消费商品和服务零售总额同比增长2.8%，高于同期社会消费品零售总额1.4%的增速；其中，服务零售额同比增长5.4%，明显高于商品零售额1.2%。从这一口径看，服务消费仍是当前消费市场的重要稳定器，也解释了为何在商品社零增速回落的同时，整体消费市场并未出现同步收缩。

图3：5月社会消费品零售总额同比-0.6%

图4：5月社零多个分项环比增速回落明显（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所



资料来源：Wind，浙商证券研究所

结构上，5月消费呈现必选消费仍有韧性、升级类消费分化延续、大宗可选和地产后周期拖累加深的组合。

其一，必选类消费仍是社零的重要支撑，但多数品类边际放缓。5月饮料类同比+6.1%（前值+3.6%），增速有所改善；烟酒类同比+4.8%（前值+11.7%）、纺织服装鞋帽类同比+3.8%（前值+3.6%）、粮油食品类同比+1.9%（前值+4.1%）、日用品类同比+1.6%（前值+3.5%）。整体看，刚需品类仍维持正增长，显示居民基础消费需求仍具韧性，但除饮料和服装外，多数必选品类增速低于4月。

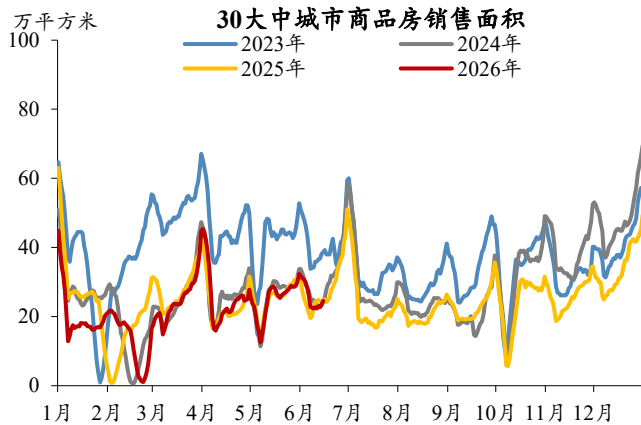
其二，升级类消费分化延续，但前期高增品类动能继续走弱。5月通讯器材类同比+0.7%（前值+6.2%），较4月继续大幅回落，反映新品周期和政策拉动的边际效应减弱；化妆品类同比+2.5%（前值+4.7%），维持正增长但增速放缓；文化办公用品类同比-1.5%（前值-6.9%），降幅有所收窄；体育娱乐用品类同比-8.0%（前值-8.0%），仍处于较弱区间；金银珠宝类同比-8.9%（前值-21.3%），跌幅较4月明显收窄，但仍为负增长。

其三，大宗可选消费与地产后周期品类仍是社零偏弱的核心拖累。5月汽车类同比-16.1%（前值-15.3%），降幅继续扩大；家用电器和音像器材类同比-15.6%（前值-15.1%），政策拉动边际减弱迹象更加明显；家具类同比-8.7%（前值-10.4%），降幅有所收窄但仍处于负增长；建筑及装潢材料类同比-13.6%（前值-13.8%），维持深度负增长。结合1-5月房地产开发投资同比-16.2%、新建商品房销售面积同比-10.8%、销售额同比-13.5%，地产链对后周期消费的约束仍未缓解。

从消费形态看，服务消费仍是相对亮点。1-5月社会消费商品和服务零售总额同比增长2.8%（本月首次发布），其中服务零售额同比增长5.4%，明显高于商品零售额1.2%的增速；网上商品和服务零售额同比增长5.9%，其中网上服务零售额同比增长7.6%，仍保持较高韧性。这说明居民消费意愿并非全面收缩，服务消费、线上服务等场景仍具支撑，但难以完全对冲汽车、家电、地产链等大额商品消费走弱。

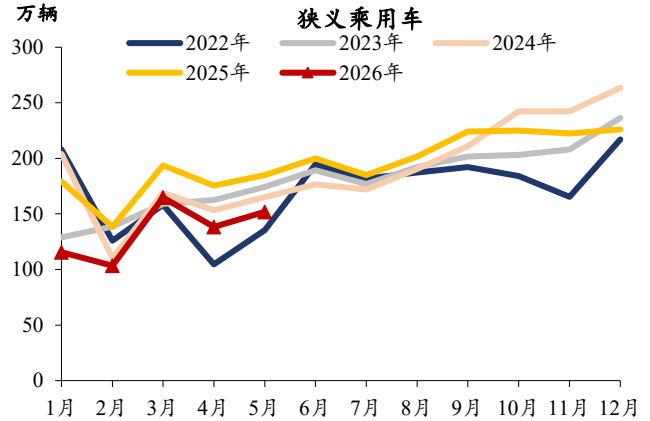
往后展望，促消费政策和服务消费旺季仍是社零的重要支撑，但限额以上单位消费品零售额5月同比-4.9%，较4月降幅小幅扩大，显示高客单价消费和大额耐用品修复仍偏弱。前期汽车、家电、通讯器材等消费受以旧换新政策支撑较多，后续需重点观察补贴资金投放节奏、地方配套政策力度，以及前期集中释放需求消化后的自然需求韧性。若就业收入预期修复偏慢、地产销售仍未企稳，社零回升仍可能呈现服务强、商品弱；必选稳、可选弱的结构性特征。

图5：5月30城大中城市销售面积走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6：汽车销售低于往年



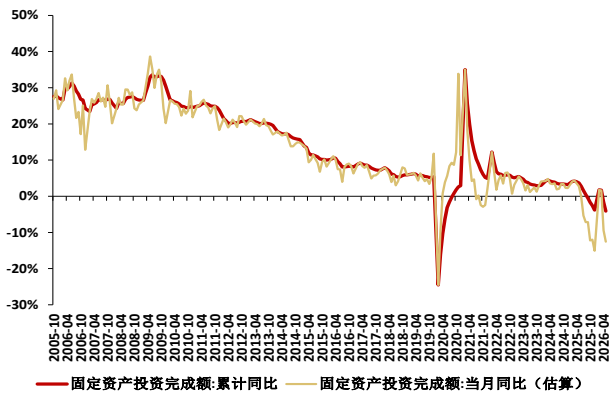
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3 投资：5月投资数据继续承压，关注政策性金融工具落地节奏

2026年1-5月，全国固定资产投资（不含农户）178512亿元，同比下降4.1%。拆分构成看，2026年初建安工程（1-5月累计同比-6.6%）仍是主要拖累项，设备工器具购置（1-5月累计同比+9.3%）仍是主要支撑项。分领域看，2026年1-5月制造业投资同比-0.4%，基建投资同比+0.6%，房地产开发投资同比-16.2%，指向随着3月初至5月底部分工业品价格非合理回升对市政工程投资的实物工作量持续形成压制。**亮点方面：**1）1-5月高技术产业投资同比+4.5%，其中计算机及办公设备制造业，航空、航天器及设备制造业，信息服务业投资分别+18.3%、+16.7%、+13.8%。2）1-5月知识产权产品投资同比+9.3%，增速较上月提升0.4个百分点，我们认为，知识产权产品投资已经成为支撑我国固投的重要科目，Q1该科目在整个投资中的比重超过12%，知识产权产品投资包括计算机软件件和数据库投资、研究与开发投资等，指向近年来我国发展新质生产力取得重要成效。

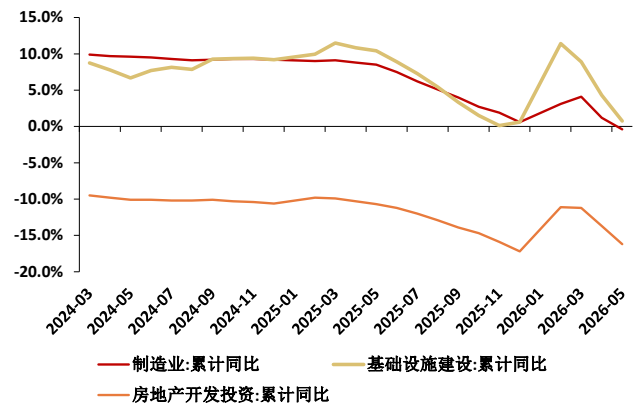
往后看，今年下半年投资端能否修复，我们建议重点关注2026年4月底政治局提出的“六大网”建设和8000亿元新型政策性金融工具的推进落地节奏，若后续相关项目资金能够快速落地推动，实物工作量的改善有望改善建安工程投资疲弱的现状。另外，尽管今年投资增速或难以大幅转正，固投角度对GDP拉动有可能并不明显，但我们提示需重视未来资本形成中存货变动项的潜在支撑作用，若后续PPI延续修复并带动工业品价格企稳回升，企业名义库存价值和补库意愿有望改善，存货项可能成为资本形成企稳的重要边际力量。

图7：2026年5月固定资产投资同比增速继续承压



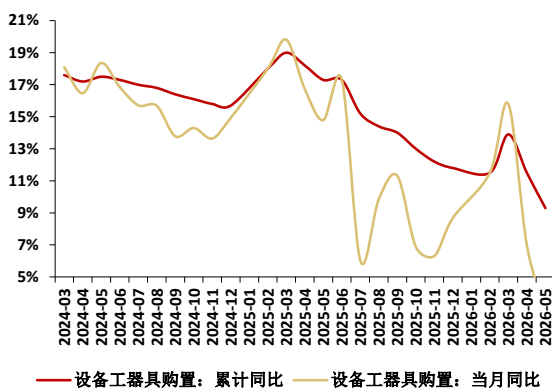
资料来源：Wind，国家统计局，浙商证券研究所

图8：2026年年初制造业、基础设施、地产投资累计同比



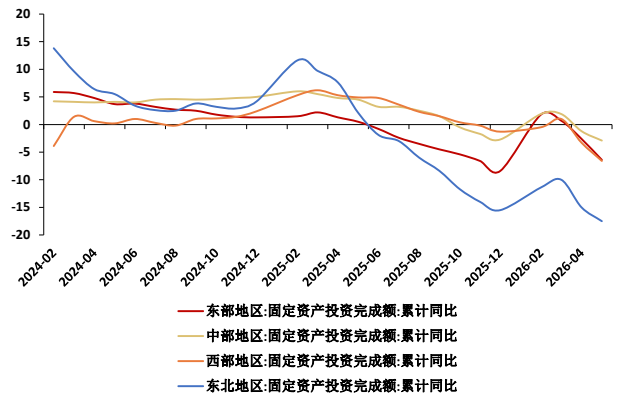
资料来源：Wind，国家统计局，浙商证券研究所

图9：2026年年初设备更新继续托底投资总需求



资料来源：Wind，国家统计局，浙商证券研究所

图10：2026年年初各区域固定资产投资动能较弱



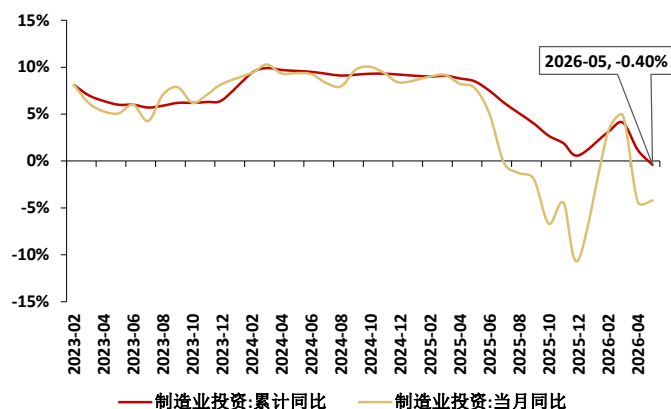
资料来源：Wind，国家统计局，浙商证券研究所

3.1 制造业继续走弱，后续关注高技术制造投资强度

2026年1-5月制造业投资累计同比-0.4%，2026年5、4、3月当月同比分别为-4.2%、-4.3%、+4.9%，整体制造业投资继续走弱。值得注意的是，在制造业整体投资走弱背景下，1-5月计算机、通信和其他电子设备制造业投资同比录得+6.7%，增速较上月提升1.3个百分点，是支撑制造业投资的重要赛道。

往后看，四中全会提出“保持制造业合理比重，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系”，足见中长期制造业的产业地位，未来5年投资增速不宜过分低估。制造业与受政府投资主导的基建不同，制造业资金来源中企业自筹资金占比接近90%，故除了政策支持（新型政策性金融工具、超长期特别国债）外，企业资本开支意愿（科技产业趋势，反内卷）、全球经贸环境（出口订单预期，欧美+东南亚订单）以及企业的盈利能力（工企利润）等多重因素均能够阶段性影响短期的投资增速。我们提示，2026年作为“十五五”开局之年，制造业变化需核心关注结构调整，随着科技资本投入关键物料的量价齐升，重点关注企业对高技术制造业资本开支投资意愿能否修复。高技术制造业包括电子及通信设备制造业，计算机及办公设备制造业，信息化学品制造业，医药制造业，航空、航天器及设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业。

图11： 2026 年 5 月制造业投资同比增速继续走弱



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图12： 制造业行业固定资产投资同比增速（截至 2026 年 1-4 月）

[illegible]

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2026 年作为“十五五”开局之年，制造业变化需核心关注结构调整。《“十五五”规划》靠前提出：坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，保持制造业合理比重，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系。针对先进制造业发展方向，专栏 2——“产业基础能力和竞争力提升”中明确提出六大领域，包括：高端新材料、基础零部件和元器件、基础软件和工业软件、工业母机、高端仪器仪表、重大技术装备。我们认为，这六大领域可以概括为上游基础材料零部件、中游软件和系统支撑、下游高端制造业装备产品。具体发力行业可以细分为：

1) 上游强化高端新材料与基础零部件供给：突破高端特殊钢、高温合金、先进陶瓷等关键材料，推动稀土功能材料提质升级，攻关高速精密轴承、高参数齿轮等核心零部件，研制连接类、传感类等通用元器件，破解产业链“卡脖子”难题。

2) **中游夯实软件与装备核心支撑：**聚焦国产操作系统、数据库等基础软件，以及研发设计、生产控制类工业软件，推动全链条技术攻关与应用；重点研制高速精密高端数控机床等工业母机，提升智能数控系统、精密测量配套能力，打造自主可控的制造“生产工具”。

3) 下游提升高端仪器与重大装备水平：加强研发在线高效检测、极端环境控制等高端仪器仪表，攻关量子计量等新型校准设备；推进大型邮轮、CR450 动车组、石化化工成套装备、谱系化燃气轮机等重大技术装备研发与产业化，布局丘陵山区适用智能农机，牵引交通、能源、农业等领域装备升级。

对于传统制造业产业的发展重视“巩固提升我国产业在全球分工中的地位和竞争力”、“健全产能监测预警机制，综合整治‘内卷式’竞争。”与此同时，2025年11月14日国家统计局指出，尽管投资增速在放缓，但投资结构持续优化，表现在制造业投资持续增长，传统制造业改造升级积极推进，新兴制造业发展壮大。我国投资的潜力和空间依然巨大。我们认为，制造业的结构性调整也值得重视，随着高质量发展持续推进，制造业高端化、智能化、绿色化步伐加快，相关的制造业投资较快增长。

3.2 高价格压制基建投资实物工作量，5月专项债发行节奏较慢

2026 年 1-5 月基础设施投资累计同比+0.6%。分项看，2026 年 1-5 月航空运输、道路运输业、水利管理业、公共设施管理业、电热燃及水的生产和供应业分别累计同比+21.7%、-5.7%、-8.3%、-3.2%、-0.1%。其中，年初以来公共设施管理业增速降幅较大，我们认为主要系 3 月初以来部分工业品价格非合理回升对市政工程投资的实物工作量形成一定压制，截至 5 月底石油沥青装置开工率已经降低至 16.00%，系 2016 年以来历史低值区间，同时螺纹钢表观需求亦有所走弱。

图13：基础设施建设投资分项累计同比增速一览（2026 年数据之前使用老口径）

累计同比数据	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08
基础设施投资	0.6%	4.3%	8.9%	11.4%	-2.2%	-1.1%	-0.1%	1.1%	2.0%
交通运输、仓储和邮政业	7.1%	11.1%	16.3%	9.1%	-1.2%	-0.1%	0.1%	1.6%	2.7%
铁路运输	暂未披露	8.6%	12.6%	28.7%	-1.2%	2.7%	3.0%	4.2%	4.5%
航空运输	21.7%	27.3%	43.3%	31.1%	-5.3%	-2.1%	-1.1%	0.2%	1.0%
道路运输	-5.7%	-3.0%	2.9%	-0.6%	-6.0%	-4.7%	-4.3%	-2.7%	-3.3%
水利、环境和公共设施管理业	-3.9%	-0.1%	3.6%	8.3%	-8.4%	-6.3%	-4.1%	-2.4%	-0.2%
水利管理	-8.3%	-6.2%	-5.5%	-4.4%	-6.3%	-3.2%	0.7%	3.0%	7.4%
公共设施管理业	-3.2%	0.9%	5.7%	11.6%	-8.2%	-6.2%	-4.4%	-2.8%	-1.1%
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	-0.1%	4.4%	9.0%	13.1%	9.1%	10.7%	12.5%	15.3%	18.8%

资料来源：国家统计局，Wind，浙商证券研究所

往后看，结合 2026 年两会政府工作报告，其中包括中央预算内投资 7550 亿元，用于“两重”建设的超长期特别国债资金 8000 亿元、新型政策性金融工具 8000 亿元等等，同时关于地方政府新增专项债的使用，也明确要求“单列并提高用于项目建设的地方政府专项债券额度，继续向投资项目准备充分、资金用得好的地方倾斜”。另外，《“十五五”规划》第十六章扩大有效投资中明确提出：高质量推进国家重大战略实施和重点领域安全能力项目建设，实施一批重大标志性工程项目。我们认为，2026 年年初随着国家“十五五”时期顶层设计逐步落地，各省份将逐步披露省重点建设项目、重大项目清单，考虑到 2026 年系“十五五”时期首年，各地政府有望加快项目开工落地，2026 年基建投资止跌回稳可期。

投资方向上看，2026 年 4 月底，政治局会议提出要加力“六大网”建设，六大网即“水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网”。2026 年 3 月 6 日发改委指出，“十五五”期间国家发展改革委将推进“六张网”和重点领域（综合立体交通设施，以及消费、低空、“人工智能+”、教育医疗等基础设施和公共服务设施）建设，不断改善人们的生产条件和生活环境，今年初步估算这些方面的投资将超过 7 万亿元。

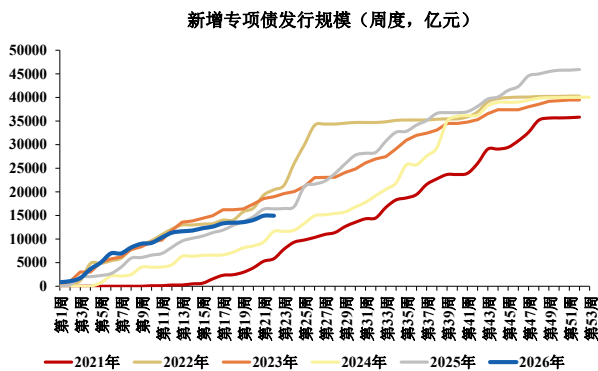
资金面上看，参考我们在 2024 年 10 月 25 日报《财政资金哪些与基建相关？》中提出的基建投资研究框架，未来有四个关注点：

1) 一般公共预算方面：2026 年 1-4 月公共财政中与基建投资相关的城乡社区事务、交通运输、农林水支出分别累计同比-1.2%、-3.6%、-10.2%，据我们测算，投入基建的资金同比 2025 年同期-5.7%，未来该数据的改善有待观察。结合 2026 年两会期间公布的《关于 2025 年中央和地方预算执行情况与 2026 年中央和地方预算草案的报告》一般公共预算支出安排，2026 年对城乡社区事务、交通运输、农林水领域的支出分别为 20962、12375、24261 亿元，投入基建的资金同比 2025 年实际支出值同比+3.3%。

2) 新增专项债方面，两会指出：2026 年拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元，完善专项债券项目负面清单管理和自审自发试点，重点支持建设重大项目、置换隐性债务、消化

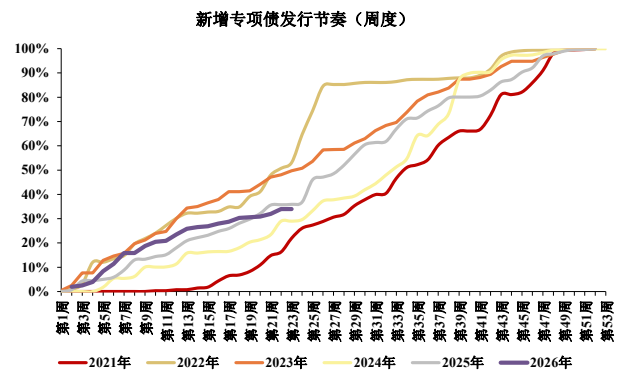
政府拖欠账款等。2026 年 4 月 24 日，财政部发布《关于扩大地方政府专项债券项目“自审自发”试点范围的通知》，称经国务院同意，河北省、江西省、湖北省、重庆市纳入地方政府专项债券项目“自审自发”试点范围。截至目前，专项债“自审自发”试点省份已扩围至 14 个，除新增 4 省市外，还包括 2024 年底首批纳入的广东（含深圳）、江苏、山东（含青岛）、四川、浙江（含宁波）、北京、上海、福建（含厦门）、湖南、安徽 10 个省份以及单独列出的试点区域雄安新区。从发行规模上看，截至 2026 年 5 月底，2026 年新增地方政府专项债累计发行规模已达 1.49 万亿，2025 年同期发行 1.64 万亿，发行速度慢于去年同期，后续关注新增专项债具体投向和发行节奏。

图14：新增专项债发行规模（周度，亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图15：新增专项债发行节奏（周度）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3) 中央预算内投资：2026 年两会指出：拟安排中央预算内投资 7550 亿元，相较 2025 年下达的 7350 亿元资金，增加 200 亿元。2025 年中央预算内资金重点支持现代化产业体系、现代化基础设施体系等领域。结构上，中央本级安排 1635 亿元，主要支持交运、科创等方向，地方转移支付安排 5715 亿元，主要支持粮食安全、能源安全、产业链供应链稳定安全、重大基建、社会事业、城市更新等方向。

4) 超长期特别国债：2026 年两会指出：拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元。根据财政部发布的发行计划，发行窗口为 4 月下旬—10 月中旬，5—6 月为发行高峰。

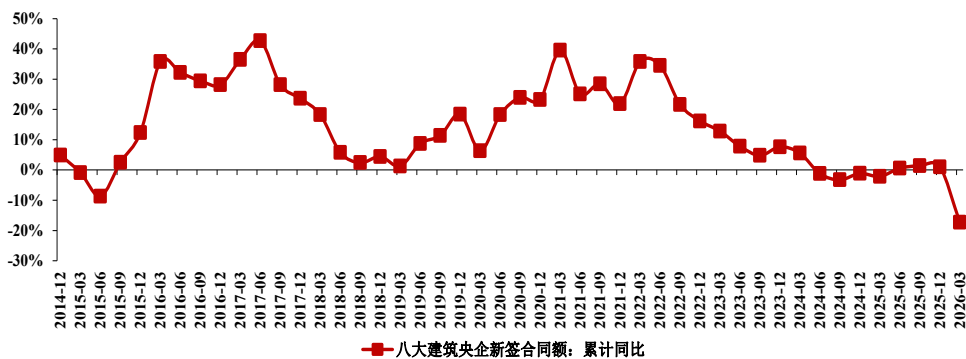
图16：2026 年超长期特别国债发行安排

表4：2026年超长期特别国债发行安排				
月份	期限(年)	招标日期	首发/续发	付息方式
4月	30	4月24日	首发	按半年付息
	20	4月24日	首发	按半年付息
5月	50	5月6日	首发	按半年付息
	30	5月8日	续发	按半年付息
	20	5月13日	续发	按半年付息
6月	30	5月20日	续发	按半年付息
	30	6月3日	续发	按半年付息
	20	6月5日	续发	按半年付息
7月	30	6月24日	首发	按半年付息
	30	7月3日	续发	按半年付息
	20	7月14日	首发	按半年付息
8月	30	7月15日	续发	按半年付息
	30	8月5日	续发	按半年付息
	50	8月12日	续发	按半年付息
9月	30	8月14日	首发	按半年付息
	20	8月19日	续发	按半年付息
	30	9月2日	续发	按半年付息
10月	20	9月4日	续发	按半年付息
	50	9月9日	续发	按半年付息
	30	9月16日	续发	按半年付息
10月	30	10月8日	续发	按半年付息
	50	10月14日	续发	按半年付息
	20	10月16日	续发	按半年付息

资料来源：财政部，浙商证券研究所

建筑企业订单方面：上市建筑央企基建订单同比增速领先基建投资大约一个季度。从已经披露的八大建筑央企中看，2026 年第一季度中国中铁、中国铁建、中国交建、中国能建、中国电建、中国中冶、中国建筑（基建）、中国化学新签订单共计 25316 亿元，同比-17.2%，仍处于订单增速低位，2026 年的改善幅度有待观察。

图17：八大建筑央企新签合同额累计同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

展望 2026 年全年看，在特朗普上台的背景下，未来数年内贸易和科技领域的外部冲击是我国要面临的重要挑战，前者以关税为主，后者以特定科技领域管制为主，为此国内政策将给予更加积极的应对，规模更大，速度更快，预计当前乃至以后一段时间基建投资的安全属性将继续抬升。

3.3 5 月地产投资下行，一线城市库销比逐渐向合意水平回归

地产严控增量、消化存量仍是主基调。2026 年 1-5 月，房地产开发投资累计同比-16.2%，较 1-4 月-13.7%进一步下行。新开工、施工、竣工累计同比分别为-22.6%，-12.3%，-23.4%，前值分别为-22%、-12.1%、-24%。

到位资金中国内信贷分项下滑。2026 年 1-5 月房地产开发到位资金累计同比-19%，前值为-18.4%。从分项来看，其中国内信贷、自筹、定金与预收款和个人按揭贷款累计同比为-28.7%、-13%、-16.1%、-28%前值分别为-25.9%、-10.5%、-17.6%、-31.7%。

地产库存去化周期仍处于高位，仍以消化库存为主，但一线城市可能率先触底：

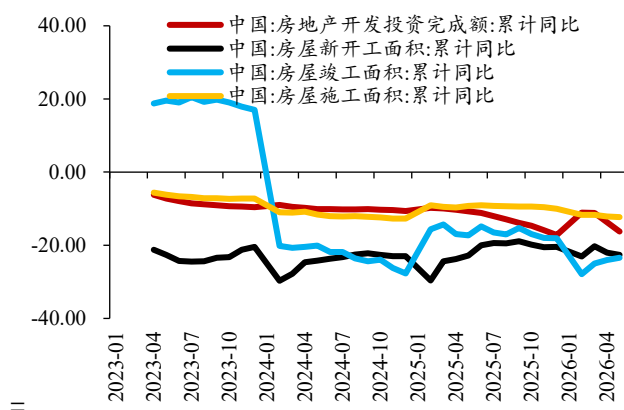
一是总量上来看商品房库存持续去化。根据 Wind 十大城市口径数据（一线北上广深；二线杭州、南京、青岛、苏州、南昌、厦门），截至 2026 年 5 月商品房库存 7571 万平方米，同比下行 3.2%，延续 23 年以来去化趋势。

二是地产去化压力仍大，去化周期高于均值。5 月地产销售回暖，分母端促进库销比下行，十城整体库销比 18.9 月（2010 年以来均值 12.4 月），较上月 23.8 月下行。

三是结构上来看去化压力分化，但一线城市正逐步接近合理水平。十城口径，一线城市去化周期 10.78 月，逐步接近历史均值 10.4 月；二线城市去化周期 33.44 月，远超历史均值 14.6 月。

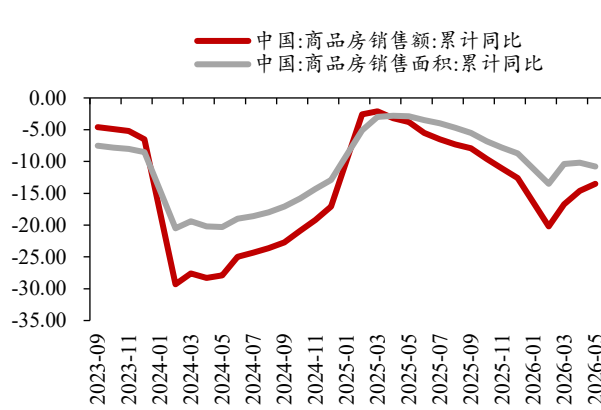
租金走势是判断楼市企稳的核心，当前一二线城市租金下行边际放缓。截至 2026 年 5 月，百城平均租金 24.59 元每平方米每月，较 25 年同期 26.1 元每平方米每月同比-5.8%，前值-6.4%。分一二三线城市来看，截至 26 年 5 月租金同比增速一线同比-8.84%，二线-5.97%、三线-4.82%均延续下行趋势，前值一线同比-15.1%，二线-6.7%、三线-3.53%。

图18：地产投资下行（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图19：商品房销售增速反弹（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 就业：失业率明显回落，就业帮扶政策持续发力

5 月份，全国城镇调查失业率为 5.1%，较上月下降 0.1 个百分点。随着 3、4 月就业市场季节性回暖，求职人员陆续找到工作，劳动力市场供需匹配逐步完成，失业率自然回落。

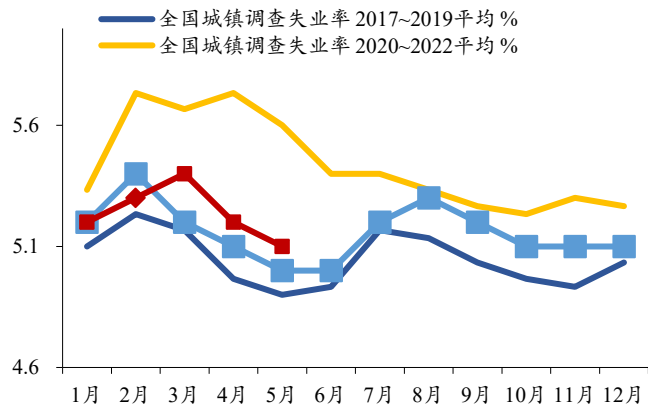
就业帮扶政策持续发力，有助于平滑摩擦性失业。前 5 个月，稳就业政策效应持续显现。就业政策定向发力重点就业群体，促进高质量充分就业，在经济增速目标放缓及经济结构转型叠加时期，成为稳就业、促民生、保障社会稳定的重要对冲。5 月份，国务院就业促进和劳动保护工作领导小组印发《稳岗扩容提质行动方案》，主要内容包括：

一是稳定制造业、建筑业、住宿餐饮业等行业用工规模。实施制造业重点产业链高质量发展行动，培育中小企业特色产业集群、建设特色产业园区，扩大中西部和东北地区就业空间。培育现代化建筑产业链，高质量开展城市更新，有序推进“好房子”建设，创造更多就业机会。引导住宿行业特色化发展，加快打造主题酒店、度假酒店、特色民宿等多元业态，培育特色餐饮品牌，带动劳动者就业创业。

二是挖掘各渠道各领域就业潜力。聚焦消费领域，打造中国消费名品方阵，开展服务业促就业行动。聚焦项目建设，加力推进交通、水利等工程建设，加大以工代赈实施力度。聚焦新质生产力发展，实施“人工智能+”行动，加快战略性新兴产业集群发展，加快释放就业潜力。聚焦民生服务，加大家政、养老、育幼等生活服务业支持，强化康养托育领域人力资源服务。聚焦区域协调发展，培育特色县域产业，壮大劳务品牌，拓展海洋经济就业空间。聚焦创业带动就业，推广“科技成果+创业”“产业发展+创业”“职业技能+创业”“民生需求+创业”四种模式，激发全社会创业热情。

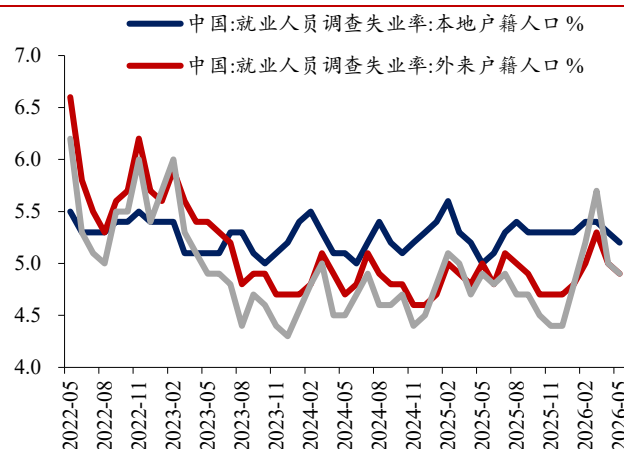
我们认为，就业政策还将定向发力重点就业群体，促进高质量充分就业，或是在经济增速目标放缓及经济结构转型叠加时期稳就业、促民生、保障社会稳定的重要对冲。一方面，延续实施稳岗返还、社保补贴、专项贷款等阶段性措施，进一步增加以工代赈投资规模；实施稳岗扩容提质行动，支持劳动密集型行业企业稳定岗位。另一方面，围绕发展新兴产业、未来产业培育新职业新岗位，增强服务业带动就业能力。在重点就业群体方面，制定高校毕业生等青年就业支持政策，强化农民工稳岗帮扶，做好退役军人安置和就业服务，加强困难人员就业援助，出台支持灵活就业人员、新就业形态人员参加职工保险的政策。

图20：5月全国城镇调查失业率为5.1%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图21：1-5月外来户籍人口调查失业率有所下降



资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们认为，就业形势变化或是及时推出增量储备政策的关键，除官方失业率数据外，就业的微观体感也应关注。从最新的失业金搜索指数来看，2025年3月以来失业金搜索指数先降后升，与失业压力的季节性特征相符。我们再次提示，从近五年数据回溯来看，当失业金领取条件及标准搜索指数持续高于近五年均值时，往往是社会对失业压力体感较大的时期，例如2020年的二至四季度、2024年的二至四季度。我们认为，当社会对失业压力体感较大的持续时间较长时，触发政策全力稳定经济的概率或将上升。

图22：当前失业金搜索指数处于低位



资料来源：百度指数，浙商证券研究所

5 风险提示

1) 地缘冲突扩大化驱动我国产能过剩化解，使得中国经济意外上行；2) 政策落地不及预期；3) 外需回落、贸易摩擦加剧或海外经济下行超预期，可能对出口链和制造业生产形成扰动。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买 入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
2. 增 持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
3. 中 性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减 持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看 好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
2. 中 性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
3. 看 淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>