



证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号：S1500524070002

邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅

大厦B座

邮编：100031

Q2 经济增速可能在目标区间下沿

2026年6月16日

- **投资降幅超预期走阔。**1-5月固定资产投资累计降幅明显走扩，弱于市场预期的。结构上看，地产深度拖累、基建托底力量减弱、制造业投资由正转负，仅高技术、知识产权投资结构性走强。投资降幅扩大有一部分季节性因素，也有经济动能转型因素。一方面，5月投资端跌幅扩大或带有短期季节性噪音，不宜将其全部解读成经济内生增长动能转弱。另一方面，新旧动能转换时，短期内新动能或难全部对冲传统动能的回落。
- **社零再次陷入负增长。**2022年12月以来，5月社零增速再度转负，社零负增背后有多层推力。第一，基数走高有影响，但影响相对有限。第二，乘用车以旧换新补贴退坡，汽车销售降幅走阔。第三，能源品消费并未继续下降，但通讯器材社零降幅却在扩大。需要注意的是，相较于限额以上社零，限额以下社零的拖累效应更为显著，这或反映出中小微企业也在面临较大的经营压力。
- **工业生产成为唯一亮点。**5月工业生产总量实现超预期增长，成为5月经济数据里的亮点，但这一亮点背后并非没有隐忧。制造业增加值增速提升，主要是依托5月出口数据大幅超预期形成外需端的有力支撑。但公用事业高增或属于短期脉冲，对实体经济的内生拉动力度相对有限。往后看，6月工业生产修复或仍将面临两层约束，6月增速上行空间相对有限。
- **Q2 经济增速可能在目标区间下沿。**二季度，工业生产与出口是实体经济中的两大韧性支撑，不过4-5月投资、消费两大内需指标同步走弱，仅靠出口与高技术产业的结构性景气，或难完全对冲负面拖累。我们认为，Q2经济增长中枢或下移，增速大概率回落至年度目标区间下沿。5月投资持续走弱，或进一步强化市场对于后续稳增长政策加码的预期，但我们认为，7月政治局会议定调落地前，增量政策落地的可能性较小。
- **风险因素：**稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期，贸易摩擦超预期，地缘冲突超预期升级等。



目录

一、投资降幅超预期走阔.....	3
二、社零再次陷入负增长.....	4
三、工业生产成为唯一亮点.....	6
四、Q2 经济增速可能在目标区间下沿.....	7
风险因素	8

图目录

图 1：三大类投资降幅均扩大	3
图 2：固投累计降幅扩大.....	4
图 3：汽车消费拖累整体社零	5
图 4：对社零拖累较多的是通讯器材、石油制品和汽车	5
图 5：工业生产中，采矿业弱，公用事业强	6
图 6：工业生产和服务业生产累计增速仍在走弱	7



一、投资降幅超预期走阔

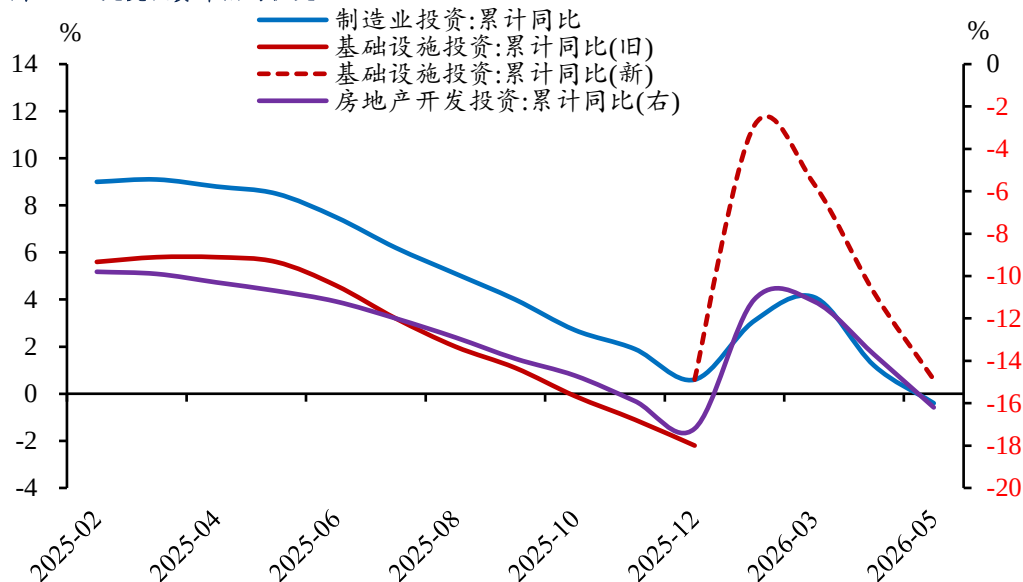
投资降幅走阔，弱于市场预期。1-5月固定资产投资累计增速为-4.1%，较前值降幅明显走扩，弱于市场预期的-2.3%。结构上看，三大板块全面走弱，地产深度拖累、基建托底力量减弱、制造业投资由正转负，仅高技术、知识产权投资结构性走强。1) 地产投资累计同比为-16.2%，较前值跌幅扩大2.5pct，仍是最大跌幅项；2) 基建投资累计增速为0.6%，较一季度8.9%的托底效应明显减弱；3) 制造业投资累计投资转负至-0.4%，显示企业扩产意愿收缩。整体看，基建投资还在维持增长，但制造业已经陷入负增长，地产投资的降幅则继续扩大。

投资降幅扩大有一部分季节性因素，也有经济动能转型因素。

一方面，5月多地高温多雨影响施工进度。5月多地进入高温、多雨的天气，户外的基建、建筑施工或受到影响，这一短期扰动可能加剧当月数据的下行幅度。5月投资端跌幅扩大或带有短期季节性噪音，不宜将其全部解读成经济内生增长动能转弱。

另一方面，新旧动能转换时，短期内新动能或难全部对冲传统动能的回落。1-5月总量投资走弱，但仍能看到亮点。传统动能（地产、基建、传统制造）回落，而新动能（知识产权等高新技术制造）保持高增，如信息传输业投资增长30.4%、知识产权产品投资同比增长9.3%。我们认为，当前新动能的体量偏小，短期内或难对冲传统板块的下滑。

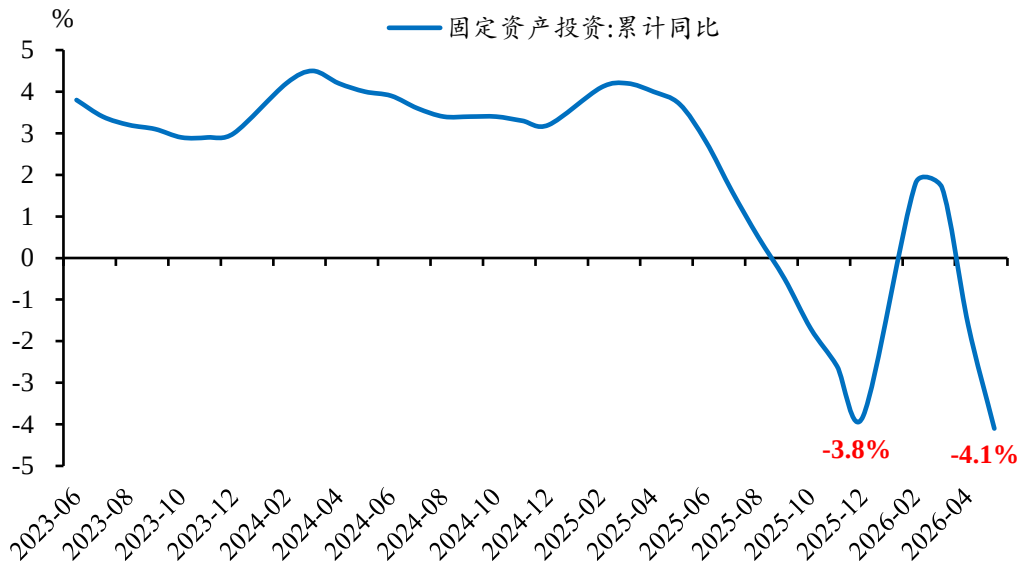
图1：三大类投资降幅均扩大



资料来源:ifind, 信达证券研发中心



图 2：固投累计降幅扩大



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

二、社零再次陷入负增长

5月，社零同比增速录得-0.6%，这是2022年12月以来，社零增速再度转负，社零负增背后有多层推力。

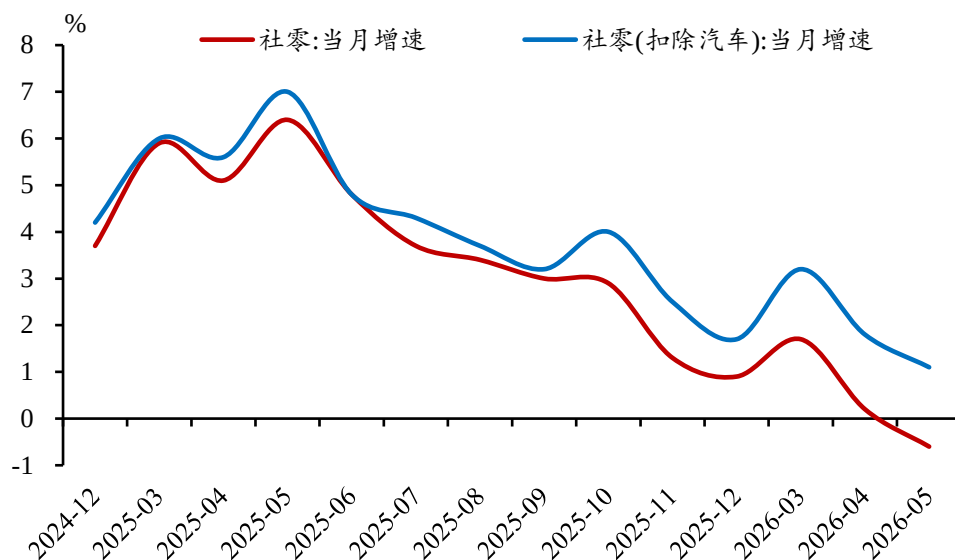
第一，基数走高有影响，但影响相对有限。去年5月社零环比（11.2%）是2023-2025年中同期最高水平，这对今年5月的社零同比有压制。然而，社零增速3月开始走弱，并非5月的单一现象，我们认为基数或不是社零增速转弱的主要原因。观察今年社零环比的表现，不难看出，今年的社零环比一直弱于去年，显示今年社零的增长动力或不及去年。

第二，乘用车以旧换新补贴退坡，汽车销售降幅走阔。今年乘用车以旧换新转向“比例补贴+上限”，乘用车补贴均值下降。受此影响，今年乘用车销售降幅从4月的20%扩大至5月的22.1%，反映整体社零增速继续承压。5月社零同比转负，剔除汽车后，社零同比增长1.1%，说明消费基本盘还未转负，也显示汽车社零对整体社零拖累作用不小。

第三，能源品消费并未继续下降，但通讯器材社零降幅却在扩大。5月石油制品社零增速环比未继续下滑，但通讯器材增速回落幅度达5.5个百分点，考虑权重后，拖累限额以上社零增速0.3个百分点，拖累整体社零增速0.12个百分点。地产后周期相关商品（家电、家具、建筑装潢）社零仍在负增长区间，此外，受到金价走高的压制，黄金首饰购买需求较去年有所降温，5月金银珠宝类同比降幅虽收窄，但并未转正。

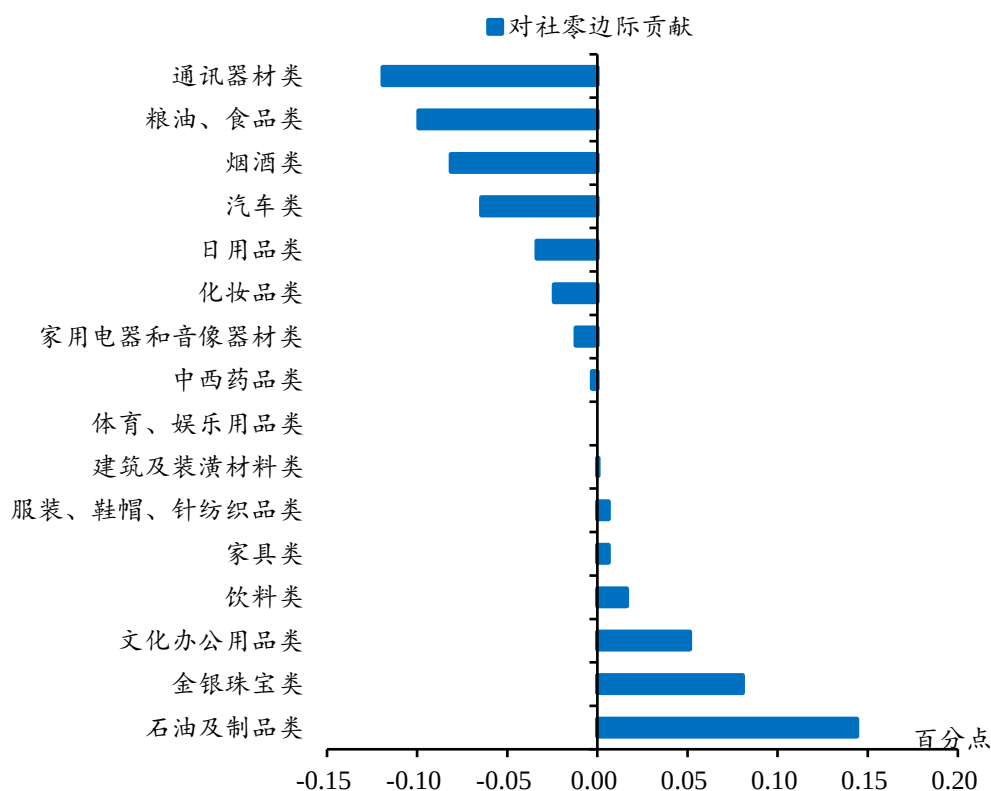
需要注意的是，相较于限额以上社零，限额以下社零的拖累效应更为显著，这或反映出中小微企业也在面临较大的经营压力。

图 3：汽车消费拖累整体社零



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：对社零拖累较多的是通讯器材、石油制品和汽车



资料来源: ifind, 信达证券研发中心



三、工业生产成为唯一亮点

5月工业生产总量实现超预期增长，成为5月经济数据里的亮点，但这一亮点背后并非没有隐忧。

工业增加值总量超预期走高，制造业增加值增速提升。5月工业增加值当月同比增长4.5%，较前值提升0.4个百分点，同时也高于市场4.3%的预期。从结构拆分来看，采矿业增加值增速有所回落，制造业和公用事业两大板块拉动作用显著。其中，5月制造业工业增加值同比增速较前值提升0.4个百分点，我们认为这主要是依托5月出口数据大幅超预期形成外需端的有力支撑。

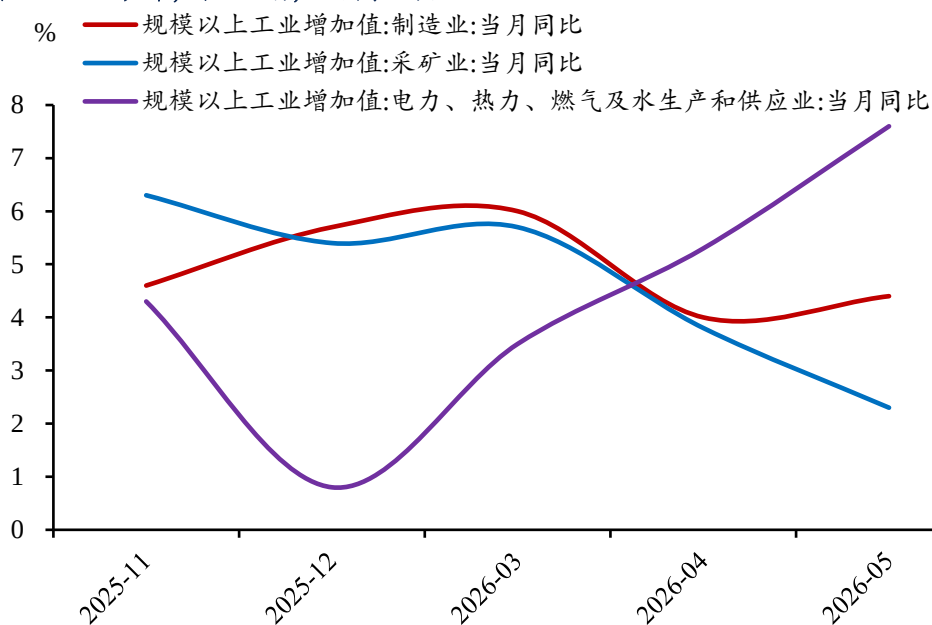
公用事业增加值增速上行或属于短期脉冲。电力、热力等公用事业增加值同比增速大幅上行至7.6%，我们认为，主要受多地入夏、气温攀升带来的季节性用电需求提振，或是用电需求走高推升发电量，而非来自工业企业开工率的系统性回暖。5月公用事业高增或属于短期脉冲，对实体经济的内生拉动力度相对有限。

往后看，6月工业生产修复或仍将面临两层约束，6月增速上行空间相对有限。

第一，地产链仍是传统工业品需求的核心拖累。截至5月，地产开发投资累计同比降幅持续走阔，且房屋新开工、施工、竣工面积依旧维持两位数下滑，地产后周期相关行业依旧缺乏需求支撑，或难以形成实质性反弹。

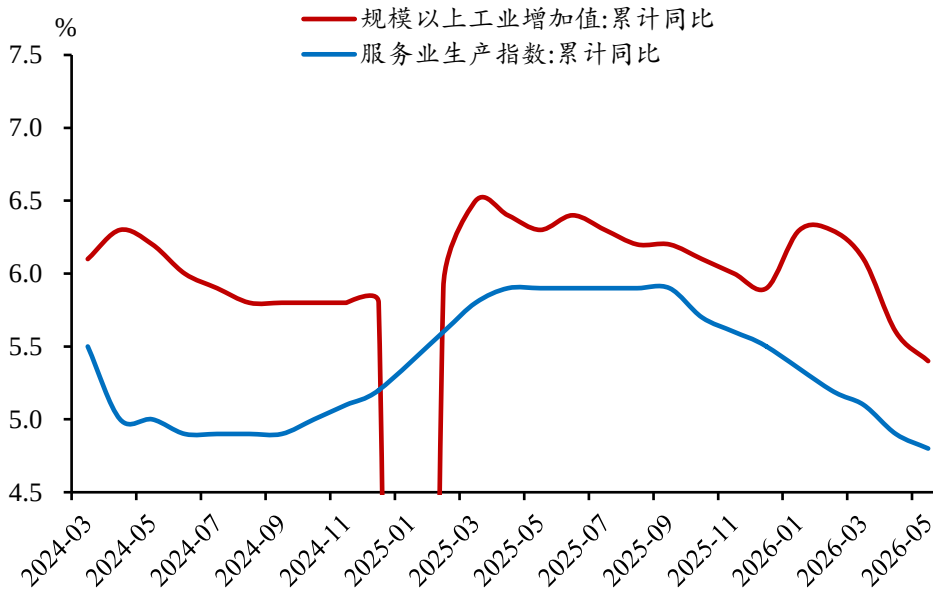
第二，建筑业景气度虽边际改善，但整体还处于相对低位。5月建筑业商务活动指数、新订单指数虽然较4月有所修复，但两项指标均未恢复到扩张区间，这可能意味着基建对工业需求发挥托底作用或仍需等待。

图5：工业生产中，采矿业弱，公用事业强



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 6：工业生产和服务业生产累计增速仍在走弱



资料来源:ifind, 信达证券研发中心, 低于 4.5% 的工业增加值增速未在图中显示

四、Q2 经济增速可能在目标区间下沿

6 月经济数据可能还有地缘冲突的滞后影响。自美伊冲突发生以来，中东局势对国内社零、工业生产等都有间接影响。当前，伊朗和美国计划 19 日在瑞士签署谅解备忘录，本轮地缘缓和有望落地在 6 月中下旬，但前期地缘风险带来的油价溢价尚未完全消退，6 月经济数据一定程度上或仍会受到外部约束的影响。

6 月的经济支撑可能是出口和工业生产。从当前已披露的数据来看，工业生产与出口是当前实体经济中的两大韧性支撑，二者相辅相成，形成正向循环，是对冲内需下行的关键抓手。

二季度增长中枢下移，增速可能滑向年度目标区间低位。一季度 GDP 录得 5.0%，触及经济增长目标区间（4.5%-5.0%）的上沿，不过 4-5 月投资、消费两大内需指标同步走弱，仅靠出口与高技术产业的结构性景气，或难完全对冲负面拖累。二季度经济增长中枢或下移，增速大概率回落至年度目标区间下沿，内需修复乏力是当前经济最核心的约束。4 月经济数据走弱时，基建投资一度曾成为托底二季度经济的期望发力点，但 5 月数据显示基建投资继续下行。投资数据的持续走弱，或进一步强化市场对于后续稳增长政策加码的预期，但我们认为，7 月政治局会议定调落地前，增量政策落地的可能性较小。



风险因素

稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期，贸易摩擦超预期，地缘冲突超预期升级等。



研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和宏观首席分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。首届“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。