

2026 年 06 月 17 日

新旧动能“温差”明显

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

沈美辰（分析师）

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790524110002

● 生产端：工业生产边际回升，高技术制造业延续突围

1、5 月工业生产增速回升，高技术制造业继续提速。规模以上工业增加值同比增长 4.5%，较前值回升 0.4pct。高技术制造业的强势延续是 5 月生产端的亮点。5 月高技术制造业增加值同比增长 15.1%，较 4 月的 12.8%提速。5 月出口交货值同比增长 10.1%，出口链对工业生产的拉动效应仍强。

2、服务业生产边际改善。5 月服务业生产指数同比增长 4.4%，较前值加快 0.1 个百分点。信息传输软件和 IT 服务业增长较快，同比增长 11.3%。

● 固投端：政策节奏放缓，投资延续走弱

1、5 月固定资产投资累计同比下降 4.1%，较前值（-1.6%）下降 2.5 个百分点。固投三大分项累计全面走弱，核心原因在于财政资金接续不足、能源危机阶段性效应和房地产下行压力的持续加深。

2、出口链与新动能为制造业的支撑项。制造业投资累计同比下降 0.4%，较前值回落 1.6 个 pct。设备工器具购置累计增速下滑 2.2 个 pct 至 9.3%，仍维持较高水平，但设备更新的效果或将逐渐走弱。分行业来看，纺织业投资增长 10.8%、计算机通信电子投资增长 6.7%（较前值+1.3pct），这些行业与出口链和新动能关联度较高，表现出相对韧性。

3、基建投资再度转负。5 月基建投资同比较前值回落 4.2 个百分点至 -9%。财政资金前置效应消退后缺乏增量接续。分行业看，水利管理投资下滑幅度最为克制，较前值下降 2.1 个百分点；传统基建领域如铁路运输、电热燃水、交运仓储等相关投资走弱。

4、地产：一线城市结构性修复。1-5 月房地产投资累计下降 16.2%，较前值降幅扩大。重点城市二手房量价企稳迹象延续。5 月二手房成交量活跃，带动价格环比改善。新房销售仍待企稳，价格在核心城市部分改善楼盘入市带动下微幅改善。一线城市在政策带动下表现更强。京沪二手房成交量同比连续两个月创近五年同期新高。上海收购存量二手房用作保障性租赁住房试点取得阶段性进展，上海试点范围已扩展至全部中心城区，一线城市二手房市场仍有支撑。

● 消费：社零增速多重因素下转负

1、5 月社零增速转负，当月同比下降 0.8 个百分点至 -0.6%，汽车消费对社零的拖累仍然较强。1-5 月服务零售与商品零售增速的剪刀差走阔至 4.2%，服务消费表现仍显著强于商品消费。消费转负背后反映需求端政策加码的必要性。其一，以旧换新政策的拉动效应持续递减，且 2025 年同期高基数压制读数。其二，5 月 PPI 同比走高而 CPI 持平，原材料涨价向中下游传导不畅，企业利润承压通过就业和收入渠道抑制居民消费。其三，房地产市场持续调整对居民财富效应和消费信心的拖累仍在。

● 需求端修复取决于政策的发力节奏

5 月经济结构性分化加剧，内外需和新旧动能的“温差”明显。工业生产在强势出口和高技术制造业带动下边际回升，但需求端难改疲软态势。向后看，需求端的修复取决于政策发力的节奏和力度。下半年政府债供给将进入高峰期，8000 亿新型政策性金融工具和“六张网”建设也是投资修复的关键看点。

● 风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《美国通胀短期高点或已出现——美国 5 月 CPI 点评》-2026.6.11

《美联储可能在 2027 年开启加息——美国 5 月非农就业数据点评》-2026.6.7

《关注财政政策的结构性转变——宏观经济点评》-2026.5.21

目 录

1、 生产端：工业生产边际回暖，高技术制造业延续突围	3
2、 固投端：政策节奏放缓下投资延续走弱	3
3、 消费：社零增速多重因素下转负	6
4、 需求端修复取决于政策的发力节奏	8
5、 风险提示	8

图表目录

图 1： 出口交货值累计增速仍处于高位	3
图 2： 上游原材料生产增速放缓	3
图 3： 5 月制造业投资单月同比对固投起到支撑作用	4
图 4： 设备更新增速保持向下趋势	4
图 5： 纺织、船舶与航空航天设备投资保持高增长	4
图 6： 5 月基建投资降幅扩大	5
图 7： 水利管理投资下滑幅度相对较小	5
图 8： 4-5 月专项债发行进度偏缓	5
图 9： 5 月商品房成交量有改善但不稳	6
图 10： 一线城市房价环比保持正增长	6
图 11： 受金价影响，5 月金银珠宝消费有所回暖	7
图 12： 5 月社零增速由正转负	7
图 13： 服零-社零剪刀差进一步走阔	7

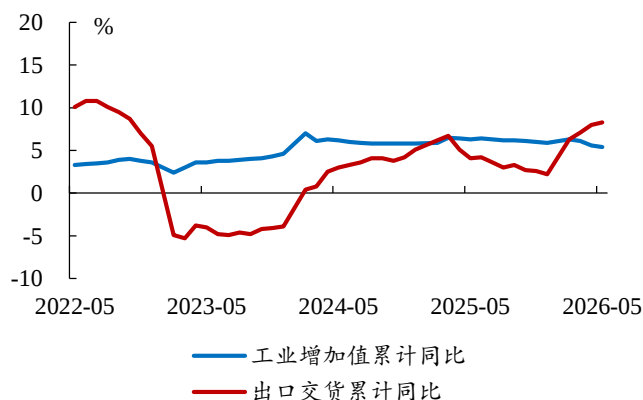
事件：2026 年 5 月工业增加值同比 4.5%（预期 4.4%），社零 5 月同比-0.6%，服务零售额累计同比 5.4%，固定资产投资累计同比-4.1%（预期-1.7%）。其中，广义基建、制造业、房地产投资分别为 0.6%、-0.4%、-16.2%，预期分别为 2.1%、0.1%、-14.6%。

1、生产端：工业生产边际回暖，高技术制造业延续突围

5 月工业生产增速回升，高技术制造业稳中有升。5 月份，规模以上工业增加值同比增长 4.5%，较前值回升 0.4pct；前 5 月累计同比较前值下降 0.2pct。分行业看，采矿业、制造业累计同比较前值下滑 0.7、0.3pct，公用事业生产增速上浮 0.6 个百分点。高技术制造业的强势延续是 5 月生产端的亮点。5 月高技术制造业增加值同比增长 15.1%，较 4 月提速。其中，计算机通信电子设备制造业以 17% 的增速领跑、较 4 月加快 1.4pct。此外，5 月出口交货值同比增长 10.1%，出口链对工业生产的拉动效应仍强。上游增长乏力，煤炭开采、石油和天然气开采当月增速分别下滑 0.3、3.1pct，金属冶炼增速下降 3.5pct，主要受房地产下行拖累叠加 PPI 走高带来的成本端压力影响。供需结构来看，5 月产销率为 96%，同比下降 0.1 个百分点。内需不足对工业生产的制约尚未根本缓解。

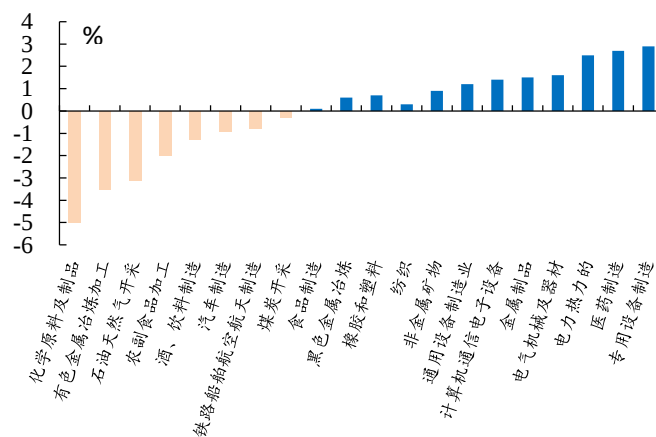
服务业生产边际改善。5 月服务业生产指数同比增长 4.4%，较前值加快 0.1 个百分点。信息传输软件和 IT 服务业增长较快，同比增长 11.3%。

图1：出口交货值累计增速仍处于高位



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

图2：上游原材料生产增速放缓

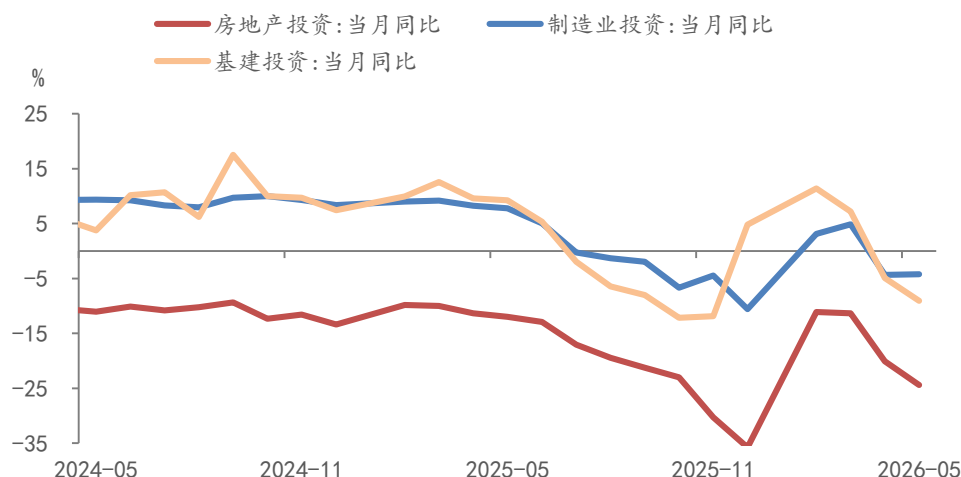


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、固投端：政策节奏放缓下投资延续走弱

5 月固定资产投资累计同比下降 4.1%，较前值（-1.6%）下降 2.5 个百分点。固投三大分项累计全面走弱，核心原因在于财政资金接续不足、输入型通胀和房地产下行压力的持续加深。

图3：5月制造业投资单月同比对固投起到支撑作用

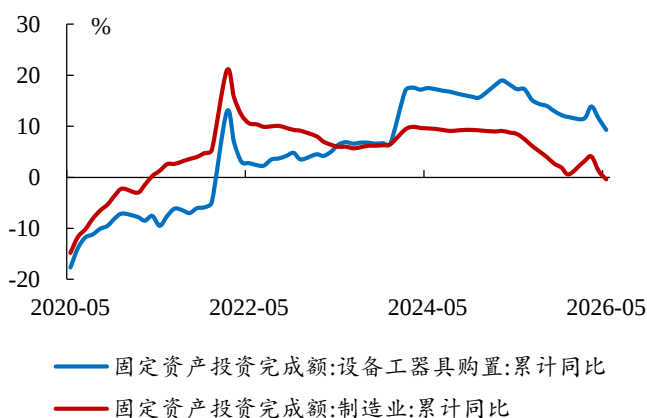


数据来源：Wind、开源证券研究所

(1)出口链与新动能为制造业的支撑项。5月制造业投资累计同比下降0.4%，较前值回落1.6个pct，当月同比较4月微升。制造业投资的走弱反映地缘因素对中游制造业利润的挤压仍在持续。设备更新相关增速累计下滑2.2个pct至9.3%，虽维持较高水平，但随着政策进入常态化，政策效果或将逐渐减弱。

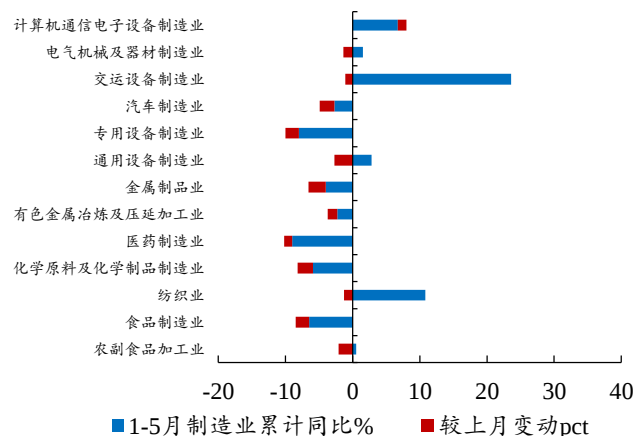
分行业来看，纺织业投资增长10.8%、计算机通信电子投资增长6.7%（较前值+1.3pct）、铁路船舶航空航天制造业下滑幅度较小，这些行业与出口链和新动能关联度较高，表现出相对韧性。通用设备、有色金属加工等行业增速下滑更为显著，传统行业和部分中游行业投资承压。

图4：设备更新增速保持回落趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图5：纺织、船舶与航空航天设备投资保持高增长



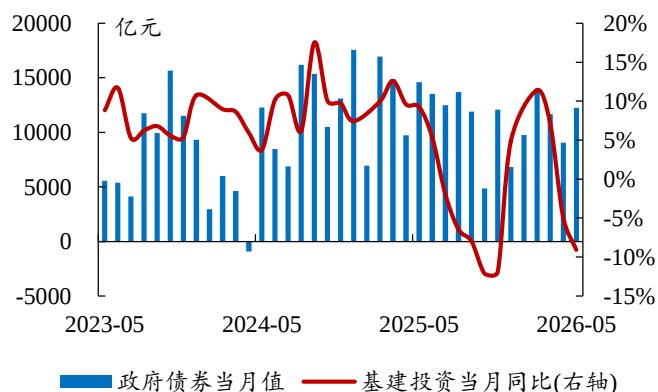
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)基建投资降幅走阔。1-5月基础设施投资累计同比增长0.6%，较前值回落3.7个百分点，当月同比为-9.1%。财政资金前置效应消退后缺乏增量接续。4-5月专项

债供给进入缓冲期，且 4 月一般财政支出中，基建相关支出增速大幅走低，政府性基金支出同比下降 20.8%，广义财政支出放缓。

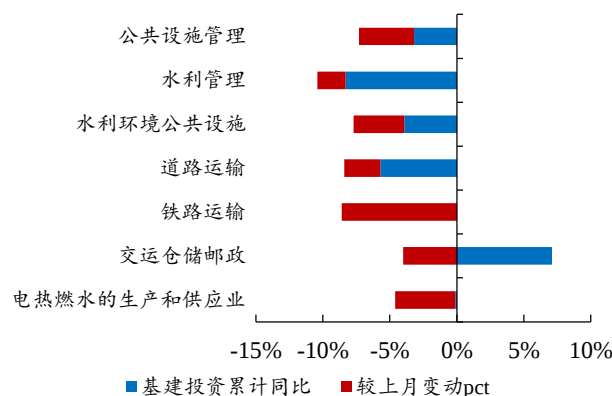
分行业看，5 月基建各分项累计增速均边际下滑。水利管理投资下滑幅度最为克制，较前值下降 2.1 个百分点；传统基建领域如铁路运输、电热燃水、交运仓储等相关投资走弱。

图6：5 月基建投资降幅扩大



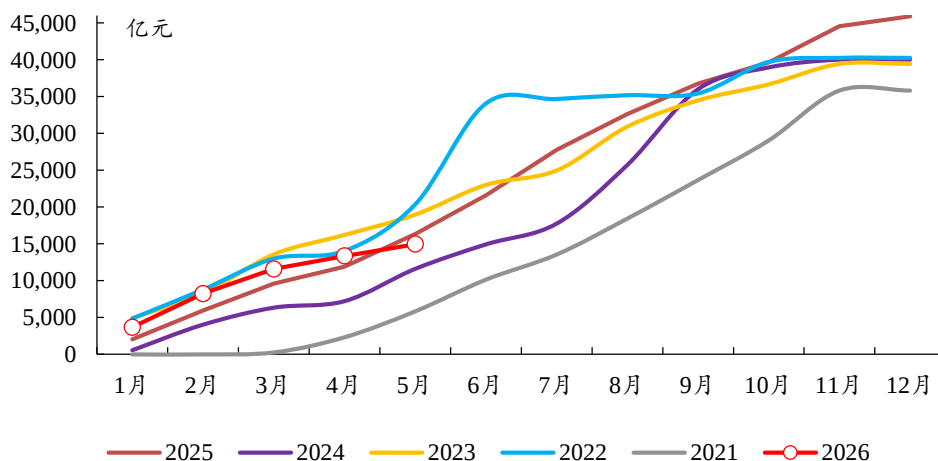
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：水利管理投资下滑幅度相对较小



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：4-5 月专项债发行进度偏缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

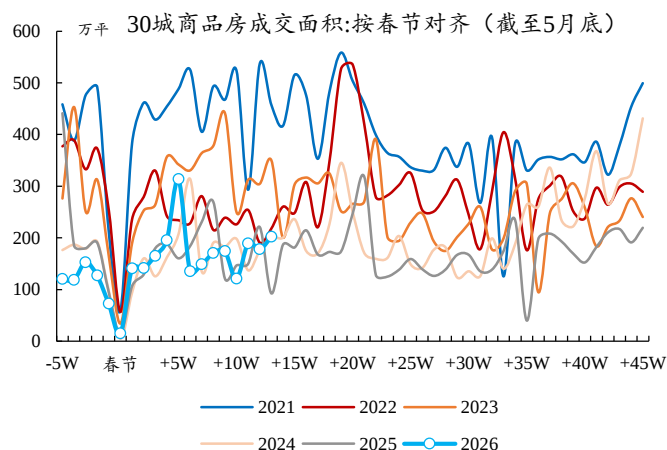
(3)地产：一线城市结构性修复。1-5 月房地产投资累计下降 16.2%，较前值降幅扩大。商品房销售额下降 13.5%，较前值提升 1.1 个 pct。

重点城市二手房量价企稳迹象延续。5 月二手房成交量活跃，带动价格环比改善，根据中指数据，20 城二手房成交量同比增幅较 4 月扩大 6.3 个百分点。一线、二线二手房价格同比降幅分别收窄 1、0.2 个百分点。新房销售仍待企稳，价格在核心城

市部分改善楼盘入市带动下微幅改善，一线城市环比提升 0.1 个百分点。

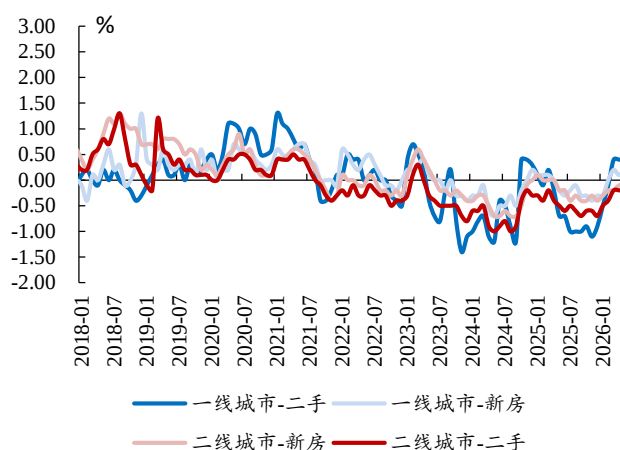
城市能级看，一线城市在政策带动下表现更强。京沪二手房成交量同比连续两个月创近五年同期新高。上海收购存量二手房用作保障性租赁住房试点取得阶段性进展，二季度上海试点范围扩展至全部中心城区，广州也已启动国企收购二手房试点，一线城市二手房市场或仍有支撑。

图9：5 月商品房成交量有改善但不稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：一线城市房价环比保持正增长

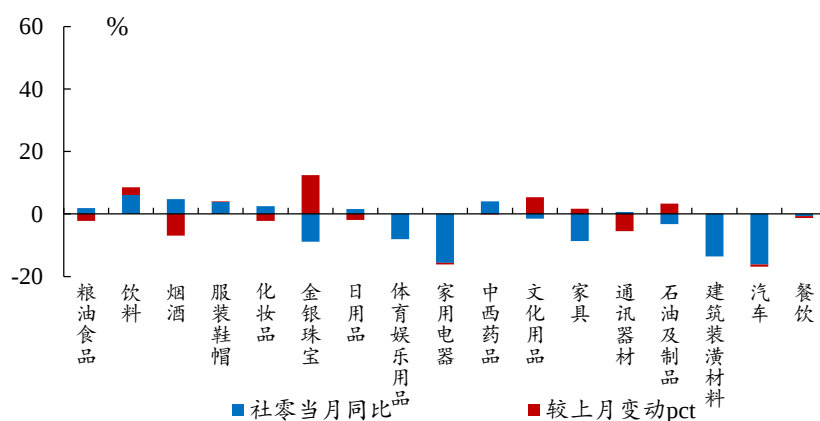


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、消费：社零增速多重因素下转负

5 月社零增速转负，当月同比下降 0.8 个百分点至 -0.6%，累计同比下行 0.5 个百分点至 1.4%。除汽车外社零 5 月增长 1.1%，汽车消费对社零的拖累仍然较强。此外烟酒、通讯器材等分项对消费的拖累居前。1-5 月服务零售同比增长 5.4%，较前值小幅回落 0.2 个百分点，但与商品零售增速的剪刀差走阔至 4.2%，服务消费表现仍显著强于商品消费。

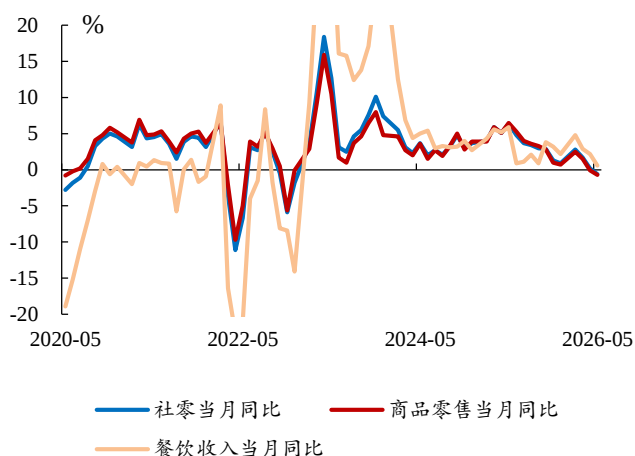
图11：受金价影响，5月金银珠宝消费有所回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

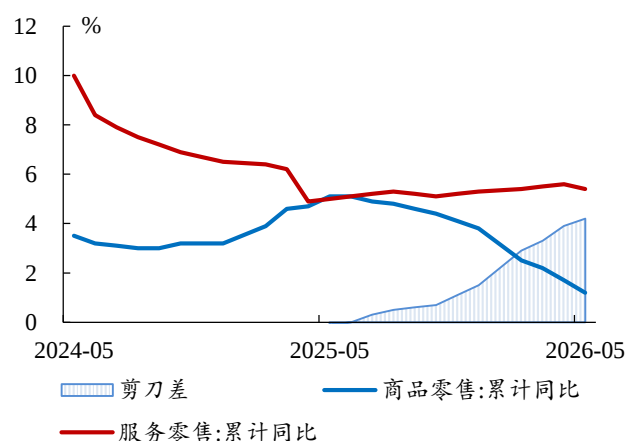
消费转负反映需求端政策加码的必要性。原因来看，其一，以旧换新政策的拉动效应持续递减，且2025年同期高基数压制读数。其二，5月PPI同比走高而CPI持平，上下游价格“剪刀差”走阔，原材料涨价向中下游传导不畅，企业利润承压通过就业和收入渠道抑制居民消费。其三，房地产市场持续调整对居民财富效应和消费信心的拖累仍在。

图12：5月社零增速由正转负



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：服零-商品零售剪刀差进一步走阔



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、需求端修复取决于政策的发力节奏

5 月经济的结构性分化加剧，内外需、新旧动能“温差”明显。工业生产在强势出口和高技术制造业带动下边际回升，但需求端难改疲软态势。新动能端，高技术制造业增加值与投资规模均表现突出，指向 AI 产业链在供需两端对经济的撬动均在加强。旧动能端，基建、制造业投资等传统增长引擎对政策节奏较为敏感，当下部分政策进入常态化阶段，经济短暂回调，后续财政节奏恢复、叠加可能的需求端政策加码，投资有望改善。消费和地产的修复仍需居民收入和信心的实质性改善。

向后看，需求端的修复取决于政策发力的节奏和力度。下半年政府债供给将进入高峰期，广义财政投入有望加速。8000 亿新型政策性金融工具和“六张网”建设也是投资修复的关键看点。

5、风险提示

- (1)政策力度不及预期；
- (2)美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn