

2026 年 06 月 16 日

经济冲击：中期趋势 or 短期扰动？

——5 月经济数据点评

事件：5 月，社零当月同比-0.6%、固定资产投资累计同比-4.1%、房地产开发投资累计同比-16.2%、新建商品房销售面积累计同比-10.8%、工业增加值当月同比 4.5%。

- **核心观点：**中期拖累因素仍在压制经济表现，但天气扰动放大了短期经济波动。

5 月经济偏弱，除市场认知到的国补退坡、财政支出降速等影响外，化债再度提速、价格影响需求、天气因素扰动是被忽视的线索。一季度特殊新增专项债发行占比再度提升，按 3 个月传导时滞持续拖累二季度投资；通信器材等价格快速上涨，也在对相关消费形成次生冲击；5 月高温多雨天气明显，降水为近 10 年最多，放大了出行消费以及室外施工为主的基建地产投资的回落幅度，但高温天气也拉动电力热力生产，支撑整体工增韧性。

消费：高基数、国补退坡、价格上涨对需求的次生冲击等中期逻辑仍在拖累消费，高温多雨天气放大了消费的短期波动。限额以上商品零售同比回落 0.3 个百分点至-5.2%，通讯器材、汽车、家电明显走弱，反映国补退坡等因素影响；通讯器材跌幅（5.5 个百分点）较大，与通信工具 CPI 快速上涨、影响需求有直接关系；高温多雨天气影响居民出行，4 月表现偏强的大众消费（限额以下零售）与服务消费，5 月增速均出现不同程度走弱。

投资：前期化债提速、企业自筹资金走弱、购地投资下行拖累投资，天气因素也放大了投资的短期波动。5 月固定投资当月同比回落 2.1 个百分点至-11.5%，其中基建（回落 3.7 个百分点）、地产（回落 4.3 个百分点）偏弱与特殊新增专项债发行挤出投资，以及自筹资金增速走弱有关，购地为主的其他费用投资也在下行；相比之下，制造业投资（回升 1.1 个百分点）小幅改善，不同于室外施工为主的基建地产投资表现，显示天气的额外扰动。

生产：5 月工业增加值“超预期”回升，主要是高温天气及外需相关领域生产回升较大，其他领域生产相对偏弱。5 月生产分化明显。高温多雨天气拉动电力热力生产明显上行（回升 2.5 个百分点至 8.7%），煤炭采选生产维持韧性，合计拉动工业增加值 0.8 个百分点；专用设备、电气机械、计算机通信等行业生产在出口走强的提振下回升较大，反映 AI 革命与能源转型的影响；油价高位对石化链生产的冲击仍在显现，化学原料生产明显走弱。

重申观点：二季度或是经济冲击最大时段，维持“N 型”经济走势判断，结构分化或加剧。虽然国补退坡与需求透支效应、化债提速与企业自筹资金转弱，或对后续内需构成中期约束。但在二季度集中扰动经济的短期因素，下半年影响预计边际缓和；中东局势降温也在令油价回落，6 月石化链开工率已边际修复；AI 革命、美国进口回升周期也将支撑未来出口。维持经济“N 型”走势判断；外需好于内需、服务好于商品消费的分化格局或延续。

- **常规跟踪：5 月生产有所回升，投资、消费延续走弱。**

生产：工业生产、服务业生产均有回升。5 月，工业增加值当月同比上行 0.4 个百分点至 4.5%，服务业生产指数回升 0.1 个百分点至 4.4%。

投资：各分项延续偏弱态势。5 月，固定资产投资当月同比较 4 月下行 2.1 个百分点至-11.5%；狭义基建、地产投资当月同比分别下行 3、4.3 个百分点至-9.8%、-24.4%。制造业投资小幅回升 1.1 个百分点至-4.7%。

社零：商品零售、餐饮收入均有回落。5 月，社零当月同比下行 0.8 个百分点至-0.6%。其中，商品零售回落 0.6 个百分点至-0.7%，餐饮收入当月同比回落 1.6 个百分点至 0.6%。

- **风险提示：**外部环境变化，房地产形势变化，稳增长政策推进速度不及预期。

证券分析师

赵伟 A0230524070010
zhaowei@swsresearch.com
屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com
贾东旭 A0230522100003
jiadx@swsresearch.com

研究支持

耿佩璇 A0230124080003
gengpx@swsresearch.com

联系人

屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

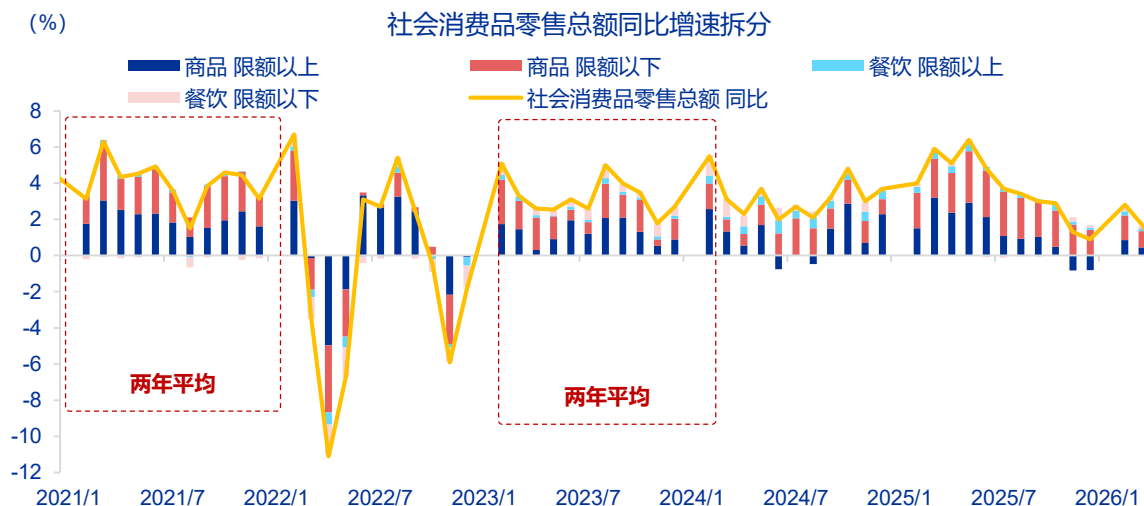
事件：5月，社零当月同比-0.6%、市场预期0.1%（下同）、前值0.2%；固定资产投资累计同比-4.1%、预期-1.7%、前值-1.6%；房地产开发投资累计同比-16.2%、预期-14.6%、前值-13.7%；新建商品房销售面积累计同比-10.8%、前值-10.2%；工业增加值当月同比4.5%、预期4.4%、前值4.1%。

1. 核心观点：经济冲击的“明线”与“暗线”

5月经济偏弱，除市场认知到的国补退坡、财政支出降速等影响外，化债再度提速、价格影响需求、天气因素扰动是被忽视的线索。一季度特殊新增专项债发行占比再度提升，按3个月传导时滞持续拖累二季度投资；通信器材等价格快速上涨，也在对相关消费形成次生冲击；根据气象局数据，5月以来我国气温偏高（全国平均气温16.9℃，较常年同期偏高0.6℃），降水为近10年最多，南方多地遭受暴雨和强对流天气，降水极端性显著。天气因素影响5月数据的证据有三，一是消费数据，在4月高油价时表现仍较好的大众消费与服务消费，5月出现明显走弱，高频出行数据下滑尤为明显；二是投资数据，室外施工为主的基建地产投资大幅下滑，而制造业投资增速小幅改善；三是生产数据，电力热力行业生产改善幅度最大，高频日均耗煤量也大幅上升，支撑总体工增在石化链生产明显走弱背景下、仍保持韧性。

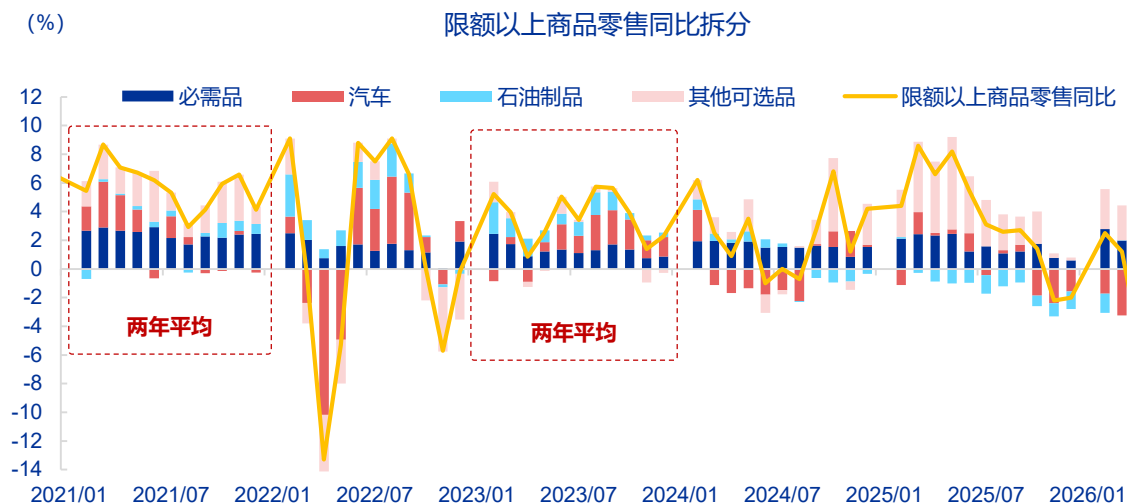
社零：高基数、国补退坡、价格上涨对需求的次生冲击等逻辑仍在拖累消费，高温多雨天气影响居民出行，放大了消费的短期波动。5月社零同比下降0.6%，增速较4月回落0.8个百分点，延续偏弱态势，与高基数、以旧换新导致的需求透支问题、年内国补退坡等因素有关，数据上，限额以上商品零售同比回落0.3个百分点至-5.2%：通讯器材、汽车、家电增速分别回落5.5、0.8、0.5个百分点，通讯器材跌幅较大，与通信工具CPI快速上涨、影响需求有直接关系，数据上也呈现交通通信CPI影响2个月后的交通通信零售；高温多雨天气也对居民消费构成短期影响，4月表现偏强的大众消费（限额以下零售）与服务消费，限额以下商品零售、餐饮收入同比增速分别回落1.1、1.6个百分点至2.1%、0.6%，服务零售累计同比回落0.2个百分点至5.4%，统计局发布会亦指出，部分地区高温多雨影响了居民线下消费。

图1：社零同比增速及分项拉动



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 2：限额以上商品零售同比增速拆分



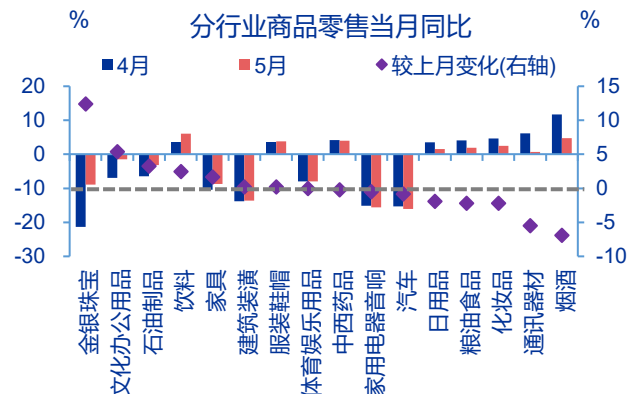
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 3：涨价影响通信器材零售



资料来源：Wind，申万宏源研究

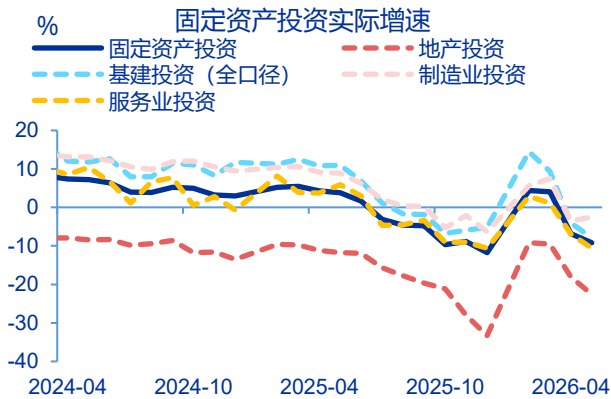
图 4：分商品零售增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

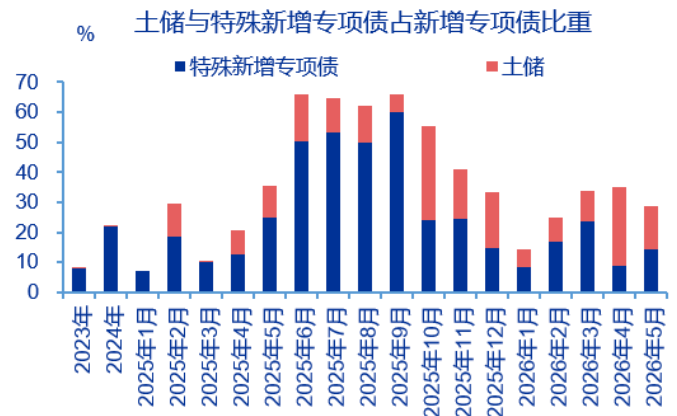
投资：前期化债提速、企业自筹资金走弱、购地投资下行拖累投资，天气因素也放大了投资的短期波动。5月固定资产投资当月同比回落2.1个百分点至-11.5%，分类型看，建安投资增速持平低位（-12.3%），其他费用增速大幅走弱（回落8个百分点至-14.7%），显示购地投资走弱放大了整体固定投资的下滑幅度；**分行业看**，基建（全口径）当月同比回落3.7个百分点至-10.8%，狭义基建（回落3个百分点至-9.8%）、公用事业（回落5.5个百分点至-13.2%）均走弱，或与一季度特殊新增专项债、土储专项债发行挤占投资型专项债额度，对当下项目资金来源的滞后传导有关，地产投资（回落4.3个百分点至-24.4%）也与5月房企信用融资增速偏弱有关（-21.5%）；相比之下，制造业投资（回升1.1个百分点至-4.7%）反而小幅改善，与室外施工为主的基建地产投资大幅回落形成鲜明对比，亦显示天气因素的额外扰动。

图 5：固定资产实际投资增速



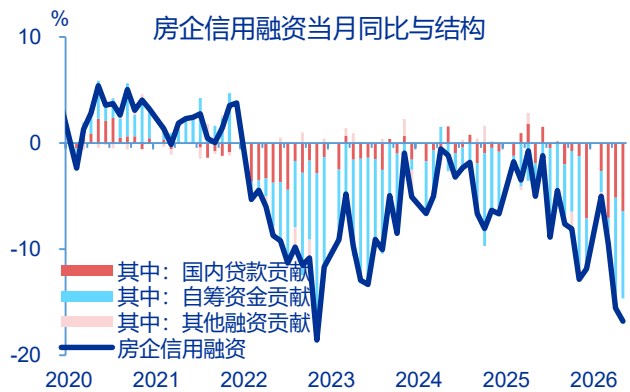
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 6：土储与特殊新增专项债占比再度上升



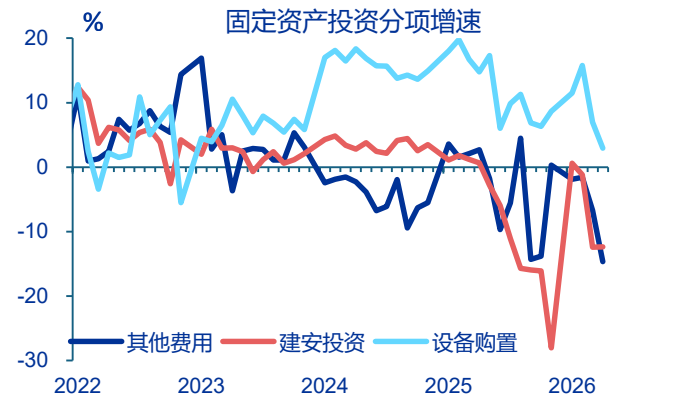
资料来源：企业预警通，申万宏源研究

图 7：国内贷款与自筹资金拖累房企融资



资料来源：Wind，申万宏源研究

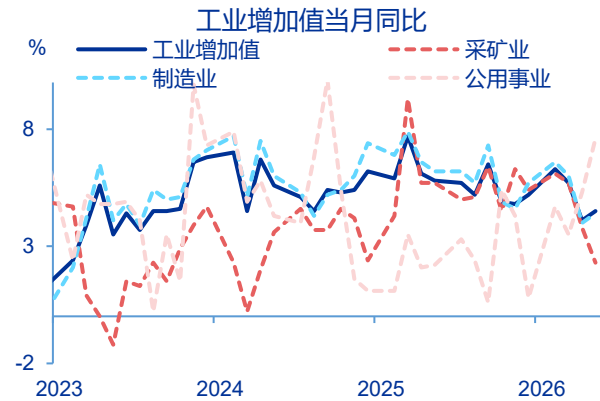
图 8：其他费用投资回落幅度最大



资料来源：Wind，申万宏源研究

生产：5月工业增加值“超预期”回升，主要是高温天气及外需相关领域生产回升较大，其他领域生产相对偏弱。5月工业增加值当月同比4.5%、较4月回升0.4个百分点。结构上，行业间生产分化明显。一是高温多雨天气的影响下，电力热力生产明显上行（回升2.5个百分点至8.7%），煤炭采选生产维持韧性，合计拉动工业增加值0.8个百分点。二是专用设备（回升2.9个百分点至9.1%）、电气机械（回升1.6个百分点至4.7%）、计算机通信（回升1.4个百分点至17%）等行业生产在出口走强的提振下回升较大，也反映AI革命与能源转型的影响。相比之下，油价高位对石化链生产的冲击仍在显现，化学原料（回落5个百分点至0.3%）、油气开采（回落3.1个百分点至1.5%）生产回落较大。

图 9：工业增加值及分项同比增速



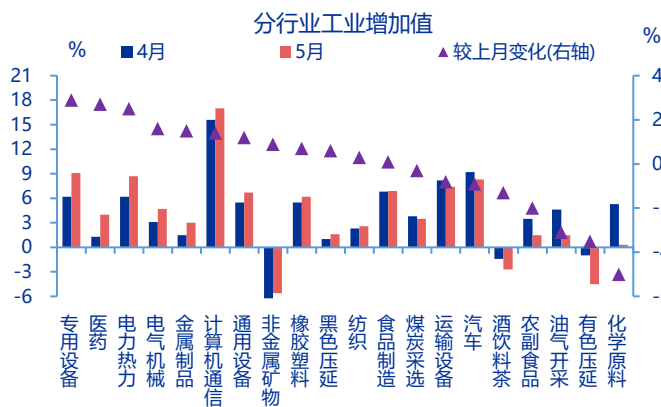
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：工业增加值季调环比



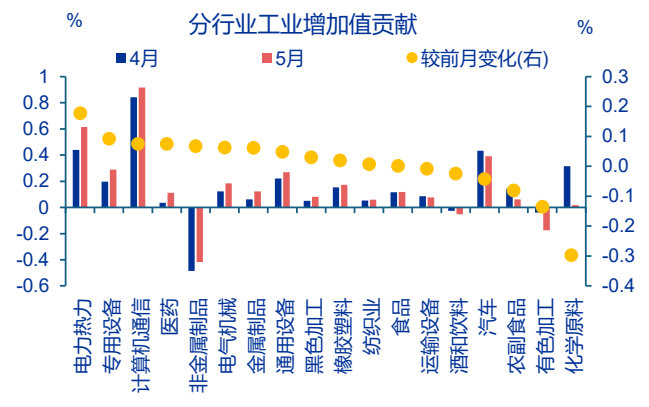
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：分行业工业生产增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12：分行业增加值对工业增加值的贡献



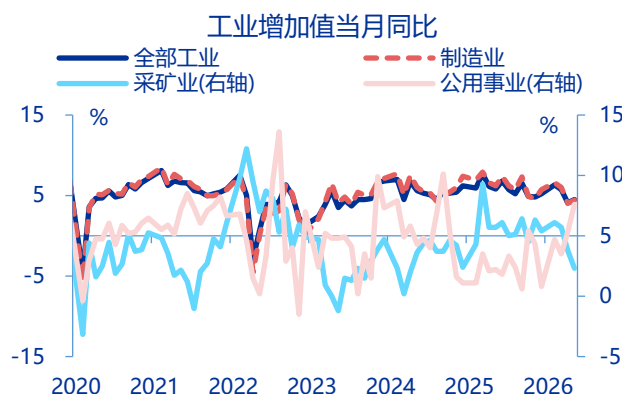
资料来源：Wind，申万宏源研究

重申观点：虽然中期拖累难以快速缓解，但短期扰动消退或也意味着二季度已是经济冲击最大时刻，维持“N型”经济走势判断。虽然国补退坡与需求透支效应、化债提速与企业自筹资金转弱，或仍对后续内需恢复构成中期约束。但在二季度集中扰动经济的短期因素，下半年影响预计边际缓和。中东局势降温背景下，高油价对生产的集中冲击更多体现在二季度，下半年影响或边际缓和，6月以来石化链综合开工率已出现边际改善；另一方面，以AI与能源转型为代表的出口数据明显改善，美国进口回升周期也在拉动下游出口边际修复。综合分析，维持经济“N型”走势判断不变，但需关注结构分化的加剧，外需好于内需、服务业好于商品消费的分化格局或延续，也需关注“先进先出法”核算下利润指标的滞后下行压力。

2. 常规跟踪：5月生产有所回升，投资、消费延续走弱

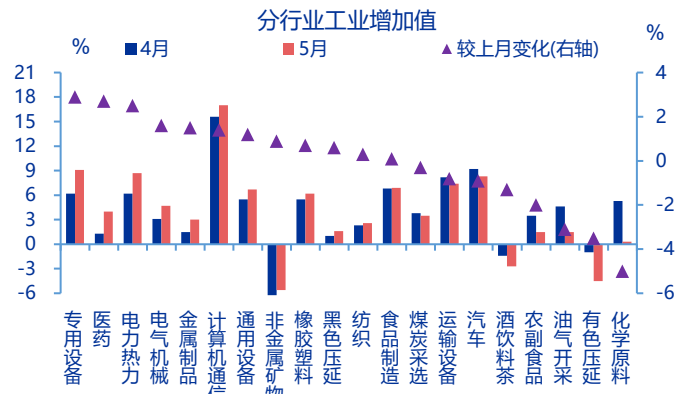
生产：工业生产、服务业生产均有回升。5月，工业增加值当月同比较4月上行0.4个百分点至4.5%；其中制造业生产回升0.4个百分点至4.4%。与此同时，服务业生产也有小幅回升，5月服务业生产指数当月同比回升0.1个百分点至4.4%。

图 13: 工业增加值增速(2021 两年复合)



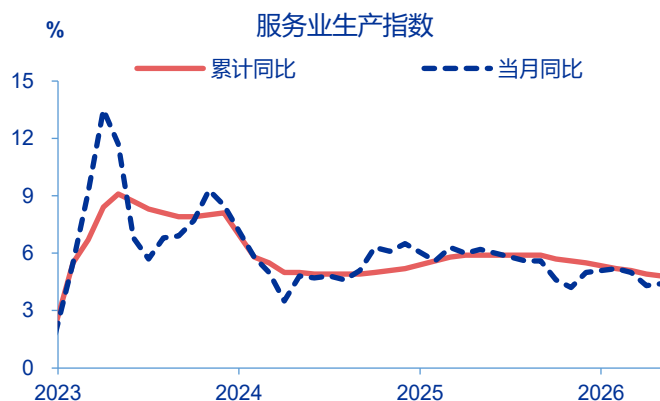
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 14: 分行业工业增加值



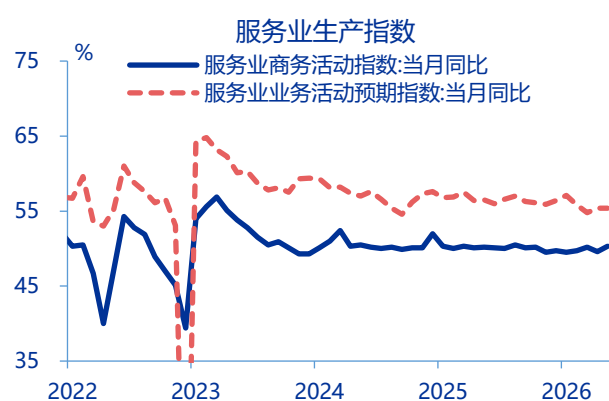
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 15: 服务业生产指数(2021 年两年调整)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

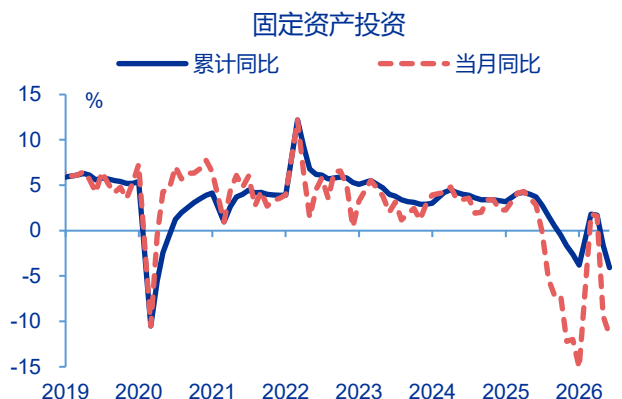
图 16: 服务业 PMI 指数



资料来源: Wind, 申万宏源研究

投资: 固定资产投资继续下行, 其中狭义基建投资回落幅度较大。5 月, 固定资产投资当月同比较 4 月下行 2.1 个百分点至 -11.5%; 其中, 狭义基建投资当月同比下行 3.0 个百分点至 -9.8%。

图 17: 固定资产投资(2021 年两年调整)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

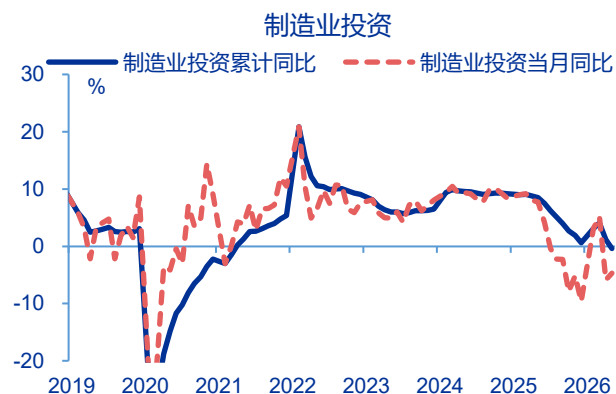
图 18: 基础设施投资(不含电力, 2021 年两年复合)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

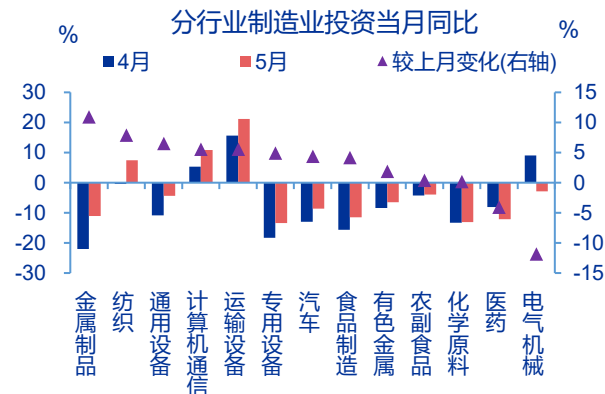
制造业投资明显回落, 通用设备、金属制品等行业投资降幅较大。5 月, 制造业投资当月同比较 4 月回升 1.2 个百分点至 -4.7%。分行业看, 金属制品、纺织、通用设备等行业投资回升较大, 当月同比分别较 4 月上行 10.9、7.9、6.5 个百分点至 -11%、7.5%、-4.3%。

图 19: 制造业投资增速(2021 年两年复合)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

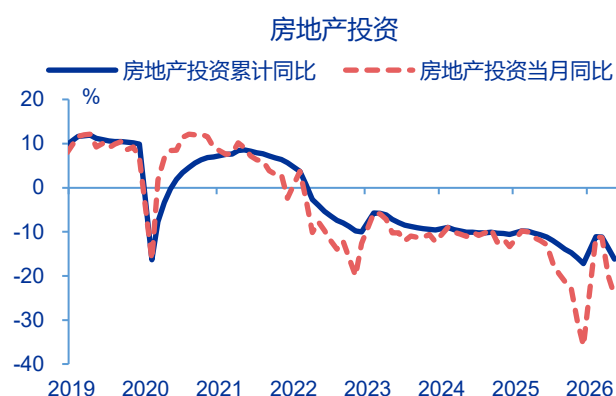
图 20: 分行业制造业投资增速



资料来源: Wind, 申万宏源研究

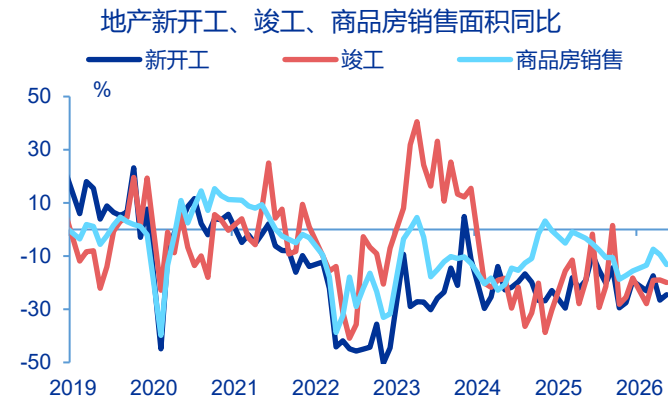
地产投资有所回落，但新开工有所回升。5 月，房地产开发投资当月同比较 4 月回落 4.3 个百分点至-24.4%。分不同阶段看，新开工有所回升，当月同比较 4 月上行 2.0 个百分点至-24.6%，竣工、商品房销售面积有所回落，当月同比较 4 月下行 1.0、3.7 个百分点至-20.0%、-13.2%。

图 21: 房地产投资增速(2021 年两年复合)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

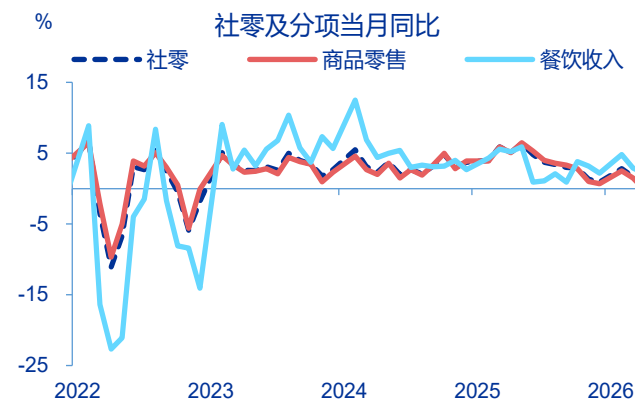
图 22: 地产开工、竣工、商品房销售面积同比



资料来源: iFind, 申万宏源研究

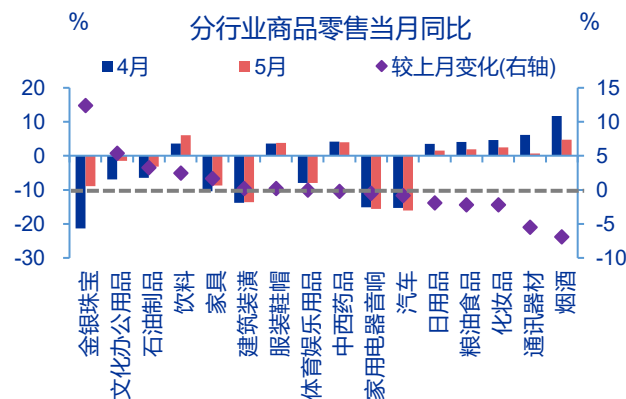
消费：社零增速继续下行，结构上餐饮收入回落较大。5 月，社零当月同比较 4 月下行 0.8 个百分点至-0.6%。其中，商品零售回落 0.6 个百分点至-0.7%，餐饮收入当月同比回落 1.6 个百分点至 0.6%。分品类看，烟酒、通信器材、粮油食品零售增速回落较大，分别较前月下行 6.9、5.5、2.2 个百分点至 4.8%、0.7%、1.9%。

图 23: 社零及分项(2021、2023 年两年调整)



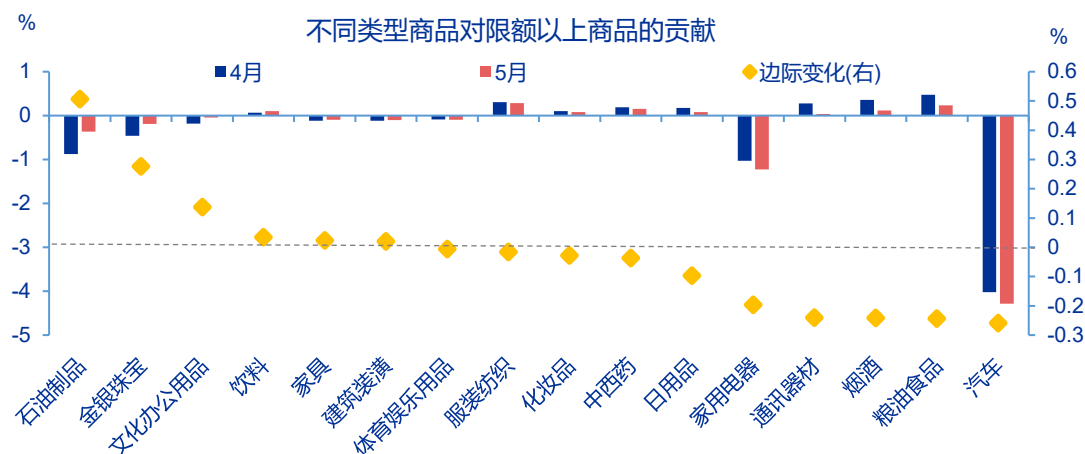
来源: Wind, 申万宏源研究

图 24: 分行业限额以上商品零售当月同比



资料来源: Wind, 申万宏源研究

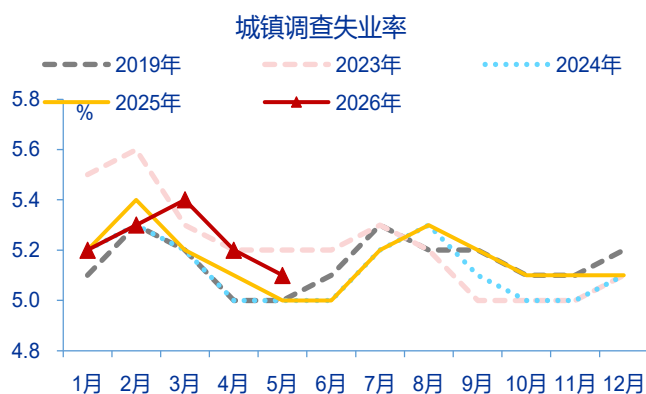
图 25：分商品贡献拆分



资料来源：Wind，申万宏源研究

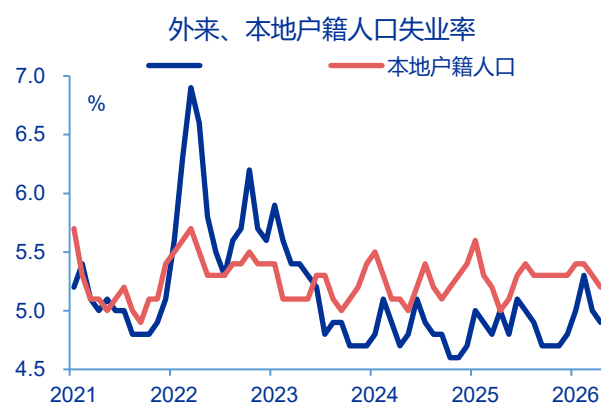
就业：城镇调查失业率有所回落。5月，城镇调查失业率较上月下降0.1个百分点至5.1%。其中，外来户籍人口平均失业率、本地户籍人口平均失业率较上月均回落0.1个百分点。

图 26：城镇调查失业率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 27：外来、本地户籍人口失业率



资料来源：Wind，申万宏源研究

风险提示：外部环境变化，房地产形势变化，稳增长政策推进速度不及预期。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swsresearch.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swsresearch.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。