仅供内部参考，请勿外传

极端分化型稳态

■ 2026 年 5 月经济数据点评

李林芷(分析师)
021-23185646
lilinzhi2@gtht.com
登记编号 S0880525040087

汪浩(分析师)
0755-23976659
wanghao8@gtht.com
登记编号 S0880521120002

本报告导读：

5 月经济呈极端分化型稳态，内需探底或倒逼政策转向结构性修复。

投资要点：

- **5 月中国经济呈现出底线韧性仍在、但内生动能加速探底的“极端分化型稳态”。**供给侧与工业生产受低基数和高韧性出口支撑小幅回升，AI 电子产业链与设备更新红利相关的装备制造表现亮眼；然而，内需疲态加速蔓延，社零总额同比转负，居民全面转向收缩预算的防御模式，大宗可选消费承压。固投持续失速，高端和出口型制造业独力支撑，而地产投资与基建投资受化债及财政传导时滞影响共振下滑。新旧动能双轨并行导致 K 型极致分化，传统宏观周期分析框架失效。前瞻下一阶段，内需阵痛倒逼政策，政策重心亟需从总量刺激转向打通成本传导与修复居民资产负债表，但外需与新动能的韧性可能在总量上掩盖决策的紧迫性。提示关注技术升级、出口龙头等赛道。
- **风险提示：**地缘问题扰动，涨价向下传导不畅，国内需求超预期回落，政策不及预期。

相关报告

美元&油价：为何“脱钩” 2026.06.16
美元大回摆 2026.06.13
新强旧弱、外稳内弱 2026.05.18
特朗普访华的五大亮点与中美关系新篇章 2026.05.15
特朗普有多少胜算 2026.05.01

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 极端分化型的稳态.....3
2. 生产：小幅回升，极致分化.....3
3. 消费：增速转负.....6
4. 投资：持续失速.....7
5. 风险提示.....9



仅供内部参考，请勿外传

1. 极端分化型的稳态

5 月中国经济呈现出一种底线韧性仍在，但内生动能加速探底的非均衡状态。供给侧与生产大盘依然展现出了极强的战略韧性，然而，这种“稳”高度依赖去年同期的低基数以及外需的阶段性支撑。固投和社零持续失速、增速双双转负，仅存在服务和情绪消费、高端制造和出口型制造业投资等零星亮点，反映资产负债表收缩、自发性信用扩张不足下企业投资和居民消费意愿的持续疲弱。宏观总量的平稳无法掩盖微观主体预期收缩的趋势，经济呈现高度依赖外部输血、新动能提速、政策硬托底的特殊稳态。

经济结构的多重分化较前期更加极致。一方面是内外需的冷热分化，全球电子周期复苏等外需红利驱动出口链生产高增，内需疲态加速蔓延。**另一方面是行业生产与投资的 K 型分化，**AI 电子产业链与设备更新政策支持的装备制造是生产最大亮点，制造业投资几乎全靠高端及出口主导型行业支撑。

前瞻下一阶段，内需探底的阵痛正倒逼政策调整，但外需与新动能的韧性可能在总量上掩盖决策的紧迫性，使三季度指标维持总体可控，进而拉长政策观察期。然而，5 月社零与投资的全面探底表明，旧有驱动模式已彻底失效，单靠供给侧放量与设备更新已无法转化为需求回暖，且以旧换新等需求侧政策的体量和有效性也在边际递减。因此，下一阶段的政策应将重心将从总量刺激转向打通成本传导与修复居民资产负债表两大结构性堵点，政策资源将加速向产业扶持、直接提振居民获得感及消费补贴倾斜。

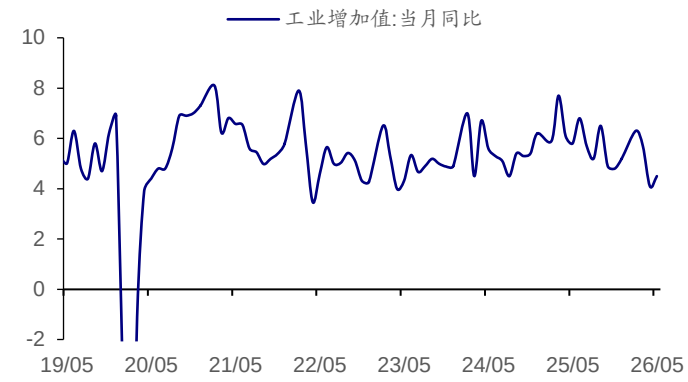
当前，经济处于新旧动能双轨并行的错位增长时代，传统宏观经济周期分析框架已经失效，经济增长的核心从需求提振转向产业红利释放，高端制造与高技术出口正形成独立的增长曲线。基于这一基本面趋势的变化，我们在新框架下提示关注**技术升级、出口龙头、核心资产、上游资源**四大赛道；同时，内需、民营中小企业、传统地产与中端消费板块仍承压。

2. 生产：小幅回升，极致分化

5 月生产增速小幅回升。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，结束连续两个月的回落；从季调环比看，5 月环比增速为 0.4%，较前月小幅回升，但略低于历年同期平均值。出口交货值同比增速仍保持在 10.1%的高位，产销率同比跌幅小幅收窄，虽然两者剪刀差较前月有所弥合，但缺口仍大，内外需的分化仍在演绎。同比增速的触底回升主要受到去年同期基数走低以及出口高韧性的短期支撑；但环比增速未能跑赢历史同期均值，折射出内需对生产的拉动效应依然偏弱，工业企业在面对成本挤压和终端需求温和的格局下，生产扩张整体仍持谨慎态度。

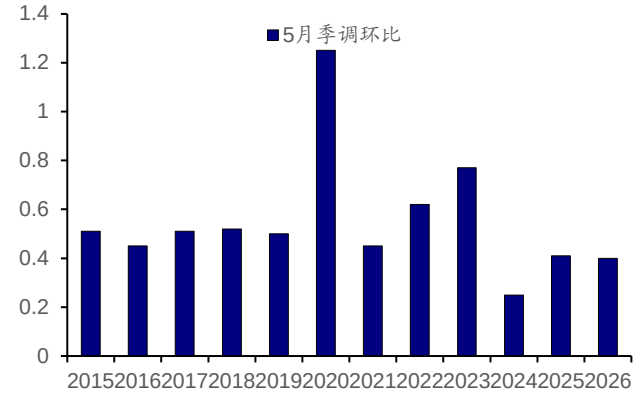
仅供内部参考，请勿外传

图 1：工业增加值同比（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

图 2：工业增加值 5 月季调环比（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

从分行业数据来看，AI 电子产业链独撑工业，传统工业全线承压，呈现 K 型极致分化。这反映工业生产的增长贡献完全重构，新旧动能切割进一步加剧。

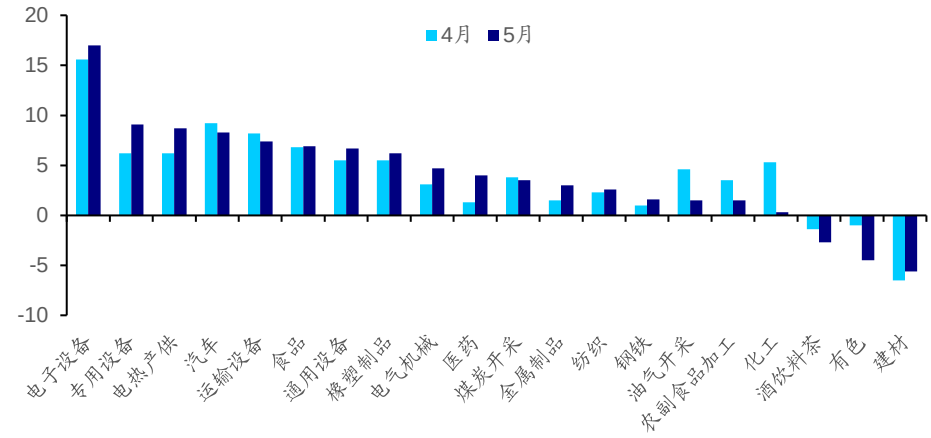
工业生产的边际回升，核心动能依然来自中高端制造业的强劲拉动。其中，电子设备制造业表现最为亮眼，增速从 4 月的 15.6%进一步飙升至 5 月的 17.0%，展现出全球电子周期复苏与国内 AI、消费电子升级需求的共振。同时，在大规模设备更新政策红利的持续催化下，专用设备（6.2%回升至 9.1%）和通用设备（5.5%回升至 6.7%）增速双双反弹。表明政策资金在资本品和生产端正加速落地，先进制造和技术改造正在成为当前支撑工业增加值回升的关键基本盘。

外需扰动与内需透支双重挤压，汽车及运输设备链条出现高位减速。前期高景气的汽车（9.2%回落至 8.3%）和运输设备（8.2%回落至 7.4%）在 5 月出现了反向减速。这反映出微观层面的双重压力，一是国内终端消费在经历前期的多轮促销后，5 月居民端对大宗商品的消费动力略显透支，需求边际走弱。二是伴随海外关税壁垒的不确定性，如欧美对新能源汽车加征关税的预期升温，部分出口导向型车企和供应链在连续高增长后步伐有所放缓。

传统原材料与地产链条深度承压，化工、有色等行业经历阵痛出清。对比之下，传统原材料和地产链相关行业则释放较强出清信号。虽然建材行业（-5.6%）较 4 月（-6.5%）跌幅收窄，但仍处深度负值，反映当前地产投资的低迷。化工（5.3%回落至 0.3%）与有色（-1.0%回落至-4.5%）行业则出现明显边际走弱，这或初步反映中下游终端需求偏弱对上游的逆向传导，由于无法向消费端转嫁成本，面对高企的原材料价格，前期产能过剩的行业在 5 月被迫减少排产、加速去库，中游制造业承载着供给侧结构性出清的阵痛。

仅供内部参考，请勿外传

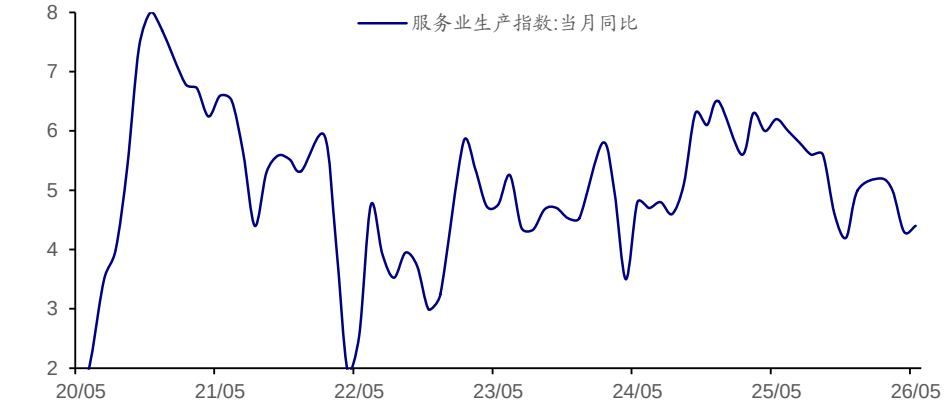
图3：分行业工业增加值当月同比（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

服务业生产增速小幅回升。5 月服务业生产指数同比增长 4.4%，较 4 月回升 0.1 个百分点，止跌回升，其中信息传输、软件和信息技术服务业（11.3%），租赁和商务服务业（10.9%）仍保持高增，主要受益于企业数字化转型和设备更新政策带动下的商务活动回暖；金融业增速较 3 月有所回升（7.0%），处于近半年高位，表明金融供给端与资本市场活动在政策催化下有所改善；交通运输、仓储和邮政业增速偏低（4.8%），与 5 月实体需求温和、大宗商品流通放缓的现实吻合。

图4：服务业生产指数：当月同比（%）

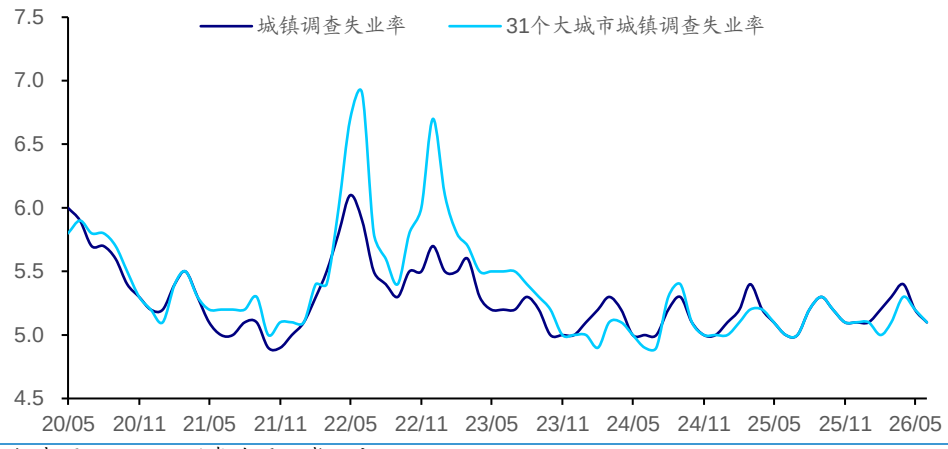


数据来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

失业率持续回落。5 月全国和 31 个大城市城镇调查失业率均为 5.1%，较 4 月回落 0.1 个百分点。失业率的连续回落，反映出随着 5 月稳就业政策的持续发力以及先进制造业、服务业生产的边际改善，劳动力市场整体呈现出底线稳固、温和修复的态势。不过，考虑到内需偏弱的宏观背景，当前就业端的微观改善可能仍多依赖于生产端和政策托底，居民端总体收入预期的扭转以及从稳就业向促消费的传导，仍需等待核心资产负债表的进一步修复。

仅供内部参考，请勿外传

图5：就业人员调查失业率（%）

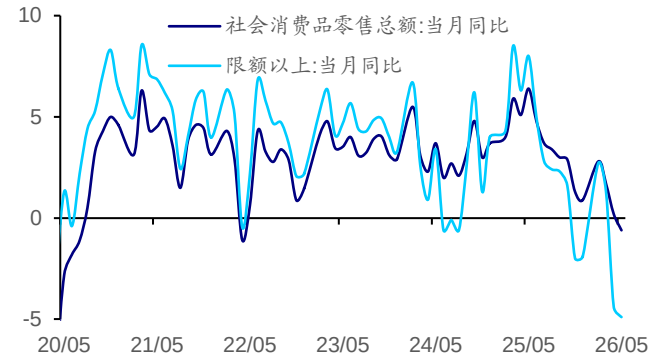


数据来源：Wind，国泰海通证券研究

3. 消费：增速转负

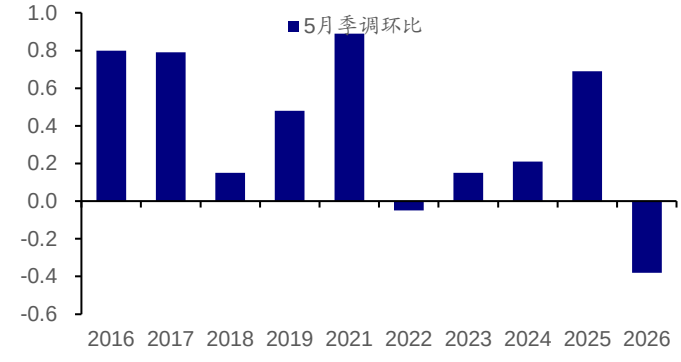
消费增速转负。5 月社会消费品零售总额同比减少 0.6%，限额以上增速为-4.9%，分别较 4 月回落 0.8 和 0.5 个百分点，为 2020 年以来的低点；5 月环比增速为-0.38%，连续第三个月负增长，仍为历年同期最低。消费数据的持续走低，反映居民的需求收缩已由防御性观望演变为实质性减速。当前居民端资产负债表受地产下行及收入预期偏弱的压制依然沉重，自发性消费动能面临阶段性失速。

图6：社消零售总额当月同比（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

图7：历年 5 月社消零售季调环比（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

服务消费持续优于商品消费。1-5 月服务零售额累计同比增长 5.4%，较 1-4 月回落 0.2 个百分点，但仍明显高于整体消费。餐饮收入和商品零售增速分别为 0.6%和-0.7%，两者较 4 月分别回落 1.6 和 0.6 个百分点，差距虽有收窄，但自去年 11 月以来服务强于商品的趋势仍在持续。一方面，线下服务、文旅餐饮刚需韧性充足，五一假期服务消费红利持续释放，服务消费有支撑；另一方面，商品消费受政策退坡、高基数影响持续偏弱。

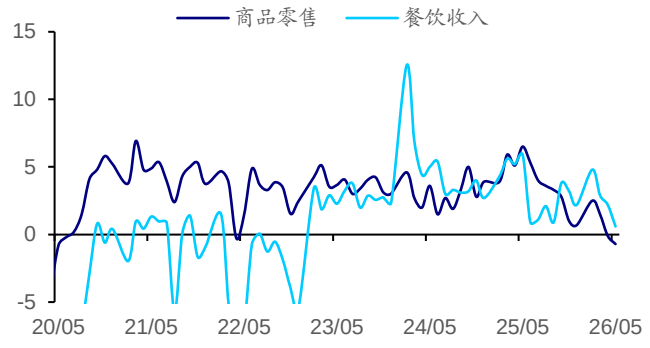
5 月限额以上消费行业增速继续分化，反映居民在资产负债表承压下，全面转向收缩预算与情绪消费的防御性模式。低客单价的必需品如饮料（6.1%）、服装鞋帽（3.8%）增速位于前列，其中饮料类增速较 4 月明显反弹，反映出夏季临近伴随休闲出行带来的悦己型轻度消费，成为了消费唯一的微弱热点。与之相对的是，**审慎消费的趋势已经从高端可选蔓延至日常必需，**金银珠宝（-8.9%）持续负增，表明前期因避险情绪催生的大额黄金实物投资潮在金价高位震荡后逐步退热，高端奢侈品需求退潮；代表消费升级的化妆品（4.7%降至 2.5%）增速腰斩；即使是刚需性的粮油食品（4.1%降至 1.9%）和日用品（3.5%降至 1.6%）增速也双双回落。前期维持高韧性的通讯器材，

仅供内部参考，请勿外传

增速从 4 月的 6.2%滑落至 0.7%。一方面，新机发布潮的红利边际消退，市场进入技术创新的间歇期和去库存阶段；另一方面，5 月处于“618”大促前夕消费者持币观望。

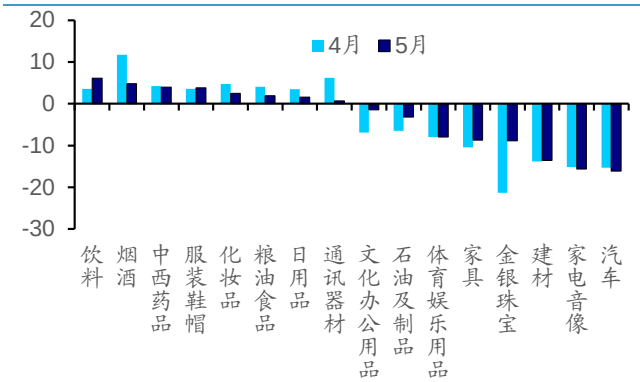
大宗可选消费持续负增，以旧换新政策出现传导瓶颈。汽车类（-16.1%）和家电音像（-15.6%）跌幅较 4 月进一步扩大，增速处于末尾；建材（-13.6%）和家具（-8.7%）也持续深陷负增。这一现象反映了两重现实，一是地产链下行的负面乘数效应仍在向后端的家电、家具、建材蔓延；二是消费品以旧换新政策，在 5 月的数据反馈中尚未显现出足够的拉动效应。在大宗商品消费上，微观主体的加杠杆和自发换新意愿极低，政策托底的速度短期内未能跑赢市场惯性下滑的速度。

图 8：商品零售和餐饮收入当月同比（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

图 9：分行业限额以上社零当月同比（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

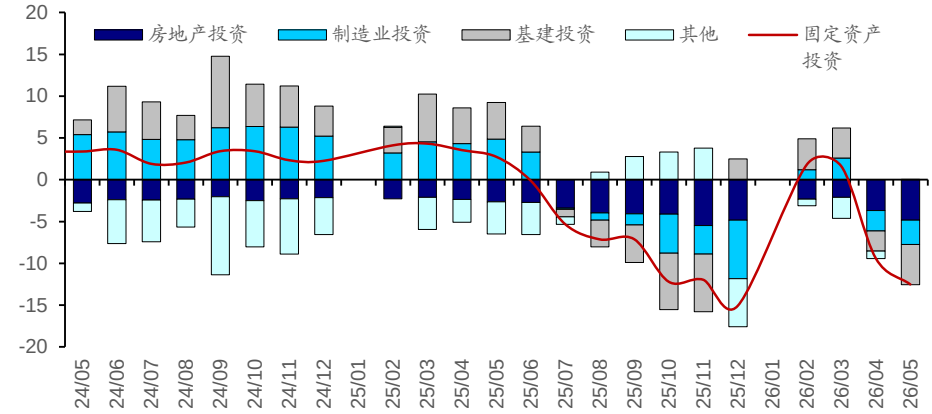
4. 投资：持续失速

投资整体失速。5 固定资产投资完成额累计同比增长-4.1%，当月同比增速为-12.5%，均较 4 月跌幅进一步扩大；从季调环比看，4 月环比增速为-1.9%，虽跌幅较前月收窄，但仍为历年同期唯一负增。投资加速探底反映出当前全社会信用扩张和资本开支意愿正面临阶段性的失速风险，折射出微观主体自发性投资动能不足。

分项来看，制造业投资相对平稳，其他均继续走弱。5 月制造业、广义基建、地产投资当月增速分别为-4.2%、-9.1%和-24.4%，其中制造业投资增速回升 0.1 个百分点，基建和地产投资增速分别回落 4.2 和 4.3 个百分点。三大分项的非均衡表现反映投资内部的结构性分化，目前仅靠制造业的局部对冲已难以对冲地产与传统基建共振下滑带来的缺口，亟需更精准的资金投放来平抑投资端的分化。

仅供内部参考，请勿外传

图 10：地产投资、制造业投资和基建投资当月同比贡献（%）

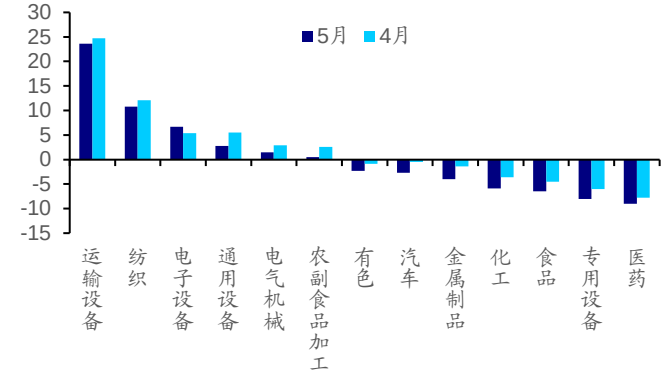


数据来源：Wind，国泰海通证券研究

制造业投资依然是压舱石，但其内部的结构性分化更极端，增长几乎完全依托于高端制造与出口主导型行业支撑。运输设备和电子设备增速领先，充分凸显出产业升级、外需高韧性对相关供应链资本开支的强劲拉动；同时，受海外订单复苏驱动的传统出口链条如纺织也维持在两位数的高位，企业出海下的设备更新换代需求是主要支撑。但国内大宗消费透支、上游涨价至中下游传导受阻、利润被严重挤压，使得多数内需及传统中游行业投资面临失速。当前制造业的抗跌性并非全面开花，而是对特定政策红利与外需环境存在高度依赖，内生性的自发投资意愿仍有待实质性修复。

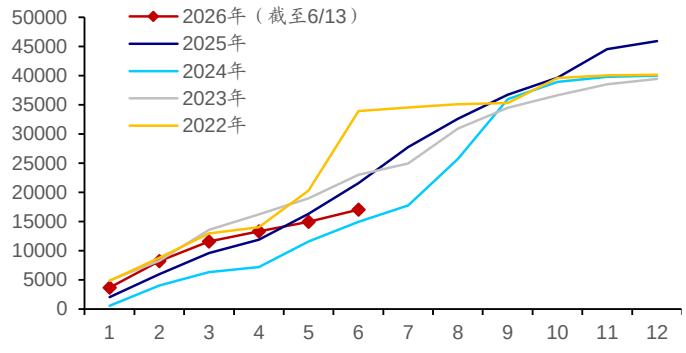
基建投资逆势下滑。一方面，财政资金向实体投资传导不畅且落地存在时滞，虽然 5 月超长期特别国债发行开启，但到形成实物工作量，通常需要 1-2 个月，且专项债发行进度从 4 月开始放缓，对基建投资形成较大拖累。另一方面，地方债务压力与项目审核趋严，传统基建项目面临饱和瓶颈，导致新开工基建项目的推行速度整体放缓。

图 11：新旧制造业投资表现持续分化（累计同比，%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图 12：专项债累计发行进度（亿元）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究。横坐标为月数

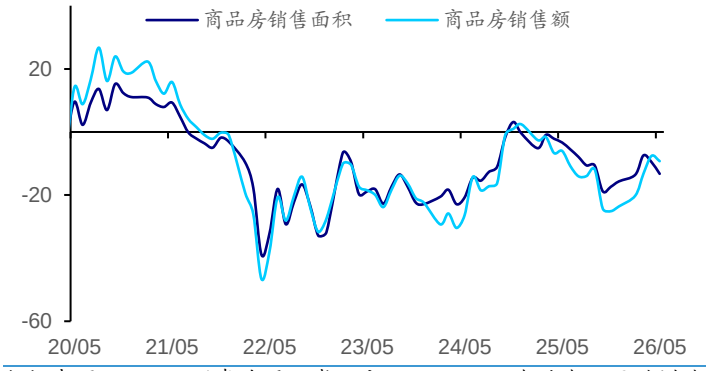
地产需求端继续筑底。优供给下价格小幅修复。5 月商品房销售面积和销售额当月同比增速分别为-13.2%和-9.3%，跌幅分别扩大 3.7 和 1.7 个百分点，总体增量受控和优质供应增加使得核心城市改善型需求局部释放，以价换量的边际减弱，共同推动了新房销售价格微幅修复，使得销售额表现优于量，70 大中城市中新房价格环比上涨城市数持续回升也验证了这一趋势。然而，两项指标跌幅双双再度扩大，表明 5 月出台的一系列稳地产政策组合拳在向终端销售传导时仍面临较强的惯性阻力，居民对远期杠杆的自发性信用扩张意愿依然低迷，房地产市场仍在筑底期。

地产生产端反映政策托底。新开工、施工、竣工面积同比跌幅分别为 24.6%、34.5%和 20.0%，其中竣工跌幅小幅扩大 1.0 个百分点，新开工和施工跌幅

仅供内部参考，请勿外传

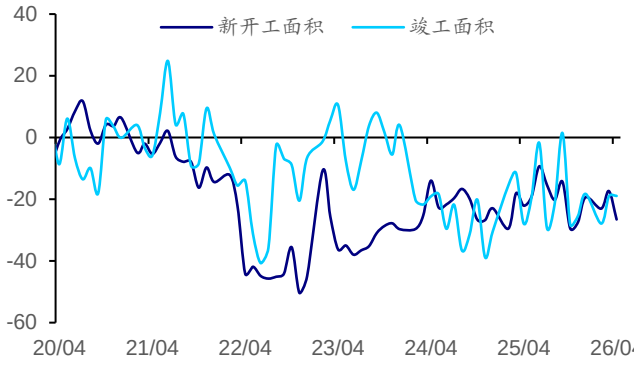
收窄 2.0 和 14.6 个百分点。前者反映在保交房落地后期，尾盘项目的交付依然面临房企资金链偏紧和市场观望情绪的持续掣肘，后者主要得益于近期核心城市稳地产政策组合拳的密集落地，部分优质存量项目和复工项目得到了政策资金疏通。**地产全链条数据仍均处于深度负增区间，地产暂无企稳拐点。**

图 13：商品房销售额和销售面积当月同比（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

图 14：房屋新开工和施工面积当月同比（%）



数据来源：Wind，国泰海通证券研究。2021-2023 年为年化平均增速

5. 风险提示

地缘问题扰动，涨价向下传导不畅，国内需求超预期回落，政策不及预期。

仅供内部参考，请勿外传

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666