仅供内部参考，请勿外传

宏观点评

消费、投资双双为负，怎么看、怎么办？

事件： 2026 年 5 月工业增加值同比 4.5%（前值 4.1%），社零同比-0.6%（前值 0.2%）；1-4 月固投同比-4.1%（前值-1.6%），地产投资同比-16.2%（前值-13.7%），基建投资同比 0.6%（前值 4.3%），制造业投资同比-0.4%（前值 1.2%）；4 月失业率 5.1%（前值 5.2%）。

核心观点： 整体看，5 月经济除了出口强势，大部分指标延续放缓、且呈现加速下滑迹象，尤其是消费转负、投资跌幅扩大，其中：社零单月增速自 2023 年以来首次转负，商品零售连续两月负增；固投单月跌幅（-12.5%）走阔，尤其是制造业投资累计增速自 2021 年以来首次转负，地产投资跌幅连续两月-20%以上，基建投资当月增速大降至-9.6%。再结合 5 月信贷社融结构恶化、制造业 PMI 超季节性降至临界点等，均指向高油价对经济的冲击正逐步显现，也进一步凸显了需求不足、信心不足的困境。倾向于认为，当前经济总体还是供强需弱、外需强于内需、生产强于消费，需注意的是，5 月一线城市二手房价环比连续三月正增，紧盯持续性。往后看，继续提示：近期美伊局势波动反复、正朝着签署最后协议的方向发展，不过考虑到高油价已持续三个多月，对经济冲击尚未全面显现。短期看，重心是“用好用足”既定政策，后续增量政策可期、节奏“边走边看”，紧盯 4 大事件：1）美伊谈判有望迎来最终决断期（近一两周很关键）；2）全球主要央行议息会议，6.16 日本已如期重启加息，重点关注 6.18 英美议息会议&美联储新主席沃什首秀；3）6.12-7.20 世界杯可能的“日历效应”；4）7 月底政治局会议前相关部委可能的“吹风会”。此外，也需紧盯增量政策储备、油价、国内经济基本面走势等。

1、整体看，5 月经济除了出口强势，大部分指标延续放缓、且呈现加速下滑迹象，尤其是消费转负、投资跌幅扩大。从外需看，5 月出口强势，AI 产业链是出口进口持续走强的主要催化。往后看，AI 高景气、电动车锂电池等“新三样”的支撑下，预计全年进出口大概率维持强韧性；从内需看，5 月消费增速转负、低于预期，背后是高基数、“国补”退坡等因素影响，本质还是消费内生动能仍弱。5 月固定资产投资跌幅扩大，尤其是制造业投资累计增速自 2021 年以来首次转负，地产投资单月跌幅连续两月-20%以上，基建投资当月增速大降至-9.6%。在 5 月 PPI 冲高背景下，固投各分项实际增速表现或更弱；从供给看，工业、服务业生产均小幅走强，5 月工业生产增速回升，背后是外需支撑仍较强、高技术制造业较快增长，5 月出口交货值增速保持高位；再结合 5 月信贷社融结构恶化、制造业 PMI 超季节性降至临界点等，指向高油价对经济的冲击正逐步显现，也进一步凸显了需求不足、信心不足的困境。

作者

分析师 熊园
执业证书编号：S0680518050004
邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 戴琨
执业证书编号：S0680525120004
邮箱：daikun@gszq.com

相关研究

1、《4 月消费、投资大降的背后》 2026-05-18
2、《信贷社融双双超预期的背后》 2026-06-12
3、《<住房公积金管理条例>修订的 5 点理解》 2026-06-10
4、《PPI 冲高、CPI 磨底的表与里》 2026-06-10
5、《出口进口持续走强的背后》 2026-06-10

2、往后看，继续提示：近期美伊局势波动反复、正朝着签署最后协议的方向发展，不过考虑到高油价已持续三个多月，对经济冲击尚未全面显现。短期看，重心是“用好用足”既定政策，后续增量政策可期、节奏“边走边看”，紧盯 4 大事件：1）美伊谈判有望迎来最终决断期（近一两周很关键）；2）全球主要央行议息会议，6.16 日本已如期重启加息，重点关注 6.18 英美议息会议&美联储新主席沃什首秀；3）6.12-7.20 世界杯可能的“日历效应”；4）7 月底政治局会议前相关部委可能的“吹风会”。此外，也需紧盯增量政策储备、油价、国内经济基本面走势等。

3、具体看，5 月经济数据有如下特征：

1）消费端：延续走弱，社零单月增速 2023 年来首次转负。5 月社零同比-0.6%，较前值回落 0.8 个点，低于市场预期的 0.1%，自 2023 年以来首次转负。其中，商品零售已连续两月负增；5 月社零季调环比-0.38%，较前值回升 0.17 个点，背后是高基数、“国补”退坡等因素影响，本质还是消费内生动能仍弱；结构看，烟酒、通讯器材、化妆品等商品消费增速回落较多，金银珠宝、文化办公商品、石油及制品等增速回升较多，餐饮收入增速延续回落，服务零售累计增速回落；高频看，6 月上旬，百城拥堵延时指数增速下行；6 月第 1 周，乘用车当周日均销量同比-23%，汽车消费增速仍处低位。

2）投资端：加速下行，制造业累计增速 2021 年来首次转负。1-5 月固定资产投资同比-4.1%，较前值回落 2.5 个点，低于市场预期的-1.7%，5 月固投季调环比-1.9%，固投当月同比-12.5%（前值-9.4%）。

>地产销售面积、投资跌幅均扩大。1-5 月商品房销售面积、销售额同比分别为-10.8%、-13.5%。5 月 70 城新房价格同比跌幅收窄至-3.6%；二手房价格同比跌幅收窄至-5.9%、环比扩大至-0.3%，其中一线城市二手房价格环比涨幅持平于 0.4%、同比跌幅收窄至-5.8%，指向地产量价均继续下行、但跌幅出现边际放缓迹象，一线城市二手房价环比连续三月正增，紧盯持续性。1-5 月地产投资累计同比-16.2%（前值-13.7%），当月同比-24.4%（前值-20.1%）。新开工、施工、竣工面积累计同比为-22.6%、-12.3%、-23.4%，新开工、施工跌幅走阔，竣工跌幅收窄。

>制造业投资累计增速转负。1-5 月制造业投资累计同比-0.4%，较前值回落 1.6 个百分点，5 月当月同比-4.2%，较前值回升 0.1 个百分点。在 5 月出口交货值增速保持高位的背景下，制造业投资增速回落应是与内需不足、上游原材料涨价、“反内卷”深入推进等因素影响有关。同时，设备工器具购置投资增速也继续回落，指向设备更新拉动弱化。企业投资意愿回升，5 月 BCI 企业投资前瞻指数回升 0.9 个百分点至 60.5%。分行业看，通用设备、金属制品、化学制品、汽车、食品加工等行业增速回落较多，仅电子设备行业增速有所回升。1-5 月高技术产业投资同比增长 4.5%，低于前值 6.1%，增速仍明显快于制造业整体，指向制造业企业更多聚焦新兴产业方向，重点进行高技术领域布局和投资。

>基建单月跌幅进一步走阔。1-5 月广义基建投资累计同比 0.6%，较前值回落 3.7 个百分点，5 月当月同比-9.6%，较前值回落 4.7 个百分点，应是与部分地区高温多雨、专项债发行节奏放缓、缺项目等因素有关，

紧盯“六张网”建设进展。结构看，水电燃气、水利投资、交运投资增速均回落。高频看，5 月沥青、水泥发运率仍处低位，实物工作量仍低。

3）供给端：工业、服务业生产均小幅走强。5 月工业增加值同比 4.5%，较前值回升 0.4 个百分点，高于市场预期的 4.4%；5 月工业增加值季调环比 0.4%，较前值回升；5 月工业生产增速回升，背后是外需支撑仍较强、高技术制造业较快增长，5 月出口交货值增速保持高位；服务业生产增速小幅回升。5 月服务业生产指数同比 4.4%，较前值回升 0.1 个百分点。不过，从累计增速看，1-5 月工业和服务业生产增速均较 1-4 月有所回落。分行业看，专用设备、医药、电热生产供应、电气机械、金属制品等行业增速回升较多；化学制品、有色金属、石油天然气开采、食品加工、饮料制造等行业增速回落较多；高频看，6 月上旬高炉开工率回升，PTA 开工率回升、半钢胎开工率小幅回落，工业生产平稳。

4）就业端：失业率小幅回落。5 月城镇调查失业率为 5.1%，较前值回落 0.1 个点，环比变化持平季节性（2019-2025 年 5 月平均环比变化为 -0.1 个百分点），就业压力有所缓解。

风险提示：政策力度、海外经济环境、地缘冲突等超预期变化，统计误差和口径调整。

内容目录

5 月消费、投资双双为负，经济下行压力加大 5
消费端：延续走弱，社零单月增速 2023 年来首次转负 5
投资端：加速下行，制造业累计增速 2021 年来首次转负 7
地产销售面积、投资跌幅均扩大 7
制造业投资累计增速转负 8
基建单月跌幅进一步走阔 9
供给端：工业、服务业生产均小幅走强 10
就业端：失业率小幅回落 11
风险提示 12

图表目录

图表 1：5 月出口增速再次超预期走高 5
图表 2：5 月 PPI 冲高、CPI 磨底 5
图表 3：5 月消费增速继续回落 6
图表 4：5 月商品消费、餐饮消费增速均回落 6
图表 5：分行业消费增速变动：烟酒、通讯器材、化妆品等消费增速回落较多 6
图表 6：人员流动增速边际回落 7
图表 7：汽车消费增速仍处低位 7
图表 8：5 月固定资产投资加速下行 7
图表 9：5 月地产销售面积跌幅扩大 8
图表 10：5 月 70 城二手房价环比跌幅扩大 8
图表 11：5 月地产投资跌幅扩大 8
图表 12：5 月新开工、施工跌幅走阔，竣工跌幅收窄 8
图表 13：1-5 月制造业投资累计增速转负 9
图表 14：5 月企业投资意愿继续回升 9
图表 15：分行业制造业投资增速变化：通用设备、金属制品、化学制品、汽车、食品加工等行业增速回落较多 9
图表 16：5 月基建投资增速继续回落 10
图表 17：5 月水电燃气、水利投资、交运投资增速均回落 10
图表 18：5 月工业生产增速小幅回升 10
图表 19：5 月服务业生产增速小幅回升 10
图表 20：分行业工业增加值增速变化：专用设备、医药、电热生产供应、电气机械、金属制品等增速回升较多 11
图表 21：6 月上旬高炉开工率回升 11
图表 22：6 月上旬 PTA 开工率回升、半钢胎开工率小幅回落 11
图表 23：失业率小幅回落 12

5 月消费、投资双双为负，经济下行压力加大

整体看，5 月经济除了出口强势，大部分指标延续放缓、且呈现加速下滑迹象，尤其是消费转负、投资跌幅扩大。当前经济总体还是供强需弱、外需强于内需、生产强于消费。

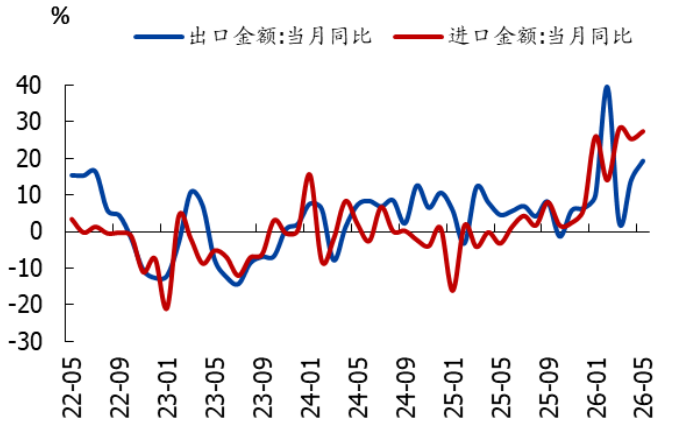
从外需看，5 月我国出口增速再次超预期走高，AI 产业链是出口进口持续走强的主要催化。往后看，AI 高景气、电动车锂电池等“新三样”的支撑下，预计全年进出口大概率维持强韧性；

从内需看，5 月消费增速转负、低于预期，商品零售连续两月负增，背后是高基数、“国补”退坡等因素影响，本质还是消费内生动能仍弱。5 月固定资产投资跌幅扩大，其中制造业累计增速自 2021 年以来首次转负、地产投资单月跌幅连续两月-20%以上。还需注意，在 5 月 PPI 冲高的背景下，固定资产投资各分项实际增速表现或更弱；

从供给看，工业、服务业生产均小幅走强，5 月工业生产增速回升，背后是外需支撑仍较强、高技术制造业较快增长，5 月出口交货值增速保持高位；

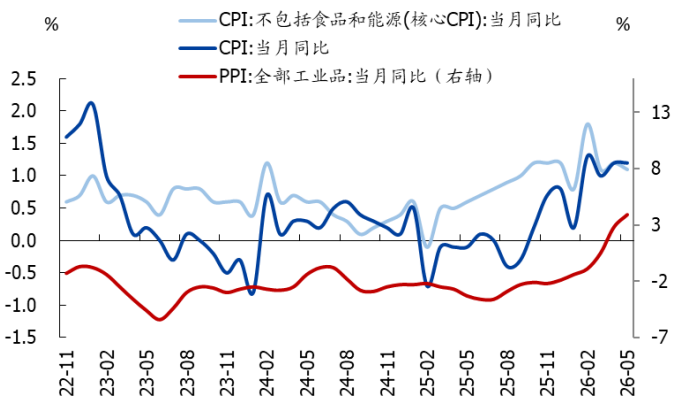
再结合 5 月信贷社融结构恶化、制造业 PMI 超季节性降至临界点、CPI 未能延续上涨势头等，指向高油价对经济的冲击正逐步显现，需求不足、信心不足的问题仍凸出。

图表1：5 月出口增速再次超预期走高



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：5 月 PPI 冲高、CPI 磨底

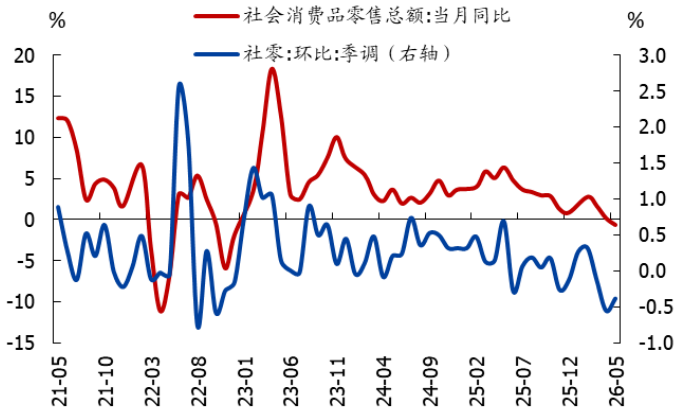


资料来源：Wind，国盛证券研究所

消费端：延续走弱，社零单月增速 2023 年来首次转负

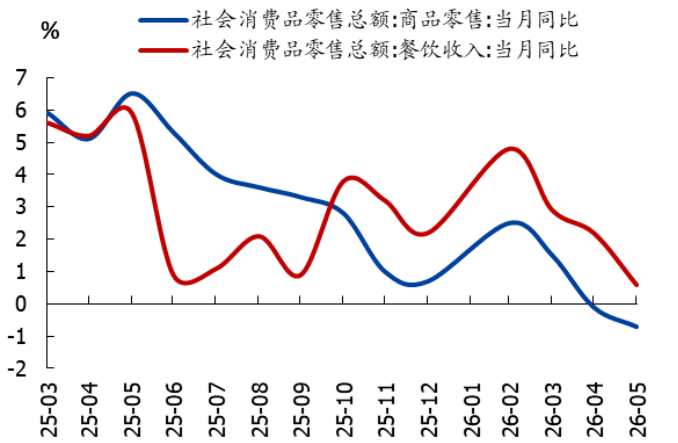
5 月消费增速转负、低于预期。5 月社零同比-0.6%，较前值回落 0.8 个点，低于市场预期的 0.1%，自 2023 年以来首次转负。其中，商品零售已连续两月负增；5 月社零季调环比-0.38%，较前值回升 0.17 个点，背后是高基数、“国补”退坡等因素影响，本质还是消费内生动能仍弱。

图表3：5 月消费增速继续回落



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：5 月商品消费、餐饮消费增速均回落



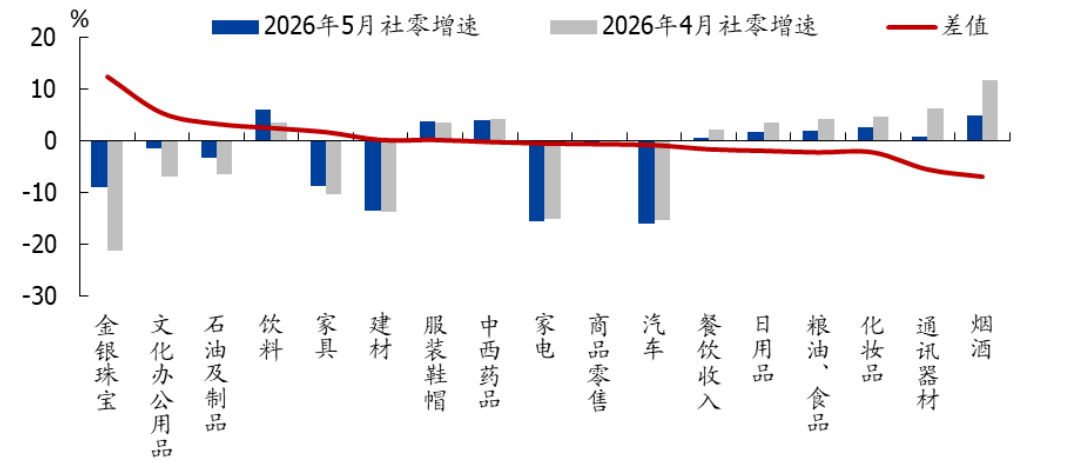
资料来源：Wind，国盛证券研究所

结构看，烟酒、通讯器材、化妆品等商品消费增速回落较多，金银珠宝、文化办公商品、石油及制品等商品消费增速回升较多，餐饮收入增速延续回落，服务零售累计增速回落。

>商品消费方面，5 月商品零售同比-0.7%，较前值回落 0.6 个百分点。其中烟酒、通讯器材、化妆品分别回落 6.9、5.5、2.2 个百分点；金银珠宝、文化办公商品、石油及制品分别回升 12.4、5.4、3.3 个百分点。

>服务消费方面，5 月餐饮收入同比 0.6%，较前值回落 1.6 个百分点。1-5 月服务零售额同比 5.4%，较前值回落 0.2 个百分点。

图表5：分行业消费增速变动：烟酒、通讯器材、化妆品等消费增速回落较多



资料来源：同花顺 i

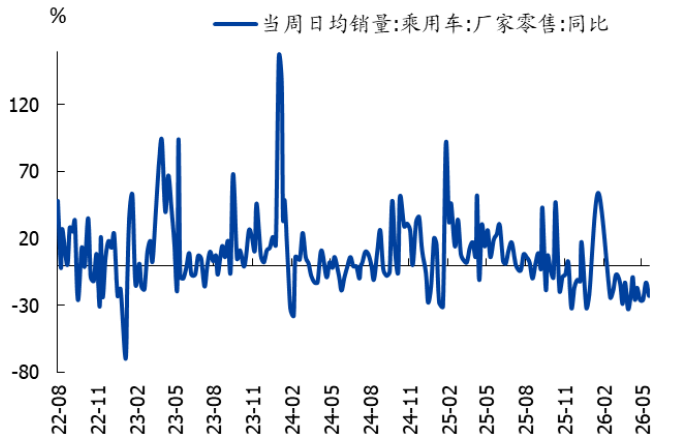
从近期高频数据看，人员流动增速边际回落、汽车消费增速仍处低位。从高频看，2026 年 6 月上旬，百城拥堵延时指数增速下行；2026 年 6 月第 1 周，乘用车当周日均销量同比-23%，汽车消费增速仍处低位。

图表6：人员流动增速边际回落



资料来源：同花顺 i

图表7：汽车消费增速仍处低位

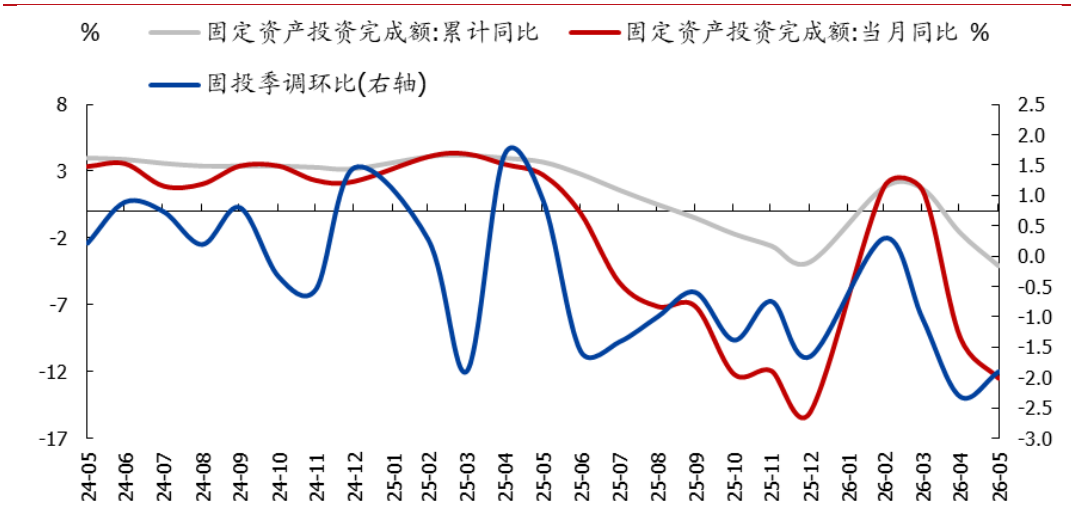


资料来源：Wind，国盛证券研究所

投资端：加速下行，制造业累计增速 2021 年来首次转负

固定资产投资加速下行。1-5 月固定资产投资同比-4.1%，较前值回落 2.5 个点，低于市场预期的-1.7%，5 月固投季调环比-1.9%，固投当月同比-12.5%（前值-9.4%）。其中 1-5 月地产投资同比-16.2%（前值-13.7%），广义基建投资同比 0.6%（前值 4.3%），制造业投资同比-0.4%（前值 1.2%）。地产、基建、制造业投资增速均下行，制造业投资累计增速自 2021 年以来首次转负。需要注意，在 5 月 PPI 冲高的背景下，固定资产投资各分项实际增速表现或更弱。

图表8：5 月固定资产投资加速下行



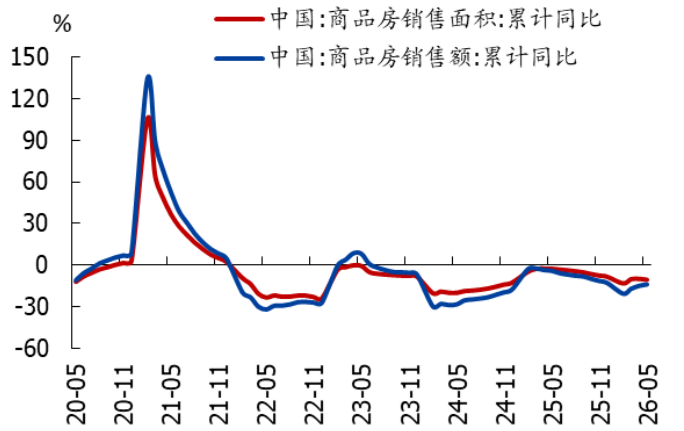
资料来源：Wind，国盛证券研究所

地产销售面积、投资跌幅均扩大

1-5 月地产销售面积跌幅扩大。1-5 月商品房销售面积、销售额同比分别为-10.8%、-13.5%。5 月 70 城新房价格同比跌幅收窄至-3.6%；二手房价格同比跌幅收窄至-5.9%、环比扩大至-0.3%，其中一线城市二手房价格环比涨幅持平于 0.4%、同比跌

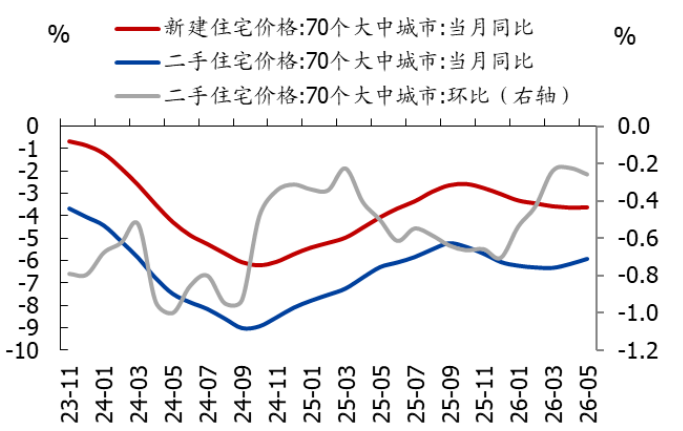
幅收窄至-5.8%，指向地产量价均继续下行、但跌幅出现边际放缓迹象，尤其是一线城市二手房价环比连续三月正增，持续性有待进一步观察。

图表9：5 月地产销售面积跌幅扩大



资料来源：Wind，国盛证券研究所

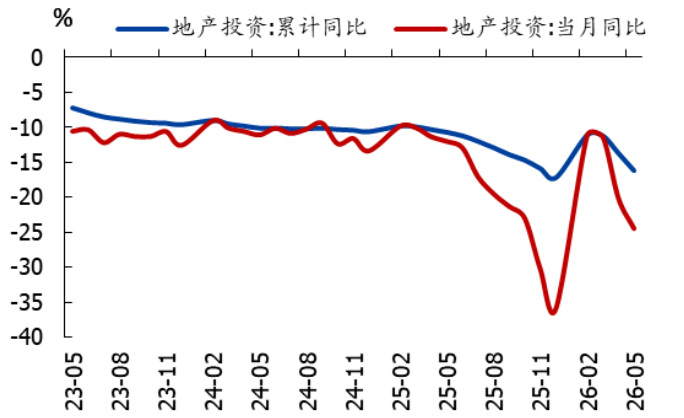
图表10：5 月 70 城二手房价环比跌幅扩大



资料来源：同花顺 i

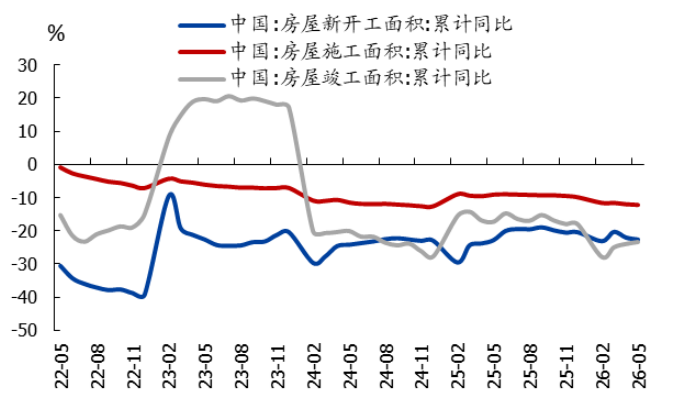
地产投资跌幅扩大。1-5 月地产投资累计同比-16.2%（前值-13.7%），当月同比-24.4%（前值-20.1%）。新开工、施工、竣工面积累计同比为-22.6%、-12.3%、-23.4%，新开工、施工跌幅走阔，竣工跌幅收窄。

图表11：5 月地产投资跌幅扩大



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表12：5 月新开工、施工跌幅走阔，竣工跌幅收窄

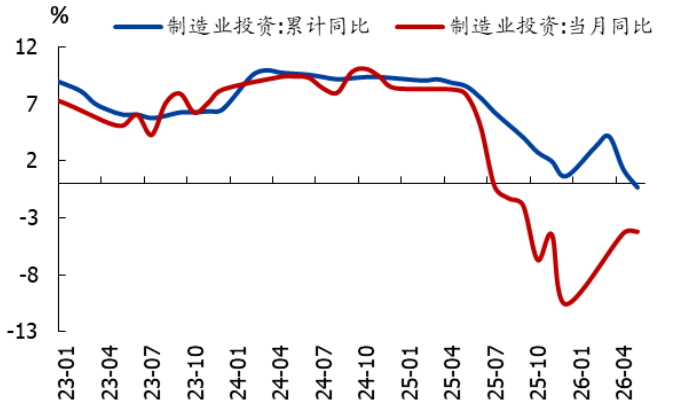


资料来源：Wind，国盛证券研究所

制造业投资累计增速转负

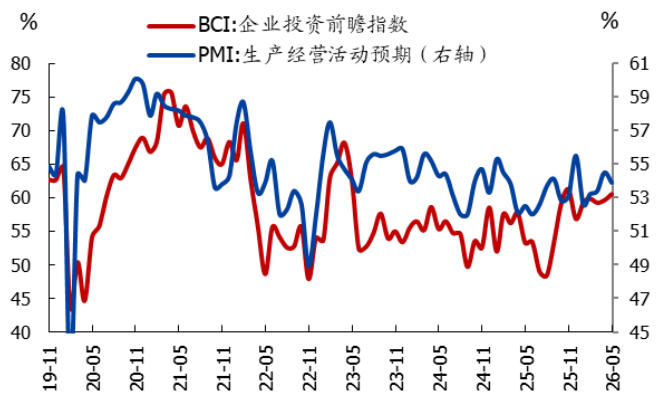
制造业投资增速回落。1-5 月制造业投资累计同比-0.4%，较前值回落 1.6 个百分点，5 月当月同比-4.2%，较前值回升 0.1 个百分点。在 5 月出口交货值增速保持高位的背景下，制造业投资增速回落应是与内需不足、上游原材料涨价、“反内卷”深入推进等因素影响有关。同时，设备工器具购置投资增速也继续回落，指向设备更新拉动弱化。企业投资意愿继续回升，5 月 BCI 企业投资前瞻指数回升 0.9 个百分点至 60.5%。

图表13：1-5 月制造业投资累计增速转负



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表14：5 月企业投资意愿继续回升

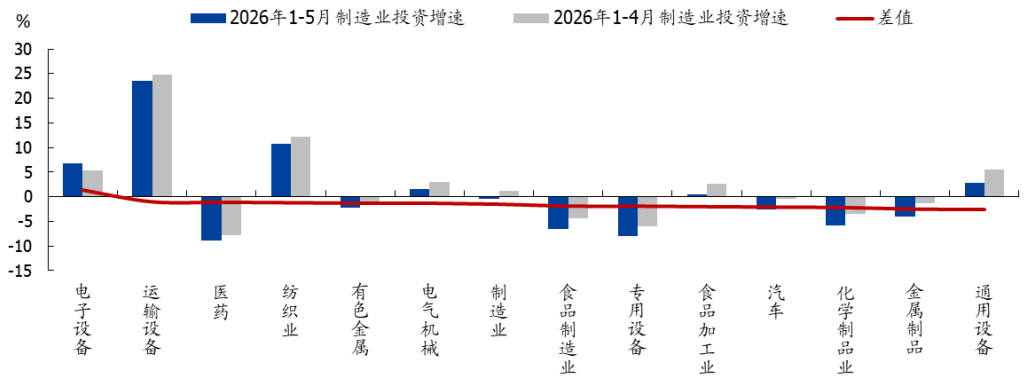


资料来源：Wind，国盛证券研究所

分行业看，通用设备、金属制品、化学制品、汽车、食品加工等行业增速回落较多，仅电子设备行业增速有所回升。

1-5 月高技术产业投资同比增长 4.5%，低于前值 6.1%，增速仍明显快于制造业整体，指向制造业企业更多聚焦新兴产业方向，重点进行高技术领域布局和投资。

图表15：分行业制造业投资增速变化：通用设备、金属制品、化学制品、汽车、食品加工等行业增速回落较多

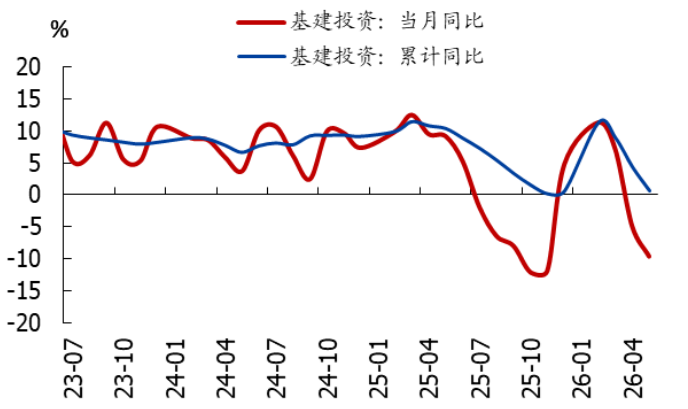


资料来源：Wind，国盛证券研究所

基建单月跌幅进一步走阔

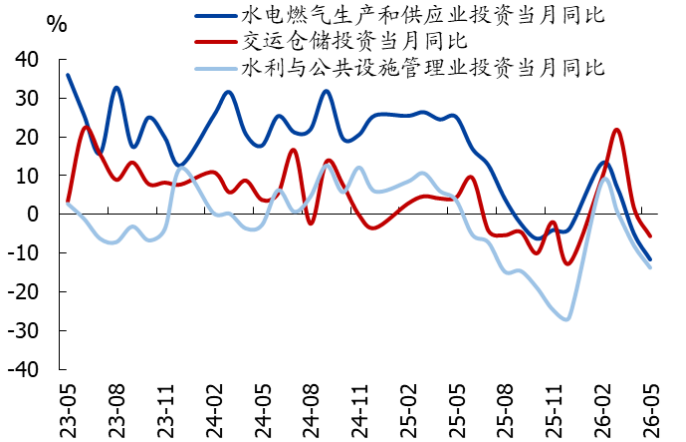
基建投资增速继续回落，其中水电燃气、水利投资、交运投资增速均下行。1-5 月广义基建投资累计同比 0.6%，较前值回落 3.7 个百分点，5 月当月同比-9.6%，较前值回落 4.7 个百分点，应是与部分地区高温多雨、专项债发行节奏放缓、缺项目等因素有关，短期紧盯“六张网”建设进展。结构看，水电燃气、水利投资、交运投资增速均回落。高频看，5 月沥青开工率、水泥发运率仍处低位，实物工作量仍低。

图表16：5 月基建投资增速继续回落



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表17：5 月水电燃气、水利投资、交运投资增速均回落



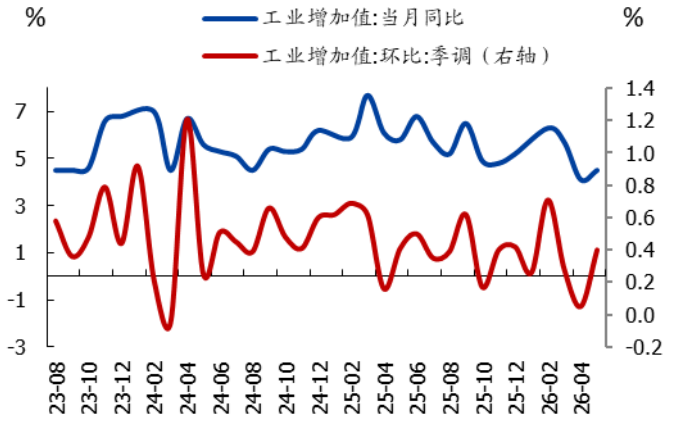
资料来源：Wind，国盛证券研究所

供给端：工业、服务业生产均小幅走强

工业生产增速小幅回升。5 月工业增加值同比 4.5%，较前值回升 0.4 个百分点，高于市场预期的 4.4%；5 月工业增加值季调环比 0.4%，较前值回升；5 月工业生产增速回升，背后是外需支撑仍较强、高技术制造业较快增长，5 月出口交货值增速保持高位。

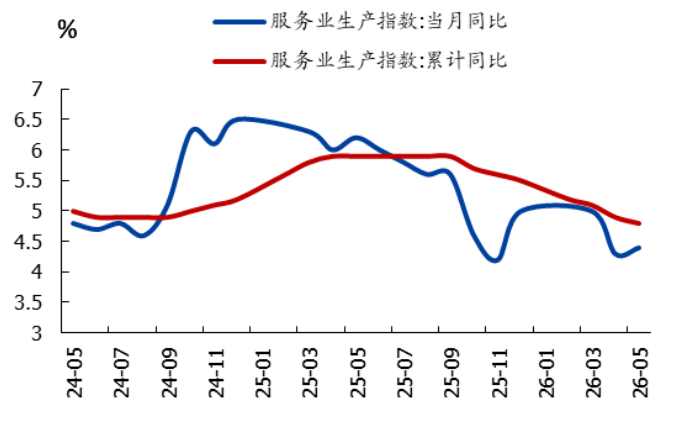
服务业生产增速小幅回升。5 月服务业生产指数同比 4.4%，较前值回升 0.1 个百分点。不过，从累计增速看，相比 1-4 月，1-5 月工业和服务业生产增速均有所回落。

图表18：5 月工业生产增速小幅回升



资料来源：同花顺 i

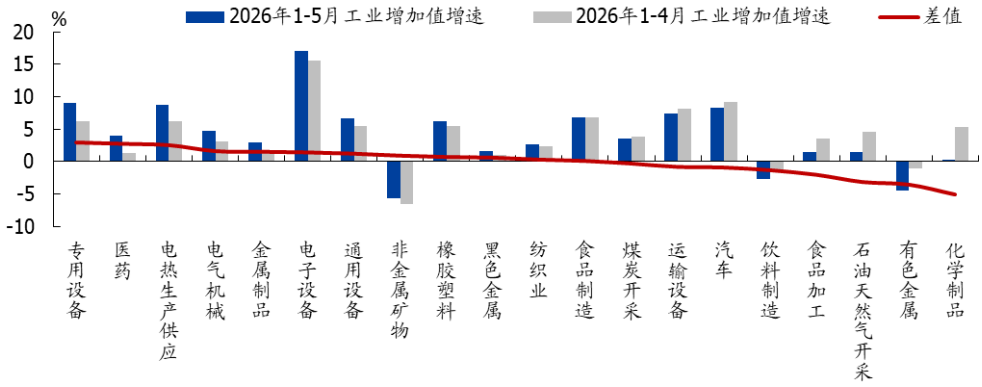
图表19：5 月服务业生产增速小幅回升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

分行业看，专用设备、医药、电热生产供应、电气机械、金属制品等行业增速回升较多；化学制品、有色金属、石油天然气开采、食品加工、饮料制造等行业增速回落较多。

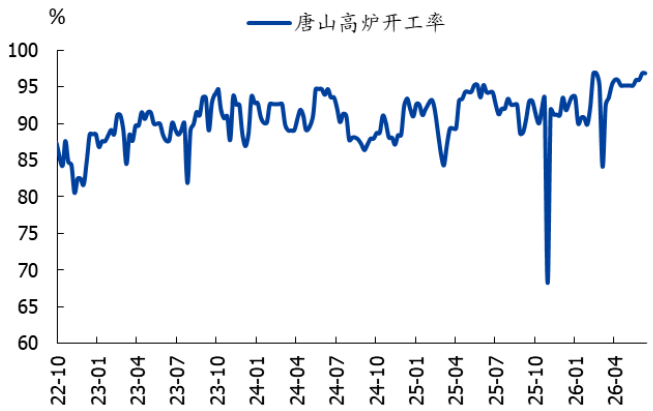
图表20：分行业工业增加值增速变化：专用设备、医药、电热生产供应、电气机械、金属制品等增速回升较多



资料来源：Wind，国盛证券研究所

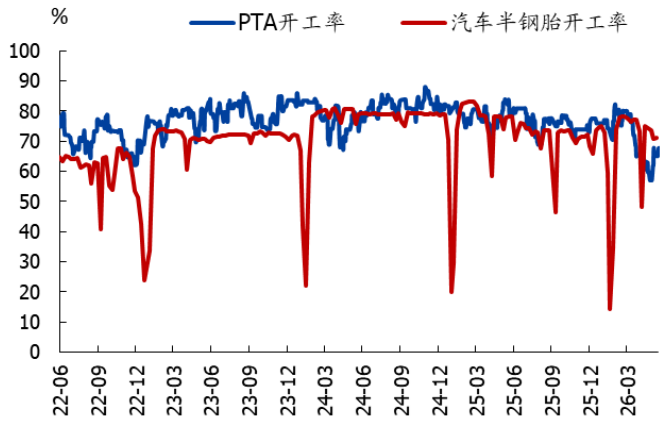
高频看，2026 年 6 月上旬高炉开工率回升，PTA 开工率回升、半钢胎开工率小幅回落，工业生产基本平稳。

图表21：6 月上旬高炉开工率回升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表22：6 月上旬 PTA 开工率回升、半钢胎开工率小幅回落

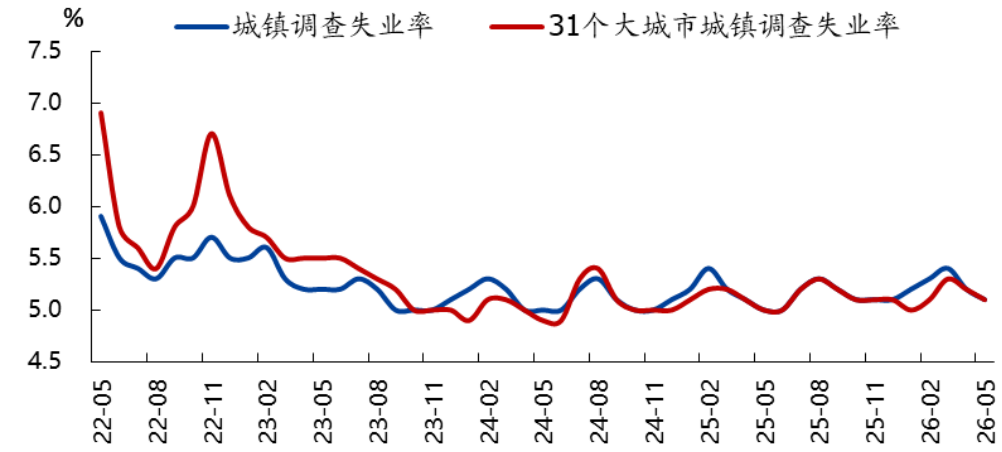


资料来源：Wind，国盛证券研究所

就业端：失业率小幅回落

失业率小幅回落。5 月城镇调查失业率为 5.1%，较前值回落 0.1 个点，环比变化持平季节性（2019-2025 年 5 月平均环比变化为-0.1 个百分点），就业压力有所缓解。

图表23：失业率小幅回落



资料来源：Wind，国盛证券研究所

风险提示

政策力度、海外经济环境、地缘冲突等超预期变化、统计误差和口径调整。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com