仅供内部参考，请勿外传

国内经济观察系列

5 月经济：双轨与寻锚

2026 年 06 月 16 日



分析师：陶川
执业证书：S0590525110006
邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：钟渝梅
执业证书：S0590525110008
邮箱：zhongyumei@glms.com.cn

- **事件：**6 月 16 日，国家统计局公布 5 月份国民经济运行情况。5 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 4.5%，比上月加快 0.4 个百分点；环比增长 0.40%。5 月份，社会消费品零售总额 41090 亿元，同比下降 0.6%；环比下降 0.38%。1—5 月份，全国固定资产投资（不含农户）178512 亿元，同比下降 4.1%。
- **5 月数据呈现出“出口强、工业稳、投资落、消费淡”的分化特征，**其**核心矛盾在于新动能稳步崛起与传统领域内需偏弱，二者的拉锯尚未在宏观层面得到充分映射。**这也意味着从年中来看，在 AI 加速演进和地缘通胀抬升的背景下，经济运行的“双轨”格局仍将在短期内延续。
- **上行的轨道来自于外需和科技：**二季度以来虽然工业生产的波动加大，但工业企业出口交货值持续高增（5 月同比为 10.1%），这与工增高位加速的装备制造业和高技术制造业（5 月同比分别为 9.5%和 15.1%）一起，在全球 AI 周期与能源转型两大趋势共同加持下，成为当前经济增长的最重要引擎。
- **放缓的轨道在于消费和投资：**5 月固定资产投资和社零消费数据均下行，尤其是社零增速小幅转负，**反映出 AI 替代、“两新”政策边际效应递减下，居民消费的弹性明显收窄**；同时，5 月基建投资的加速回落，部分受到强降雨和热浪的气候影响；房地产和制造业投资的持续收缩，则更多面临能源成本抬升的逆风。值得注意的是，知识产权产品投资（涵盖计算机软件和数据库投资、研究与开发投资等）的战略支撑力可能易被忽视，这类无形资产投资在今年一季度投资的占比已悄然突破 12%。
- **稳投资还是稳消费？**好的消息是地缘缓和下能源成本的压力有望阶段性缓解，因此，在经济向新向优的转型要求下，随着“六张网”建设进入实操落地阶段，今年财政的发力偏后置表明基建和制造业投资仍是对冲内需下滑的主要抓手。同时，鉴于 5 月商品消费走弱但服务业回升(服务生产指数同比 4.4%较 4 月提升 0.1 个百分点)，“两新”相关的稳消费政策仍有待优化。**具体来看：**
- **工业：泛 AI 周期外溢效应及中国制造出海优势下的“新意盎然”。**作为二季度传统生产旺季，5 月工增环比如期迎来季节性回升，本月工增环比修复至 0.4%（略低于 2019-2025 年同期 0.55%的历史均值）。**同比视角下，规模以上工业增加值增速略有抬升（+4.5%）的同时，高技术产业生产同比表现更为吸睛（+15.1%）、创下 2022 年以来的新高。**其中，在海外 AI 资本开支周期与强劲出口逻辑的直接带动下，**计算机电子设备工增同比强势领跑（+17.0%）。**
- **消费：增速转负背后，服务消费的坚韧底色仍存。**社零增速小幅转负，**其背后主要受制于去年二季度“国补”集中发力所形成的天然高基数，**这使得汽车与家电两大耐用消费品在 5 月构成了主要的拖累项。此外，“618”电商大促节奏的整体后移，叠加部分地区高温多雨等阶段性气候扰动，也在客观上延缓了本月消费的释放节奏。

  然而，5 月数据再次验证了居民消费向“体验式服务”发生深刻的结构性跨越：5 月服务零售额增速（5.4%）持续领跑商品零售（1.2%），叠加服务业生产指数企

相关研究

1. 宏观周度观察：聚焦陆家嘴论坛-2026/06/15
2. 海外宏观&大类资产周度观察：迎接“超级”央行周-2026/06/15
3. AI 与新范式系列：AI 是美债的“救星”吗？-2026/06/15
4. 美国通胀观察系列：5 月美国 CPI：美联储的通胀困局？-2026/06/11
5. 国内通胀观察系列：5 月通胀：供需何以再平衡？-2026/06/10

仅供内部参考，请勿外传

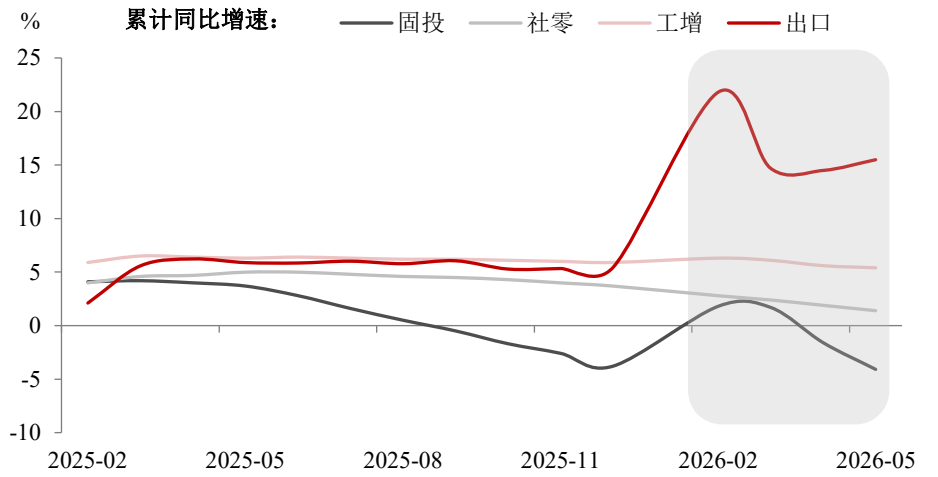
稳回升至 4.4%。顺应这一演进趋势，国家统计局于本月首次发布“商品和服务零售总额”指标，以此更加精准地锚定当前国大消费市场的全貌与潜能。

- **制造业：出口红利的“一枝独秀”？**5 月制造业投资延续了此前的负增长趋势，同比增速与上月基本持平。**探究其背后的逆风因素，主要在于“设备更新”政策拉动效应的递减，叠加民间投资的意愿与信心依然偏弱。**但硬币的另一面是，出口依然是稳住制造业投资大盘的一大确定性支撑——与出口链高度挂钩的电子设备、交通设备等高景气行业，继续充当着拉动制造业投资的重要引擎。
- **基建：政策托底下，增速下行空间相对可控。**一季度经济超预期表现触发的财政政策适度“踩刹车”，同时在强降雨和热浪的气候影响下，**5 月基建投资降幅进一步扩大，但这也意味着“稳投资”诉求将促使财政发力重新提上日程**——一方面，新增专项债的发行进度又开始边际加快；另一方面，5 月财政存款的增加额较上月已出现小幅回落，表明前期适度沉淀的财政资金已开始重新向实体投放。同时随着下半年“六张网”部署的展开，基建投资增速有望回升。
- **地产：5 月地产延续“销售降幅收窄、投资降幅走阔”的格局。**新开工、竣工、施工等多数指标累计降幅较上月小幅收窄，需求端的政策托底初见成效，而销售额降幅（-13.5%）略快于面积（-10.8%），价格仍处筑底阶段。投资降幅逆势走阔（-16.2%，前值-13.7%），主因新开工偏弱、保交楼竣工高峰回落，叠加资金到位偏紧（房企到位资金同比-19.0%），修复进度滞后于销售，符合“销售先行、投资跟进”的常规传导。**后续止跌回稳的力度，仍取决于收储、专项债等政策的落地节奏。**
- **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。



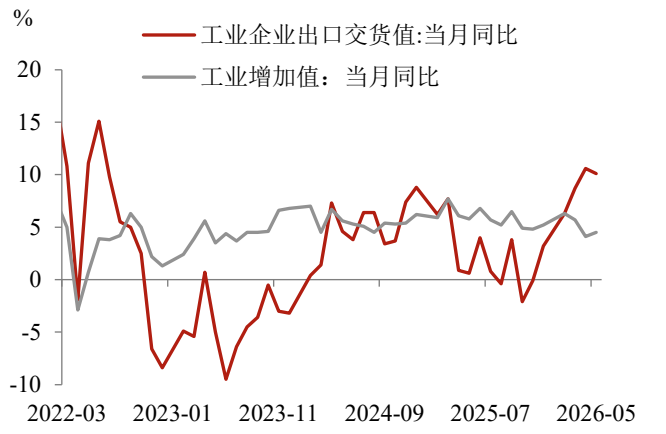
仅供内部参考，请勿外传

图1：当前经济呈现出“出口强、工业稳、投资落、消费淡”的分化特征



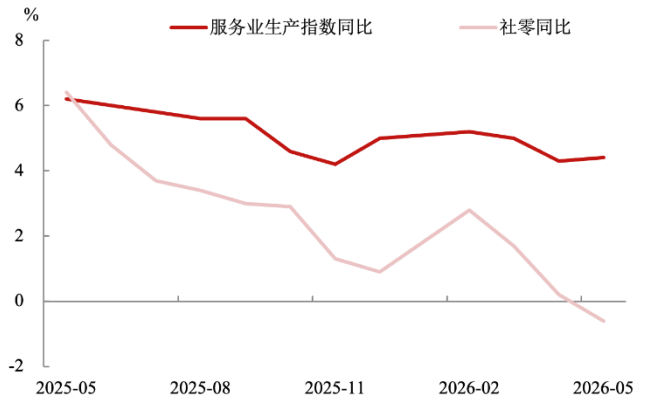
资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图2：工业企业出口交货情况对生产形成支撑



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

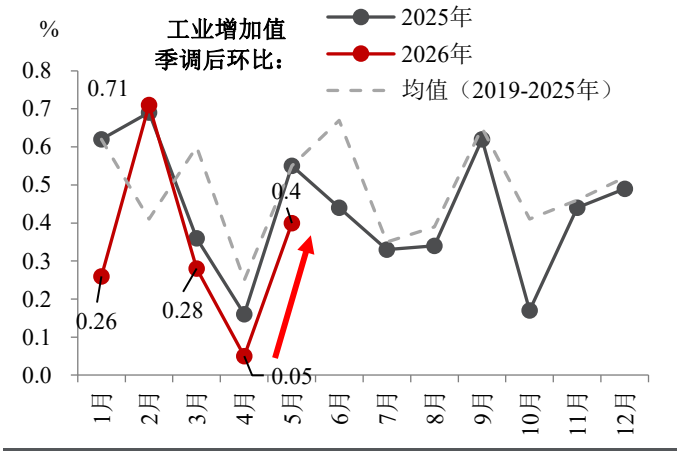
图3：服务业景气度保持稳健，支撑消费基本盘



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

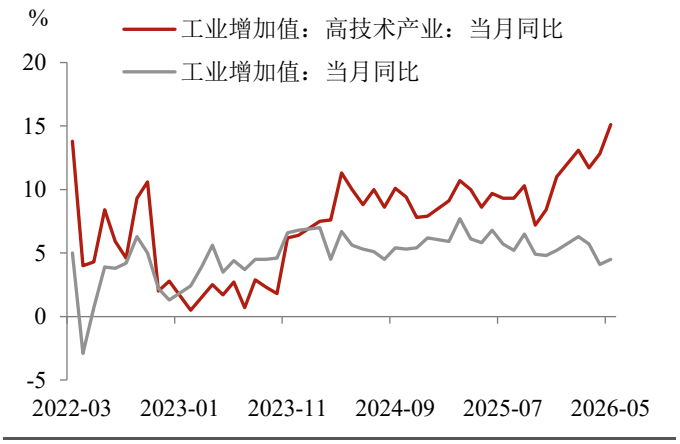
仅供内部参考，请勿外传

图4：5 月工增环比季节性上升



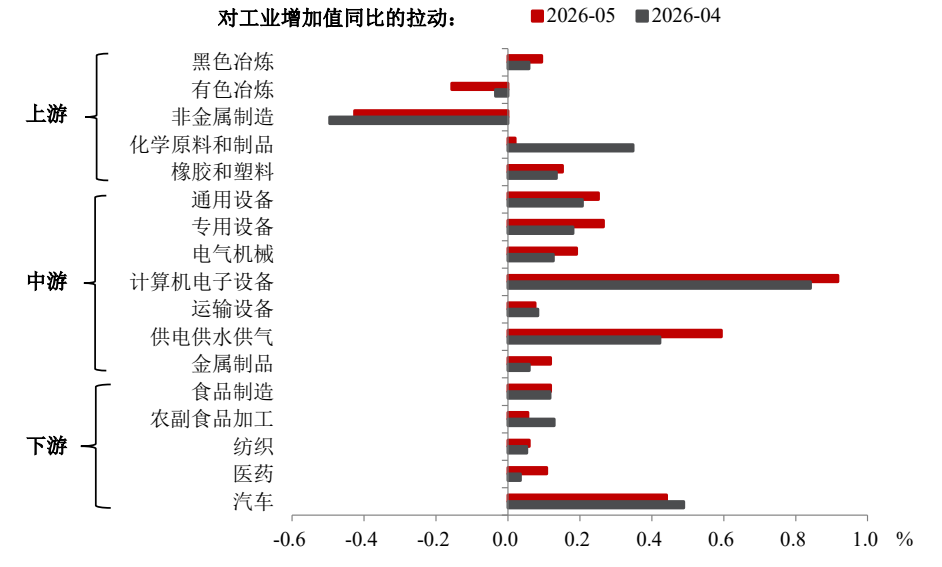
资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图5：5 月高技术产业工增同比保持上升趋势



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

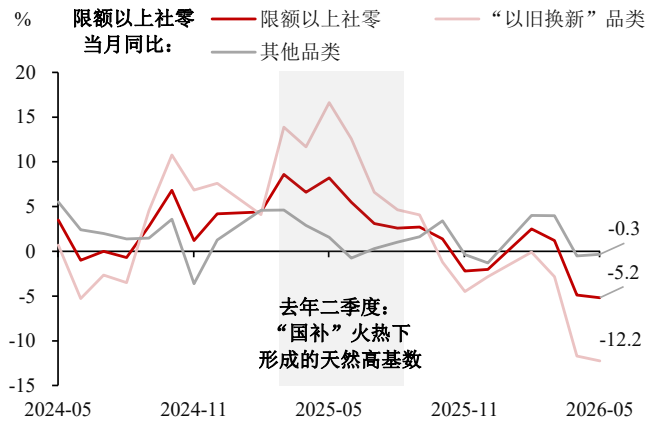
图6：5 月计算机电子设备行业工增同比强势领跑



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

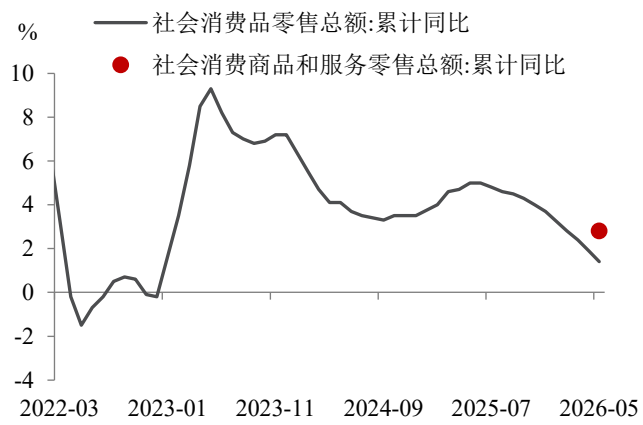
仅供内部参考，请勿外传

图7：去年“国补”高基数压力下，5 月社零增速下降



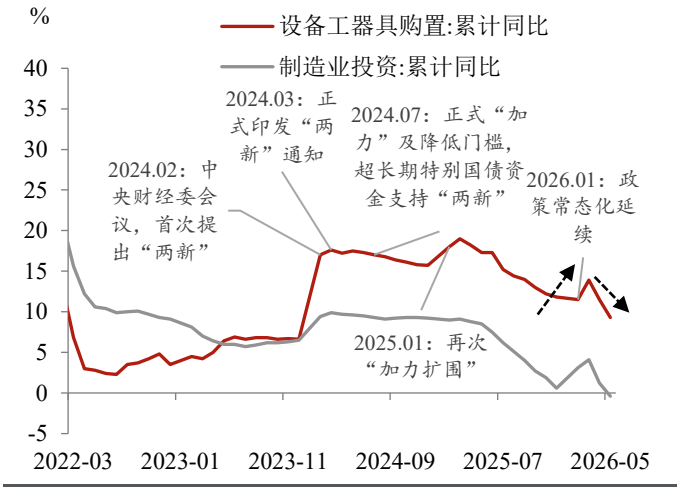
资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图8：“商品和服务零售额”将更全面地展现消费活力



资料来源：iFind、国家统计局，国联民生证券研究所

图9：设备更新对制造业投资的拉动作用已有限



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

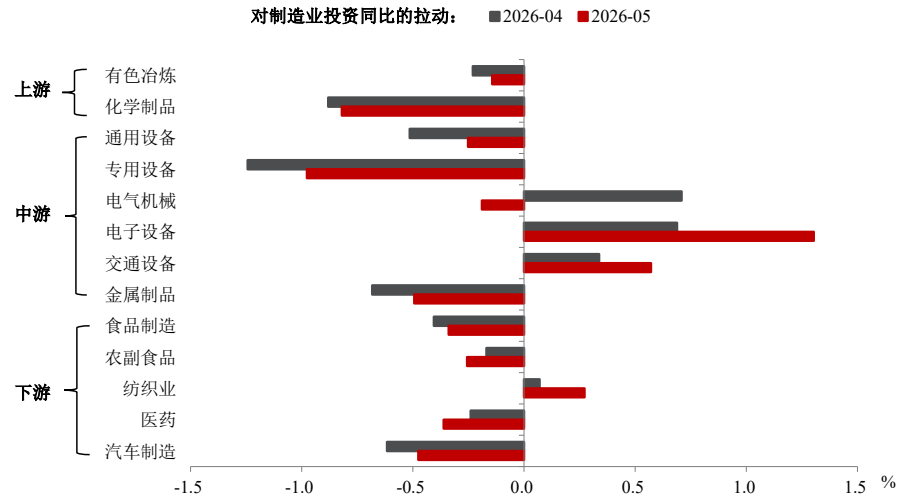
图10：制造业民间投资尚未发生明确改善



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

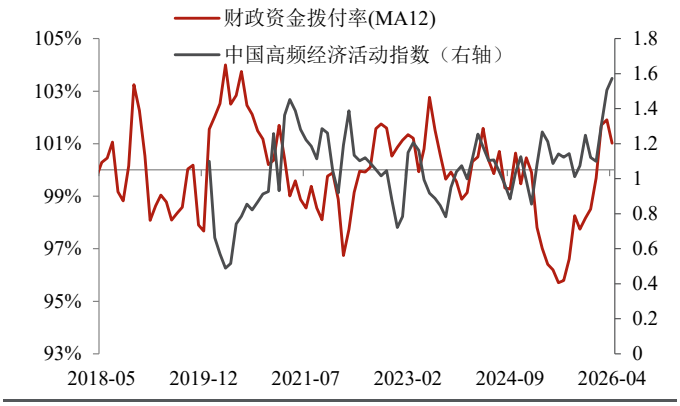
仅供内部参考，请勿外传

图11：5 月制造业投资中电子设备、交通设备行业表现强劲



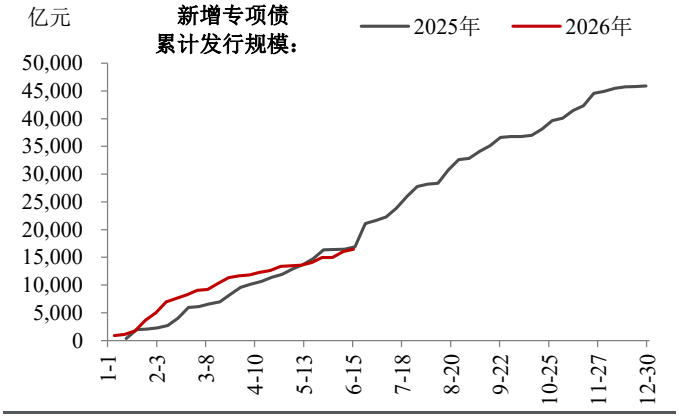
资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图12：一季度经济超预期，财政拨付率开始边际回落



资料来源：iFind、Wind，国联民生证券研究所

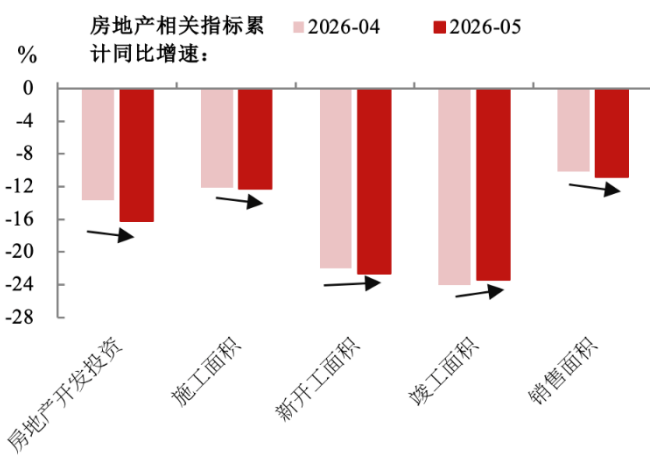
图13：透过专项债发行进度，财政边际发力迹象显现



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

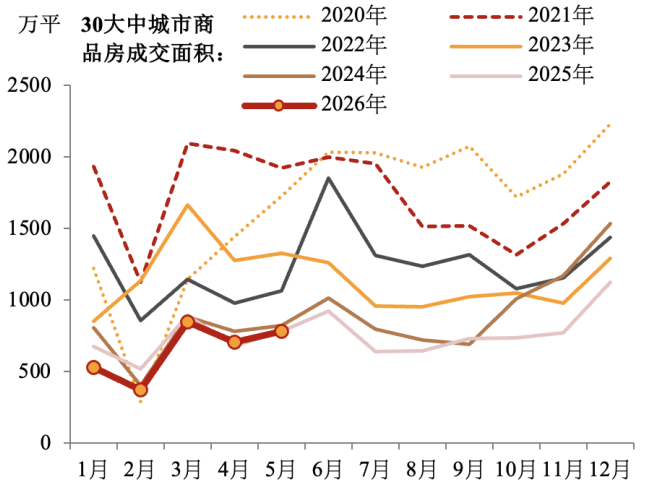
仅供内部参考，请勿外传

图14：地产销售降幅收窄、投资降幅走阔



资料来源：iFind、Wind，国联民生证券研究所

图15：5 月新房成交延续低位运行



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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利益。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；北交所以北证 50 指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

无锡 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

上海 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

北京 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

深圳 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室