

5 月宏观数据走势分化，“供强需弱”格局更为明显

——2026 年 5 月度宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 研究发展部执行总监 冯琳

事件：据国家统计局 2026 年 6 月 16 日公布的数据，2026 年 5 月规模以上工业增加值同比实际增长 4.5%，4 月为 4.1%；5 月社会消费品零售总额同比下降 0.6%，4 月为同比增长 0.2%；1-5 月全国固定资产投资累计同比下降 4.1%，1-4 月为同比下降 1.6%。

基本观点：

总体上看，受多重因素叠加共振影响，5 月宏观数据分化态势更为明显。其中，在出口高增叠加新动能快速增长带动下，5 月工业生产提速；受上年高基数、消费补贴政策退坡等影响，5 月社零出现同比负增长，居民消费信心有待进一步提振；当前宏观政策保持定力，楼市处于调整过程，是当月固定资产投资降幅扩大的主要原因，但高技术制造业投资保持高增长，投资结构优化。整体而言，5 月经济增长动能和 4 月相比变化不大。值得关注的是，5 月新旧动能转换在加速推进，当月高技术制造业生产增速高位上行，主要受芯片、锂离子电池、工业机器人等产品产量高增带动。我们判断，在出口高增、新旧动能转换持续推进背景下，短期内宏观政策将继续保持定力；下半年若出现较为明显的外需走弱等情况，包括降息降准、增发政府债券等在内，国内逆周期调节力度会相应加码。这些方面都有充足的政策空间。

具体解读如下：

一、在内需边际走弱背景下，5 月工业生产加速，主要受出口表现持续偏强，以及以高技术制造业为代表的新质生产力领域生产加速增长带动，同时也与工作日同比变化有一定关联。

5 月工业增加值同比增长 4.5%，增速较上月加快 0.4 个百分点。三大类别中，当月采矿业增加值同比增速较上月放缓 1.5 个百分点至 2.3%，制造业、电力燃气及水的生产和供应业增加值增速则分别较上月加快 0.4 和 2.3 个百分点至 4.4% 和 7.6%。

在内需边际走弱背景下，5 月工业生产提速，一方面受出口表现偏强带动。当月规上工业企业出口交货值同比增长 10.1%，增速略低于上月的 10.6%，连续两个月处于两位数高增水平，对工业生产有较强支撑。但需说明的是，出口增速为名义值，其高增与涨价因素有很大关系，这尤其反映于半导体产业链，

而工业增加值增速是按可比价计算，为实际增长速度，这部分削弱了出口高增对工业增加值增速的拉动作用。

另一方面，当前高技术制造业面临市场供需两旺，财政金融政策支持力度很强的有利发展环境，5月高技术制造业生产进一步提速，当月同比为15.1%，增速较上月加快2.3个百分点，对整体工业生产形成较为强劲的拉动作用。数据显示，5月芯片、锂离子电池、工业机器人产品产量同比分别增长22.9%、40.0%、27.9%，增速分别比上月加快0.8、4.0、2.2个百分点。同时，5月装备制造业增加值同比增长9.5%，增速较上月加快1.2个百分点，对规模以上工业增加值增长贡献率接近八成。以上反映出新动能领域的高速增长已成为拉动工业生产的关键引擎。另外值得一提的是，今年4月工作日较上年同期少1天，而5月工作日则与上年同期相同，这在一定程度解释了4月工业生产同比增速较快下行，以及5月该指标的反弹。

展望6月，在房地产市场调整背景下，国内消费、投资增长动能不足，再加上去年同期基数抬高，预计工业生产增速会有所回落。但考虑到出口仍将保持较快增长，以及以高技术制造业为代表的新质生产力领域生产将延续快速增长势头，6月工业生产增速较大幅度下行的可能性不大，预计同比将在4.3%左右。这也意味着，短期内宏观经济将继续呈现新旧动能分化和“供强需弱”的特征。

二、5月社零同比转负，服务消费增速放缓，背后是近期居民消费信心下滑。同时，去年同期高基数，部分地区高温多雨影响居民线下消费，补贴政策退坡或政策效果减弱，房地产市场持续调整，以及部分商品价格上涨抑制需求等因素也对社零增速产生一定下拉作用。

5月社零同比下降0.6%，增速较上月下滑0.8个百分点，为2023年疫情结束以来首现同比负增。其中，商品零售同比下降0.7%，已为连续第二个月同比负增，且降幅较上月扩大0.6个百分点；餐饮收入同比增速延续放缓，从上月的2.2%下滑至0.6%。

从限额以上单位主要类别商品零售情况看，5月粮油食品、日用品、中西药品等必需品零售额增速延续下滑，当月同比分别为1.9%、1.6%和4.0%，增速较上月分别放缓2.2、1.9和0.2个百分点，其中，粮油食品和日用品零售额增速放缓幅度较大，部分受去年同期基数走高影响。

可选消费品方面，由于新能源车购置税免税政策退坡、前期以旧换新政策导致居民乘用车购买需求透支，5月汽车零售额同比下降16.1%，降幅较上月扩大0.8个百分点，继续对社零整体增速产生较大拖累。5月家电零售额同比下降15.6%，降幅较上月扩大0.5个百分点；体育娱乐用品零售额下降8.0%，降幅与上月持平；文化办公用品零售额下降1.5%，降幅较上月收窄5.4个百分点；通讯器材零售额同比增长0.7%，增速较上月大幅放缓5.5个百分点。这些商品也均为以旧换新政策补贴范围内的商品，背后是

去年同期补贴政策带动零售额高增，而今年政策对相关商品销售的拉动效果减弱。值得一提的是，5月家电零售额同比大幅负增，还与房地产市场延续低迷有关，这也反映于当月家具、建筑装潢材料零售额同比分别下降8.7%和13.6%——降幅较上月分别收窄1.7和0.2个百分点，主要源于基数有所走低。

其他可选消费品方面，5月金银饰品价格下跌，带动金银珠宝零售额同比延续负增，但因上年同期基数走低，降幅较上月收窄12.4个百分点至-8.9%；主要受成品油价格上涨导致居民消费需求下滑影响，5月石油制品零售额同比下降3.2%——降幅较上月收窄3.3个百分点，也与基数走低有关；此外，5月化妆品零售额同比增速有所放缓，从上月的4.7%下滑至2.5%，服装鞋帽零售额同比增速则小幅加快0.2个百分点至3.8%。

总体上看，5月社零同比转负，表现不及预期，除了去年同期大规模以旧换新政策实施带来的高基数效应，以及5月部分地区高温多雨影响居民的线下消费等原因外，还受居民消费信心不足影响。数据显示，4月消费者信心指数从3月的90.0降至89.0，为去年下半年以来最低。此外，受消费信心下行影响，5月服务消费增速也有所放缓，1-5月服务零售额累计同比增长5.4%，增速较前值下滑0.2个百分点。我们注意到，“五一”长假期间国内出游人次同比增长3.6%，商务部重点监测的78个步行街（商圈）营业额同比增长5.3%，国内出游总花费同比增长2.9%，这三项数据表现都不及春节、清明假期，已预示5月服务消费增长难有提速。

展望6月，由于去年同期社零总体基数有所回落，这将带动今年6月社零同比增速反弹。不过，在房地产市场延续调整、居民消费信心仍然不足的背景下，6月消费偏弱局面料将延续；同时，6月以来的高频数据显示，当月汽车零售额同比降幅可能会进一步走阔。因此，我们判断6月社零增速回升幅度将较为有限，预计将徘徊在0%附近。

三、投资：1-5月固定资产投资同比下降4.1%，降幅较前值扩大2.5个百分点，三大投资板块增速全面下行。其中，5月当月基建投资下行幅度进一步加大，主要是当前出口高增，稳增长需求不高，与基建投资相关的财政支出放缓；1-5月制造业投资累计同比降为负值，一方面源于近期PPI快速上冲，投资品价格较快上行，出于成本控制考虑，一些企业放缓了投资节奏；另一方面也与反内卷持续推进，汽车等重要行业投资增速转为负值有关；5月房地产投资降幅加大，主要受楼市持续调整影响。最后，5月一些地区高温多雨天气也对各类项目施工带来短期影响。总体上看，在今年推动投资止跌回稳的政策取向向下，后期固定资产投资增速有望逐步回正。

具体来看，1-5月基建投资同比增速为0.6%，较1-4月回落3.7个百分点。据我们测算，5月当月基建投资同比为-9.8%，连续两个月为负值，降幅比上月扩大5.0个百分点。回过头来看，4月当月基建投

资同比出现负增长，主要受财政支出节奏调整影响。可以看到，4月一般财政支出增速由正转负，与基建投资直接相关的农林水事务、城乡社区事务、交通运输支出均出现两位数的负增长，而且当月新增专项债发行量骤减。我们估计或与一季度宏观经济起步有力，近期出口持续高增，逆周期调节力度放缓有关。我们判断，这些因素也是5月当月基建投资同比降幅扩大的主要原因。数据显示，5月新增地方政府专项债发行规模继续处于低位。综合项目开工、政府债券发行情况，以及当前宏观政策走向，预计1-6月基建投资累计同比增速还可能小幅下行。

往后看，今年是“十五五”开局之年，会有一批重大项目集中开工，基建项目储备充分。4月28日中央政治局会议明确提出加强“六张网”建设，5月28日公布城市更新“十五五”规划，相关项目将较快启动。资金方面，根据3月全国“两会”政府工作报告，今年会单列并提高用于项目建设的地方政府专项债券额度。与此同时，2025年10月5000亿新型政策性金融工具投放完毕，对基建投资的拉动效应会逐步体现；国家发改委表示，将加快有序推进今年8000亿新型政策性金融工具投放。这些都意味着后续基建投资会获得有效资金保障。

2025年12月中央经济工作会议要求今年“推动投资止跌回稳”。作为政府把控能力最强的基建投资年初显著发力，近期增速回落更多属于政策节奏调整性质，预计下半年基建投资有加速空间，全年增速会在4.0%至4.5%左右，较去年加快5.5至6.0个百分点。

制造业投资方面，1-5月累计同比增速为-0.4%，较前值放缓1.6个百分点。据我们测算，5月当月制造业投资同比-4.2%，连续两个月为负值，降幅比上月收窄0.1个百分点。近两个月制造业投资增速持续为负值，主要原因有两个：一是近期PPI快速上冲，投资品价格存在较快上行趋势，出于成本考虑，一些企业放缓了投资节奏。二是当前反内卷持续推进，对一些行业投资产生影响。数据显示，对制造业投资有重要影响的1-5月汽车制造业投资同比下降2.7%，降幅较1-4月扩大2.2个百分点。值得注意的是，1-5月计算机、通信和其他电子设备制造业投资同比增长6.7%，增速较前值加快1.3个百分点，主要受全球AI投资热潮拉动芯片出口高增，以及国内数据中心等AI基础设施建设驱动。这也显示高技术制造业投资对整体投资的支撑作用进一步增强，制造业投资结构优化。

往后看，伴随中东局势缓和，PPI快速上涨对制造业投资的抑制效应有望缓解，而全球AI投资热潮对国内制造业投资的促进作用会进一步显现，叠加今年政策面对制造业转型升级支持力度加大，后期制造业投资增速有加快趋势。不过值得注意的是，6月2日美国公布新一轮加征关税方案，7月本轮301调查结束后还将出台新的加征关税措施，都有可能对我国制造业投资信心带来新的扰动；另外，伴随反内卷政策持续推进，汽车等行业投资还会受到一定影响。

1-5月房地产投资累计同比下降16.2%，降幅比1-4月扩大2.5个百分点，基本符合市场预期。据我们测算，5月当月房地产投资同比-24.4%，降幅比上月扩大4.3个百分点。5月房地产投资降幅扩大，主要原因是楼市持续调整。数据显示，5月当月商品房销售面积同比下降13.2%，降幅较上月扩大3.7个百分点；当月商品房销售金额同比下降9.3%，降幅较上月扩大1.7个百分点。另外，国家统计局数据显示，5月代表整体房价水平变化的70个大中城市二手房价格指数环比下降0.3%，降幅较上月扩大0.1个百分点。以上导致5月房地产施工数据均处于深度下跌状态。这意味着尽管受放松限购等推动，年初以来一些主要城市出现楼市“小阳春”，但房地产市场整体调整态势尚未根本改变，这是5月房地产投资降幅扩大的主要原因。值得注意的是，5月当月房企资金来源中的银行贷款同比下降42.3%，3月以来降幅明显扩大，显示银行对房企的信贷投放仍然偏于谨慎。

我们预计，在努力稳定房地产市场政策取向，后期楼市调整幅度将趋于缓和，房地产投资降幅将逐步收窄，全年降幅有可能在10.0%左右。不过，这一预测有较大下行风险，关键在于2026年能否通过较大幅度引导居民房贷利率下行，扭转市场预期，激活购房需求。考虑到当前实际居民房贷利率明显偏高，后期稳定房地产市场、遏制房地产投资下行有充足政策空间。

总体上看，受多重因素叠加共振影响，5月宏观数据分化态势更为明显。其中，在出口高增叠加新动能快速增长带动下，5月工业生产提速，而受上年高基数、消费补贴政策退坡等影响，5月社零出现同比负增长，居民消费信心有待进一步提振；当前宏观政策保持定力，楼市处于调整过程，是当月固定资产投资降幅扩大的主要原因，但高技术制造业投资保持高增长，投资结构优化。整体而言，5月经济增长动能和4月相比变化不大。值得关注的是，5月新旧动能转换在加速推进，当月高技术制造业生产增速高位上行，主要受芯片、锂离子电池、工业机器人等产品产量高增带动。我们判断，在出口高增、新旧动能转换持续推进背景下，短期内宏观政策将继续保持定力；下半年若出现较为明显的外需走弱等情况，包括降息降准、增发政府债券等在内，国内逆周期调节力度会相应加码。这些方面都有充足的政策空间。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。