

宏观经济月报

内冷外热——经济修复的“温差”

核心观点

5月我国经济运行总体平稳，供给端保持较强韧性，但需求端修复仍显不足，供需结构分化进一步加剧。基于生产法估算，5月GDP同比增速约为4.4%，较4月小幅回升0.2个百分点，但已连续两个月低于今年政府目标区间的下限，内需疲弱仍是当前经济增长的主要制约。

生产端：工业恢复优于服务业，高技术制造表现亮眼。5月规模以上工业增加值同比增长4.5%，增速较4月加快0.4个百分点；其中高技术产业增加值同比增速进一步提升至15.1%，较前值上升2.3个百分点，工业机器人产量增速尤为突出，显示工业生产结构持续向新经济倾斜。同期服务业生产指数同比增长4.4%，仅小幅提高0.1个百分点，恢复节奏相对平缓，供需修复节奏存在一定分化。

需求端：外暖内凉特征鲜明，消费边际改善但受高基数拖累。出口同比增长13.8%，增速较4月加快4.0个百分点，主要受益于全球AI投资步入上行周期、大宗商品价格上涨及供应链不确定性预期高企，外需持续成为主要拉动力。固定资产投资同比降幅扩大至10.7%，环比明显弱于季节性，部分受一季度基建投资前置发力后的节奏调整，以及5月全国平均降水量创近十年同期新高对施工形成的阶段性扰动。社会消费品零售总额同比下滑至-0.6%，为2023年1月以来首次负增长，但环比增速录得10.3%，高于2023—2025年同期平均水平（9.8%），表明消费活动并未出现明显恶化，同比转负主要受去年“国补”等政策带来的高基数影响。

内需偏弱非趋势性恶化，政策储备仍较充足。4、5月经济增速持续低于目标下限，国家统计局明确提及“供强需弱矛盾突出”，需求侧稳增长的政策诉求增强。从去年经验看，央行PSL净投放由负转正正是经济走出下行拐点的标志，而今年4、5月PSL净投放分别为-2000亿和-1545亿，持续收缩，或表明两会提出的8000亿元新型政策性金融工具尚未大规模落地，这可能是二季度以来内需偏弱的关键因素之一。但4月政治局会议提出加强“六张网”规划建设，此后国务院常务会议进行部署，增量政策仍具发力空间，有望对内需形成支撑。

外需前瞻：进口领先指标预示6月出口有望继续上行。我国出口以机电产品为主，其元器件多从日本、韩国和中国台湾地区进口，自该地区进口增速通常领先出口约一个月。5月自日本、韩国和中国台湾地区进口增速达35.6%，较4月进一步抬升5.9个百分点，创2021年1月以来新高，预示6月出口增速有望进一步上升。

综合来看，6月经济增速大概率延续季节性回升，既有出口支撑，也有政府支出加快带动。预计二季度GDP增速约为4.5%—4.6%，上半年累计约在4.7%—4.8%区间。在去年同期低基数背景下，叠加政策储备充足和新经济产业高景气度，下半年经济增长仍具备韧性基础，内需修复的节奏或将取决于新型政策性金融工具的落地时点与力度。

风险提示：政策刺激力度减弱，海外经济政策不确定性。

经济研究·宏观月报

证券分析师：李智能
0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

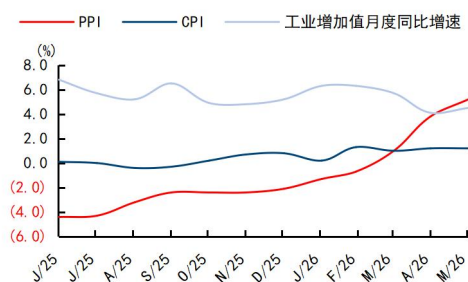
证券分析师：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-4.10
社零总额当月同比	-0.60
出口当月同比	19.40
M2	8.60

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济月报-3月更接近“真相”》——2026-04-17
- 《宏观经济月报-经济回升的“地基”仍待夯实》——2026-03-16
- 《宏观经济月报-冬日暖阳新意浓》——2026-01-19
- 《宏观经济月报-10月经济放缓，消费显现韧性》——2025-11-14
- 《宏观经济宏观季报-减速提质，中国经济换挡前行》——2025-10-22

内容目录

内冷外热——经济修复的“温差”	4
就业：5月就业季节性改善	5
生产端：工服双增	6
需求端：投资—动能偏弱	8
需求端：消费—同比显著回落	9
需求端：进出口—5月出口增速再创近年新高	10
风险提示	12

图表目录

图1：中国实际 GDP 月度同比增速测算	4
图2：近几年季末月份经济增速上行的规律较为显著	5
图3：当前财政资金仍较为宽裕	5
图4：5 月国内调查失业率下降，劳动力市场平稳修复	6
图5：中国工业增加值和高技术产业增加值同比一览	6
图6：中国工业增加值定基指数历年环比增速一览	6
图7：采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览	7
图8：主要产品产量当月同比与前月同比的差值一览	7
图9：服务业生产指数同比走势一览	8
图10：中国固定资产投资完成额同比增速一览	8
图11：中国固定资产投资完成额环比增速一览	8
图12：房地产开发、制造业、基建、其他投资同比增速一览	9
图13：房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览	9
图14：房地产销售面积和销售额同比增速一览	9
图15：中国社会消费品零售总额同比增速一览	10
图16：中国社会消费品零售总额环比增速一览	10
图17：商品销售金额同比变化幅度一览	10
图18：出口金额同比增速	11
图19：出口金额季节性变化	11
图20：分商品出口金额当月同比情况	12
图21：分国别出口金额当月同比	12

内冷外热——经济修复的“温差”

国家统计局近日公布的5月经济数据显示，经济运行总体平稳，供给端保持较强韧性，但需求端修复仍显不足，供需结构分化进一步加剧。基于生产法估算，5月GDP同比增速约为4.4%，较4月小幅回升0.2个百分点，但已连续两个月低于今年政府目标区间的下限，内需疲弱仍是当前经济增长的主要制约。

生产端：工业恢复优于服务业，高技术制造表现亮眼。5月规模以上工业增加值同比增长4.5%，增速较4月加快0.4个百分点；其中高技术产业增加值同比增速进一步提升至15.1%，较前值上升2.3个百分点，工业机器人产量增速尤为突出，显示工业生产结构持续向新经济倾斜。同期服务业生产指数同比增长4.4%，仅小幅提高0.1个百分点，恢复节奏相对平缓，供需修复节奏存在一定分化。

需求端：外暖内凉特征鲜明，消费边际改善但受高基数拖累。出口同比增长13.8%，增速较4月加快4.0个百分点，主要受益于全球AI投资步入上行周期、大宗商品价格上涨及供应链不确定性预期高企，外需持续成为主要拉动力。固定资产投资同比降幅扩大至10.7%，环比明显弱于季节性，部分受一季度基建投资前置发力后的节奏调整，以及5月全国平均降水量创近十年同期新高对施工形成的阶段性扰动。社会消费品零售总额同比下滑至-0.6%，为2023年1月以来首次负增长，但环比增速录得10.3%，高于2023—2025年同期平均水平（9.8%），表明消费活动并未出现明显恶化，同比转负主要受去年“国补”等政策带来的高基数影响。

图1：中国实际GDP月度同比增速测算



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和测算

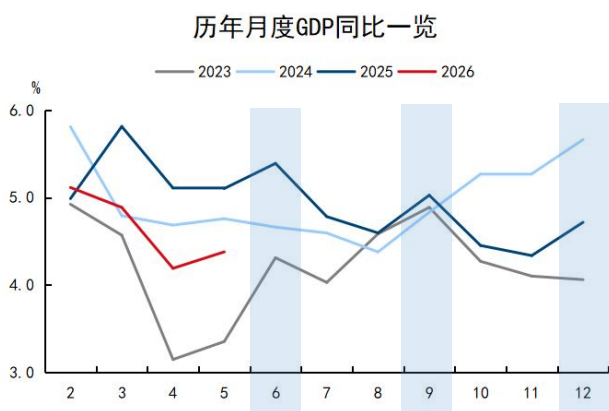
内需偏弱非趋势性恶化，政策储备仍较充足。4、5月经济增速持续低于目标下限，国家统计局明确提及“供强需弱矛盾突出”，需求侧稳增长的政策诉求增强。从去年经验看，央行PSL净投放由负转正是经济走出下行拐点的标志，而今年4、5月PSL净投放分别为-2000亿和-1545亿，持续收缩，或表明两会提出的8000亿元新型政策性金融工具尚未大规模落地，这可能是二季度以来内需偏弱的关键因素之一。但4月政治局会议提出加强“六张网”规划建设，此后国务院常务会议

进行部署，增量政策仍具发力空间，有望对内需形成支撑。

外需前瞻：进口领先指标预示 6 月出口有望继续上行。我国出口以机电产品为主，其元器件多从日本、韩国和中国台湾地区进口，自该地区进口增速通常领先出口约一个月。5 月自日本、韩国和中国台湾地区进口增速达 35.6%，较 4 月进一步抬升 5.9 个百分点，创 2021 年 1 月以来新高，预示 6 月出口增速有望进一步上升。

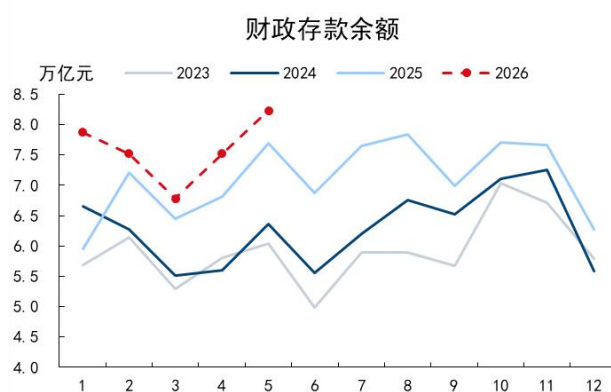
综合来看，6 月经济增速大概率延续季节性回升，既有出口支撑，也有政府支出加快带动。预计二季度 GDP 增速约为 4.5% - 4.6%，上半年累计约在 4.7% - 4.8% 区间。在去年同期低基数背景下，叠加政策储备充足和新经济产业高景气度，下半年经济增长仍具备韧性基础，内需修复的节奏或将取决于新型政策性金融工具的落地时点与力度。

图2：近几年季末月份经济增速上行的规律较为显著



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（注：2023 年为两年平均同比）

图3：当前财政资金仍较为宽裕

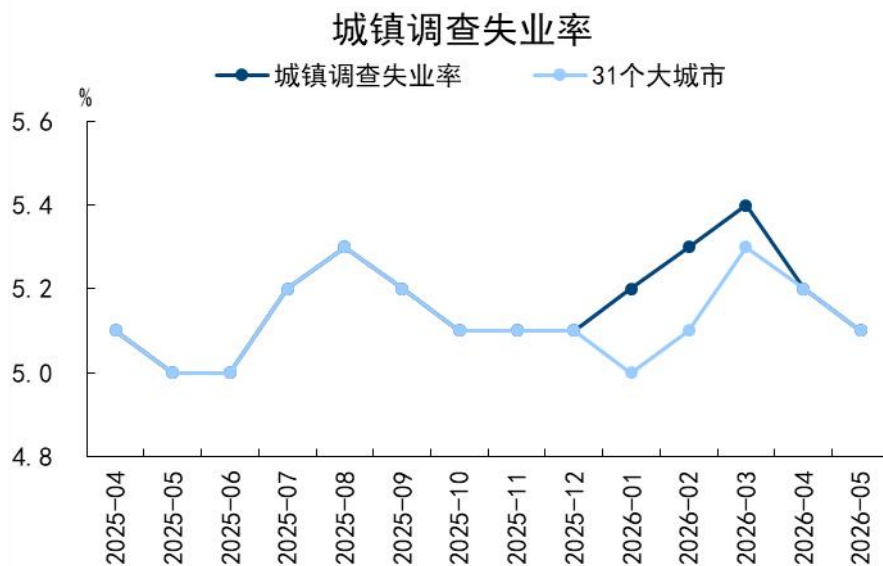


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

就业：5 月就业季节性改善

5 月份全国城镇调查失业率录得 5.1%，较上月下降 0.1 个百分点；31 个大城市调查失业率同步降至 5.1%。从历史季节性规律来看，近年来（如 2020、2021、2022 及 2025 年）同期失业率多呈现环比下行态势，本月数据的边际改善符合历史季节性特征，表明当前劳动力市场总体平稳。

图4: 5月国内调查失业率下降, 劳动力市场平稳修复



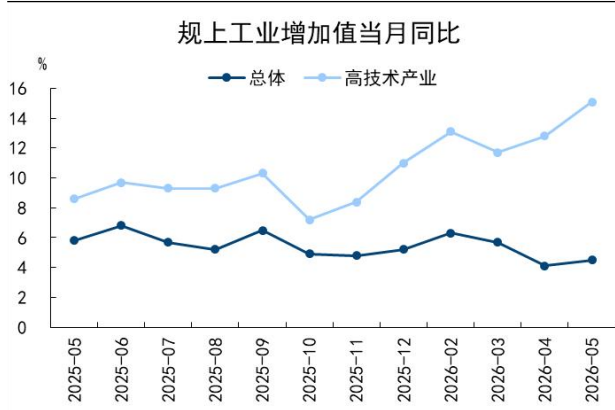
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

生产端：工服双增

5月规上工业增加值同比为4.5%，较上月回升0.4个百分点。从环比看，工业生产延续季节性增长规律，且高于2024、2025年同期表现，整体运行平稳，生产端韧性仍然较强。

与此同时，高技术产业增加值增速仍明显高于整体水平，5月录得15.10%，较4月上升2.3个百分点，显示国内工业部门结构加速向“新经济”倾斜。

图5: 中国工业增加值和高技术产业增加值同比一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

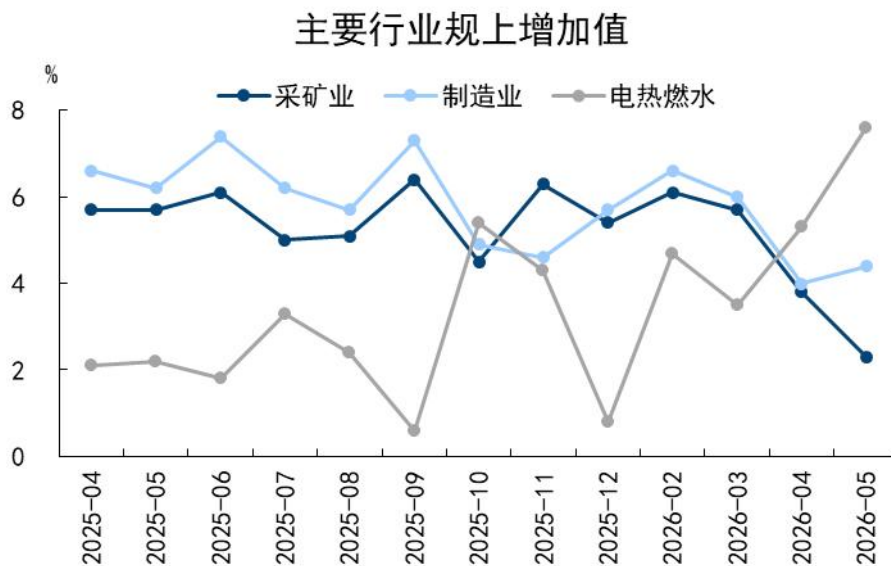
图6: 中国工业增加值定基指数历年环比增速一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

分三大门类看，5月制造业和公用事业同比增速均有所回升，采矿业延续回落态势。

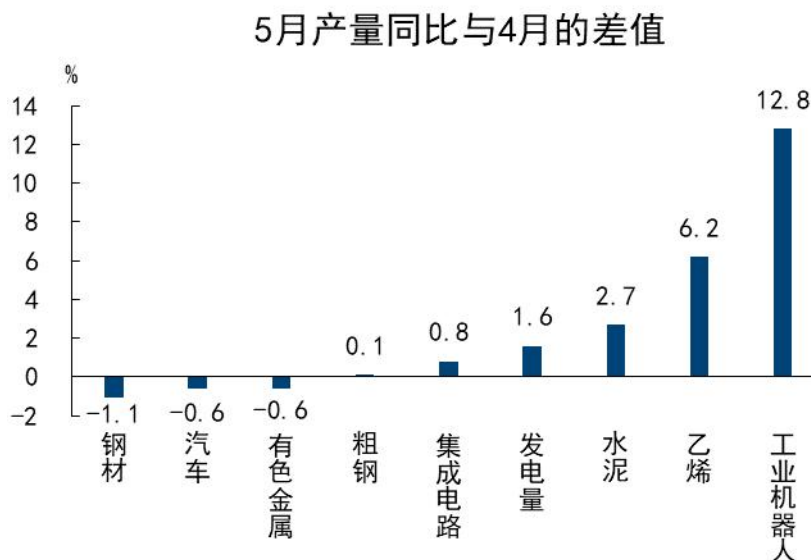
图7：采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

分产品看，5月消费链相关的乙烯产量同比边际改善；投资相关的水泥产量同比降幅较上月收窄2.7个百分点至-8.1%；高端工业品增速表现分化，其中汽车产量同比增速下降0.6个百分点至-3.2%；集成电路小幅提升0.8个百分点至22.9%；工业机器人表现亮眼，同比增速大幅上升12.8个百分点至27.9%。

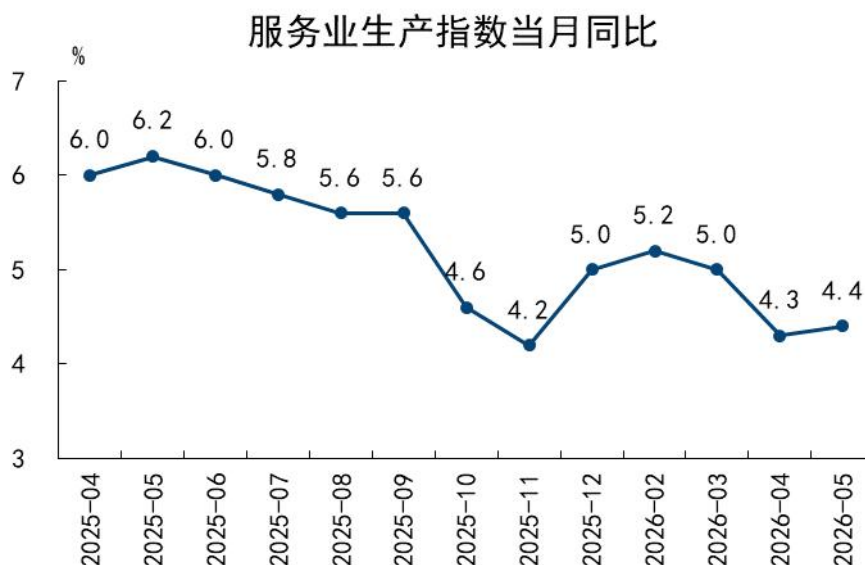
图8：主要产品产量当月同比与前月同比的差值一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

服务业生产方面，5月国内服务业生产指数同比较4月边际回升0.1个百分点至4.4%，与5月失业率和工业生产数据共同指向生产活动保持较强韧性。

图9：服务业生产指数同比走势一览

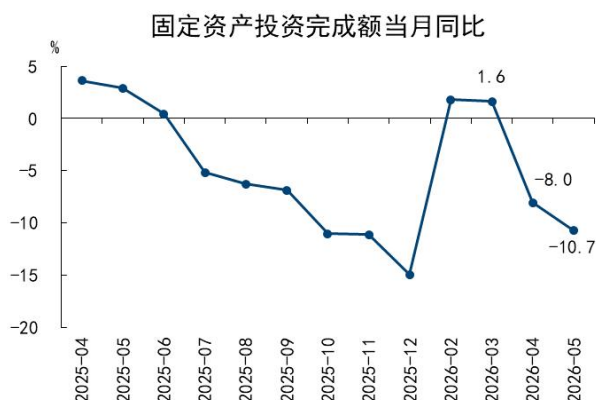


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

需求端：投资一动能偏弱

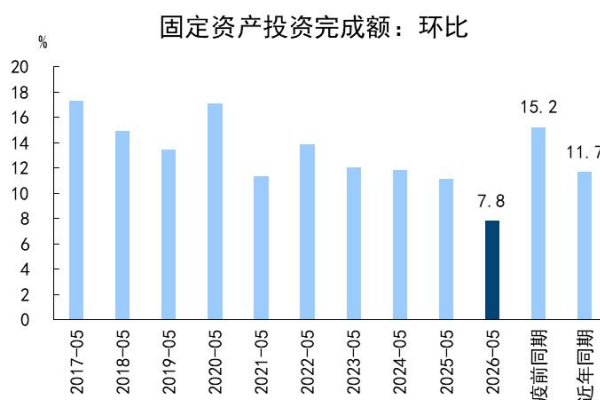
在去年同期较高基数影响下，5月国内固定资产投资同比降幅扩大至-10.7%，较4月走扩2.7个百分点，受基数扰动影响同比读数偏弱。从环比看，5月固定资产投资增速明显低于近年同期季节性水平，反映当前投资动能仍然偏弱。

图10：中国固定资产投资完成额同比增速一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图11：中国固定资产投资完成额环比增速一览

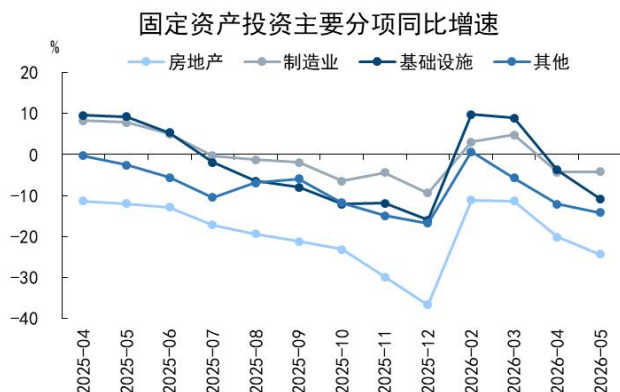


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

除制造业降幅收窄外，5月房地产、基建投资同比增速较4月均进一步下降，分别下降4.2和7.1个百分点。

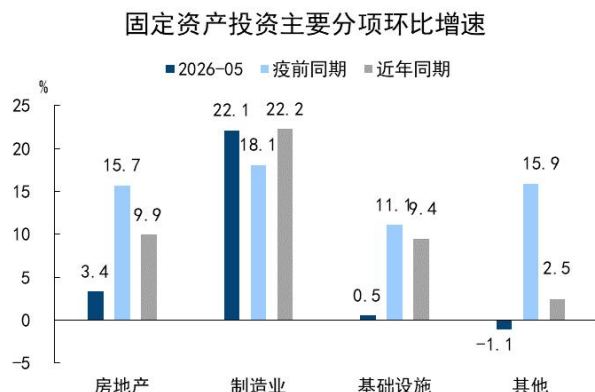
环比方面，制造业投资与近年同期水平相近，房地产、基建、其他投资则明显偏弱。

图12: 房地产开发、制造业、基建、其他投资同比增速一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

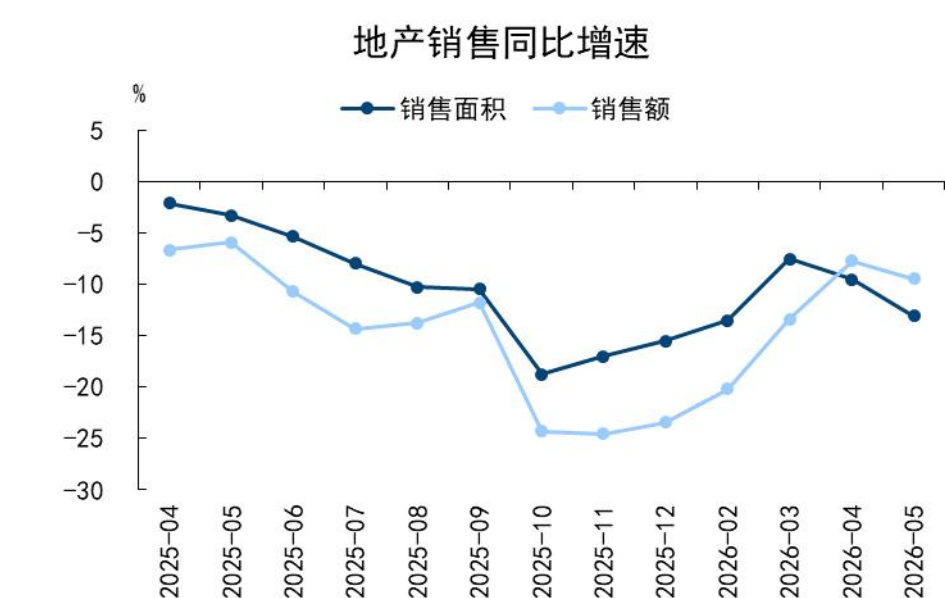
图13: 房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

5月国内商品房销售同比增速边际回落,处于较低水平。销售额韧性强于销售面积,反映行业“以价换量”的格局持续松动。

图14: 房地产销售面积和销售额同比增速一览



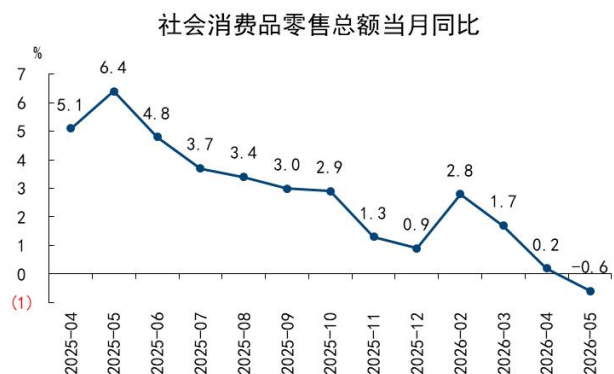
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

需求端: 消费一同比显著回落

5月社会消费品零售总额当月同比为-0.6%,较4月同比增速显著回落0.8个百分点。其中商品零售为-0.7%,回落0.6个百分点;餐饮0.6%,回落1.6个百分点。

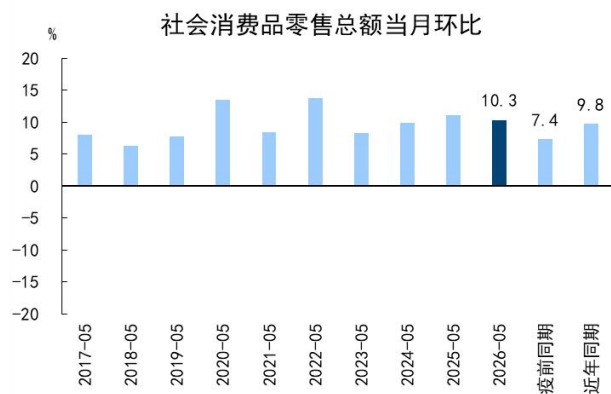
从环比来看,5月社零表现优于同期季节性,表明消费边际有所改善,当月同比回落主要受去年高基数影响。

图15: 中国社会消费品零售总额同比增速一览



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 中国社会消费品零售总额环比增速一览

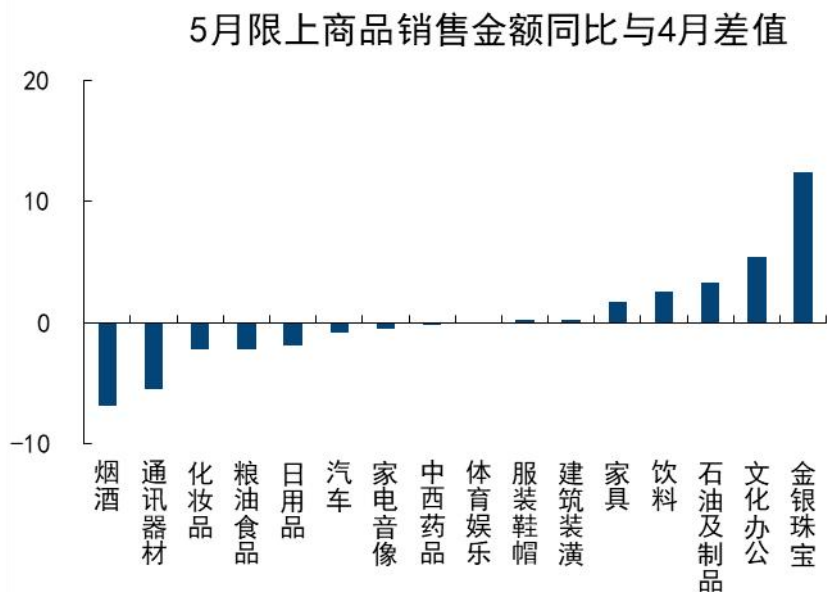


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从不同类别的商品销售情况来看, 5月商品零售同比增速延续分化态势。耐用品中, 汽车、家电音像类消费增速进一步回落, 或受前期以旧换新政策带来的需求前置影响, 建筑装潢和家具等地产链相关消费则有所企稳。消耗品中, 服装鞋帽类消费变动相对不大, 粮油食品和日用品消费增速减缓, 饮料类消费同比增幅进一步扩大, 石油制品销售额在中东冲突局势缓和下跌幅收窄。

这一结构性分化现象表明, 在居民收入预期尚未显著改善的背景下, 整体消费预算仍受约束, 可选消费和必选消费的修复动能仍较弱。

图17: 商品销售金额同比变化幅度一览



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

需求端: 进出口—5月出口增速再创近年新高

5月出口金额录得3767.83亿美元, 当月同比增长19.4%。较4月的14.1%进一步加速, 连续第三个月保持双位数高增, 大幅超出此前市场普遍预期。绝对规模不仅创历史同期新高, 亦显著高于2022-2025年各年同期水平。1-5月出口累计同

比增长 15.5%，较 1-4 月的 14.5% 小幅上行，累计增速持续走阔。5 月的高增同样是在相对偏高基数下实现的（去年 5 月同比 4.65%），基本面支撑的成色较强。

本月出口延续强势有两点原因。一方面，全球制造业 PMI 5 月升至 52.6，主要贸易伙伴景气度同步回暖，外需环境持续改善。另一方面，AI 产业链持续放量是核心驱动，全球算力投资扩张带动存储、服务器硬件需求向上游传导，中国供应链持续受益。例如工业富联一季度 AI GPU 机柜出货同比增长 380%，订单能见度已延伸至 2027 年，出口高景气具备较强持续性。

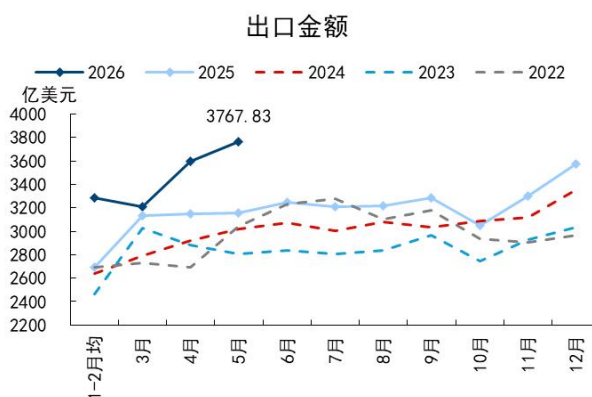
在亮眼成绩的背后，出口潜在风险正在酝酿。欧委会近期明确表态对华贸易“现状不可持续”，正考虑将关税等贸易防御工具的覆盖范围扩大至化工、金属及清洁能源技术领域；与此同时，CBAM 正式征收阶段的碳成本将逐步向出口商品传导。这些因素对中长期出口的影响值得持续关注。

图18: 出口金额同比增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 出口金额季节性变化

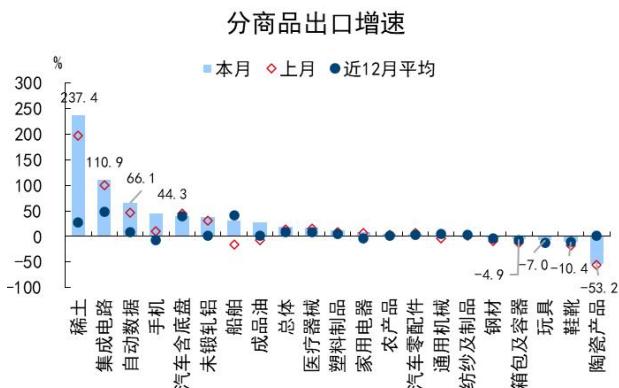


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

区分商品看，科技品类迎来全面爆发。稀土出口同比大增 237.4%，集成电路增长 110.9%，自动数据处理设备增长 66.1%，手机增长 44.3%，科技链条全面高增，AI 与消费电子需求共振持续兑现。船舶单月同比 30.9%，从上月的-14.7%大幅反弹，手持订单充裕。传统劳动密集型品类（玩具、鞋靴、箱包）则延续负增长，结构分化明显。

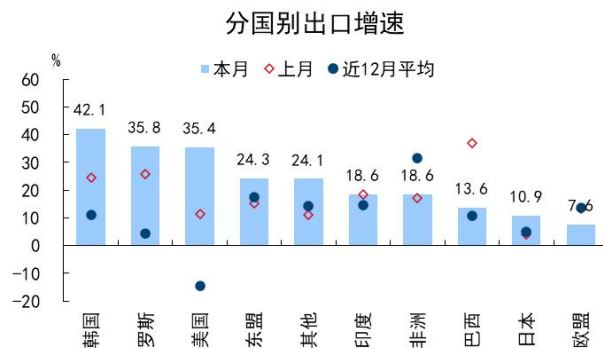
区分国别来看，对美出口意外跳升，欧盟增速明显回落。对美出口同比增长 35.4%，较上月 11.3% 显著跳升，达到疫情以来的最高水平。对东盟增长 24.3%，对俄罗斯增长 35.8%，多元化市场开拓持续兑现。欧盟增速则从上月 13.4% 回落至 7.6%，结合欧委会近期对华贸易政策收紧信号，后续走势值得关注。

图20: 分商品出口金额当月同比情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图21: 分国别出口金额当月同比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

当前出口的强劲表现高度集中于 AI 产业链，机电、集成电路、自动数据处理设备合力拉动，呈现典型的 K 型分化格局。这一结构意味着“一荣俱荣、一损俱损”，只要 AI 资本开支周期不逆转，出口动能就有支撑；一旦海外算力投资降温，当前增速的可持续性将面临快速重估。

非 AI 品类的压力则来自更结构性的逆全球化浪潮。欧盟持续推进本土产业保护，对中国机电、新能源产品的关税壁垒尚未松动；美国关税虽阶段性缓和，但政策反复风险犹存。传统制造业出口的修复空间相对有限，难以对冲 AI 链潜在的波动。

向后看，二季度仍有两条支撑线索。其一，全球 AI 资本开支尚处上行周期，算力硬件需求短期内难以快速退潮；其二，2026 年世界杯带动消费电子、家电、运动装备等消费品类需求回暖，有望为出口提供额外的季节性脉冲。综合来看，二季度出口维持高景气的概率较大，核心风险在于 AI 链是否出现预期切换。

风险提示

政策刺激力度减弱，海外经济政策的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032