

内需继续走弱，经济延续分化格局

投资观点：

报告日期 2026-06-16

- 受多重因素共振影响，5月宏观数据分化态势更为明显。一是，“外强内弱”格局延续。5月出口增速由4月份的14.1%冲高至19.4%，相比之下，内需延续走弱的态势，其中，1-5月固定资产投资增速降至-4.1%，5月消费增速降至-0.6%。二是，“供强需弱”的态势明显，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；而固定资产投资和消费增速则双双负增长，显示需求继续走弱。
- 整体来说，在外部成本冲击、政策发力节奏切换、异常天气扰动的多个因素下，二季度经济复苏势头出现一定放缓。展望未来，经济方面，三季度“六张网”相关建设有望提速，叠加美伊停火后，国际油价下行后中下游成本冲击减弱，经济或存在反弹空间。政策方面，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。
- 主要经济数据：
- (1) 生产端：中国5月规模以上工业增加值同比4.5%，预期4.30%，前值4.10%。中国5月规模以上工业增加值环比0.4%，前值0.05%。1-5月份，规模以上工业增加值同比增长5.4%，1-4月同比增速为5.6%。
- (2) 需求端：1) 固定资产投资增速降幅扩大。1-5月城镇固定资产投资累计同比-4.1%，预期-2%，前值-1.60%。其中，制造业投资同比下降0.4%，前值为上涨1.2%；房地产开发投资同比下降16.2%，降幅较前值扩大2.5个百分点；基础设施投资同比增长0.6%，涨幅较前值下降3.7个百分点。2) 社会消费增速回落并转负。中国5月社会消费品零售总额同比-0.6%，预期0.00%，前值0.20%。1-5月份，社会消费品零售总额同比增长1.4%，增速较前值回落0.5个百分点。

宏观

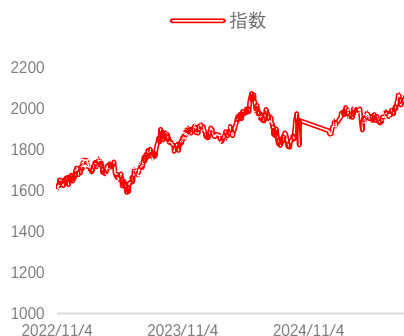
专题报告

国贸期货研究院：郑建鑫

从业资格证号：F3014717

投资咨询证号：Z0013223

国贸商品指数



数据来源：国贸期货

往期相关报告

- 1、【ITF-宏观】内需持续疲软，经济增速放缓——4月经济数据解读 20260519
- 2、【ITF-宏观】开局良好，结构分化——3月经济数据解读 20260420
- 3、【ITF-宏观】政策前置发力，经济好于预期——1-2月经济数据解读 20260316

1 工业生产增速略有回升

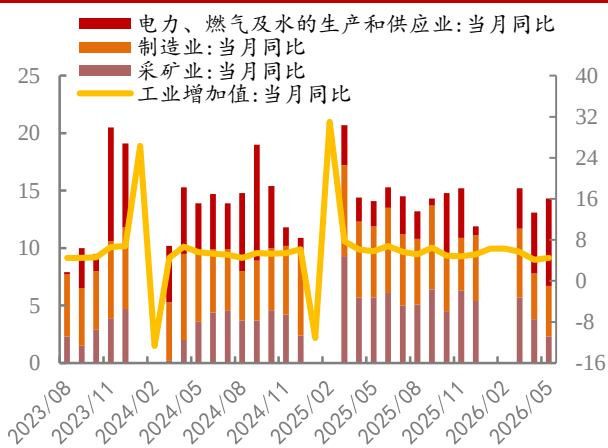
中国 5 月规模以上工业增加值同比 4.5%，预期 4.30%，前值 4.10%。中国 5 月规模以上工业增加值环比 0.4%，前值 0.05%。1-5 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.4%，1-4 月同比增速为 5.6%。

分行业看，5 月份，41 个大类行业中有 28 个行业增加值保持同比增长。其中，上游方面，黑色金属冶炼及压延加工业同比增长 1.6%，4 月为 1.0%；有色金属冶炼及压延加工业同比增长-4.5%，4 月为-1.0%；非金属矿物制品业同比-5.6%，4 月为-6.5%；下游方面，通用设备制造业同比增长 6.7%，4 月为 5.5%；专用设备制造业同比增长 9.1%，4 月为 6.2%；汽车制造业同比增长 8.3%，4 月为 9.2%。

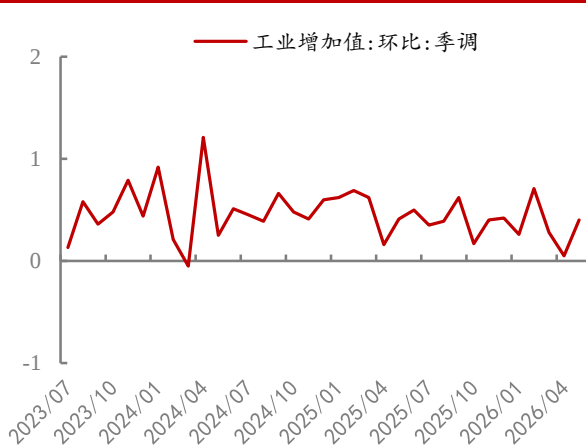
5 月工业生产小幅回升，主要是受出口强劲增长的驱动，今年以来外需景气度保持高位带动出口持续高增，5 月当月规上工业企业出口交货值同比增长 10.1%，连续两个月处于两位数高增水平，对工业生产有较强支撑。另一方面，当前高技术制造业面临市场供需两旺，财政金融政策支持力度很强的有利发展环境，5 月高技术制造业生产进一步提速，当月同比为 15.1%，增速较上月加快 2.3 个百分点，对整体工业生产形成较为强劲的拉动作用。不过，国内内需仍然疲软，固投、消费增速双双转负，对工业生产造成拖累。

展望未来，内需疲软的局面料将延续，且成本上涨对部分行业生产的抑制作用还将进一步显现，叠加去年同期基数抬升，预计后续工业生产增速将面临一定下行压力。但考虑到出口将保持较快增长，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，工业生产增速继续较大幅度下行的可能性不大。

图表 1、工业生产增速（单位：%）



图表 2、工业生产环比增速（单位：%）

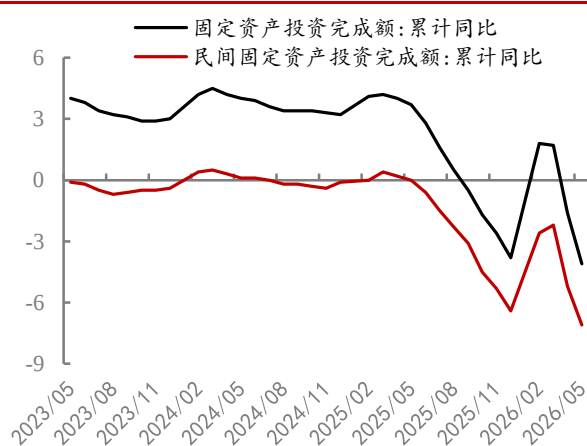


2 固定资产投资增速降幅进一步扩大

中国 1-5 月城镇固定资产投资累计同比-4.1%，预期-2%，前值-1.60%。其中，民间固定资产投资同比下降 7.1%，降幅较前值扩大 1.9 个百分点。从环比看，中国 5 月城镇固定资产投资环比-1.91%，前值-2.36%。

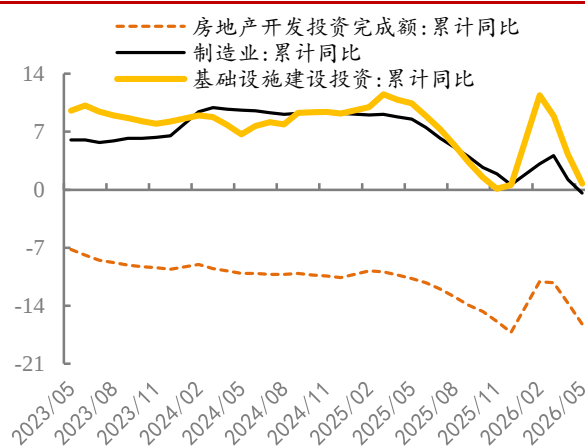
从三大门类来看，1-5 月制造业投资同比下降 0.4%，前值为上涨 1.2%；房地产开发投资同比下降 16.2%，降幅较前值扩大 2.5 个百分点；基础设施投资同比增长 0.6%，涨幅较前值下降 3.7 个百分点，其中，水上运输业投资增长 23.3%，航空运输业投资增长 21.7%，生态保护和环境治理业投资增长 3.5%，燃气生产和供应业投资增长 2.8%。

图表 3、固定资产投资累计增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 4、三大门类固定资产投资（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

（1）基建投资增速继续下滑。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。可能的原因是一季度宏观经济取得开门红，近期出口持续高增，逆周期调节力度放缓。例如 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。这直接导致 4 月当月基建投资转负。

展望未来，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。不过，考虑到去年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。而且今年既是“十五五”开

局之年，项目开工多，同时，又有专项债、新型政策性金融工具等专门的配套资金，预计下半年基建投资增速将逐步回升。

(2) 制造业投资增速由正转负。1-5 月累计同比增速为由前值的上涨 1.2% 回落并转负至 -0.4%。据测算，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，尤其是上游原材料涨幅较大，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。不过，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，高技术制造业投资保持高增，对整体投资的支撑作用进一步增强。

展望未来，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或有所回升。

(3) 房地产投资降幅继续扩大。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 月商品房销售延续量价齐跌的态势。

展望未来，在努力稳定房地产市场政策取向下，后期楼市调整幅度将趋于缓和，房地产投资降幅仍然有望逐步收窄。不过，这一预测也存在较大下行风险，关键在于政策能否打破常规，真正扭转市场预期，激活购房需求。

3 商品房销售降幅仍大

国家统计局的数据显示：1-5 月份，新建商品房销售面积同比下降 10.8%，降幅较前值扩大 0.6 个百分点。新建商品房销售额同比下降 13.5%，降幅较前值收窄 1.1 个百分点。5 月末，商品房待售面积 77182 万平方米，同比下降 0.4%。其中，待售 3 年以下面积 57152 万平方米，下降 2.8%。

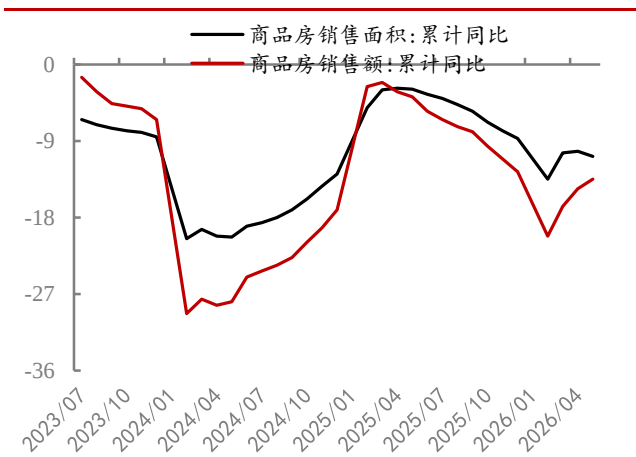
1-5 月份，房地产开发企业房屋施工面积同比下降 12.3%，降幅较前值扩大 0.2 个百分点。房屋新开工面积同比下降 22.6%，降幅较前值扩大 0.6 个百分点。房屋竣工面积同比下降

23.4%，降幅较前值收窄 0.6 个百分点。

1-5 月份，房地产开发企业到位资金 32756 亿元，同比下降 19.0%，降幅较前值扩大 0.6 个百分点。其中，国内贷款 4875 亿元，下降 28.7%；自筹资金 11985 亿元，下降 13.0%；定金及预收款 10012 亿元，下降 16.1%；个人按揭贷款 4066 亿元，下降 28.0%。

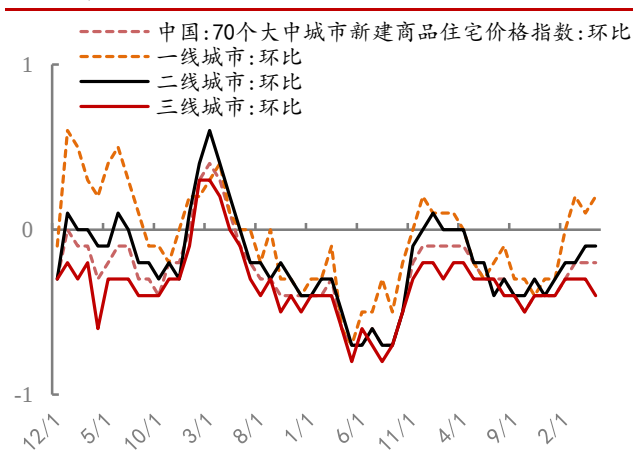
当前房地产市场调整的趋势尚未结束。数据显示，5 月当月商品房销售面积同比下降 13.2%，降幅较上月扩大 3.7 个百分点；当月商品房销售金额同比下降 9.3%，降幅较上月扩大 1.7 个百分点。另外，国家统计局数据显示，5 月 70 个大中城市二手房价格指数环比下降 0.3%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点。以上数据表明，尽管受放松限购等因素推动，年初以来一些主要城市出现楼市“小阳春”，但房地产市场整体调整态势尚未根本改变，

图表 5、商品房销售增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 6、70 个大中城市新建商品住宅价格指数:环比（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

4 社会消费增速回落并转负

中国 5 月社会消费品零售总额同比-0.6%，预期 0.00%，前值 0.20%。1—5 月份，社会消费品零售总额同比增长 1.4%，增速较前值回落 0.5 个百分点。从环比来看，中国 5 月社会消费品零售总额环比-0.38%，前值-0.48%。中国 5 月城镇调查失业率 5.1%，预期 5.20%，前值 5.20%。

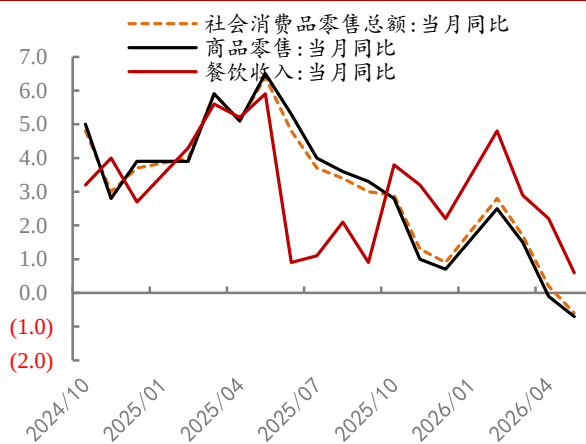
按消费类型分，5 月份，商品零售额同比下降 0.7%，降幅较前值扩大 0.6 个百分点；餐饮收入同比增长 0.6%，涨幅较前值回落 1.6 个百分点。1-5 月份，商品零售额同比增长 1.2%，涨幅较前值回落 0.5 个百分点；餐饮收入同比增长 3.1%，涨幅较前值回落 0.7 个百分点。

从限额以上单位主要类别商品零售情况看，一是，必需品零售额增速延续下滑。其中，5

月粮油食品、日用品、中西药品等当月同比增速分别为 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。

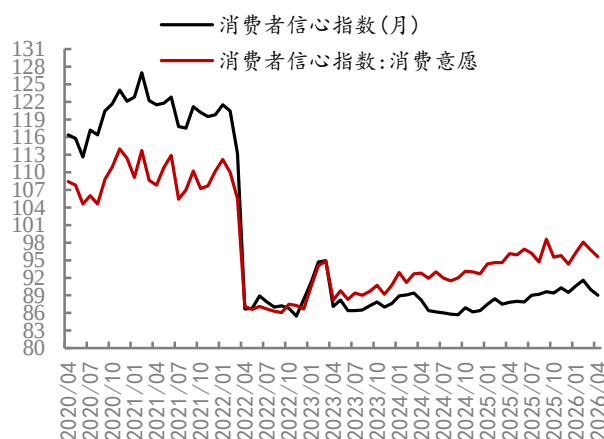
二是，可选消费品方面，由于新能源车购置税免税政策退坡、前期以旧换新政策导致居民乘用车购买需求透支，5 月汽车零售额同比下降 16.1%，降幅较上月扩大 0.8 个百分点，继续对社零整体增速产生较大拖累。5 月家电零售额同比下降 15.6%，降幅较上月扩大 0.5 个百分点；体育娱乐用品零售额下降 8.0%，降幅与上月持平；文化办公用品零售额下降 1.5%，降幅较上月收窄 5.4 个百分点；通讯器材零售额同比增长 0.7%，增速较上月大幅放缓 5.5 个百分点。这些商品也均为以旧换新政策补贴范围内的商品，背后是去年同期补贴政策带动零售额高增，而今年政策对相关商品销售的拉动效果减弱。值得一提的是，5 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。

图表 7、社会消费同比增长（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 8、消费者信心指数(月)



资料来源：Wind、国贸期货研究院

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。

展望未来，尽管由于去年同期基数有所回落，这或带动 6 月社零同比增速反弹；但一方面，居民消费信心指数进一步回落至 89，表明居民整体的消费信心仍然不足；另一方面，过去两年大规模的“以旧换新”政策，透支了部分居民的消费需求，这在汽车、家电等具体消费品类上得到显著的体现。因此，6 月消费偏弱局面料将延续，同比增速预计将徘徊在 0% 附近。

5 内需继续走弱，经济延续分化格局

受多重因素共振影响，5 月宏观数据分化态势更为明显。一是，“外强内弱”格局延续。5 月出口增速由 4 月份的 14.1%冲高至 19.4%，相比之下，内需延续走弱的态势，其中，1-5 月固定资产投资增速降至-4.1%，5 月消费增速降至-0.6%。二是，“供强需弱”的态势明显，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；而固定资产投资和消费增速则双双负增长，显示需求继续走弱。

整体来说，在外部成本冲击、政策发力节奏切换、异常天气扰动的多个因素下，二季度经济复苏势头出现一定放缓。展望未来，经济方面，三季度“六张网”相关建设有望提速，叠加美伊停火后，国际油价下行后中下游成本冲击减弱，经济或存在反弹空间。政策方面，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。

分析师介绍

郑建鑫，国贸期货研究院宏观金融研究中心经理，宏观金融首席分析师，厦门大学财务学硕士。负责宏观和大宗商品研究，擅长 FICC 类资产研究，熟悉宏观对冲及套利交易。曾获期货日报“最佳宏观策略分析师”称号。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。期市有风险，入市需谨慎。