

2026 年 06 月 18 日

## 外需强于内需，景气线索或仍占优

### ——兼评 5 月经济数据

#### 投资要点：

#### 证券分析师

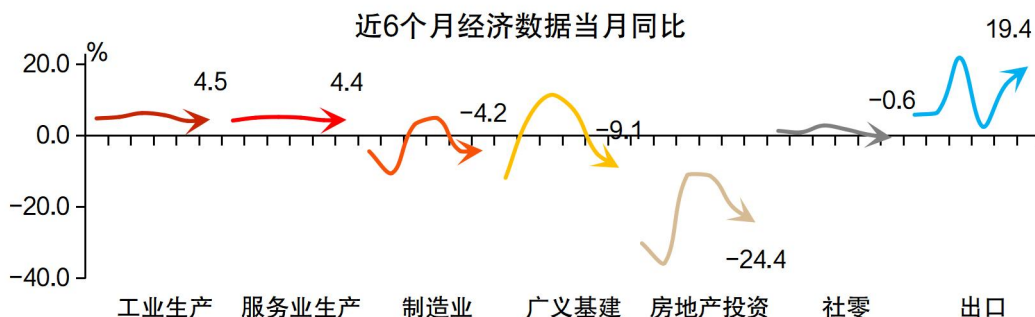
陈策  
SAC: S1350526050003  
chence@huayuanstock.com  
孙苏雨  
SAC: S1350526010003  
sunsuyu@huayuanstock.com

#### 联系人

- **事件：**2026 年 5 月工业增加值同比 4.5%（万得一致预期 4.4%，下同），社零同比 -0.6%（预期 0.1%），服务零售额累计同比 5.4%，固定资产投资累计同比 -4.1%（预期 -1.7%）。其中，制造业、广义基建、房地产投资分别为 -0.4%、0.8%、-16.2%，预期分别为 0.1%、2.1%、-14.6%。
- **生产端：工业和服务业均维持韧性，外需贡献边际扩大。**5 月工业增加值同比为 4.5%，较前值回升了 0.4 个百分点。分行业来看，专用设备、医药制造、电气机械、计算机等新质生产力边际改善，高油价对化学制品、油气开采、农副食品等有所扰动。1-5 月产销率累计值好于 2025 年同期水平，指向供需关系温和改善。现代服务业向好，信息软件技术、租赁商务服务、金融业的生产指数同比分别增长 11.3%、10.9%、7.0%。
- **固投端：三大分项均负增长，政策性金融工具或加快投放。**(1)**制造业：**5 月制造业累计同比转负至 -0.4%，92% 细分行业增速下滑但计算机通信电子表现亮眼。(2)**基建：**专项债发行放缓叠加高基数，5 月广义基建累计同比下滑 3.6 个百分点至 0.8%，测算 5 月广义基建当月同比为 -9.1%。整体来看，全年节奏可能呈现 V 字型，财政资金前置发力和项目集中开工驱动一季度基建回暖，二季度受高基数和输入性因素拖累较大，再往后政策性金融工具或加快投放，有利于推动基建投资企稳回升。(3)**地产：**5 月房地产投资累计同比下降 2.5 个百分点至 -16.2%，房地产销售呈“点状”复苏但整体仍承压。从领先指标“商品房库销比”来看，二手房价同比有望于 Q2 实现筑底回升，但斜率可能相对温和。
- **消费：社零转为负增，服务消费好于商品消费。**5 月社零当月同比则下滑 0.8 个百分点至 -0.6%，前一次当月负增为 2022 年末。进一步拆解社零当月边际变动（-0.8pct），中东地缘冲突推高油价，石油制品贡献扩大了 0.15 个百分点；以旧换新偏弱运行，通讯、汽车拖累了 0.12、0.08 个百分点。结构上，继续提示服务零售好于商品零售，1-5 月两者累计同比增速的剪刀差扩大至 4.2 个百分点。
- **经济基本面分化，景气线索或仍占优。**5 月经济基本面呈现“外需延续强劲、生产保持韧性、内需投资消费疲弱”的特征，增量政策既需适时出台以提振内生修复动能，亦需在多重分化中做好有效平衡。往后看，美伊谈判或取得一定进展，美联储加息预期边际缓和，叠加外需强于内需等多重因素共振下，权益市场或延续科技占优格局，且中报窗口临近有利于驱动景气线索交易。
- **风险提示：**国内政策不及预期，地缘政治反复超预期，美国经济超预期衰退。

**事件：**2026 年 5 月工业增加值同比 4.5%（预期 4.4%），社零同比-0.6%（预期 0.1%），服务零售额累计同比 5.4%，固定资产投资累计同比-4.1%（预期-1.7%）。其中，制造业、广义基建、房地产投资的累计同比分别为-0.4%、0.8%、-16.2%，预期分别为 0.1%、2.1%、-14.6%。

图表 1：5 月生产平稳，外需强于内需



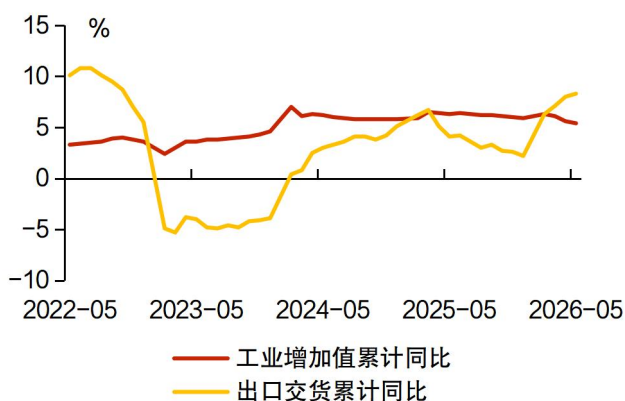
资料来源：Wind、华源证券研究所；注：近6个月的区间为2025年11月至2026年5月

## 1. 生产端维持韧性，外需贡献扩大

**(1)输入性因素扰动下，工业生产仍呈现较强韧性。**5月工业增加值同比为4.5%，较前值回升了0.4个百分点。分行业来看，专用设备、医药制造、电气机械、计算机等新质生产力边际改善，分别较前值提高了2.9、2.7、1.6、1.4个百分点，但油价走高对化学制品、油气开采、农副食品的工业生产有所掣肘。

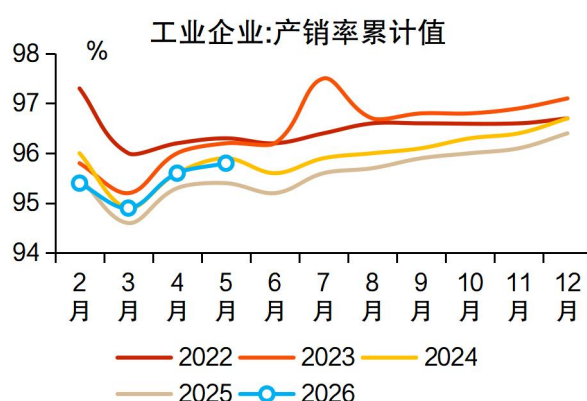
**供需结构来看，**1-5月产销率累计值为95.8%、好于2025年同期水平，指向供需关系温和改善，但距离过去10年同期均值的96.8%仍有差距。

图表 2：出口对工业生产构成较强支撑



资料来源：Wind、华源证券研究所

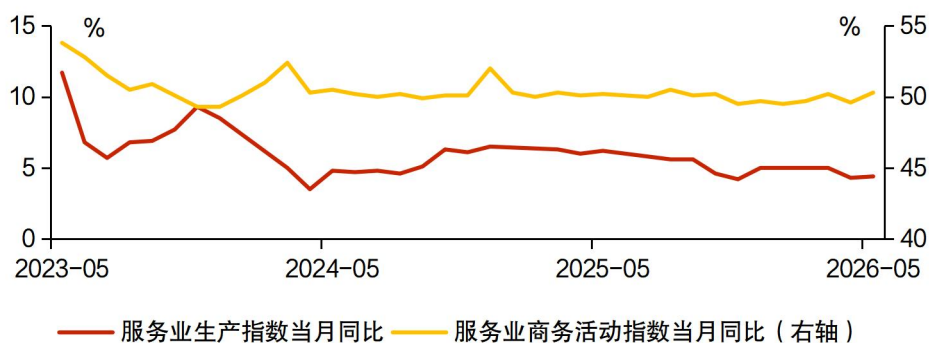
图表 3：5 月产销率高于 2025 年同期



资料来源：Wind、华源证券研究所

**(2)服务生产端现代服务业仍向好。**5月服务业生产同比小幅回升0.1个百分点至4.4%，其中，信息软件技术、租赁商务服务、金融业的生产指数同比分别增长11.3%、10.9%、7.0%。

图表 4：5 月服务业生产稳中有升

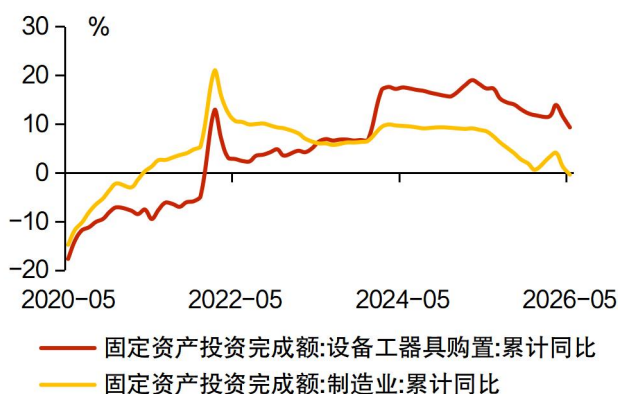


资料来源：Wind、华源证券研究所

## 2. 固投端：三大分项均负增长，政策性金融工具或加快投放

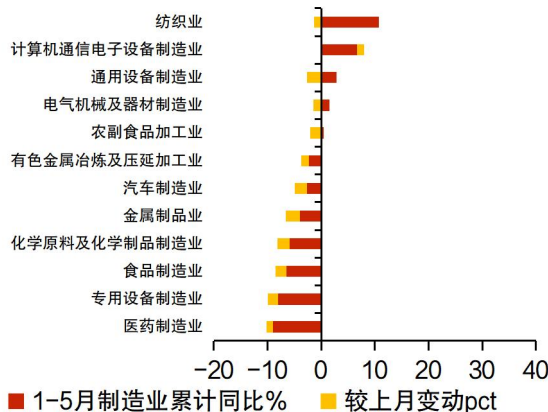
**(1)制造业投资增速转负：**5 月制造业累计同比转负至-0.4%，测算 5 月制造业投资当月同比微升 0.1 个百分点至-4.2%，但设备更新仍有较大贡献。分行业来看，92%细分行业的制造业累计同比下滑，通用设备、金属制品、化学制品等较回落较多，但计算机通信电子表现亮眼，较前值改善了 1.3 个百分点至 6.7%。

图表 5：5 月制造业投资累计同比转负



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 6：计算机通信电子制造业投资改善

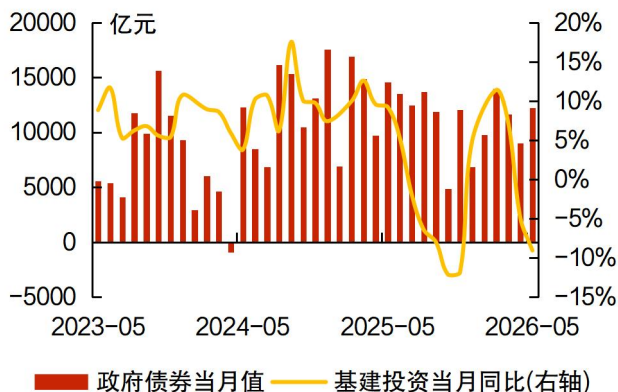


资料来源：Wind、华源证券研究所

**(2)专项债发行放缓叠加高基数，基建下行态势趋显。**5 月广义基建累计同比下滑 3.6 个百分点至 0.8%，测算 5 月广义基建当月同比为-9.1%，降幅明显扩大。分行业来看，高油价明显拖累航空运输投资，其次电热燃水、公共设施、交运仓储邮政均有不同程度回落。整体来看，全年节奏可能呈现 V 字型，财政资金前置发力和项目集中开工驱动一季度基建回暖，

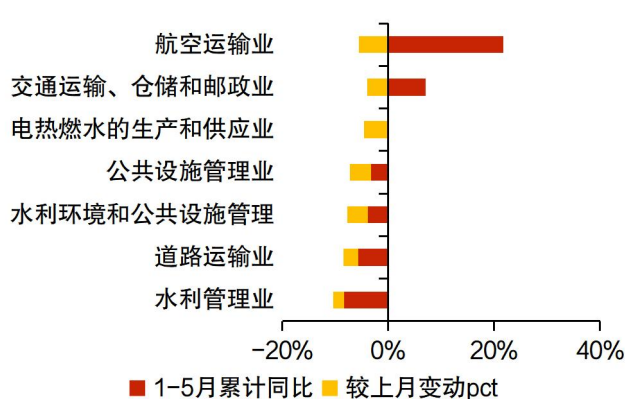
二季度受 2025 年同期高基数和输入性因素拖累较大，再往后政策性金融工具或加快投放，有利于推动基建投资企稳回升。

图表 7：5 月基建降幅扩大



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 8：基建分项增速普遍较前值回落

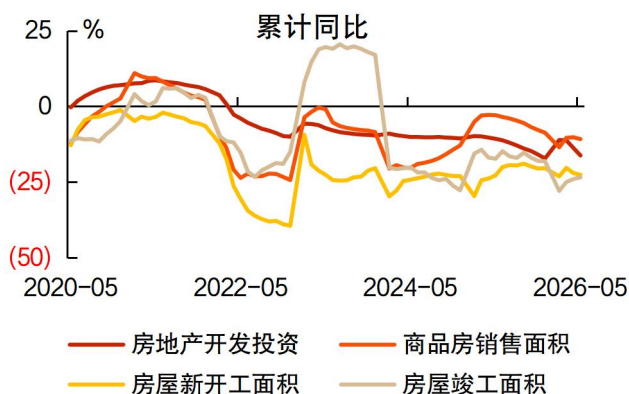


资料来源：Wind、华源证券研究所

**(3)地产：商品房销售结构分化，二手房价同比或温和回升。**5月房地产投资累计同比下降 2.5 个百分点至-16.2%，新开工、竣工、销售面积累计同比分别较前值变动了-0.6、+0.6、-0.6 个百分点。

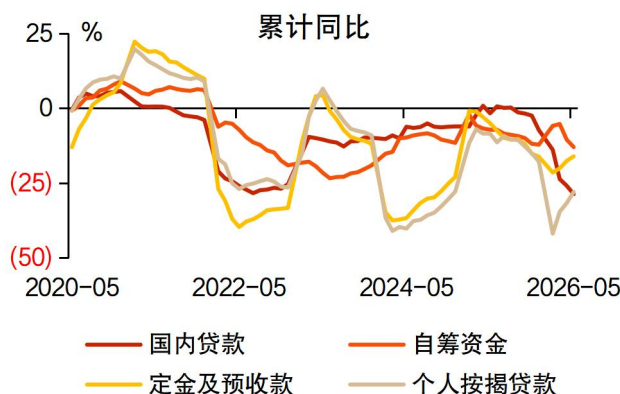
房地产销售呈“点状”复苏但整体仍承压。从高频数据来看，6月新房成交呈小幅转弱迹象，二手房成交延续好于 2025 年同期。从领先指标“商品房库存比”来看，二手房价同比有望于 Q2 实现筑底回升，但斜率可能相对温和。

图表 9：5 月房地产投资降幅扩大



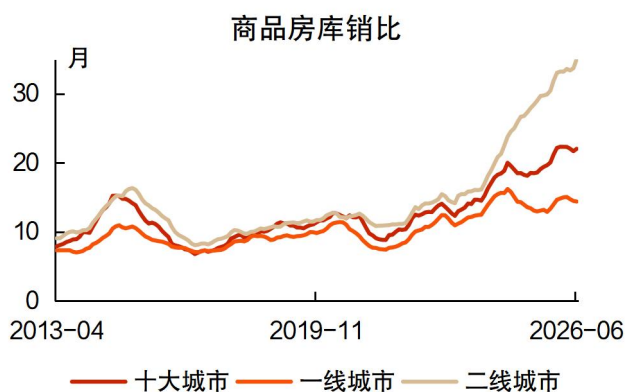
资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 10：房企资金端仍有压力



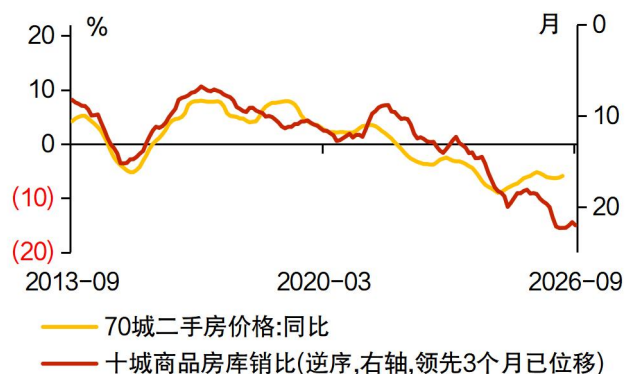
资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 11：一线城市商品房边际去化



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 12：二手房价同比或延续温和回升

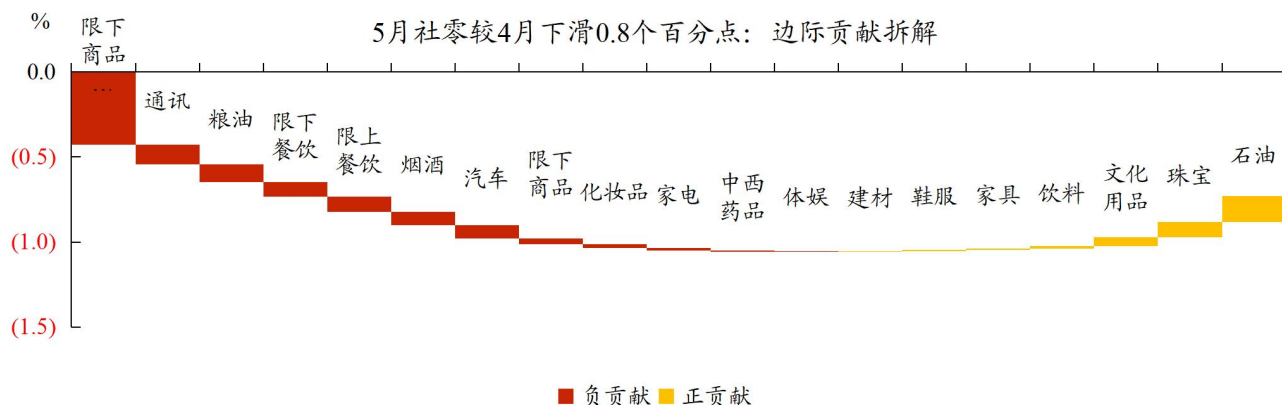


资料来源：Wind、华源证券研究所

### 3. 消费：社零转为负增，服务消费好于商品消费

5 月社零累计同比下行 0.5 个百分点至 1.4%，5 月社零当月同比则下滑 0.8 个百分点至 -0.6%，前一次当月负增为 2022 年末。进一步拆解社零当月边际变动（-0.8pct），中东地缘冲突推高油价，石油制品贡献扩大了 0.15 个百分点；以旧换新偏弱运行，通讯、汽车拖累 0.12、0.08 个百分点。

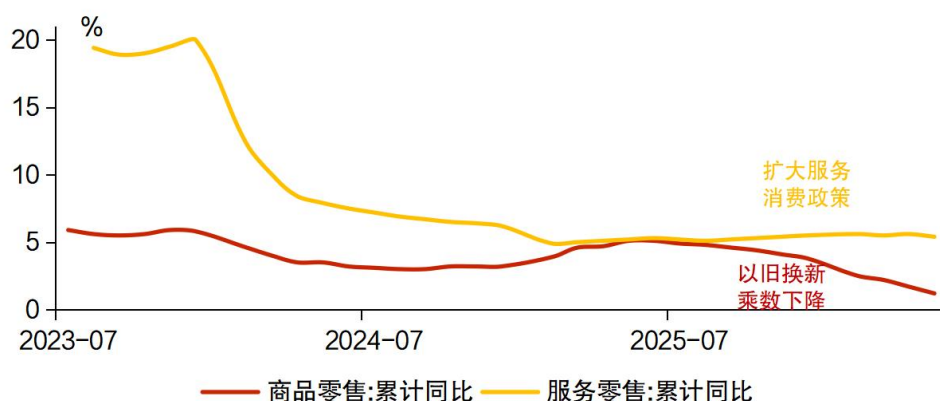
图表 13：5 月社零当月边际下滑 0.8 个百分点，主要受以旧换新品类拖累，石油制品正贡献扩大



资料来源：Wind、华源证券研究所

结构上，继续提示服务零售好于商品零售。1-5 月两者累计同比增速的剪刀差扩大至 4.2 个百分点，一方面在于 2025Q2 以旧换新财政资金前置形成高基数，另一方面在于透支效应趋于显现，因而对商品零售的边际拉动出现下滑；另一方面，“十五五”规划对发展服务业供需两端均提出明确要求，后续来看服务零售和商品零售的剪刀差或将持续扩大。

图表 14：服务消费与商品消费剪刀差扩大



资料来源：Wind、华源证券研究所

## 4. 经济基本面分化，景气线索或仍占优

5 月经济基本面呈现“外需延续强劲、生产保持韧性、内需投资消费疲弱”的特征，需要指出的是结构分化的现象趋于扩散，包括 PPI-CPI 剪刀差扩大、上下游利润分化、新旧动能加快切换、“碳基”与“硅基”消费 K 型分化等。因此，增量政策既需适时出台以提振内生修复动能，亦需要在多重分化中做好有效平衡。

往后看，美伊谈判或取得一定进展，美联储加息预期边际缓和，叠加外需强于内需等多重因素共振下，权益市场或延续科技占优格局，且中报窗口临近有利于驱动景气线索交易。

## 5. 风险提示

**国内政策不及预期：**若政策出台或执行不及预期，可能会影响我国经济修复弹性。

**地缘政治反复超预期：**若国际地缘冲突反复扰动，可能会加剧油价波动，冲击全球通胀环境和产业供需。

**美国经济超预期衰退：**若美国经济超预期衰退，可能对全球经贸需求和金融市场带来不稳定因素。

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。