

国内宏观月报

永安期货研究中心宏观团队
2025年6月

Contents

目录

- 01 综述
- 02 内需动能减弱的隐忧
- 03 外需加速回落的风险
- 04 其它经济数据回顾

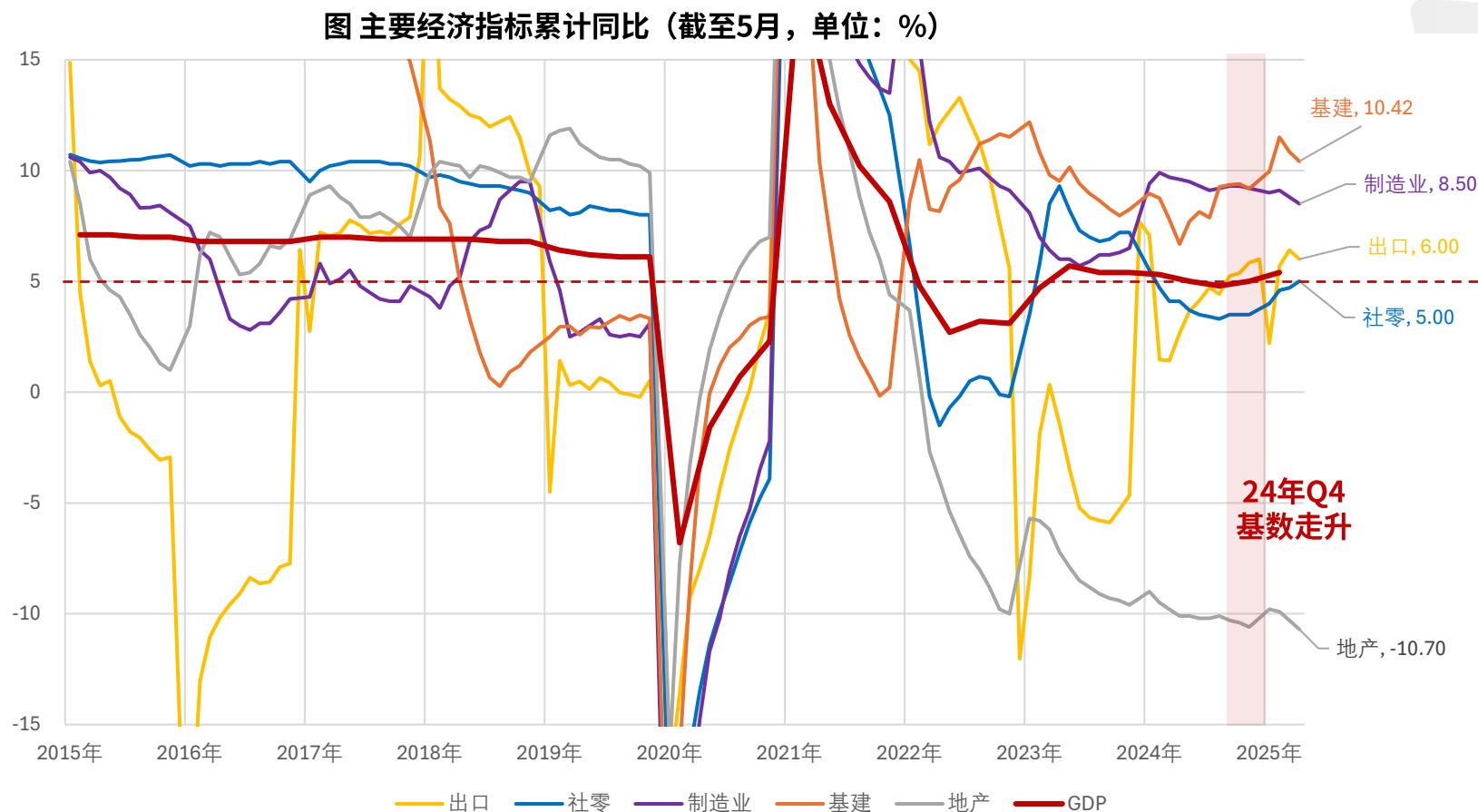
01 综述

整体评估	5-6月进入中美关税战缓和后的需求验证期。从经济数据表现来看，韧性仍在但边际有所回落，二季度GDP增速或在5.2±0.1%；出口方面并未出现第二轮“抢出口”，外需回补的动能较为有限，需警惕透支效应造成的出口加速走低风险；生产受到出口拖累有所回落，不过消费尤其是耐用品在以旧换新政策和消费节提前的支撑下表现亮眼，对整体经济增长起到拉动作用，但下半年补贴额度减少且耐用品消费同样存在透支效应，需警惕消费动能的边际转弱；投资方面地产、基建和制造业均有所下滑。	
基本面	生产	工业增加值同比增速较前值继续回落但幅度收窄，其中的边际拖累是制造业，同比增长6.2% (-0.4pct)，出口减少或是直接影响，规上工企出口交货值同比+0.6%，较一季度下滑明显；高技术产业同比也高位回落。
	投资	投资三大分项增速均下行，制造业投资或因出口下降和贸易不确定性影响；狭义基建需求偏弱，资金“散焦”。地产以价换量的格局不改，销售降幅仍边际走扩；不过由于新开工和竣工降幅更大，楼市库存继续去化。
	消费	5月消费表现超预期，以旧换新政策叠加消费节的前置发力，相关的家电、通讯器材和家具消费高增；但就业和薪资数据均反映出消费的回升很大程度上依赖政策的托举而非社会消费能力和意愿的提升，而政策主要补贴的耐用品消费则存在透支效应；若补贴政策不进行大规模的范围扩容，对于下半年的消费增长我们持谨慎态度。
	进出口	上半年的对美抢出口或在很大程度上透支了下半年的需求，除非美国经济超预期强劲增长且外贸政策稳定，否则今年后续月份的对华进口增速仍将显著下滑。6月部分数据也验证了关税战缓和后出口回补的动能不足问题。
	社融信贷	整体而言5月社融和信贷数据的结构较为一致，社融仍然主要由政府债券支撑，边际上随着对科技债等直接融资方式的支持性政策推出，以及利率市场表现平稳，企业债券融资同比超季节性。企业短贷同比多增，或因贸易争端而增加短期资金周转需求；居民中长贷同比小幅增加。
主要矛盾	二季度增长在5.2±0.1%的情况下，全年实现5%增长目标的压力大大减小，因此在政策层面大规模加力的可能性也有所走低，对于7月中央政治局会议可适当降低预期。尽管当前内外需均有上述转弱的隐忧，但经济惯性和去年低基数都使得三季度除了出口以外的主要指标同比增速仍能维持不出现显著回落；而四季度随着基数的走升，在缺少政策加力的情况下经济数据或进一步失速。	

02 内需动能减弱的隐忧

三驾马车

- 2025年上半年我国经济呈现“脉冲式增长后边际回落”的特征：一季度GDP同比增长5.4%实现“开门红”，但二季度在内生需求不足和外部经贸冲突的影响下有所放缓，只有消费呈现逐步回升之势，也被视为对冲出口下滑的关键“马车”。

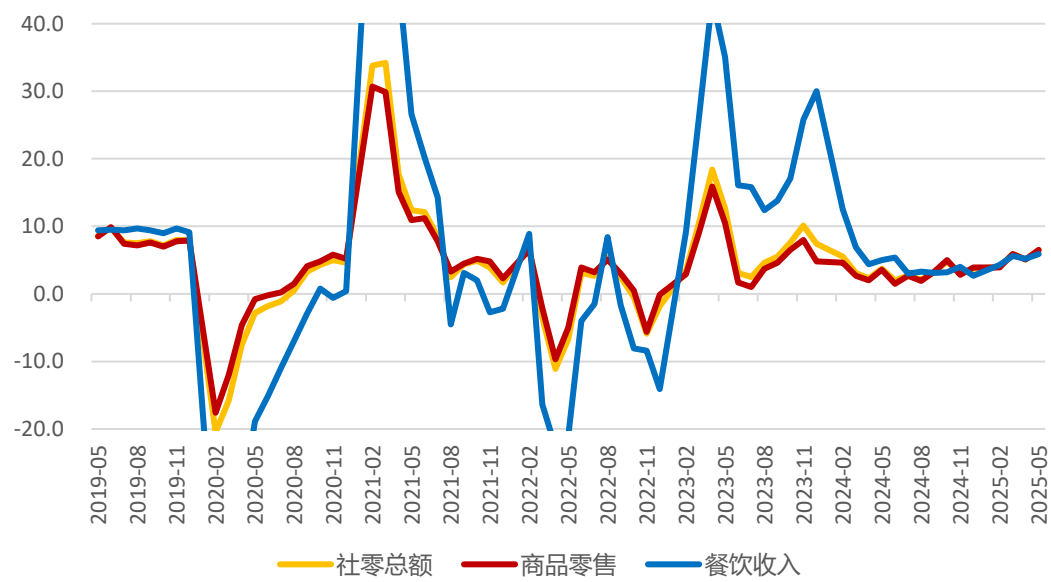


消费逆势增长



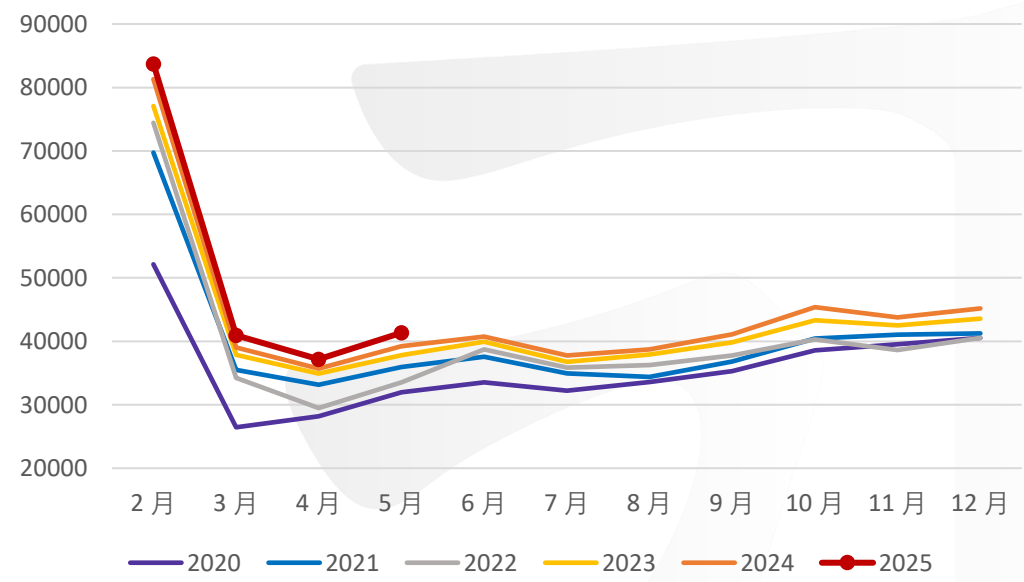
- 5月社会消费品零售总额4.1万亿元，同比增长6.4%（+1.3pct）。其中，5月商品零售同比增长6.5%（+1.4pct），餐饮收入同比增长5.9%（+0.7pct）。
- 5月消费表现超预期，以旧换新政策叠加消费节的前置发力，相关的家电、通讯器材和家具同比增速分别高达53%、33%和26%；餐饮消费增速也有所回升，不过仍低于社零的整体增幅。近期部分地区国补暂停，部分观望的消费者或出于担忧而“跑步入场”，进一步推升相关商品销量，需关注下月数据是否出现被“透支”的情况。

图 社零当月同比增速（1-2月合并）



资料来源：Wind、永安期货研究中心

图 社零当月值季节性（1-2月合并，亿元）



资料来源：Wind、永安期货研究中心

消费的强政策依赖性



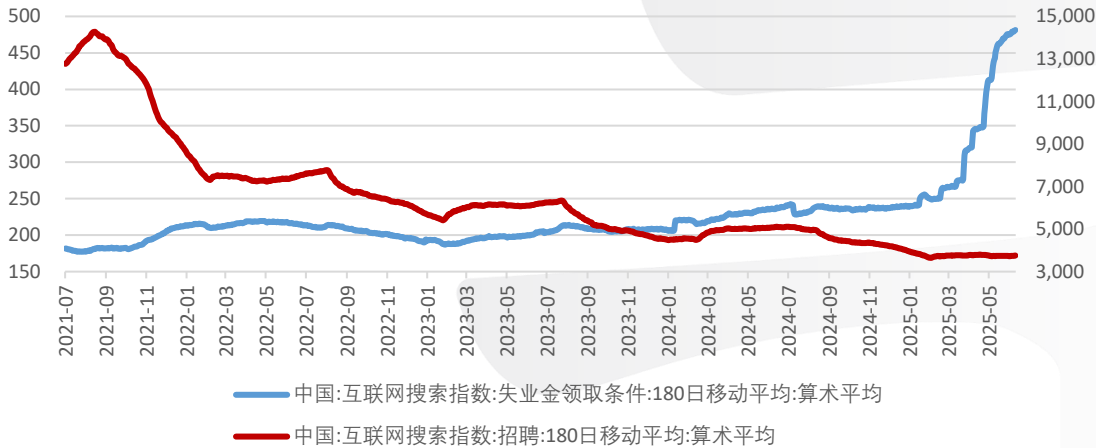
- 以旧换新政策相关的家电、通讯器材和家具同比持续高增，成为社零的主要拉动。
- 就业和薪资数据均反映出消费的回升很大程度上依赖政策的托举而非社会消费能力和意愿的提升，而**政策主要补贴的耐用品消费则存在透支效应；下半年特别国债资金1380亿元对比上半年和去年下半年均有所不及**，若补贴政策不进行大规模的范围扩容，对于下半年的消费增长我们持谨慎态度。

表 社零分项 (单位：%)

时间	2025-05	2025-04	2025-03
限上总额	8.0	6.3	8.5
商品零售	8.2	6.6	8.6
餐饮收入	4.8	3.7	6.8
粮油食品烟酒饮料	12.4	10.9	11.8
服装鞋帽针织物	4.0	2.2	3.6
化妆品	4.4	7.2	1.1
金银珠宝	21.8	25.3	10.6
日用品	8.0	7.6	8.8
体育娱乐用品	28.3	23.3	26.2
书报杂志	-8.4	-8.5	2.8
家电和音像器材	53.0	38.8	35.1
中西药品	0.3	2.6	1.4
文化办公用品	30.5	33.5	21.5
家具	25.6	26.9	29.5
通讯器材	33.0	19.9	28.6
石油及制品	-7.0	-5.7	-1.9
建筑及装潢材料	5.8	9.7	-0.1
汽车	1.1	0.7	5.5
其他	4.1	5.8	11.7

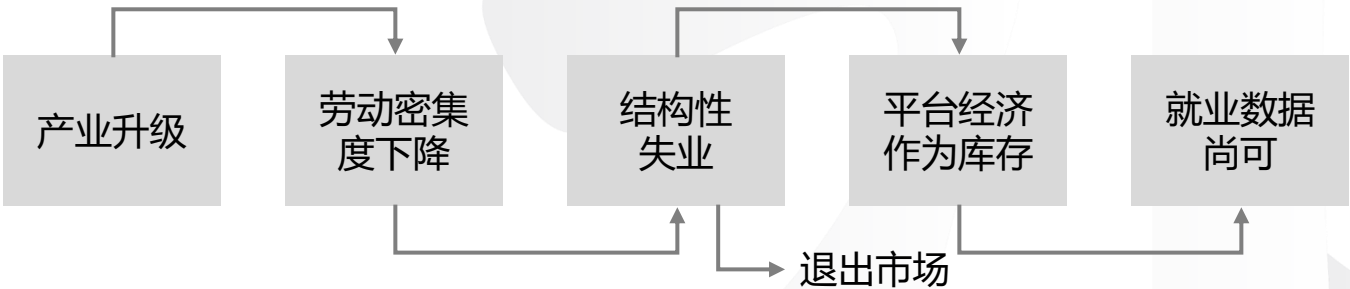
资料来源：Wind、永安期货研究中心

图 搜索指数：失业金领取条件、招聘



资料来源：Wind、永安期货研究中心

图 “妥协”的就业



资料来源：永安期货研究中心

补贴品类增长再加速



图 限上零售额:家电类:当月值 (1-2月合并, 亿元)

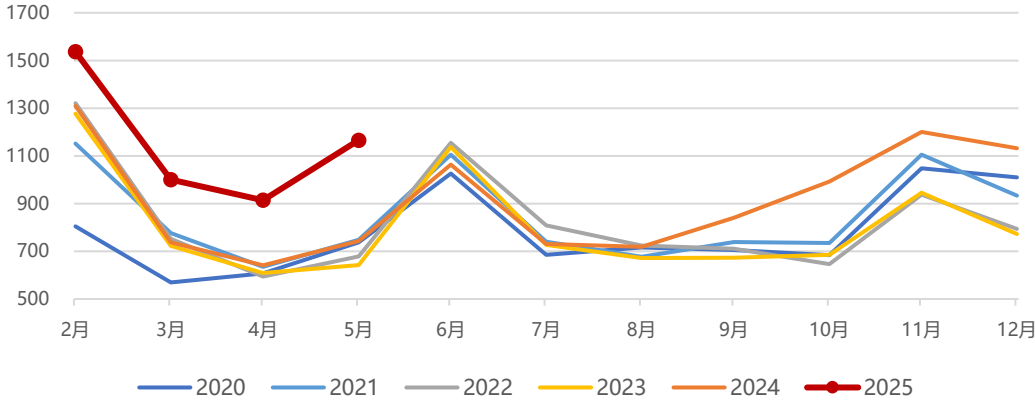


图 限上零售额:通讯器材类:当月值 (1-2月合并, 亿元)

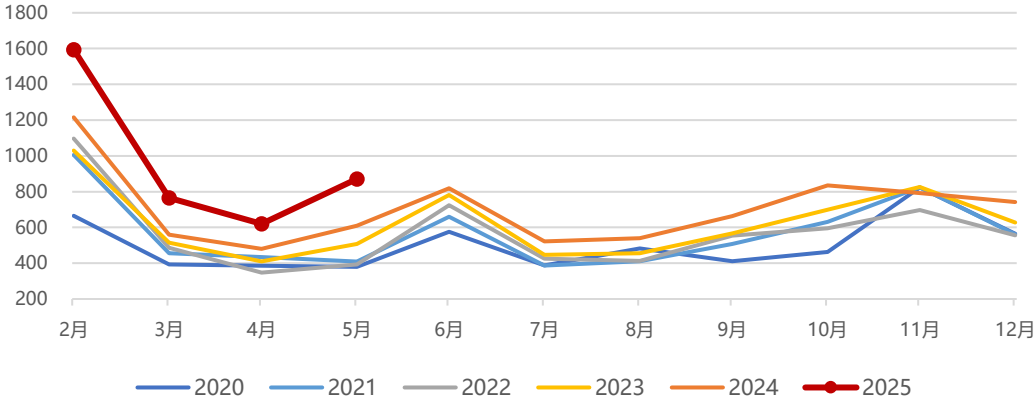


图 限上零售额:汽车类:当月值 (1-2月合并, 亿元)

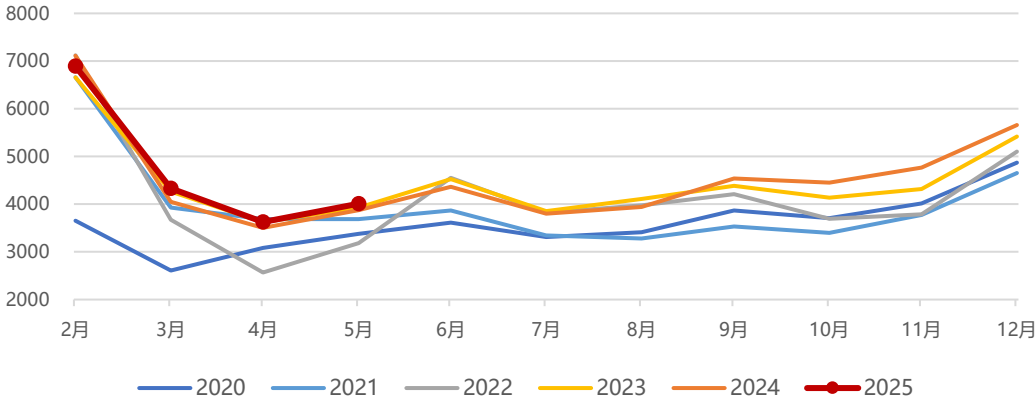
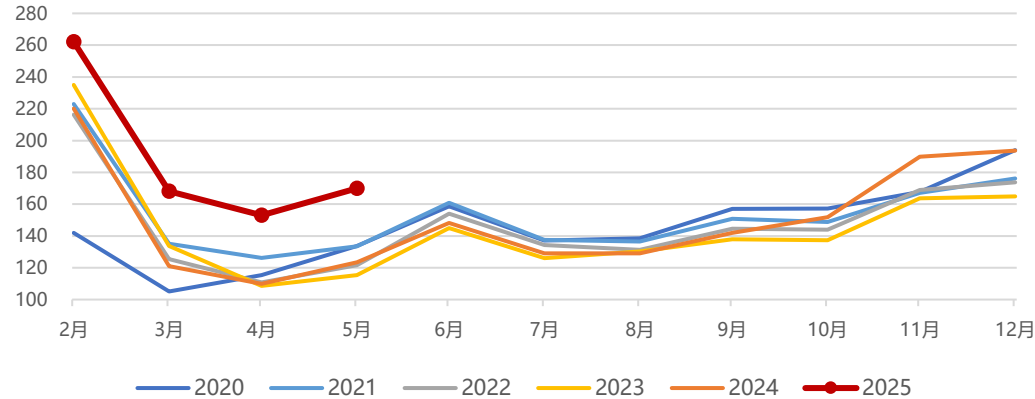
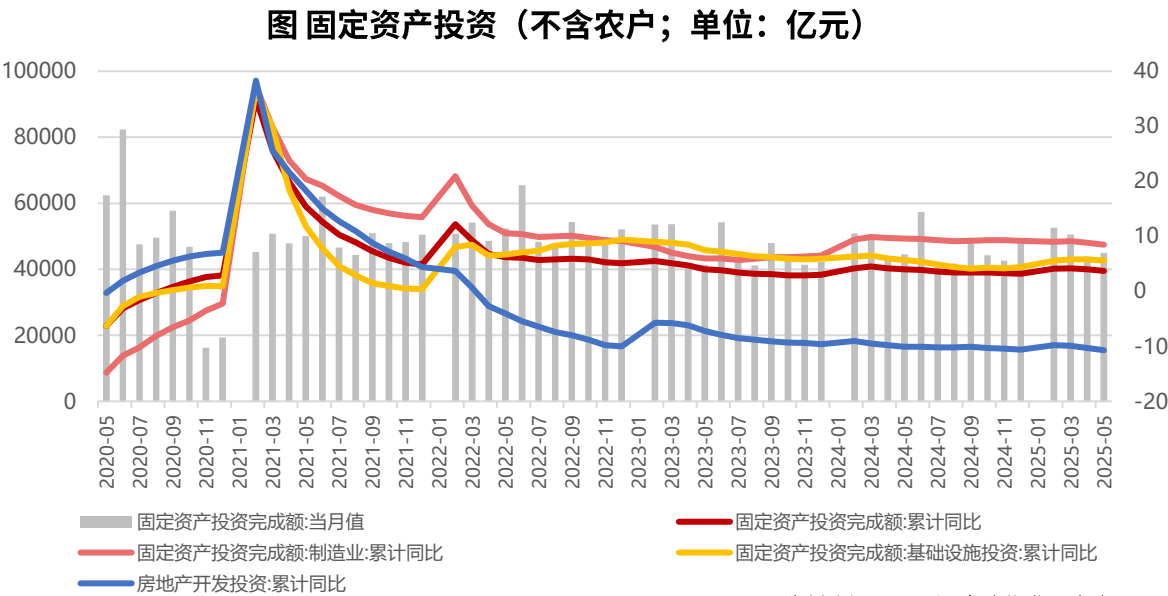


图 限上零售额:家具类:当月值 (1-2月合并, 亿元)



投资继续回落

- 1-5月固定资产投资（不含农户）19.2万亿元，同比增长3.7%（-0.3pct）。其中，制造业投资同比增长8.5%（-0.3pct）；基建投资（不含电热燃水和供应业）同比增长5.6%（-0.2 pct）；房地产投资同比下降10.7%（-0.4pct）。
- 投资方面，三大分项增速均下行，制造业投资或因出口下降和贸易不确定性影响；广义基建增速下滑0.43个百分点，主要受狭义基建（占总基建约3/4）需求偏弱影响，与建材高频数据相呼应，而电热燃水供应业仍保持20%以上的高增长。地产以价换量的格局不改（新房和二手房价格下跌城市占比均较上月提高），但销售降幅仍边际走扩；不过由于新开工和竣工降幅更大，楼市库存继续去化。



资料来源：Wind、永安期货研究中心

表 固定资产投资分行业

产业	2025-05	2025-04	2025-03
制造业	8.50	8.80	9.10
食品制造业	16.10	16.60	18.00
农副食品加工业	17.70	18.40	18.60
纺织业	15.10	14.70	13.50
家具制造业	13.40	12.70	8.90
文娱体育制造业	13.20	11.50	13.40
石油、煤炭及其他燃料加工业	18.80	18.00	25.80
化学原料及化学制品制造业	0.40	1.30	2.10
医药制造业	0.90	2.60	4.40
化纤制造业	16.40	17.60	15.80
橡胶和塑料制品业	15.70	14.70	17.90
非金属矿物制品业	-3.60	-2.90	-1.80
黑色金属冶炼压延加工业	-1.60	2.00	5.50
有色金属冶炼压延加工业	14.30	16.40	17.90
金属制品业	11.00	11.50	12.20
通用设备制造业	17.50	17.90	17.20
专用设备制造业	7.90	8.40	8.10
汽车制造业	23.40	23.60	24.50
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	26.10	29.60	37.90
电气机械及器材制造业	-8.60	-7.50	-7.40
计算机、通信和其他电子设备制造业	7.00	9.00	10.50
仪器仪表制造业	-13.60	-15.10	-15.40

资料来源：Wind、永安期货研究中心

地产：整体回落，分化加剧



- 据中指研究院，2025年上半年，TOP100企业拿地总额5065.5亿元，同比增长33.3%，增幅较上月扩大4.5个百分点。
- 同比增长主要源自去年上半年的低基数效应，从绝对值来看，300城住宅用地成交面积仍在缩量，靠核心城市优质地块的加量加价出让拉动。

图 2020年-2024年TOP100房企累计拿地总额及同比



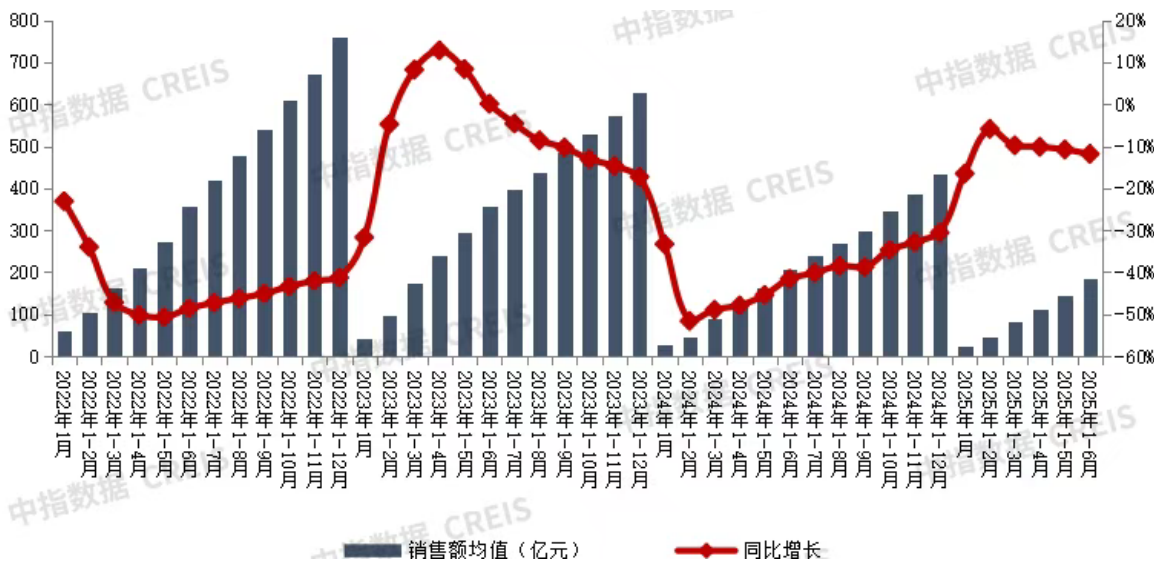
资料来源：中指研究院、永安期货研究中心

地产：整体回落，分化加剧



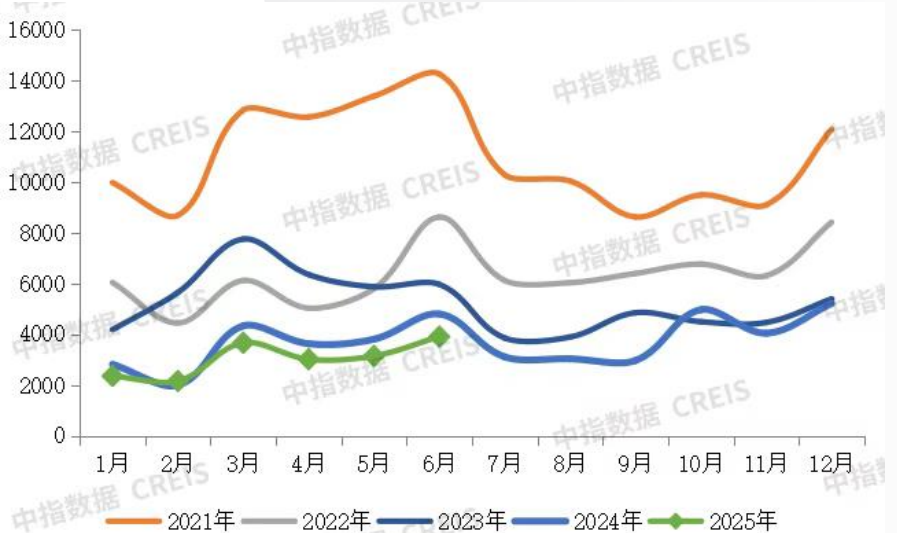
■ 据中指研究院， 2025年上半年，TOP100房企销售总额为18364.1亿元，同比下降11.8%，降幅较1-5月扩大1个百分点。6月单月，TOP100房企销售额同比下降18.5%，较5月单月降幅扩大1.2个百分点。

图 TOP100房企累计销售额均值及增速情况（亿元）



资料来源：中指研究院、永安期货研究中心

图 TOP100房企当月销售额情况（亿元）

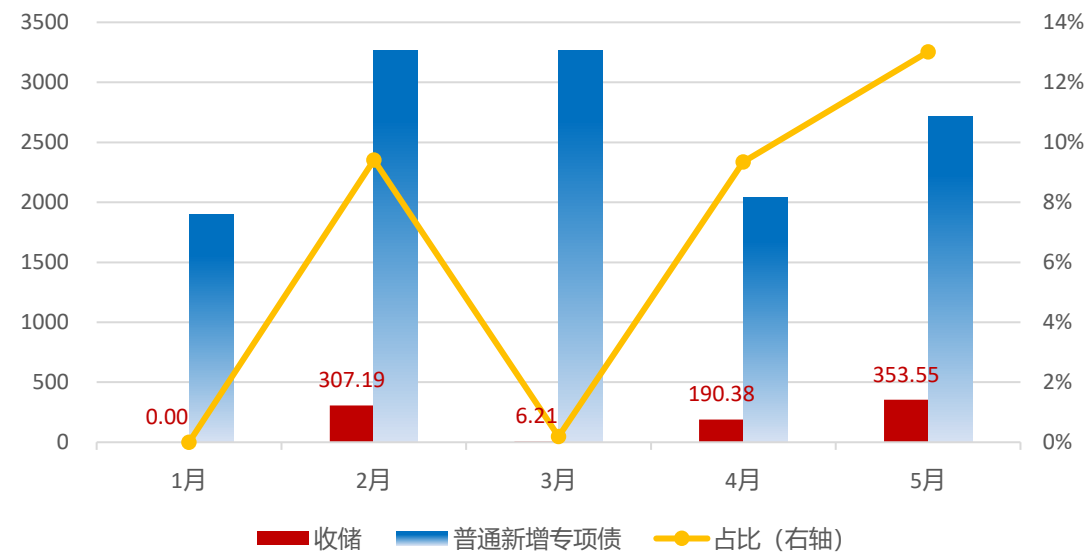


资料来源：中指研究院、永安期货研究中心

基建：资金“散焦”

- 截至5月20日，全国已发行土地储备专项债857亿元，占普通新增专项债的6.5%，主要集中于拥有“自审自发”权限的经济强省（如广东、浙江），收储标的以三四线城市闲置土地为主（约40%来自城投公司）。经测算，2025全年专项债收储规模或达到近3000亿元。
- 此外，6月下旬北京发行一支专项债用于政府引导基金，规模为100亿元，标志着专项债发行范围进一步拓宽。

图 土地储备专项债发行情况（单位：万元）



资料来源：国务院办公厅、永安期货研究中心

表 2025年北京专项债（三十三期-三十五期）项目情况表

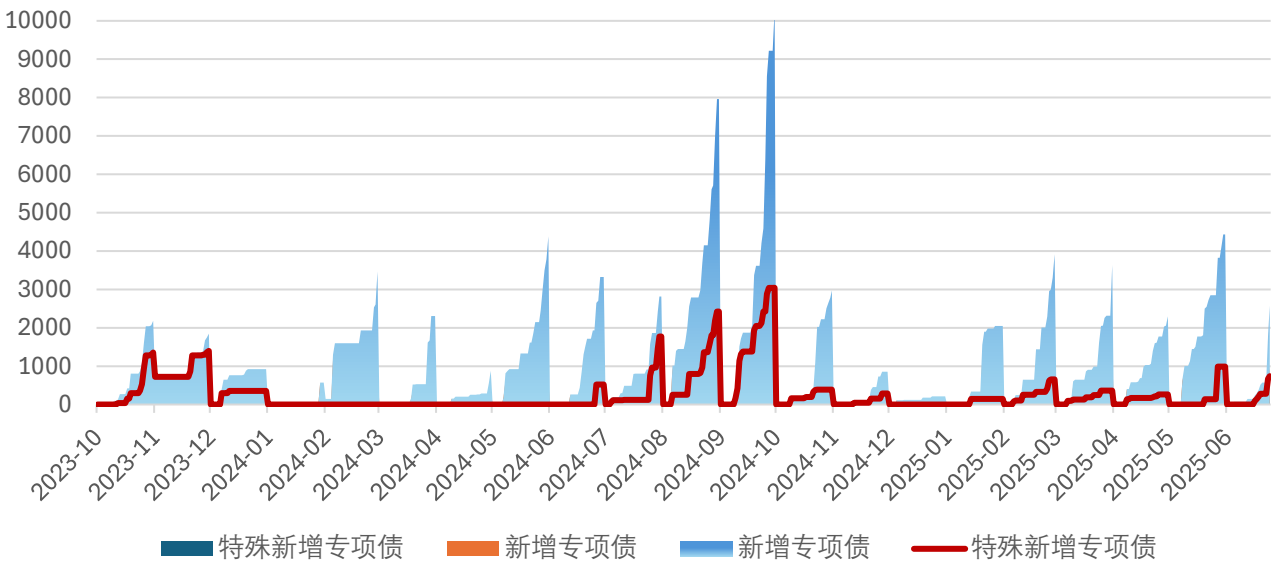
序号	债券名称	项目名称
1	2025 年北京市政府专项债券（三十三期）	辛庄村棚户区改造和环境整治项目
2		万泉寺村棚户区改造和环境整治项目
3	2025 年北京市政府专项债券（三十四期）	雁栖湖生态发展示范区及周边环境整治项目
4		雁栖湖生态发展示范区及周边基础设施提升建设项目
5		科学城及周边土地整理项目
6		世园土地一级开发项目
7		大榆树安置房项目
8		中关村-长城脚下的创新家园项目
9	2025 年北京市政府专项债券（三十五期）	北京市政府投资引导基金

资料来源：Wind、永安期货研究中心

基建：化债继续

- 2025年特殊新增专项债继续发行，全年发行规模预计为8000亿元。截至6月24日，2025年特殊新增专项债发行3165.65亿元，在全部已发行专项债中占比17%；5月下旬以来特殊新增专项债发行明显加速，5月20-6月24日共发行1728.36亿元，在今年全部已发行的特殊新增专项债中占比过半。同时，近期土地储备专项债发行也开始加速，对用于项目建设的资金产生一定挤占（详见永安研究公众号《土地收储：地产库存的破局新径》）。
- 分地区来看，今年累计发行规模前三的省市依次为江苏951亿、新疆278.4亿、山东245.7亿。

图 特殊新增专项债当月累计发行规模（亿元）



资料来源：国务院办公厅、永安期货研究中心

各地区特殊新增专项债发行情况（亿元）				
地区	2023	2024	2025年6月	2025总计
大连市	10.00	41.00	0.00	0.00
甘肃省	56.88	183.00	54.97	109.87
广西	246.00	137.00	95.27	95.27
河北省	61.92	209.00	0.00	0.00
河南省	45.74	520.00	0.00	156.00
黑龙江省	146.47	126.00	0.00	37.00
湖北省	416.56	502.00	0.00	150.00
湖南省	200.58	463.00	0.00	138.00
吉林省	127.48	108.00	0.00	32.40
江苏省	351.35	800.00	0.00	951.00
江西省	15.10	337.00	0.00	0.00
辽宁省	34.00	161.00	0.00	54.60
内蒙古	20.20	126.66	0.00	0.00
宁夏	17.23	30.00	0.00	0.00
青岛市	0.00	67.00	0.00	20.00
厦门市	43.70	8.00	0.00	0.00
山东省	119.49	356.21	119.98	245.68
山西省	9.52	215.00	0.00	24.78
陕西省	64.31	501.00	0.00	150.00
天津市	662.12	188.00	0.00	0.00
西藏	64.36	351.00	0.00	0.00
新疆	278.20	632.00	278.40	278.40
浙江省	0.00	204.00	0.00	80.00
重庆市	109.66	209.00	63.00	63.00
青海省	0.00	32.00	0.00	0.00
海南省	0.00	79.00	62.18	62.18
云南省	0.00	234.00	0.00	0.00
福建省	0.00	254.00	0.00	76.00
宁波市	0.00	111.00	0.00	0.00
安徽省	0.00	391.00	0.00	117.00
贵州省	0.00	403.00	0.00	120.90
四川省	0.00	415.00	0.00	135.56
兵团	0.00	37.10	0.00	0.00
上海	0.00	0.00	68.00	68.00
12重点省份总计	1430.04	1978.66	213.24	513.04
总计	3100.87	8430.97	741.80	3165.65
发行进度	-	105.39%	-	39.57%

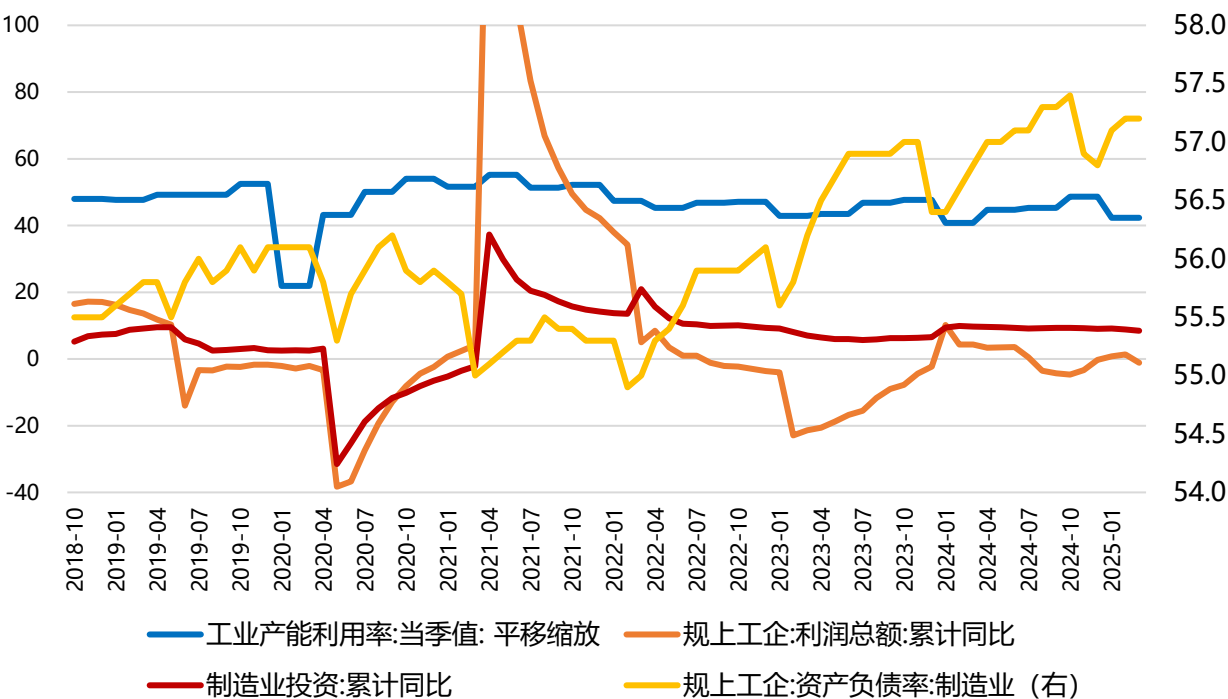
资料来源：Wind、永安期货研究中心

制造：预期转弱



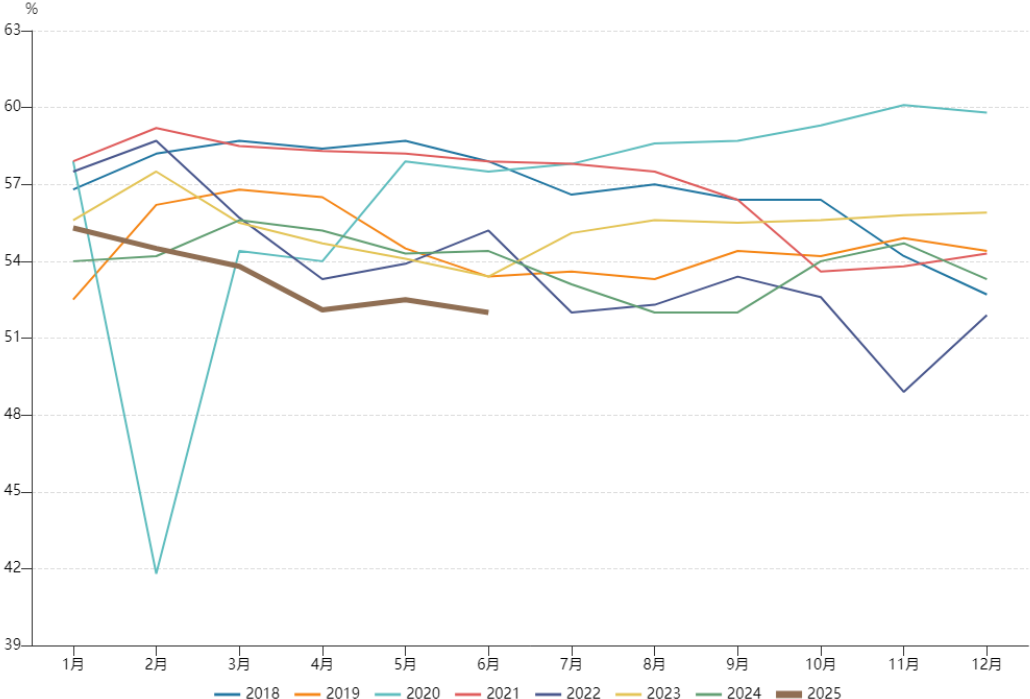
- 制造业投资增速边际小幅下滑，企业利润、产能利用率、资产负债率指标均不利于企业进行加杠杆扩产能。
- 从企业预期来看，制造业生产经营活动预期指数在今年整体呈下行态势，已处于近8年同期最低水平。

图 制造业投资与工业企业利润 (%)



注：平移缩放指图上数据=（原产能利用率数据-60）*3，作此处理以增强在图中呈现效果
资料来源：国务院办公厅、永安期货研究中心

图 制造业生产经营活动预期指数



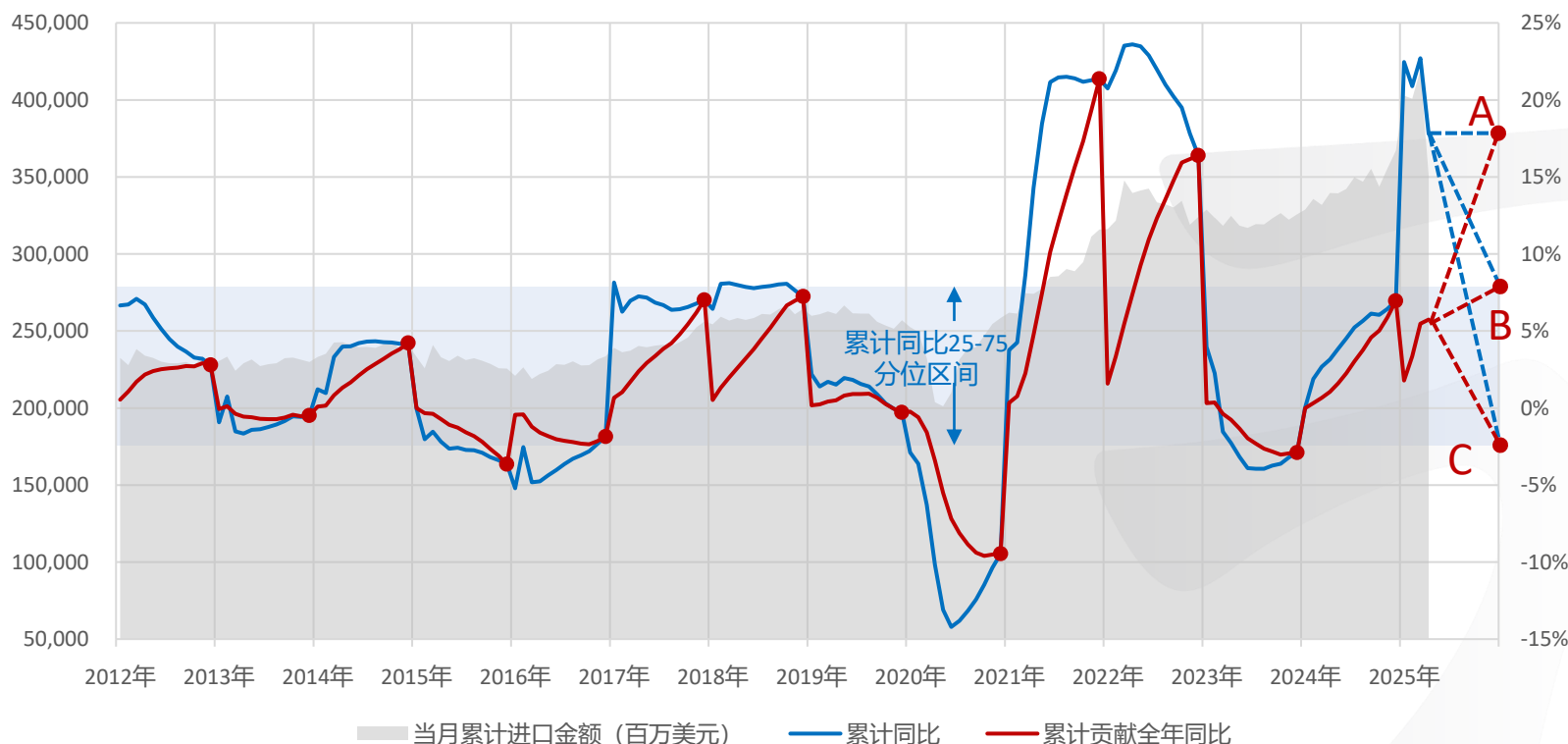
资料来源：Wind、永安期货研究中心

03 外需加速回落的风险

外需的回落风险

- 上半年的抢出口或在很大程度上透支了下半年的需求。美国1-4月的累计进口规模为1.57万亿美元，拉动全年增长5.75%；考虑到4月加征对等关税后进口商品价格显著抬升，实际进口可能低于这一数字，但若仅看前3个月，拉动的全年进口同比仍高达5.47%。
- 参考2012年以来进口累计同比增速，即使较为乐观地假设美国进口能够继续实现7.1%的高增长，今年后续月份的进口增速仍将显著下滑；仅有在进口全年增长15%以上（A点）的极乐观假设下，后续月份的进口才能够不出现大幅回落。
- 在市场普遍判断美国存在滞胀风险的当下，15%以上的进口增长显然遥不可及，这也意味着来自全球最大进口经济体的需求或在下半年出现显著的回落，对我国出口产生直接和间接的影响。

图 美国进口金额和累计同比



5月关税战影响进一步凸显

- 5月我国出口同比增长4.8% (-3.3pct)，进口同比下降3.4% (-3.2pct)；。
- 由于4月中美关税战的不断升级，以及海关报关时间差的存在，导致4月的贸易部分冲击在5月数据中体现，而5月中旬关税战缓和的影响则有部分未能反映；
- 但除此之外，需要警惕前置需求的透支效应，目前来看5月转口贸易的增加并未能抵消直接对美出口的下滑。

图 进出口额及同比（美元计价）

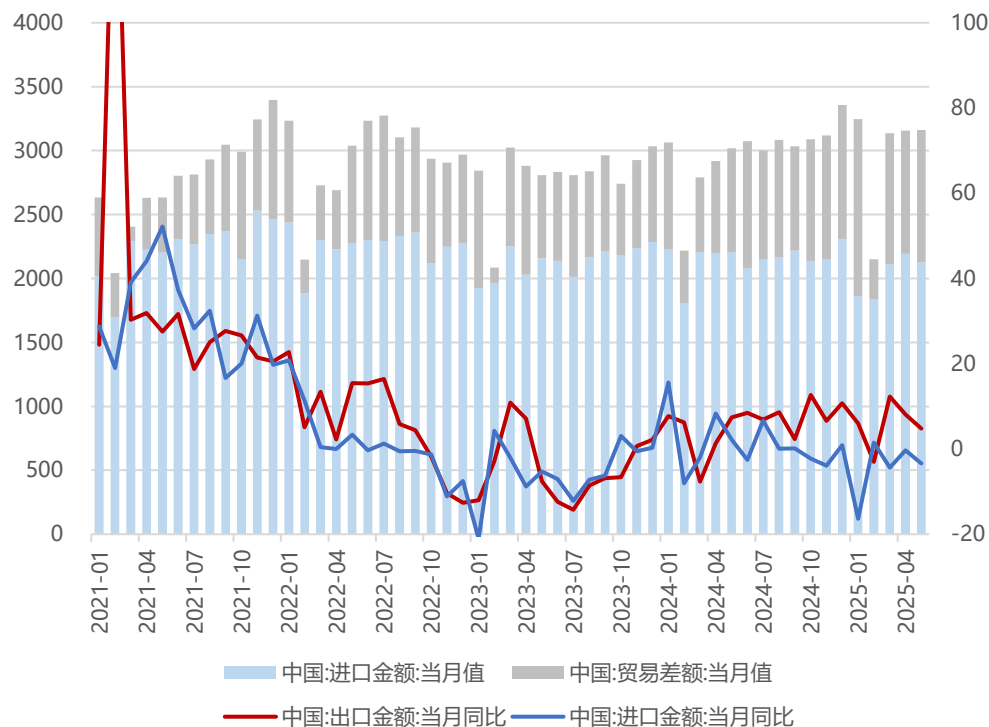
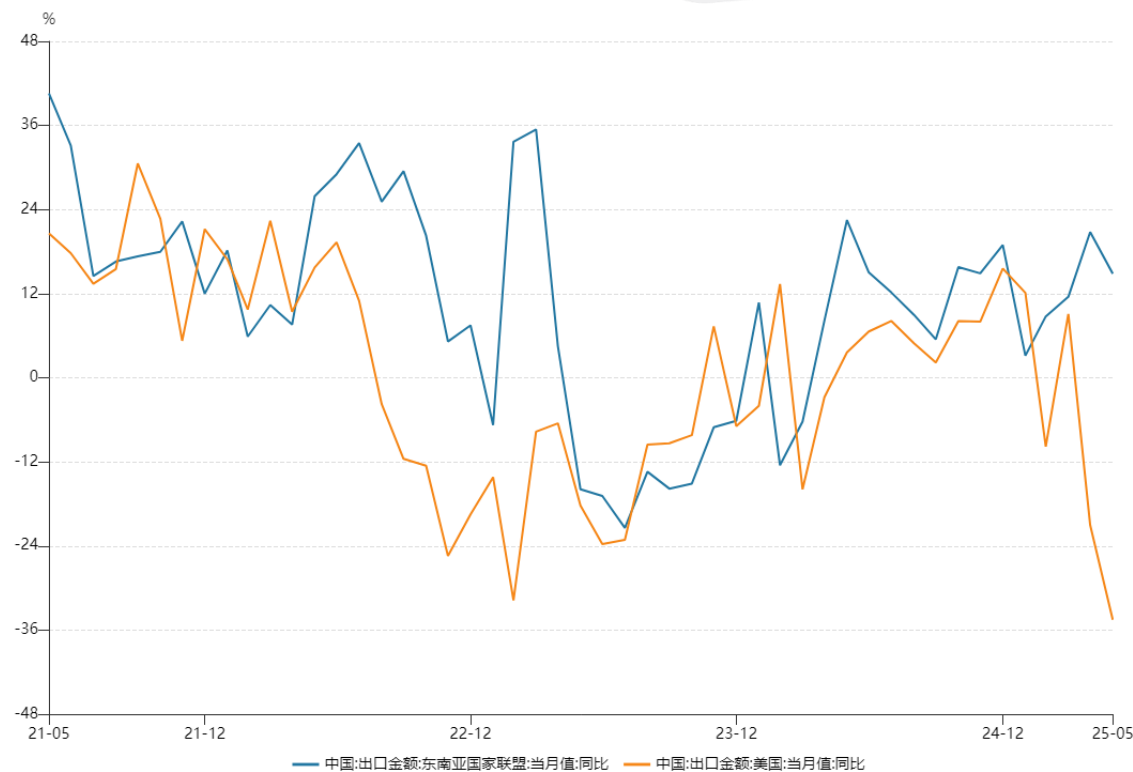
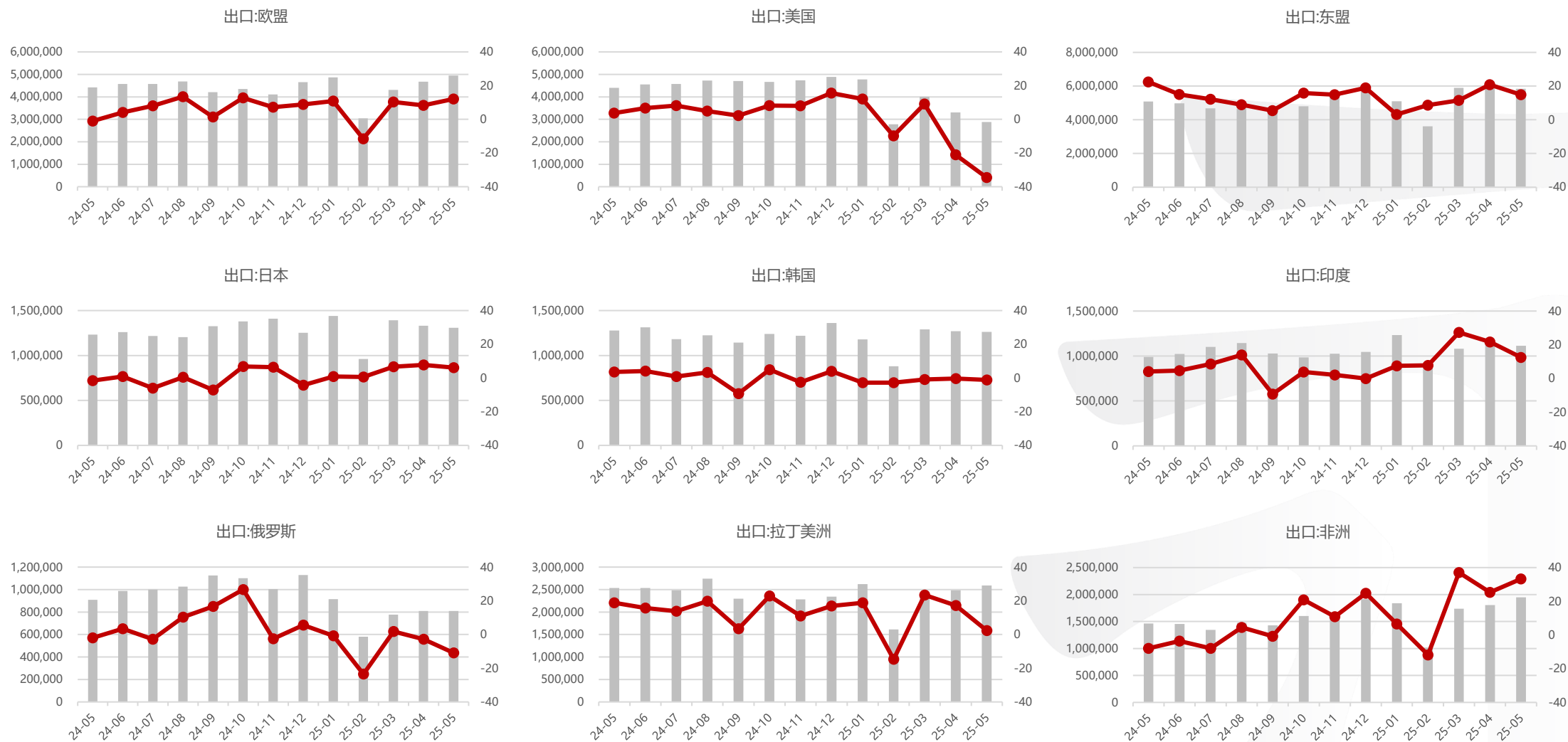


图 5月对美和对东盟出口分化加剧



4-5月对美出口大幅回落

图 出口分国别



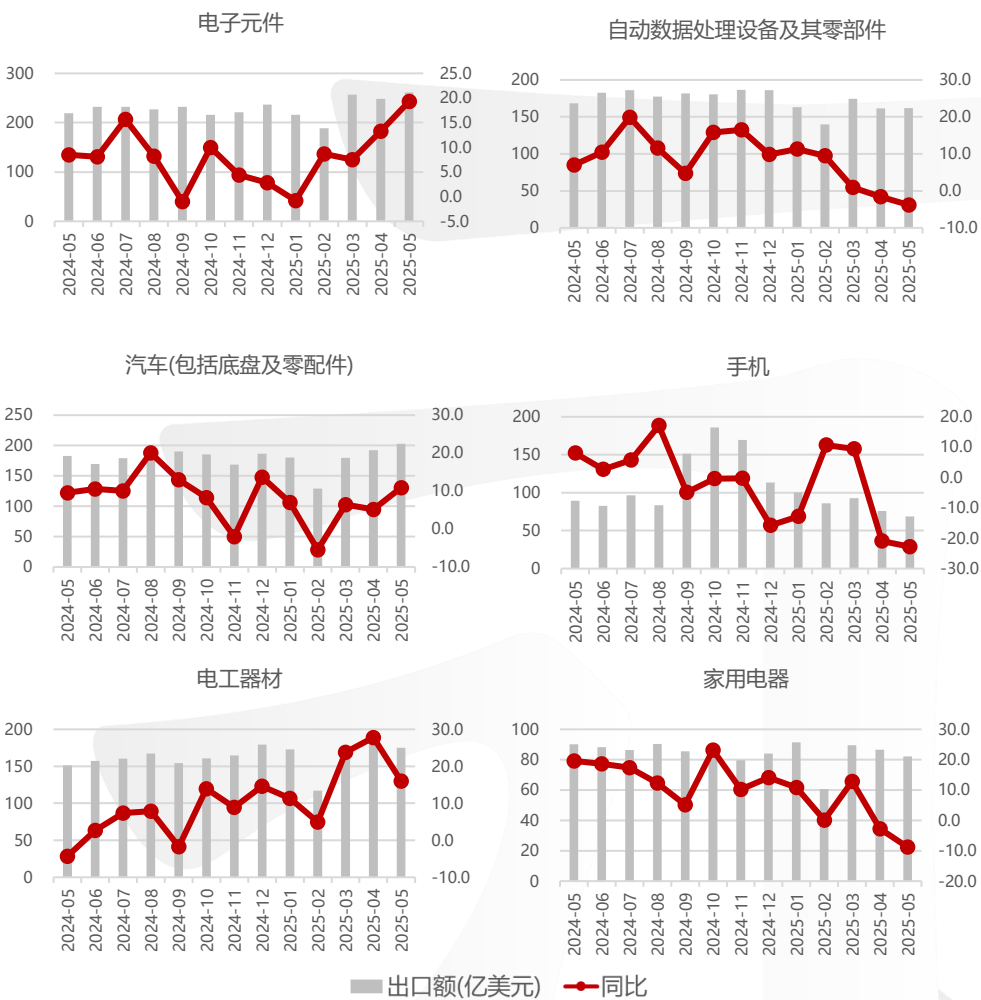
5月机电产品出口略有退坡



表 分产品出口额

图 部分机电产品出口

产品出口额 (HS分类)						
HS类目	2025年5月		2025年4月		2025年3月	
	出口额(亿美元)	同比	出口额(亿美元)	同比	出口额(亿美元)	同比
机电、音像设备及其零件、附件	1310.01	6.75	1323.76	10.38	1342.45	12.92
纺织原料及纺织制品	260.53	0.24	240.53	0.97	232.55	12.25
贱金属及其制品	262.55	3.82	261.37	8.79	253.01	9.52
车辆、航空器、船舶及运输设备	278.43	10.15	286.50	12.42	244.00	11.40
杂项制品	201.78	-0.84	193.24	-2.03	196.18	15.75
化学工业及其相关工业的产品	169.05	-0.85	165.06	1.94	170.40	-0.51
塑料及其制品;橡胶及其制品	157.54	3.23	154.52	1.73	162.20	7.01
鞋帽伞等;已加工的羽毛及其制品;人造花;人发制品	58.42	-5.51	55.36	-1.60	51.76	9.23
光学、医疗等仪器;钟表;乐器	68.45	4.00	69.23	9.47	69.75	9.26
石料石膏水泥石棉云母及类似材料的制品;陶瓷产品;玻璃及其制品	51.45	0.49	51.45	0.92	48.62	3.82
矿产品	44.08	-19.71	48.72	-4.11	55.14	-10.53
特殊交易品及未分类商品	106.21	39.43	112.17	57.92	101.98	93.43
食品;饮料、酒及醋;烟草及制品	41.01	-3.51	41.00	-0.63	42.79	7.06
革、毛皮及制品;箱包;肠线制品	33.44	-9.16	31.53	-8.45	29.48	-1.68
木浆等;废纸;纸、纸板及其制品	29.27	-2.06	27.87	-2.12	28.08	-3.15
珠宝、贵金属及制品;仿首饰;硬币	31.54	13.70	36.37	22.85	48.52	50.02
植物产品	24.27	-1.18	25.57	7.35	29.09	9.08
木及制品;木炭;软木;编结品	15.79	3.15	15.39	0.66	15.08	13.49
活动物;动物产品	13.65	9.94	12.99	11.14	13.86	21.95
动、植物油、脂、蜡;精制食用油脂	3.20	-25.48	3.40	-5.76	3.56	42.16
艺术品、收藏品及古物	0.19	-56.20	0.75	203.52	0.50	-39.01
武器、弹药及其零件、附件	0.15	-33.68	0.15	14.93	0.12	24.27

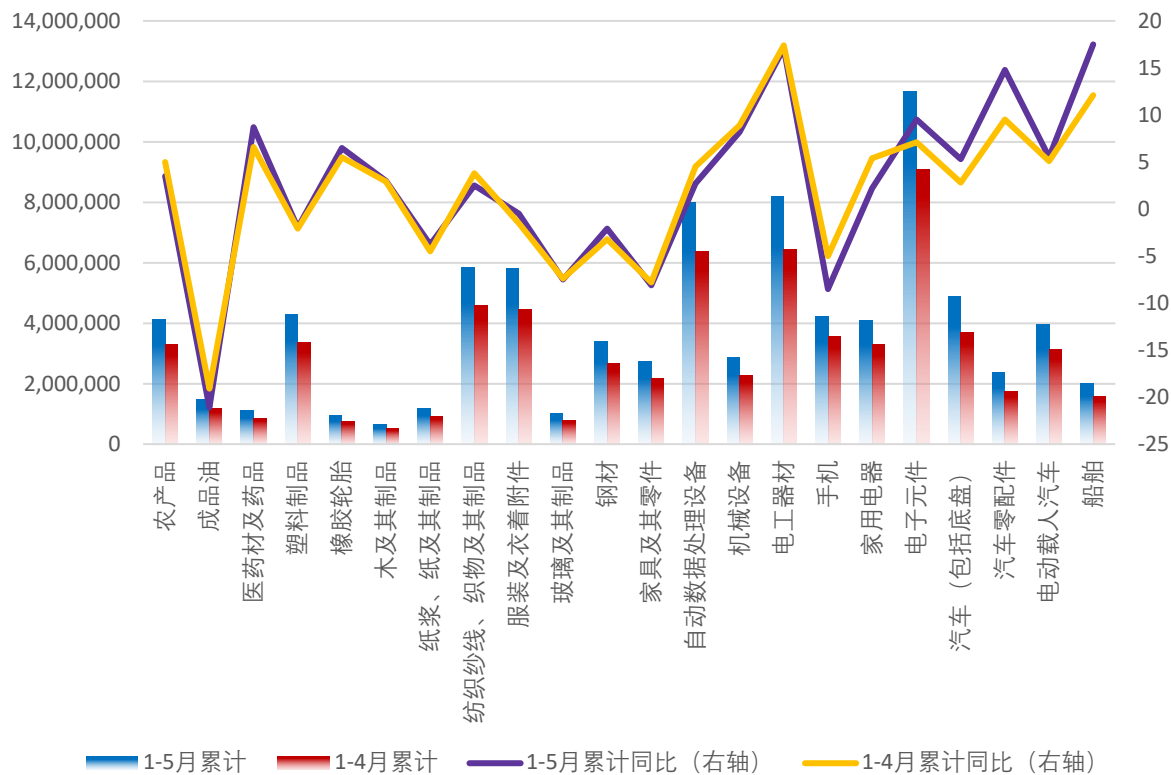


资料来源: Wind、永安期货研究中心

资料来源: Wind、永安期货研究中心

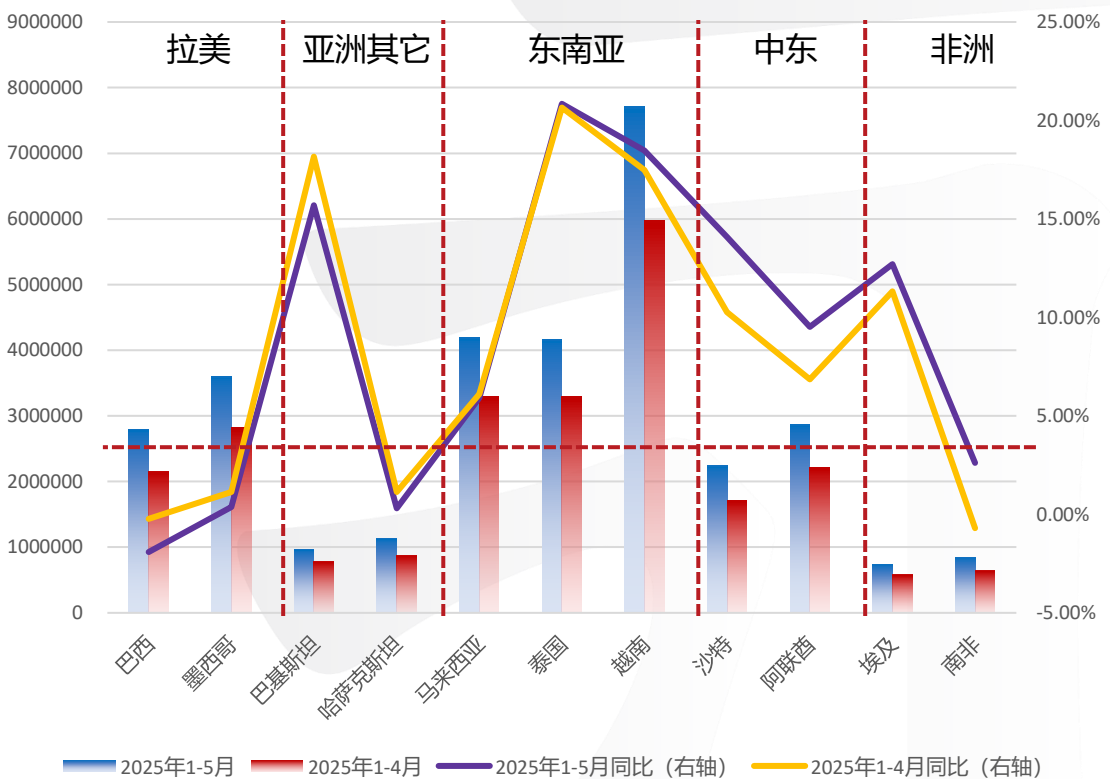
5月仅对中东和非洲出口边际走升

部分重要商品出口额（万美元）



资料来源：Wind、永安期货研究中心

图 我国对部分发展中国家出口（万美元）

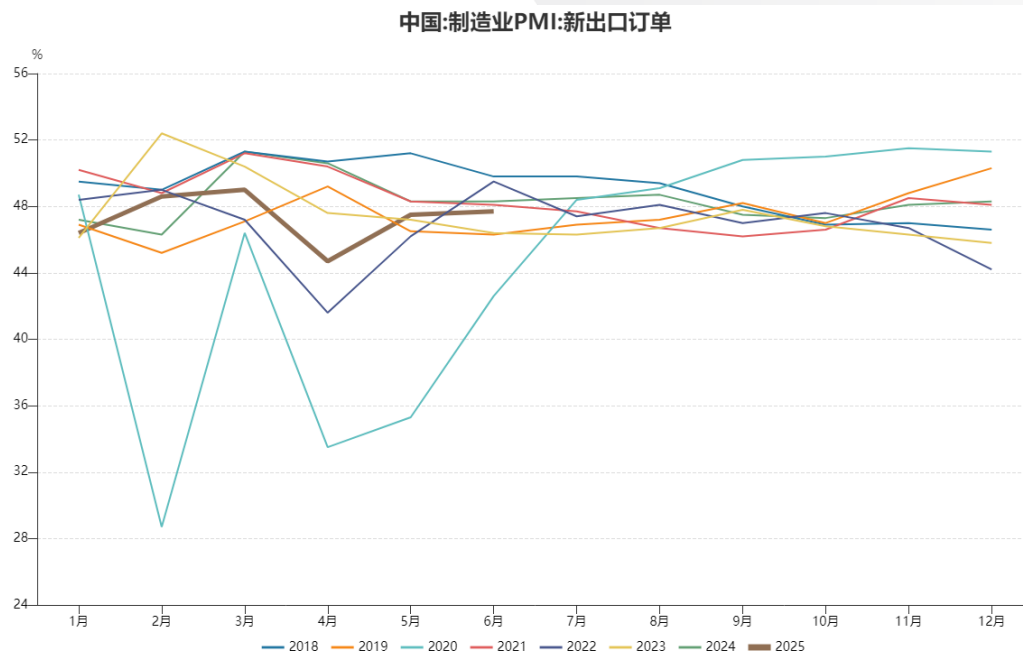
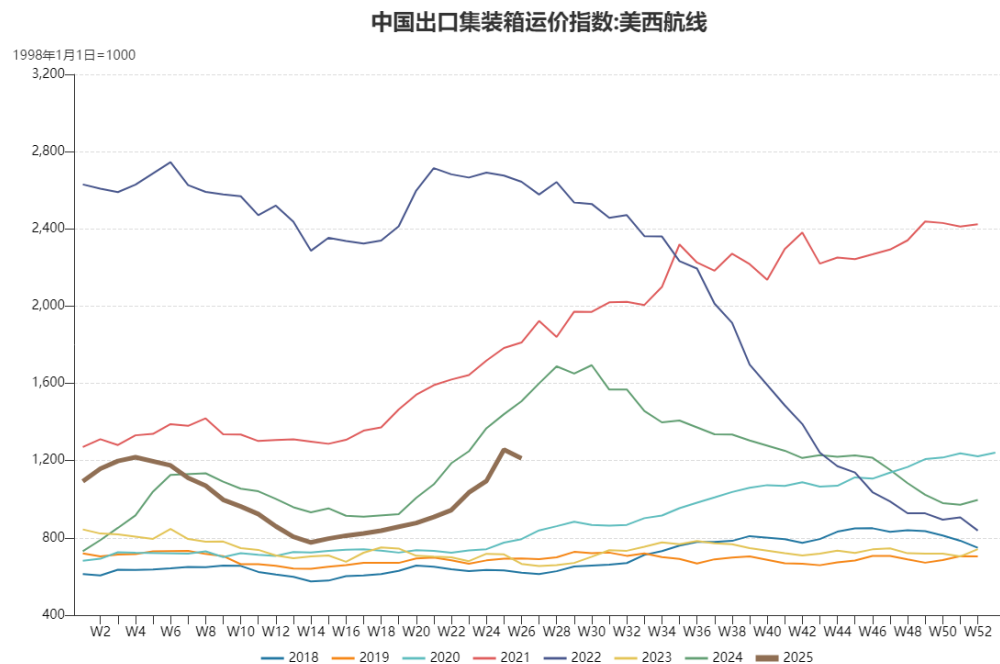


资料来源：Wind、永安期货研究中心

6月出口回补动能不足

- 从出口运价来看，4月3日开始美线运价不断走升，但6月下旬出现了向下的拐点。
- 在5月迎来关税战缓和后，PMI新出口订单指数连续两个月修复，并带动生产回升；但考虑到环比基数偏低的情况下新出口订单指数仍仅录得47.7%，出口回补的动能或比较有限。

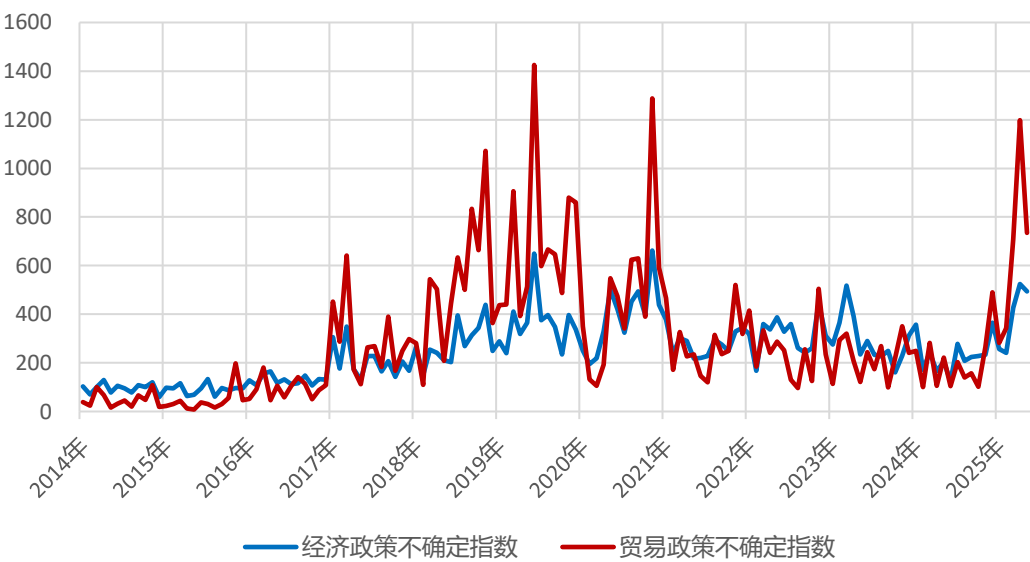
图 美线运价出现拐点



政策预期或再起，但重结构而非总量

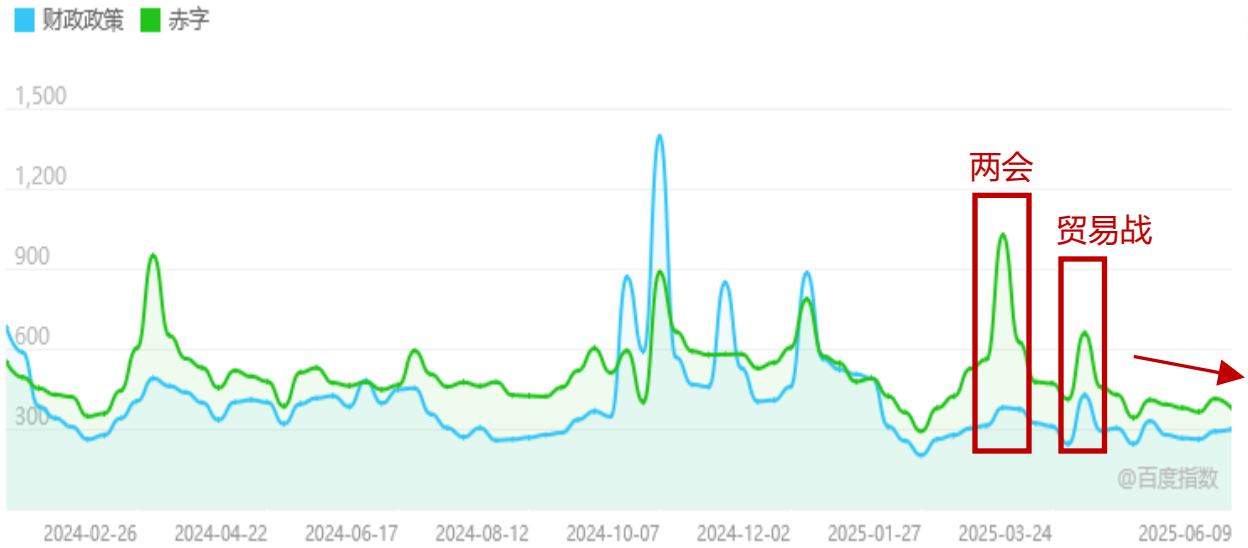
- 今年政策整体留有空间。贸易冲突缓和后政策不确定性有所回落，加之5.7三部委发布会落地，市场对政策尤其是财政政策关注下降。
- 但现有财政政策前置效应的自然衰减后需要新的增量来稳定内需，且外需若出现超预期回落将需要政策更大发力，因此**后续经济下行压力显性化或驱动政策预期重新升温，需警惕风险。**
- 不过时间上7月中央政治局会议或尚未达到政策取向扭转的时间点；且目前来看上半年GDP增速良好，**全年实现增长目标压力不大，因此推出大规模财政扩张等总量层面政策的可能性不大，或以结构性政策为主要抓手。**

图 中国经济政策不确定指数



资料来源：Economic Policy Uncertainty、永安期货研究中心

图 财政政策搜索指数



资料来源：百度指数、永安期货研究中心

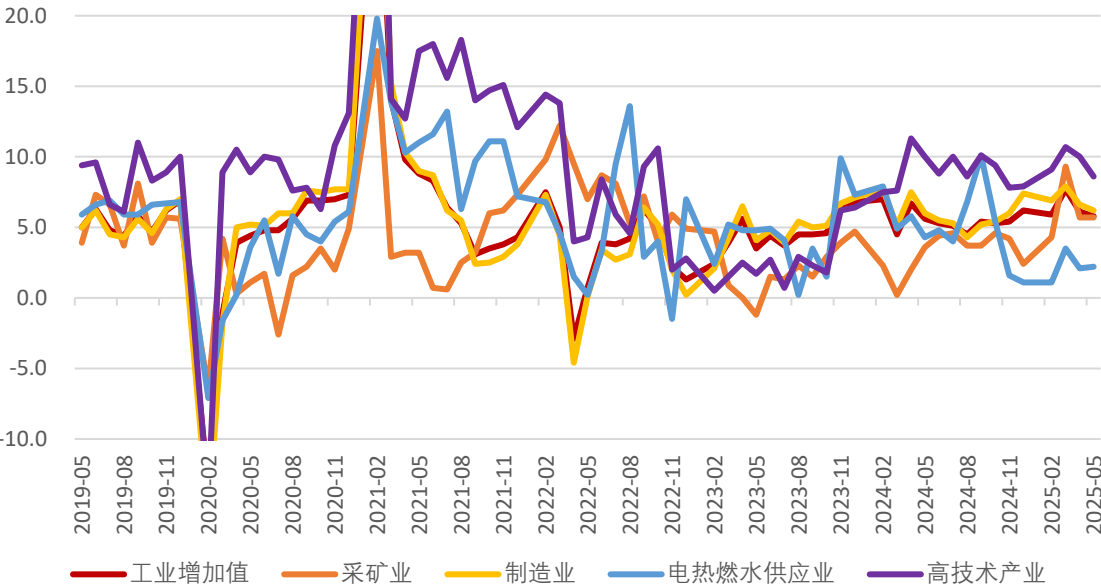
04 其它经济数据回顾

生产受到外需下滑拖累

表 规模以上工业增加值分行业

- 5月全国规模以上工业增加值同比增长5.8%（-0.3pct），5月环比较4月增长0.61%。
- 工业增加值同比增速较前值继续回落但幅度收窄，其中的边际拖累是制造业，同比增长6.2%（-0.4pct），出口减少或是直接影响，规上工企出口交货值同比+0.6%，较一季度下滑明显；高技术产业同比也高位回落至8.6%（-1.4pct）。

图 工业增加值当月同比（合并1-2月）



资料来源：Wind、永安期货研究中心

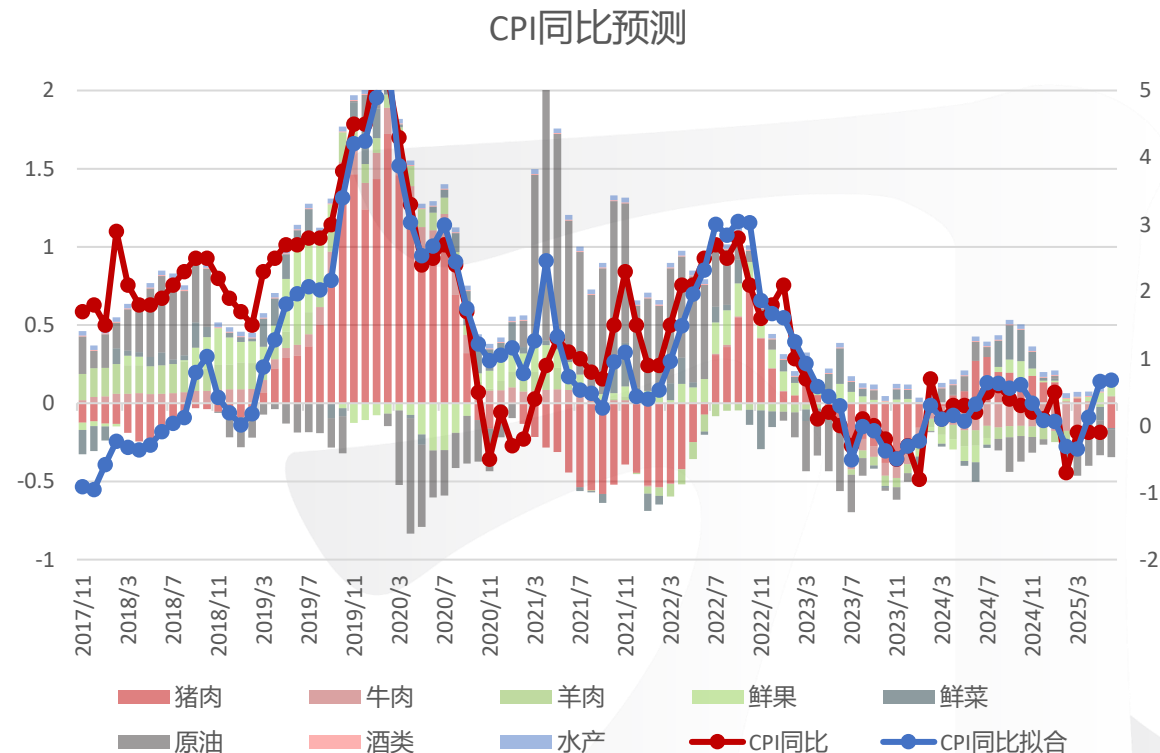
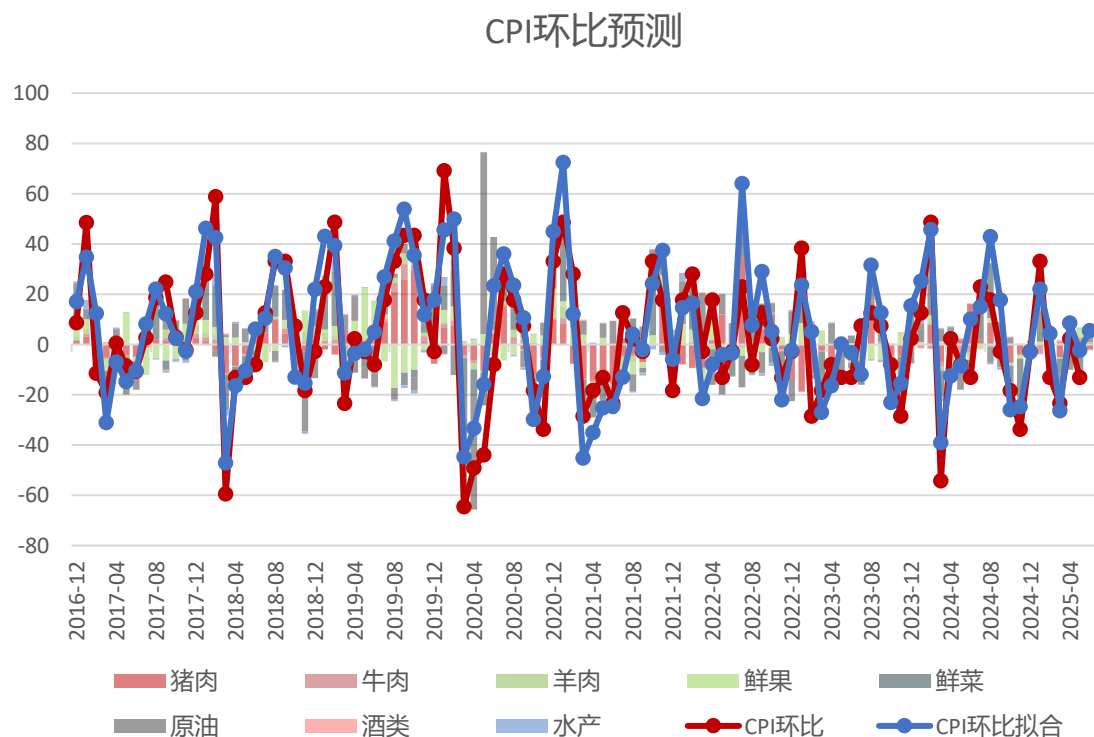
规模以上工业增加值同比：分行业				
	国民经济行业分类	2025年5月	2025年4月	2024年5月
整体	制造业	5.8	6.1	6.7
	采矿业	5.7	5.7	3.6
上游 原材料 开采	煤炭开采和洗选业	6.3	6.3	4.4
	石油和天然气开采业	4.3	4.3	1.6
	黑色金属矿采选业	9.9	9.9	3.3
	有色金属矿采选业	6.6	6.6	13.7
	非金属矿采选业	6.9	6.9	-0.2
中游 原材料 加工	非金属矿物制品业	-0.6	0.4	-1.5
	橡胶和塑料制品业	5.4	6	10.5
	化学纤维制造业		5.5	11.3
	石油、煤炭及其他燃料加工业		0.6	2.9
	黑色金属冶炼和压延加工业	4.8	5.8	2
	有色金属冶炼和压延加工业	8.1	7.5	11.4
	化学原料和化学制品制造业	5.9	8	12.3
中游 设备 制造	计算机、通信和其他电子设备制造业	10.2	10.8	15.6
	专用设备制造业	2.3	3.7	2
	仪器仪表制造业	0	8.6	9.2
	金属制品业	6.7	7.7	5.9
	通用设备制造业	6.3	7.8	3.7
	电气机械和器材制造业	11	13.4	5.8
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	14.6	17.6	13.2
下游 制造	农副食品加工业	7.6	7.3	1.2
	食品制造业	6.7	7	4.8
	酒、饮料和精制茶制造业	4.1	5.5	3.8
	烟草制品业		0	3
	纺织业	0.6	2.9	6.6
	纺织服装、服饰业		-3.3	0
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业		1.4	6.7
	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业		3.6	2.9
	家具制造业		-7.1	5.3
	造纸和纸制品业		2.9	11.6
	印刷和记录媒介复制业		0	7.7
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业		0.1	9.5
	医药制造业	1.3	2.2	4.9
	汽车制造业	11.6	9.2	16.3

资料来源：Wind、永安期货研究中心

价格延续低位

- 2025年5月份，全国居民消费价格同比-0.1% (+0pct)，环比-0.2% (-0.3pct)；核心CPI同比+0.6% (+0.1pct)。CPI同比中，食品价格-0.4% (-0.2pct)，非食品价格+0% (+0pct)；消费品价格-0.5% (-0.2pct)，服务价格+0.5% (+0.2pct)。
- 5月CPI同比持平4月，但环比再度转负。能源价格下降是5月CPI的主要拖累，影响CPI同比下降约0.47个百分点。去除食品和能源来看，核心CPI同比连续第三月正增长；其中服务价格受五一假期效应影响同比涨幅扩大0.2个百分点，交通工具租赁、机票和旅游价格均实现了由降转涨。

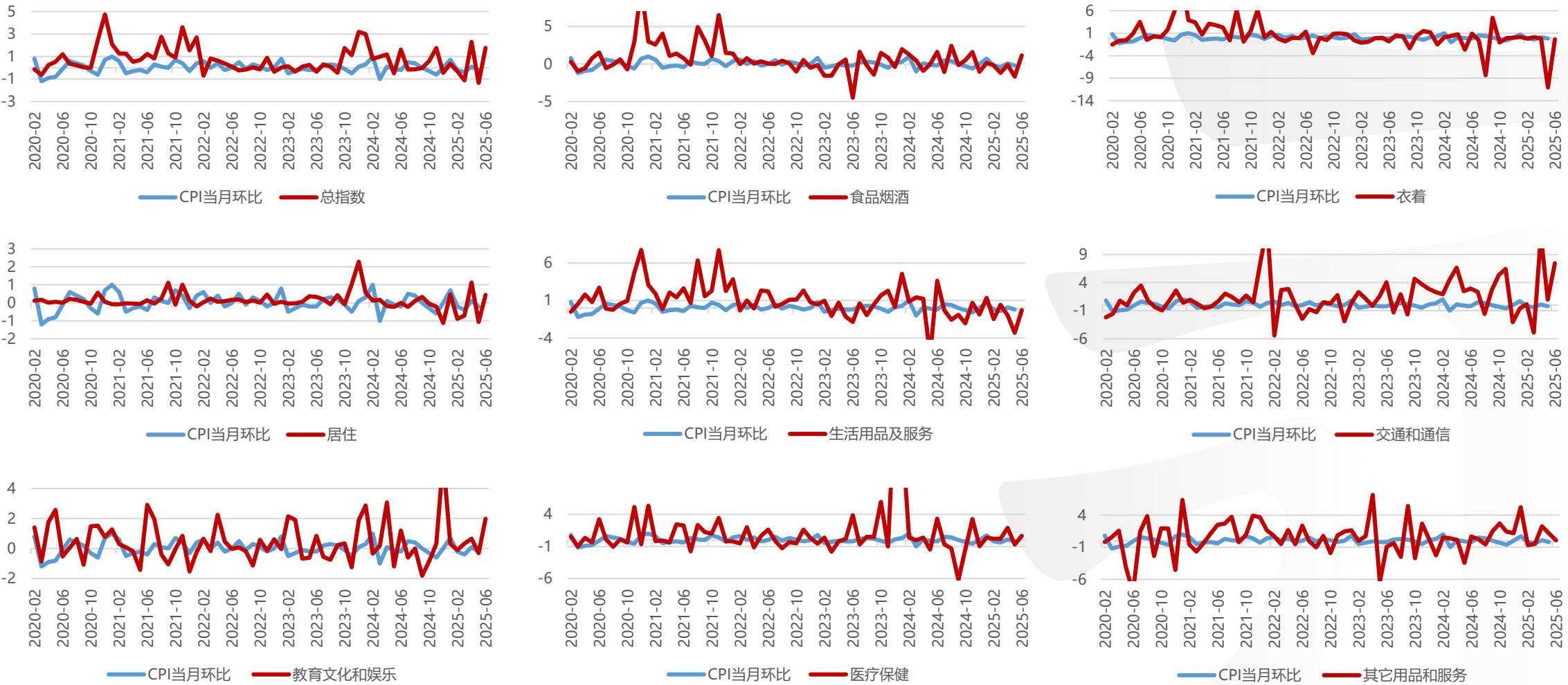
图 CPI同比和环比预测



6月价格边际修复

■ 高频数据显示6月多数品类iCPI环比回升至0上，CPI同比预计持平或小幅回落。

图 iCPI环比增速 (%)

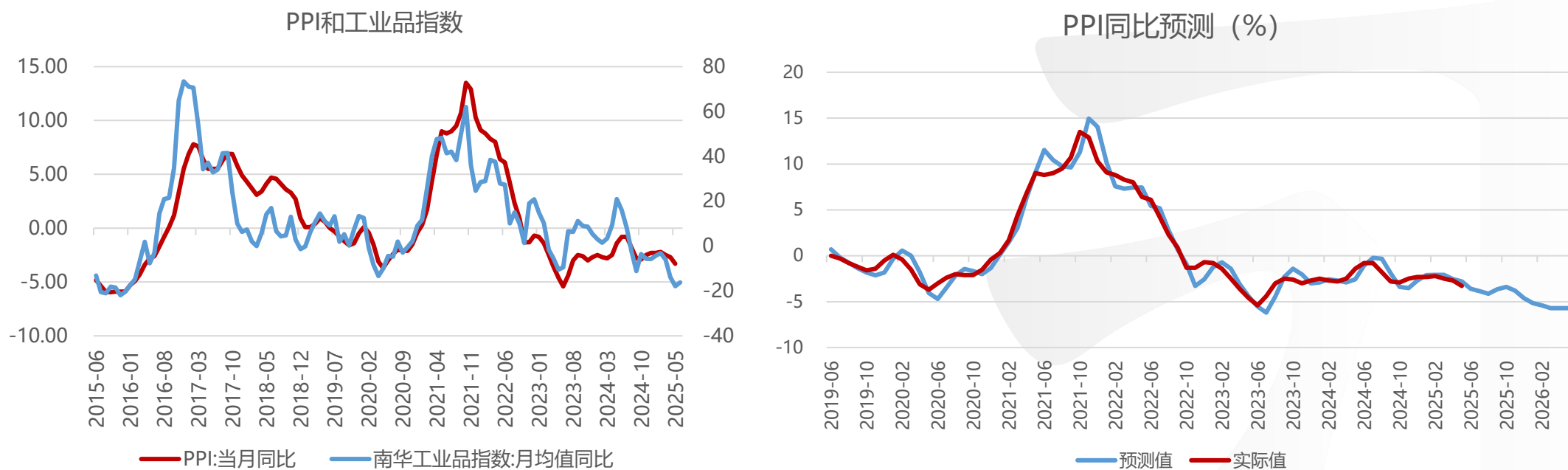


资料来源：Wind、永安期货研究中心

PPI降幅再破-3%

- 2025年5月份，全国工业生产者出厂价格同比-3.3% (-0.6 pct)，环比-0.4% (+0pct)。PPI同比中，生产资料价格-4.0% (-0.9pct)，生活资料价格-1.4% (+0.2pct)。
- 5月PPI降至21个月来的新低，国际油价和国内部分能源和原材料的下行是主要驱动力；不过消费新动能不断壮大带动生活资料等价格同比回升，利润得到一定的修复。
- 展望后市，内需动能未见显著的边际变化，6月高频数据则显示CPI环比有望回升，但同比可能持平或微降。外需对于我国生产的拉动或也面临走弱的局面，对PPI构成边际拖累；同时，中长期国际油价下跌预期仍在，但考虑到去年下半年基数走弱，同比进一步下挫的压力或有限；且6月中东地缘冲突升级造成油价阶段性冲高，对于短期的PPI也能带来一定提振，不过企业利润空间并无改善。

图 PPI同比预测

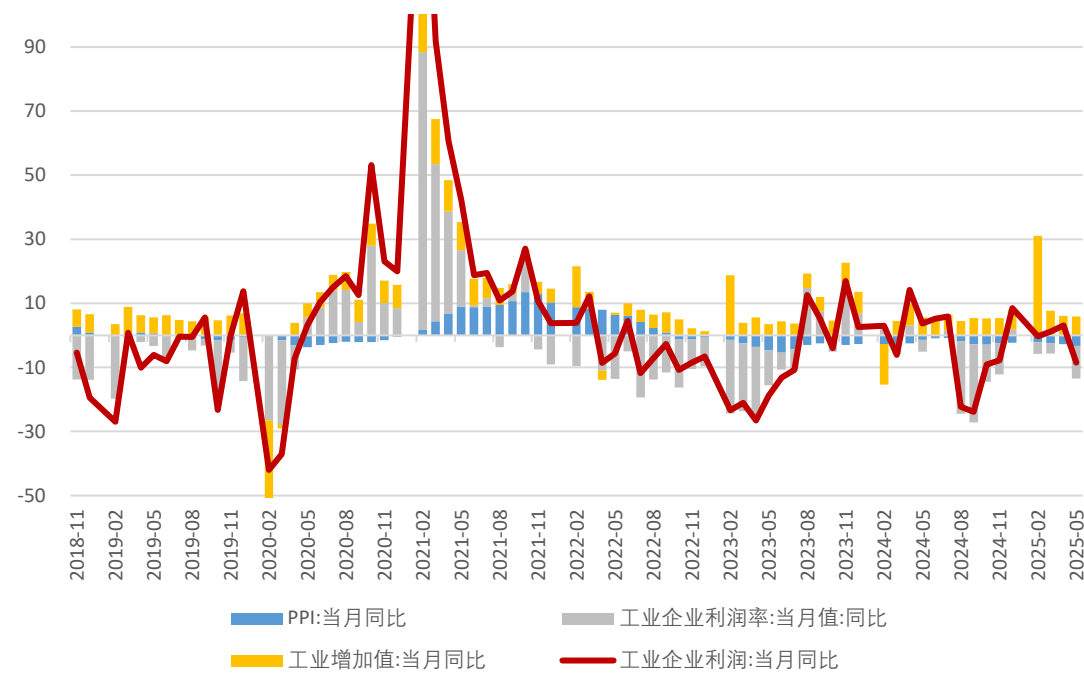


工企利润回落



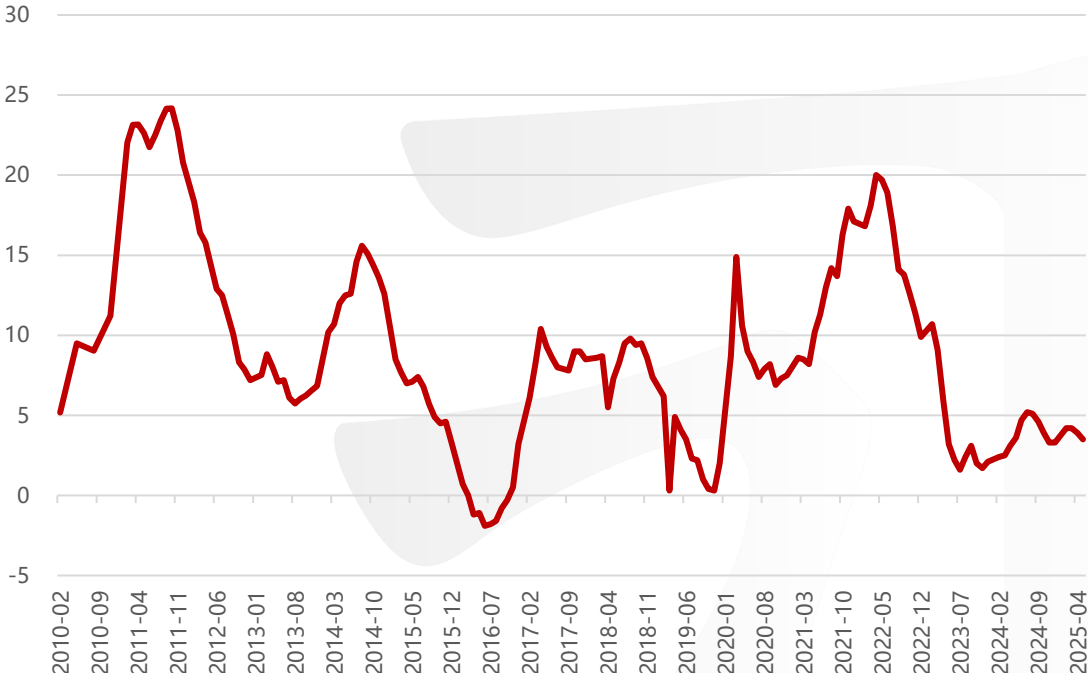
- 1—5月份，全国规模以上工业企业实现利润总额27204.3亿元，同比下降1.1%（-3.8pct）；计算当月同比来看，5月工业企业利润总额同比下降8.5%（-11.7pct），利润回到同比下滑的状态。
- 拆分来看，尽管工业增加值和PPI均有所走低，但本月最大拖累来自利润率同比的走低（基数走升叠加当月数据走低）；分行业来看，原材料加工业和中游设备制造业利润同比下滑较多。
- 从库存来看，工业企业库存同比仍在底部震荡运行，在需求预期不佳的情况下生产亦有所放缓，补库节奏不佳。

图 工业增加值当月同比拆分 (%)



资料来源：Wind、永安期货研究中心

图 工业增加值累计同比分行业



资料来源：Wind、永安期货研究中心

5月金融数据



表 1月金融数据概览

社融、信贷、存款数据		2025-05		2025-04		2025-03	
社会融资规模存量同比 (%)		8.7		8.7		8.4	
融资规模变化 (亿元)		当月新增	同比多增	当月新增	同比多增	当月新增	同比多增
新增社融规模		22894	2271	11591	12249	58894	10559
表内	人民币贷款	5960	-2237	884	-2465	38234	5314
	外币贷款	135	622	-130	180	-295	-838
表外	委托贷款	-167	-158	-2	-91	-165	300
	信托贷款	173	-51	-77	-219	238	-443
	未贴现银票	-1162	169	-2794	1696	3632	80
直接融资	企业债券	1496	1211	2340	633	-905	-5142
	股票	152	41	391	205	412	185
	政府债券	14633	2367	9729	10666	14866	10240
各项贷款余额同比 (%)		7		7.1		7.2	
信贷规模变化 (亿元)		当月新增	同比多增	当月新增	同比多增	当月新增	同比多增
新增人民币贷款		6200	-3300	2800	-4500	36400	5500
居民	居民贷款	540	-217	-5216	-50	9853	447
	居民短贷	-208	-451	-4019	-501	4841	-67
	居民中长贷	746	232	-1231	435	5047	531
企业	企(事)业单位贷款	5300	-2100	6100	-2500	28400	5000
	企(事)业单位短贷	1100	2300	-4800	-700	14400	4600
	企(事)业单位中长贷	3300	-1700	2500	-1600	15800	-200
	企(事)业单位票据	746	-2826	8341	-40	-1986	514
各项存款余额同比 (%)		8.1		8		6.7	
存款规模变化 (亿元)		当月新增	同比多增	当月新增	同比多增	当月新增	同比多增
新增人民币存款		21800	5000	-4400	34800	42500	-5500
私人部门	居民存款	4700	500	-13900	4600	30900	2600
	非金融企业存款	-4176	3824	-13297	5428	28400	7675
政府部门	财政存款	8800	1167	3710	2729	-7710	-49
非银金融	非银金融机构存款	11900	300	15710	19010	-14110	-12610

资料来源：Wind、永安期货研究中心

图 社融存量同比 (%)

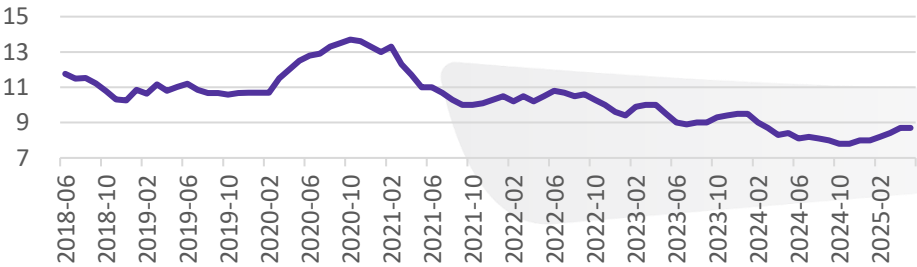


图 信贷存量同比 (%)

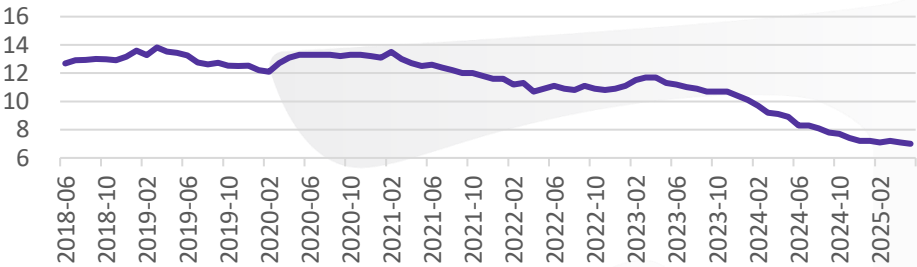
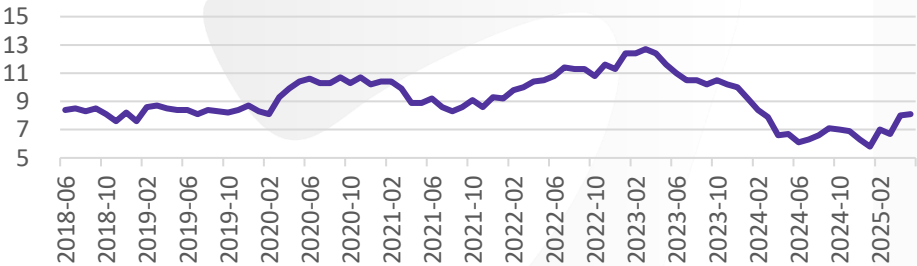


图 存款余额同比 (%)



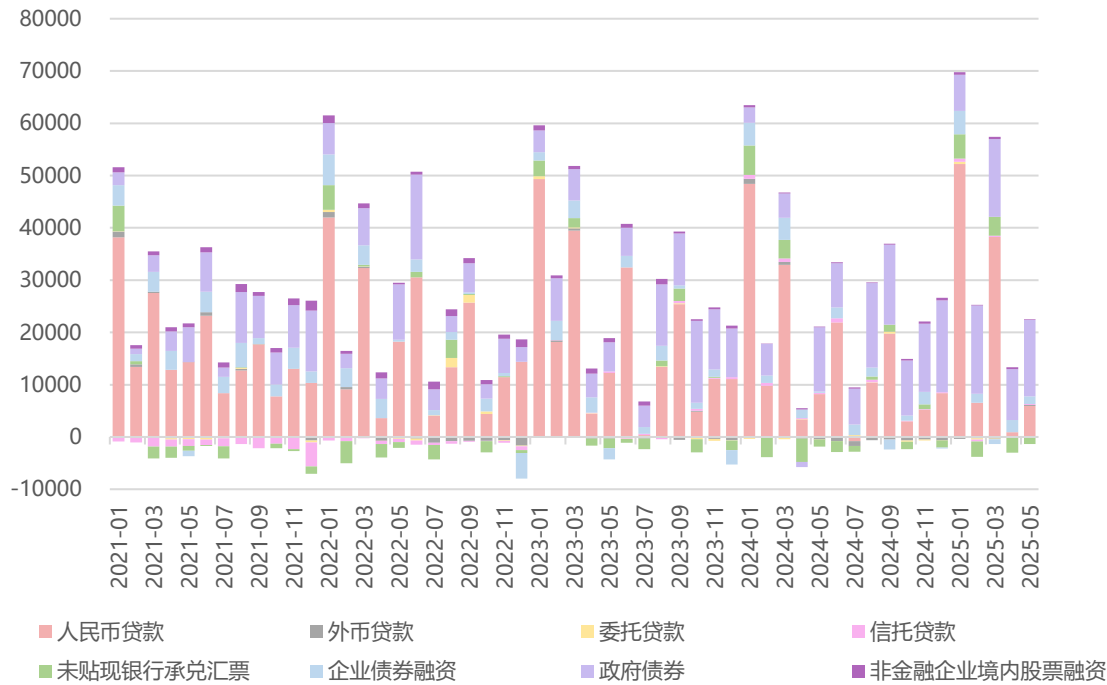
资料来源：Wind、永安期货研究中心

社融：仍靠政府债券支撑



- 5月，社会融资规模增量为2.29万亿元，同比多增2271亿元；人民币贷款增加6200亿元，同比少增3300亿元。
- 整体而言5月社融和信贷数据的结构较为一致，社融仍然主要由政府债券支撑，而边际上外币贷款进一步同比多增，或反映出中美贸易战之下，汇率波动较大，企业增加外币贷款以对冲风险的需求，不过数额绝对值较小。此外，随着对科技债等直接融资方式的支持性政策推出，企业债券融资同比超季节性。

图 新增社融构成



资料来源：Wind、永安期货研究中心

图 企业债券当月新增季节性

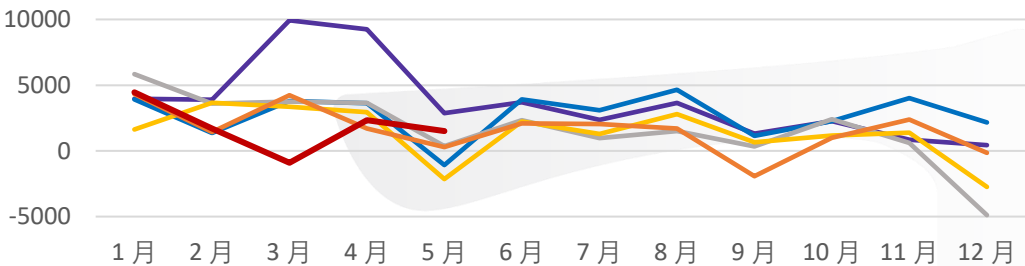
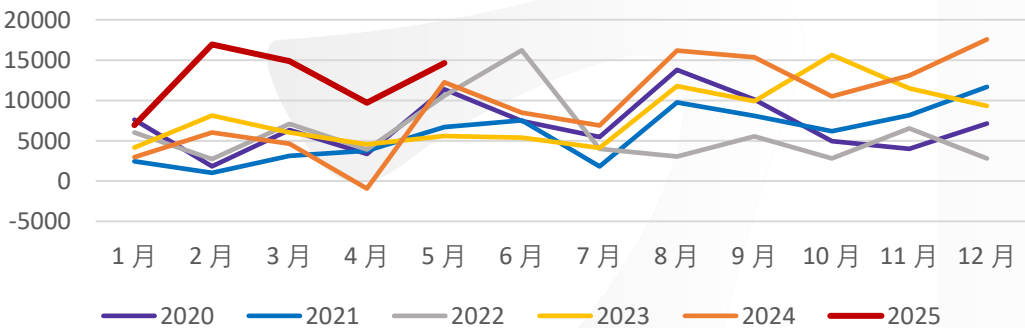


图 政府债券当月新增季节性



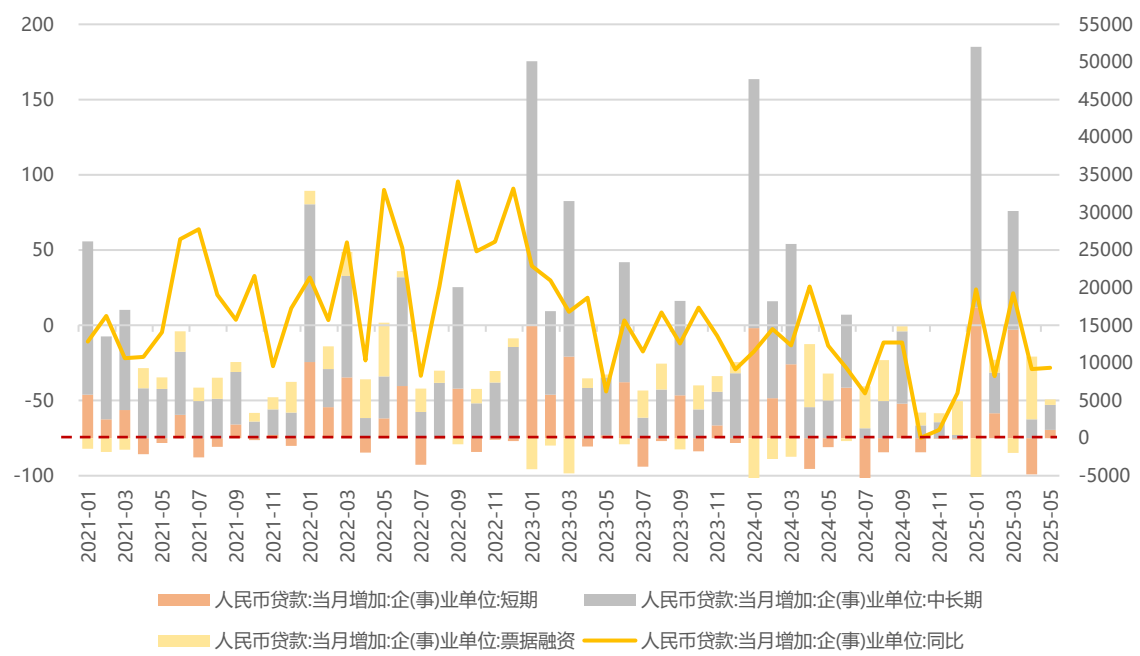
资料来源：Wind、永安期货研究中心

信贷：企业短贷同比多增



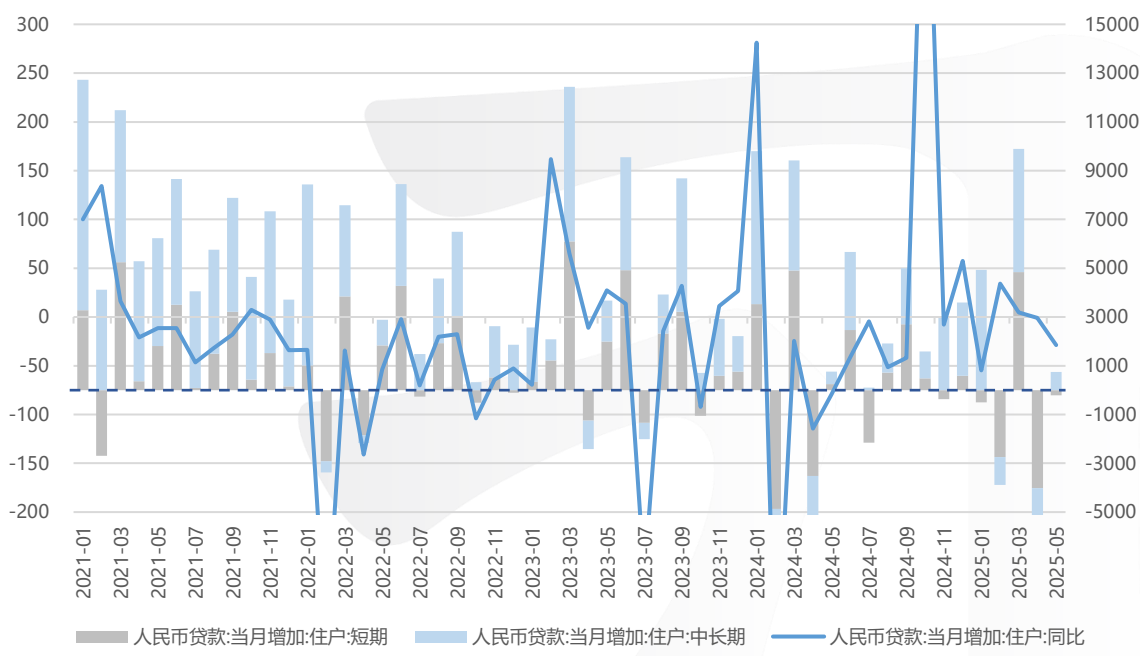
■ 信贷方面，整体同比少增近1/3，主要拖累来自企业中长贷和票据融资；企业短贷同比多增，或因贸易争端而增加短期资金周转需求；居民中长贷同比小幅增加。

图 企业（事）单位贷款



资料来源：Wind、永安期货研究中心

图 居民贷款

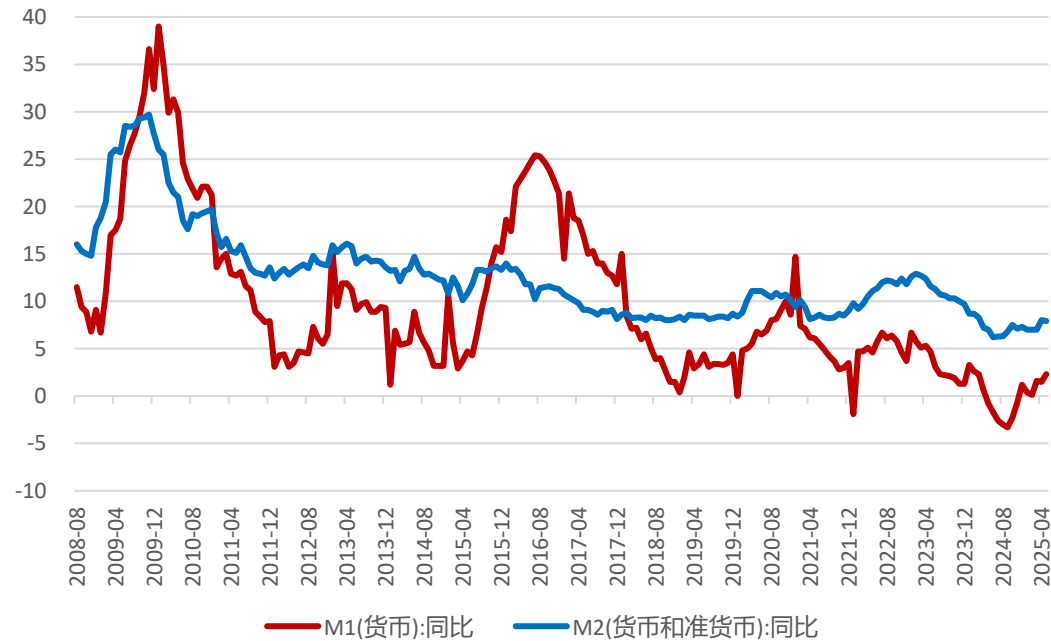


资料来源：Wind、永安期货研究中心

基数变化推升M1同比

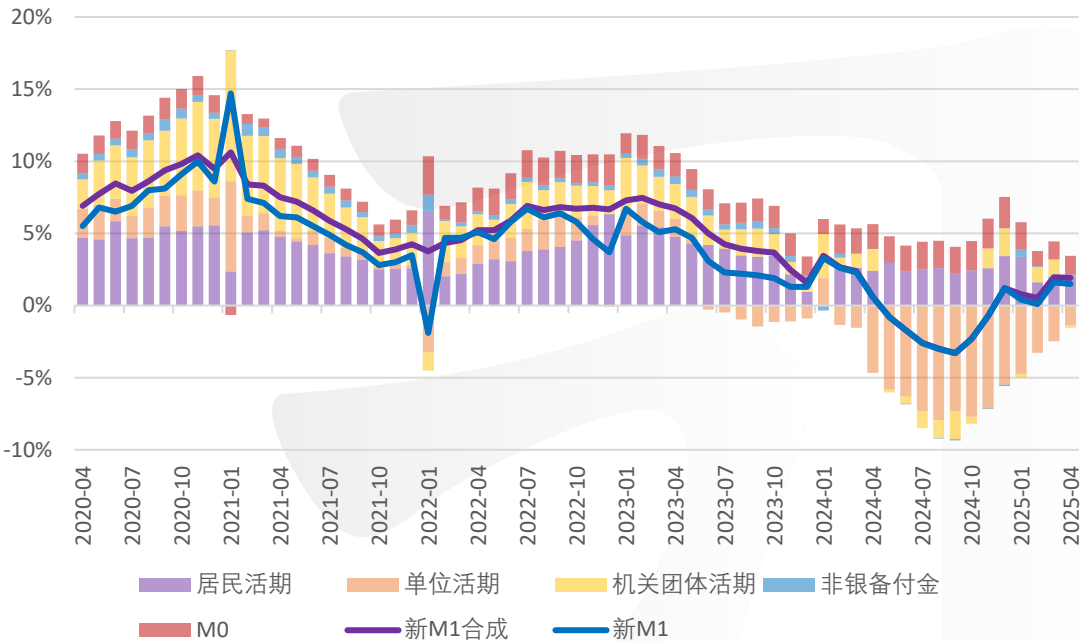
- 5月末，广义货币(M2)同比增长7.9% (-0.1pct) ；狭义货币(M1)同比增长2.3% (+0.8pct) 。
- M2同比变化不大，M1同比受到去年同期基数走低影响（禁止手工补息），以及存款降息后部分定期转活期，同比增速较上月有所抬升。

图 M1M2同比



资料来源：Wind、永安期货研究中心

图 M1同比贡献拆分

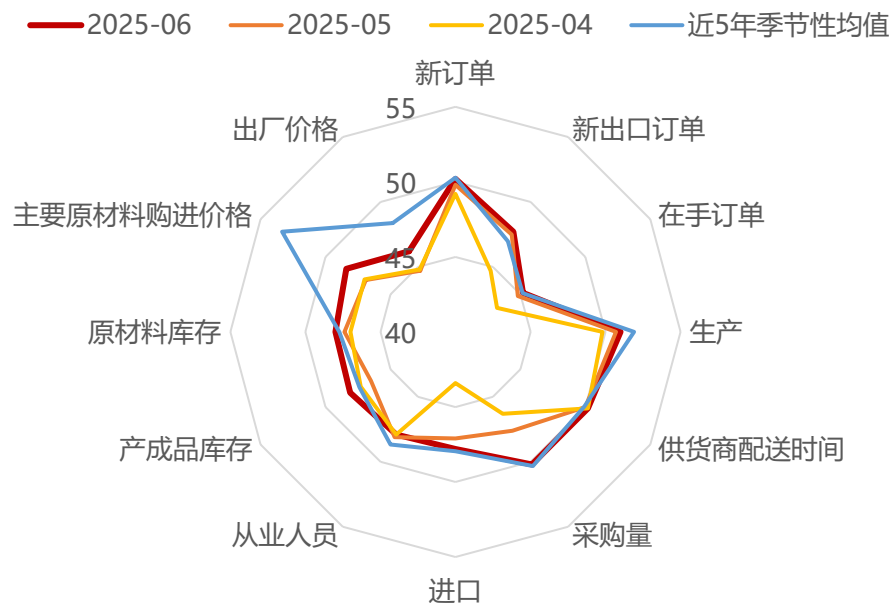


资料来源：Wind、永安期货研究中心

PMI：6月弱修复

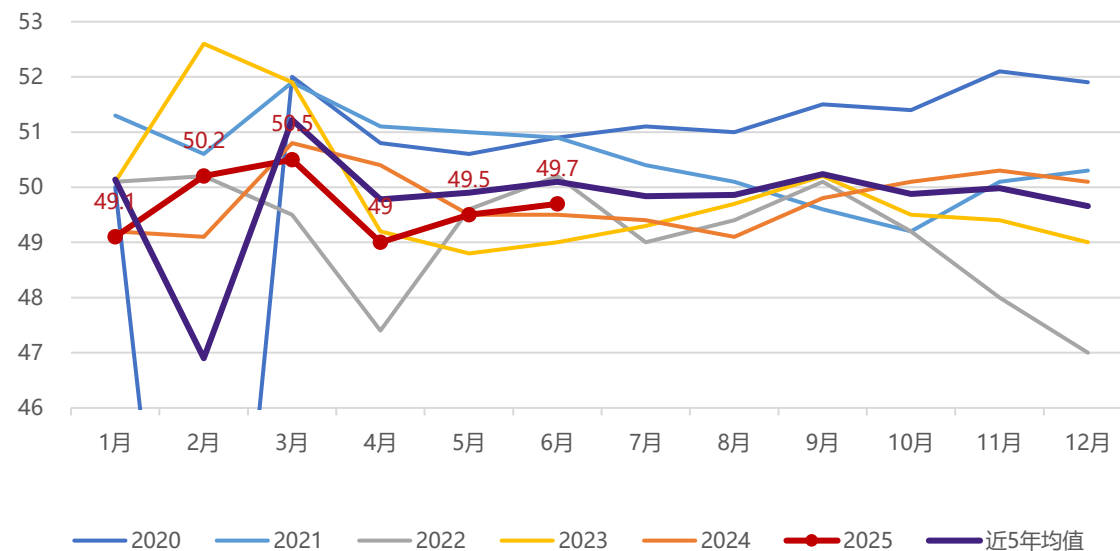
- 6月份，制造业采购经理指数(PMI)为49.7% (+0.2pct)；其中，生产指数为51.0% (+0.3pct)，新订单指数为50.2% (+0.4pct)，新出口订单指数为47.7 (+0.2pct)，原材料库存指数为48.2% (+0.6pct)。
- 制造业PMI连续第三月处于收缩区间，但边际上继续修复回升。在5月迎来关税战缓和后，新出口订单指数连续两个月修复，并带动生产回升；但考虑到环比基数偏低的情况下新出口订单指数仍仅录得47.7%，出口回补的动能或比较有限，对于增长的拉动可能转弱。不过代表内需的新订单指数亦有回升，存量政策继续发力下对总需求仍能起到一定支撑。
- 制造业两大价格分项在6月均有改善，地缘冲突引发的能源价格上涨或是主要驱动力；随着冲突走向平息，价格回升的持续性可能不佳。

图 制造业PMI分项



资料来源：Wind、永安期货研究中心

图 PMI季节性

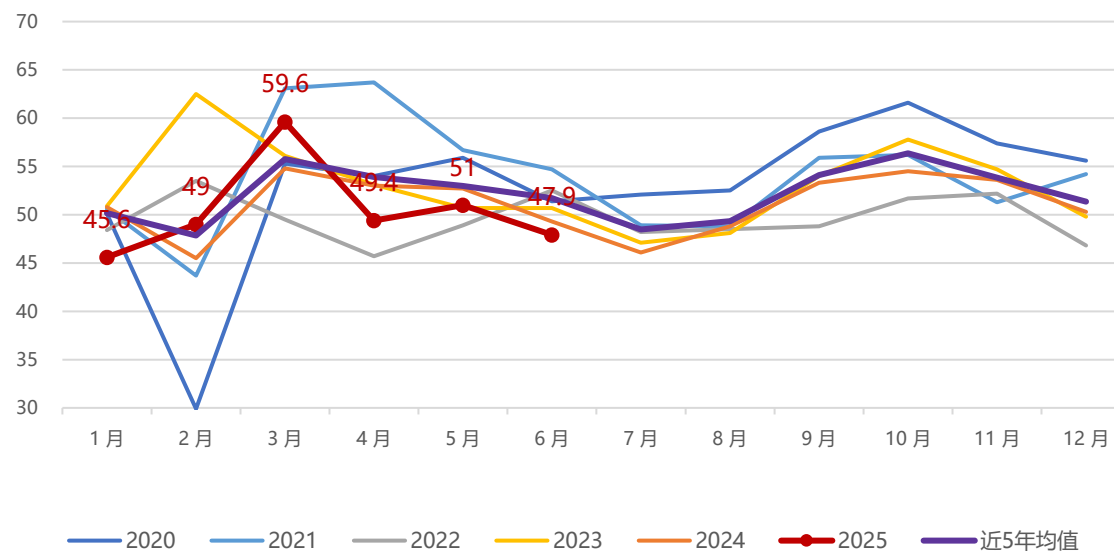


资料来源：Wind、永安期货研究中心

EPMI：新动能增长放缓

- 6月EPMI值录得47.9%，环比-3.1pct，同比-1.4pct，与往年均值差值-2.9pct。
- 生产量回落5.5pct至47.9%，出口订货回落6.6pct至42.9%，购进价格回落2.4pct至49.3%，进口回落至36.5%，用户库存回升至51.5%，就业回升至50.3%，配送回落至51.1%，研发活动回升至55%，新产品投产回落至55.3%，贷款难度回升0.8至49.5%。
- 6月战略性新兴产业EPMI为47.9%，较上月大幅下滑3.1个百分点，为历史同期最低水平；经营预期则回落8个百分点，反映出新兴产业对于后市经营预期更趋谨慎。

图 EPMI季节性



资料来源：Wind、永安期货研究中心

非制造业：服务业预期一般

- 6月份，非制造业商务活动指数为50.5% (+0.2pct)。分行业看，建筑业商务活动指数为52.8% (+1.8pct)；服务业商务活动指数为50.1% (-0.1pct)。
- 非制造业方面，整体同样小幅回升，其中建筑业景气度低位反弹，土木工程表现继续好于房建；服务业继续低位震荡，活动预期指数下行至近5年同期最低水平，对于暑期旺季的预期一般。

图 建筑业商务活动指数

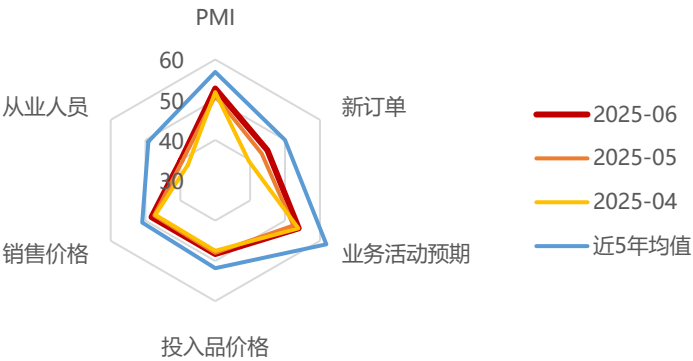


图 建筑业商务活动指数季节性

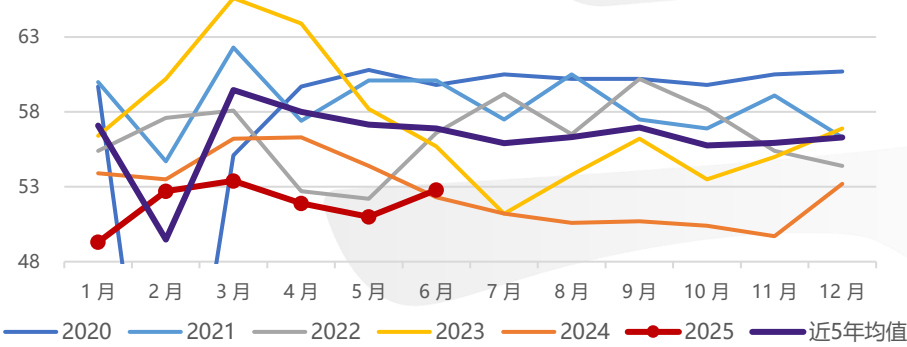


图 服务业商务活动指数

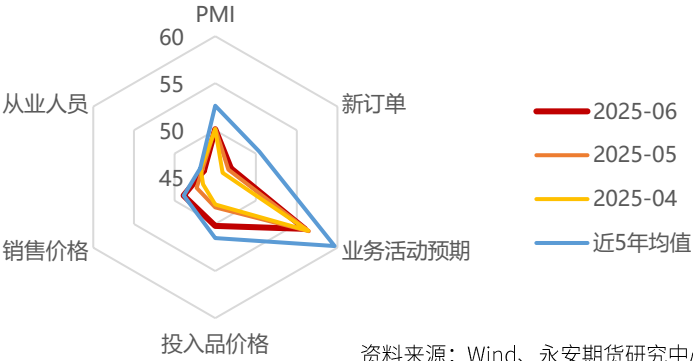
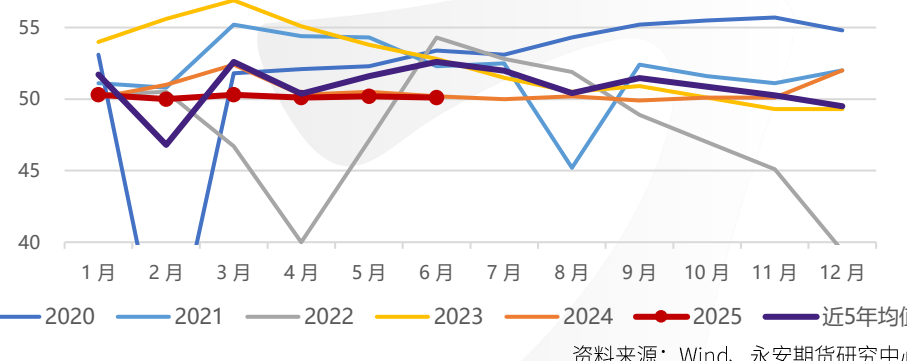


图 服务业商务活动指数季节性



资料来源：Wind、永安期货研究中心

资料来源：Wind、永安期货研究中心

地产：土地成交

图 100大中城市供应土地和成交溢价率

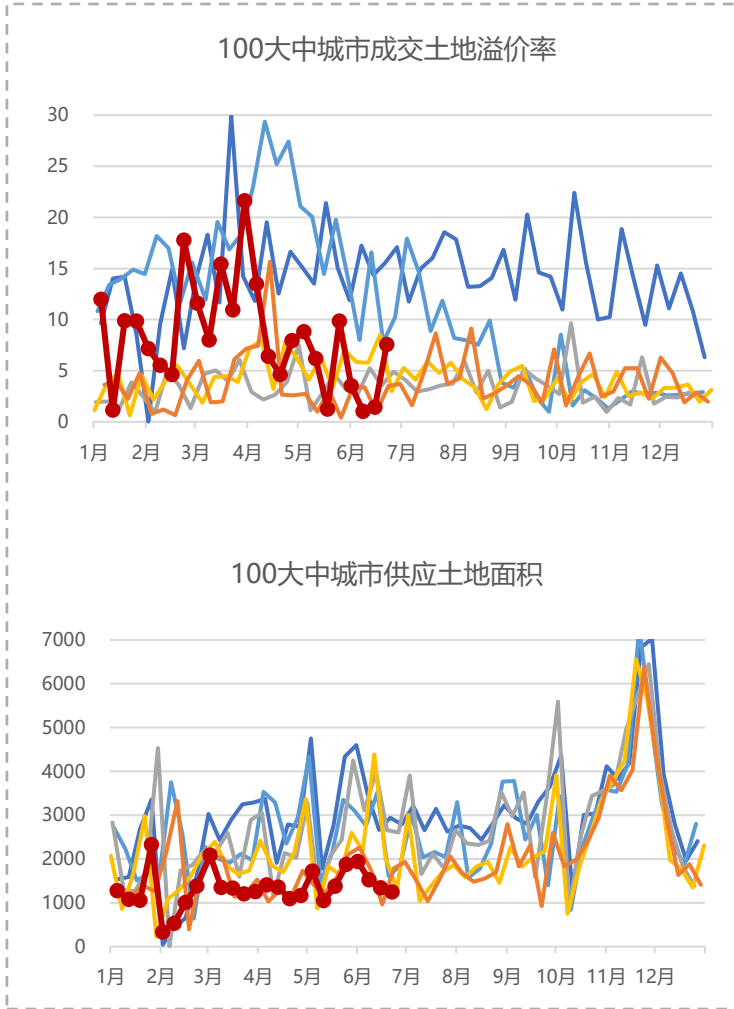
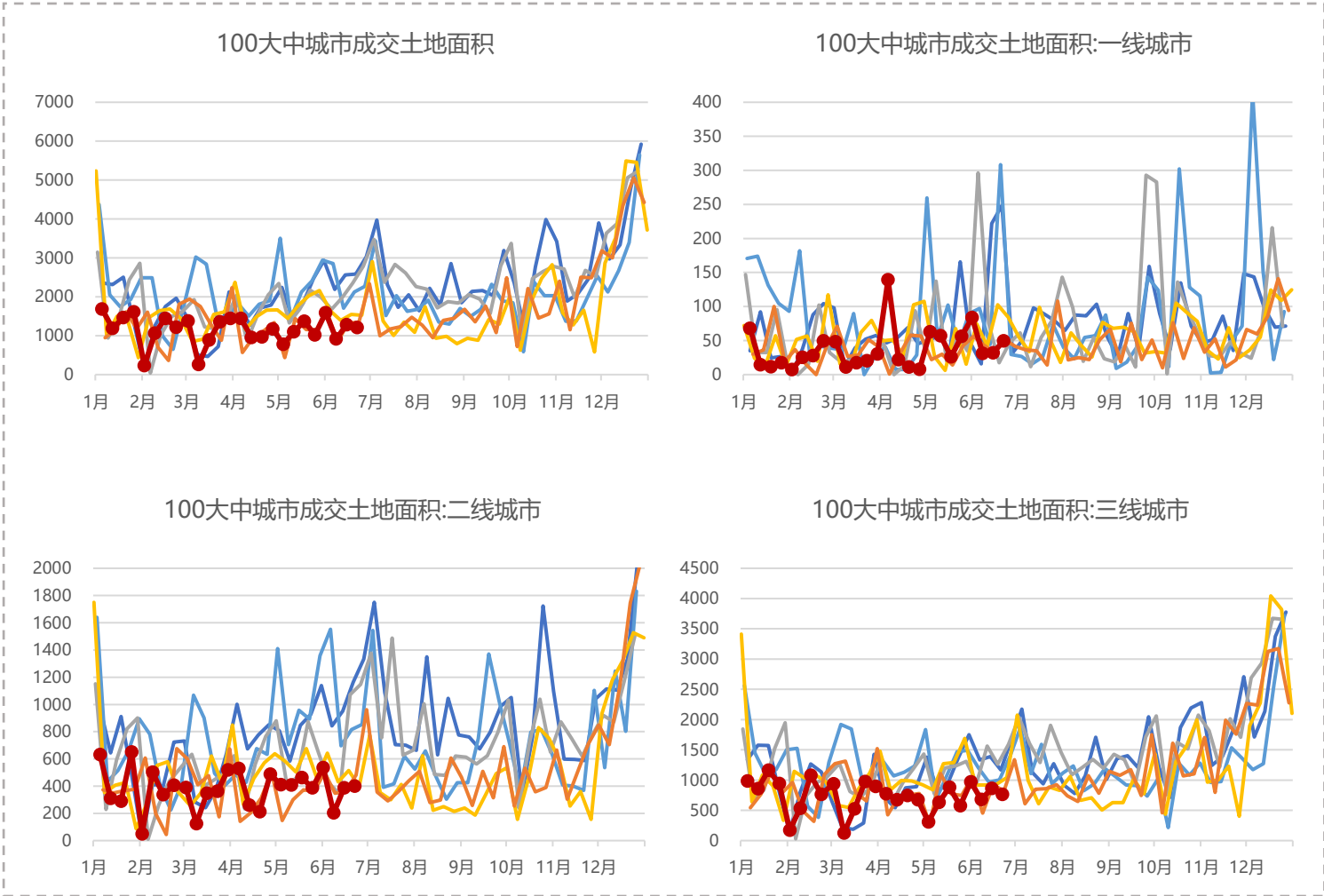
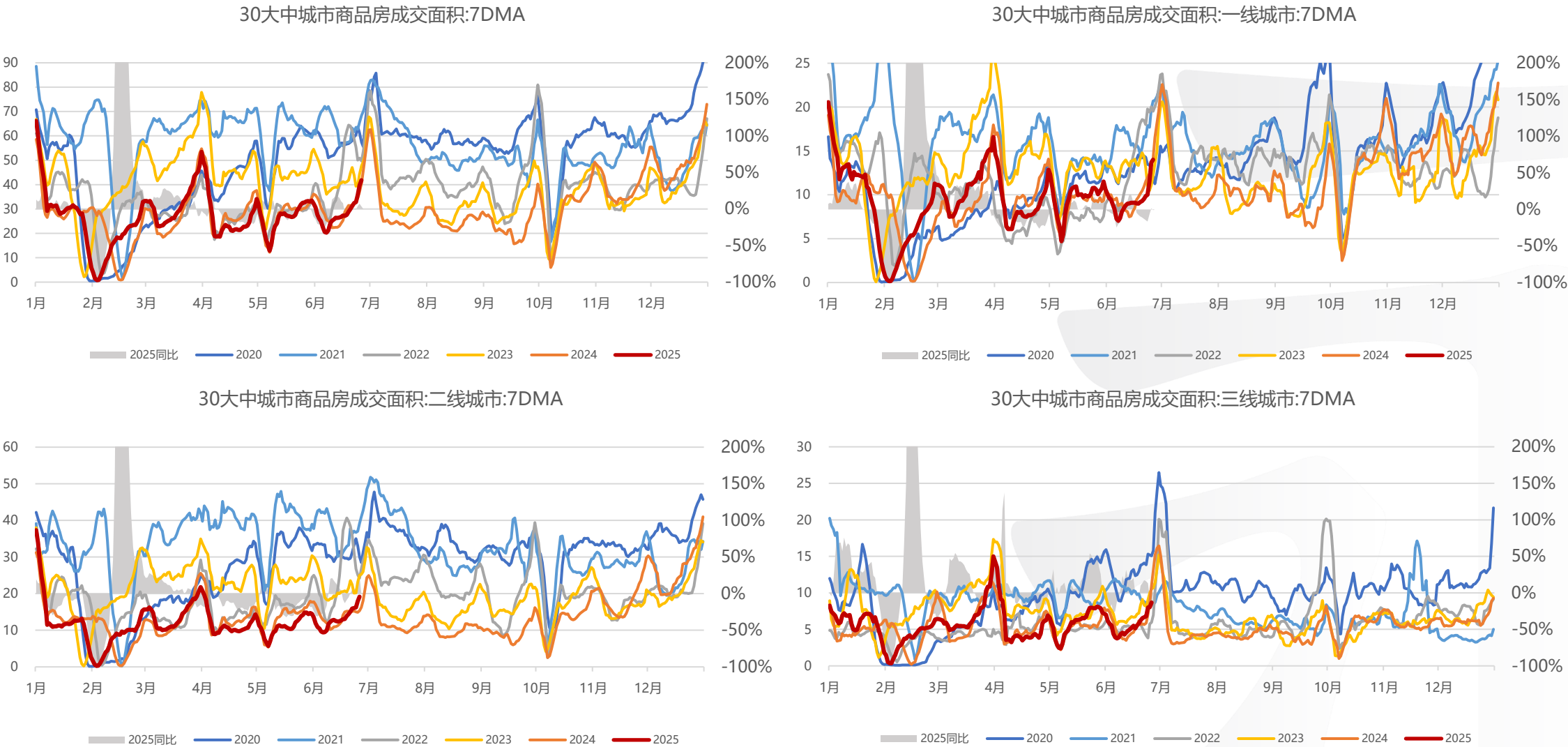


图 100大中城市成交土地面积



— 2019 — 2020 — 2021 — 2022 — 2023 — 2024

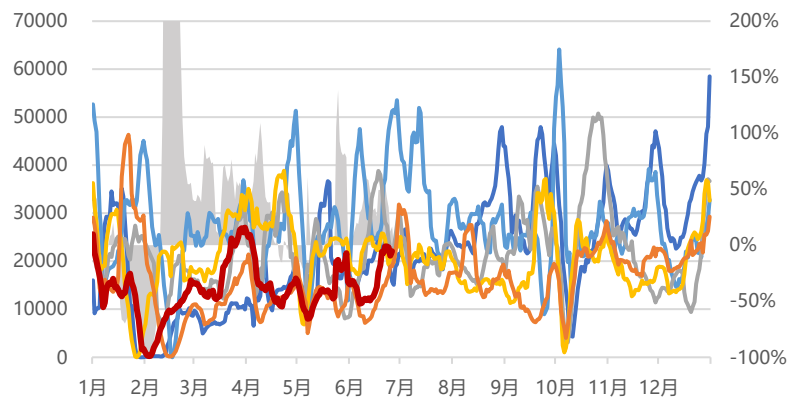
图 30大中城市商品房成交面积



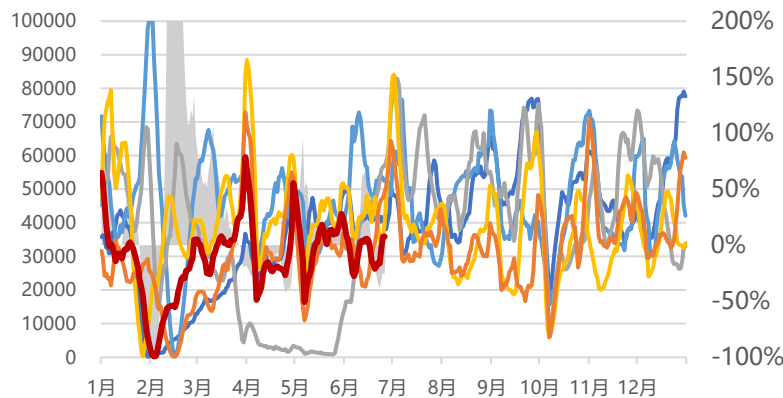
地产：重点城市楼市

图 部分重点城市新房和二手房成交

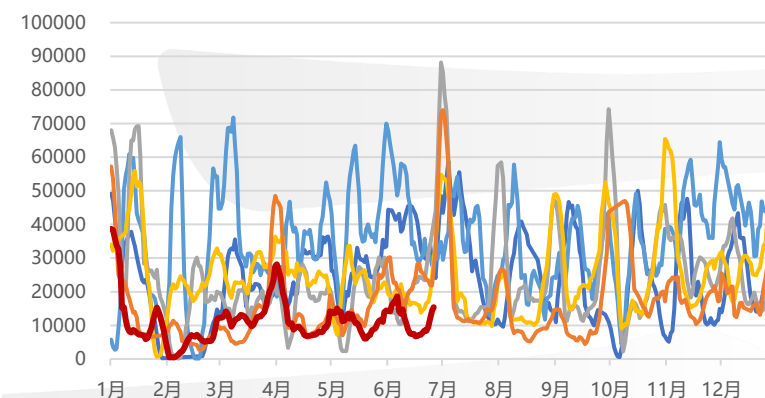
北京:住宅成交:7DMA



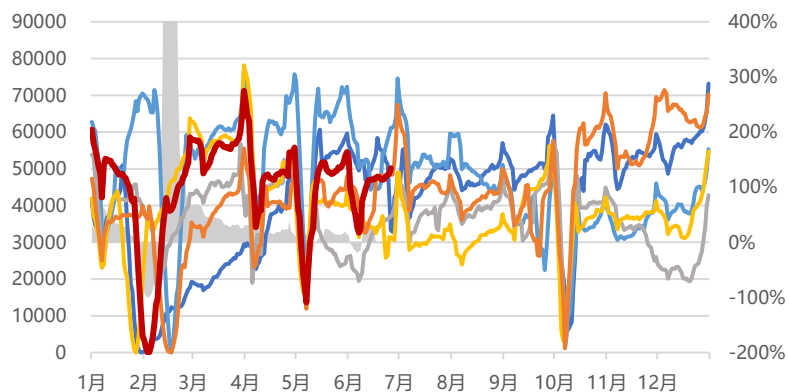
上海:商品房成交:7DMA



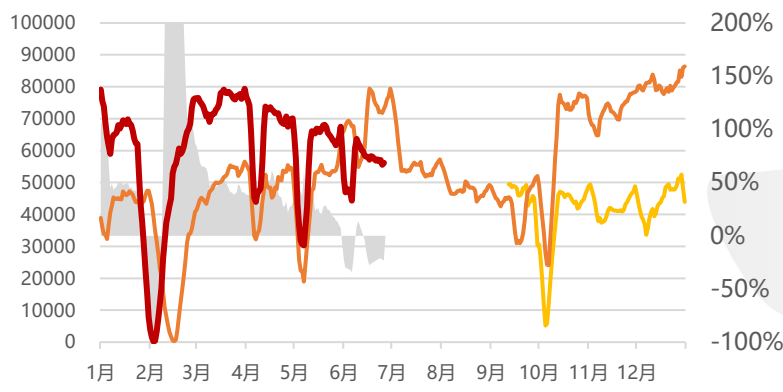
杭州:商品房成交面积:7DMA



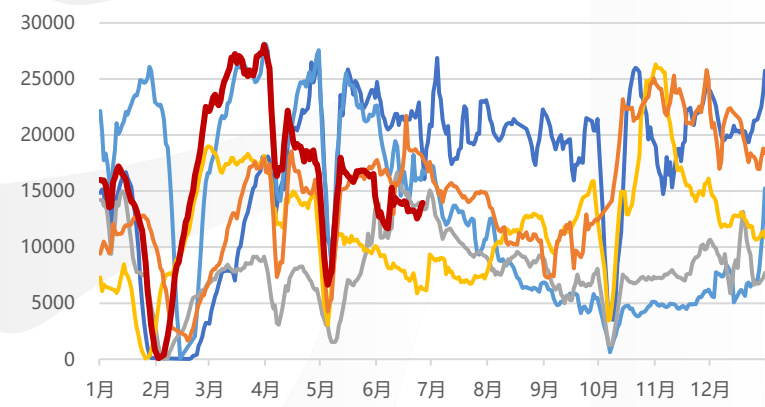
北京:二手房成交:7DMA



上海:二手房成交:7DMA

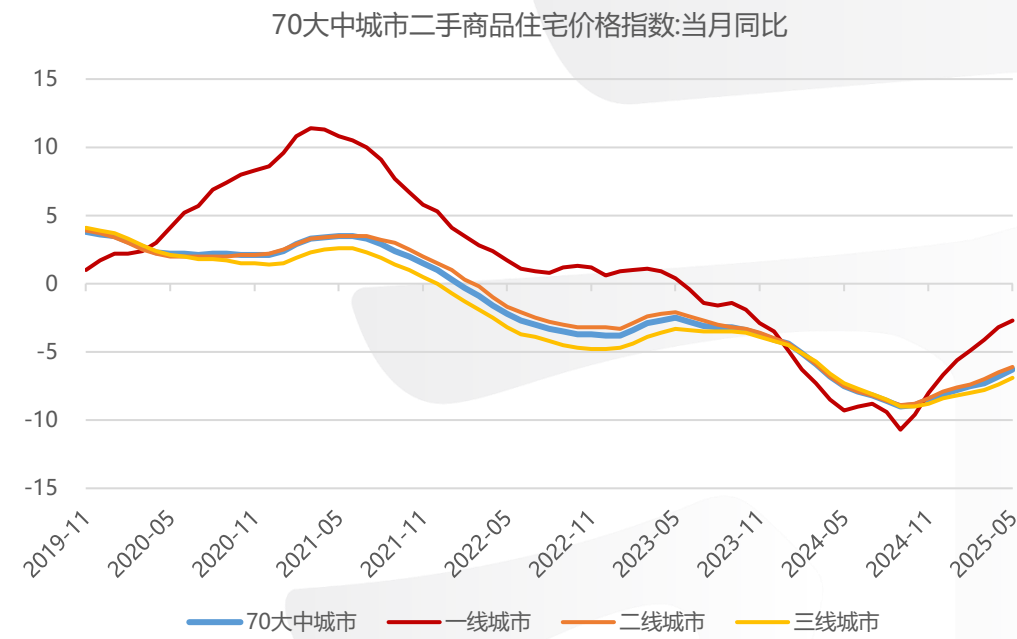
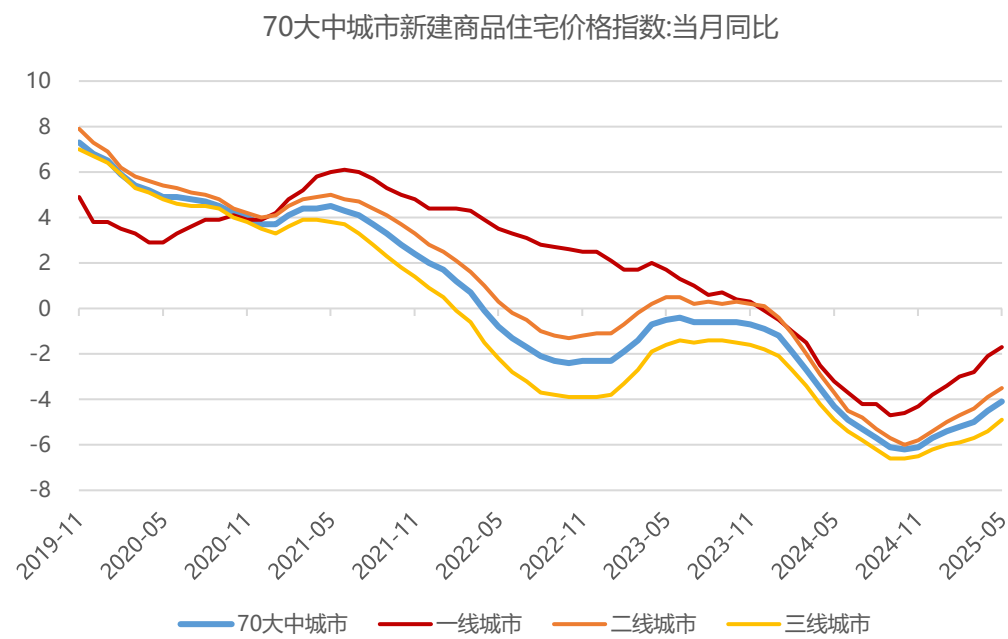


杭州:二手房成交面积:住宅:7DMA



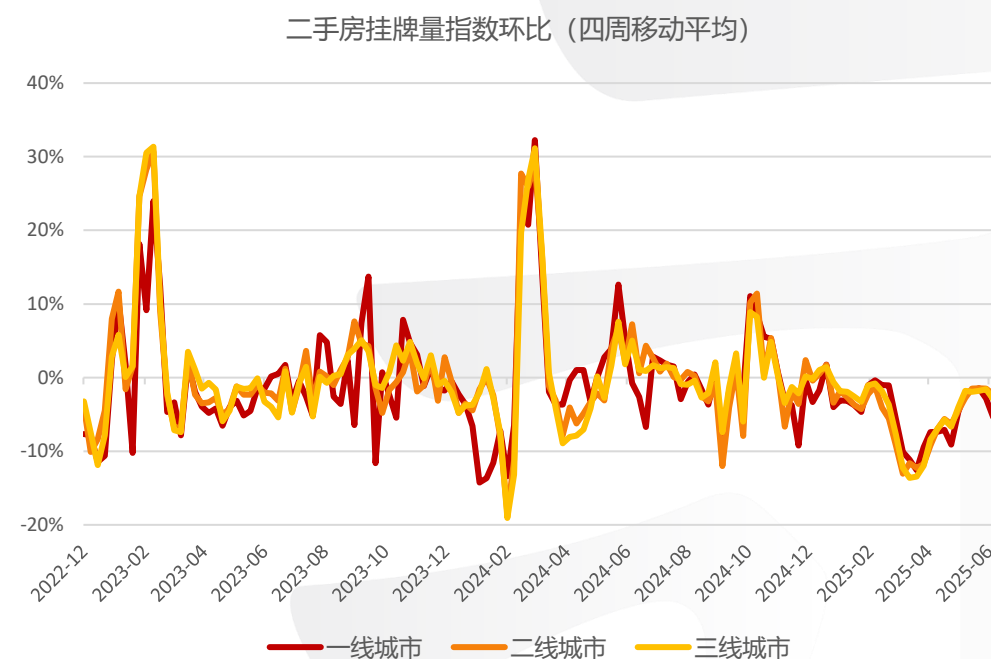
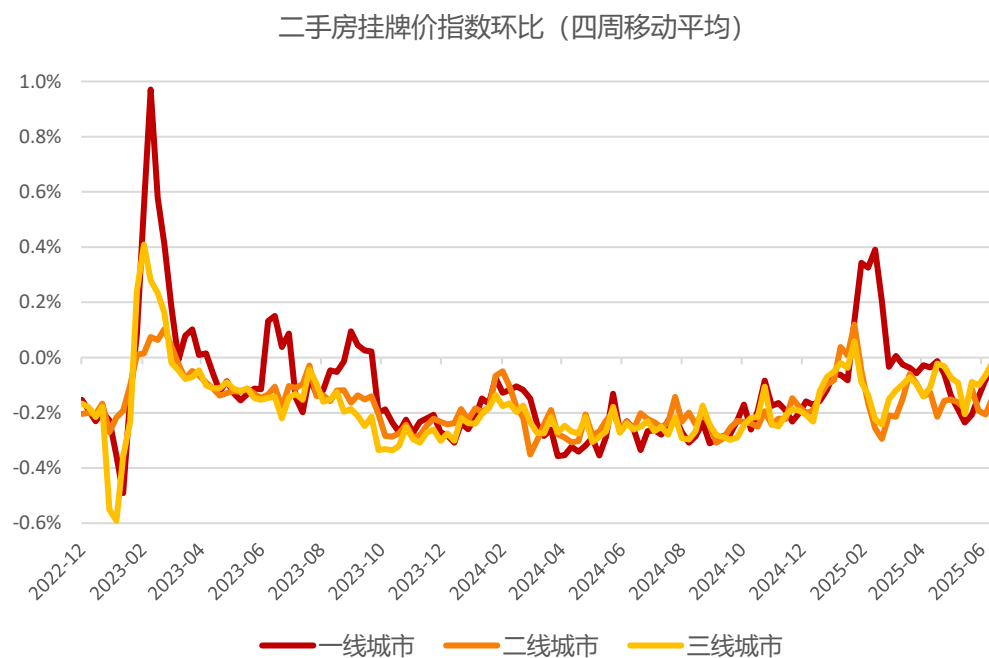
比 — 2020 — 2021 — 2022 — 2023 — 2024 — 2025

图 70大中城市住宅价格指数



资料来源：Wind、永安期货研究中心

图 二手房挂牌量价指数



资料来源：Wind、永安期货研究中心

地产：商品房库存

图 商品房库存

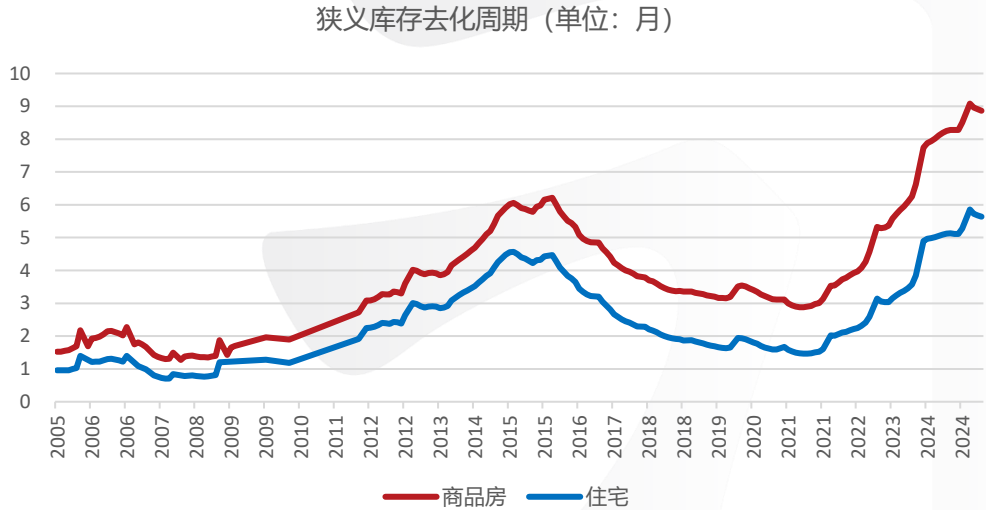
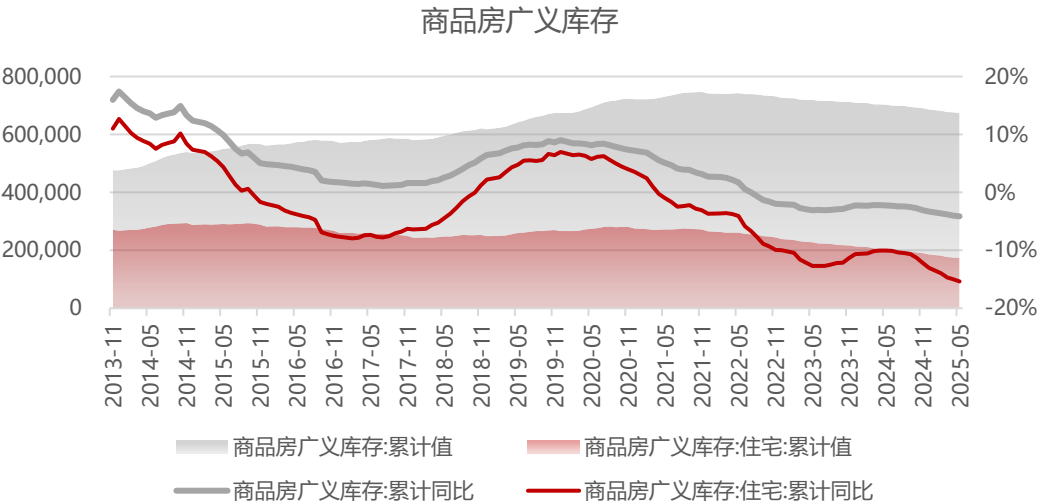
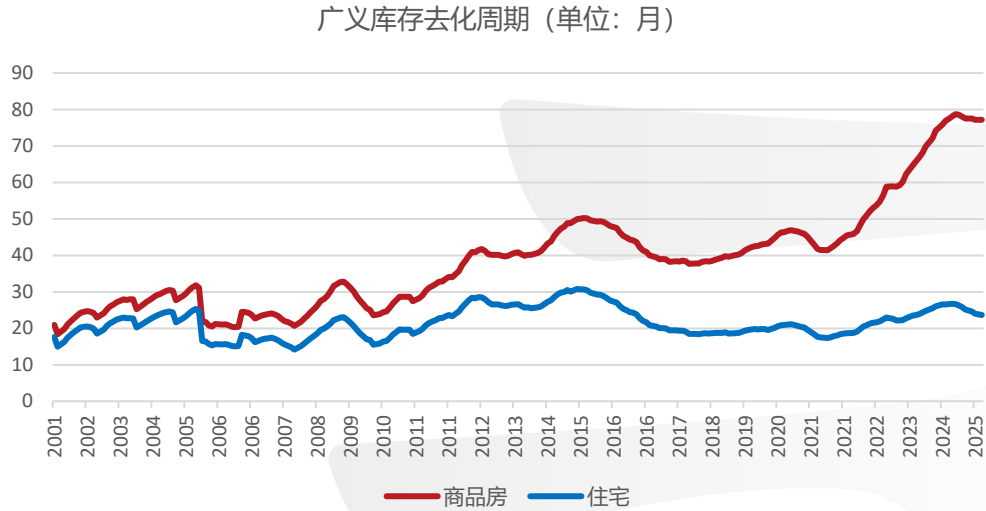
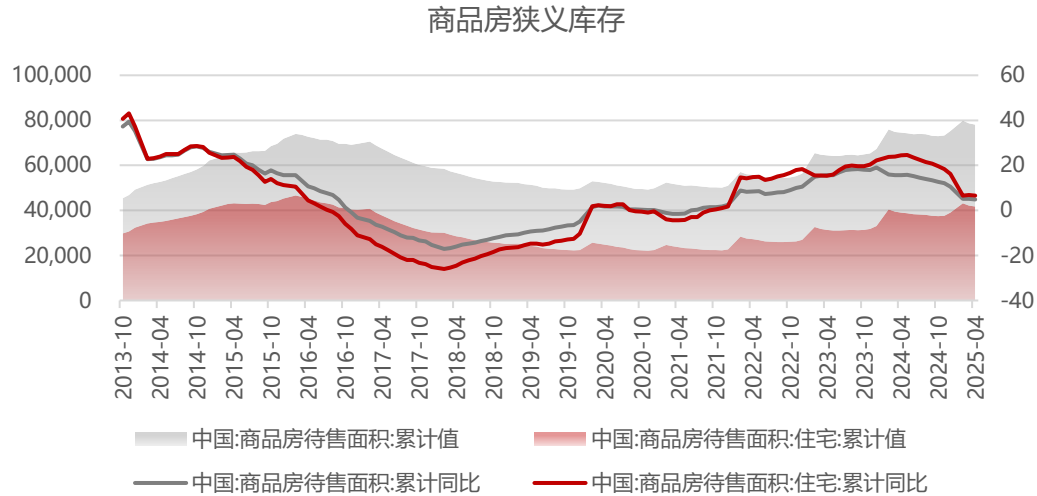


图 商品房库存（单位：亿平米）

土地视角	施工视角			施工+库存视角	库存视角
累计出让土地 382.20	累计新开工 325.86	累计竣工 189.51		已售已竣工 181.77	累计销售 259.27
				累计竣工待售（狭义库存） 7.74	
		开工后未竣工 136.35	停工 73.85	已售未竣工（期房） 77.50	累计未售（广义库存） 122.93
			施工 62.50	未售未竣工 58.85	
	已出让未开工土地 56.33				

资料来源：Wind、克而瑞、永安期货研究中心

谢谢
THANKS



免责声明

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但我司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。