



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

政策显效，消费释放潜力

——2025年5月经济数据点评

日期：2025年06月21日

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《关税冲击下，出口表现韧性》

——2025年05月14日

《油价拖累，通胀低位运行》

——2025年05月14日

《开局良好，内需发力》

——2025年04月18日

■ 主要观点

政策显效，消费释放潜力

5月主要数据表现仍然偏稳，消费释放潜力。作为经济成效综合体现的工业增长继续回落，但仍是去年以来月度增速中偏高的水平，增速仍可观。三大门类产业仅制造业有所回落，各行业生产除汽车、有色金属冶炼之外以下降为主，汽车生产保持较快增长。

作为经济第一增长动力的投资小幅下滑。其中基建投资、制造业投资均有所下滑。今年财政政策将全方位发力，赤字率和财政赤字全面上调。超长期特别国债以及地方政府专项债券额度增加，财政支出强度明显加大。财政政策持续用力、更加给力。加快地方政府专项债券等发行使用，带动了到位资金的改善和项目的推进。在“两重”以及大规模设备更新政策带动下，有望加快形成实物工作量，也将有助于拉动基建投资持续发力，制造业投资也将有所支撑。房地产投资在经历年初的大幅改善之后连续回落，地产投资仍待企稳。为促进房地产市场止跌回稳，土地、财税、金融等政策相继出台。政策持续显效，房地产投资有望筑底回稳，需持续关注。

5月份，社会消费品零售总额41326亿元，同比增长6.4%，增速比上月加快1.3个百分点，创下近期新高。5月服装、汽车、食品、通讯器材消费均有所回升，其中通讯器材显著回升。5月商品零售增速以及餐饮消费增速均有所回升。在“五一”“端午”假期、“6·18”平台促销、消费品以旧换新政策等共同作用下，消费表现亮眼。

需求改善，经济有望向好

开年经济运行偏暖，实现良好开局。但4月以来外部环境冲击影响加大，但经济仍然维持了稳定的运行。中美经贸会谈后，外部压力也有所缓解。而根据政治局会议的部署，将统筹国内经济工作和国际经贸斗争，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，加紧实施更加积极有为的宏观政策，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。我们认为在政策刺激下，基建投资有望在“两重”项目的推进下持续增长，房地产投资在政策主力下有望止跌回稳，减少对固定资产投资的拖累。我们认为作为经济第一增长动力的投资有望平稳增长，加上消费的刺激政策显效，国内需求改善，经济有望持续向好。

■ 风险提示

地缘政治事件恶化，国际金融形势改变，中美政策超预期变化。

目 录

1 事件：5 月份宏观数据公布.....	3
2 事件解析：数据特征和变动原因.....	3
2.1 工业生产增速仍可观.....	3
2.2 行业生产以下降为主.....	4
2.3 基建、制造业投资均有下滑.....	4
2.4 地产投资仍待企稳.....	5
2.5 消费发力，加速回升.....	6
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 政策显效，消费释放潜力	7
4 事件预测：趋势判断.....	8
4.1 需求改善，经济有望向好	8
5 风险提示：	8

图

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 3：固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	5
图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	6
图 5：城镇与乡村消费品零售额增速（同比，%）	6
图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）	7

表

表 1：本期经济数据增速（%）	3
-----------------------	---

1 事件：5 月份宏观数据公布

工业生产继续回落。5 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.8%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，5 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.61%。1—5 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.3%。

固定资产投资小幅下滑。2025 年 1—5 月份，全国固定资产投资（不含农户）191947 亿元，同比增长 3.7%。其中，民间固定资产投资同比持平。从环比看，5 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.05%。

消费回升至新高。5 月份，社会消费品零售总额 41326 亿元，同比增长 6.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额 37316 亿元，增长 7.0%。1—5 月份，社会消费品零售总额 203171 亿元，增长 5.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额 184324 亿元，增长 5.6%。

表 1：本期经济数据增速（%）

	本期值	前值
工业增加值（当月）	5.8	6.1
固定资产投资（不含农户，累计）	3.7	4.0
社会消费品零售（当月）	6.4	5.1

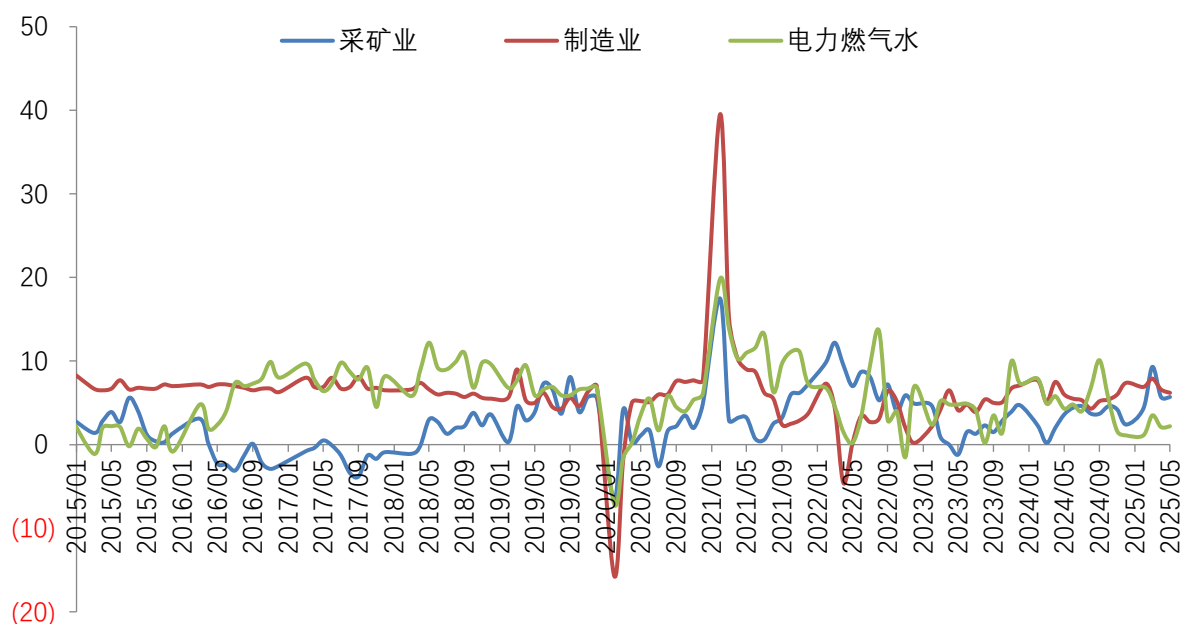
资料来源：国家统计局，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 工业生产增速仍可观

5 月工业生产虽然继续回落，但仍是去年以来月度增速中偏高的水平，增速仍可观。分三大门类看，5 月份，采矿业增加值同比增长 5.7%，制造业增长 6.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 2.2%。三大门类产业仅制造业有所回落。从产量的增速来看，原煤、原油产量均有所回升；制造业方面，上游产品有所回落，下游产品则有所回升；公共事业方面，发电量下滑、天然气产量回升。另外出口交货值也有所回落。

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）

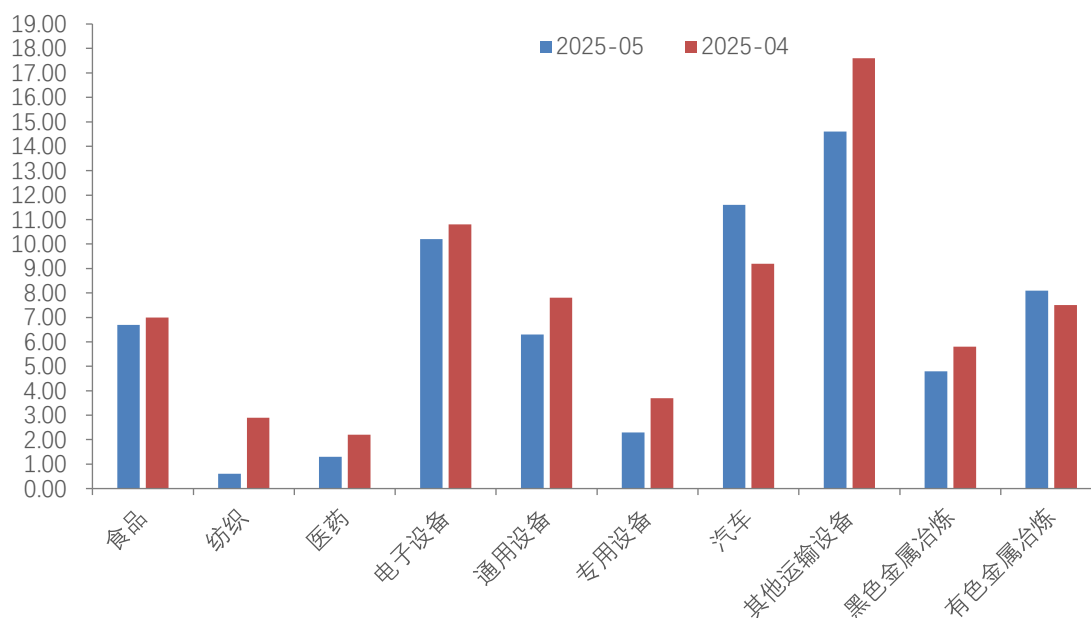


资料来源：IFIND，上海证券研究所

2.2 行业生产以下降为主

分行业看，与 4 月相比，5 月各行业生产除汽车、有色金属冶炼之外以下降为主，汽车生产保持较快增长。

图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）



资料来源：IFIND，上海证券研究所

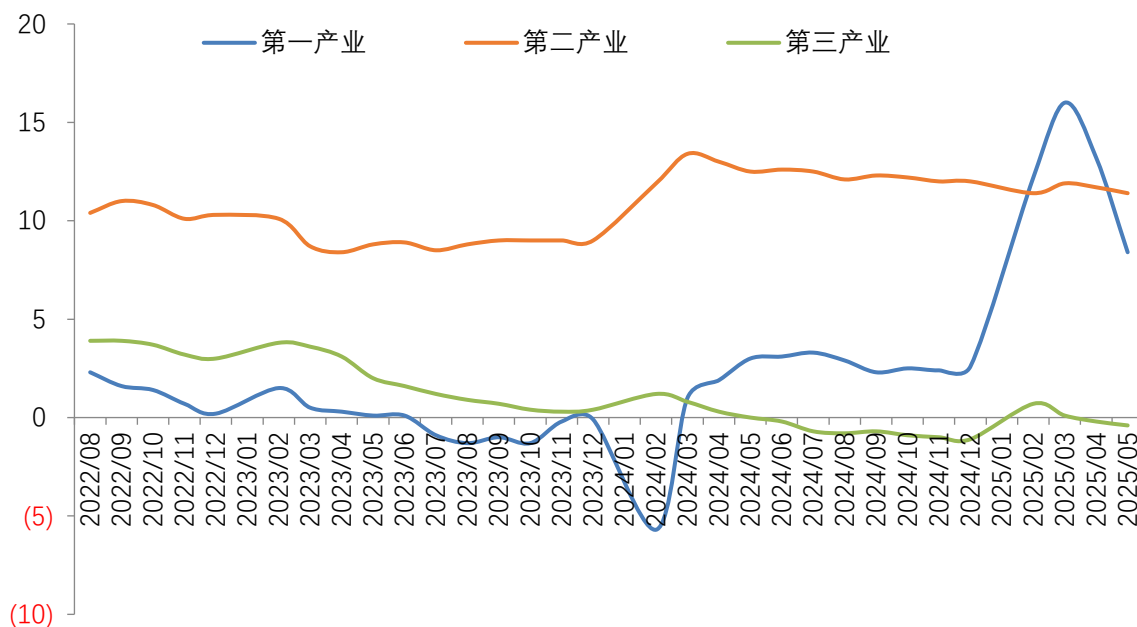
2.3 基建、制造业投资均有下滑

2025 年 1—5 月份，全国固定资产投资同比增长 3.7%，增速比上月回落 0.3 个百分点。其中，第一产业投资 3847 亿元，同比增

长 8.4%；第二产业投资 67996 亿元，增长 11.4%；第三产业投资 120104 亿元，下降 0.4%。三大产业累计投资增速均有所下滑。

分项来看，基建投资小幅下滑，但仍然偏稳。今年财政政策将全方位发力，赤字率和财政赤字全面上调。超长期特别国债以及地方政府专项债券额度增加，财政支出强度明显加大。财政政策持续用力、更加给力。加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用，带动了到位资金的改善和项目的推进。在“两重”以及大规模设备更新政策带动下，有望加快形成实物工作量，也将有助于拉动基建投资持续发力，制造业投资也将有所支撑。5 月制造业投资增速小幅下降 0.3 个百分点，增速仍维持在 8% 以上水平。

图 3：固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

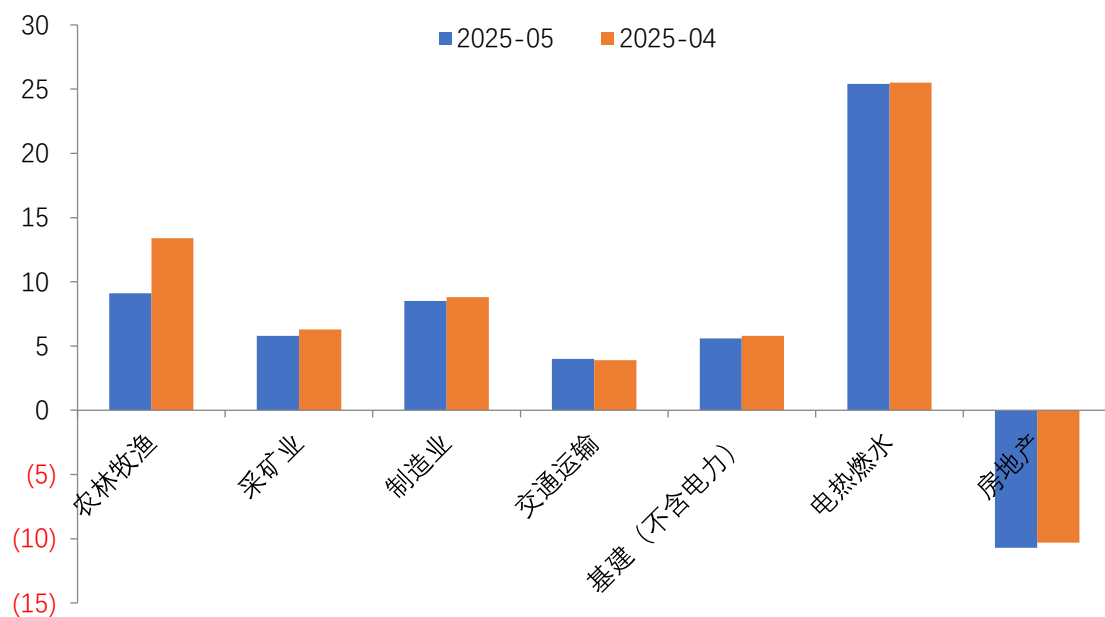


资料来源：IFIND，上海证券研究所

2.4 地产投资仍待企稳

1—5 月份，全国房地产开发投资 36234 亿元，同比下降 10.7%，降幅扩大 0.4 个百分点。分项来看，地产销售面积降幅略有扩大；供给端新开工、施工米面积跌幅收窄。从房企开发资金的来源来看，房地产资金跌幅有所扩大，其中除个人按揭贷款外跌幅均有不同程度扩大。房地产投资在经历年初的大幅改善之后连续回落，地产投资仍待企稳。为促进房地产市场止跌回稳，土地、财税、金融等政策相继出台。政策持续显效，房地产投资有望筑底回稳，需持续关注。

图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

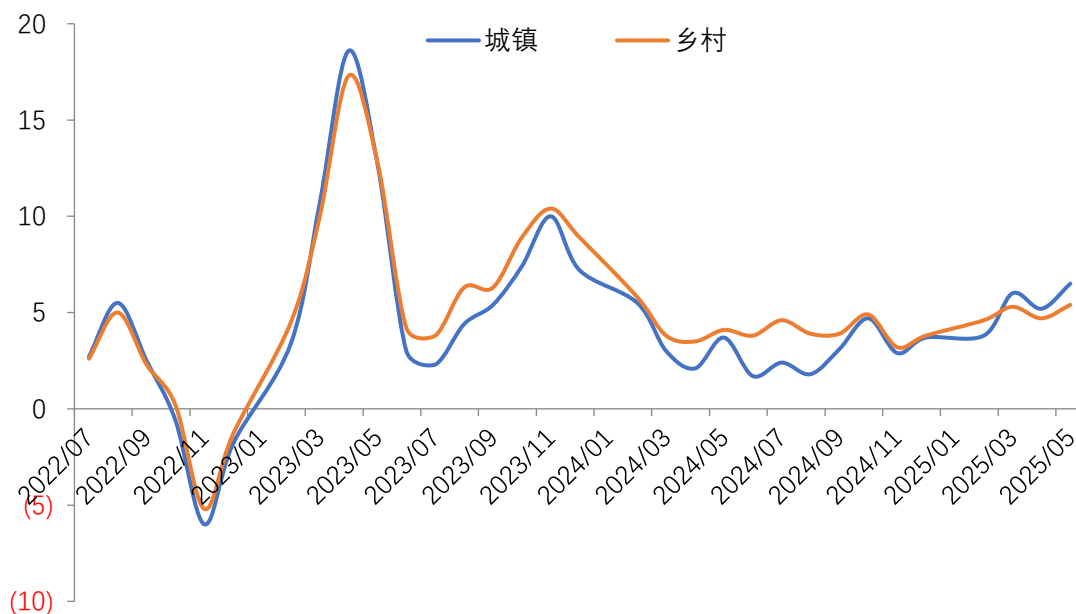


资料来源：IFIND，上海证券研究所

2.5 消费发力，加速回升

5 月份，社会消费品零售总额 41326 亿元，同比增长 6.4%，增速比上月加快 1.3 个百分点，创下近期新高。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额同比增长 6.5%；乡村消费品零售额增长 5.4%。城乡消费均有所加快。

图 5：城镇与乡村消费品零售额增速（同比，%）



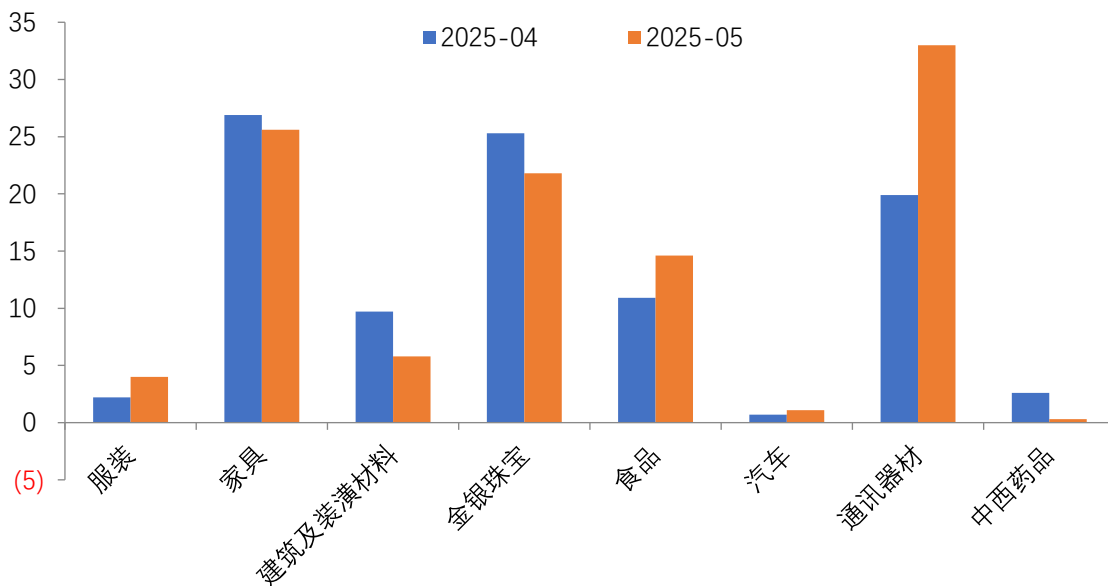
资料来源：IFIND，上海证券研究所

5 月服装、汽车、食品、通讯器材消费均有所回升，其中通讯器材显著回升。5 月商品零售增速以及餐饮消费增速均有所回升。

请务必阅读尾页重要声明

在“五一”“端午”假期、“6·18”平台促销、消费品以旧换新政策等共同作用下，消费表现亮眼。

图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）



资料来源：IFIND，上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 政策显效，消费释放潜力

5 月主要数据表现仍然偏稳，消费释放潜力。作为经济成效综合体现的工业增长继续回落，但仍是去年以来月度增速中偏高的水平，增速仍可观。三大门类产业仅制造业有所回落，各行业生产除汽车、有色金属冶炼之外以下降为主，汽车生产保持较快增长。

作为经济第一增长动力的投资小幅下滑。其中基建投资、制造业投资均有所下滑。今年财政政策将全方位发力，赤字率和财政赤字全面上调。超长期特别国债以及地方政府专项债券额度增加，财政支出强度明显加大。财政政策持续用力、更加给力。加快地方政府专项债券等发行使用，带动了到位资金的改善和项目的推进。在“两重”以及大规模设备更新政策带动下，有望加快形成实物工作量，也将有助于拉动基建投资持续发力，制造业投资也将有所支撑。房地产投资在经历年初的大幅改善之后连续回落，地产投资仍待企稳。为促进房地产市场止跌回稳，土地、财税、金融等政策相继出台。政策持续显效，房地产投资有望筑底回稳，需持续关注。

5 月份，社会消费品零售总额 41326 亿元，同比增长 6.4%，增

速比上月加快 1.3 个百分点，创下近期新高。5 月服装、汽车、食品、通讯器材消费均有所回升，其中通讯器材显著回升。5 月商品零售增速以及餐饮消费增速均有所回升。在“五一”“端午”假期、“6·18”平台促销、消费品以旧换新政策等共同作用下，消费表现亮眼。

4 事件预测：趋势判断

4.1 需求改善，经济有望向好

开年经济运行偏暖，实现良好开局。但 4 月以来外部环境冲击影响加大，但经济仍然维持了稳定的运行。中美经贸会谈后，外部压力也有所缓解。而根据政治局会议的部署，将统筹国内经济工作和国际经贸斗争，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，加紧实施更加积极有为的宏观政策，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。我们认为在政策刺激下，基建投资有望在“两重”项目的推进下持续增长，房地产投资在政策主力下有望止跌回稳，减少对固定资产投资的拖累。我们认为作为经济第一增长动力的投资有望平稳增长，加上消费的刺激政策显效，国内需求改善，经济有望持续向好。

5 风险提示：

地缘政治事件恶化，国际金融形势改变，中美政策超预期变化。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	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	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。