

5 月经济数据点评：需求侧出现分化



魏争 分析师
Email: weizheng@lczq.com
证书: S1320524100001



沈夏宜 分析师
Email: shenxiayi@lczq.com
证书: S1320523020004

摘要:

生产：工业生产边际放缓，服务业较强。5月，工业增加值同比增速5.8%，略高于万得一致预期5.7%。环比增速0.6%，强于往年。规上工业企业产销率为95.9%，较上月下降1.3个百分点。出口交货值为4.1%，较上月下降1.0个百分点。指向关税扰动下出口边际放缓对生产的影响延续。结构上看，三大行业中制造业增加值增速边际放缓。产品产量上看，传统工业品产量增速维持低位，高技术领域产品产量增速较高。5月，服务业生产指数同比6.2%，保持较高增速。其中，信息传输、软件和信息技术服务业同比增速11.2%，维持上升趋势。

投资：基建、制造业、地产投资回落。5月，固定资产投资单月增速2.7%，累计增速3.7%，年内累计同比首次放缓至4.0%以下。**基建方面**，广义基建累计增速10.4%，较上月下降0.5个百分点；狭义基建累计增速依旧低位徘徊，增速为5.6%，较上月下降0.2个百分点。电力投资在基建中流砥柱地位不变。**制造业方面**，5月，制造业投资累计增速8.5%，较上月下降0.3个百分点。“两新”政策下，设备工器具购置增速依旧较高，累计同比增速为17.3%。分行业看，上游原材料制造业投资进一步走低，同比增速1.6%。中游设备制造业投资增速7.3%。其中，通用设备、专用设备、计算机、航空航天等行业增速较高，分别为17.5%、7.9%、7.0%、26.1%。下游消费品制造业增速为13.2%。其中，食品、纺织业、汽车制造增速分别为16.1%、15.1%、23.4%。制造业投资分化反映新旧动能转换阶段的特征，一方面，传统行业如地产领域的去化带来传统工业品产能过剩，工业品价格疲弱导致上游原材料投资增速偏弱。另一方面，经济高质量发展相关的新兴领域投资较强，中游设备投资成为制造业投资主要支撑项。**地产方面**，地产投资降幅扩大，增速回落至去年同期水平。投资端看，5月，房地产投资增速-10.7%，增速水平重返去年平均水平（-10.5%）。需求端看，商品房销售面积、销售额增速降幅进一步扩大，累计增速分别为-2.9%、-3.8%。资金端看，一季度，房地产资金累计到位增速-5.3%，其中，国内贷款资金到位增速再次转负，指向政策效应呈现逐渐减弱迹象。价格端看，一线、二线、三线城市二手房和新房价格指数环比均不同程度走弱。地产“四端”边际走弱，指向地产动能出现回踩苗头，预计政策会进一步加码巩固前期成效。

消费：餐饮消费、商品消费双双升温。5月，社零同比增速6.4%。结构上看，餐饮消费增速5.9%，较上月上升0.7个百分点。商品消费同比增

相关报告

财政发力进度跟踪（20250616）

2025.06.16

5月金融数据点评：信心与盈利是点燃信用扩张的关键火种

2025.06.16

美国宏观月报：5月通胀就业好于预期，稳定市场信心

2025.06.16

速 6.5%，较上月上升 1.4 个百分点。限上商品消费同比增速为 8.2%，较上月上升 1.6 个百分点。其中，家具类、家用电器类、通讯器材类消费增速大幅提升，分别为 25.6%、53.0%、33.0%，指向在“以旧换新”政策红利下，耐用品消费持续升温。耐用品中，汽车消费增速依旧低迷，同比增速为 1.1%。根据乘联会数据，5 月中国乘用车零售销量将同比增长 13.3%，远超汽车消费额增速，指向价格收缩依旧是拖累汽车消费增速的主要原因。金银珠宝消费依旧受金价影响继续放量，增速达 21.8%；文化办公用品、体育娱乐用品消费维持高增，增速分别为 30.5%、28.3%，指向文体旅游、“谷子”经济等新消费场景对消费的支撑。

展望：政策结构性发力下，经济预计延续韧性。5 月，生产端看，工业生产在出口不确定背景下边际放缓。需求端看，经济数据呈现分化：“以旧换新”政策支持下，消费增速超预期；地产投资拖累下，固定资产投资增速低于预期。往前看，我们预计政策将结构性发力弥补短板，一是地产近期表现显示政策效力边际减弱，后续或出台应对政策；二是超长期特别国债、专项债发行高峰已近，财政发力有望进一步提振基建，弥补地产缺口；三是“以旧换新”补贴政策将根据消费状况灵活调整节奏，消费动能有望贯穿全年。总体看，在政策空间充裕情况下，预计下半年经济将继续维持韧性。

风险提示：国内政策落地不及预期，海外政策变动超预期。

目 录

1. 生产：工业生产边际放缓，服务业较强	5
2. 投资：基建、制造业、地产投资回落	6
3. 消费：显著回升	8
4. 展望：政策结构性发力下，经济预计延续韧性	9
风险提示	9

图表目录

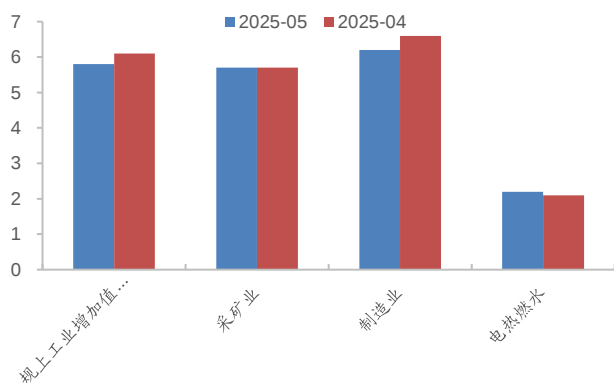
图 1	制造业增加值增速边际走弱 (%)	5
图 2	规上企业产销率 (%)	5
图 3	出口交货值同比增速 (%)	5
图 4	服务业生产指数同比增速 (%)	5
图 5	高新技术领域产品产量增速较高 (%)	6
图 6	固定资产投资放缓 (%)	7
图 7	基建投资回落 (%)	7
图 8	广义基建分项增速 (%)	7
图 9	狭义基建分项增速 (%)	7
图 10	“两新”政策为制造业投资提供重要支撑 (%)	7
图 11	商品房销售面积累计增速 (%)	8
图 12	地产资金到位增速 (%)	8
图 13	70 城新房价格指数环比 (%)	8
图 14	70 城二手房价格指数环比 (%)	8
图 15	社零当月增速 (%)	9
图 16	餐饮消费、商品消费增速均放缓 (%)	9
图 17	消费品类别当月增速 (%)	9

1. 生产：工业生产边际放缓，服务业较强

工业、服务业生产维持韧性。5月，工业增加值同比增速为5.8%，略高于万得一致预期5.7%，较上月下降0.3个百分点。环比增速为0.6%，强于往年。规上工业企业产销率为95.9%，较上月下降1.3个百分点。出口交货值为4.1%，较上月下降1.0个百分点。指向关税扰动下出口边际放缓对生产的影响延续。结构上看，三大行业中制造业增加值增速边际放缓，同比增速6.2%，较上月下降0.4个百分点。5月，服务业生产指数同比6.2%，保持较高增速。其中，信息传输、软件和信息技术服务业同比增速11.2%，较上月上升0.8个百分点，维持上升趋势。

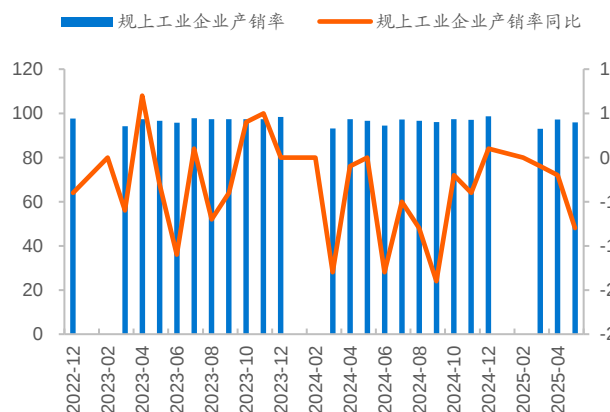
高新技术领域产品产量增速较高。产品产量上看，传统工业品产量增速维持低位。生铁、粗钢、钢材、水泥、平板玻璃产量增速分别为-3.3%、-6.9%、3.4%、-8.1%、-5.7%，指向建筑链条依旧疲弱。高技术领域产品产量增速较高。汽车、新能源汽车、工业机器人、光伏电池等产品产量高增，同比增速分别为11.3%、31.7%、35.5%、27.8%。

图1 制造业增加值增速边际走弱 (%)



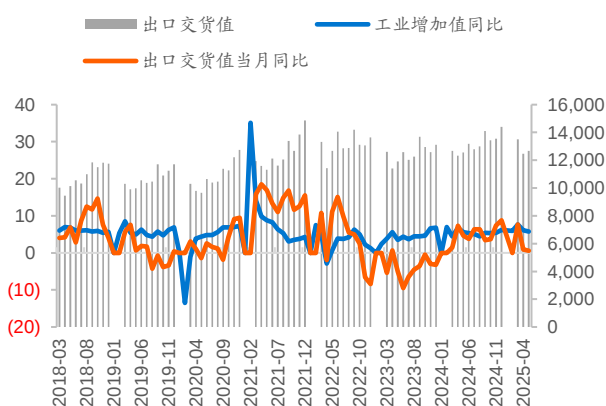
资料来源：Wind，联储证券研究院

图2 规上企业产销率 (%)



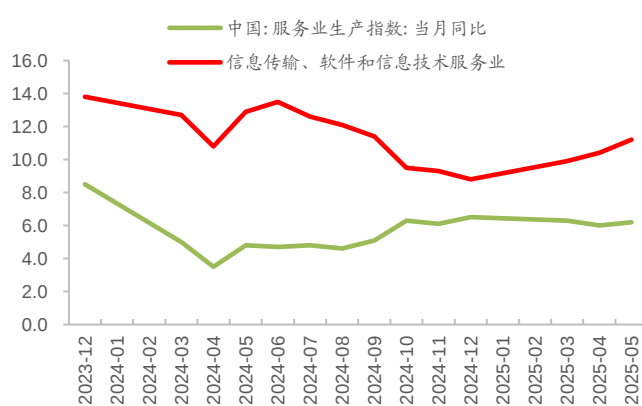
资料来源：Wind，联储证券研究院

图3 出口交货值同比增速 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图4 服务业生产指数同比增速 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图5 高新技术领域产品产量增速较高(%)

产量		2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10
上游能源类	发电量	0.5	0.9	1.8	0.0	0.6	0.9	2.1
	火电	1.2	(2.3)	(2.3)	0.0	(2.6)	1.4	1.8
	水电	(14.3)	(6.5)	9.5	0.0	5.5	(1.9)	(14.9)
	核电	6.7	12.4	23.0	0.0	11.4	3.1	2.2
	风电	11.0	12.7	8.2	10.4	6.6	(3.3)	34.0
	太阳能	7.3	16.7	8.9	27.4	28.5	10.3	12.6
上游原材料	天然原油	1.8	1.5	3.5	0.0	1.4	0.2	2.5
	天然气	9.1	8.1	5.0	0.0	3.6	3.1	8.4
	原煤	4.2	3.8	9.6	0.0	4.2	1.8	4.6
	发电设备	43.1	124.2	107.2	66.0	17.9	(0.7)	14.2
	焦炭	2.4	7.1	4.1	0.0	0.2	0.6	(0.9)
	氢氧化钠(烧碱)	2.3	4.5	2.8	0.0	5.2	7.0	3.3
	硫酸	5.7	9.0	2.0	0.0	2.1	4.9	4.7
	化学纤维	5.2	5.3	6.3	0.0	5.5	2.3	4.1
	乙烯	14.4	10.1	6.1	0.0	3.8	(1.7)	(5.5)
	生铁	(3.3)	0.7	3.1	(0.5)	9.4	3.9	1.4
	粗钢	(6.9)	0.0	4.6	(1.5)	11.8	2.5	2.9
中游工业品	铁矿石原矿量	0.0	(4.9)	(14.7)	0.0	(5.8)	(9.3)	(4.1)
	钢材	3.4	6.6	8.3	4.7	7.1	5.1	3.5
	十种有色金属	2.9	3.1	3.7	1.4	3.2	1.5	0.6
	水泥	(8.1)	(5.3)	2.5	(5.7)	(2.0)	(10.7)	(7.9)
下游消费品	平板玻璃	(5.7)	(4.6)	(6.7)	(6.1)	(1.1)	(5.6)	(6.0)
	金属切削机床	6.3	15.6	23.0	14.4	35.0	10.5	7.1
	工业机器人	35.5	51.5	16.7	27.0	36.7	29.3	33.4
	智能手机	(1.7)	(6.4)	7.0	(6.8)	(1.0)	3.7	6.1
	集成电路	11.5	4.0	9.2	4.4	12.5	8.7	11.8
	微型电子计算机	8.1	(2.2)	7.8	7.2	8.9	(6.4)	4.6
	移动通信手持机	(7.2)	(11.9)	0.4	(6.1)	(1.0)	4.4	7.2
	智能手机	(1.7)	(6.4)	7.0	(6.8)	(1.0)	3.7	6.1
	汽车	11.3	8.5	8.4	13.9	15.2	15.2	4.8
	新能源汽车	31.7	38.9	40.6	47.7	43.2	51.1	48.6
	运动型多用途乘用车	10.5	11.4	4.9	7.6	24.6	26.0	18.2
	太阳能电池(光伏电池)	27.8	33.4	23.6	0.0	20.7	10.9	13.2

资料来源: Wind, 联储证券研究院

2. 投资: 基建、制造业、地产投资回落

固定资产投资增速略有回落, 韧性依旧。5月, 固定资产投资单月增速 2.7%, 较上月下降 0.8 个百分点。固定资产累计增速 3.7%, 年内同比首次放缓至 4.0% 以下。分项看, 三大分项均有不同程度回落。

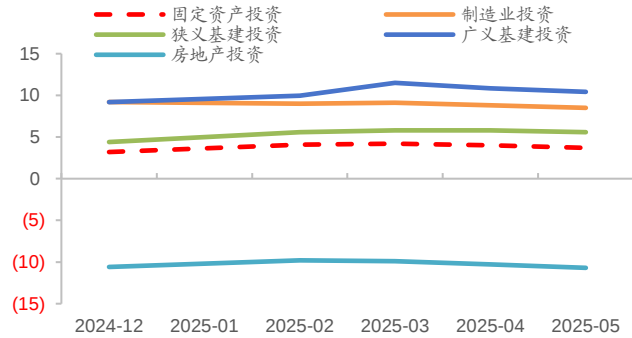
基建投资放缓。5月, 广义基建累计增速 10.4%, 较上月下降 0.5 个百分点。结构上看, 电热燃水投资仍保持较高增速, 同比增速 25.4%, 基本与上月持平。狭义基建累计增速依旧低位徘徊, 增速为 5.6%, 较上月下降 0.2 个百分点。指向电力投资在基建中流砥柱地位不变。

“两新”政策为制造业投资提供重要支撑。5月, 制造业投资累计增速 8.5%, 较上月下降 0.3 个百分点。“两新”政策下, 设备工器具购置增速依旧较高, 5月累计同比增速为 17.3%。**分行业看,**上游原材料制造业投资进一步走低, 同比增速 1.6%, 较上月下降 1.1 个百分点。中游设备制造业投资增速 7.3%, 较上月下降 0.9 个百分点。其中, 通用设备、专用设备、计算机、航空航天等行业增速较高, 分别为 17.5%、7.9%、7.0%、26.1%。下游消费品制造业增速为 13.2%, 其中, 食品、纺织业、汽车制造增速分别为 16.1%、15.1%、23.4%。制造业投资分化反映新旧动能转换阶段的特征, 一方面, 传统行业如地产领域的去化带来传统工业品产能过剩, 工业品价格疲弱导致上游原材料投资增速偏弱。另一方面, 经济高质量发展相关的新兴领域投资较强, 中游设备投资成为制造业投资主要支撑项。

地产投资降幅扩大, 增速回落至去年同期水平。投资端看, 5月, 房地产投资增速 -10.7%, 降幅较上月扩大 0.4 个百分点, 增速水平重返去年平均水平 (-10.5%)。**需求端看,**5月, 商品房销售面积、销售额增速降幅进一步扩大, 累计增速分别为 -2.9%、-3.8%。

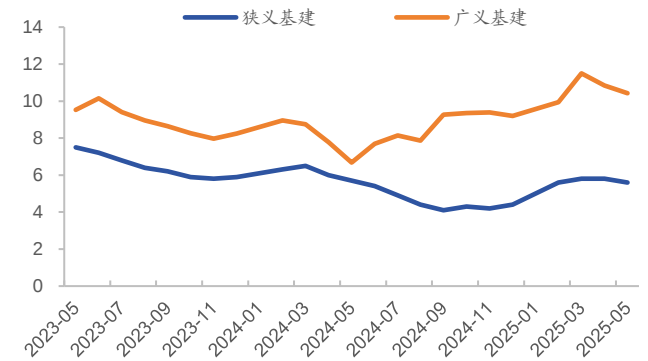
资金端看，一季度，房地产资金累计到位增速-5.3%，较上月下降 1.2 个百分点。其中，国内贷款资金到位增速再次转负，资金到位增速-1.7%，指向政策效应呈现逐渐减弱迹象。**价格端看**，一线、二线、三线城市二手房和新房价格指数环比均不同程度走弱。地产“四端”边际走弱，指向地产动能出现回踩苗头，预计政策会进一步加码巩固前期成效。

图6 固定资产投资放缓（%）



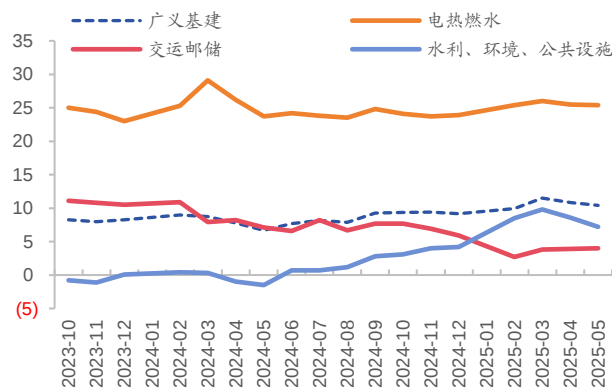
资料来源：Wind，联储证券研究院

图7 基建投资回落（%）



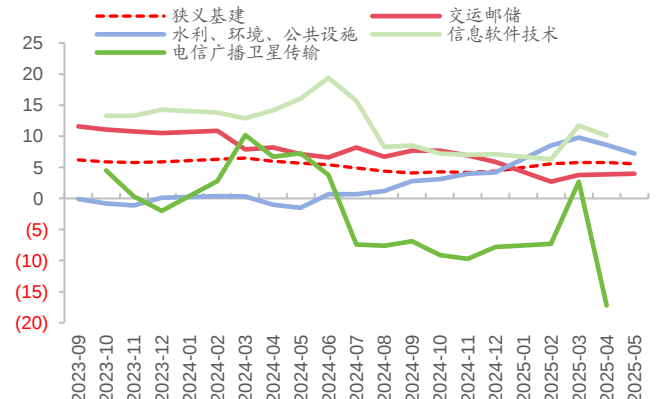
资料来源：Wind，联储证券研究院

图8 广义基建分项增速（%）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图9 狭义基建分项增速（%）



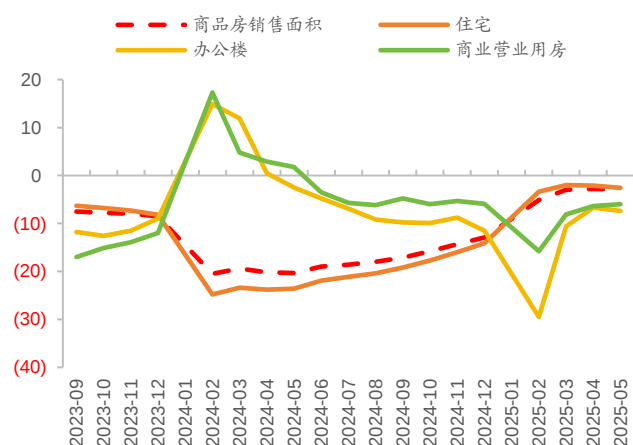
资料来源：Wind，联储证券研究院

图10 “两新”政策为制造业投资提供重要支撑（%）

项目	项目	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08
制造业	制造业	8.5	8.8	9.1	9	9.2	9.3	9.3	9.2	9.1
上游原材料	化学原料	0.4	1.3	2.1	6	8.6	9.6	11.2	10.1	10
	有色冶炼	14.3	16.4	17.9	16.1	24.2	25.3	25.9	24.8	26.2
	金属制品	11.0	11.5	12.2	10.8	16.6	16.3	15.8	16.4	17.3
	通用设备	17.5	17.9	17.2	21.6	15.5	14.9	14.2	14.9	13.8
中游装备制造	专用设备	7.9	8.4	8.1	9	11.6	11.7	11.9	12	12.8
	电气机械	-8.6	-7.5	-7.4	-8.6	-3.9	-3.4	-2.8	-1.6	-0.3
	电子设备	7.0	9	10.5	9.6	12	12.6	13.2	13.1	14.2
	航空航天等运	26.1	29.6	37.9	37.3	34.9	30.6	33	31.8	30.7
下游消费制造	农副食品	17.7	18.4	18.6	17.4	18	18.2	18.8	19.4	19.6
	食品制造	16.1	16.6	18	21	22.9	24.5	23.5	23.5	26.1
	纺织业	15.1	14.7	13.5	13.6	15.6	16.2	15.2	14.6	13.5
	医药制造	0.9	2.6	4.4	3.5	6.9	6	6.2	7.4	7.3
	汽车制造	23.4	23.6	24.5	27	7.5	7.2	5.9	5.8	5.4

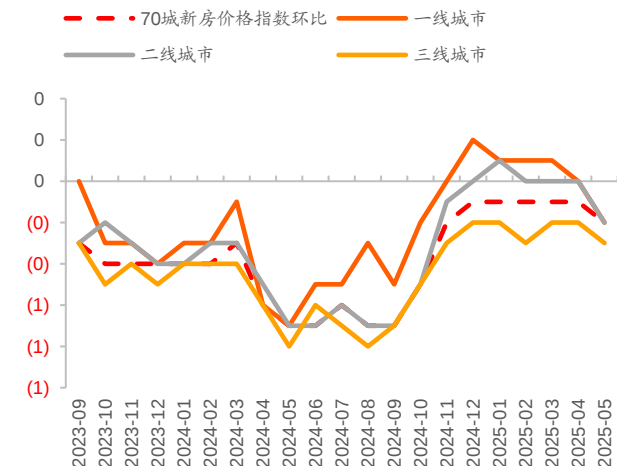
资料来源：Wind，联储证券研究院

图11 商品房销售面积累计增速 (%)



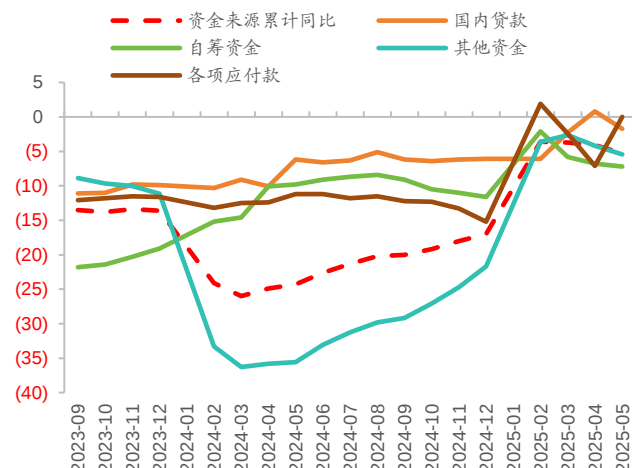
资料来源：Wind，联储证券研究院

图13 70城新房价格指数环比 (%)



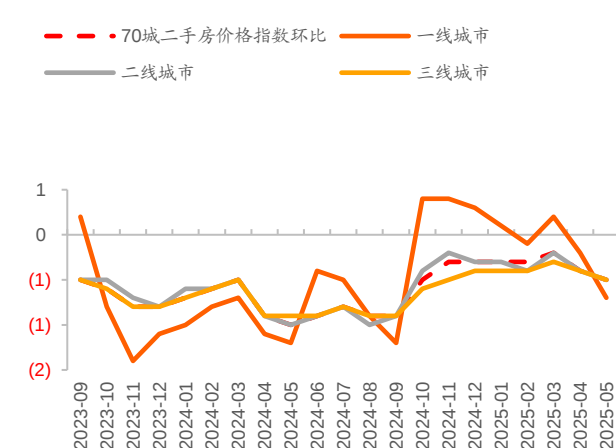
资料来源：Wind，联储证券研究院

图12 地产资金到位增速 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图14 70城二手房价格指数环比 (%)



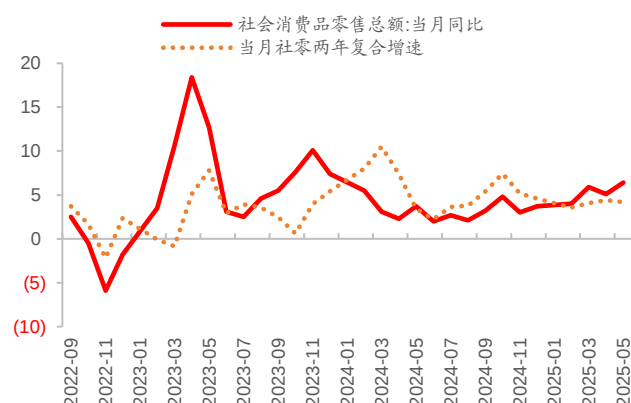
资料来源：Wind，联储证券研究院

3. 消费：显著回升

餐饮消费、商品消费双双升温。5月，社零同比增速6.4%，较上月上升1.3个百分点。结构上看，餐饮消费增速5.9%，较上月上升0.7个百分点。商品消费同比增速6.5%，较上月上升1.4个百分点。

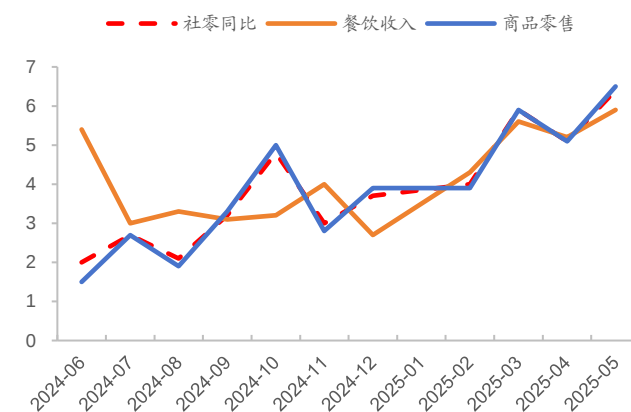
“以旧换新”涉及产品集中放量。5月，限上商品消费同比增速为8.2%，较上月上升1.6个百分点。其中，家具类、家用电器类、通讯器材类消费增速大幅提升，分别为25.6%、53.0%、33.0%，指向在“以旧换新”政策红利下，耐用品消费持续升温。耐用品中，汽车消费增速依旧低迷，同比增速为1.1%。根据乘联会数据，5月中国乘用车零售销量将同比增长13.3%，远超汽车消费额增速，指向价格收缩依旧是拖累汽车消费增速的主要原因。金银珠宝消费依旧受金价影响继续放量，增速达21.8%；文化办公用品、体育娱乐用品消费维持高增，增速分别为30.5%、28.3%，指向文体旅游、“谷子”经济等新消费场景对消费的支撑。

图15 社零当月增速 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图16 餐饮消费、商品消费增速均放缓 (%)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图17 消费品类别当月增速 (%)

	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
限上商品同比	8.2	6.6	8.6	4.4	4.2	1.2	6.8	2.8
服装鞋帽针纺织品类	4.0	2.2	3.6	3.3	-0.3	-4.5	8.0	-0.4
化妆品类	4.4	7.2	1.1	4.4	0.8	-26.4	40.1	-4.5
日用品类	8.0	7.6	8.8	5.7	6.3	1.3	8.5	3.0
家用电器和音像器材类	53.0	38.8	35.1	10.9	39.3	22.2	39.2	20.5
中西药品类	0.3	2.6	1.4	2.5	-0.9	-2.7	1.4	5.4
家具类	25.6	26.9	29.5	11.7	8.8	10.5	7.4	0.4
金银珠宝类	21.8	25.3	10.6	5.4	-1.0	-5.9	-2.7	-7.8
体育、娱乐用品类	28.3	23.3	26.2	25.0	16.7	3.5	26.7	6.2
文化办公用品类	30.5	33.5	21.5	21.8	9.1	-5.9	18.0	10.0
通讯器材类	33.0	19.9	28.6	26.2	14.0	-7.7	14.4	12.3
石油及制品类	-7.0	-5.7	-1.9	0.9	-2.8	-7.1	-6.6	-4.4
建筑及装潢材料类	5.8	9.7	-0.1	0.1	0.8	2.9	-5.8	-6.6
汽车类	1.1	0.7	5.5	-4.4	0.5	6.6	3.7	0.4

资料来源: Wind, 联储证券研究院

4. 展望：政策结构性发力下，经济预计延续韧性

5 月，生产端看，工业生产在出口不确定背景下边际放缓。需求端看，经济数据呈现分化：“以旧换新”政策支持下，消费增速超预期；地产投资拖累下，固定资产投资增速低于预期。往前看，我们预计政策将结构性发力弥补短板，一是地产近期表现显示政策效力边际减弱，后续或出台应对政策；二是超长期特别国债、专项债发行高峰已近，财政发力有望进一步提振基建，弥补地产缺口；三是“以旧换新”补贴政策将根据消费状况灵活调整节奏，消费动能有望贯穿全年。总体看，在政策空间充裕情况下，预计下半年经济将继续维持韧性。

风险提示

国内政策落地不及预期，海外政策变动超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本公司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任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院北投投资大厦 A 栋 7 层
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000