



房地产销售有所回落，经济复苏动能仍待增强

——5 月宏观数据分析

研究员：万亮

邮箱：xnqh_wl@swfutures.com

期货从业证书号：F03116714

交易咨询从业证书号：Z0019298

报告时间：2025.6.18

我们梳理了 5 月国内重要的宏观经济数据，以增加对当前宏观经济运行节奏的理解。总的来说，5 月宏观数据延续了 2025 年整体平稳，但复苏动能仍待增强；实际 GDP 增速强于名义 GDP 的特征。一方面，国内经济仍然表现出很强的韧性，工业生产强劲，促消费下消费保持较高增速；另一方面，国内经济的复苏动能仍待加强，物价指数上行乏力，房地产销售增速有所回落，出口增速下降。

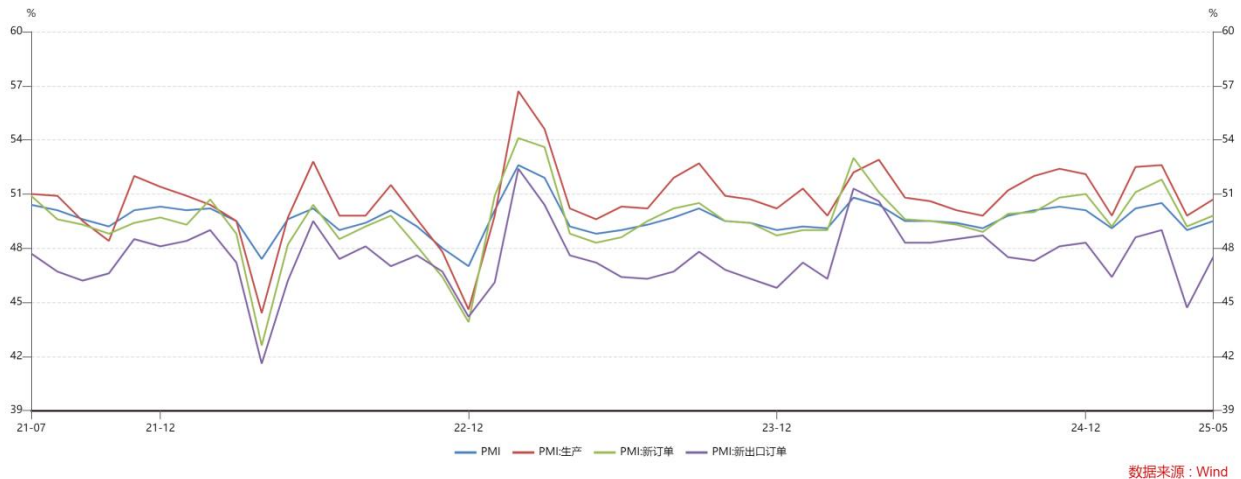
因此，我们认为，需要理性客观的看待当前宏观经济，国内经济呈现出向下有底，但向上不足的态势，物价指数的压力高于实际 GDP。仍待宏观政策加大支持力度，增强市场信心。尽管节奏上充满波折，2025 年宏观经济和资产价格，均有望延续向上修复的整体趋势，在此过程中需保持耐心。

一、制造业 PMI 环比回升，但力度偏弱

5 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.5%，比上月上升 0.5 个百分点，制造业景气水平改善。从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.7%，比上月上升 1.5 个百分点，高于临界点；中型企业 PMI 为 47.5%，比上月下降 1.3 个百分点，低于临界点；小型企业 PMI 为 49.3%，比上月上升 0.6 个百分点，低于临界点。

从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数高于临界点，供应商配送时间指数位于临界点，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数均低于临界点。生产指数为 50.7%，比上月上升 0.9 个百分点，升至临界点以上，表明制造业企业生产活动有所加快。新订单指数为 49.8%，比上月上升 0.6 个百分点，表明制造业市场需求景气度回升。原材料库存指数为 47.4%，

比上月上升 0.4 个百分点，低于临界点，表明制造业主要原材料库存量降幅有所收窄。从业人员指数为 48.1%，比上月上升 0.2 个百分点，表明制造业企业用工景气度有所改善。供应商配送时间指数为 50.0%，比上月下降 0.2 个百分点，位于临界点，表明制造业原材料供应商交货时间与上月基本持平。



5 月份，非制造业商务活动指数为 50.3%，比上月下降 0.1 个百分点，仍高于临界点，非制造业总体延续扩张。分行业看，建筑业商务活动指数为 51.0%，比上月下降 0.9 个百分点；服务业商务活动指数为 50.2%，比上月上升 0.1 个百分点。

受关税冲击，4 月制造业 PMI 大幅回落，5 月制造业 PMI 环比回升 0.5 个百分点，但仍低于 50 的荣枯线。制造业 PMI 回升力度偏弱，显示国内经济的复苏动能仍待增强。

二、4 月 CPI 同比下降 0.1%，PPI 同比下跌 2.7%，物价继续低迷

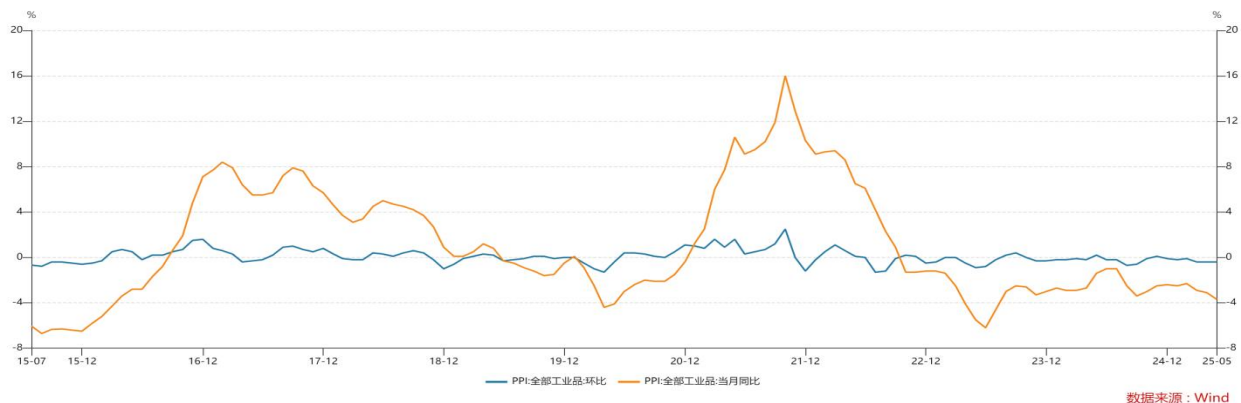
2025 年 5 月份，全国居民消费价格同比下降 0.1%。其中，城市持平，农村下降 0.4%；食品价格下降 0.4%，非食品价格持平；消费品价格下降 0.5%，服务价格上涨 0.5%。1-5 月平均，全国居民消费价格比上年同期下降 0.1%。

5 月份，全国居民消费价格环比下降 0.2%。其中，城市下降 0.2%，农村下降 0.2%；食品价格下降 0.2%，非食品价格下降 0.2%；消费品价格下降 0.3%，服务价格持平。

5 月 CPI 同比增速-0.1%，其中，食品烟酒类价格同比上涨 0.1%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 同比 0.6%，增速略微回升。整体上，CPI 受制于国内需求不足，表现较为疲软。

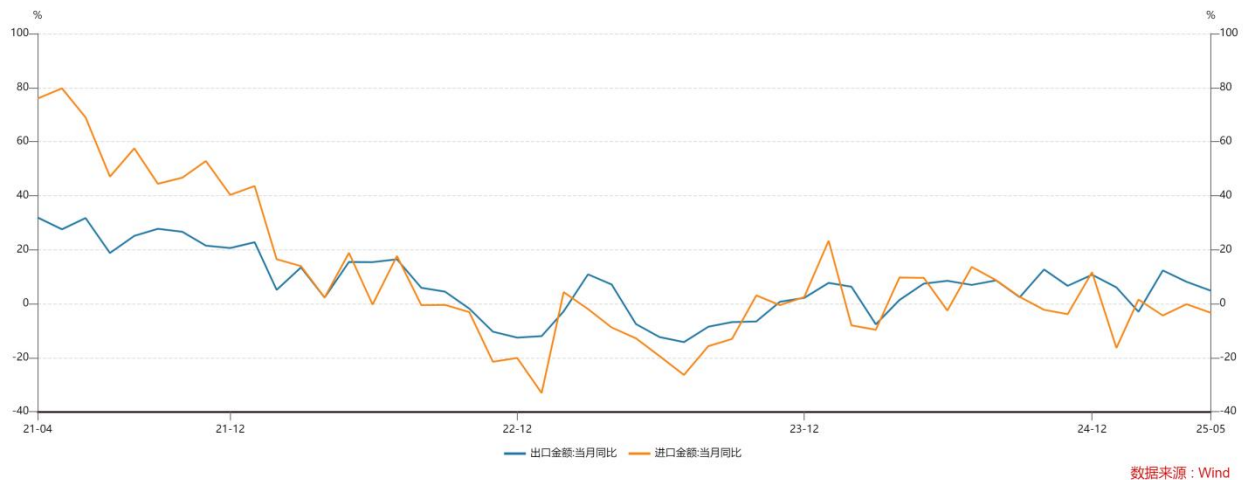


2025 年 5 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 3.3%，环比下降 0.4%；工业生产者购进价格同比下降 3.6%，环比下降 0.6%。1-5 月平均，工业生产者出厂价格和购进价格比上年同期均下降 2.6%。5 月，原油等全球大宗商品价格下跌，拖累 PPI 下行压力进一步加大。具体行业中，煤炭、黑色金属、石油化工等同比跌幅较大，对 PPI 形成较大拖累。这也体现了国内需求的疲软和对应行业产能的相对过剩，需要供需两端政策同时加大支持。



三、4 月出口同比 8.1%，进口同比-0.2%

按美元计价，2025 年 5 月，我国进出口总额 5,289.8 亿美元，同比增速为 1.3%；其中，出口 3,161 亿美元，同比增长 4.80%，进口 2,128.8 亿美元，同比下降 3.40%；贸易顺差 1,032.2 亿美元。整体来看，进出口相较于上月有所回落，出口增速小幅放缓，但韧性较强。



其中，2025 年 5 月，我国对美国出口 288.2 亿美元，同比下降 34.5%，较 4 月份-21.0%的同比增速继续明显下滑；对欧盟的出口额为 495 亿美元，出口增速为 12.0%，较 4 月增速提高了 3.7 个百分点；对东盟国家的出口额为 583.7 亿美元，当月同比增速维持在 14.8%的较高水平；对日本的出口金额为 130.8 亿美元，当月同比增速为 6.2%，较 4 月增速小幅下降 1.6 个百分点。

4 月出口增速仍然保持了 8.1%的高增速，超出市场预期。这可能与关税预期下，出口企业“转口贸易”与“抢出口”有关。5 月出口增速走低，则可能和海外企业“抢出口、补库存”结束有关。预计 2025 年下半年出口增速将进一步回落。

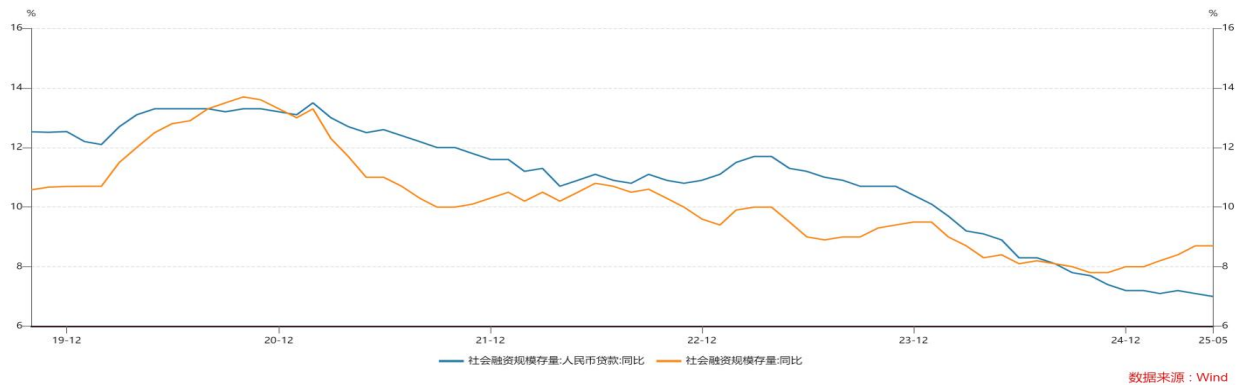


四、5月M1显著回升

2025年前五个月社会融资规模增量累计为18.63万亿元，比上年同期多3.83万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加10.38万亿元，同比多增1123亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少963亿元，同比多减1690亿元；委托贷款减少113亿元，同比少减802亿元；信托贷款增加627亿元，同比少增1723亿元；未贴现的银行承兑汇票增加1343亿元，同比多增1662亿元；企业债券净融资9087亿元，同比少2884亿元；政府债券净融资6.31万亿元，同比多3.81万亿元；非金融企业境内股票融资1504亿元，同比多444亿元。

2025年5月末社会融资规模存量为426.16万亿元，同比增长8.7%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为262.86万亿元，同比增长7%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为1.19万亿元，同比下降31.5%；委托贷款余额为11.22万亿元，同比增长0.4%；信托贷款余额为4.36万亿元，同比增长5.4%；未贴现的银行承兑汇票余额为2.27万亿元，同比下降7.4%；企业债券余额为32.91万亿元，同比增长3.4%；政府债券余额为87.39万亿元，同比增长20.9%；非金融企业境内股票余额为11.87万亿元，同比增长2.9%。

居民信贷结构上，5月居民短期贷款减少208亿元，同比少增451亿；中长期贷款增加746亿元，同比多增232亿。居民贷款规模与结构与2024年相似，短期贷款减少，中长期贷款增加，显示消费信贷需求较弱，但房贷趋于稳定。



企业信贷结构上，5月短期贷款增加1100亿元，同比增加2300亿；中长期贷款增加3300亿元，同比少增1700亿；票据融资增加746亿元，同比少增2826亿。企业中长期贷款和票据融资均下降，企业信心和预期偏弱，减少企业融资需求。

5月末，广义货币(M2)余额325.78万亿元，同比增长7.9%。狭义货币(M1)余额108.91万亿元，同比增长2.3%。流通中货币(M0)余额13.13万亿元，同比增长12.1%。前五个月净投放现金3064亿元。M1-M2剪刀差收窄至5.6%。



2025 年 5 月信贷延续了偏弱态势,显示居民和企业的信心和信贷需求不足。但 M1 增速显著回升,企业现金流明显改善;M2 增速变化不大,整体上 M1 和 M2 仍处在向上趋势中。

五、工业生产平稳,消费增速高位

5 月份,规模以上工业增加值同比实际增长 5.8%。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%。工业生产仍保持在较高水平。

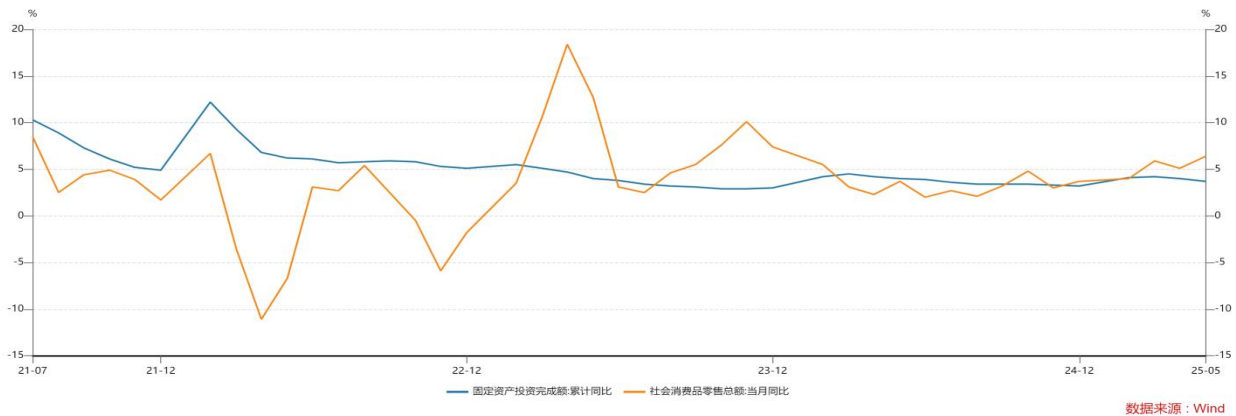
5 月份,社会消费品零售总额 41326 亿元,同比增长 6.4%。其中,除汽车以外的消费品零售额 37316 亿元,增长 7.0%。1-5 月份,社会消费品零售总额 203171 亿元,增长 5.0%。其中,除汽车以外的消费品零售额 184324 亿元,增长 5.6%。

按经营单位所在地分,5 月份,城镇消费品零售额 36057 亿元,同比增长 6.5%;乡村消费品零售额 5269 亿元,增长 5.4%。按消费类型分,5 月份,商品零售额 36748 亿元,同比增长 6.5%;餐饮收入 4578 亿元,增长 5.9%。

5 月社零增速仍然保持在 6.4%的较高水平,这仍然得益于消费补贴和以旧换新政策。家电(53.0%)、家具(25.6%)、通讯器材类(33.0%)消费保持较高增速,体育、娱乐用品类和文化办公用品类增速也明显回升,但受原油价格下跌影响,5 月石油及制品类同比-7.0%。4 月汽车销售额同比 1.1%。汽车和石油及制品类拖累较大。

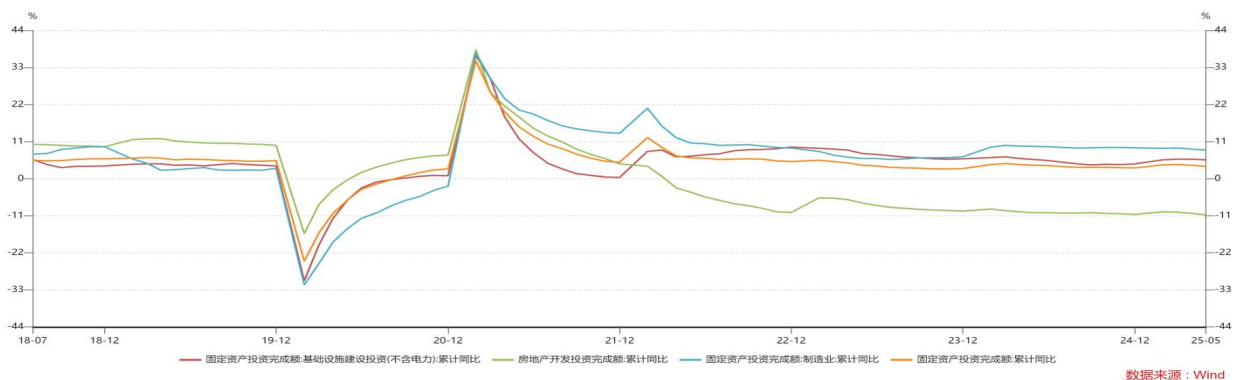
整体来看,随着促消费政策的支持力度加大,5 月消费增速保持在高位。面对出口增速放缓,通过刺激消费对冲外需下行是必由之路,需要促消费政策

的进一步发力。国内消费复苏，仍有较大的空间。



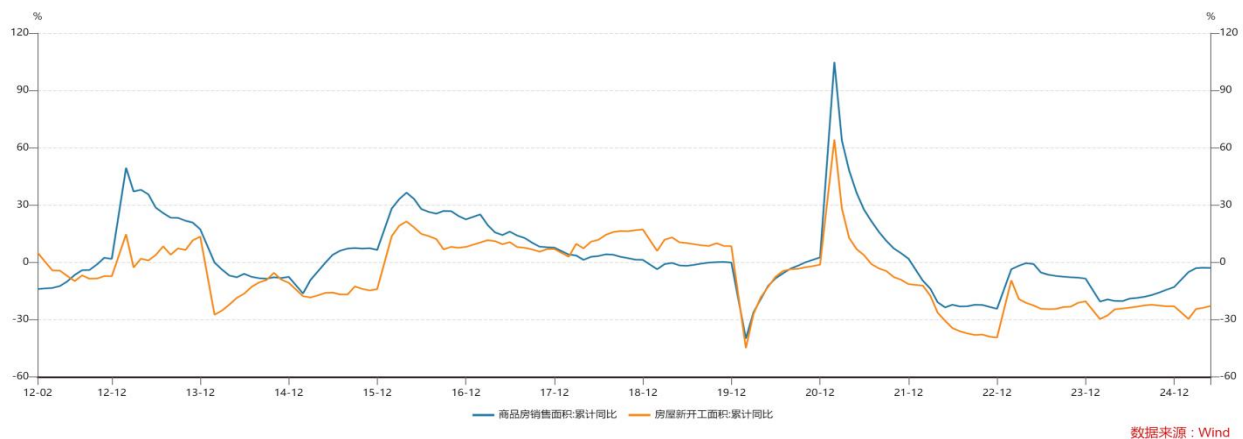
2025 年 1-4 月份，全国固定资产投资（不含农户）147024 亿元，同比增长 4.0%。其中，民间固定资产投资同比增长 0.2%。制造业投资增长 8.8%，增速降低 0.3 个百分点。基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 5.8%，与 3 月持平。

固定资产投资增速则进一步放缓。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。制造业投资增长 8.5%，增速降低 0.3 个百分点。基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 5.6%，增速降低 0.2 个百分点。1-5 月份，全国房地产开发投资 36234 亿元，同比下降 10.7%；其中，住宅投资 27731 亿元，下降 10.0%。5 月房地产投资增速有所回落，但仍然认为，房地产开发投资增速在低位震荡企稳，整体上跌幅在收窄，2025 年对整体经济的拖累下降。



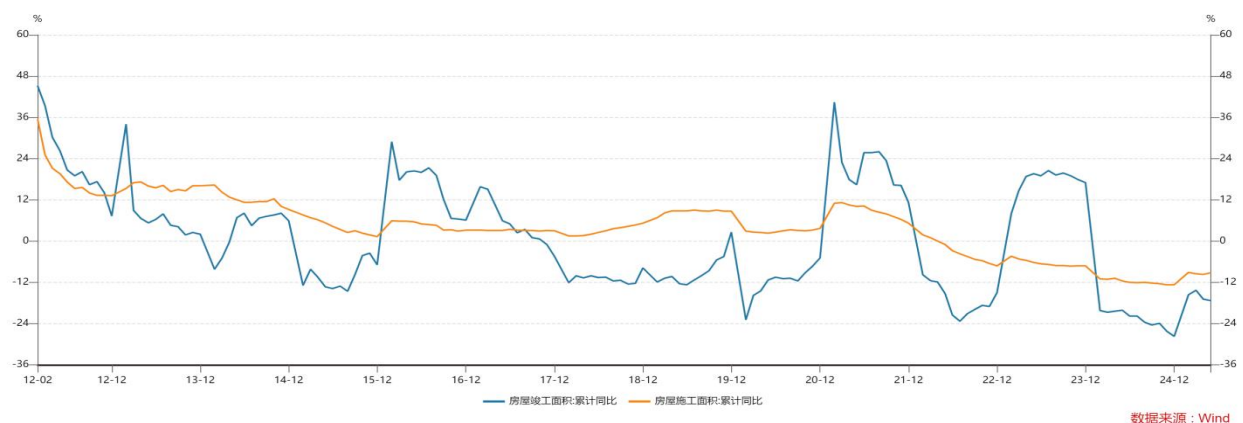
六、房地产销售增速有所回落，但具备企稳条件

1-5 月份，新建商品房销售面积 35315 万平方米，同比下降 2.9%；其中住宅销售面积下降 2.6%。新建商品房销售额 34091 亿元，下降 3.8%；其中住宅销售额下降 2.8%。5 月房地产销售额、销售面积在 4 月基础上均有所回落。

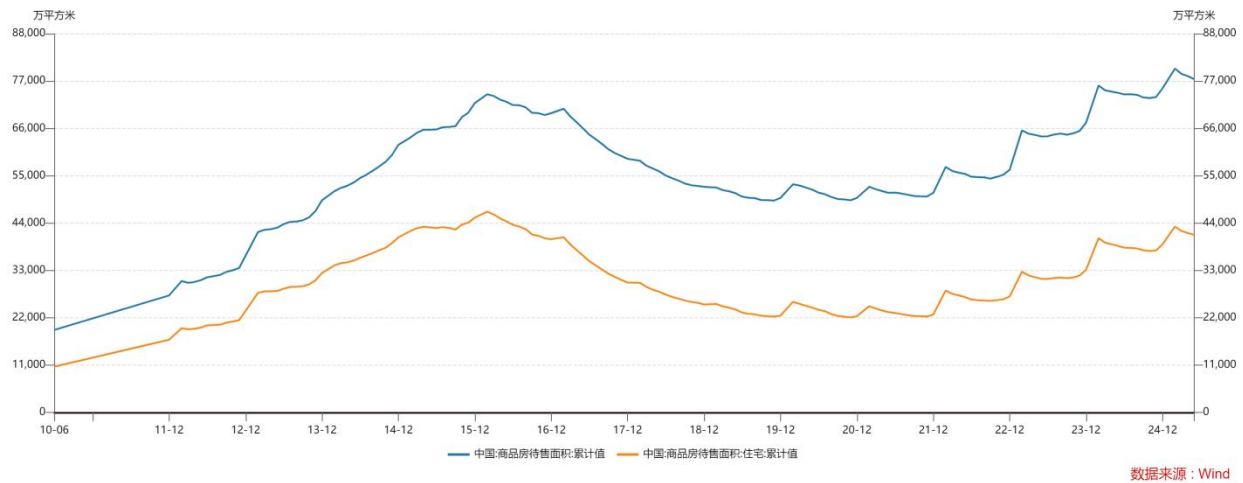


1-5 月份，房地产开发企业房屋施工面积 625020 万平方米，同比下降 9.2%。其中，住宅施工面积 435354 万平方米，下降 9.6%。房屋新开工面积 23184 万平方米，下降 22.8%。其中，住宅新开工面积 17089 万平方米，下降 21.4%。房屋竣工面积 18385 万平方米，下降 17.3%。其中，住宅竣工面积 13337 万平方米，下降 17.6%。

5 月末，商品房待售面积 77427 万平方米，比 4 月末减少 715 万平方米。其中，住宅待售面积减少 439 万平方米。狭义的商品房待售库存略微下降。



5 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 93.72，环比继续略微回落。



和 4 月类似，5 月房地产销售面积、销售额同比增速有所回落，对应房地产市场在二季度有所降温。但我们仍然认为，房地产市场整体上仍处在改善趋势中，包括商品房销售增速回升，二手房成交量的显著回升。虽然面临房地产价格下跌、二手挂牌量高企、新开工和投资不足等限制，本轮地产销售具有较好的持续性。

因此，随着基数的下降，商品房销售面积、销售额同比增速降幅将进一步收窄。面对出口增速的下降，后续房地产政策仍有进一步加码的空间，包括调控政策的进一步宽松、收储政策力度加大等等。我们认为，继 2024 年 9 月的“政策底”之后，本轮房地产下行周期的“市场底”正在出现。尽管存在反复，本轮经济下行的最大变量——房地产对宏观经济的整体拖累将显著收窄。

七、总结与展望

总的来说，国内经济仍然表现出很强的韧性，工业生产强劲，促消费下消费保持较高增速；但另一方面，国内经济的复苏动能仍待加强，物价指数上行

乏力，房地产销售增速有所回落，出口增速下降。宏观经济依然呈现出向下有底，但向上不足的态势。

当前，宏观经济体感较差和资产价格修复面临的主要因素在于，市场整体需求不足和多个行业产能结构性过剩，导致物价指数下行压力和企业盈利回升乏力。物价指数的压力高于实际 GDP。这既需要宏观政策加大支持力度，增强市场信心，扩大有效需求，也需要供给端的出清。

尽管节奏上充满波折，2025 年宏观经济和资产价格，均有望延续向上修复的整体趋势，在此过程中需保持耐心。

跟踪后续政策的落地细节，观察物价端的回升力度，耐心等待宏观经济的向上信号。

免责声明

西南期货有限公司具有期货交易咨询业务资格和经营期货业务资格（许可证号：91500000202897127J）。本报告仅供西南期货有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告中的信息来源于公开的资料或实地调研，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但本公司对这些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、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，本公司没有义务和责任去及时更新本报告并通知客户。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，不作为客户的直接投资依据，本公司不因客户使用本报告而产生的损失承担任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西南期货”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进行交易。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。



地址：上海市浦东新区世纪大道 210 号 10 楼 1001

电话：021-50591197

邮编：200122

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号 23 层

电话：023-67071029

邮箱：xnqhyf@swfutures.com

邮编：400020