

“两重” “两新” 持续发力，经济呈现较强韧性

——2025 年 5 月经济数据点评

宏观点评

内需接力外需，工业生产保持较高增速。4 月美国对等关税落地之后，我国经济顶住外部压力呈现出较强的韧性。5 月，工业生产同比增速从 6.1% 下降至 5.8%，仍保持较高增速，同时环比增速也高达 0.61%。从动能来看，内需接力外需，对工业生产的拉动较强。财政、货币政策继续协同发力，持续加大对“两重”“两新”的支持。前 5 月，政府债券净融资 6.3 万亿元，同比多融资 3.8 万亿元。5 月末，M2、社融余额同比增速分别维持在 7.9%、8.7% 的较高水平。服务业生产也有所改善。5 月份，受五一假期拉动以及经济韧性影响，全国服务业生产指数同比增速 6.2%，比上月加快 0.2 个百分点。

“两重” “两新” 继续支撑基建、制造业投资。前 5 月，全口径基建投资累计同比增速从 10.9% 下降至 10.4%，高于 2024 年全年的 9.2%，仍保持较高增速；基建投资（不含电力等）累计同比增速 5.6%，高于 2024 年全年的 4.4%。其中，电力等公用事业投资同比增长 25.4%，水利投资同比增长 7.2%，而传统基建投资——交通运输投资同比增长 4%。制造业投资累计同比增速 8.5%，较前 4 月下降 0.3 个百分点，仍处于较高增速。其中，设备工器具购置投资累计同比增速 17.3%，高于 2024 年全年的 15.7%。

房地产市场基本稳定。房地产投资累计同比下降 10.7%，降幅较前 4 月扩大 0.4 个百分点。房地产开工面积同比下降 22.8%，降幅仍较大。房屋竣工面积累计同比回落 17.6%，降幅较前 4 月扩大 0.4 个百分点。商品房销售面积同比累计下滑 2.9%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点。70 大中城市二手房价格指数整体环比回落 0.5%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点。

以旧换新拉动消费超预期。5 月份，社会消费品零售总额同比增长 6.4%，增速好于 4.9% 的市场预期，较上月回升 1.3 个百分点。从环比看，5 月份社会消费品零售总额季调环比增长 0.93%，出现脉冲式上行，显著高于 2024 年以来的月度增速。其中，家用电器和音像器材类消费同比增长 53%，增速较上月提升 14.2 个百分点。通讯器材类消费同比增长 42.7%，增速较上月提升 13.6 个百分点。

社融对经济的支持力度仍较强。新增社融 2.29 万亿元，高于预期值 2.05 万亿元，高于上年同期的 2.06 万亿元。新增政府债券融资 1.46 万亿元，高于上年同期的 1.22 万亿元。前 5 月，政府债券净融资 6.3 万亿元，同比多融资 3.8 万亿元。截至 5 月末，用于稳增长的 1.3 万亿元超长期特别国债只发行了 3630 亿元，仍有 9000 多亿元的发行空间，这将为“两重”“两新”持续提供资金支持。

● **风险提示：“两重” “两新” 效果可能阶段性波动；房地产市场有待进一步提振；中美关税谈判存在较大不确定性。**

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280520050003

钟 山（分析师）

zhongshan01@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280525060002

相关报告

《顶住外部压力，经济实现平稳增长》
2025-05-20

《一季度经济的动力及亮点》2025-04-18
《经济数据“开门红”的动力来自哪》
2025-03-18

《“9·24”以来经济复苏情况如何》2025-02-16

《四季度经济数据有哪些亮点》2025-01-19

《积极有为，乘风破浪》2024-12-30



目 录

1、 内需接力外需，工业生产保持较高增速.....	3
2、 “两重”“两新”继续支撑基建、制造业投资.....	4
3、 房地产市场基本稳定.....	6
4、 以旧换新拉动消费超预期.....	8
5、 社融对经济的支持力度仍较强.....	10

图表目录

图 1： 5 月经济韧性较强.....	3
图 2： 工业生产同比增速较高.....	4
图 3： 服务业生产增速回升.....	4
图 4： 5 月运输设备、汽车、电气机械、电子设备等行业生产增速较高.....	4
图 5： 全口径基建投资增速高于窄口径基建.....	5
图 6： 电力等公用事业投资增速较高.....	5
图 7： 制造业投资增速和利润增速持续背离.....	6
图 8： 设备工器具购置投资增速较高.....	6
图 9： 商品房销售面积累计降幅走扩.....	7
图 10： 5 月，一、二线城市商品房价格环比转负.....	7
图 11： 5 月，二手房价格环比降幅扩大.....	7
图 12： 6 月，30 大中城市商品房销售面积处于低位（套）.....	8
图 13： 6 月，深圳二手住宅成交维持相对景气（套）.....	8
图 14： 6 月，成都二手住宅成交维持相对景气（套）.....	8
图 15： 社会消费品零售总额当月同比增速提升.....	9
图 16： 2025 年 4 月，消费者信心指数仍在低位.....	9
图 17： 家电等以旧换新商品消费增速较高.....	10
图 18： 社融、M2 增速维持在阶段性高位.....	11
图 19： 财政前置发力.....	11

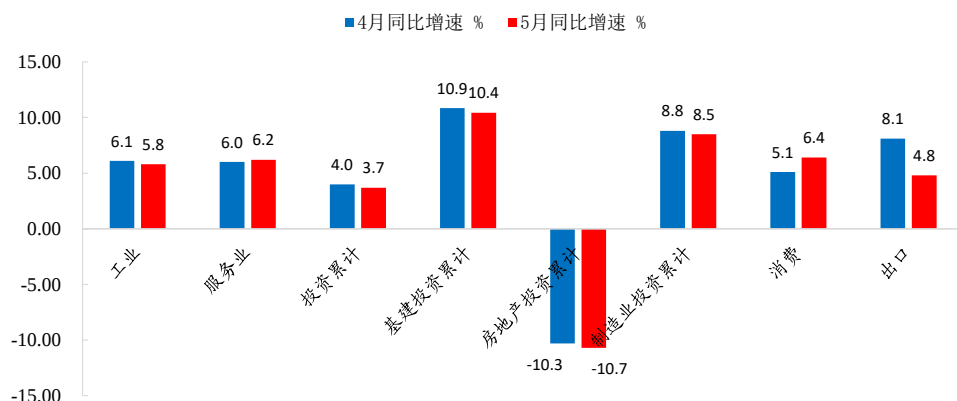
4月美国对等关税落地之后，我国经济顶住外部压力呈现出较强的韧性。5月工业生产同比增速5.8%，保持较高水平，环比增速高达0.61%。从动能来看，内需接力外需，对工业生产的拉动较强。

一方面，外需逐渐回落。4月美国对等关税落地后，4月、5月中国出口同比增速分别为8.1%、4.8%，仍然保持正增长，不过出口商可能以去库存为主，影响当月生产的出口交货值同比增速只有0.9%、0.6%，出口对4月、5月的生产拉动减弱。

另一方面，财政、货币政策继续协同发力，持续加强对“两重”“两新”的支持。前5月，政府债券净融资6.3万亿元，同比多融资3.8万亿元。5月末，M2、社融余额同比增速分别维持在7.9%、8.7%的较高水平。在此支持下，全口径基建投资累计同比增长10.4%，制造业投资累计同比增长8.5%，社会消费品零售总额同比增长6.4%。

未来，政府债券仍有较大发行空间，将继续保障经济平稳增长。截至5月末，用于稳增长的1.3万亿元超长期特别国债只发行了3630亿元，仍有9000多亿元债券尚未发行，这将为“两重”“两新”持续提供资金支持。

图1：5月经济韧性较强



资料来源：Wind，诚通证券研究所

1、内需接力外需，工业生产保持较高增速

5月，工业生产同比增速从6.1%下降至5.8%，仍保持较高增速，同时环比增速也高达0.61%。从动能来看，内需接力外需，对工业生产的拉动较强。

一方面，外需逐渐回落。4月美国对等关税落地后，4月、5月中国出口同比增速分别为8.1%、4.8%，仍然保持正增长，不过出口商加快去库存，出口交货值同比增速只有0.9%、0.6%，对4月、5月的生产拉动有所减弱。

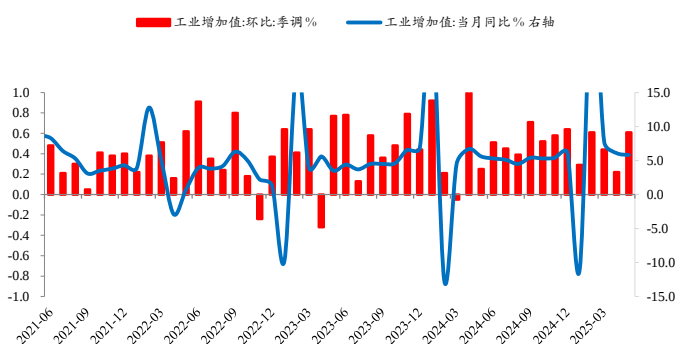
另一方面，财政、货币政策继续协同发力，持续加大对“两重”“两新”的支持。前5月，政府债券净融资6.3万亿元，同比多融资3.8万亿元。5月末，M2、社融余额同比增速分别维持在7.9%、8.7%的较高水平。

从行业增加值增速来看，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，汽车制造业，电气机械及器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，有色

金属冶炼及压延加工业生产增速较高，分别为14.6%、11.6%、11%、10.2%、8.1%。其中，虽然5月汽车销售额同比增速较低，只有1.1%，但销售量同比增速仍高达11.2%，同时出口量达到22%，进而拉动了汽车行业生产增长11.6%。此外，房地产市场复苏力度仍待增强，非金属矿物制品业生产同比下降0.6%。

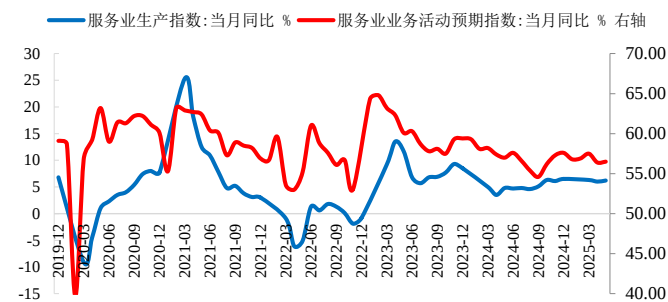
服务业生产也有所改善。5月份，受五一假期拉动以及经济韧性影响，全国服务业生产指数同比增长6.2%，增速比上月加快0.2个百分点。分行业看，生产性服务业和消费性服务业都出现改善，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，批发和零售业生产指数同比分别增长11.2%、8.9%、8.4%，增速分别快于服务业生产指数5.0、2.7、2.2个百分点。同时，餐饮收入、服务零售额累计同比增速分别从5.2%、5.1%上升至5.9%、5.2%。

图2： 工业生产同比增速较高



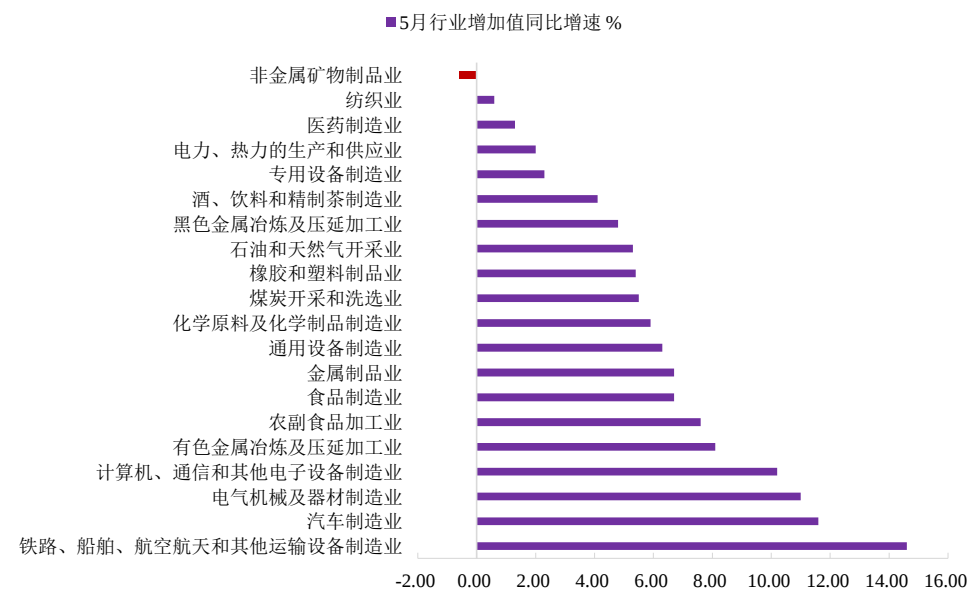
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图3： 服务业生产增速回升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图4： 5月运输设备、汽车、电气机械、电子设备等行业生产增速较高



资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、“两重”“两新”继续支撑基建、制造业投资

前5月，固定资产投资累计同比增速4%，较前4月下降0.3个百分点。投资

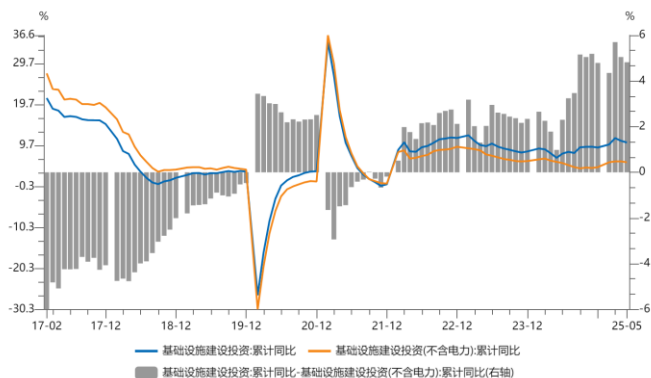
增速仍较低，主要是受房地产投资拖累。前5月房地产投资累计同比下降10.7%，降幅扩大0.3个百分点。而在“两重”“两新”支持下，全口径基建投资、制造业投资均维持较高增速。

前5月，全口径基建投资累计同比增速从10.9%下降至10.4%，高于2024年全年的9.2%，仍保持较高增速；基建投资（不含电力等）累计同比增速5.6%，较前值下降0.2个百分点，但高于2024年全年的4.4%。基建仍然是中央财政在发力，地方债置换缓解了地方财政压力，但用于基建投资的资金压力仍在。其中，电力等公用事业投资同比增长25.4%，水利投资同比增长7.2%，而传统基建投资——交通运输投资同比增长4%。

制造业投资累计同比增速8.5%，较前4月下降0.3个百分点，仍处于较高增速。前4月工业企业利润累计同比增长1.4%，增速仍比较低，制造业投资受到“两重”“两新”的支撑，设备工器具购置投资累计同比增速17.3%，高于2024年全年的15.7%，而建筑安装工程投资累计同比增速1.2%，低于2024年全年的3.5%。用于衡量政策效应的设备工器具购置投资与建筑安装工程投资累计同比增速之差从2024年全年的12.2%上升至16.1%。

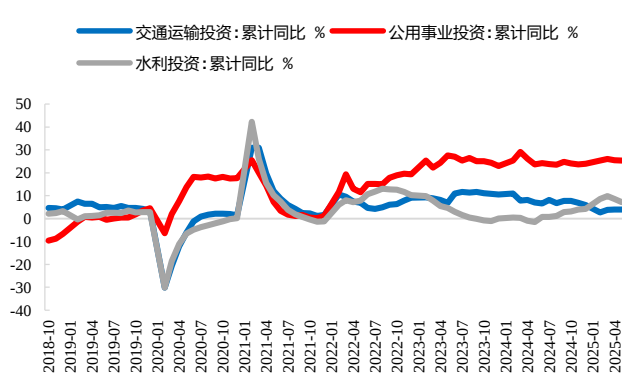
同时也要看到，制造业投资累计同比增速有所下滑，从3月的9.1%下降至5月的8.5%，这可能因为PPI持续负增长，企业利润增速较低，加上产能利用率处于低位，以及受中美关税摩擦影响，企业投资意愿有所下降；全口径基建投资累计同比增速从3月的11.5%下降至5月的10.4%。不过，截至5月末，用于稳增长的超长期特别国债仍有9000多亿元发行空间，这将继续托底经济，使经济平稳运行。

图5：全口径基建投资增速高于窄口径基建



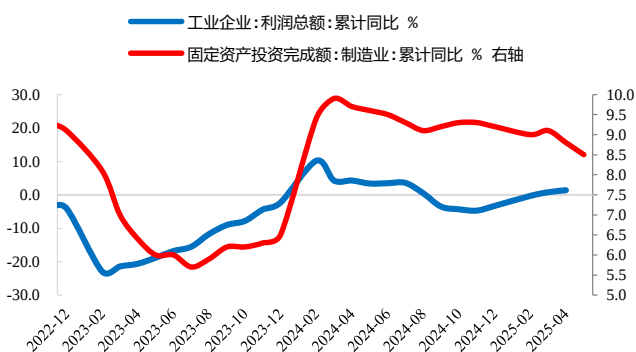
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图6：电力等公用事业投资增速较高



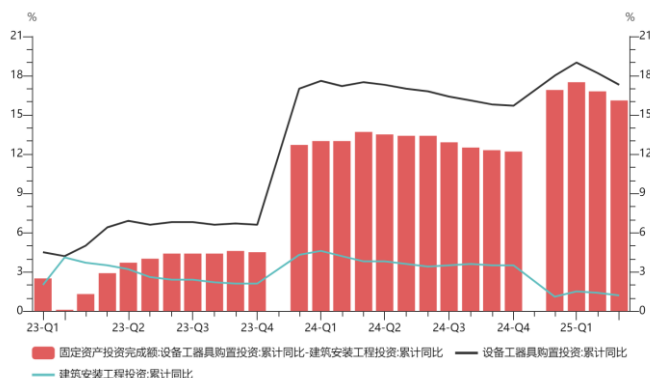
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图7：制造业投资增速和利润增速持续背离



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图8：设备工器具购置投资增速较高



资料来源：Wind，诚通证券研究所

3、房地产市场基本稳定

2025年5月，房地产数据显示，市场修复的动能有待增强。若无增量政策出台，房地产市场能否进一步实现修复仍有待观察。

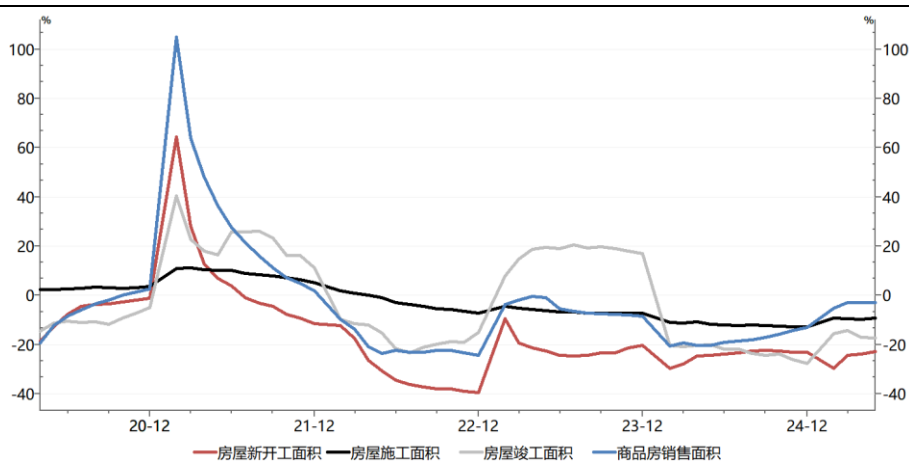
房地产投资待增强。房地产投资累计同比下降10.7%，降幅较前4月扩大0.4个百分点。房企信心仍不足，房地产开工面积同比下降22.8%，降幅仍较大。房屋竣工面积累计同比回落17.6%，降幅较前4月扩大0.4个百分点。

商品房销售面积累计降幅走扩。2025年1-5月份，商品房销售面积同比累计下滑2.9%，降幅较上月扩大0.1个百分点。这是自2024年2月份以来，销售同比降幅首次走扩，这说明2024年以来的房地产政策效果可能已经减弱，导致房地产销售热度也出现回落。

住宅价格转弱。2025年5月份，70大中城市二手房价格指数整体环比回落0.5%，降幅较上月扩大0.1个百分点。其中，一线城市二手房价格环比回落0.7%，降幅较上月扩大0.5个百分点。二线和三线城市二手房价格环比回落0.5%，降幅较上月扩大0.1个百分点。

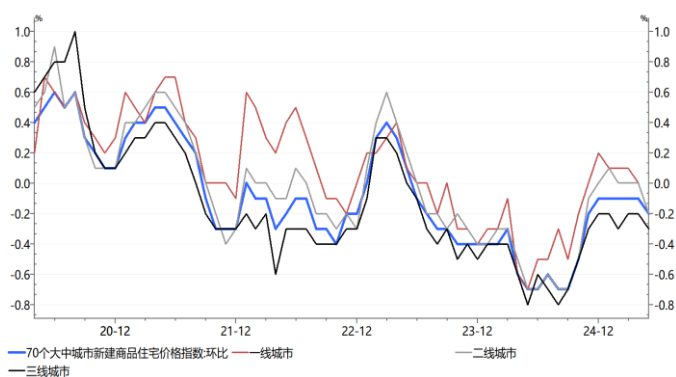
从新房价格看，一线城市价格加速回落。2025年5月份，70个大中城市中，一线城市新房价格环比由上月持平转为下降0.2%，2024年11月以来首次下降。二线城市新房价格环比由上月持平转为下降0.2%。三线城市新房价格环比回落0.3%，跌幅较上月扩大0.1个百分点。

图9：商品房销售面积累计降幅走扩



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图10：5月，一、二线城市商品房价格环比转负



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图11：5月，二手房价格环比降幅扩大

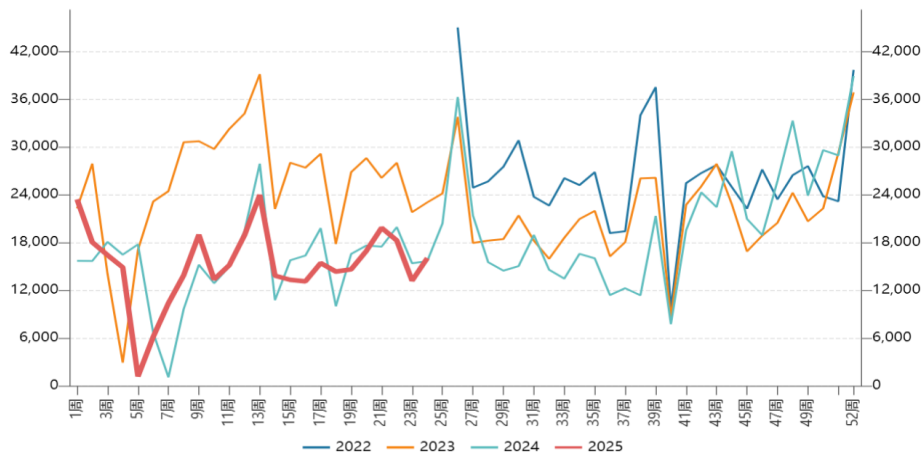


资料来源：Wind，诚通证券研究所

从高频数据看，6月房地产销售或季节性回升。就商品房而言，6月前两周，30大中城市商品房销售先下后上，同比接近2024年同期水平，与之前表现类似。若按季节性规律，6月销售将有所回升，不过景气度或难及2024年同期。

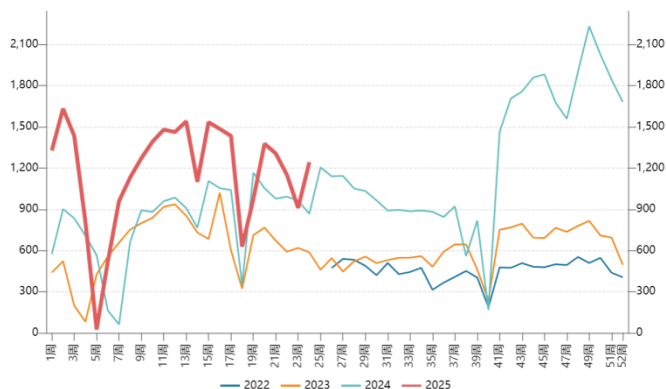
部分城市二手房成交相对强势。进入6月，二手房市场表现整体走弱。不过部分城市如深圳、成都、苏州等，二手房成交仍维持一定的热度，整体上仍好于2024年同期。杭州二手房成交则较2024年同期有较大差距。

图12： 6月，30大中城市商品房销售面积处于低位（套）



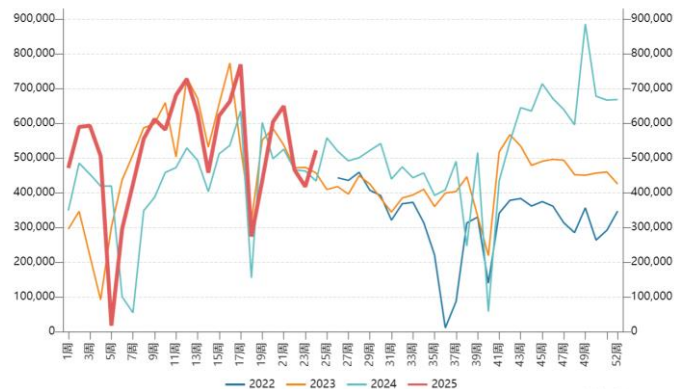
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图13： 6月，深圳二手住宅成交维持相对景气（套）



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图14： 6月，成都二手住宅成交维持相对景气（套）



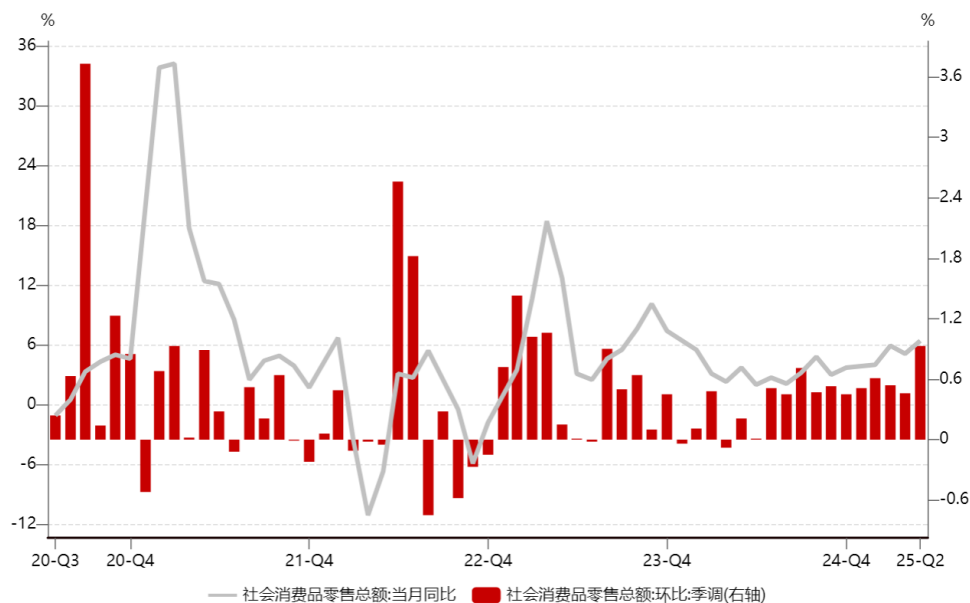
资料来源：Wind，诚通证券研究所

4、以旧换新拉动消费超预期

消费增速大幅好于市场预期。2025年5月份，社会消费品零售总额同比增长6.4%，增速好于4.9%的市场预期，较上月回升1.3个百分点。从环比看，5月份社会消费品零售总额季调环比增长0.93%，出现脉冲式上行，显著高于2024年以来的月度增速。

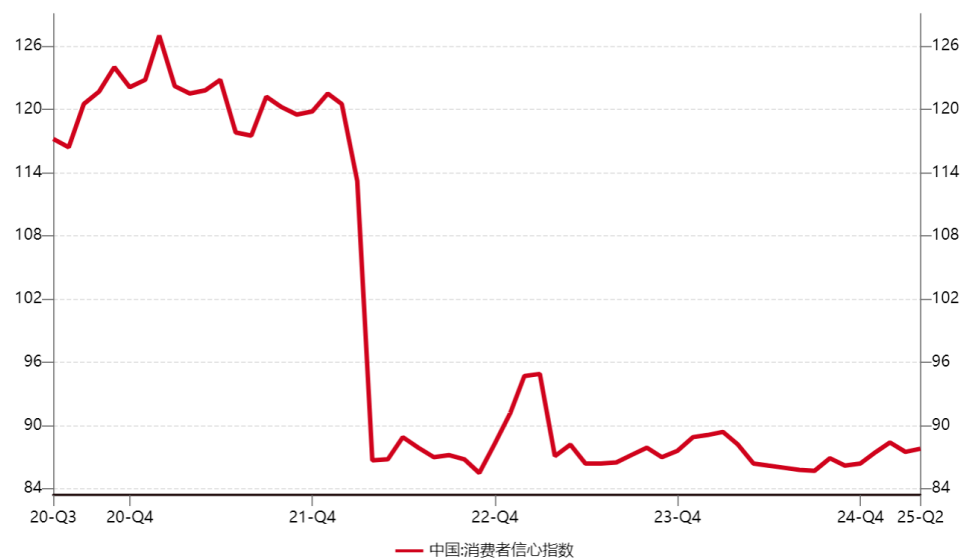
当前消费信心依旧相对低迷，那为何5月消费会出现大幅增长呢？从商务部公布的一些数据可以窥见端倪。商务部数据显示，截至4月24日，今年消费品以旧换新政策带动销售额超7200亿元。截至5月31日，今年消费品以旧换新5大品类合计带动销售额1.1万亿元。粗略估算，5月份以旧换新带动销售额估计至少在3000亿元，显著高于1-4月月度均值。因此，以旧换新补贴刺激可能是推动5月消费大超预期的重要因素。

图15： 社会消费品零售总额当月同比增速提升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

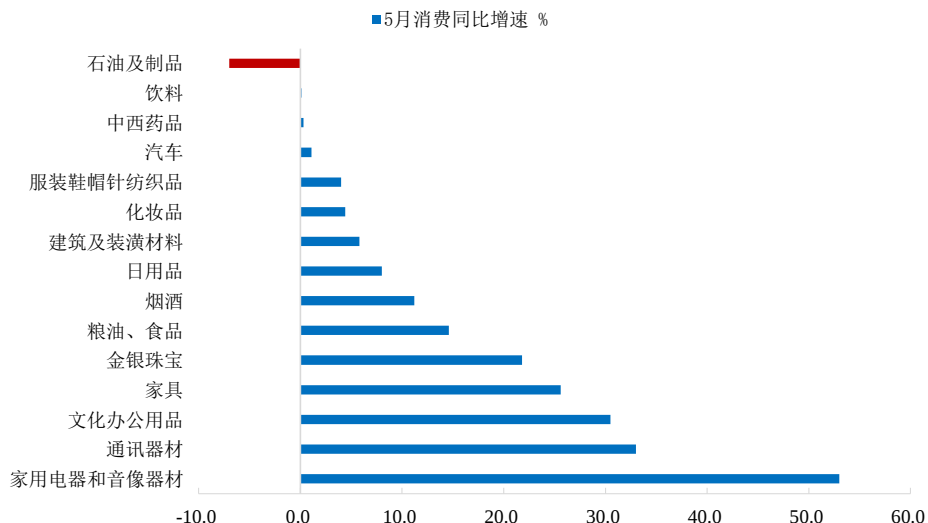
图16： 2025 年 4 月，消费者信心指数仍在低位



资料来源：Wind，诚通证券研究所

分项来看，家用电器和音像器材类消费最为亮眼，必选消费平稳增长。2025年5月份，家用电器和音像器材类消费同比增长53%，增速较上月提升14.2个百分点。通讯器材类消费同比增长42.7%，增速较上月提升13.6个百分点。这明显受益于国补刺激。而一些必选消费，如粮油、食品类消费同比增长18.8%，增速较上月提升0.6个百分点，表现相对平稳。汽车销售额同比增速为1.1%，而根据汽车工业协会数据，汽车销售量同比增速为11.2%，汽车销售量价背离主要是因为汽车以价换量、降价促销。

图17： 家电等以旧换新商品消费增速较高



资料来源：Wind，诚通证券研究所

5、社融对经济的支持力度仍较强

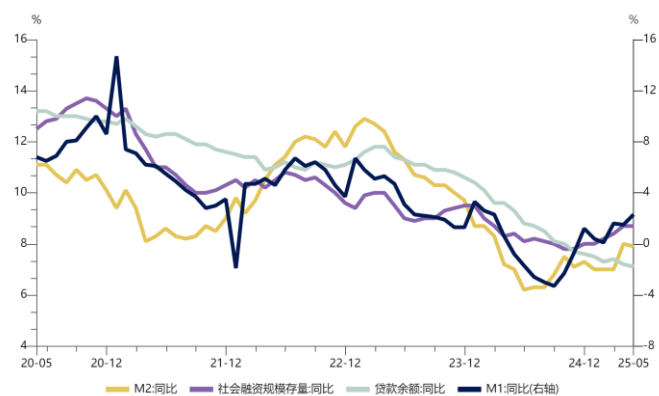
5月，社融对经济的支持仍比较稳健。政府融资支持下，新增社融好于预期，但由于地方债置换，信贷低于预期。

5月，新增信贷6200亿元，低于预期值8026亿元，低于上年同期的9500亿元。信贷同比少增可能因为企业贷款受地方债置换影响而减少。新增企业中长期贷款3300亿元，同比少增1700亿元。新增居民中长期贷款746亿元，处于较低水平。房地产市场修复动能有待进一步增强，5月商品房销售额累计同比降幅由3.2%扩大至3.8%。

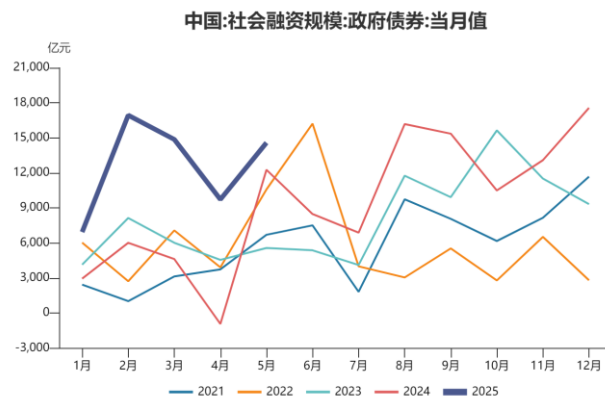
新增社融2.29万亿元，高于预期值2.05万亿元，高于上年同期的2.06万亿元。新增社融仍然主要是政府融资贡献，新增政府债券融资1.46万亿元，高于上年同期的1.22万亿元。12个月新增社融同比增速仍高达9%，社融对经济的支持力度仍较强。

5月，社融余额同比增速8.7%，保持稳定。信用创造稳健，M2同比增速7.9%，维持在阶段性较高水平。受地方债置换影响，贷款余额同比增速进一步下降至7.1%。“两重”“两新”支持下实体经济韧性较强，M1同比增速上升至2.3%。

政府债券仍有发行空间。前5月，政府债券净融资6.3万亿元，同比多融资3.8万亿元。根据Wind数据，用于地方债置换的特殊再融资债券净融资1.6万亿元，同比多融资1.46万亿元，剔除这部分，政府债券净融资同比多增2.34万亿元。而2025年新增政府债务总规模11.86万亿元、比上年增加2.9万亿元，政府债券仍有发行空间。截至5月末，用于稳增长的1.3万亿元超长期特别国债只发行了3630亿元，仍有9000多亿元的发行空间，这将为“两重”“两新”持续提供资金支持。

图18： 社融、M2 增速维持在阶段性高位

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图19： 财政前置发力

资料来源：Wind，诚通证券研究所

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层
公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>

邮编：100020