

2025 年 06 月 17 日

宏观研究团队

以旧换新资金进度约 42%

——兼评 5 月经济数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

● 消费：以旧换新继续显效，测算 5 月补贴资金进度约 42%

1、5 月社零超预期，以旧换新继续显效，汽车抹去负贡献。5 月社零当月同比大幅上行 1.3 个百分点至 6.4%，贡献拆解显示，限上商品、限下商品、限上餐饮、限下餐饮分别贡献了 0.56、0.68、0.03、0.03 个百分点。限上商品具体来看：以旧换新继续显效，家用电器、通讯器材分别贡献 0.27、0.20 个百分点；石油、药品略有走弱；汽车对社零的边际贡献从 4 月的-0.5 个百分点转正至 0.03 个百分点，可能导致市场线性递推、对 5 月社零预期不高。

2、测算 5 月以旧换新资金进度约 42%。根据商务部数据，2024 年消费品以旧换新带动相关产品销售额超过 1.3 万亿元、对应中央补贴超过 1500 亿元，则比例约为 8.7:1。以相同比例推算，截至 2025 年 3 月 24 日、4 月 24 日、5 月 31 日，消费品以旧换新使用资金约 461、831、1269 亿元，进度分别约 15%、28%、42%。进度明显偏快，与近期部分地区出现补贴额度使用完毕、调整发放券机制较为吻合。Q4 可能面临资金不足和高基数两大约束，届时或可考虑资金加码，或增设服务消费券、出口转内销补贴等形式。

3、分品类来看，5 月电动自行车、家电走强，汽车、家具稍弱。将 2025 年以旧换新的日均销量与 2024 年日均进行比较，可以粗略描绘各品类的韧性：家电动能较为强劲，5 月明显提速；电动自行车潜力加快释放；汽车向上斜率不高；家装厨卫边际放缓，或受房地产销售走弱拖累。该指标的缺陷在于没有考虑季节性，例如汽车销售旺季集中于“金九银十”和年末，不过数据表现与社零表现一致，可作为社零的领先观测指标。

● 生产：工业、服务业维持较高增速，供需结构仍不佳

1、中美第一轮会谈互降关税，企业积极调整应变，工业生产维持较快增长，但供需结构不佳。5 月工业增加值同比为 5.8%，较前值下滑了 0.3 个百分点但增速仍高。分行业来看，汽车小幅改善，但交运设备、电气机械、纺织、化学制品分别下滑了 3.0、2.4、2.3、2.1 个百分点。供需结构仍不佳，5 月工业企业产销率为 95.3%，处于历年同期最低水平。

2、消费需求扩大以及节假日效应（五一、端午双节）提振服务业生产。批发零售、信息软件服务贡献较大，分别较前值提高了 1.6、0.8 个百分点，端午前置或致 6 月服务业生产有下行压力。

● 固投端：三大分项均有回落

1、地产：投资降幅继续扩大，销售增速微降。从高频指标来看，6 月以来新房和二手房成交仍趋走弱，作为领先指标的库销比在完成一轮修复后、自 4 月以来持续表现不佳，指向房价进一步修复的动能不强。在年初小阳春后，房地产市场整体延续止跌回稳态势但途有波折，有待政策适时加力。

2、制造业：关税扰动和“反内卷”或约束企业投资扩产意愿。5 月制造业投资和设备更新累计同比分别下降了 0.3、0.9 个百分点，主要受有色冶炼、计算机通信电子、医药、电气机械拖累。近期汽车等行业呼吁反内卷、倡导构建新兴产业秩序，且考虑到关税仍有一定扰动，预计制造业增速将延续温和放缓。

3、基建：政府债提速，基建投资有望延续高增。5 月广义基建和狭义基建均有下滑，铁路运输、道路运输小幅改善，水利管理下滑幅度较大。资金端，截至 6 月 15 日专项债发行进度为 39.0%、较 5 月有所放缓，考虑到超长债迎来发行高峰并逐步形成实物工作量，预计基建投资仍有望维持较高增速。

● 风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《中美就落实日内瓦会谈共识达成框架——宏观周报》-2025.6.15

《政府债券发行支撑社融——宏观经济点评》-2025.6.15

《美国通胀的反弹斜率及持久性尚待观察——美国 5 月 CPI 点评》-2025.6.12

目 录

1、消费：以旧换新继续显效，测算5月补贴资金进度约42%	3
2、生产：工业、服务业维持较高增速，供需结构仍不佳	5
3、固投端：三大分项均有回落	6
4、风险提示	7

图表目录

图1：5月社零较前值改善1.3个百分点，家电、通讯器材贡献较大	3
图2：截至5月31日以旧换新拉动销售1.1万亿元，测算资金进度约42%	4
图3：汽车、家电、手机数码、电动自行车、家具的以旧换新均价分别为13.5、0.5、0.3、0.3、0.2万元	4
图4：5月电动自行车、家电销售走强，汽车、家具稍弱	5
图5：工业生产仍强，出口交货回落	5
图6：供需结构仍不佳	5
图7：商品房销售基本持平前值	6
图8：商品房库销比继续走弱	6
图9：设备更新增速延续放缓	7
图10：有色冶炼、电子、医药、电气机械回落较多	7
图11：广义基建增速平稳	7
图12：铁路运输边际改善	7

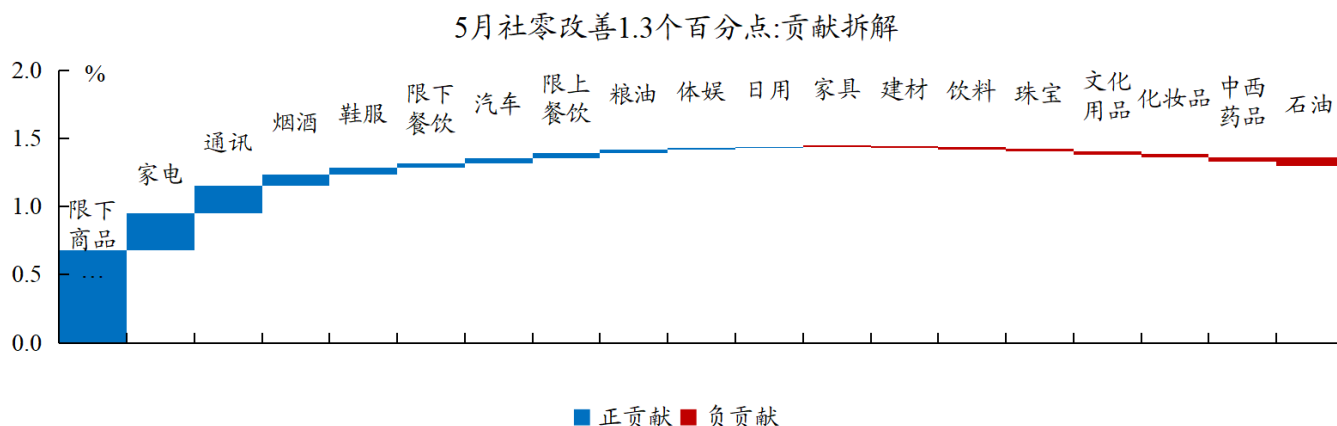
2025 年 5 月工业增加值同比 5.8% (预期 5.7%)，社零同比 6.4% (预期 4.9%)，服务零售额累计同比 5.2%，固定资产投资累计同比 3.7%。其中，广义基建、制造业、房地产投资分别为 10.4%、8.5%、-10.7%。

1、消费：以旧换新继续显效，测算 5 月补贴资金进度约 42%

(1)5 月社零超预期，以旧换新继续显效，汽车抹去负贡献。5 月社零累计同比提升 0.3 个百分点至 5.0%，当月同比则大幅上行 1.3 个百分点至 6.4%。进一步拆解社零改善 (1.3pct)，限上商品、限下商品、限上餐饮、限下餐饮分别贡献了 0.56、0.68、0.03、0.03 个百分点。

限上商品具体来看：以旧换新继续显效，家用电器、通讯器材分别贡献 0.27、0.20 个百分点，石油、药品略有走弱。需要指出的是，4 月汽车对社零的边际贡献为 -0.5 个百分点而 5 月转正至 0.03 个百分点。可能导致市场线性递推，对 5 月社零预期不高。

图1：5 月社零较前值改善 1.3 个百分点，家电、通讯器材贡献较大

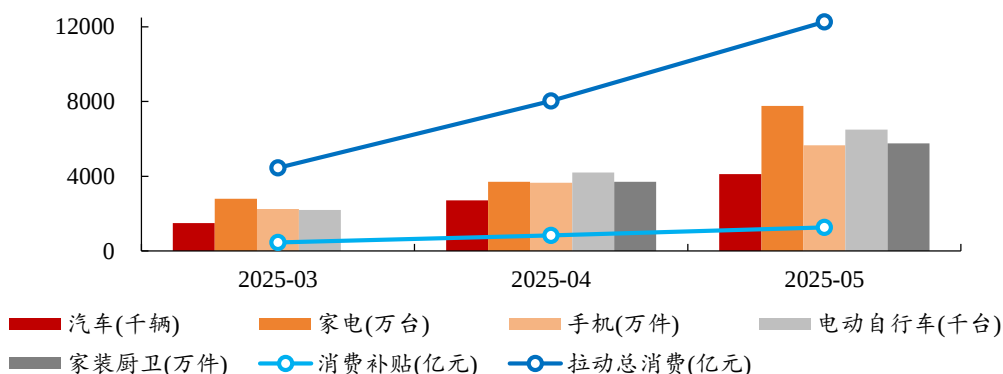


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)测算 5 月以旧换新资金进度约 42%。根据商务部数据，2024 年消费品以旧换新带动相关产品销售额超过 1.3 万亿元，对应中央补贴超过 1500 亿元，则比例约为 8.7: 1。考虑到汽车占主导地位，乘联会数据显示 2024 年 8 月至 2025 年 5 月汽车均价稳于 17 万元左右，因此可以相同比例推算，截至 2025 年 3 月 24 日、4 月 24 日、5 月 31 日，消费品以旧换新使用资金约 461、831、1269 亿元，进度分别约 15%、28%、42%。进度明显偏快，与近期部分地区出现补贴额度使用完毕、调整发放券机制较为吻合。

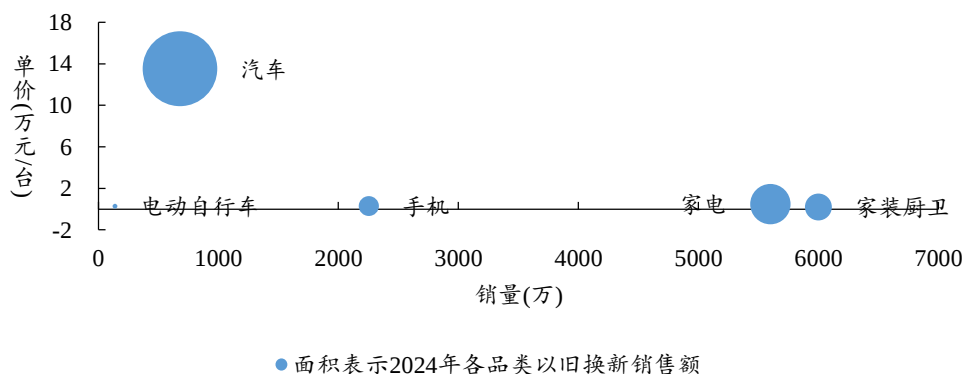
进一步而言，若进度测算与实际情况相似，则 Q4 可能面临资金不足以及高基数的两大约束，届时或可考虑资金加码，增设服务消费券、出口转内销补贴等形式。

图2：截至 5 月 31 日以旧换新拉动销售 1.1 万亿元，测算资金进度约 42%



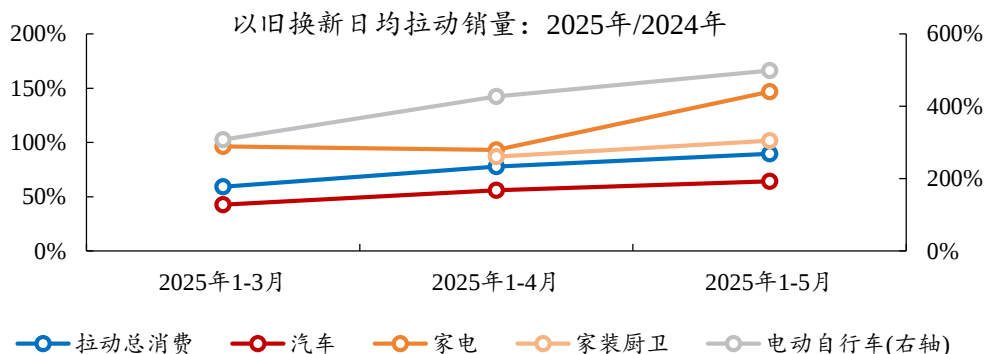
数据来源：商务部、Wind、开源证券研究所

图3：汽车、家电、手机数码、电动自行车、家具的以旧换新均价分别为 13.5、0.5、0.3、0.3、0.2 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：仅手机为 2025 年数据（1 月 1 日-3 月 18 日），其余均为 2024 年数据

(3)分品类来看，5 月电动自行车、家电走强，汽车、家具稍弱。截至 5 月 31 日，汽车、家电、手机数码、电动自行车、家装厨卫分别以旧换新 412、7761.8、5662.9、650、5762.6 万台(份)。将 2025 年以旧换新的日均销量与 2024 年日均进行比较，可以粗略描绘各品类的韧性：家电动能较为强劲、5 月明显提速；电动自行车潜力加快释放，推测与三四线城市加力推进有关；汽车向上斜率不高，家装厨卫边际放缓、可能受房地产销售走弱拖累。

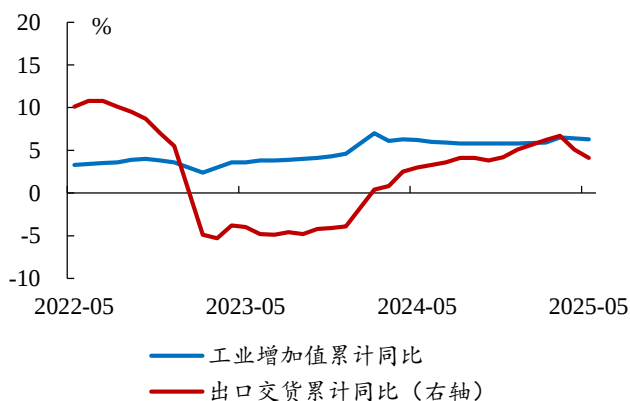
图4：5月电动自行车、家电销售走强，汽车、家具稍弱


数据来源：商务部、开源证券研究所

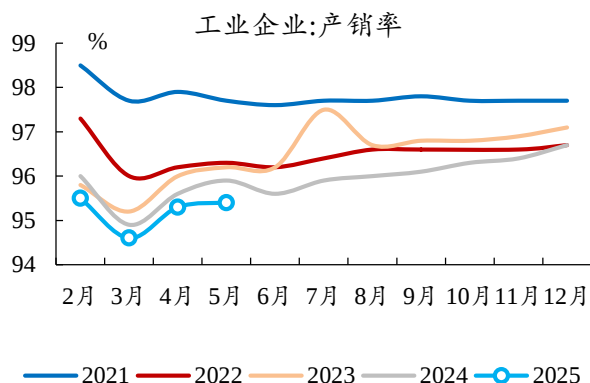
该指标的缺陷在于没有考虑季节性，例如汽车销售旺季集中于“金九银十”和年末，不过数据表现与社零表现一致，均呈现为“5月家电走强、汽车家具稍弱”，因此可以作为社零的领先观测指标。

2、生产：工业、服务业维持较高增速，供需结构仍不佳

中美第一轮会谈互降关税，企业积极调整应变，工业生产维持较快增长，但供需结构不佳。5月工业增加值同比为5.8%，较前值下滑了0.3个百分点但增速仍高；5月工增环比为0.61%、明显好于前值的0.22%。分行业来看，汽车小幅改善，但交通运输设备、电气机械、纺织、化学制品分别下滑了3.0、2.4、2.3、2.1个百分点。供需结构仍不佳，5月工业企业产销率为95.3%，处于历年同期最低水平。

图5：工业生产仍强，出口交货回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：供需结构仍不佳


数据来源：Wind、开源证券研究所

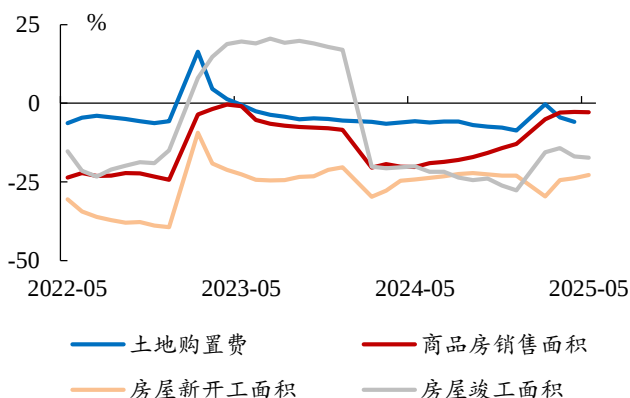
消费需求扩大以及节假日效应（五一、端午双节）提振服务业生产：5月服务

业生产改善了 0.2 个百分点至 6.2%，批发零售、信息软件服务贡献较大，分别较前值提高了 1.6、0.8 个百分点，端午前置或致 6 月服务业生产有下行压力。

3、固投端：三大分项均有回落

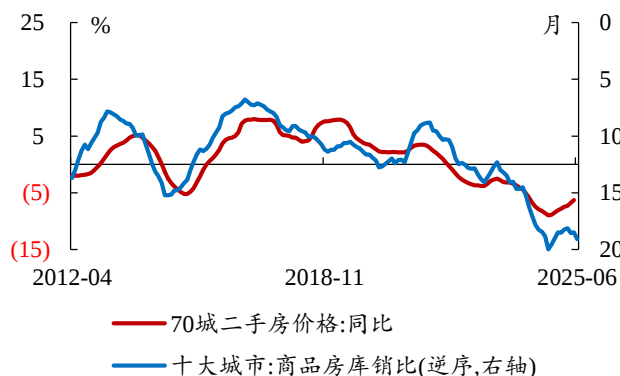
(1)地产：投资降幅继续扩大，销售增速微降。5 月房地产投资累计同比下行了 0.4 个百分点至-10.7%，测算 5 月当月同比为-12.0%，降幅继续走扩；新开工、竣工、销售面积累计同比分别较前值变动了+1.0、-0.4、-0.1 个百分点。

图7：商品房销售基本持平前值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：商品房库销比继续走弱



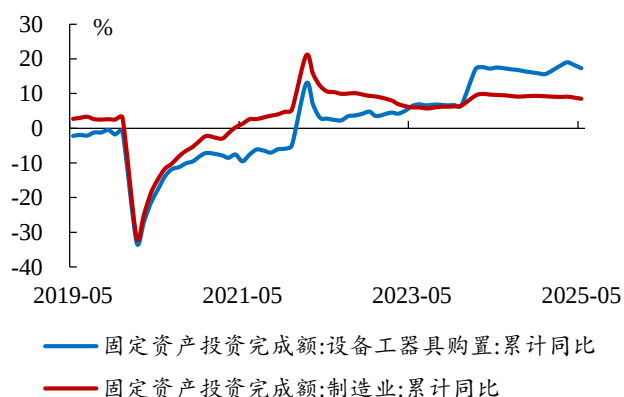
数据来源：Wind、开源证券研究所

从高频指标来看：6 月以来新房和二手房成交仍趋走弱，作为领先指标的库销比在完成一轮修复后、自 4 月以来持续表现不佳，对应二手房价同比降幅收窄但环比降幅走扩，指向房价进一步修复的动能不强。在年初小阳春后，房地产市场整体延续止跌回稳态势但途有波折，有待政策适时加力。6 月 13 日国常会“听取构建房地产发展新模式和推进好房子建设有关情况汇报”，适度关注后续增量地产政策。

(2)制造业：关税扰动和“反内卷”或约束企业投资扩产意愿。5 月制造业累计同比下降了 0.3 个百分点至 8.5%、连续 2 个月增速放缓，其中设备工器具购置累计同比下降 0.9 个百分点至 17.3%。分行业来看，有色冶炼、计算机通信电子、医药、电气机械下滑幅度较大。

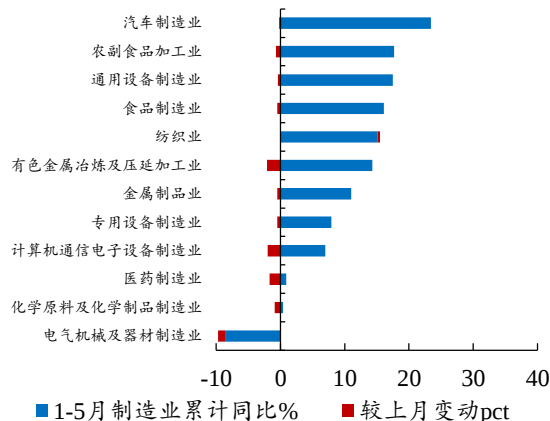
往后看，近期汽车等行业呼吁反内卷、倡导构建新兴产业秩序，例如李书福表示“吉利决定不再建设新的汽车生产工厂，不搞重复建设”，且考虑到关税仍有一定扰动，预计制造业增速将延续温和放缓。

图9：设备更新增速延续放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

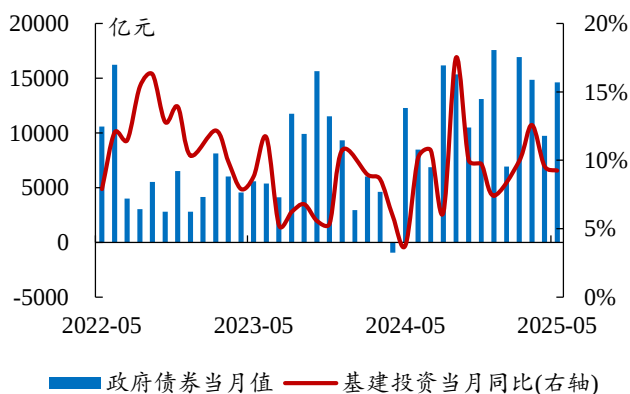
图10：有色冶炼、电子、医药、电气机械回落较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

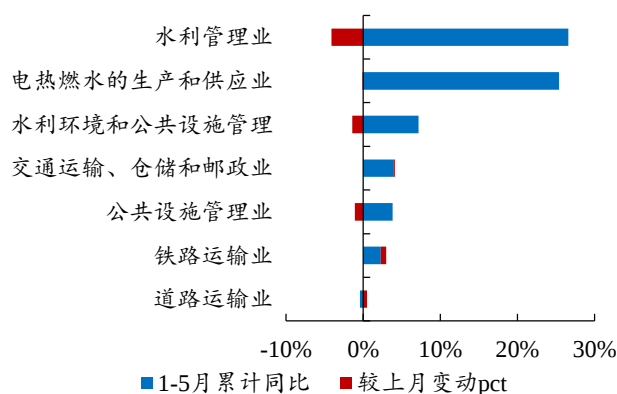
(3)基建：政府债提速，基建投资有望延续高增。测算5月广义基建当月同比回落了0.3个百分点至9.3%，狭义基建当月同比明显下滑了0.7个百分点至5.1%。分项来看，铁路运输、道路运输小幅改善，水利管理下滑幅度较大。资金端，截至6月15日专项债发行进度为39.0%、较5月有所放缓，考虑到超长债迎来发行高峰并逐步形成实物工作量，预计基建投资仍有望维持较高增速。

图11：广义基建增速平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：铁路运输边际改善



数据来源：国务院、Wind、开源证券研究所

4、风险提示

- (1)政策力度不及预期；
- (2)美国经济超预期衰退。

特别声明

《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）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其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。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn