

中国 5 月重点经济数据解读

2025 年 6 月 16 日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师：

王娜

从业资格证号：F3055965

投资咨询证书号：Z0001999

联系人：

吴昕玥

从业资格证号：F03124129

相关研究报告：

股指衍生品：估值修复，磨底等待启动契机

股指衍生品：稳增长政策渐明朗 期待基本面拐点

【专题报告】国联期货股指分红观察（一）：分红对股指基差的影响

【专题报告】美国通胀拐点将现，加息临近尾声

短期承压与韧性修复并存，消费为突出亮点

当前中国经济运行呈现出“短期承压与韧性修复并存，内生动能待加强与政策托底交织”的特征。虽然固定资产投资与工业增加值增速有所放缓，房地产市场总体仍在磨底，但社会消费品零售总额在政策精准发力和促销节点前置的双重支撑下保持稳健增长，成为当前经济运行中最突出的亮点，同时也印证内需仍具潜力。

6 月经济成色或有所改善。消费有望保持温和增长：国补政策期限明确叠加“618”活动全面落地，耐用品消费有望持续得到支撑，暑期临近亦将支撑服务需求释放。投资端边际改善动能显现：“两重”项目清单及配套资金有望加速到位，并推动基建投资增速企稳回升，制造业虽受外部不确定性制约，但设备更新需求仍可提供韧性支撑。工业生产短期存在企稳契机：5 月关税暂缓的“抢出口”效应可能在 6 月部分兑现，叠加运力修复，出口交货值或阶段性回升。

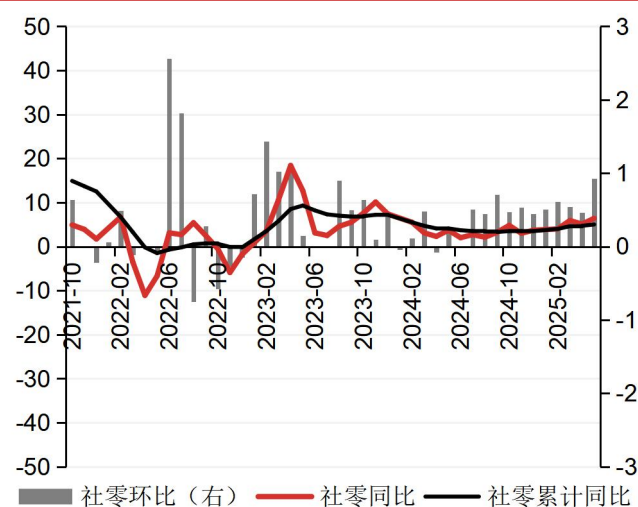
但仍需关注三大关键约束：第一，房地产市场量价探底格局未改，销售端“以价换量”加深价格压力，政策“摸底”到见效仍需传导时间。第二，外需结构性走弱趋势难逆，美国高关税及全球贸易环境趋紧将持续压制出口动能。第三，工业品通缩压力凸显需求不足矛盾，企业盈利空间承压。

总体来看，当前经济正处于内生动能修复与外部压力交织阶段。短期内消费韧性仍是关键支撑点，政策驱动的基建改善有望部分对冲地产下行压力。随着既有政策效能持续释放，二季度或呈现内需渐进修复的运行格局，经济企稳向好的持续性，最终取决于内需循环畅通程度及微观主体信心的实质性修复。

一、以旧换新政策及 618 促销前置支撑消费，社零增速保持稳健

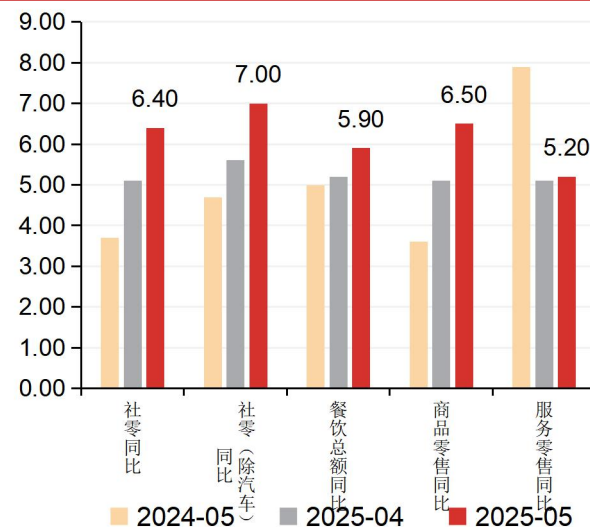
1-5 月社零总额同比增长 5%，增速较 1-4 月加快 0.3 个百分点：仍主要受商品零售提振。今年促消费政策站位提升，以旧换新政策在覆盖范围和补贴力度上均有升级，家电家具、通讯器材等品类消费持续增长。在政策带动下，网购增速持续回升，1-5 月实物商品网上零售额同比增长 6.3%，增速连续三个月加快，同时其占社零总额的比重也不断抬升，目前占比已达到 24.5%。

图 1：社会消费品零售总额同比变化（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 2：社会消费品零售总额结构（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

从消费结构来看，5 月居民消费呈现明显的政策和促销活动驱动特点。在以旧换新政策持续发力和 618 促销前置的背景下，部分品类零售额实现较快增长，从同比增速来看，如家电类（+53%）、通讯器材类（+33%）、文化办公用品类（+30.5%）、体育用品类（+28.3%）、家具类（+25.6%）等品类位居前列。这表明政策支持力度较大的家电、家具、通讯器材等耐用品消费需求仍较为旺盛，同时淘宝、拼多多、抖音等平台 618 预售前置，均从 5 月中旬即开始预售，助力家电、数码产品、智能穿戴等销量提升。此外，受五一期间居民旅游出行带动，服务消费也有所加快，5 月餐饮收入同比增长 5.9%，增速较 4 月加快 0.7 个百分点。

当前“增强消费对经济增长的拉动作用”仍需政策进一步配套落实。后续促消费政策力度预计仍将延续，近期发改委和财政部最新文件明确表示 2025 年家电“国补”结束时间为 2025 年 12 月 31 日，个别地区补贴暂停是短期、暂时和阶段性的，预计将有助于提振消费者信心，叠加 618 促销活动持续，预计 6 月居民消费有望保持

稳健增长态势。

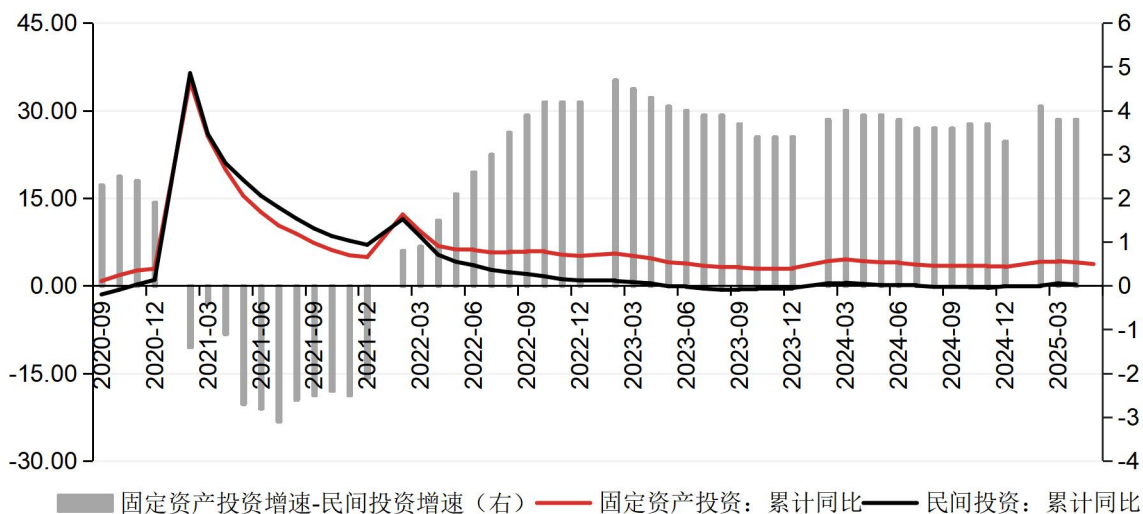
图 3：社零细分项目当月同比（%）

当月同比	2025-05	2025-04	2024-05
社会消费品零售总额	6.4	5.1	3.7
限额以上企业消费品零售总额	8	6.3	3.4
餐饮收入	5.9	5.2	5
限额以上企业餐饮收入总额	4.8	3.7	2.5
商品零售	6.5	5.1	3.6
限额以上企业商品零售总额	8.2	6.6	3.5
社会消费品零售总额:城镇	6.5	5.2	3.7
社会消费品零售总额:乡村	5.4	4.7	4.1
必选消费:粮油、食品类	14.6	14	9.3
必选消费:饮料类	0.1	2.9	6.5
必选消费:烟酒类	11.2	4	7.7
必选消费:日用品类	8	7.6	7.7
必选消费:中西药品类	0.3	2.6	4.3
可选消费:体育、娱乐用品类	28.3	23.3	20.2
可选消费:家用电器和音像器材类	53	38.8	12.9
可选消费:建筑及装潢材料类	5.8	9.7	-4.5
可选消费:家具类	25.6	26.9	4.8
可选消费:服装鞋帽针纺织品类	4	2.2	4.4
可选消费:化妆品类	4.4	7.2	18.7
可选消费:金银珠宝类	21.8	25.3	-11
可选消费:文化办公用品类	30.5	33.5	4.3
可选消费:通讯器材类	33	19.9	16.6
可选消费:石油及制品类	-7	-5.7	5.1
可选消费:汽车类	1.1	0.7	-4.4

数据来源：WIND、国联期货研究所

二、制造业和基建投资增速均有回落，投资端增速创年内低点

图 4：全国固定资产投资累计同比（%）

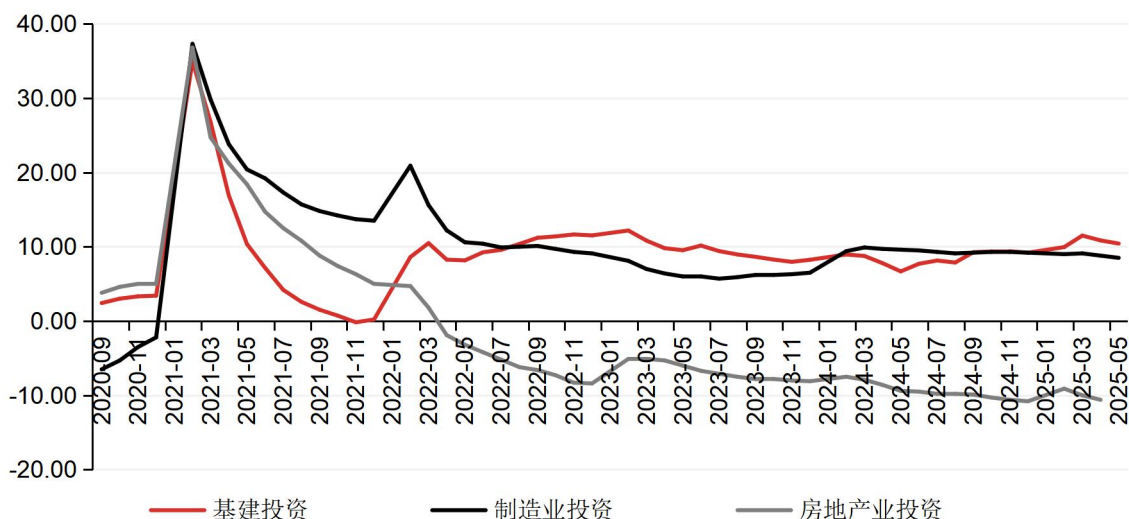


数据来源：WIND、国联期货研究所

1-5月固定资产投资同比增长3.7%，增速较1-4月下降0.3个百分点，增速创年内低点，主因制造业和基建投资增速有所放缓，房地产开发投资增速降幅有所扩大。

1-5月民间投资总量同比增长0%，增速较1-4月放缓0.2个百分点，整体较弱，由于低价负螺旋叠加实际利率仍较高，民间投资需求有待进一步提振。

图 5：三大类投资累计同比（%）



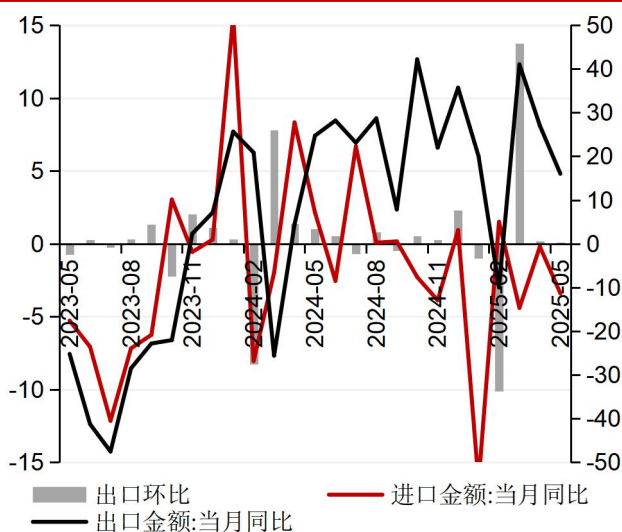
数据来源：WIND、国联期货研究所

1-5月制造业投资同比增长8.5%，增速较1-4月放缓0.3个百分点，呈现边际放缓态势。这一态势与同期制造业PMI表现相吻合，5月制造业PMI虽由49%升至49.5%，但仍处于收缩区间，反映制造业景气度仍显疲弱。虽然中美谈判取得阶段性成果，但美国对华商品加征关税的实际税率处于较高水平，在较大程度上抑制我国对美商品出口动能，同时美国关税政策影响下全球经济和贸易走弱趋势不可逆，全球需求下降导致5月出口增速提升未及预期。外部环境不确定性的提升客观上加剧了国内制造业企业的观望情绪，削弱了其扩大资本开支的内生动力。

1-5月基础设施投资增速（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长5.6%，增速较1-4月放缓0.2个百分点，或表明基建资金到位率仍有待提升。发改委此前曾表示力争6月底前下达2025年“两重”建设和中央预算内投资全部项目清单，同并配套推出新兴政策性金融工具，以解决项目建设资本金不足问题。基于当前政策导向与财政支持力度判断，随着财政资金使用效率的持续优化和金融支持工具的落地见效，基建投资总体有望保持较高增速。

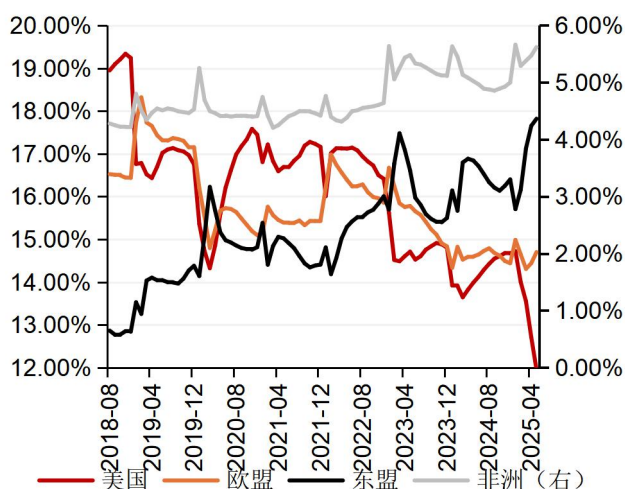
三、中美贸易摩擦虽有缓和，出口仍面临明显下行压力

图 6：出口金额同比变化（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 7：各经济体在我国出口中所占份额变化（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

5月外贸数据显示虽然5月中美贸易摩擦有所缓和，但我国出口仍面临明显下行压力。以美元计价，5月出口金额同比增长4.8%，较4月下降3.3个百分点；进口金额同比降幅扩大3.2个百分点至-3.4%。

出口方面，对美出口的持续疲弱是拖累整体增速的主要因素。5月我国对美出口同比降幅扩大13.5个百分点至-34.5%，这一情况的形成存在多重因素。首先，5月中旬的关税暂缓措施存在政策传导时滞，新订单签约及航运运力恢复尚未充分体现，其正向效应或将在6月数据中逐步显现。其次，尽管中美谈判取得阶段性成果，但美国对华商品加征关税的实际税率处于较高水平，在较大程度上抑制我国对美商品出口动能；此外，前期“抢转口”行为或已部分预支美国中短期需求，导致当前出口增长缺乏支撑。向后看，短期“抢出口”回补和运力恢复可能支撑6月出口金额增速回升，但中长期来看，美国关税政策影响下全球经济和贸易走弱趋势不可逆，全球需求下降仍将给我国下半年出口造成较大压力。

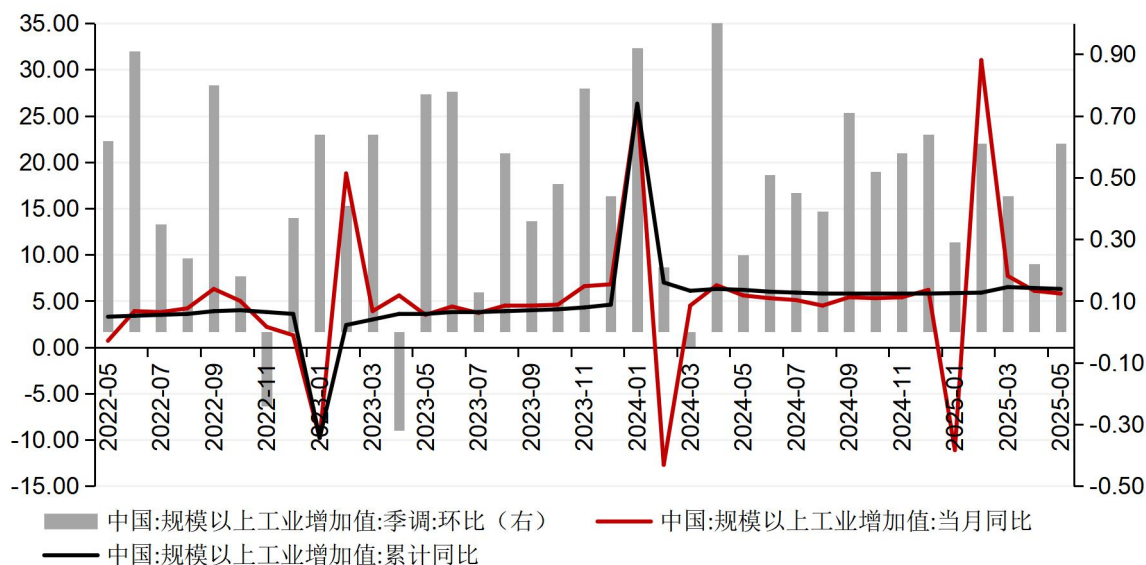
进口金额降幅扩大的情况表明我国内需仍然需要巩固。从具体产品来看，除农产品以外，其他主要大宗商品进口数量同比增速多数为负，显示内需偏弱。

四、外需收缩叠加内需不振，工业生产节奏整体放缓

1-5月规模以上工业增加值同比增长6.3%，增速较1-4月放缓0.1个百分点，整

体生产动能有所减弱。这一放缓主要源于需求端的双重压力：一方面，5月工业出口交货值同比增速下滑至0.6%，创2024年3月以来新低，显示中美贸易谈判的阶段性成果尚未转化为实质性出口改善；另一方面，工业企业产销率降至95.9%的历史同期低位，反映内需复苏仍显乏力。外需收缩叠加内需不振，导致制造业生产节奏放缓，工业生产面临较大下行压力。值得注意的是，5月中旬关税暂缓措施存在政策时滞，随着短期“抢出口”回补和运力恢复，其正向效应或将在6月数据中有所显现，但外需的结构性下行趋势难以根本扭转。

图 8：规模以上工业增加值同比（%）

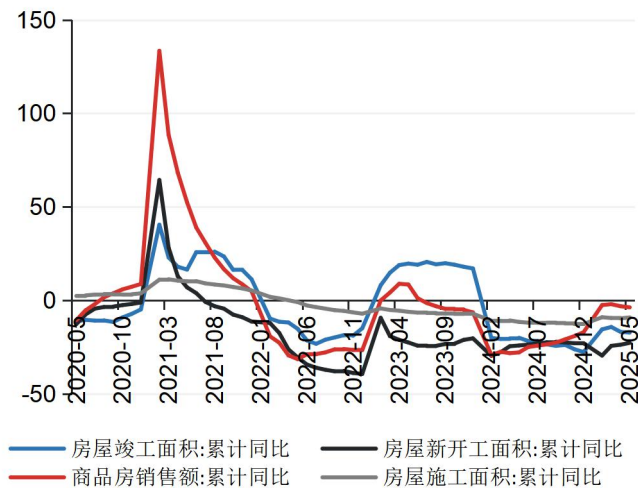


数据来源：WIND、国联期货研究所

价格层面，5月中国PPI同比下降3.3%，降幅较4月扩大0.6个百分点，环比下降0.4%，连续第6个月下跌，显示工业品价格压力仍然较大。除了能源价格下行等国际输入性因素以外，国内需求疲弱仍是制约当前PPI同比回升的主要因素。后续受地缘冲突不断升级的影响，原油价格可能中枢上移并加剧波动，这或在一定程度上对PPI形成支撑。但是除此以外，国内终端需求持续疲软，叠加“抢出口”效应消退和全球贸易环境恶化带来的外需收缩，PPI同比增速在下半年仍将面临下行压力。在此背景下，政策端加大财政对基建投资、房地产行业稳定和消费刺激的支持力度，同时加强供给侧改革、提高产能利用率，为工业品价格回稳创造有利条件或是关键。

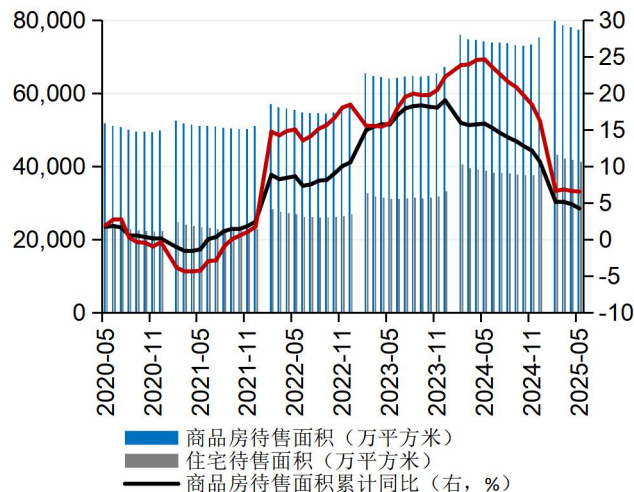
五、房地产供需延续弱势，政策端或加快构建长效机制

图 9：房地产新开工、施工、竣工及销售面积累计同比增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 10：商品房待售面积累计同比（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

1-5月商品房销售面积和销售额同比降幅分别较上期扩大0.1%和0.6%至-2.9%和-3.8%，显示销售放缓，同时销售额降幅大于销售面积，折射出“以价换量”销售策略下房价下滑加剧，房地产市场总体仍处于量价磨底阶段，内生增长动力仍待加强，后续稳楼市依然需要持续发力。

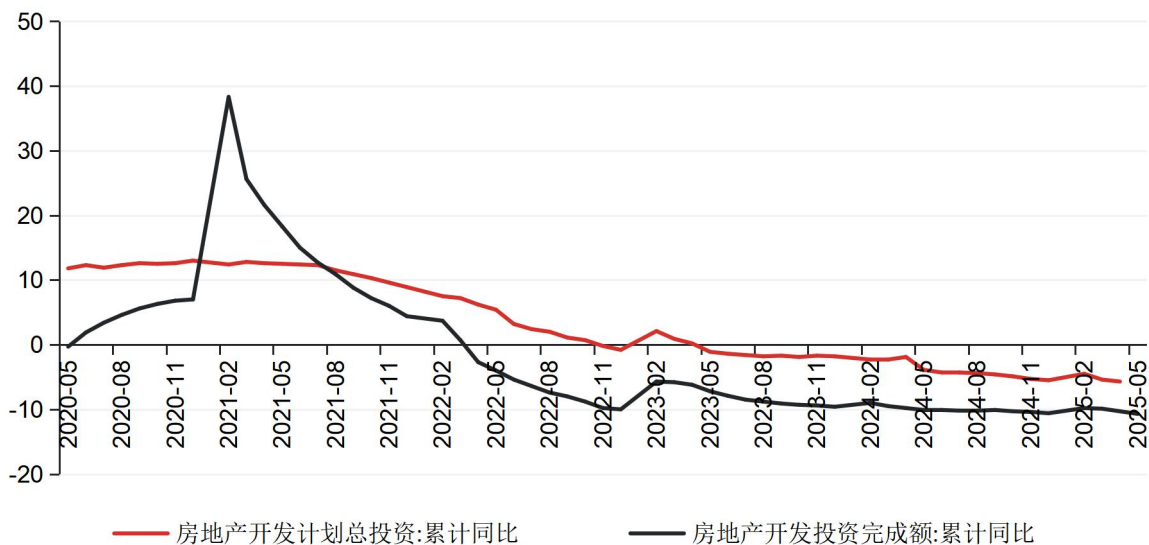
供给侧指标仍显疲弱，同期新开工面积同比增速-22.8%，施工面积同比增速-9.2%，房地产竣工面积同比增速-17.3%，其中竣工面积降幅有所扩大，房地产各供应环节整体仍处于回落状态。同期商品房及住宅待售面积同比增长4.2%和6.5%，增速分别较上期降低0.6%和0.1%，但库存去化压力依然存在。

投资端表现同样不容乐观，1-5月房地产开发投资完成额同比增速为-10.7%，降幅已连续扩大3个月。考虑到房企资金面尚未实质性改善，且“保交楼”项目对新增投资的挤出效应持续存在，预计房地产投资链条短期内仍将承压。

政策层面，随着5月房地产市场的持续降温，6月13日国常会上房地产方面提出“要扎实有力推进‘好房子’建设，纳入城市更新机制加强工作统筹，在规划、土地、财政、金融等方面予以政策支持……要对全国房地产已供土地和在建项目进行摸底，……多管齐下稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险，更大力度推动房地产市场止跌回稳”，预示着后续政策或将更注重通过“摸底”厘清房地产市场特征与问题，并通过建立长效机制推动房地产领域历史积压问题的逐渐出清，仍将为房地产

市场长期平稳健康发展持续提供政策保障。

图 11：房地产开发投资增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

六、总结与展望

当前中国经济运行呈现出“短期承压与韧性修复并存，内生动能待加强与政策托底交织”的特征。虽然固定资产投资与工业增加值增速有所放缓，房地产市场总体仍在磨底，但社会消费品零售总额在政策精准发力和促销节点前置的双重支撑下保持稳健增长，成为当前经济运行中最突出的亮点，同时也印证内需仍具潜力。

6 月经济成色或有所改善。消费有望保持温和增长：国补政策期限明确叠加“618”活动全面落地，耐用品消费有望持续得到支撑，暑期临近亦将支撑服务需求释放。投资端边际改善动能显现：“两重”项目清单及配套资金有望加速到位，并推动基建投资增速企稳回升，制造业虽受外部不确定性制约，但设备更新需求仍可提供韧性支撑。工业生产短期存在企稳契机：5 月关税暂缓的“抢出口”效应可能在 6 月部分兑现，叠加运力修复，出口交货值或阶段性回升。

但仍需关注三大关键约束：第一，房地产市场量价磨底格局未改，销售端“以价换量”加深价格压力，政策“摸底”到见效仍需传导时间。第二，外需结构性走弱趋势难逆，美国高关税及全球贸易环境趋紧将持续压制出口动能。第三，工业品通缩压力凸显需求不足矛盾，企业盈利空间承压。

总体来看，当前经济正处于内生动能修复与外部压力交织阶段。短期内消费韧性

仍是关键支撑点，政策驱动的基建改善有望部分对冲地产下行压力。随着既有政策效能持续释放，二季度或呈现内需渐进修复的运行格局，经济企稳向好的持续性，最终取决于内需循环畅通程度及微观主体信心的实质性修复。

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600