

第一创业证券研究所

分析师：李怀军

证书编号：S1080510120001

电话：010-63197789

邮箱：lihuijun@fcsc.com

5 月经济平稳增长表现出较强韧性

核心观点：

5 月工业增加值同比实际增长 5.8%，高于预期 5.7%，较 4 月回落 0.3 个百分点，但 1-5 月累计值仍较去年全年高 0.5 个百分点；5 月社会消费品零售总额同比名义增长 5.1%，高于预期 4.9%，较 4 月回升 1.3 个百分点，1-5 月累计值较去年全年高 1.5 个百分点；1-5 月固定资产投资累计同比增速为 3.7%，低于预期 4.0%，较 1-4 月回落 0.3 个百分点，但较去年高 0.5 个百分点。

在固定资产投资中，1-5 月制造业累计同比增速为 8.5%，较 1-4 月回落 0.3 个百分点，且较去年低 0.7 个百分点；不含电力的基建投资累计同比增速为 5.6%，较 1-4 月回落 0.2 个百分点，但较去年高 1.2 个百分点；而房地产投资累计同比增速为 -10.7%，较 1-4 月回落 0.4 个百分点，且较去年低 0.1 个百分点。

从服务业生产指数看，2025 年 5 月当月同比为 6.2%，较 4 月回升 0.2 个百分点；1-5 月累计同比增速为 5.9%，与上月持平，较去年高 0.7 个百分点。从工业企业产销率看，5 月为 95.9%，较 4 月回落 1.3 个百分点，而 1-5 月累计值为 95.4%，较去年全年低 1.3 个百分点；5 月出口交货值同比增速为 0.6%，较 4 月回落 0.3 个百分点，而 1-5 月累计同比为 4.1%，较去年全年回落 1 个百分点。

可见，5 月工业增加值增速表现平稳，包括零售和服务的消费增速回升明显，而固定资产投资和外贸增速有所回落。但从 1-5 月累计增速看，除进口外的主要经济数据同比增速均高于去年同期水平，且净出口增速求的表现突出，而一季度已实现 5.4% 的 GDP 同比增速，表明今年 5% 的经济增长目标完全能够实现。

高科技产业的生产和投资在近几年的增速远高于工业和制造业的平均增速，这使得中国经济实现以产业链提升为代表的高质量发展，经济发展的质量和潜力进一步提升。但从经济周期的角度看，中国经济由于受房地产周期向下的影响，房地产对经济的拖累十分明显，使经济实际增速远低于潜在经济增速，即 GDP 缺口为负，物价指数仍在低位徘徊；虽然 5 月城镇调查失业率为 5.0%，低于预期 5.1%，较 4 月回落 0.1 个百分点，但年青人失业率较高，消费者信心仍不足。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

一、5月生产平稳、消费回升而外贸和固定资产投资增速回落

首先，从2025年5月的工业生产、社会消费品零售总额和固定资产投资的环比数据看（表1所示），生产和零售均较4月大幅回升，而固定资产投资和外贸的回落幅度还较大，其中进口转为负值，带动进出口增速的回落。

其次，从同比数据看（表1所示），5月工业增加值同比实际增长5.8%，高于WIND预期5.7%，较4月回落0.3个百分点，但1-5月累计值仍较去年全年高0.5个百分点；5月社会消费品零售总额同比名义增长6.4%，高于WIND预期4.9%，较4月回升1.3个百分点，且1-5月累计值较去年全年高1.5个百分点；1-5月固定资产投资累计同比增速为3.7%，低于WIND预期4.0%，较1-4月回落0.3个百分点，但较去年高0.5个百分点。

表1 2025年5月生产、零售、投资和进出口数据一览表及其对比

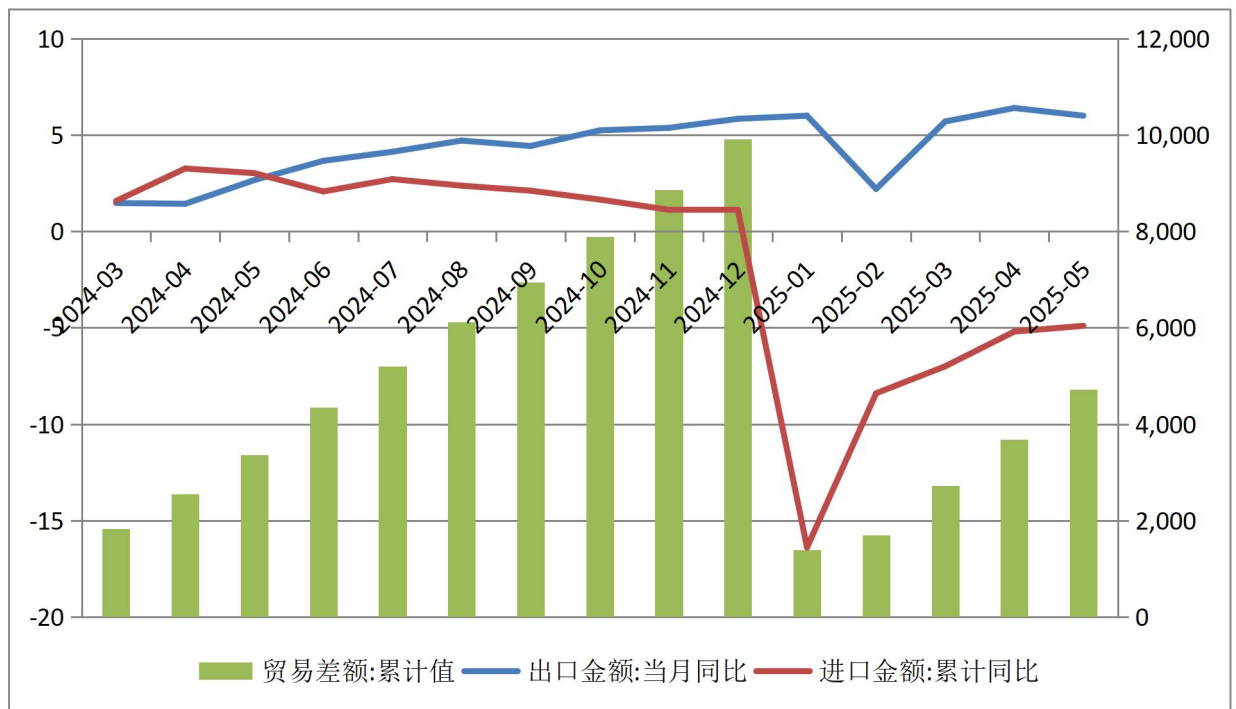
	同比 (%)				季调环比 (%)	
年份	2024	2025			2025	
月份	1-12月	1-5月	5月	4月	5月	4月
工业增加值（实际）	5.8	6.3	5.8	6.1	0.61	0.22
社会消费品零售总额（名义）	3.5	5.0	6.4	5.1	0.93	0.46
固定资产投资（累计实际）	3.2		3.7	4.0	0.05	0.48
其中：房地产	-10.6		-10.7	-10.3		
基建（不含电力）	4.4		5.6	5.8		
制造业	9.2		8.5	8.8		
进出口增速（美元）	3.8	1.3	1.3	4.6	-1.1	2.0
其中：出口增速	5.8	6.0	4.8	8.1	0.2	0.6
进口增速	7.4	-4.9	-3.4	-0.2	-2.9	3.9
贸易顺差（亿美元）	9914	4719	1032	962		

资料来源：国家统计局 第一创业计算整理

而在固定资产投资中，2025年1-5月制造业累计同比增速为8.5%，较1-4月回落0.3个百分点，且较去年低0.7个百分点；不含电力的基建投资累计同比增速为5.6%，较1-4月回落0.2个百分点，但较去年高1.2个百分点；而房地产投资累计同比增速为-10.7%，较1-4月回落0.4个百分点，且较去年低0.1个百分点。

从货物贸易数据看，以美元计价，2025 年 5 月出口同比增长 4.8%，较 4 月回落 3.3 个百分点，但累计值比去年高 0.2 个百分点；进口增长-3.4%，较 4 月回落 3.2 个百分点，而累计值却较去年低 12.3 个百分点；因而 5 月贸易顺差 1032 亿美元，虽较 4 月有所回升，处于历史次高水平，且 1-5 月贸易顺差为 4719 亿美元，比去年同期高 1357 亿美元，同比增速高达 40%（图 1 所示）；而 2024 年中国 GDP 约为 19 万亿美元，以 5% 的 GDP 增速计算，2025 年增量只需 9500 亿美元。因此，净出口的强劲增长为今年 5% 的 GDP 增长目标打下坚实基础。

图 1 2025 年 1-5 月出口与进口增速差距仍较大使贸易顺差同比大增



资料来源：中国海关总署 第一创业整理

进口增速远低于出口增速，主因在于进口大宗商品价格的下跌。前 5 个月，我国进口煤每吨下跌 22.5%，铁矿砂进口均价下跌 16.4%，原油每吨下跌 10.6%，天然气下跌 6.8%，大豆下跌 13.9%，成品油下跌 0.1%。

再次，从服务业生产指数看，2025 年 5 月当月同比为 6.2%，较 4 月回升 0.2 个百分点；1-5 月累计同比增速为 5.9%，与上月持平，但较去年高 0.7 个百分点。

最后，从工业企业产销率看，2025 年 5 月为 95.9%，较 4 月回落 1.3 个百分点，且 1-5 月累计值为 95.4%，较去年全年低 1.3 个百分点；5 月出口交货值同比增速为 0.6%，较 4 月回落 0.3 个百分点，而 1-5 月累计同比为 4.1%，较去年回落 1 个百分点。

因此，5 月工业增加值增速表现平稳，包括零售和服务的消费增速回升明显，而固定资产投资和外贸增速有所回落。但是，从 1-5 月累计增速看，除进口外的主要经济数据同比增速均高于去年同期水平，且净出口增速求的表现突出，而一季度已实现 5.4% 的 GDP 同比增速，表明今年 5% 的经济增长目标完全能够实现。

二、经济的高质量发展不改经济周期性回落的压力

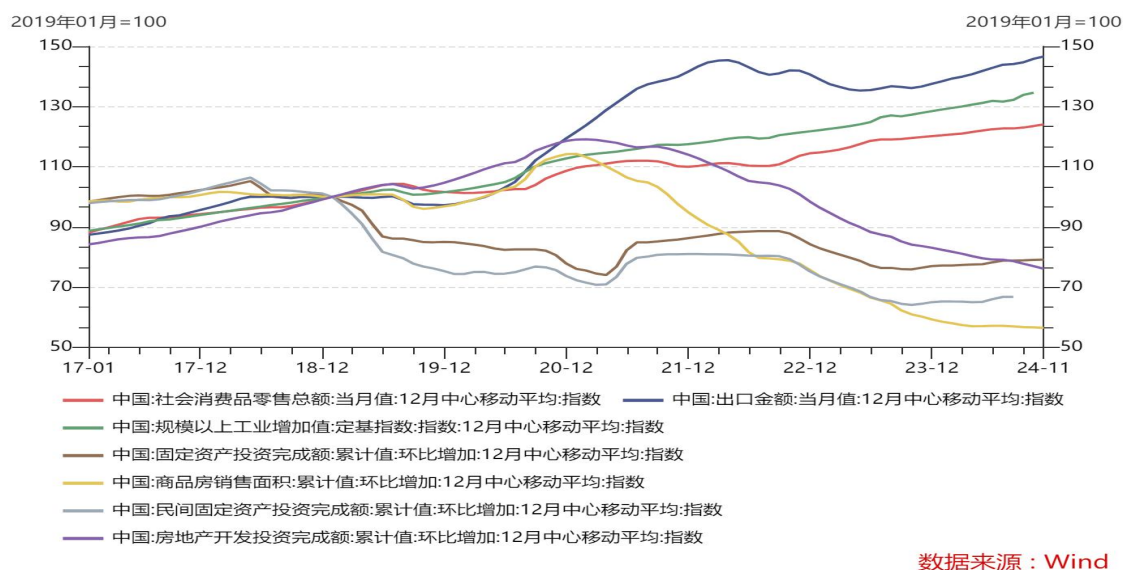
从经济发展角度看高质量发展，尽管中国人口红利开始消失，但由于资金成本的走低，特别是高新技术领域的生产和投资导致经济效率的大幅度提升，使得经济发展的质量得以大幅度提升。如图 2 所示，以电子信息制造业为代表的高科技产业的生产和投资在近几年的增速远高于工业和制造业的平均增速，这使得中国经济实现以产业链提升为代表的高质量发展，经济发展的质量和潜力得以进一步提升。

图 2 电子信息制造业的生产和投资远高于工业和制造业的平均增速



资料来源：国家统计局 第一创业整理

图 3 从主要经济指标 12 个月中心移动平均值的指数化对比看房地产对经济的拖累十分明显

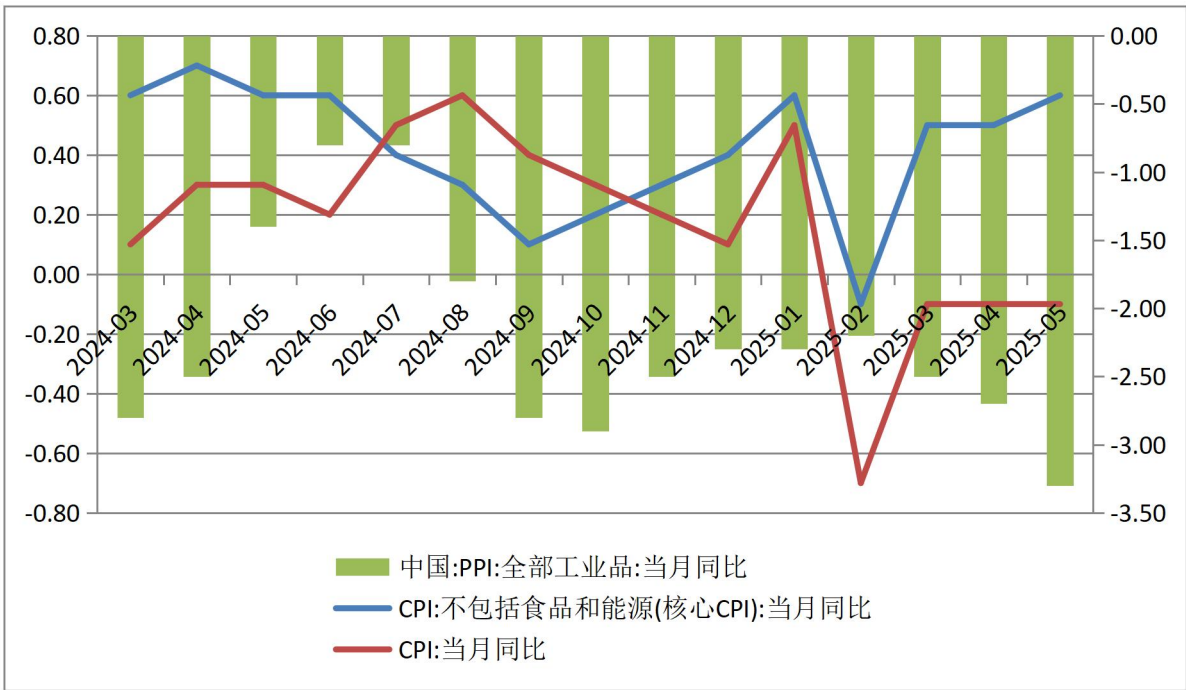


资料来源：国家统计局 第一创业整理

但从经济周期的角度看，中国经济由于受房地产周期向下的影响，实际经济增速受到很大影响，使得实现经济增速远低于潜在经济增速，即 GDP 缺口为负。如图 3 所示，从主要经济指标 12 个月中心移动平均值的指数化（2019 年 12 月=100）对比看房地产对经济的拖累十分明显，带动民间投资和整个固定资产投资的走低，经济增长主要靠出口和消费的带动。从 5 月经济数据上看，经济仍存在诸多不足之处。

首先，直接体现就是连续两年 GDP 平减指数为负，具体表现在物价指数上，5 月物价指数仍在低位徘徊，经济的通缩状况持续。图 4 所示，5 月 CPI 同比为-0.1%，与 4 月持平，预期为-0.2%；5 月核心 CPI 同比为 0.6%，较 4 月回升 0.1 个百分点。5 月 CPI 环比为-0.2%，4 月为 0.1%；核心 CPI 环比为 0.0%，4 月为 0.2%。

图 4 从 2025 年 5 月 CPI 和 PPI 同比仍在低位徘徊



资料来源：国家统计局 第一创业整理

5 月 PPI 同比为-3.3%，预期为-3.2%，4 月为-2.7%。5 月 PPI 环比为-0.4%，与 4 月持平。其中，生活资料为 0.0%，4 月为-0.2%；生产资料为-0.6%，4 月为-0.5%。从表 2 看，5 月生产资料各行业的环比大部分为负值，这一点与 4 月一致。

表 2 5 月生产资料产业链上中下游各行业环比及其与 4 月的对比

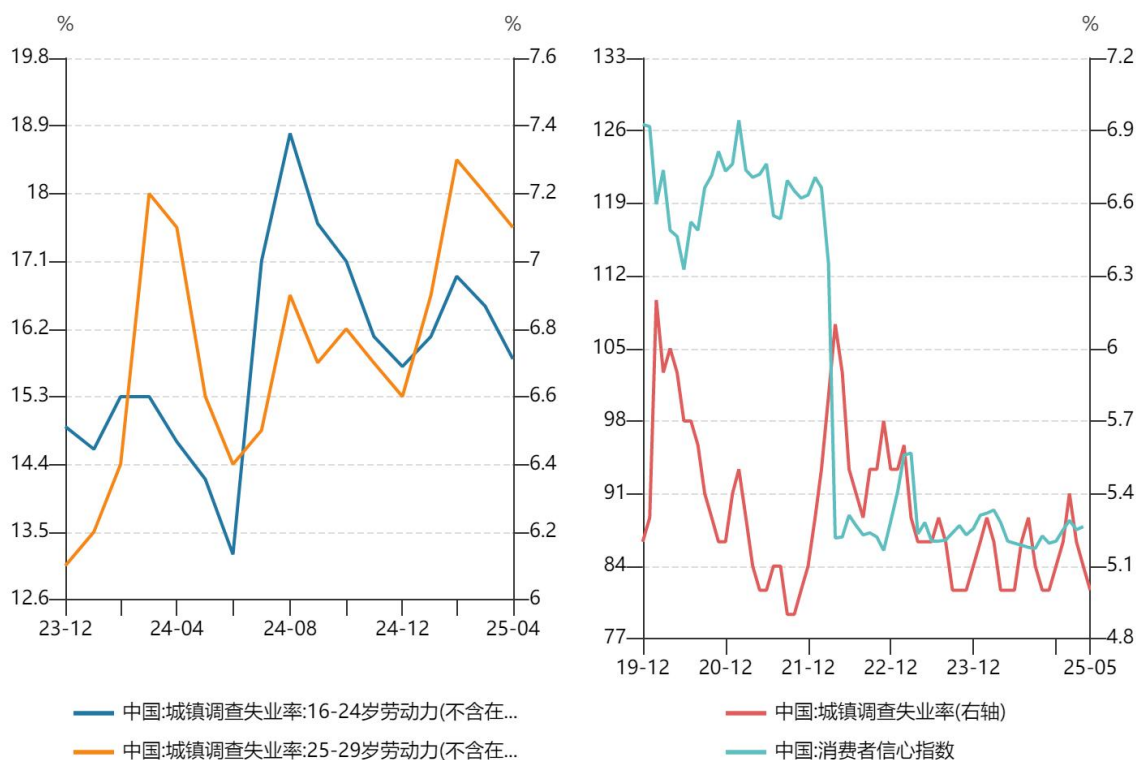
产业链	5 月	4 月	代表行业	5 月	4 月
采掘（上游）	-2.5	-2.1	石油和天然气开采业	-5.6	-3.1
			煤炭开采和洗选业	-3.0	-3.3
			黑色金属矿采选业	-0.9	-0.9
			有色金属矿采选业	0.8	1.5
原材料（中游）	-0.9	-1.0	石油、煤炭及其他燃料加工业	-3.1	-2.6
			化学原料及化学制品制造业	-1.2	-0.6

			化学纤维制造业	-1.3	-2.0
			黑色金属冶炼及压延加工业	-1.0	-1.0
			有色金属冶炼及压延加工业	-0.1	0.3
加工（下游）	-0.3	-0.2	电力、热力的生产和供应业	0.5	-0.3
			橡胶和塑料制品业	-0.3	-0.4
			纺织业	-0.2	-0.3
			纺织服装、服饰业	0.2	0.4
			汽车制造业	0.0	-0.5
			金属制品业	-0.1	-0.2

资料来源：WIND 第一创业整理

其次，受年青人失业率高企的影响，消费者信心仍不足。5月全国城镇调查失业率为5.0%，低于WIND预期5.1%，较4月回落0.1个百分点，与去年同期持平。从总体上看，中国城镇调查失业率保持稳定，且低于疫情前水平，但年青人的城镇调查失业率较高，且在持续升高（如图5所示）。由于年青人的边际消费倾向远高于平均水平，因而中国消费者信心指数自2022年中大幅度回落后，一直在低位徘徊。

图5 2024年以来年青人的失业率居高不下使得消费者信心指数低位徘徊



数据来源：Wind

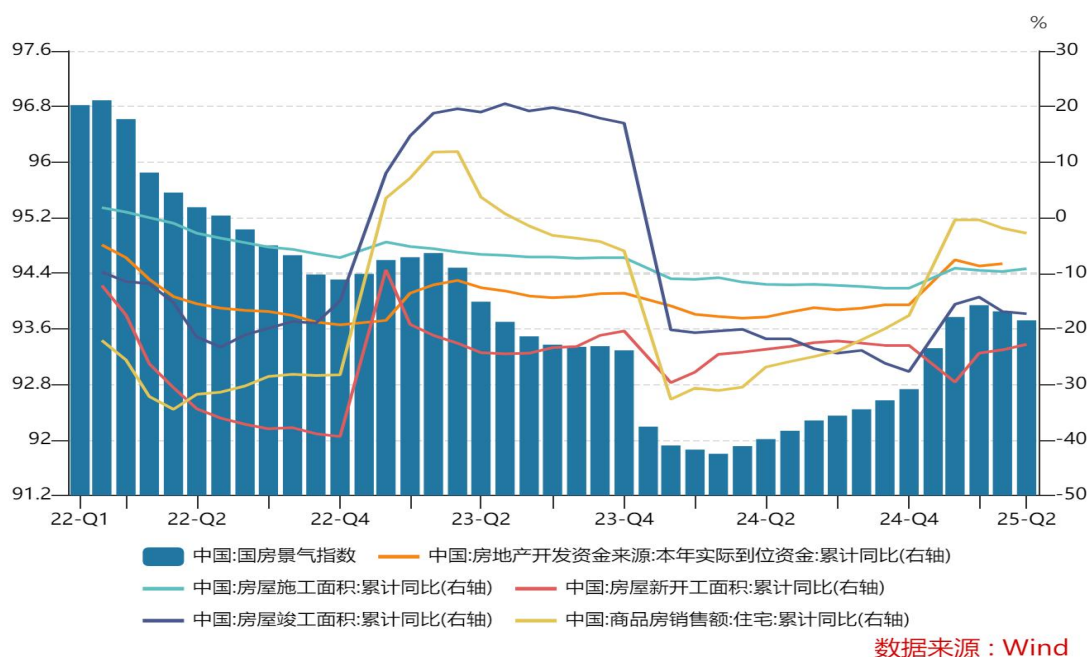
资料来源：WIND 第一创业整理

最后，5月房地产的相关数据有所回落，房地产对经济的拖累仍十分明显。房地产行业的低迷不仅影响房地产投资，而且由于房地产业的上下游产业链较长，对内需的影响十分明显。2025年1-5月房屋新开工同比增速为-22.8%，较1-4月回升1个百分点；房屋施

工面积同比增速为-9.2%，较1-4月回升0.5个百分点；竣工面积同比增速为-17.3%，较去年回落0.3个百分点；房屋销售面积同比增速为-2.9%，较1-4月回落0.1个百分点。

从房地产资金来源看，2025年1-5月房地产开发资金来源同比增速为-5.3%，较1-4月回落1.2个百分点；其中，国内贷款同比增速为-1.7%，较1-4月回落1.5个百分点；自筹资金来源同比增速为-7.2%，较1-4月回落0.4个百分点；其它资金来源（预付款）同比增速为-5.5%，较1-4月回落1.3个百分点。

图6 5月国房景气指数连续两个月小幅度回落



资料来源：WIND 第一创业整理

从总体上看，2025年5月国房景气指数（图6所示）为93.7，较4月回落0.2个百分点，但较去年底回升1个百分点。从个人住房新发放贷款加权平均利率看，5月底约为3.1%，与上月持平，比上年同期低约55个基点。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140