

2025年06月16日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

消费表现亮眼，地产拖累加深

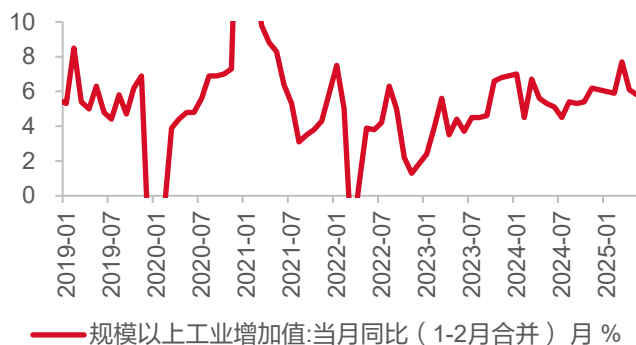
——国内观察：2025年5月经济数据

投资要点

- **事件：**6月16日，国家统计局公布2025年5月经济数据。5月社零总额同比6.4%，前值5.1%；固投同比3.7%，前值4.0%；规上工业增加值同比5.8%，前值6.1%。
- **核心观点：**5月经济数据中表现最亮眼的无疑是消费，这也得益于以旧换新政策效果的持续显现，以及“618”购物节的叠加影响。但工业生产以及投资增速均小幅回落，前者受出口拖累，这一点在6月可能减轻，豁免期内的“抢出口”效应或在6月显现；后者受地产拖累的幅度加深，剔除地产后的累计同比7.7%，反映出基建以及制造业投资仍相对稳健。后续来看，“抢出口”的支撑在短期，尤其从三季度末开始出口面临的基数压力也在增加，稳内需的重要性将进一步体现。短期关注房地产增量政策出台的可能性，以及4月政治局会议提到的新型政策性金融工具。
- **网上消费叠加以旧换新，5月社零增速回升明显。**5月社零季调环比0.93%，剔除2020年同期异常值来看，为2014年以来最高，明显超季节性。分项上，餐饮（5.9%，+0.7pct）以及商品零售（6.5%，+1.4pct）增速均有提升，商品回升的幅度更大一些。主要线索上：1. 网上零售贡献的增量较大。受益于618购物节开启的小幅提前，以及以旧换新的扩容，5月实物商品网上零售额累计同比升至6.3%，可比口径调整后的当月同比由6.1%升至8.2%，对整体社零增速的贡献率在32%左右。2. 以旧换新贡献的增量仍然较大。相关品类中，家电（53.0%，+14.2pct）以及通讯器材（33.0%，+13.1pct）在高位上进一步提升，办公用品、家具维持高位。3. 受益于金价上涨，金银珠宝零售增速连续两个月维持在20%以上。
- **工业生产在年初冲高后，继续小幅回落。**1. 首先，规模以上工业增加值增速在今年3月春节后复工节奏错位以及“抢出口”的影响下冲高，此后连续两个月回落。2. 5月进一步小幅回落至5.8%的当月同比增速，仍然高于去年5.6%的中枢水平，总体韧性仍强。3. 基于对出口的判断来看，“抢出口”改变的是节奏，并非趋势，这一逻辑下对生产的带动在下半年总体相对弱化，出口交货值增速5月已回落至0.6%。4. 从行业来看，中游增速仍处领先，但增速普遍回落；从工业品产量来看，集成电路回升，智能手机降幅收窄，或与美国关税豁免相关。与内需相关的水泥、粗钢仍在低位。
- **固定资产投资增速走低，地产拖累加大。**5月固定资产投资累计同比及当月同比延续回落的趋势。边际上来看，制造业投资、基建投资、房地产投资当月增速均有下滑。
- **基建增速小幅回落，公用事业维持高增速。**5月当月，广义基建、狭义基建投资增速分别回落至9.3%和5.1%。两者之间的差异主要体现在后者不包含的公用事业投资5月累计同比依然高达25.4%。以地方投资为主的狭义基建虽然在化债约束减轻的背景下，增速中枢高于去年，石油沥青装置开工率自4月中上旬以来也已高于去年同期。
- **房地产增量政策出台的必要性在上升。**销售端来看，新建商品房销售累计同比降幅小幅扩大至-2.9%，为2024年5月来首次降幅走扩，可比口径下当月同比降幅也扩大至-3.3%。从30城截至6月15日的数据来看，同比-10.0%，相较5月的-5.0%降幅也有所扩大，前期需求端减税降房贷利率的累计效应在逐步减弱。投资端来看，累计同比降至-10.7%，可比口径下当月同比降至-12.0%，两者均连续3个月下滑。地产投资及销售端的压力都在加大，6月13日国常会提出要对全国房地产已供土地和在建项目进行摸底，进一步优化现有政策，要更大力度推动房地产市场止跌回稳，增量政策出台的预期明显提升。

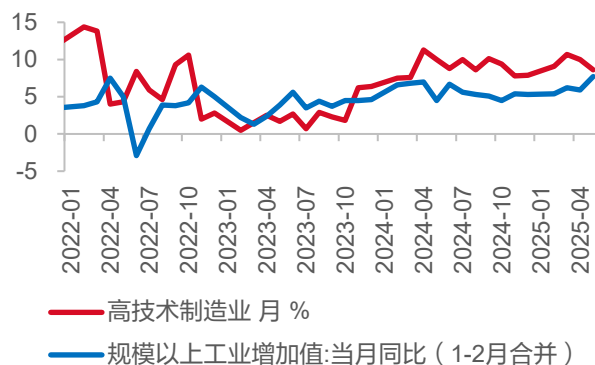
- **制造业投资维持韧性。**5月制造业投资可比口径下当月同比小幅回落至7.8%，前值8.2%。细分行业上，设备更新政策以及产业升级新动能的支撑延续，其中设备工器具投资增速5月累计同比17.3%，继续大幅高于整体制造业投资。
- **风险提示：**政策落地不及预期；关税政策的不确定性；美债信用风险；美国财政风险；地缘政治局势风险。

图1 规模以上工业增加值当月同比，%



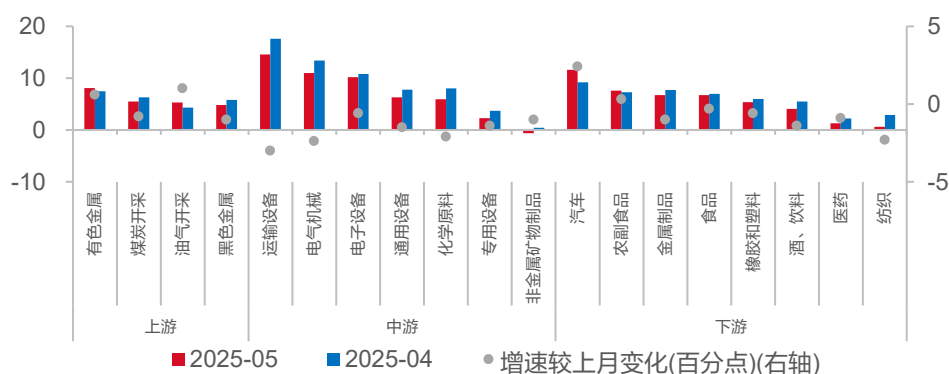
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 高技术制造业增加值当月同比，%



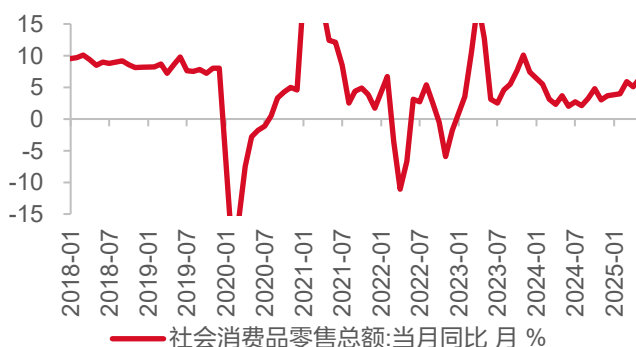
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 分行业工业增加值当月同比，%，%



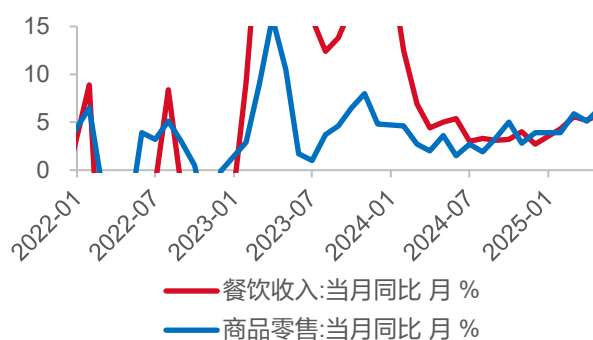
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 社会消费品零售总额当月同比，%



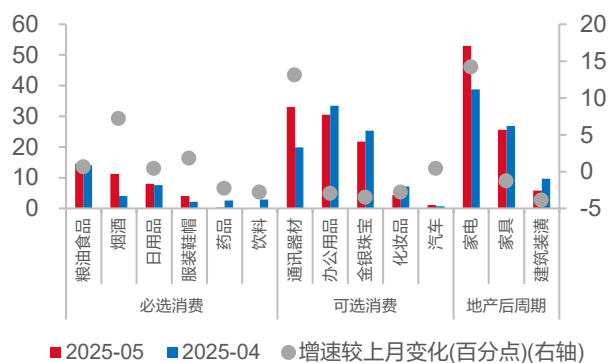
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 餐饮收入及商品零售当月同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 社零主要分项当月同比及较上月变化, %, %



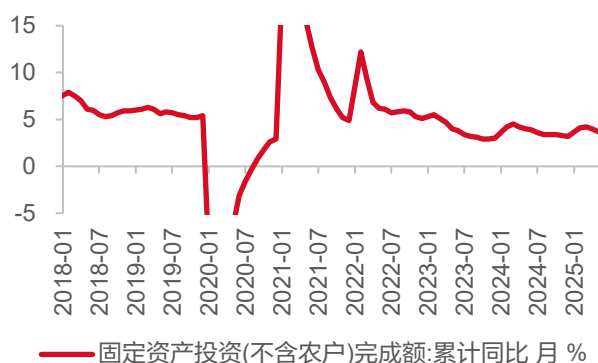
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 除汽车以外的消费品零售总额当月同比, %



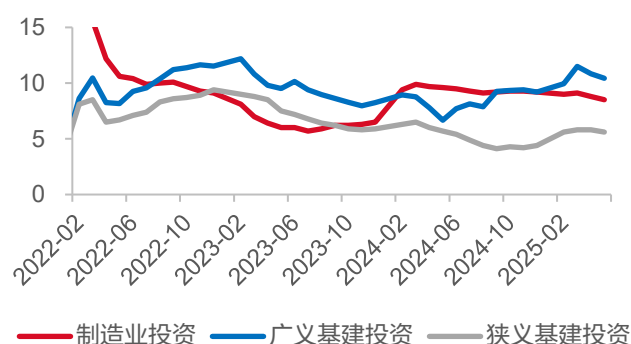
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 固定资产投资完成额累计同比, %



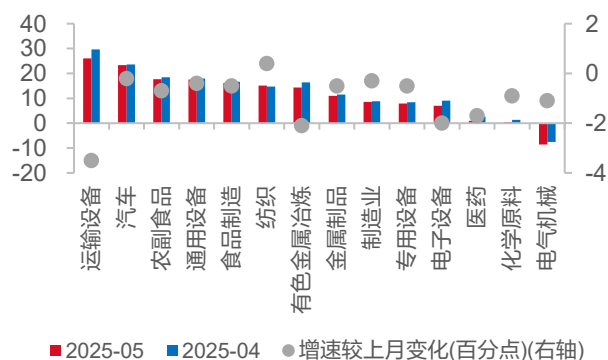
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图9 制造业、基建投资累计同比, %



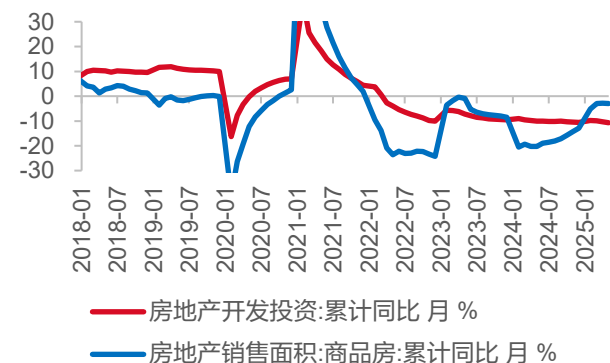
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 分行业制造业投资累计同比, %, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图11 房地产开发投资、商品房销售面积累计同比, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089