

中国宏观数据点评：5月消费表现强劲，但投资和生产数据逊于预期

核心观点：5月实体经济数据显示供给端或受关税影响有所走弱，工业生产和制造业投资增速均有所下滑。内需方面则呈现出消费需求强、投资需求弱的局面。不过我们认为5月强消费或由于黄金周消费、“618”电商促销活动叠加消费品“以旧换新”政策的共振效应，其可持续性仍有不确定性。此外，5月房价和房产销售的继续走弱亦令人担心。尽管如此，在关税维持现状的背景下，我们预计增量政策刺激或将至少挪后至9月。我们认为在7月下旬的季度政治局经济会议上，政府或不会发布显著的增量政策措施。短期内政府或更为重视已公布政策的落实和成效观望。然而，考虑到尚不均衡和稳固的经济复苏，以及今年以来已经增加的30%出口到美国商品关税影响的逐渐显现，我们认为政府最快在9月或会推出0.5-1.0万亿元的财政资金支持，并再次降准50个基点和降息10-20个基点。

5月社会消费品零售总额同比增速远超预期反弹，受益于黄金周消费、“618”电商促销活动和消费品“以旧换新”政策的共振效应。社会消费品零售总额同比增速从4月的5.1%加快到5月的6.4%，远高于市场预期的4.9%（图表1）。细分来看，服务零售累计增速继续温和回升0.1个百分点到5.2%。餐饮消费同比增速显著上升0.7个百分点到5.9%。商品零售增速亦从在4月的5.1%显著上升到5月的6.5%，是消费品零售数据改善的主要推动力（图表5）。“618”电商促销活动今年亦从5月提前打响、叠加消费品“以旧换新”政策和“五一”黄金周，通讯器材（5月：33.0%，4月：19.9%）和家电（5月：53.0%，4月：38.8%）销售增速继续大幅上升。汽车销售额同比增速亦有边际改善，略微上升0.4个百分点到1.1%。和房地产相关的建筑及装潢材料类和家具销量小幅下滑，不过家具零售额依然维持25%以上的高增速。此外，服装销售增速亦回升1.8个百分点到4.0%，不过化妆品和黄金珠宝销售增速有所下滑。

固定资产投资累计同比增速继续下降至3.7%。这一读数略低于市场预期和4月的读数（均在4.0%）。细分数据来看，三大主要分类投资增速均有下滑（图表2）。具体地说：

- 1. 大部分房地产行业数据5月继续走弱。**从投资上看，5月房地产开发投资累计同比跌幅继续扩大0.4个百分点到-10.7%，弱于市场预期的-10.5%。不过新开工面积累计同比跌幅继续收窄，至-22.8%（4月：-23.8%）。从销售上看，不论是按销售面积（5月：-2.9%，4月：-2.8%）还是按销售额（5月：-3.8%，4月：-3.2%）计算的商品房销售累计同比增速5月均有所下滑。用我们自己推算的同比增速来看，除按照销售额算的商品房销售同比销售增速持平在-7.1%之外，其余投资和销售同比增速数据均下滑（图表3）。高频数据显示房产销售面积在6月上半月较去年同期下滑9.4%（图表4）。

金晓雯，PhD，CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2025年6月16日

浦銀國際

数据点评

中国宏观数据点评



扫码关注浦银国际研究

5月7日央行宣布下调住房公积金贷款利率的刺激政策成效尚不明显。从房价来看，70大中城市新建商品房价格环比跌幅在5月继续扩大到-0.22%(4月:-0.12%)。其中一线城市房价在今年首次环比转负至-0.2%，二线城市亦在此前连续三个月持平之后5月环比跌0.2%。三线城市房价环比跌幅略微扩大0.1个百分点到-0.3%(图表6)。

2. **基建投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增速5月下**滑0.2个百分点到**5.6%**。不过我们认为随着“两重”“两新”工作的加速展开，基建投资短期内还将得到一定政策支撑。

3. **制造业投资增速再下滑0.3个百分点到8.5%**。关税战继续动摇制造业企业投资信心，去年同期的高基数效应亦发挥一定作用。

工业生产总值同比增速受制造业再次下滑拖累，且低于市场预期。工业生产总值同比增速从4月的6.1%再下滑到5月的5.8%，低于市场预期的6.0%。细分数据来看，制造业生产增速再下滑0.4个百分点到6.2%，其中高技术制造业和装备制造业生产增速分别下滑1.4和0.8个百分点到8.6%和9.0%，或受到了出口抢跑效应逐渐散去、关税对出口需求影响逐渐体现的影响。此外，电力、热力、燃气及水生产的工业生产总值回升0.1个百分点到2.2%，采矿业的工业生产总值维持在5.7%不变。

5月全国城镇调查失业率再下滑0.1个百分点到5.0%，好于预期(5.1%)。31大城市失业率同样下降0.1个百分点到5.0%，或滞后受此前一季度好于预期的经济表现提振(图表7)。

5月数据显示经济复苏不均衡、仍待稳固的情况仍在继续：供给端或受关税影响有所走弱，而内需方面则呈现出消费需求强、投资需求弱的局面。在今日(6月16日)上午经济数据发布之后，沪深300指数早盘基本维持不变。

在**制造业领域**，不论是工业生产还是制造业投资增速均有所下滑。

在**房地产领域**，尽管5月7日下调住房公积金贷款利率，但4月起房产销售走弱的趋势在5月硬数据和6月上半月的高频数据上持续。房地产投资已经连续三个月下滑。房地产行业迟迟没有企稳仍是中国经济内部最令人担忧的问题之一。在5月下旬我们发布的[中期展望报告](#)中，我们已经将该行业企稳的时点从今年年中延后到今年年底。

在**消费领域**，5月社会消费品零售总额增速远超预期反弹。不过我们认为这部分是因为黄金周消费、“618”电商促销活动叠加消费品“以旧换新”政策的共振效应。5月高达33%的通讯器材和53%的家电销售增速或难以持久。此外，持续低迷的通胀亦会影响居民消费信心：5月CPI通胀率维持在-0.1%，连续四个月为负，尽管核心CPI在服务价格因为黄金周好转的情况下有边际改善(图表8)。自3月起PPI同比跌幅在5月进一步加深。

在**信贷方面**，信贷需求依然薄弱：去年12月起社融增速加快的趋势在5月停止，5月社融增速持平在8.7%，M2增速亦小幅下滑0.1个百分点到7.9%(图表9)。细分信贷数据来看，企业贷款依然较弱，较去年同期下降2100亿元，一定程度上受到了关税担忧和地方债务置换的影响。居民贷款较去年同期亦下降了217亿元(图表10)。

在外需方面，出口（按美元计价）同比增速从4月的8.1%继续下滑至5月的4.8%，依然稳健。尽管中美在5月中达成暂时关税“休战”协议，中国出口到美国的同比跌幅仍继续扩大到-34.5%（4月：-21%，图表11）。不过这被中国对其他主要贸易伙伴强劲的出口给抵消，包括东盟（14.8%）、欧盟（12%）、印度（12.5%）和日本（6.2%），其中不乏部分绕道出口。

特朗普在6月中美第二轮伦敦会谈后表示美方会将对中国商品的平均关税维持在55%，而中方将放开稀土的出口管制。这符合我们在[下半年展望报告](#)作出的下半年关税维持现状的基本假设。即便如此，特朗普上任后对中国加征30%关税的影响或在下半年逐渐显现。此外，本次中美贸易协商进展过快，我们认为不能排除关税战波澜再起的可能性。

俄乌、中东等局势的不确定性也会为全球经济带来新的风险，尤其是中东局势对油价的影响是暂时的还是长期的尚不得知，或影响外需。不过鉴于油价对中国PPI的传导系数或在11%左右，油价的潜在上升在一定程度上亦可缓解中国低迷的通胀。

总体而言，我们维持全年4.5%的经济增速预测不变，二季度经济增速或仍可维持在5%附近。

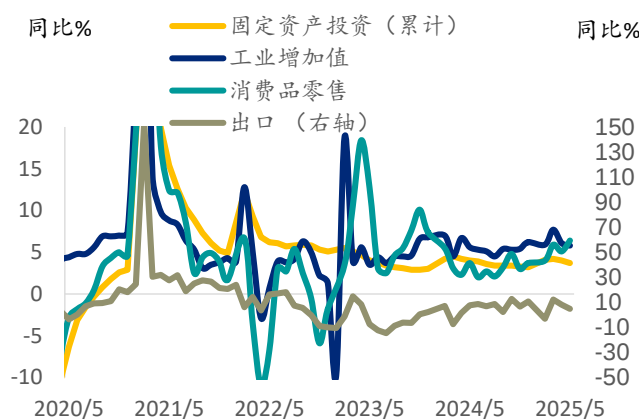
不过，在关税维持现状的背景下，我们预计增量政策刺激或将至少挪后至九月。我们认为在7月下旬的季度政治局经济会议上，政府或不会发布显著的增量政策措施。短期内政府或更为重视已公布政策的落实和成效观望。具体地说：

- 在**财政政策**上，短期内，重点或放在已制定刺激政策的加快落实上，尤其是地方政府专项债和特别国债的加快发行和使用。在**促消费**方面，潜在的全国性生育补贴政策的发布值得期待：在6月10日的国新办发布会上，财政部社会保障司负责人表示抓紧建立实施育儿补贴制度，相关工作正加快推进。促服务消费的重点或放在落实新设立再贷款的投放上，我们此前所设想的、直接向服务消费进行消费补贴的政策可能还需要耐心等待。近期有媒体报道多地家电“以旧换新”补贴暂停。中国家用电器商业协会常务副秘书长吴成建表示这主要是国补资金在接续上存在断档期，现在各地有的第二批资金基本上已经拨付到位了，有的第二批资金还正在拨付，第三批资金规划也正在进行中。我们认为在3,000亿元专项资金使用完毕后，如有必要，该项目的资金规模仍有扩张空间。在**稳投资**方面，我们相信“两重”“两新”依然是重点所在。中期来看，我们认为政府或最快在9月推出0.5-1.0万亿元（相当于0.35%-0.7% GDP）的财政资金支持。
- 在**货币政策**上，我们认为短期内政府或更重视已经宣布的各项再贷款额度的使用、观察5月7日发布的一系列政策的成效和中美贸易谈判进展。央行短期内或不会再次采用降准降息这种全面性的货币工具，不过使用结构性工具进行定向调节的可能性仍存。中期来看，由于信贷需求依然疲软，我们认为今年下半年央行仍有望降准降息。我们预计下半年央行会降准50个基点，并降息10-20个基点。

- 在房地产政策上，供需两端仍需协同发力。需求端，我们预测的降低住房公积金贷款利率已成功兑现。接下来如果房产销售动能仍未有明显好转，那么政府还可以考虑提供契税优惠或/和配合生育政策推出购房优惠等。供给端，短期来看，与房地产发展新模式相适配的系列融资制度的发布值得重点期待。该制度或对去年年底已经预告的专项债支持收地收储、央行收地专项再贷款的设立和 100 万套货币化安置城中村和危旧房改造等重点工作将做更为系统性的部署。中期来看，如果政策成效不及预期，政府仍有空间扩展“白名单”信贷规模和货币化安置城中村改造的规模以及提供更多更便宜的资金支持房企去库存。

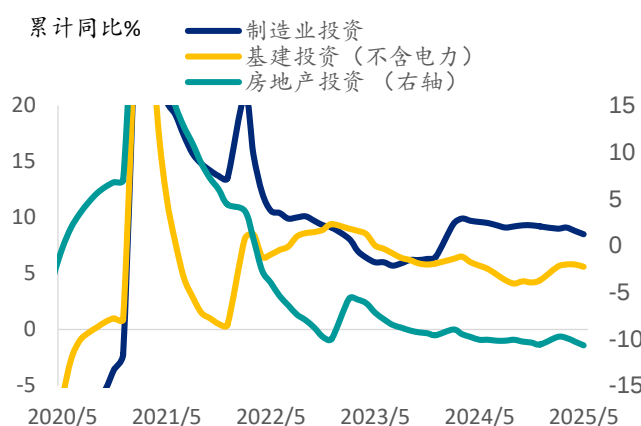
投资风险：中美关系尤其是贸易关系再次恶化；俄乌、中东等局势恶化带来的地缘政治风险；房地产行业企稳时点延后；政策推出和成效不及预期；通胀恢复慢于预期。

图表 1：5 月实体经济数据喜忧参半



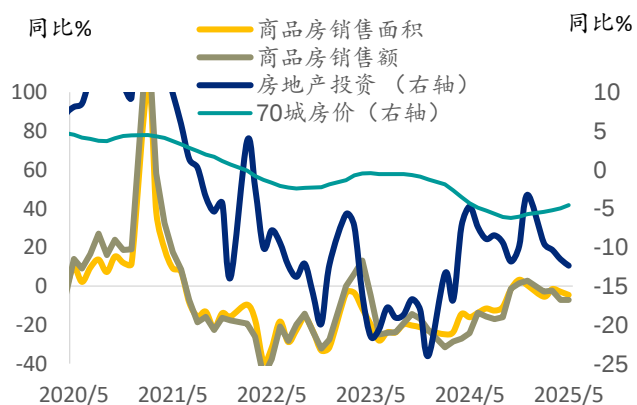
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 2：三大主要分类投资增速均有下滑



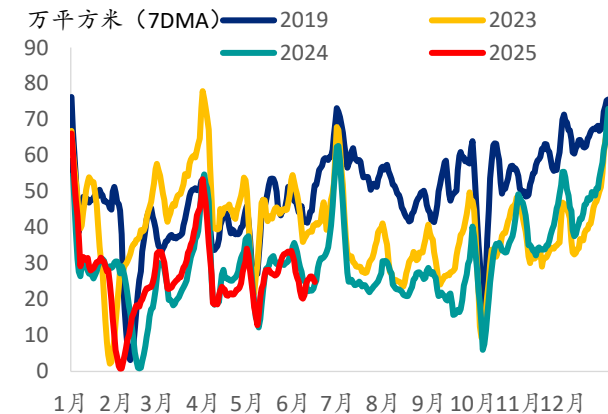
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 3：从我们自己推算的同比增速来看，除按照销售额算的商品房销售同比销售增速持平在-7.1%之外，其余投资和销售同比增速数据均下滑



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 4：30 大中城市商品房销售 6 月上半月较去年同期跌-9.4%



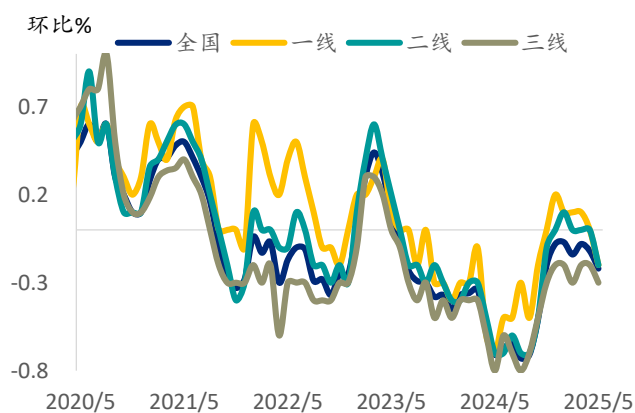
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 5: 社会消费品零售总额增速 5 月显著反弹

	5月同比增速 (%)	4月同比增速 (%)	2019年同期 (%)	5月 / 19年同期 (%)
社会消费品零售总额	6.4	5.1	8.6	74.4
服务零售 (累计)	5.2	5.1		
餐饮	5.9	5.2	9.4	62.8
商品零售	6.5	5.1	8.5	76.5
必需品				
日用品类	8.0	7.6	11.4	70.2
能源类	-7.0	-5.7	3.1	-225.8
自选消费				
服装鞋帽针纺织品类	4.0	2.2	4.1	97.6
化妆品类	4.4	7.2	16.7	26.3
金银珠宝类	21.8	25.3	4.7	463.8
通讯器材类	33.0	19.9	6.7	492.5
汽车类	1.1	0.7	2.1	52.4
住房相关				
家用电器和音像器材类	53.0	38.8	5.8	913.8
家具类	25.6	26.9	6.1	419.7
建筑及装潢材料类	5.8	9.7	-1.1	-527.3

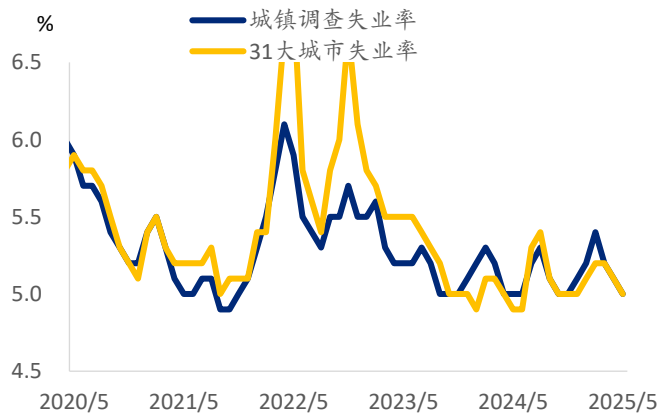
资料来源: 国家统计局、同花顺、浦银国际

图表 6: 5 月 70 大中城市新建商品房价格环比跌幅继续扩大



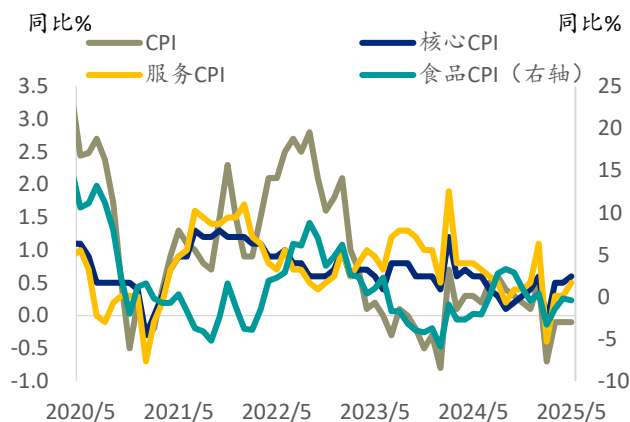
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 7: 5 月全国城镇调查失业率继续下滑



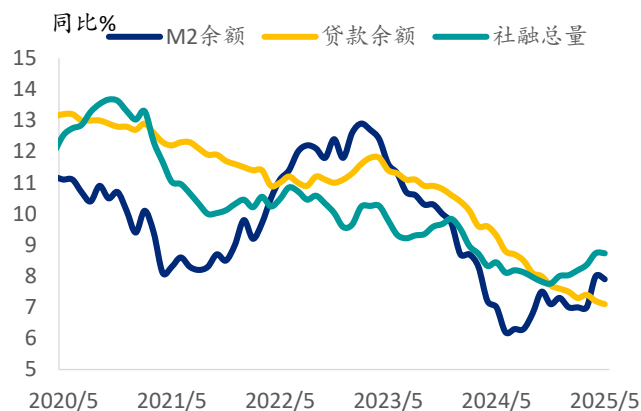
资料来源: 同花顺、浦银国际

图表 8: 5 月 CPI 同比通胀率仍为负，核心 CPI 微升至 0.6%



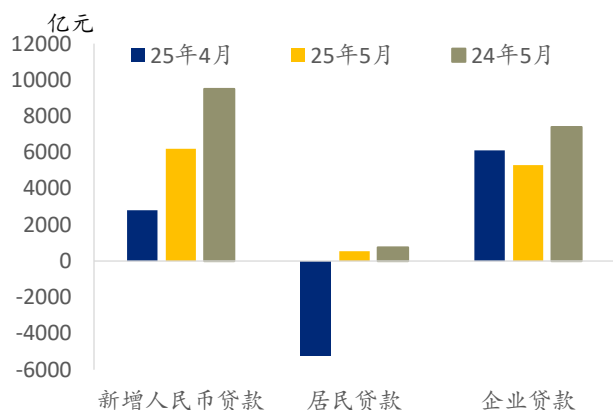
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 9: 去年 12 月起社融增速加快的趋势在 5 月停止，M2 增速亦小幅下滑 0.1 个百分点到 7.9%



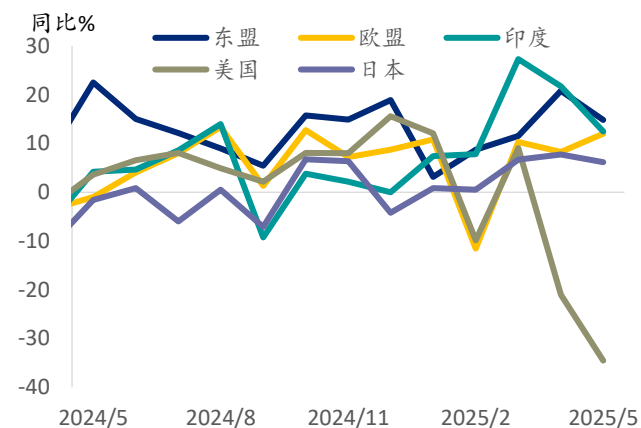
资料来源：同花顺、浦银国际

图表 10: 新增企业贷款继续低迷，但是居民贷款在低基数情况下同比改善



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 11: 对美国出口 5 月继续下滑，但被其他地区出口的改善给部分抵消



资料来源：同花顺、浦银国际

图表 12：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2025 年 5 月 24 日	2025 年中期宏观经济展望：关税进展仍是中美经济关键因素
2025 年 5 月 19 日	关税担忧拖累 4 月经济表现，政策短期内或转入“边走边看”模式
2025 年 5 月 7 日	降准降息和其他一揽子金融政策支持发布
2025 年 5 月 2 日	月度中国宏观洞察：一季度经济好于预期，二季度起迎战高关税
2025 年 4 月 16 日	中国宏观数据点评：一季度 GDP 和 3 月实体经济数据均好于预期，后续关注关税影响和增量刺激政策
2025 年 4 月 3 日	政策解读：美国“对等关税”远超预期，而后或有部分减免可能
2025 年 3 月 31 日	月度中国宏观洞察：两会明确政策方向，迎接更严峻外需挑战
2025 年 3 月 17 日	中国宏观数据点评：1-2 月实体经济数据均好于预期
2025 年 3 月 5 日	2025 年《政府工作报告》解读：以促内需和发展新质生产力为重点助力经济增长
2025 年 2 月 11 日	月度中国宏观洞察：消费动能尚可，关税战提前增加经济不确定性
2025 年 1 月 17 日	四季度经济增速超预期加快，12 月实体经济数据再显政策成效
2025 年 1 月 8 日	大规模设备更新和消费品以旧换新政策再次升级
2024 年 12 月 16 日	11 月消费和投资增速放缓，经济复苏仍需政策支持
2024 年 12 月 12 日	中央经济工作会议解读：政策刺激继续，将扩大内需摆在更重要位置
2024 年 11 月 25 日	2025 年宏观经济展望：在特朗普 2.0 的不确定性中寻找确定性
2024 年 11 月 15 日	10 月实体经济数据继续体现政策成效，但复苏尚不均衡和稳固
2024 年 11 月 8 日	人大常委会公布地方政府化债资金规模并预告后续财政刺激政策
2024 年 11 月 6 日	宏观主题研究：特朗普 2.0 对中国经济和金融市场影响几何？
2024 年 10 月 18 日	三季度经济增速和 9 月实体数据好于预期，后续仍需政策支持
2024 年 10 月 17 日	住建部发布会宣布增量措施促进房地产市场平稳健康发展
2024 年 10 月 12 日	财政部发布会预告短期增量政策措施，指明中期政策方向
2024 年 10 月 8 日	国家发改委发布会介绍一揽子政策推进情况，并预告政策支持措施
2024 年 10 月 3 日	月度中国宏观洞察：财政刺激或蓄势待发，加码经济复苏
2024 年 10 月 2 日	货币政策宽松已到位，财政刺激将如何发力？
2024 年 9 月 24 日	国新办发布会宣布一系列政策稳经济、支持房地产和资本市场
2024 年 9 月 14 日	8 月实体经济数据弱于市场预期，增量政策刺激或蓄势待发
2024 年 8 月 29 日	月度中国宏观洞察：静待经济动能改善
2024 年 8 月 15 日	7 月实体经济数据喜忧参半，稳经济仍需政策发力
2024 年 7 月 31 日	二季度政治局会议解读：新一轮政策刺激周期再获确认
2024 年 7 月 29 日	月度中国宏观洞察：新一轮政策支持开启，中期改革计划已清晰
2024 年 7 月 24 日	央行 7 月意外降息或意味着新一轮政策支持的开始
2024 年 7 月 18 日	三中全会公报解读：稳中求进建设高水平社会主义市场经济体制和实现高质量发展
2024 年 7 月 16 日	宏观主题研究：美国大选将如何影响中国经济和中美关系？
2024 年 7 月 15 日	二季度经济增速不及预期，政策支持仍需发力
2024 年 6 月 20 日	月度中国宏观洞察：促内需仍是关键，对 7 月两大会议有何期待？
2024 年 6 月 17 日	5 月实体经济数据喜忧参半，内需尚无明显改善
2024 年 5 月 30 日	2024 年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境
2024 年 5 月 17 日	新一轮全国性房地产支持政策解读
2024 年 5 月 17 日	4 月经济数据凸显内需仍疲软，政策支持仍需继续
2024 年 4 月 30 日	一季度政治局会议解读：对房地产行业的支持或再升级
2024 年 4 月 22 日	月度宏观洞察：中国经济增速好于预期，降低推出显著刺激可能性
2024 年 3 月 20 日	月度宏观洞察：经济目标和政策清晰，推动中国经济继续复苏
2024 年 3 月 18 日	1-2 月实体经济数据点评：“双轨式”经济复苏继续

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

