

5 月经济数据的“五大变数”

2025 年 06 月 16 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：张云杰

执业证号：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**6 月 16 日，国家统计局发布 5 月份国民经济运行数据。

➤ **产业韧性和需求不足是当下经济运行的一体两面，5 月经济所呈现出的“生产稳、投资软，消费升”，表明二季度仍处于政策的观察期。**就总量而言，5 月二产（工业增加值）和三产（服务业生产指数）增速均在 6% 附近，表明二季度 GDP 增速 5% 以上基本无虞；但结构来看，关税逆风下行业的冷热不均叠加物价走低，下半年经济所面临的一些新的“变数”正在显现：

➤ **变数一：消费强于投资能否持续？**在今年“贸易摩擦”升温的背景下，消费的表现相对好于投资。“解构”消费，“以旧换新”等政策支持起到了至关重要的作用，并与“618”提前开启形成合力，共同带动 5 月社零同比进一步扩张。其中，家电、通讯器材、汽车等核心品类零售表现亮眼。

但往后看，消费的“短板”可能会逐步显现。一方面，当前的消费复苏更多依靠政策“助力”。随着政策资金的使用和消耗，部分地区出现“国补”暂停或调整，消费动能的延续仍需政策进一步加力。另一方面，商品消费呈现出“量价分化”的鲜明特征，也反映出需求端的修复仍存在症结。

➤ **变数二：从工业生产来看，出口景气度出现分化。**相较于大型企业，小型企业在利用美国海关的“首次销售原则（First Sale Rule）”规避美国加征关税时更具优势：一方面，小型企业与供应商的合作关系更紧密、更易获取原始定价；另一方面，小型企业决策链条更短，可直接根据“首次销售原则”迅速完成供应链调整。因此，大型企业所受的关税冲击更大，这从规模以上企业出口交货值增速从 3 月的 7.7% 大幅降至 5 月的 0.6% 便得以看出。

➤ **变数三：地产如何止跌？**近期房地产市场频频出现“预警”信号，5 月房地产投资、销售、竣工面积当月同比进一步回落，作为核心风向标的一线城市房价也出现了下跌。政策应对的当务之急在于“止跌”，6 月 13 日国常会做出最新部署，同日广州打响全面取消“三限”第一枪。往后看，预计城市更新将作为供给端的主要抓手，需求端核心城市的限制性政策存在进一步打开空间。

➤ **变数四：制造业投资韧性几何？**在外部风险加剧的背景下，发展高技术制造业、加强产业供应链的安全性，是“以确定性应对不确定性”的最优解。尤其是与全球其他主要经济体相比，我国制造业单位从业人员增加值偏高、且与美国之间的差距更小，相较于服务业而言更具优势。接下来“呼之欲出”的新型政策性金融工具也将一定程度上提振制造业投资增速。

➤ **变数五：基建投资高增速的后劲。**虽然 5 月广义与狭义基建增速再度小幅放缓，但我们可以从种种数据中见微知著，得到“**稳基建**”重要性仍存的结论——通常领先于基建投资 6-9 个月的发改委审批固投项目金额，今年上半年处于历史同期高位；同时沥青开工率近期表现也明显优于 2024 年同期。这都说明今年基建项目建设的意愿并不算弱，未来基建增速将维持在中性区间。

➤ **消费：“618”提前开启与“以旧换新”形成合力。**5 月，社零季调环比增长 0.93%、创下近 2 年新高，同比表现亦明显好于市场预期。**究其原因，一方面是**

相关研究

1. 2025 年 5 月金融数据点评：5 月金融数据：三个关注要点-2025/06/14
2. 海外市场点评：伦敦会谈：贸易谈判的“分水岭”？-2025/06/12
3. 贝森特“化债”的招靠谱吗？（一）：SLR 的“来龙去脉”-2025/06/11
4. 2025 年 5 月外贸数据点评：5 月出口：贸易放缓的三个信号-2025/06/09
5. 海外市场点评：中美元首通话的“留白”-2025/06/06

“618”购物节提前开启（如天猫将今年“618”预售提前至5月13日），再加上“以旧换新”对于家电、通讯器材等“加力扩围”品类零售的带动，5月商品零售同比扩张至6.5%。另一方面，五一“拼假出行”下旅游消费走热，餐饮收入亦有明显改善，其同比增速回升至5.9%。

往后看，消费的“短板”可能会逐步显现。首先，“618”提前开启带动部分商品消费需求前置，这会对后续社零同比读数造成压力。其次，随着“以旧换新”资金的使用、消耗，部分地区出现“国补”暂停或调整，而消费动能的延续仍需政策进一步加力。从近期高频数据来看，5月大幅反弹的汽车销量，进入6月以来再度收敛。再者，当前的消费复苏呈现出“量价分化”的鲜明特征，如过去数月零售额显著增长的家电类商品，其价格环比继续回落，说明需求修复仍需巩固。

➤ **工业：生产放缓趋势延续。**5月工业增加值同比增速下滑至5.8%，尤其是上游的非金属、化学原料、橡胶塑料制造业生产进度放缓明显。虽然高技术产业工增同比也从4月的10.0%进一步下滑至8.6%，但是小部分行业生产仍具有一定韧性，尤其是汽车制造业表现明显。

工业生产面临一定的“逆风”。一方面，不同于工作日天数与上年持平的4月，今年5月工作日天数比上年同月减少了两日，根据历史经验来看，这将更易压低工业增加值同比增速的读数。另一方面，5月出口呈现出放缓的信号，在外部不确定性仍存、工业企业出口交货值下滑之际，企业继续采取审慎策略，导致工业生产放缓。

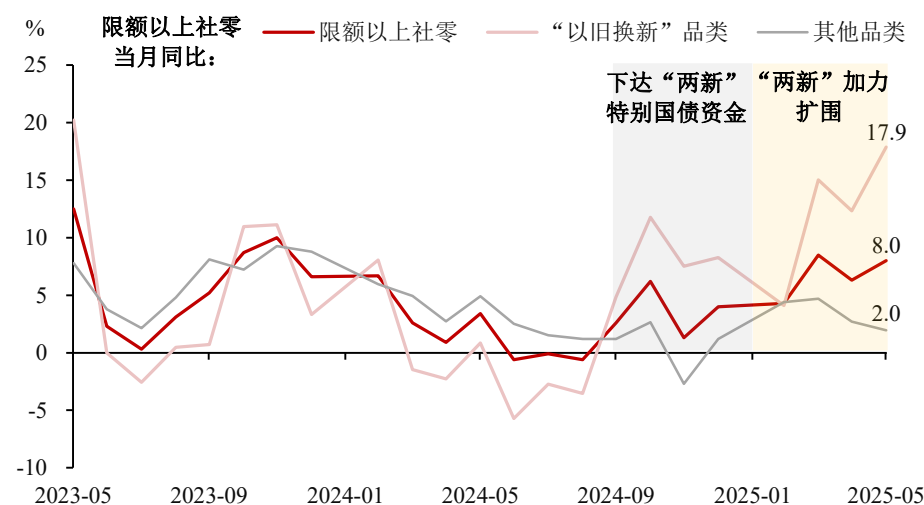
➤ **制造业：企业审慎态度下，投资也在放缓。**在出口不确定性仍存的背景之下，企业投资也持有观望态度，制造业同比增速从4月的8.2%下滑至5月的7.8%。其中，5月上游和中游行业的投资增速大多在下滑，尤其是电子设备、电气机械等中游行业投资下滑态势最为明显。相较之下，汽车制造业的投资强度受外部不确定性影响较小，我们认为背后受“国补”政策的有效对冲，以提振内需来抵御外需变数。

➤ **基建：景气度再度下降。**5月广义与狭义基建增速继续双双回落，前者同比增速为9.2%（4月为9.6%），后者同比增速为5.1%（4月为5.8%）。其中，交通仓储、公共设施两大板块投资走弱趋势更为明显，相反，公用事业板块对基建投资的支撑性仍存，这也解释了为何广义基建投资增速下滑幅度小于狭义基建。

➤ **地产：近期回落斜率有所加大，政策已开启新一轮部署。**5月，房地产修复动能进一步趋缓，投资、销售、竣工面积当月同比均有不同程度回落。作为核心风向标的一线城市房价，也出现了下跌。对此，政策层面快速响应并展开新一轮部署，6月13日李强总理组织召开国常会，强调“有序搭建（房地产发展新模式）相关基础性制度”。供给端，城市更新将作为主要抓手，今年以来用于收储、城改的新增专项债发行加快。需求端，核心城市的限制性政策存在进一步打开空间，6月13日广州打响全面取消“三限”第一枪。

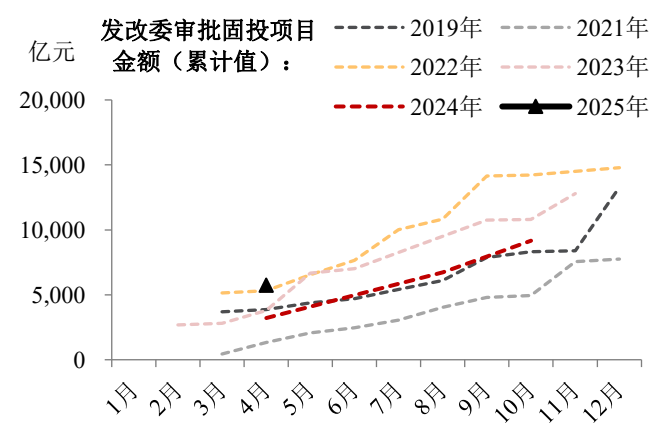
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：“消费品以旧换新”政策对社零提振效果显著



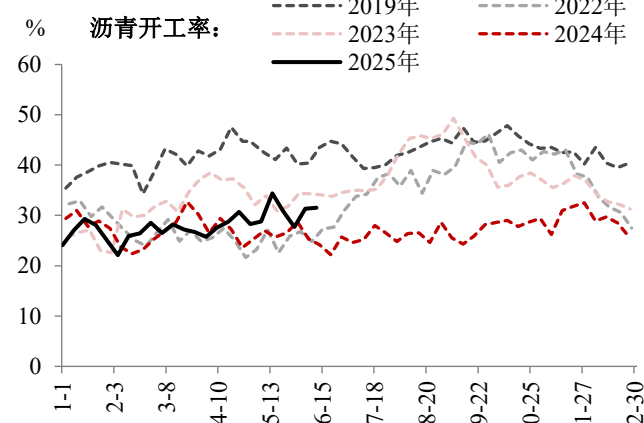
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：今年发改委审批固投资项目金额并不算弱



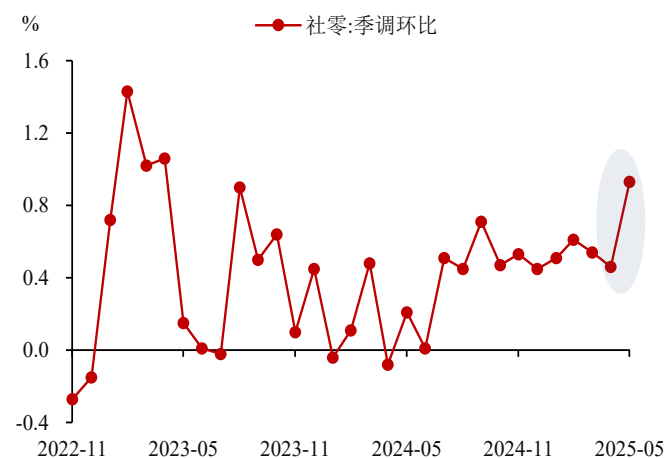
资料来源：发改委，民生证券研究院

图3：近期沥青开工率表现优于2024年同期



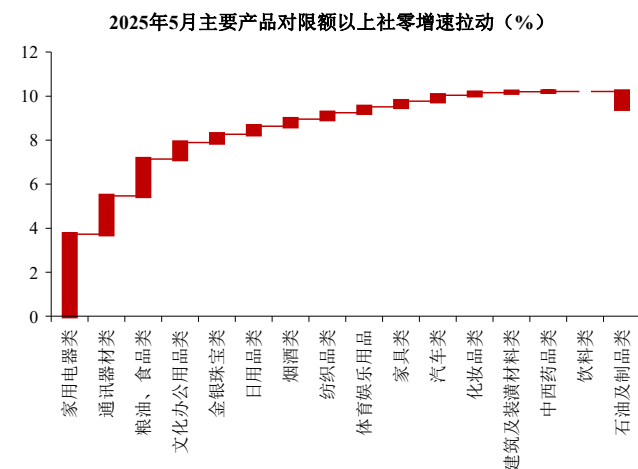
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：5月社零季调环比创下近2年来新高



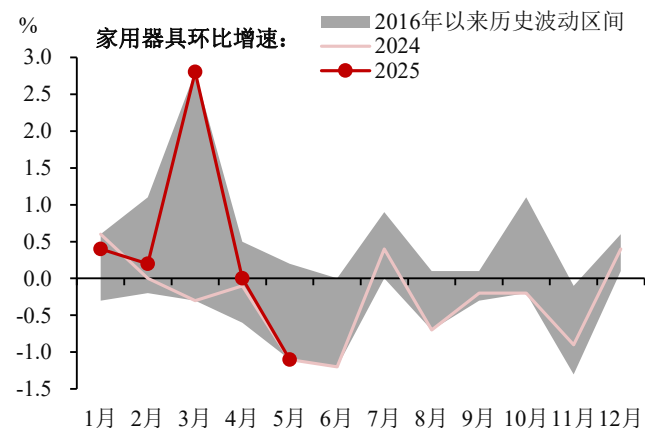
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：5月限额以上社零分项拉动情况



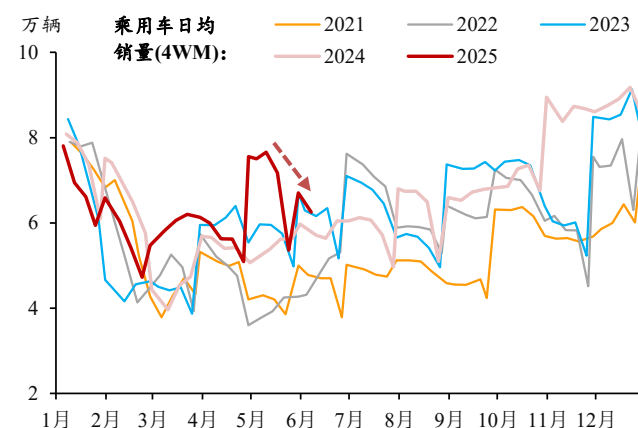
资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：5月家用器具价格环比大幅回落



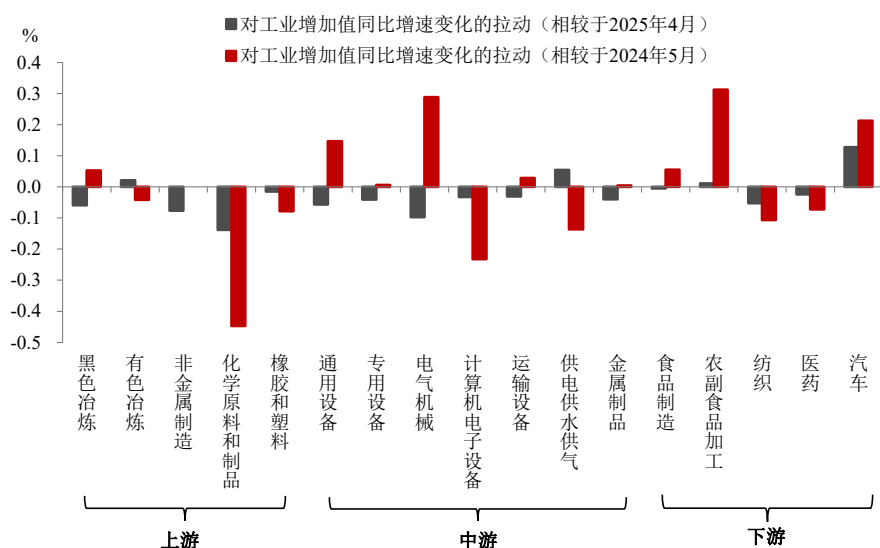
资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：6月以来，乘用车销量在边际上有所收敛



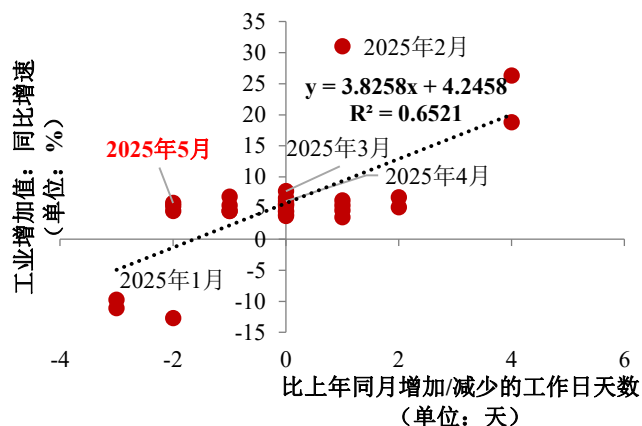
资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：5月上游行业生产进度放缓趋势更为明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：5月工作日天数偏少会压低工增同比增速读数



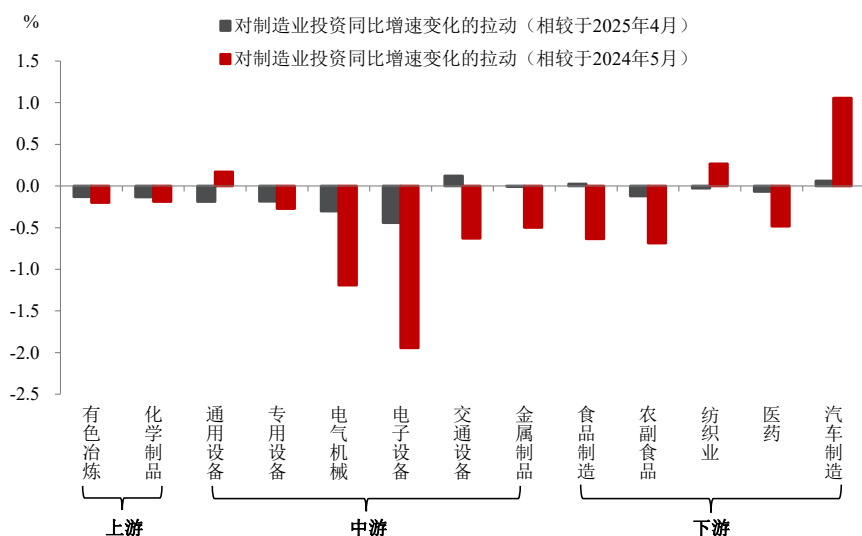
资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：出口不确定性导致企业对生产采取审慎策略



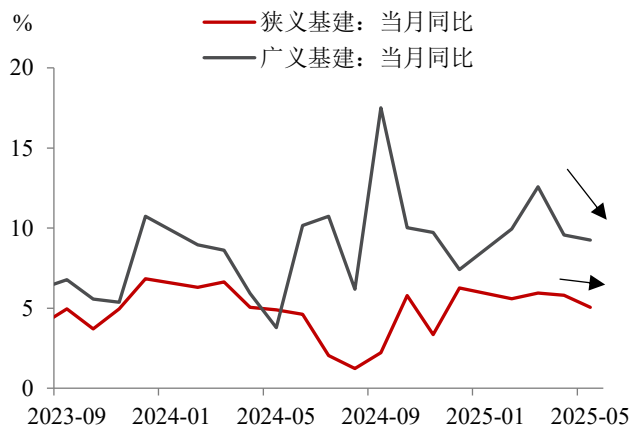
资料来源：Wind，民生证券研究院

图11：5月上游和中游行业的投资增速大多在放缓



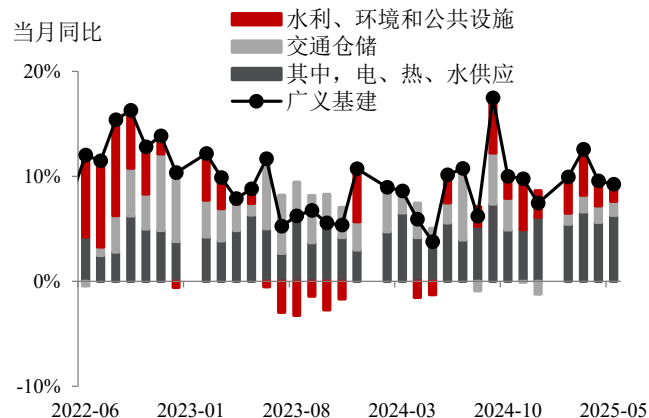
资料来源：Wind，民生证券研究院

图12：5月广义与狭义基建增速双双回落



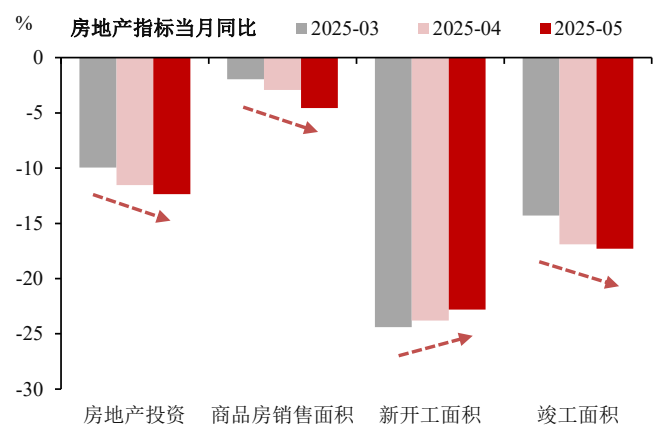
资料来源：Wind，民生证券研究院

图13：5月公用事业板块对基建投资的支撑性更大



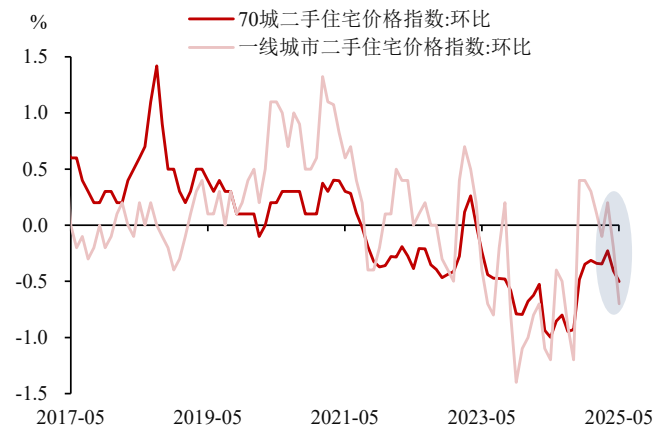
资料来源：Wind，民生证券研究院

图14：5月，房地产核心指标当月同比变化



资料来源：iFind，民生证券研究院

图15：5月，一线城市二手房价环比降幅进一步扩大



资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048