

宏观点评 20250616

经济叙事的三重分化——5月经济数据点评

2025年06月16日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

■ **5月经济仍然具有韧性。**供给端，5月工业增加值同比+5.8%，服务业生产指数同比+6.2%，分别比上月下降0.3个点、提高0.2个点，供给侧工业小幅走弱、服务业小幅走强，整体大致跟上月持平。**需求端**，社零同比+6.4%，比上月提高1.3个点；固定资产投资累计同比3.7%，比上月下降0.3个点（推算当月同比从3.6%降至2.9%）；出口同比从4月的8.1%降至4.8%。**整体来看**，内需有所修复，经济韧性较强，其中投资增速下降，部分原因是价格拖累，实际增速降幅没有这么大，5月PPI同比从-2.7%降至-3.3%。

■ **最近半年多以来，经济的不同领域呈现出三种不同的逻辑和状态：**（1）**政策支持领域**，如基建制造业和耐用品消费，前5个月基建和制造业投资分别增长10.4%和8.5%，5月4种“以旧换新”补贴商品平均增长35.5%。（2）**内生动能和政策支持都较强的新质生产力**，如工业机器人、新能源汽车产量分别增长32%、40.8%。（3）**内生动能相对弱于前两种的是房地产和没有补贴的消费**，前5个月房地产销售和投資增速分别为-2.9%和-10.7%，5月没有补贴的7种商品销售平均增速为6.1%，低于整体限额以上社零8.2%。

■ **这种经济数据的三重分化最终体现为价格的分歧**，今年上半年CPI连续负增长、PPI降幅扩大，但更能体现经济供需关系的核心CPI同比增速却逐步企稳回升，5月已经接近2022-2024年中枢水平。因此，在三重分化下，关于宏观的叙事只看到任何单独一面，可能都是不完整的。

■ **往后看，总量方面预计可以顺利完成全年5%左右的经济发展目标，但经济节奏和结构可能更多取决于上述三重分化的宏观叙事如何演变。**下半年重点关注三个问题，一是耐用品消费需求透支问题，何时出现透支、透支幅度多大，会改变当前整体消费增长的逻辑。二是出口增速的降幅多大，上半年美国“抢进口”透支全球贸易需求，下半年如果出口下行，全年出口增速能到多少。三是政策如何应对，除了市场预期的政策性金融工具之外，年内会否采取服务消费补贴政策接力商品补贴等其他政策。

■ **具体来看，5月经济各领域表现如下：**

■ **（一）工业维持强劲，但高技术制造业边际走弱。**5月工业增加值同比+5.8%，前值+6.1%。分部门来看，采矿业和公用事业分别增长6%和2%，均与上月持平，制造业从7.1%降至6.9%，其中高技术制造业同比增速从10%降至8.6%。分行业来看，边际降幅最大的是铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，增速从上月17.6%降至14.6%，下降3个点；其次是电气机械，从13.4%降至11%，下降2.4个点。

■ **工业产销率仍然偏低，但边际好转。**5月工业产销率为95.4%，低于上年同期96.6%，但5月环比提高0.1个点，而往年大多为环比下降。

■ **（二）6.4%的社零增速远超市场预期，“抢国补”可能影响较大。**5月社零同比增速6.4%，远超4.9%的Wind一致预期；从季调环比来看，5月为0.93%，是2023年4月以来的最高环比增速。社零超预期，一部分原因在于提前启动的“618购物节”跟“国补”叠加，另一部分原因可能在于“抢国补”。5-6月诸多地区传出“国补暂停”的说法，尽管很多省份进行辟谣，但可能还是有不少消费者在此期间抢时间购买以旧换新产品。从数据来看，5种以旧换新产品销售增速从上月的28.5%提高到34.1%（简单平均，4种产品包括：文化办公、通讯器材、家具、家电），7种没有补贴的消费品增速为6.1%（简单平均，7种商品包括：粮油食品、饮料、烟酒、中西药、日用品、服饰鞋帽、化妆品）。

■ **（三）固定资产投资走弱，但有价格因素，实际投资增速降幅没有这么大。**5月固投累计增速从上月4.0%降至3.7%，推算当月同比从3.6%降

相关研究

《工业生产淡季不弱，“抢出口”有所放缓》

2025-06-15

《“抢进口”与服务部门衰退冲击令美国5月CPI环比不及预期》

2025-06-15

至 2.9%。但要注意到，5 月 PPI 同比从上月的-2.7%降至-3.3%，投资降幅有价格因素，实际降幅没有这么大。具体来看：

- **（1）制造业投资：设备更新仍然是主要驱动。**5 月累计增速从 8.8%降至 8.5%，推算当月增速从 8.2%降至 7.8%。设备更新仍然是制造业投资的主要拉动，前 5 个月设备工器具购置投资增长 17.3%，拉动全部投资增长 2.3 个百分点，对投资增长的贡献率达到 63.6%。分行业来看，前 5 个月电气机械行业投资累计同比-8.6%，化学原料和制品行业+0.4%，医药制造业+0.9%，是制造业投资的主要拖累，其他行业少有低于 10% 增速。
- **（2）基建投资：公共管理业是 5 月基建投资增速小幅下行的主要拖累。**5 月广义基建投资的累计增速从 10.9%降至 10.4%，当月增速从 9.6%降至 9.2%；狭义基建累计增速从 5.8%降至 5.6%，当月增速从 5.8%降至 5.1%。分行业来看，公共设施管理业投资累计增速从 4.9%降至 3.8%，水利管理业从 30.7%降至 26.6%，是主要拖累。最近市场预期 4 月 25 日政治局提及的政策性金融工具即将出台，预计将对下半年的基建投资起到一定提振作用。
- **（3）房地产：销售小幅下降，投资维持低位。**商品房销售面积累计增速从-2.8%小幅降至-2.9%，当月增速从-2.1%小幅降至-3.3%；但一线城市房价降幅扩大，70 城二手房价环比增速从-0.4%小幅降至-0.5%，其中一线城市环比从-0.2%降至-0.7%，是去年 9 月以来最大降幅。房地产投资方面，投资累计增速从-10.3%降至-10.7%，其中新开工累计-22.8%、施工面积累计-9.2%、竣工累计-17.3%。5 月开发商到位资金累计降幅扩大，从-4.1%扩大至-5.3%，主要是贷款环境变动，国内贷款累计增速从+0.8%降至-1.7%。

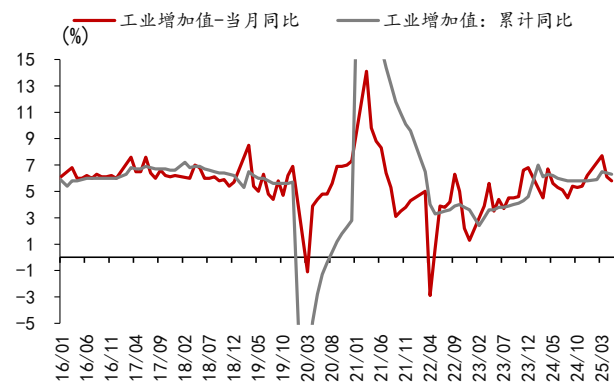
风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

表1: 5月经济数据概览（当期同比，%）

时间	生产		需求							时间	通胀	
	工业增加值	服务业生产	社零	固定资产投资	房地产投资	制造业投资	基建投资	出口	进口		CPI	PPI
2025-05	5.8	6.2	6.4	2.9	-12.0	7.8	9.2	4.8	-3.4	2025-05	-0.1	-3.3
2025-04	6.1	6.0	5.1	3.6	-11.3	8.2	9.6	8.1	-0.2	2025-04	-0.1	-2.7
2025-03	7.7	6.3	5.9	4.3	-10.0	9.2	12.6	12.3	-4.4	2025-03	-0.1	-2.5
2025-02	5.9	5.6	4.0	4.1	-9.8	9.0	9.9	2.2	-8.4	2025-02	-0.7	-2.2
2024-12	6.2	6.5	3.7	2.2	-13.5	8.3	7.4	10.7	0.9	2025-01	0.5	-2.3
2024-11	5.4	6.1	3.0	2.4	-11.5	9.3	9.7	6.6	-3.9	2024-12	0.1	-2.3

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1: 工业增加值增速



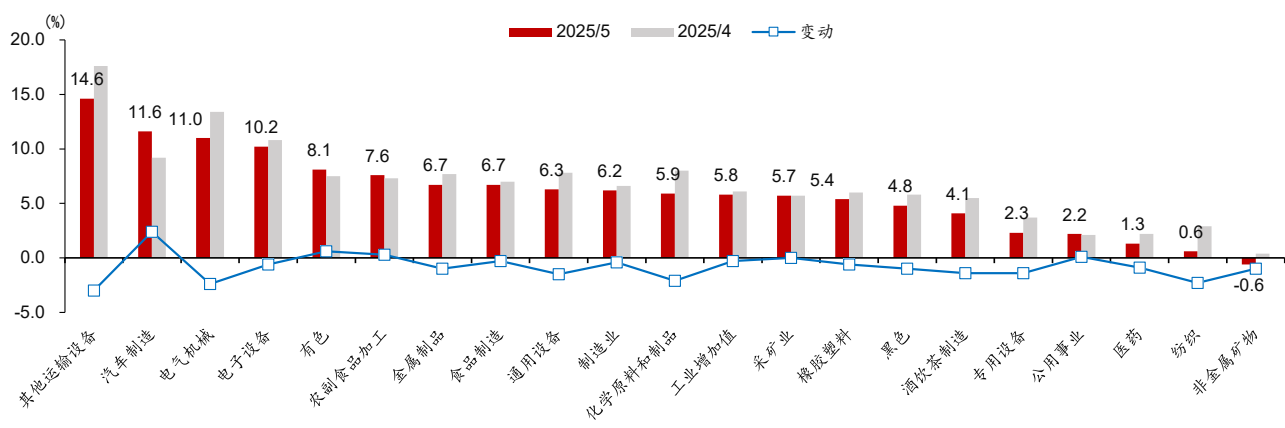
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2: 服务业生产指数增速



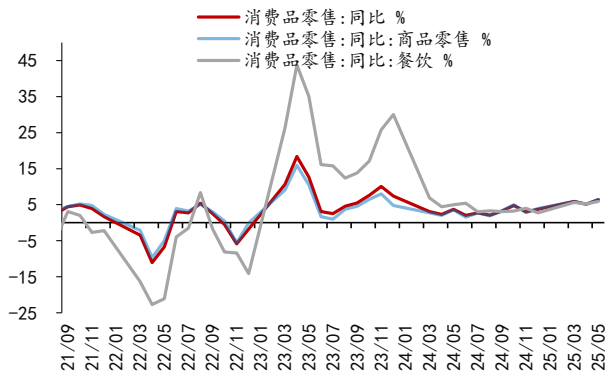
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 分行业的工业增加值



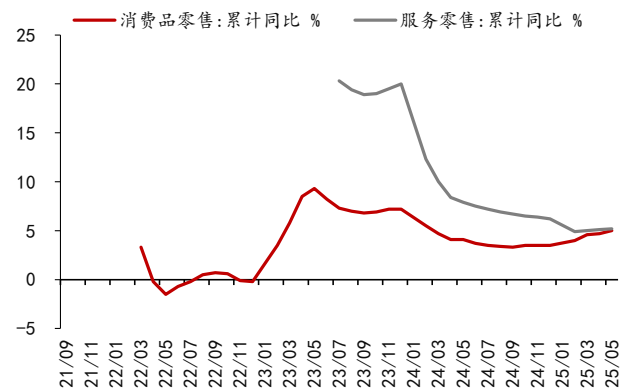
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4: 5月社零增速



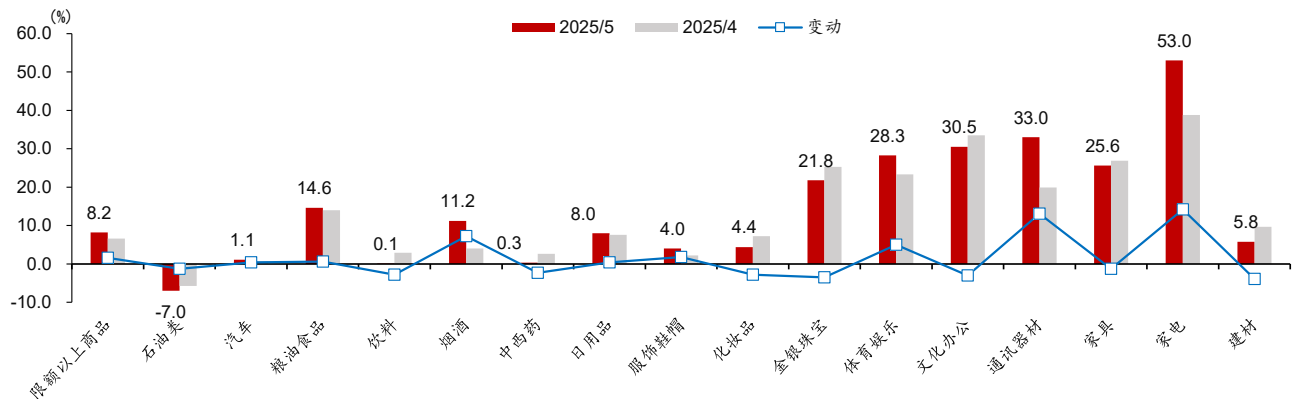
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 社零与服务零售的累计增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 分产品的限额以上商品零售增速



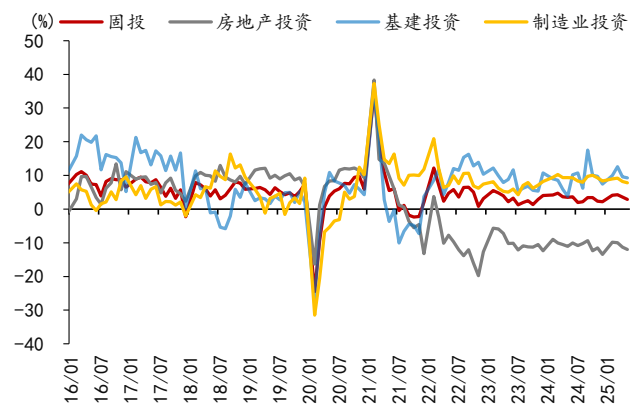
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 固定资产投资同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 固定资产投资及主要分项的增速（当月同比）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>