

工企盈利改善，美关税政策“过山车”

摘要

● 一周大事记

国内：工企利润增速加快，国企盈利承压。5月26日，中办、国办印发《关于完善中国特色现代企业制度的意见》，助力推动建立中国特色现代企业制度，以企业制度创新推动高质量发展，建议关注有望在中国特色现代企业制度下快速发展的新兴、未来产业，如商业航天、低空经济、深海技术、量子科技、具身智能、6G等；26日，三菱日联银行（中国）成为本轮首家宣布跟进存款降息的外资银行，本轮银行存款降息或短期缓解银行息差压力，并推动储户资产配置多元化，拉动理财、消费及资本市场需求；27日，国家统计局公布数据显示前4月工业企业利润同比增长1.4%，增速较一季度小幅回升0.6个百分点，其中装备制造业和高技术制造业表现强劲，而传统业压力较大，未来仍需通过结构性改革和技术创新巩固增长基础，推动高质量发展；28日，财政部数据显示前4月国有企业收入与去年持平，但利润同比下降1.7%，国企面临量增价减问题，后续需关注国企价格弹性及利润率恢复情况。

海外：美关税政策再反转，日央行释放谨慎信号。当地时间5月27日，日本央行释放政策转向谨慎信号，短期加息概率较低；当地时间27日，美国财政部公布削减短债发行规模，有关债务上限的政治博弈拖延可能进一步加剧市场波动；当地时间28日，美国联邦法院阻止了关税政策生效，并裁定特朗普越权。当前美欧关税谈判边际缓和，以及美国联邦法院叫停关税，对于全球风险偏好有较大提振，但当地时间29日美国上诉法院暂时恢复实施特朗普政府关税政策，未来一段时间政策不确定性或将持续扰动市场，尤其此前已经开展了232调查的半导体、医药等行业关税；当地时间29日，美国5年期国债的拍卖中的外国需求比例创下了历史新高，意味着海外对美债需求依然强劲；当地时间29日，美联储发布5月货币政策会议纪要，表明未来几个月美联储或面临通胀和失业率双升的艰难权衡，而经济不确定性加剧证明谨慎的货币政策是适当的。短期内美联储或保持观望态势，目前预期美联储将在三季度继续降息。

● **高频数据：**上游：本周布伦特原油现货均价周环比下降1.03%，5月同比下降21.69%，铁矿石价格周环比下降2.89%，5月同比下降19.30%，阴极铜价格周环比上升0.34%，5月同比下降6.01%；中游：本周螺纹钢价格周环比下降1.81%，5月同比下降14.22%，水泥价格周环比下降1.94%，5月同比上升8.72%，动力煤价格周环比下降0.03%，5月同比下降28.56%；下游：房地产销售面积周环比上升9.13%，5月同比下降5.91%，第四周全国乘用车市场日均零售环比下降8%，5月1-25日全国乘用车市场零售同比增长16%；物价：蔬菜价格周环比上升1.06%，5月同比下降8.51%，猪肉价格周环比下降0.20%，5月同比下降0.55%。

● **下周重点关注：**美国5月ISM制造业PMI、法国/德国/欧元区5月制造业PMI终值（周一）；中国5月财新制造业PMI、欧元区4月失业率、美国4月工厂订单月率（周二）；美国5月ADP就业人数、至5月30日当周EIA原油库存、法国/德国/欧元区5月服务业PMI终值（周三）；中国5月财新服务业PMI、美国至5月31日当周初请失业金人数、4月贸易帐、欧元区至6月5日欧洲央行存款机制利率（周四）；美国5月失业率、5月季调后非农就业人口、法国/德国4月贸易帐（周五）；中国5月外汇储备（周六）。

● **风险提示：**政策落地节奏不及预期，海外经济超预期波动。

西南证券研究院

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-57631106

邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏

执业证号：S1250523030002

电话：010-55758502

邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

联系人：潘妍洁

邮箱：panyj@swsc.com.cn

相关研究

1. “低利率时代”息差收窄，美国PMI超预期扩张（2025-05-25）
2. 美国贸易战的历史镜像——贸易、经济及货币秩序的影响拆解（2025-05-22）
3. 生产仍具韧性，地产和消费边际走弱——2025年4月经济数据点评（2025-05-20）
4. 关税博弈阶段性缓和，美国通胀仍在下行（2025-05-17）
5. 政府债支撑社融，信贷呈现“小月”走势——4月社融数据点评（2025-05-15）
6. “抢转口”支撑出口韧性——4月贸易数据点评（2025-05-12）
7. 政策“组合拳”再现，德国政局有波折（2025-05-09）
8. 假期出行热度延续，美国就业仍具韧性（2025-05-04）
9. 关税冲击初现，景气再度收缩——4月PMI数据点评（2025-04-30）
10. 关税博弈观察：影响、应对与演绎（2025-04-30）

目 录

1 一周大事记.....	1
1.1 国内：工企利润增速加快，国企盈利承压.....	1
1.2 海外：美关税政策再反转，日央行释放谨慎信号	3
2 国内高频数据	5
3 下周重点关注	9

1 一周大事记

1.1 国内：工企利润增速加快，国企盈利承压

(1) 两办部署完善中国特色现代企业制度，以企业制度创新推动高质量发展

5月26日，中办、国办印发《关于完善中国特色现代企业制度的意见》。《意见》是新时代完善企业制度的纲领性文件，共8个部分、19条具体举措，从坚持和加强党的领导、完善公司治理结构、提升企业科学管理水平、健全企业激励创新制度、建立健全企业社会责任与企业文化体系、优化企业综合监管和服务体系等方面作出全面系统部署，重在以制度创新赋能企业发展，进一步释放微观主体活力，培育更富活力、更具韧性、更有竞争力的现代企业，为以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业提供有力支撑。

点评：本次《意见》的主要目标是经过5年左右时间，推动具备条件的企业普遍建立适合国情、符合实际、满足发展需要的中国特色现代企业制度，企业党的建设全面加强，治理结构更加健全，市场化运营机制更加完善，科学管理水平进一步提高，推动自主创新、支撑产业升级、履行社会责任等作用充分发挥。到2035年，中国特色现代企业制度更加完善，企业国际竞争力全面提升，为加快建设世界一流企业奠定坚实基础。《意见》专门提及“健全企业激励创新制度”，聚焦作为产业全要素生产力的新质生产力，提高企业科技创新能力。在当前外部局势不确定性增强的情况下，新质生产力是我国提升创新产业链水平、实现自立自强的支撑。2023年末全国从事战略性新兴产业生产的规模以上工业企业法人单位9.60万个，占规模以上工业企业法人单位的19.5%。其中，新材料产业占工业战略新兴产业企业法人比例最高，达到21.3%，绿色环保产业、新一代信息技术产业、生物产业、高端装备制造产业和新能源产业占比也较高，分别为17.0%、15.6%、15.5%、15.1%和12.2%。《意见》的落地有望进一步推动生产要素流动和配置，提升创新效率，打造更加开放协同高效的创新生态，释放企业创新活力。同时，《意见》还强调要发挥资本市场对完善公司治理的推动作用。目前上市公司的内生动力不断提升，回报投资者意识显著增强，2024年全市场分红达到2.4万亿元，实施股份回购近1500亿元，均创历史新高。预计未来随着上市公司监管条例的不断完善，机构投资者更加活跃地行使股东权利，上市公司的治理水平有望进一步提升。整体而言，《意见》的落地有助于推动具备条件的企业普遍建立适合国情、符合实际、满足发展需要的中国特色现代企业制度，提升企业综合竞争力，以企业制度创新推动高质量发展，建议关注有望在中国特色现代企业制度下快速发展的新兴、未来产业，比如商业航天、低空经济、深海技术、生物制造、量子科技、具身智能、6G等。

(2) 外资银行跟进存款降息，消费理财市场或升温

5月26日，三菱日联银行（中国）宣布自6月3日起下调人民币存款利率，活期存款利率从0.10%降5bp至0.05%，1年、2年、3年期定期存款利率分别下调15bp、15bp和25bp至0.95%、1.05%和1.25%，成为本轮首家宣布跟进存款“降息潮”的外资银行。

点评：这一调整紧随上周国有大行的集体降息行动，工、农、中、建等国有银行已将活期利率同步降至0.05%，各期限定期存款利率普遍下调15-25bp，3年期定存利率降至1.25%，5年期降至1.3%。此次利率调整的核心动因在于政策传导与市场环境变化的双重压力。一方面，中国央行在5月初通过降准和下调7天逆回购利率（降10bp至1.4%）释放宽松信号，推动贷款市场报价利率（LPR）同步下降10bp，银行需通过存款端降息来平衡息差。另一方面，当前商业银行净息差已逼近历史低位，2025年一季度末行业净息差仅为1.43%，低

于 1.8% 的监管警戒线，存款利率下调可缓解银行负债成本压力，避免盈利能力持续恶化引发系统性风险。此外，监管层近年持续规范存款市场竞争，例如禁止“手工补息”和限制协定存款利率上限，旨在遏制高息揽储乱象，推动负债成本合理化。从影响层面看，对银行体系而言，此次存款利率降幅（最高 25bp）显著高于贷款端 LPR 的 10bp 降幅，有助于短期内稳定净息差并优化负债结构，促使银行减少对长期高成本存款的依赖，转而提升活期资金或市场化投资的使用效率。对储户及市场而言，存款收益率的持续走低可能加速居民储蓄向理财、消费及资本市场转移，这一过程若传导顺畅，将有助于刺激消费与实体投资，为经济复苏提供动能。值得注意的是，外资银行在此次降息中表现出与中资机构的同步性，但因其客户门槛较高且市场份额有限，对整体市场影响较小，更多体现为外资机构对中国利率政策调整的快速响应。总体而言，本轮存款利率调整是政策引导、市场压力与行业规范共同作用的结果。短期内，银行通过降低负债成本缓解了息差压力，但长期看，其盈利改善仍需依赖经济复苏带动贷款需求回升，以及非利息收入业务的拓展。对于储户，低利率环境或推动资产配置多元化，但对风险偏好较低的群体而言，实际收入缩水可能抑制消费意愿，形成政策效果的博弈。未来，存款利率进一步下调的空间已有限，政策效果将更多取决于降息对消费、投资及资本市场的传导效率，以及监管层在防范资金空转与支持实体经济间的平衡能力。

（3）工业企业利润增长加快，制造业绿色低碳新政落地

5 月 27 日，国家统计局公布数据显示，1-4 月份，全国规模以上工业企业实现营业收入 43.44 万亿元，同比增长 3.2%，增速较 1-3 月下降 0.2 个百分点；规模以上工业企业利润增长 1.4%，较 1-3 月份加快 0.6 个百分点，延续恢复向好态势。

点评：总体来看，全国规模以上工业企业利润增长加快，前 4 月工业企业利润总额达 21,170.2 亿元，同比增长 1.4%，增速较一季度小幅回升，其中 4 月单月利润增速为 3.0%，较 3 月加快 0.4 个百分点，从行业看，在 41 个工业大类行业中，有 23 个行业利润同比增长。这一增长主要得益于装备制造业和高技术制造业的强劲表现。其中，装备制造业利润同比增长 11.2%，具体来看，装备制造业的 8 个行业中，有 7 个行业利润实现两位数增长，仪器仪表、电气机械、通用设备、电子等行业利润增速分别提高分别 6.7、7.9、2.2、8.4 个百分点至 22.0%、15.4%、11.7%、11.6%；高技术制造业增长 9.0%，增速高于全部规模以上工业平均水平 7.6 个百分点，智能车载设备制造、智能无人飞行器制造、可穿戴智能设备制造细分行业表现亮眼，利润分别增长 177.4%、167.9%、80.9%。然而，传统行业仍面临较大压力，煤炭开采与洗选业利润暴跌 48.9%，石油和天然气开采业下降 6.9%，汽车制造业利润下滑 5.1%，凸显能源转型阵痛与消费复苏不均衡问题。此外，成本与需求矛盾持续存在，尽管企业通过精细化管理对冲原材料波动，但营业成本同比增 3.4%，应收账款回收期延长至 70.3 天，资金链压力加剧。未来需关注外部环境不确定性，如地缘政治冲突对出口导向型行业的冲击。5 月 23 日，国务院审议通过《制造业绿色低碳发展行动方案（2025—2027 年）》，政策驱动下，传统高耗能行业或将加速绿色转型，新能源、节能环保、循环经济及智能装备产业或成核心受益方向，重构制造业低碳竞争新格局，企业需加快智能化改造、拓展多元化市场，并通过供应链金融缓解资金压力。总体来看，工业经济韧性增强，但需通过结构性改革和技术创新巩固增长基础，推动高质量发展。

（4）国有企业前 4 月收入稳定，量增价减致利润承压

5 月 28 日，财政部公布 2025 年 1-4 月全国国有及国有控股企业经济运行情况。1-4 月，全国国有及国有控股企业营业总收入 262755.0 亿元，与上年持平；1-4 月，国有企业利润总额 13491.4 亿元，同比下降 1.7%。

点评：在全球经济不确定性增强，国内经济结构调整持续推进的大环境下，国有企业前4个月收入维持稳定，展现了其在市场中的经济韧性与抗风险能力，在经济环境复杂多变的当下，为国家经济稳定发挥了“压舱石”的作用。但数据显示国企利润端明显承压：1-4月国有控股规模以上工业企业利润率5.91%，较去年同期下降0.32个百分点；1-4月国有控股规模以上工业企业营业成本、销售费用、管理费用、财务费用均同比下降，降幅分别为0.1%、8.8%、1.1%和5.3%。在成本端有效控制的情况下，国有工企的利润下滑明显快于收入，这或表明国企收入的稳定来自量的增加，但是价格的下滑已对国有企业盈利空间造成压力。税费方面，1-4月，国有企业应交税费20380.0亿元，同比增长0.1%，表明国有企业在维持自身经营的同时，对国家财政的支持力度依旧稳定，在经济社会发展中持续发挥着重要的税收贡献作用。资产负债方面，4月末，国有企业资产负债率65.1%，同比上升0.2个百分点，资产负债率的微升，一方面可能是由于企业在经济结构调整过程中，加大了对新兴产业和技术改造的投资力度，增加了负债融资；另一方面，2025年1-4月国有控股规模以上工业企业应收账款平均回收期为55天，高于去年同期的51.8天；产成品存货周转天数为12.7天，高于去年同期的12.6天，这表明部分企业可能面临着账款回收周期变长、库存积压等问题，影响了资金周转效率，进而推高了资产负债率。总体来看，2025年1-4月国有企业经济运行有稳有忧，后续需关注国企价格的弹性以及利润率恢复情况。

1.2 海外：美关税政策再反转，日央行释放谨慎信号

（1）关税：美欧关税现转折，美联邦法院叫停关税措施

当地时间5月25日，美国总统特朗普表示，欧盟请求将关税谈判期限延长至7月9日，他已同意这一请求。当地时间5月28日，美国联邦法院阻止了美国总统特朗普在4月2日“解放日”宣布的关税政策生效，并裁定特朗普越权。当地时间5月29日，美国联邦巡回上诉法院批准特朗普政府的请求，暂时搁置美国国际贸易法院此前做出的禁止执行特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》对多国加征关税措施的行政令的裁决。

点评：特朗普政府的反复态度体现了其“极限施压”的谈判策略。通过释放关税威胁，美国试图迫使欧盟在关键领域作出单边让步，尤其是要求欧盟进一步向美企开放市场。然而，欧盟展现出罕见的强硬立场，一方面提出“零关税”框架提案试图重启对话，另一方面制定价值950亿欧元的反制清单，并通过加速产业转移向美方施压。未来谈判前景仍不明朗，欧盟内部已形成共识，要求“以合作对冲施压”，而美国中期选举临近，政策连贯性存疑。尽管延期至7月9日缓和了紧张局势，但双方在数字监管、产业补贴等议题上分歧难消。此外，美国联邦法院裁定特朗普越权，阻止特朗普援引IEEPA实施的关税，包括4月2日对等关税以及针对中国的芬太尼关税。判决发布之后海关通常需要无条件服从。随后，特朗普政府立即提交了上诉。当地时间29日，美国联邦巡回上诉法院批准特朗普政府的请求，意味着至少到6月中旬，基于IEEPA征收的关税（10%基准关税、对等关税、芬太尼关税）暂时恢复了执行。这项裁决重申了美国法律是重要的，贸易决定不能由总统心血来潮做出。对全球市场而言，美欧关税谈判边际缓和，以及美国联邦法院叫停关税，对于全球风险偏好或有所提振，但由于特朗普团队可能还会继续努力让关税政策落地，未来一段时间政策不确定性或将持续扰动市场，尤其此前已经开展了232调查的半导体、医药等行业关税。

（2）日本：植田和男释放政策转向谨慎信号，通胀接近目标但结构性风险突出

当地时间5月27日，日本央行行长植田和男在公开讲话中针对近期国债市场剧烈波动

及食品价格飙升引发的通胀压力，重申央行政策立场。此次表态正值日本核心通胀率创两年新高升至 3.5%，基础通胀率逼近央行 2% 目标的关键时点。

点评：此次讲话释放出“接近通胀目标但政策转向谨慎”的复杂信号。植田和男坦言，当前日本通胀率已“比过去 30 年更接近 2% 目标”，但这一进展主要由食品价格驱动，大米同比暴涨 90%，而非内需复苏或薪资增长支撑，结构性风险突出。他强调，传统通胀指标可能低估居民实际生活成本压力，且“没有完美数据能捕获潜在通胀全貌”，暗示食品价格失控可能引发长期通胀预期脱锚风险。面对市场对货币政策转向的猜测，植田重申政策调整将严格遵循“数据依赖”原则，若经济改善符合预期（如薪资增长持续），央行将逐步减少宽松力度，但需以“毫米级精度”推进，避免过早加息扼杀脆弱复苏。这一表态与上周日债市场剧烈波动形成呼应——30 年期国债收益率一度飙升至 1.8%，创历史新高，但植田未承诺直接干预，反而强调需优先“改善债券市场功能”，通过结构性改革应对财政刺激预期与全球利率上行压力。当地时间 5 月 28 日，植田和男表示超长期债券收益率的大幅波动可能会影响期限较短债券收益率，中短期利率的变化对经济活动的影响要大于超长期收益率，这是因为公司和家庭持有的中短期债务比重较大，日本央行将仔细观察市场发展及其对经济的影响。同日，备受关注的日本 40 年期国债拍卖结果尘埃落定。拍卖结果显示，投标倍数为 2.21，为 2024 年 7 月来新低，最高得标收益率为 3.1350%。尽管此次拍卖需求持续疲软，但仍好于上周被市场形容为“灾难性”的 20 年期国债拍卖表现。短期来看，由于日本国债市场波动剧烈，日本经济复苏脆弱性逐渐显现，日本央行短期加息概率较低。

（3）美国：财政部削减短债发行规模，而 5 年美债拍卖亮眼

当地时间 5 月 27 日，美国财政部公布，计划于本周四发行 750 亿美元的四周期美国国债，较上次发行规模减少 100 亿美元。同时，期限为八周的国债发行规模也将较前次降低 100 亿美元，降至 650 亿美元，17 周期的国债维持 600 亿美元的发行规模不变。当地时间 29 日，美国财政部完成了 700 亿美元 5 年期国债的拍卖，外国需求比例创下了历史上的最高水平。

点评：这是自 2 月以来首次削减短债发行，此举标志着债务上限僵局下的政府融资紧缩正式启动，财政部被迫通过压缩短期融资维持联邦运转。与此同时，17 周期国债发行维持 600 亿规模不变，显示财政部正通过“缩短放长”策略为中长期债券发行腾挪空间。此举折射出在债务上限“硬约束”下，财政部被迫调整融资节奏以延缓现金耗尽风险。财政部长贝森特 5 月 9 日警告，若国会未在 8 月前提高或暂停债务上限，财政部将耗尽所有避免违约的“超常规措施”。当前数据印证了这一紧迫性，截至 5 月 21 日，其应急资金仅剩 670 亿美元，较两周前减少 150 亿美元，超常规措施可用额度已消耗 82%。这种“倒计时”压力迫使财政部提前收紧短债发行，而政治博弈的拖延可能进一步加剧市场波动。一方面，债务上限危机正重塑货币市场格局，2025 年初至今，财政部已净偿还短期国债 1830 亿美元，导致货币市场基金大幅削减国债配置，国债持仓占比从 2024 年底的 41% 骤降至 38% 以下，规模锐减 2780 亿美元。与此同时，货币基金转向回购协议寻求避险，其配置规模激增 2310 亿美元，占比从 36% 升至近 39%；另一方面，政治僵局加剧了融资困境，共和党提出的“提高债务上限 5 万亿美元+延续特朗普减税”法案仍处谈判初期，而贝森特要求的“7 月中旬前解决”被参议院领袖 John Thune 称为“愿景”，财政部被迫打破常规发债节奏，持续压缩融资以腾挪借款空间，若僵局延续，财政部或需进一步削减短债发行，为 6 月中长期国债腾挪空间。此外，当地时间 5 月 29 日，美国财政部完成了 700 亿美元 5 年期国债的拍卖，得标利率为 4.071%，上次拍卖 4 月 23 日为 3.995%，拍卖的投标倍数为 2.39，低于前次的

2.41, 与最近六次拍卖的平均水平较为接近。其中, 间接认购比例为 78.4%, 这是 5 年期美债拍卖中有史以来最高的水平, 意味着海外对美债的需求依然强劲。随后“美国例外论”终结的市场交易有所逆转, 黄金走跌、美元指数升高至 100 以上。

(4) 美国：联储会议纪要显示艰难权衡，短期或继续保持观望

当地时间 5 月 29 日, 美联储在官网发布了 5 月货币政策会议的纪要。纪要显示, 美联储官员认为, 未来几个月他们可能面临“艰难的权衡”, 即通胀和失业率都在上升, 而经济不确定性加剧证明谨慎的货币政策是适当的。

点评：会议纪要显示, 政策制定者判断, 自 3 月份的决议以来, 失业率和通胀上升的风险都有所增加, 这主要是因为特朗普关税政策引发的。这种情况可能会使美联储稳定物价和充分就业的目标相互矛盾, 这将迫使委员们决定, 是优先收紧货币政策来对抗通胀, 还是通过降息来支持经济增长和就业。与会者一致认为, 鉴于经济增长和劳动力市场依然稳固, 且当前的货币政策适度紧缩, FOMC 有条件等待通胀和经济活动前景更加明朗。此外, 美联储决策者在会议纪要中暗示, 他们担心关税大幅上调会推升价格, 可能刺激通胀上行。受该言论影响, 美股三大指数尾盘集体走弱, 截至收盘, 道指跌 0.58%; 纳指跌 0.51%, 标普 500 指数跌 0.56%。在 5 月的 FOMC 会议上, 美联储连续第三次将联邦基金利率目标区间维持在 4.25%-4.5% 不变。4 月份美国 CPI 同比上涨 2.3%, 较 3 月份的 2.4% 略有下降, 是 2021 年 2 月份以来最低水平, 关税的滞后影响尚未显现; 4 月美国新增非农就业大超预期, 增长 17.7 万人, 失业率持平于预期和前值为 4.2%, 劳动力市场依然较为稳健。由于美国关税政策不确定性依然存在, 对经济的影响有待显现, 短期内美联储或保持观望态势, 目前预期美联储将在三季度继续降息。

2 国内高频数据

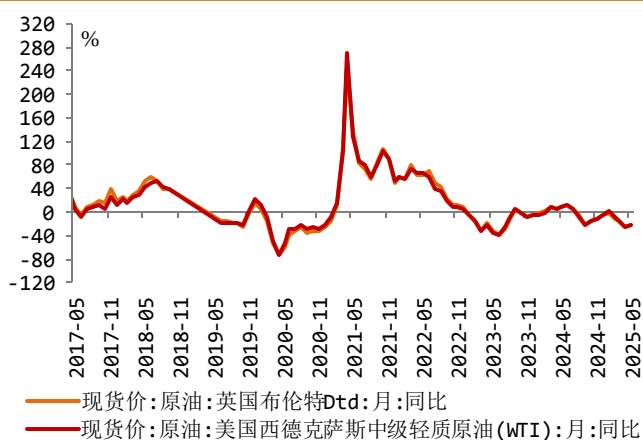
上游：原油、铁矿石价格周环比下降，阴极铜价格周环比上升。截至 5 月 29 日, 本周布伦特原油现货均价周环比下降 1.03%, 5 月同比下降 21.69%, 较 4 月同比降幅收窄 3.12 个百分点; 铁矿石价格周环比下降 2.89%, 5 月同比下降 19.30%, 较 4 月同比降幅走扩 5.88 个百分点; 阴极铜价格周环比上升 0.34%, 5 月同比下降 6.01%, 较 4 月同比降幅走扩 4.86 个百分点。

表 1：上游高频数据周度、月度变化

高频数据跟踪：上游							
周度变化	高频数据指标	最近更新日期	本周均值		上周均值		上周环比增速
	现货价: 原油: 英国布伦特Dtd (美元/桶)	2025-05-29	64.89		65.56		-1.03%
	现货价: 原油: 美国WTI (美元/桶)	2025-05-29	61.29		61.80		-0.84%
	期货结算价(活跃合约): 铁矿石 (元/吨)	2025-05-29	703.38		724.30		-2.89%
	期货结算价(活跃合约): 阴极铜 (元/吨)	2025-05-29	78147.50		77886.00		0.34%
	南华工业品指数	2025-05-29	3431.68		3485.40		-1.54%
	CRB现货指数: 综合	2025-05-28	558.44		559.42		-0.18%
	CRB现货指数: 工业原料	2025-05-28	561.31		562.29		-0.17%
月度变化	高频数据指标	最近更新日期	月初至今均值	上月均值	月初至今环比增速	上月环比增速	月初至今同比增速
	现货价: 原油: 英国布伦特Dtd (美元/桶)	2025-05-29	64.38	67.94	-5.24%	-6.59%	-21.69%
	现货价: 原油: 美国WTI (美元/桶)	2025-05-29	60.94	62.93	-3.16%	-7.36%	-25.39%
	期货结算价(活跃合约): 铁矿石 (元/吨)	2025-05-29	714.92	722.26	-1.02%	-6.97%	-19.30%
	期货结算价(活跃合约): 阴极铜 (元/吨)	2025-05-29	78003.89	76483.33	1.99%	-4.05%	-6.01%
	南华工业品指数	2025-05-29	3475.31	3546.22	-2.00%	-5.15%	-17.73%
	CRB现货指数: 综合	2025-05-28	543.45	542.19	0.23%	-0.95%	-0.53%
	CRB现货指数: 工业原料	2025-05-28	561.65	560.83	0.14%	-1.44%	0.51%

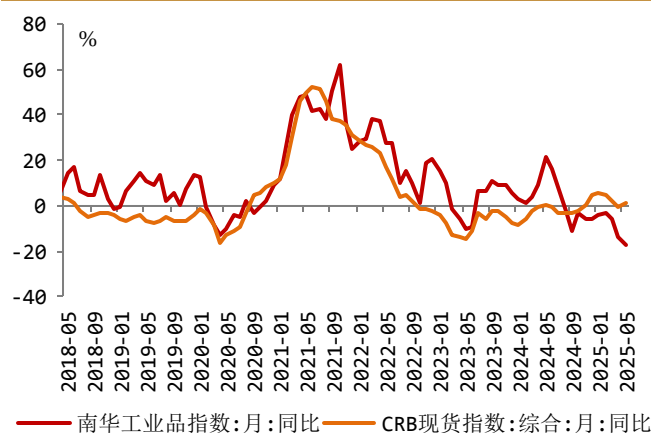
数据来源: wind、西南证券整理; 注: 较前值下降为绿底色、上升为红底色、持平为黄底色, 大于 0 为红色字体、小于 0 为绿色字体

图 1: 布伦特原油现货价格同比降幅收窄、WTI 原油现货价格同比降幅收窄 (更新至 2025 年 5 月 29 日)



数据来源: wind、西南证券整理

图 2: CRB 现货指数增速转正、南华工业品指数同比降幅扩大 (更新至 2025 年 5 月 28 日、2025 年 5 月 29 日)



数据来源: wind、西南证券整理

中游: 螺纹钢、水泥、动力煤价格周环比下降。截至 5 月 29 日, 本周螺纹钢价格周环比下降 1.81%, 5 月同比下降 14.22%, 较 4 月同比降幅走扩 3.23 百分点; 水泥价格周环比下降 1.94%, 5 月同比增加 8.72%, 较 4 月同比增速收窄 9.71 百分点; 动力煤价格周环比下降 0.03%, 5 月同比下降 28.56%, 较 4 月同比降幅走扩 9.55 百分点。

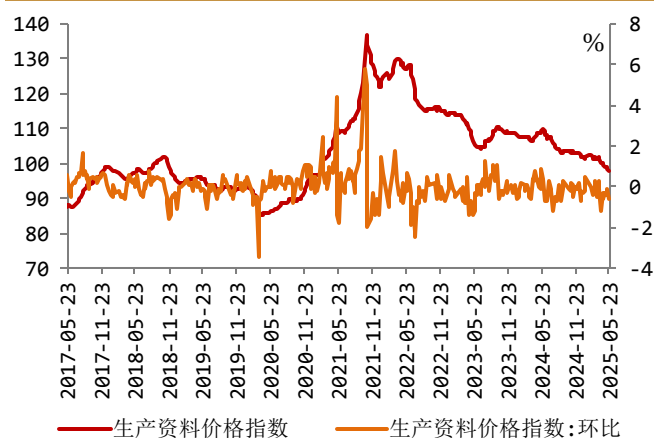
表 2: 中游高频数据周度、月度变化

高频数据跟踪: 中游								
周度变化	高频数据指标	最近更新日期	本周均值		上周均值		本周环比增速/增减	
	生产资料价格指数	2025-05-23	98.05		98.64		-0.60%	
	PTA产业链负荷率:PTA工厂 (%)	2025-04-17	75.64		76.77		-1.13百分点	
	唐山:Custeel:高炉开工率 (%)	2025-05-30	93.53		95.21		-1.68百分点	
	螺纹钢:HRB400 20mm:全国:价格 (元/吨)	2025-05-29	3238.75		3298.60		-1.81%	
	水泥价格指数:全国	2025-05-29	115.85		118.14		-1.94%	
	秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500):山西产 (元/吨)	2025-05-29	611.00		611.20		-0.03%	
月度变化	高频数据指标	最近更新日期	月初至今均值	上月均值	月初至今环比增速/增减	上月环比增速/增减	月初至今同比增速/增减	上月同比增速/增减
	生产资料价格指数	2025-05-23	98.64	100.35	-1.70%	-1.25%	-9.54%	-6.61%
	PTA产业链负荷率:PTA工厂 (%)	2025-04-17	77.00	77.29	-0.29百分点	-3.75百分点	1.76百分点	-3.06百分点
	唐山:Custeel:高炉开工率 (%)	2025-05-30	94.50	92.50	2.00百分点	5.01百分点	0.83百分点	1.89百分点
	螺纹钢:HRB400 20mm:全国:价格 (元/吨)	2025-05-29	3302.44	3318.05	-0.47%	-1.71%	-14.22%	-10.99%
	水泥价格指数:全国	2025-05-29	119.16	126.28	-5.64%	0.89%	8.72%	18.43%
	秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500):山西产 (元/吨)	2025-05-29	619.28	661.00	-6.31%	-2.43%	-28.56%	-19.01%

数据来源: wind、西南证券整理; 注: 较前值下降为绿底色、上升为红底色、持平为黄底色, 大于0为红色字体、小于0为绿色字体。

图 3：生产资料价格指数价格下降

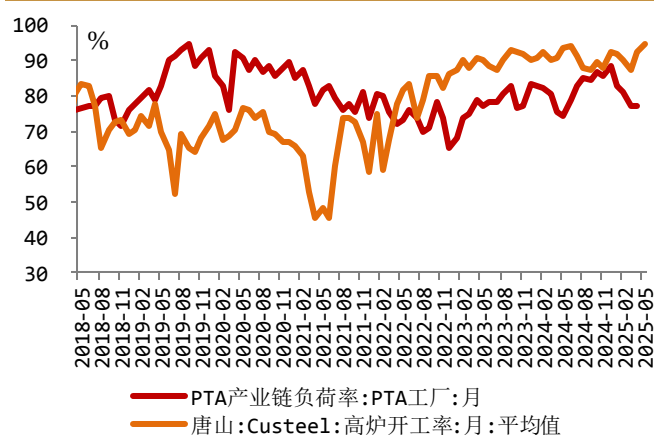
(更新至 2025 年 5 月 23 日)



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：PTA 产业链负荷率小幅下降、高炉开工率增速放缓

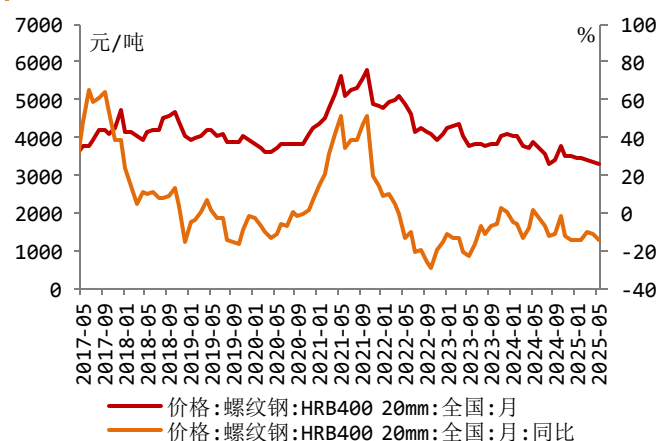
(更新至 2025 年 4 月 17 日、2025 年 5 月 30 日)



数据来源：wind、西南证券整理

图 5：螺纹钢价格同比降幅扩大

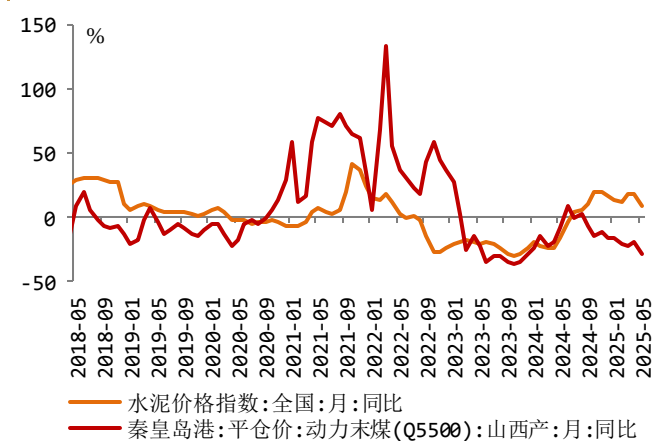
(更新至 2025 年 5 月 29 日)



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：水泥价格同比增速放缓、动力煤价格同比降幅扩大

(更新至 2025 年 5 月 29 日)



数据来源：wind、西南证券整理

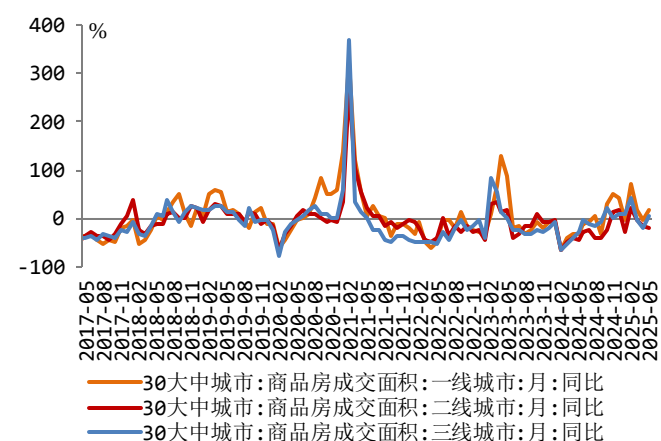
下游：房地产销售周环比上升，乘用车日均零售销量同比增长。截至 5 月 29 日，本周 30 个大中城市商品房成交面积周环比上升 9.13%，5 月同比下降 5.91%，较 4 月同比降幅收窄 6.15 个百分点；一线城市成交面积周环比上升 15.59%，5 月同比上升 16.40%，较 4 月同比增加 18.61 个百分点；二线城市成交面积周环比上升 6.68%，5 月同比下降 20.73%，较 4 月同比降幅走扩 5.60 个百分点；三线城市成交面积周环比上升 7.96%，5 月同比上升 5.50%，较 4 月同比增加 23.40 个百分点；5 月第四周全国乘用车市场日均零售 6.1 万辆，同比去年 5 月同期增长 26%，较上月同期下降 8%。5 月 1-25 日，全国乘用车市场零售 135.8 万辆，同比去年 5 月同期增长 16%，较上月同期增长 9%。今年以来累计零售 823 万辆，同比增长 9%。

表 3：下游高频数据周度、月度变化

高频数据跟踪：下游								
周度变化	高频数据指标	最近更新日期	本周均值		上周均值		本周环比增速/增减	上周环比增速/增减
	30大中城市：商品房成交面积（万㎡）	2025-05-29	129.60		118.76		9.13%	11.74%
	30大中城市：商品房成交面积：一线城市（万㎡）	2025-05-29	32.97		28.52		15.59%	1.70%
	30大中城市：商品房成交面积：二线城市（万㎡）	2025-05-29	65.53		61.42		6.68%	40.45%
	30大中城市：商品房成交面积：三线城市（万㎡）	2025-05-29	31.11		28.82		7.96%	-8.65%
	100大中城市：成交土地占地面积（万㎡）	2025-05-25	926.57		1343.41		-31.03%	25.22%
	100大中城市：成交土地占地面积：一线城市（万㎡）	2025-05-25	56.28		26.27		114.21%	-54.12%
	100大中城市：成交土地占地面积：二线城市（万㎡）	2025-05-25	375.14		462.36		-18.86%	21.02%
	100大中城市：成交土地占地面积：三线城市（万㎡）	2025-05-25	495.14		854.77		-42.07%	34.93%
	100大中城市：成交土地溢价率（%）	2025-05-25	10.17		1.22		8.95百分点	-5.13百分点
	100大中城市：成交土地溢价率：一线城市（%）	2025-05-25	0.00		0.00		0.00百分点	0.00百分点
	100大中城市：成交土地溢价率：二线城市（%）	2025-05-25	13.11		0.26		12.85百分点	-2.94百分点
	100大中城市：成交土地溢价率：三线城市（%）	2025-05-25	3.44		2.65		0.79百分点	1.65百分点
	全国乘用车市场日均零售（万辆）	2025-05-25	6.10		5.10		-8.00%	0.00%
月度变化	高频数据指标	最近更新日期	月初至今均值	上月均值	月初至今环比增速	上月环比增速	月初至今同比增速	上月同比增速
	30大中城市：商品房成交面积（万㎡）	2025-05-29	24.87	22.87	8.76%	-21.46%	-5.91%	-12.06%
	30大中城市：商品房成交面积：一线城市（万㎡）	2025-05-29	7.54	7.18	5.05%	-16.67%	16.40%	-2.21%
	30大中城市：商品房成交面积：二线城市（万㎡）	2025-05-29	11.24	11.26	-0.17%	-23.29%	-20.73%	-15.12%
	30大中城市：商品房成交面积：三线城市（万㎡）	2025-05-29	6.09	4.43	37.49%	-23.92%	5.50%	-17.90%
	100大中城市：成交土地占地面积（万㎡）	2025-05-25	1030.12	1134.58	-9.21%	6.33%	-1.51%	13.98%
	100大中城市：成交土地占地面积：一线城市（万㎡）	2025-05-25	50.65	45.05	12.43%	76.47%	86.92%	22.85%
	100大中城市：成交土地占地面积：二线城市（万㎡）	2025-05-25	406.77	371.92	9.37%	6.54%	37.80%	28.28%
	100大中城市：成交土地占地面积：三线城市（万㎡）	2025-05-25	572.70	717.61	-20.19%	3.64%	-20.86%	7.30%
	100大中城市：成交土地溢价率（%）	2025-05-25	6.65	8.12	-1.47百分点	-5.41百分点	4.85百分点	1.02百分点
	100大中城市：成交土地溢价率：一线城市（%）	2025-05-25	4.89	3.91	0.98百分点	-10.14百分点	4.89百分点	2.51百分点
	100大中城市：成交土地溢价率：二线城市（%）	2025-05-25	7.26	9.09	-1.83百分点	-6.26百分点	5.97百分点	4.90百分点
	100大中城市：成交土地溢价率：三线城市（%）	2025-05-25	2.97	4.72	-1.76百分点	2.44百分点	0.07百分点	-4.42百分点
	全国乘用车市场零售（万辆）	2025-05-25	135.80	179.10	9.00%	-8.00%	16.00%	17.00%

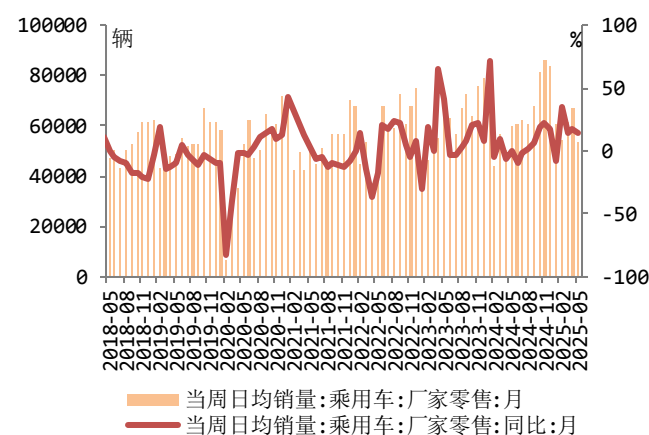
数据来源：wind、西南证券整理；注：较前值下降为绿底色、上升为红底色、持平为黄底色，大于0为红色字体、小于0为绿色字体，商品房成交面积采用合计值。

图 7：一线城市商品房成交同比转正，二线城市商品房成交同比降幅扩大，三线城市商品房成交同比转正
(更新至 2025 年 5 月 29 日)



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：乘用车日均零售销量同比增速下降
(更新至 2025 年 5 月 25 日)



数据来源：wind、西南证券整理

物价：蔬菜价格周环比上升，猪肉价格周环比下降。截至 5 月 29 日，本周蔬菜价格周环比上升 1.06%，5 月同比下降 8.51%，较 4 月同比降幅走扩 4.96 个百分点；猪肉价格周环比下降 0.20%，5 月同比下降 0.55%，较 4 月的同比增速下降 1.78 个百分点。

表 4：物价高频数据周度、月度变化

高频数据跟踪：物价							
周度变化	高频数据指标	最近更新日期	本周均值	上周均值	本周环比增速	上周环比增速	
	农产品批发价格200指数	2025-05-29	114.10	114.01	0.08%	-82.39%	
	平均批发价:28种重点监测蔬菜(元/公斤)	2025-05-29	4.29	4.24	1.06%	-1.12%	
	平均批发价:猪肉(元/公斤)	2025-05-29	20.76	20.80	-0.20%	-0.37%	
月度变化	高频数据指标	最近更新日期	月初至今均值	上月均值	月初至今环比增速	上月环比增速	月初至今同比增速
	农产品批发价格200指数	2025-05-29	115.11	119.10	-3.35%	-0.03%	-3.07%
	平均批发价:28种重点监测蔬菜(元/公斤)	2025-05-29	4.29	4.70	-8.65%	-2.53%	-8.51%
	平均批发价:猪肉(元/公斤)	2025-05-29	20.83	20.79	0.22%	-0.17%	-0.55%

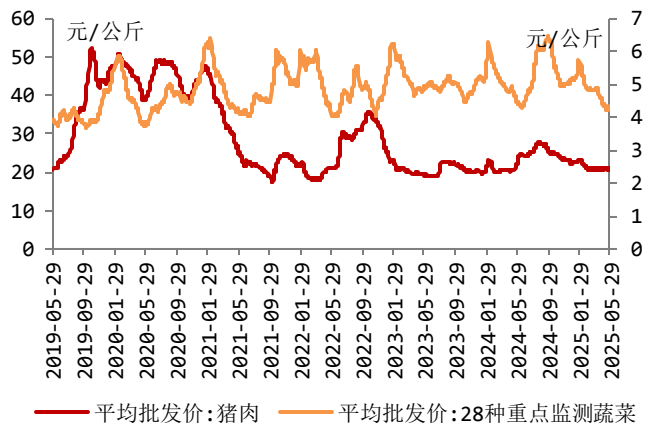
数据来源: wind、西南证券整理; 注: 较前值下降为绿底色、上升为红底色、持平为黄底色, 大于0为红色字体、小于0为绿色字体。

图 9：农产品价格指数下降
(更新至 2025 年 5 月 29 日)



数据来源: wind、西南证券整理

图 10：蔬菜价格小幅回升、猪肉价格小幅下降
(更新至 2025 年 5 月 29 日)



数据来源: wind、西南证券整理

3 下周重点关注

	周一 (6.2)	周二 (6.3)	周三 (6.4)	周四 (6.5)	周五 (6.6)	周六 (6.7)
中国	——	中国 5 月财新制造业 PMI	——	中国 5 月财新服务业 PMI	——	中国 5 月外汇储备
海外	美国 5 月 ISM 制造业 PMI、4 月营建支出月率、5 月标普全球制造业 PMI 终值	欧元区 5 月 CPI 年率初值、5 月 CPI 月率初值、4 月失业率	美国至 5 月 30 日当周 API 原油库存、美国 5 月 ADP 就业人数、5 月标普全球服务业 PMI 终值、5 月 ISM 非制造业 PMI、至 5 月 30 日当周 EIA 原油库存	欧元区 4 月 PPI 月率、至 6 月 5 日欧洲央行存款机制利率、至 6 月 5 日欧洲央行主要再融资利率	德国 4 月季调后工业产出月率、4月季调后贸易帐	法国 4 月工业产出月率、4 月贸易帐
	法国 5 月制造业 PMI 终值	美国 4 月 JOLTS 职位空缺、4 月工厂订单月率	法国 5 月服务业 PMI 终值	美国 5 月挑战者企业裁员人数、至 5 月 31 日当周初请失业金人数、4 月贸易帐、至 5 月 30 日当周 EIA 天然气库存	欧元区第一季度 GDP 年率修正值、第一季度季调后就业人数季率终值、4 月零售销售月率	美国 5 月失业率、5 月季调后非农就业人口、5 月平均每小时工资年率、5 月平均每小时工资月率
	德国 5 月制造业 PMI 终值		德国 5 月服务业 PMI 终值			
	欧元区 5 月制造业 PMI 终值		欧元区 5 月服务业 PMI 终值			

数据来源: 华尔街见闻、金十数据、西南证券整理

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn