

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《4 月经济呈供给驱动特征，应超前关注科技产业对投资的补充》 -
2025.05.20

宏观研究

5 月经济高频数据环比回暖

● 投资要点

(1) 5 月经济景气度环比回升，稳增长政策效果仍需释放

从高频数据来看，5 月经济景气度环比有所回暖，稳增长政策效果显现，工业需求环比回升，消费具有季节性回升特点，面对外部高不确定性，短期市场微观主体情绪趋于谨慎，生产表现为以订单驱动的特点，生产表现相对平稳，但整体表现为供过于求的态势，有效需求不足仍是制约经济的核心矛盾，带来要素市场景气度回落，PPI 同比增速跌幅或进一步扩大，符合我们在报告《4 月经济呈现供给驱动特征，应超前关注科技产业对投资的补充》的基准假设。在此情境下，基于避险和对政策不确定性的恐慌，在美国对我国加征关税的 90 天豁免期内，美国或加大进口，以避免未来不确定性影响，这或支撑短期我国出口韧性，亦维持短期生产稳定。但因市场微观主体偏于谨慎，企业生产或以订单驱动，投资扩产意愿下降；以内需为主的企业或担忧外贸转内需的潜在影响，其投资扩产亦受一定冲击；市场微观个体对就业和收入预期或有所下降，居民预算约束趋严，进而对消费形成收缩压力。在此背景下，国内稳增长政策可对冲部分外部冲击影响，但 PPI 同比增速跌幅进一步扩大，或指向短期稳增长政策效果尚不足以完全对冲外部冲击影响，鉴于稳增长政策尚未完全落地，可进一步跟踪观察政策效果。

从高频数据，有几点边际变化值得关注：

一是房地产销售环比回暖，同比增速虽尚未转正，但跌幅较 4 月收窄，显示房地产销售下跌动能边际减弱；土地供应虽有所下降，但土地单价有所回升，背后或是好房子逻辑背景下，优质土地供应有所增加。房地产市场筑底需要关注房价止跌企稳的信号，预计一线城市房价有望年底止跌企稳，二线城市房价止跌企稳时间或在明年 6 月份，三线城市房价止跌企稳或在后年，若外部冲击进一步加大，或时间点有所延后。

二是外部不确定性增大背景下，稳投资仍离不开基建投资托底，5 月基建投资需求稳固。石油沥青装置开工率环比回升，库存环比走低，说明需求环比有所回暖，螺纹钢需求供给增加，但库存下降，亦指向螺纹钢需求有所上升，同时，5 月新增专项债发行节奏提速，国债和地方政府净融资额度亦明显增加，与当前政策靠前发力、尽早发力的精神相吻合，支撑基建投资回暖。5 月 20 日，发改委新闻发布会明确强调“我国将在加快落实既定政策的基础上，加快推出稳就业稳经济推动高质量发展的若干举措。目前各有关部门正在抓紧落实，大部分政策举措将按计划于 6 月底前落地”。预计 6 月份，地方政府新增专项债发行节奏仍将保持较快节奏。

三是入境游新业态逐步培育壮大。自去年免签政策“时间增量”，叠加离境退税“即买即退”服务措施，激活中国游市场潜力。数据显示，2024年全年，免签入境外国人达2011.5万人次，同比上升112.3%。根据新闻数据，2025年入境游热度仍保持高热度，如截至5月19日，深圳边检总站今年查验出入境人员突破1亿人次；五一假期期间，北京口岸、上海口岸、珠海毗邻港澳各口岸、横琴口岸出入境人数均保持高速增长。

四是5月出口增速或仍保持韧性。韩国5月前20天出口总额同比增速-2.4%，较前值跌幅收窄，或是美国对等关税90天豁免期，对全球贸易影响边际减弱；从新闻报告来看，鉴于未来政策不确定性，美国客户疯狂补货，我国外贸企业订单暴涨，支撑我国出口增速韧性，如据路透社报道，维齐恩全球海运订单追踪系统(Vizion)14号表示，在中美经贸高层会谈取得进展后，美国方面预订从中国输美的集装箱数量激增将近300%。

(2) 全球不确定性加大，国内稳增长政策加速落地

在政策环境方面，英国央行、欧洲央行和美联储短期降息预期有所降温；日本央行短期收紧货币政策概率亦有所下降；我国货币政策坚持适度宽松总基调，5月降准降息落地，央行择机恢复在公开市场买入国债。

在非政策环境方面，美国关税政策冲击，全球经济下行压力增大，滞胀特点增大。第一，美国经济不确定性进一步上升，短期服务业或率先受到冲击，如旅游、电影等，关税对通胀影响或存在时滞，通胀逐步走高，叠加投资放缓，全年美国经济滞胀渐进。第二，一季度受益于利率下行和“抢出口”，欧洲经济呈现弱复苏迹象，但面对较高外部冲击，法国、西班牙等国受高债务制约，未来摆脱经济下行困境难度仍大，短期欧洲经济显著改善难度较大。若欧洲央行降息延缓，欧洲经济增速或再度放缓；第三，日本经济呈现边际放缓迹象，日本国内通胀高企，滞胀特点显现；第四，我国经济长期向好基本面不变，稳增长政策加速落地，政策效果持续显现。

● 风险提示：

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 资产表现.....	5
2 5月经济景气度环比回升，稳增长政策效果有待进一步显现	5
2.1 30大中城市房地产销售环比回升，仍低于去年同期水平	6
2.2 工业需求延续改善，基建投资需求继续回升	7
2.3 5月消费环比回升，以旧换新效果持续显现，入境游热度不减	9
2.4 5月外贸韧性或犹在	11
2.5 上游生产环比保持相对平稳	12
2.6 5月PPI增速或延续回落，跌幅或进一步扩大	13
2.7 5月经济景气度环比回升，稳增长政策效果仍需释放	14
3 国内外宏观热点.....	16
3.1 国外宏观热点.....	16
3.2 国内宏观热点.....	31
4 本周宏观环境分析：全球不确定性加大，国内稳增长政策加速落地.....	38
风险提示	39

图表目录

图表 1: 大类资产价格变动一览.....	5
图表 2: 30 大中城市:商品房成交面积:周度.....	6
图表 3: 30 大中城市:商品房成交面积:周度:一线城市.....	6
图表 4: 30 大中城市:商品房成交面积:周度:二线城市.....	6
图表 5: 30 大中城市:商品房成交面积:周度:三线城市.....	6
图表 6: 100 大中城市成交土地占地面积(万平方米).....	7
图表 7: 100 大中城市成交土地溢价率(%).....	7
图表 8: 螺纹钢现货价格.....	8
图表 9: 螺纹钢主要钢厂开工率.....	8
图表 10: 石油沥青装置开工率.....	8
图表 11: 沥青库存水平.....	8
图表 12: 1-5 月新增专项债发行情况(亿元).....	9
图表 13: 1-5 月国债和地方政府债净融资额情况.....	9
图表 14: 北京地铁客运量.....	10
图表 15: 上海地铁客运量.....	10
图表 16: 国内航班执行率.....	11
图表 17: 乘用车销量(%).....	11
图表 18: SCFI 综合指数和 CCFI 综合指数.....	12
图表 19: SCFI 综合指数和 CCFI 综合指数环比增速.....	12
图表 20: 韩国出口.....	12
图表 21: 运费指数.....	12
图表 22: 高炉开工率.....	13
图表 23: 汽车半钢胎开工率.....	13
图表 24: PTA 开工率.....	13
图表 25: PTA 产业链负荷率:江浙织机.....	13
图表 26: PPI 同比与 PPI 生产资料同比高度相关(%).....	14
图表 27: PPI 同比与 PPI 生产资料同比高度相关(%).....	14
图表 28: PPI 生产资料同比与生产资料价格指数同比(%).....	14
图表 29: 生产资料价格指数(%).....	14
图表 30: 本周宏观环境变化.....	39

1 资产表现

5月第4周(5.17-5.23), DR007 小幅回落, 或因降准降息影响, 6个月同业存单(股份制银行)到期收益率上升, 或因近期存款利率下行, 银行负债端承压, 转向同业存单市场; 国债市场方面, 短端利率下行, 长端利率小幅上行期限利差有所扩大; 全球主要经济体股票市场下跌, 上证指数、深证成指微跌, 纳斯达克综指和标普 500 较为明显下跌; 商品市场走势分化, 黄金、白银、铜价格上涨, 而原油、铝、锌等价格下跌; 外汇市场方面, 美元指数下跌, 人民币汇率小幅升值。

图表1: 大类资产价格变动一览

		单位	涨跌幅			
			202501	202502	年初至今	本周(5.17-5.23)
货币市场 (bp)	DR007	%	-11.83	26.33	-39.52	-5.14
	同业存单(股份制银行)到期 收益率:6M	%	21.33	27.79	8.32	2.21
债券市场 (bp)	国债到期收益率:2年	%	9.03	17.46	31	-0.69
	国债到期收益率:10年	%	-4.11	9.59	4.5	3.67
	美国:国债收益率:2年	%	-3	-23	-25	2
	美国:国债收益率:10年	%	0	-34	-7	8
股票市场	上证综指	点	-3.02%	2.16%	-0.10%	-0.57%
	深证成指	点	-2.48%	4.48%	-2.71%	-0.46%
	创业板指	点	-3.63%	5.16%	-5.61%	-0.88%
	科创50	点	-3.42%	12.95%	-0.85%	-1.47%
	恒生指数	点	0.82%	13.43%	17.65%	1.10%
	纳斯达克综指	点	1.64%	-3.97%	-2.97%	-2.47%
	标普500	点	2.70%	-1.42%	-1.34%	-2.61%
	日经225	点	-0.81%	-6.11%	-6.85%	-1.57%
	越南指数	点	-0.14%	3.19%	3.76%	1.00%
	印尼雅加达综指	点	0.41%	-11.80%	1.90%	1.51%
	韩国KOSPI指数	点	4.91%	0.61%	8.03%	-1.32%
	巴黎CAC40指数	点	7.72%	2.03%	4.79%	-1.93%
大宗商品	伦敦富时100指数	点	6.13%	1.57%	6.67%	0.38%
	COMEX黄金	美元/盎司	6.92%	1.37%	27.54%	4.99%
	COMEX白银	美元/盎司	10.07%	-1.55%	14.90%	3.74%
	LME铜	美元/吨	2.80%	4.63%	10.21%	0.64%
	LME铝	美元/吨	3.24%	1.52%	-3.16%	-1.48%
	LME锌	美元/吨	-8.84%	2.10%	-10.86%	-1.12%
	布伦特原油	美元/桶	2.84%	-4.66%	-13.21%	-0.96%
	WTI原油	美元/桶	1.13%	-3.82%	-14.21%	-1.54%
	CBOT大豆	美分/蒲式耳	4.63%	-3.16%	6.26%	0.93%
	CBOT玉米	美分/蒲式耳	5.23%	-6.16%	0.05%	3.61%
外汇市场	美元指数		0.03%	-0.88%	-8.63%	-1.84%
	美元兑人民币(即期汇率)		-0.46%	0.26%	-1.50%	-0.20%

资料来源: Wind, 中邮证券研究所

2 5月经济景气度环比回暖, 稳增长政策效果仍需释放

2.1 30 大中城市房地产销售环比回升，仍低于去年同期水平

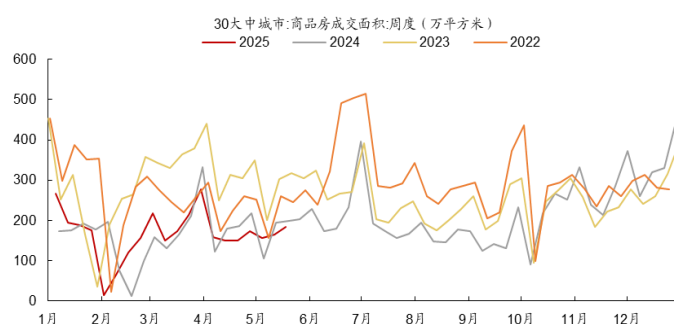
(1) 截至 5 月 23 日，30 大中城市商品房销售景气度环比有所回暖，同比不及去年同期。

从环比增速来看，5 月商品房销售较 4 月有所走高，一二三线城市均走强，好于 4 月环比增速，但弱于 3 月增速水平。截至 5 月 23 日，30 大中城市商品房日均成交面积 23.41 万平方米，较 4 月同期日均成交面积增长 16.29%，高于 4 月环比增速-21%，但弱于 3 月环比增速 53%。其中，一线城市、二线城市和三线城市商品房日均成交面积分别为 7.18 万平方米、10.35 万平方米和 5.87 万平方米，较 4 月同期日均成交面积分别增长 17.01%、4.54%和 43.72%。

从同比增速来看，5 月商品房销售同比增速尚未转正，日均销售面积低于去年同期水平，一线城市和三线城市好于二线城市。截至 5 月 23 日，30 大中城市商品房日均成交面积较 2024 年同期增长-2.11%，好于 4 月同比增速-12%，低于 3 月同比增速 2%。其中，一线城市商品房日均成交面积较 2024 年同期增长 20.95%；二线城市商品房日均成交面积较 2024 年同期增长-17.11%；三线城市商品房成交面积较 2024 年同期增长 7.11%。

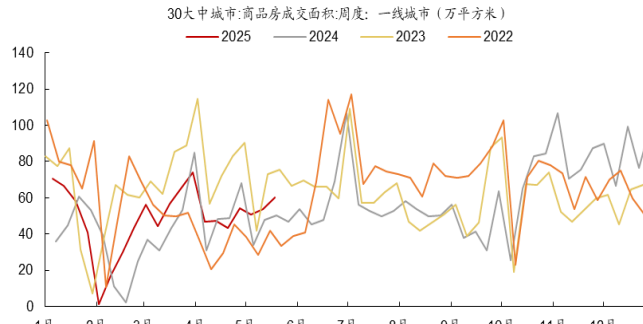
鉴于当前高能级城市销售好于其他城市，5 月高频数据显示 30 大中城市商品房销售低于去年同期水平，或意味着全国层面销售数据同比仍是负增长，但跌幅进一步收窄。

图表2：30 大中城市：商品房成交面积：周度



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

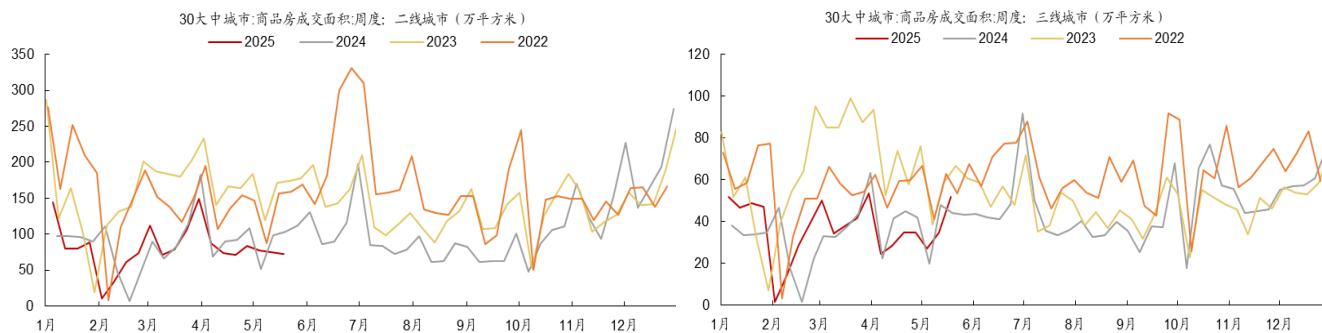
图表3：30 大中城市：商品房成交面积：周度：一线城市



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表4：30 大中城市：商品房成交面积：周度：二线城市

图表5：30 大中城市：商品房成交面积：周度：三线城市



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

资料来源：Wind, 中邮证券研究所

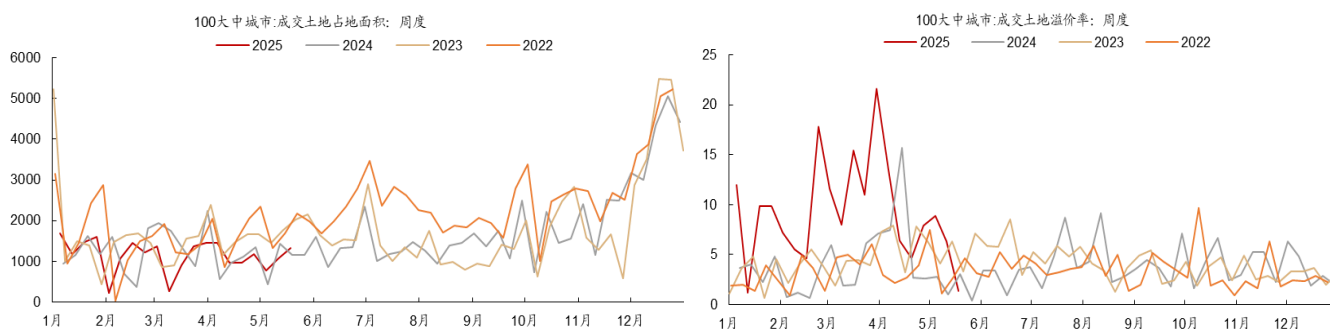
(2) 从 100 大中城市成交土地占地面积来看，房企拿地放缓，好房子逻辑推动优质区位土地供应增加，土地单价环比走高。

在成交土地面积方面，100 大中城市拿地有所下降，意味着商品房供给仍是呈现收缩态势。从环比增速来看，截至 5 月 18 日，100 大中城市周均成交土地面积 1053.45 万平方米，较 4 月同期下降 6.16%，其中，一线城市、二线城市和三线城市环比增速分别为-15.2%、23.76%和-19.08%。

在成交价格来看，土地成交单价较为明显增长，背后或是好房子逻辑下优质地块供给有所增加。从环比增速来看，截至 5 月 18 日，100 大中城市周均成交土地总价为 349.98 亿元，较 4 月同期增长 47.31%，其中，一线城市、二线城市和三线城市环比增速分别为 294.61%、38.10%和-12.89%。

图表6：100 大中城市成交土地占地面积（万平方米）

图表7：100 大中城市成交土地溢价率（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

资料来源：Wind, 中邮证券研究所

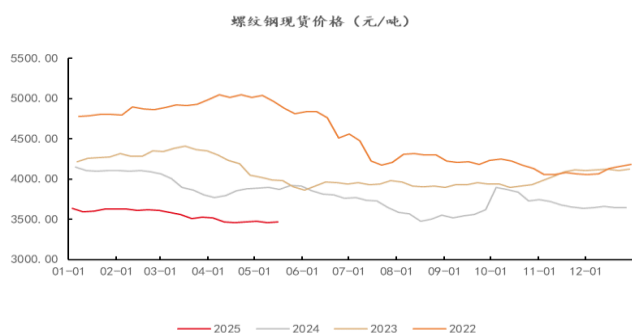
2.2 工业需求延续改善，基建投资需求继续回升

(1) 螺纹钢需求回暖，但供给端充足，制约螺纹钢价格回升

截至 5 月 23 日，5 月主要钢厂螺纹钢开工率为 42.29%，较 4 月末开工率上升 0.31 个百分点，且 5 月开工率呈现逐周回升特点，说明螺纹钢供应增加；截

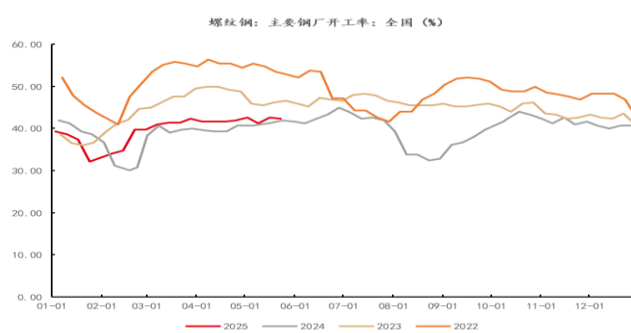
至5月18日,主要钢厂螺纹钢周均开工率为41.63%,较3月同期周均开工率回升0.41pct。螺纹钢价格并未上升,环比走弱。但螺纹钢现货价格低位徘徊。截至5月16日,5月螺纹钢现货价格平均价格为3466.67元/吨,较4月同期下降0.36%。从库存来看,截至5月23日,5月主要钢材品种库存合计均值为995.68万吨,较4月下降15.09%,降幅较为明显,说明需求确实有所增长,而螺纹钢现货价格低位徘徊,或主要是供给增加导致。因此,整体来看,工业需求有所回暖,但因钢铁行业供给充足,价格并未改善。

图表8: 螺纹钢现货价格



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表9: 螺纹钢主要钢厂开工率

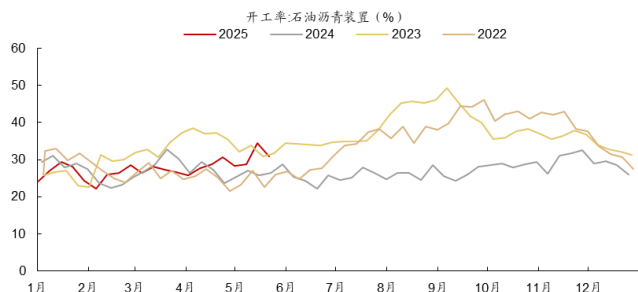


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

(2) 石油沥青库供给增加, 库存环比回落, 需求回暖。

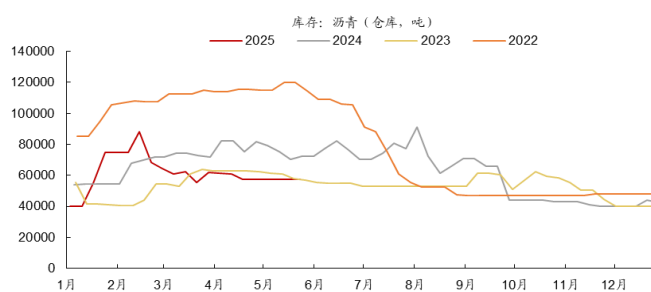
石油沥青装置开工率环比回升, 库存环比走低, 说明需求环比有所回暖。截至5月21日, 1月石油沥青装置平均开工率为31.33%, 较4月同期平均开工率27.33%回升4个百分点, 高于2024年同期水平, 较去年同期高4.36个百分点。截至5月23日, 5月周度平均沥青库存为57444吨, 环比下降3.13%。

图表10: 石油沥青装置开工率



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表11: 沥青库存水平



资料来源: 同花顺, 中邮证券研究所

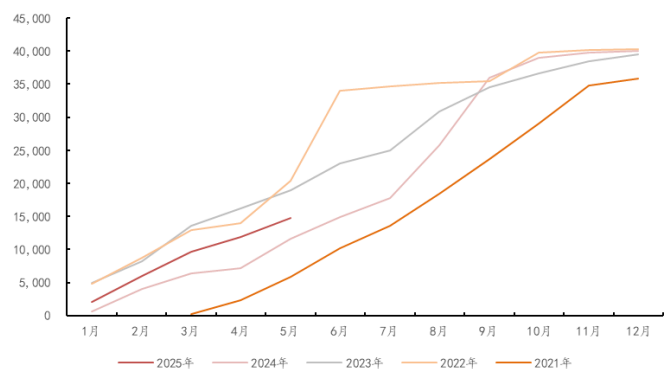
(3) 从基建项目建设资金来看，5月新增专项债发行节奏提速，国债和地方政府净融资额度亦明显增加，与当前政策靠前发力、尽早发力的精神相吻合，支撑基建投资回暖。

仅从新增专项债发行额度来看，5月新增专项债发行节奏较4月有所提速，亦快于去年同期水平，支撑基建投资增速。从环比增速来看，专项债发行已经有所提速，截至5月24日，5月新增专项债发行额为2852.08亿元，较4月同期增长76.33%，已经超过4月发行额度，较4月增长23.93%；从同比增速来看，2025年财政前置发力特点较为明显，截至5月24日，5月新增专项债发行额度较去年同期2150.66亿元增长了32.61%。

若从新增专项债累计发行额度节奏来看，2025年专项债发行节奏较2024年有所加快，但弱于2022年和2023年。2025年是财政大年，新增专项债额度为4.4万亿，较2024年增加5000亿元，是近三年额度最高年份。“425”中共中央政治局会议强调“要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，二季度应是存量政策加速落地期。从累计发行额度来看，截至5月24日，2025年新增专项债累计发行1.48万亿元，较2024年增加0.29万亿元，但较2022年和2023年分别低0.56万亿元和0.42万亿元。鉴于5月仍有7天时间，不排除新增额度仍会有较为显著增加。

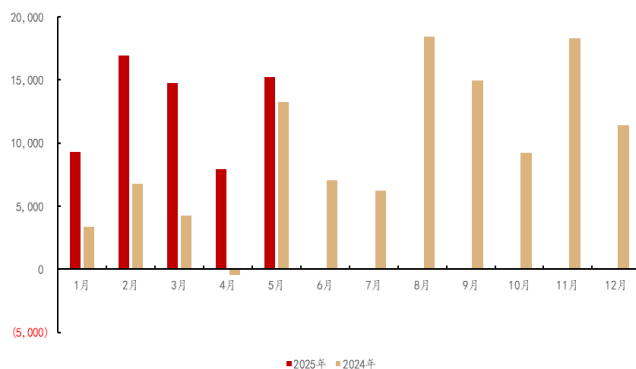
从国债和地方政府债净融资额来看，5月净融资额明显增长。截至5月24日，国债和地方政府债净融资额为15243.38亿元，好于4月7938亿元，亦好于去年同期水平13270.79亿元。

图表12：1-5月新增专项债发行情况（亿元）



资料来源：同花顺，中邮证券研究所

图表13：1-5月国债和地方政府债净融资额情况



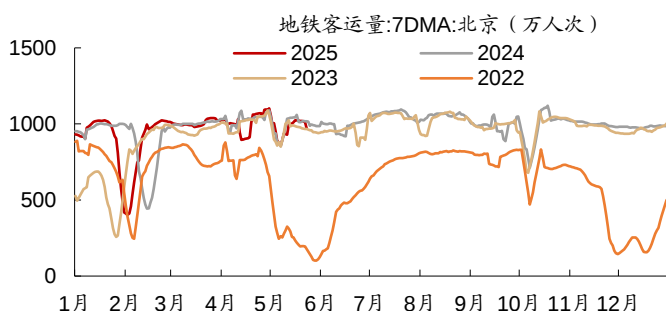
资料来源：同花顺，中邮证券研究所

2.3 5月消费环比回升，以旧换新效果持续显现，入境游热度不减

(1) 假期出行大增，或部分降低了地铁客运量需求

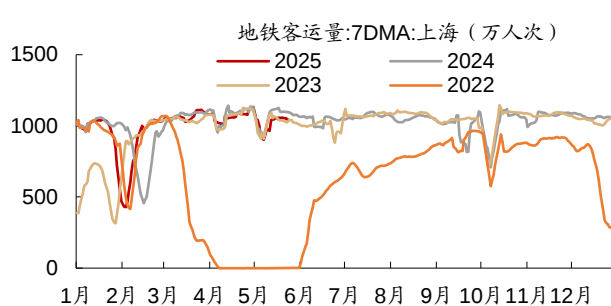
截至5月24日，5月北京、上海、广州、深圳日均地铁客运量分别为923.80万人次、1003.46万人次、923.85万人次、898.90万人次，较4月日均地铁客运量变动分别为-8.38%、-6.16%、-0.75%、-0.97%；从同比增速来看，5月北京、上海、广州、深圳日均地铁客运量同比增速分别为-6.76%、-5.98%、2.41%和7.28%，各城市地铁客运量需求有所分化。我们理解，一个可能的原因是五一外出旅游大增，或部分压缩了地铁客运量。根据交通运输部消息，今年五一假期前四天（5月1日至4日），预计全社会跨区域人员流动量11.85亿人次，日均2.96亿人次，较2024年同期增长6.24%，较2019年同期增长34.92%。

图表14：北京地铁客运量



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表15：上海地铁客运量



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

(2) 以旧换新政策效果持续显现，汽车销售保持高景气度

商务部全国家电以旧换新及手机等购新信息系统数据显示，截至5月22日，已有4884.8万名消费者购买手机等数码产品5148.3万件，带动销售1432.6亿元。根据乘联分会数据，初步推算5月狭义乘用车零售总市场规模约为185.0万辆左右，同比增长8.5%，环比上月增长5.4%。

(3) 跨境游热度明显升温。受益于240小时过境免签、离境退税/即买即退政策，入境游成为当前促消费的重要推动力。截至5月19日，深圳边检总站今年查验出入境人员突破1亿人次；据北京大兴机场出入境边防检查站统计，2025年1月1日到5月15日，北京大兴机场口岸出入境人员数量突破200万人次，较去年同期增长34.4%，入境外国人同比增长58%；截至2025年5月7日13:00时，今年以来经横琴口岸出入境旅客超1000万人次，同比增长32%，较去年提前46天，创口岸开通以来最快纪录。

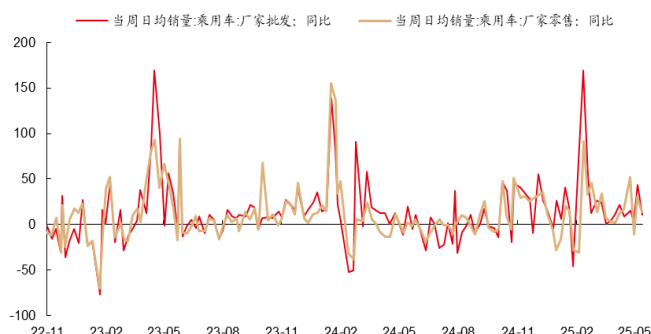
(4) 5 月航班执行率环比有所回落。截至 5 月 20 日，5 月国内航班平均执行率为 86.51%，较 4 月同期平均执行率回落 2 个百分点。

图表16：国内航班执行率



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表17：乘用车销量 (%)



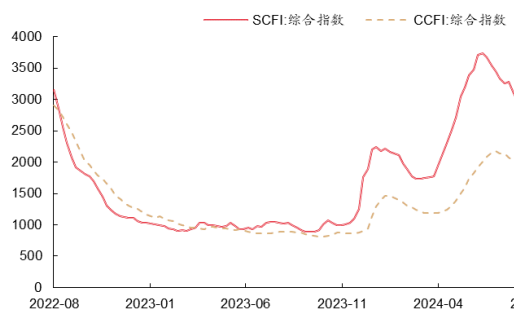
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2.4 5 月外贸韧性或犹在

韩国出口增速明显放缓。韩国 5 月前 20 天出口总额同比增长-2.4%，较 4 月同期增速降幅收窄 2.9pct，或是美国对等关税 90 天豁免期，对全球贸易影响边际减弱。

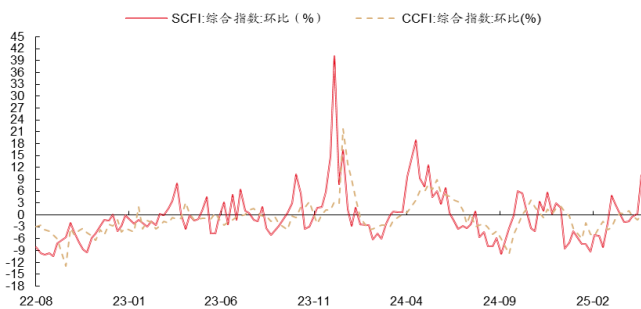
鉴于未来政策不确定性，美国客户疯狂补货，我国外贸企业订单暴涨，输美集装箱涨价。据路透社报道，维齐恩全球海运订单追踪系统(Vizion)14 号表示，在中美经贸高层会谈取得进展后，美国方面预订从中国输美的集装箱数量激增将近 300%，截至 5 月 14 日的七天平均订单量达 21530 个 20 英尺标准箱，而截至 5 月 5 日的七天平均订单量，只有 5709 个标准箱。在上海，目前美线 5 月底发货的船只舱位已接近满舱。广东深圳盐田港紧急调整调度计划，应对出货高峰。与此同时，带动我国输美集装箱涨价，目前美线 5 月底发货的船只舱位已接近满舱。美森、长荣、COSCO 等船公司也发布了涨价通知，每个集装箱的运价上涨 500-1500 美元不等。以上海港至纽约航线为例，目前 40 英尺长的集装箱报价在 4300 美元左右。

图表18: SCFI 综合指数和 CCFI 综合指数



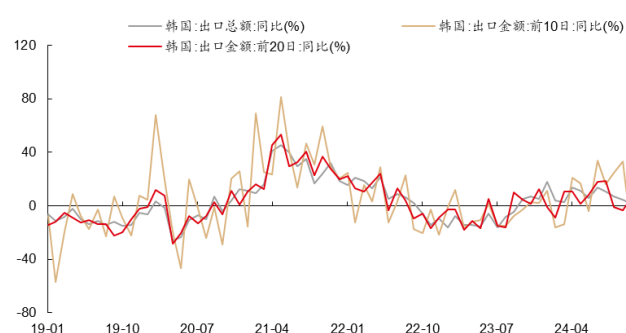
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表19: SCFI 综合指数和 CCFI 综合指数环比增速



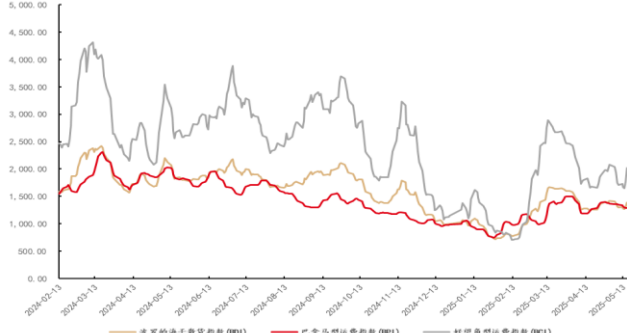
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表20: 韩国出口



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表21: 运费指数



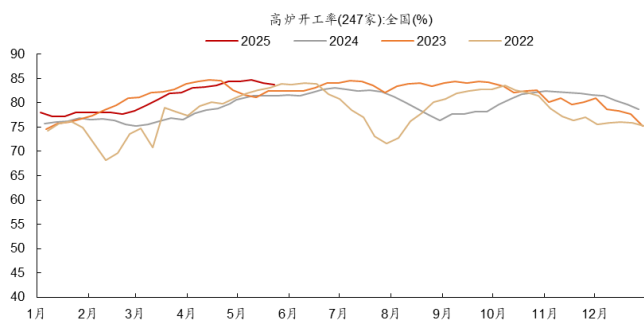
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

2.5 上游生产环比保持相对平稳

上游, 全国高炉开工率环比和六大发电集团日均耗煤环比和同比均回暖。截至5月23日, 5月高炉开工率周度均值为84.2%, 较4月同期开工率高0.6个百分点, 较去年同期上升2.64个百分点; 截至5月23日, 5月六大发电集团日均耗煤量为75.2万吨, 较4月同期日均耗煤量增长0.65%, 较去年同期上升0.66%。

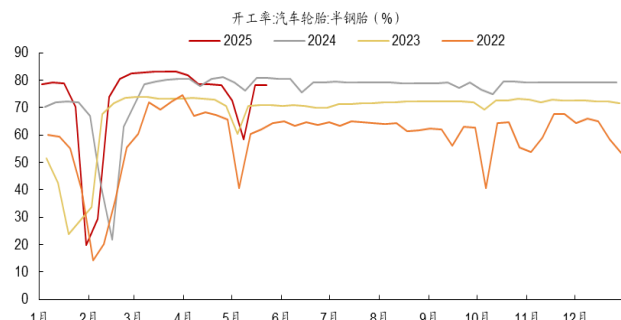
中下游生产有所放缓, 汽车半钢胎开工率和PTA开工率环比增速转负。截至5月22日, 5月平均周度汽车轮胎(半钢胎)开工率为71.83%, 较4月同期平均开工率回落7.37pct, 较去年同期下降7.34pct; 截至5月22日, PTA(国内)开工率为74.98%, 较4月同期平均开工率下降3.31pct, 但较去年同期回升4.2pct。

图表22：高炉开工率



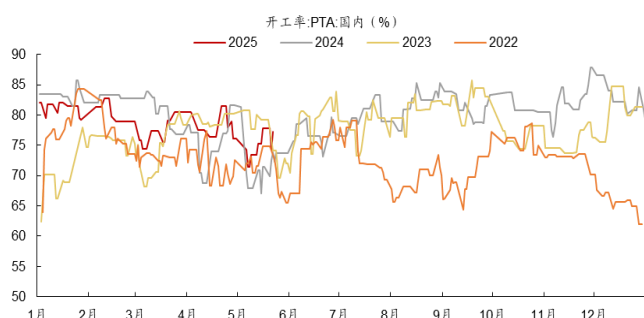
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表23：汽车半钢胎开工率



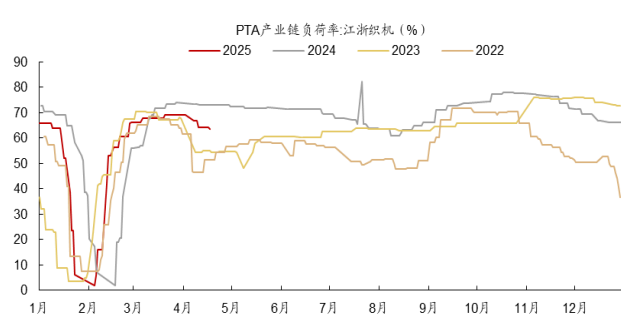
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表24：PTA 开工率



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表25：PTA 产业链负荷率：江浙织机



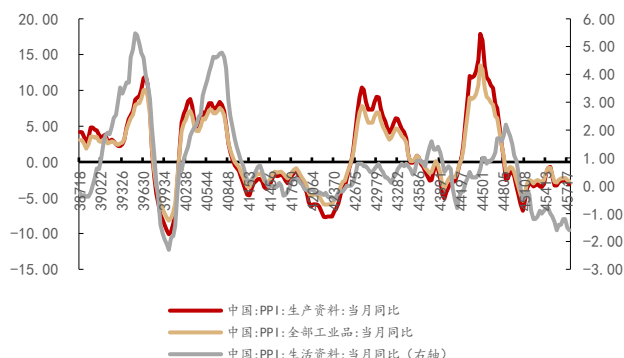
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2.6 5 月 PPI 增速或延续回落, 跌幅或进一步扩大

从历史数据来看, PPI 当月同比增速与 PPI: 生产资料同比增速保持高度正相关, 相关系数为 0.7956, 两者拟合曲线的拟合优度为 0.9943, 这意味着生产资料价格同比增速变动可以前瞻指示 PPI 当月同比增速的趋势。而 PPI: 生产资料同比增速与生产资料价格指数同比增速保持正相关, 相关系数为 0.4214, 两者拟合曲线的拟合优度为 0.9639, 这意味着生产资料价格指数同比增速变动可以前瞻指示 PPI: 生产资料同比增速的趋势。因此, 可以通过观察生产资料价格指数来观察 PPI 同比增速变化。

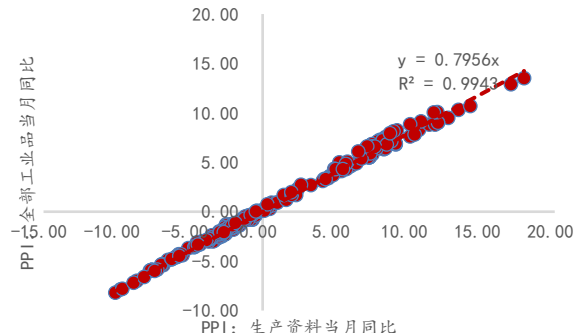
截至 5 月 16 日, 5 月生产资料价格指数平均值为 98.84%, 同比增速为-8.98%, 较 4 月同比增速-6.11%下降 2.87pct, 指向当前生产资料价格同比增速跌幅进一步扩大, 预计 5 月 PPI 同比增速或在-3.2%左右。

图表26: PPI 同比与 PPI 生产资料同比高度相关 (%)



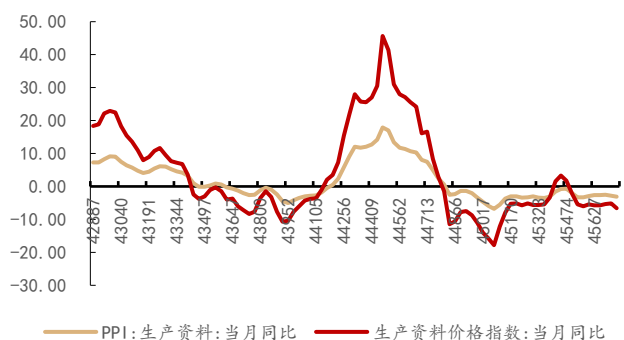
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表27: PPI 同比与 PPI 生产资料同比高度相关 (%)



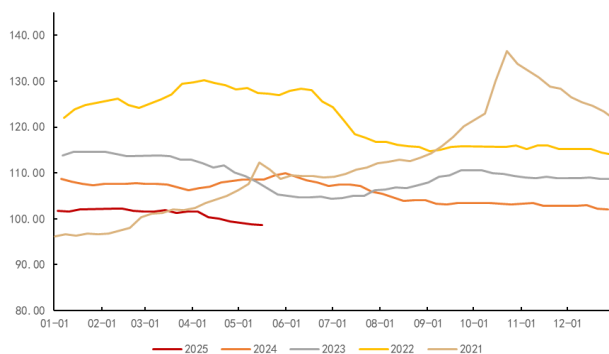
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表28: PPI 生产资料同比与生产资料价格指数同比 (%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表29: 生产资料价格指数 (%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

2.7 5 月经济景气度环比回升，稳增长政策效果仍需释放

从高频数据来看，5 月经济景气度环比有所回暖，稳增长政策效果显现，工业需求环比回升，消费具有季节性回升特点，面对外部高不确定性，短期市场微观主体情绪趋于谨慎，生产表现为以订单驱动的特点，生产表现相对平稳，但整体表现为供过于求的态势，有效需求不足仍是制约经济的核心矛盾，带来要素市场景气度回落，PPI 同比增速跌幅或进一步扩大，符合我们在报告《4 月经济呈现供给驱动特征，应超前关注科技产业对投资的补充》的基准假设。在此情境下，基于避险和对政策不确定性的恐慌，在美国对我国加征关税的 90 天豁免期内，美国或加大进口，以避免未来不确定性影响，这或支撑短期我国出口韧性，亦维持短期生产稳定。但因市场微观主体偏于谨慎，企业生产或以订单驱动，投资扩产意愿下降；以内需为主的企业或担忧外贸转内需的潜在影响，其投资扩产亦受

一定冲击；市场微观个体对就业和收入预期或有所下降，居民预算约束趋严，进而对消费形成收缩压力。在此背景下，国内稳增长政策可对冲部分外部冲击影响，但 PPI 同比增速跌幅进一步扩大，或指向短期稳增长政策效果尚不足以完全对冲外部冲击影响，鉴于稳增长政策尚未完全落地，可进一步跟踪观察政策效果。

从高频数据，有几点边际变化值得关注：

一是房地产销售环比回暖，同比增速虽尚未转正，但跌幅较 4 月收窄，显示房地产销售下跌动能边际减弱；土地供应虽有所下降，但土地单价有所回升，背后或是好房子逻辑背景下，优质土地供应有所增加。房地产市场筑底需要关注房价止跌企稳的信号，预计一线城市房价有望年底止跌企稳，二线城市房价止跌企稳时间或在明年 6 月份，三线城市房价止跌企稳或在后年，若外部冲击进一步加大，或时间点有所延后（详见报告《4 月经济呈现供给驱动特征，应超前关注科技产业对投资的补充》）。

二是外部不确定性增大背景下，稳投资仍离不开基建投资托底，5 月基建投资需求稳固。石油沥青装置开工率环比回升，库存环比走低，说明需求环比有所回暖，螺纹钢需求供给增加，但库存下降，亦指向螺纹钢需求有所上升，同时，5 月新增专项债发行节奏提速，国债和地方政府净融资额度亦明显增加，与当前政策靠前发力、尽早发力的精神相吻合，支撑基建投资回暖。5 月 20 日，发改委新闻发布会明确强调“我国将在加快落实既定政策的基础上，加快推出稳就业稳经济推动高质量发展的若干举措。目前各有关部门正在抓紧落实，大部分政策举措将按计划于 6 月底前落地”。预计 6 月份，地方政府新增专项债发行节奏仍将保持较快节奏。

三是入境游新业态逐步培育壮大。自去年免签政策“时间增量”，叠加离境退税“即买即退”服务措施，激活中国游市场潜力。数据显示，2024 年全年，免签入境外国人达 2011.5 万人次，同比上升 112.3%。按照新闻数据，2025 年入境游热度仍保持高热度，如截至 5 月 19 日，深圳边检总站今年查验出入境人员突破 1 亿人次；五一假期期间，北京口岸、上海口岸、珠海毗邻港澳各口岸、横琴口岸出入境人数均保持高速增长。

四是 5 月出口增速或仍保持韧性。韩国 5 月前 20 天出口总额同比增速-2.4%，较前值跌幅收窄，或是美国对等关税 90 天豁免期，对全球贸易影响边际减弱；

从新闻报告来看，鉴于未来政策不确定性，美国客户疯狂补货，我国外贸企业订单暴涨，支撑我国出口增速韧性，如据路透社报道，维齐恩全球海运订单追踪系统 (Vizion) 14 号表示，在中美经贸高层会谈取得进展后，美国方面预订从中国输美的集装箱数量激增将近 300%。

3 国内外宏观热点

3.1 国外宏观热点

美国 5 月 Markit 服务业 PMI 初值 52.3，创 2 月份以来新高；新订单分项指数初值上升至 53.3，创 2024 年 2 月份以来新高、连续五个月扩张。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832833776678719655&wfr=spider&for=pc>

美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值创三个月新高，新订单创去年 2 月以来新高

美国 5 月 Markit 服务业 PMI 初值 52.3，价格收取分项指数初值创 2023 年 4 月份以来新高。5 月 Markit 制造业 PMI 初值 52.3，创 2 月份以来新高；新订单分项指数初值上升至 53.3，创 2024 年 2 月份以来新高、连续五个月扩张。5 月 Markit 综合 PMI 初值 52.1，就业分项指数初值降至 49.5，创 2 月份以来新低、并逆转之前的扩张趋势。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832833113466934843&wfr=spider&for=pc>

美国二手房销售下滑 创 2009 年以来最差 4 月表现

受持续存在的负担能力限制，美国 4 月二手房销售意外降至七个月以来最低水平，凸显关键的春季楼市开局不景气。美国全国地产经纪商协会 (NAR) 周四发布的数据显示，4 月二手房成交量下降 0.5%，至折合年率 400 万套。这低于彭博调查的经济学家的预估中值，且为 2009 年以来同期最弱。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832865609455455468&wfr=spider&for=pc>

美国抵押贷款利率升至三个月高点 购房和再融资申请双双下滑

美国抵押贷款利率上周升至三个月高点，导致购房和再融资申请双双下滑。美国抵押贷款银行家协会 (MBA) 周三公布的数据显示，截至 5 月 16 日当周，30 年

期抵押贷款的合约利率上升 6 个基点，至 6.92%。锁定前 5 年利率的可调利率抵押贷款的利率也升至 2 月份以来最高。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832731191444718160&wfr=spider&for=pc>

美债再遭大规模抛售 30 年期美国国债收益率飙升

受国际信用评级机构穆迪下调美国主权信用评级影响，美国国债遭遇大规模抛售。当地时间 19 日，30 年期美国国债收益率飙升，盘中一度突破 5%。与此同时，10 年期美债收益率 19 日盘中突破 4.5%。彭博社援引金融高管马克斯·高克曼的话说，鉴于美国财政状况今后只会恶化，美国主权信用评级遭调降并不意外。不仅如此，彭博社分析，美债收益率攀升可能增强市场对美元的疑虑。彭博社美元指数已回落至接近 4 月的低位。期权交易员情绪指标下降至 5 年来最悲观水平。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832614108032039191&wfr=spider&for=pc>

穆迪下调美国信用评级后，抵押贷款利率跃升至 7%以上

在穆迪决定下调美国信用评级后，抵押贷款利率在停滞数周后于周一大幅攀升。上周五晚该消息公布后，债券收益率上升，而抵押贷款利率大致跟随 10 年期国债收益率的走势。据报道，周一，受欢迎的 30 年期固定贷款平均利率达到 7.04%，这是 4 月 11 日以来的最高水平。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832587273878789264&wfr=spider&for=pc>

瑞达利欧：穆迪仍然低估了美国国债面临的风险

桥水基金创始人瑞达利欧警告称，虽然穆迪下调美国主权信用评级，但“你应该知道，信用评级低估了信用风险，因为它们只评估了政府不偿还债务的风险……它们没有考虑到更大的风险，即负债国家会印钞偿还债务，从而导致债券持有人因所获资金价值下跌（而不是资金数量减少）而蒙受损失……换句话说，对于那些关心资金价值的人来说，美国政府债务的风险比评级机构传达的要大。”

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832592774241313613&wfr=spider&for=pc>

美国国债收益率走势可能取决于预算可持续性和投资者行为

瑞讯银行策略师 Ipek Ozkardeskaya 在一份报告中说，美国国债收益率的走势将取决于两个因素。第一个因素是美国做出的财政选择：预算是否可持续，以及是否有任何控制债务的长期计划。另一个因素是全球投资者的做法：全球投资

者是否仍愿意为美国的赤字融资，尤其是在地缘政治关系恶化、对美元的热情减弱以及对美国国债作为避险资产的信心下降等因素也削弱了市场信心的情况下。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832800964314533113&wfr=spider&for=pc>

债券市场警告特朗普和美国国会关于赤字膨胀的风险

在全球最大的债券市场，投资者正在抵制美国总统特朗普的减税计划。5月21日，由于政府官员与共和党议员会面，敲定一项减税协议，基准30年期美国国债收益率当天飙升至5.1%，并引发股市和美元下跌。令人担忧的是，这项减税法案将在未来几年使本已膨胀的预算赤字再增加数万亿美元，而目前全球投资者对美国资产的兴趣正在减弱。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832767902295889134&wfr=spider&for=pc>

美国谘商会4月领先指标出现下滑

据美国谘商会统计，美国经济前景指数在4月份出现下滑。公布的数据显示，4月领先指标月率下跌1%，至99.4，这一数据低于经济学家的预期，同时也是该指数两年来的最大跌幅。谘商会的分析师Justyna Zabinska-La Monica表示：“自2025年1月以来，消费者的预期逐月变得越来越悲观，而建筑许可和制造业平均工作时间的贡献在4月份转为负值，而在观察LEI各组成部分的六个月趋势时，也存在普遍的疲软，这是增长的警告信号。”（LEI是一种预测性指数。该指数基于10个组成部分，其中包括制造商的新订单、初请失业金人数、新私人住宅建筑许可、股价和消费者预期等，旨在表明商业周期的转变。）

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-05-19/doc-inexcncq7414501.shtml>

美国洛杉矶港5月初入境货运量大幅下降

据美国媒体报道，受美国关税政策影响，美国最大、最繁忙的集装箱港口之一洛杉矶港入境货运量在5月初下降了30%。洛杉矶港执行董事吉恩·塞罗卡19日表示，集装箱的减少意味着港口的工作量减少，从卡车司机、港口工人等数量可以看出，在5月的第一周，这种影响几乎立即显现出来。吉恩·塞罗卡还指出，由于其他国家对美国采取报复性关税措施，尤其是对美国农产品等征收报复性关税，4月份出口连续第五个月下降。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832685830205356028&wfr=spider&for=pc>

规避贸易政策不确定性，美国进口商急建“保税仓”囤中国货

面对美方滥用出口管制措施，美国进口商正加速建设保税仓囤积中国货，展现出中美经济的高度融合。据路透社 21 日报道，从服装到汽车零部件，美国进口商正掀起为各类中国进口商品建设保税仓的热潮。据 CNN 此前报道，保税仓可供美国进口商存放进口商品最长 5 年，这些企业打算利用保税仓规避关税以及美国政府混乱的贸易政策带来的不确定性，等到情况明确后再将商品取出并按最新税率缴纳关税。路透社称，目前美国有超过 1700 座保税仓库，但已供不应求，租金也随之飙升，迫使美国进口商纷纷向美国海关和边境保护局申请建立新的保税仓。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832867685288419352&wfr=spider&for=pc>

特朗普新难题：美国债市痛恨他的“大漂亮法案”

向蓝州共和党议员做出妥协，最后时刻压制保守派反对声音，特朗普终于想尽办法让他的“大漂亮法案”在众议院获得通过。但若要让这个标志性减税法案顺利在参议院过关，他必须面对一个或许更难搞的“选民”群体，即美国国债投资者。周三 30 年期美债收益率再度突破 5%，而此前一周，第三家评级机构下调了美国主权信用评级，预测美国债务将在未来十年内从目前约占 GDP 的 100% 跃升至 134%。这与特朗普 3 月国会演讲中描绘的愿景相去甚远——他当时承诺将“在不久的将来实现预算平衡”。众议院通过的这份法案涉及一系列面向关键选民群体的减税措施，对象包括计时工、消费收入者、购车人士和老年人。与此同时，来自参议院的信号显示，共和党人很可能进一步削减支出，以减轻其他群体的财政压力。“大家受够了。显然，华府压根没一个‘成年人’，问责机制不存在，” BTG Pactual 美国资产管理公司 John Fath 说，“怎样才能让他们承担起责任？答案就是市场价格”。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832851751122273089&wfr=spider&for=pc>

美联储官员：鼓励机构积极利用 SRF 工具 以应对市场流动性挑战

纽约联储负责执行货币政策的官员罗伯托·佩利周四表示，尽管目前市场流动性依然充裕，但美联储正鼓励金融机构在合适的情况下更积极地使用常备回购便利工具(SRF)。佩利指出：“我鼓励交易对手方在经济上合理的情况下使用 SRF。这个工具的存在是为了支持货币政策的有效实施，并促进市场的平稳运行。如果 SRF 能够按照设计初衷发挥作用，这将符合所有人的最佳利益。”佩利在讲话中重

中，纽约联储将在不久的将来调整其操作安排，将当前仅在下午进行的 SRF 操作扩展至上午时段，并在当天完成结算。这是提升该工具有效性的重要一步，从边上看，也有助于美联储维持一个相对更小的资产负债表规模。佩利指出，持续缩表可能还有一段路要走，尽管有迹象显示货币市场流动性正在收紧。随着美联储缩表和降低储备水平，货币市场利率的上行压力可能会增加。

<https://flash.jin10.com/detail/20250523031251302800>

美国初请失业金人数下降 劳动力市场保持稳定

美国上周初请失业金人数下降，表明美国经济在 5 月份保持了稳定的就业增长步伐。美国劳工部周四公布，截至 5 月 17 日当周初请失业金人数减少 2,000 人，经季节调整后为 22.7 万人。路透调查的经济学家此前预计，上周初请失业金人数为 23 万人。他们预计，未来几周初请失业金人数将升至今年 20.5 万至 24.3 万人区间的上限，主要原因是难以根据季节波动调整数据。这并不意味着劳动力市场状况发生了重大变化。尽管美国总统特朗普不断变化的贸易政策导致经济不确定性上升，但雇主基本上不愿裁员。然而，经济学家预计，由于政府的进口关税抑制了需求，扰乱了供应链，并加剧了通胀，2025 年下半年裁员将会增加。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-05-22/doc-inexmwyy6919608.shtml>

美联储 Bostic：关税谈判不确定性持续 预计 2025 年将降息一次

亚特兰大联邦储备银行行长 Raphael Bostic 重申，鉴于关税引发的不确定性，他认为央行今年将降息一次。但他补充说，特朗普政府正在进行的一些贸易谈判化解局面的速度快于预期，这可能意味着美联储可以更早采取行动。“如果谈判需要很长时间才能解决问题，那么谈判将持续到夏季，在这种情况下，我们实际上要等到几个月后才能知道真正的影响是什么，” Bostic 周一在佛罗里达州 Fernandina Beach 举行的该行 2025 年金融市场会议期间接受采访时表示。但他表示，贸易谈判也有可能更快得到解决，关税税率也有可能低于预期。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832593222039333137&wfr=spider&for=pc>

达拉斯联储行长 Logan：美联储应强化利率控制机制

达拉斯联邦储备银行行长 Lorie Logan 表示，美国的中央银行应考虑加强机制，以在市场出现压力时更有效地防止货币市场利率飙升。在亚特兰大联储 2025 年金融市场会议准备的讲话中，Logan 再次呼吁鼓励更多银行使用贴现窗口，并

集中清算常设回购工具（SRF）操作。她当天还将主持一场关于非银行机构在美国国债和货币市场中角色的小组讨论。Logan 还指出，美联储应关注更广泛的市场利率，而非仅仅是联邦基金利率。“在我看来，利率控制不仅仅是将联邦基金利率维持在目标区间内，”她说。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832579306278384235&wfr=spider&for=pc>

纽约联储行长：美联储 6、7 月以后才能对经济前景有更清晰认识

纽约联储行长 John Williams 表示，政策制定者可能需要数月时间才能对经济前景有更好了解。“我们不可能在六月份就明白这里发生了什么，七月份也不会，”Williams 周一在由抵押贷款银行家协会组织的一次会议上说。“这将是一个收集数据、获得更清晰图景并观察事态发展的过程。”Williams 继续强调，不确定性不仅使政策制定者受限，也让企业和家庭难以预测特朗普关税和其他政策将如何重塑美国经济。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-05-19/doc-inexcfvw2141728.shtml>

美联储副主席杰斐逊：在制定政策时，穆迪的评级下调将被视为普通数据

美联储副主席杰斐逊表示，在制定货币政策时，将把穆迪下调美国信用评级视为普通的经济数据。杰斐逊表示，“我们将以看待所有即将到来的信息的角度来看待此次评级下调：就我们实现既定目标而言，这意味着什么，而不评论评级下调在政治经济背景下可能意味着什么。”他还说：“我们的目标是履行双重使命——实现最大就业和价格稳定。在金融市场变化的时期，保持专注于我们的使命尤为重要。”

<https://finance.sina.cn/2025-05-19/detail-inexcfvs7539352.d.html>

美联储威廉姆斯：并未立即担心外国投资者抛售美国资产

美联储威廉姆斯承认，在贸易动荡的背景下，对外国投资者撤离美国资产的担忧确实存在，但他认为，美国“避风港”地位目前并未面临紧迫风险。威廉姆斯表示，这类担忧大多仍停留在“人们只是谈论要不要讨论”的阶段。他表示，美国对全球投资者仍有独特的吸引力，他指出美国的技术实力，并提到“美国例外论”直到最近还主导着全球贸易。威廉姆斯称：“美国经济真的很有活力。老实说，我们是人工智能宇宙的中心。”

<https://finance.sina.cn/2025-05-19/detail-inexcfvu2696570.d.html>

美联储副主席 Jefferson：央行应强调随时准备好在压力时期提供流动性

美联储副主席 Philip Jefferson 表示各国央行应随时做好向金融体系提供流动性的准备，但他也警告不要采取鼓励过度承担风险的做法。“央行必须明确表示，如果市场出现压力，将随时准备提供流动性，这是至关重要的，”Jefferson 在为亚特兰大联储 2025 年金融市场会议上准备的讲话中表示。“但央行也必须采取措施，以尽量减少道德风险”他补充道：“在这里，‘道德风险’是指这样一种担忧：公开提供的流动性可能会鼓励私人金融机构承担过度风险”。

<https://finance.sina.com.cn/stock/bxjj/2025-05-19/doc-inexcfvu2692634.shtml>

美联储理事威廉姆斯称最优准备金取决于多种因素

纽约联邦储备银行行长约翰·威廉姆斯表示，央行准备金的最优供应量并非一目了然，取决于多种制度因素。“首先，在没有贷款机制的情况下，不确定性条件下的最优准备金供应量要大于没有不确定性条件下的最优准备金供应量，”威廉姆斯在纽约联邦储备银行会议的发言稿中说道。其次，理想的储备供给选择取决于制度因素，例如流动性便利的定价和相关摩擦，以及对货币政策实施相关各种目标的偏好。他表示：“对央行储备的需求本质上是非线性的，并且受不确定性影响。”

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-05-23/doc-inexnpwr1320278.shtml>

美联储理事 Waller 提出下半年降息路径 称减税案引发美债抛售

美联储理事 Christopher Waller 表示，如果特朗普政府对美国贸易伙伴征收的关税最终稳定在 10% 左右，那么美联储可能会在 2025 年下半年降息。“如果我们能把关税降到接近 10%，而且在 7 月前就尘埃落定，那就会为我们下半年打下良好基础，”Waller 周四表示。“那样的话，美联储就处于一个或许可以在下半年采取降息行动的有利位置，”他补充道。

[https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2025-05-22/doc-](https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2025-05-22/doc-inexnchw9459308.shtml)

[inexnchw9459308.shtml](https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2025-05-22/doc-inexnchw9459308.shtml)

美联储穆萨莱姆：如果通胀预期没能被锚定（在 2% 这一既定的目标），就必须侧重于通胀。如果通胀影响是暂时性的，FOMC 可能会降息。美国经济表现强劲，就业市场具有韧性。（总统特朗普政府的）经济政策可能会是大范围的，不

确定性偏高。不管怎样，（特朗普挑起的）关税都将伤害（美国自身的）前景。
价格压力似乎正在累积。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832659658140082292&wfr=spider&for=pc>

美联储 6 月维持利率不变的概率为 94.6%

据 CME “美联储观察”：美联储 6 月维持利率不变的概率为 94.6%，降息 25 个基点的概率为 5.4%。美联储 7 月维持利率不变的概率为 73.1%，累计降息 25 个基点的概率为 25.7%，累计降息 50 个基点的概率为 1.2%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832678688344004912&wfr=spider&for=pc>

摩根大通 CEO 戴蒙：美国面临滞胀风险，美联储观望态度是对的

5 月 22 日，摩根大通首席执行官杰米·戴蒙在上海举行的全球中国峰会上表示，美国经济面临地缘政治、财政赤字和物价压力等巨大风险，不能排除经济陷入滞胀的可能性。今年以来，在美国总统特朗普的关税政策背景下，经济前景充满不确定性，美联储也一直采取观望态度、维持利率不变。戴蒙此前曾表示：“我认为通胀上升和出现滞胀的可能性，可能略高于其他人的预期。”

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832812064052955962&wfr=spider&for=pc>

KKR：政府债券作为投资组合“减震器”的效力渐失，美元存在结构性走弱风险

另类资产管理机构 KKR 的全球宏观和资产配置主管 Henry McVey 在一份研究报告中表示，财政赤字的扩大和通胀的顽固不化意味着，债券并不总是会在股市抛售时上涨，打破了这两种资产之间的传统关系。在避险的交易日，政府债券已经不再发挥其在传统投资组合中作为“减震器”的作用。根据 KKR 的数据，对于股票投资者而言，多元化配置将面临挑战，因为美国股市规模是欧洲、日本和印度股市总和的两倍。然而，在债券市场，投资者转投非美资产的空间更大，因为美国国债与全球其他固定收益资产的关联度正在下降。KKR 还认为，随着美国总统特朗普寻求重塑全球贸易格局，美元存在结构性走弱的风险。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-05-21/doc-inexicec6092318.shtml>

期权交易员看跌美元观点升至历史新高

根据一项常用的投资者情绪指标，货币期权交易员目前对美元未来一年走势的悲观程度比以往任何时候都要高。一年期风险逆转率（衡量在期权市场上买入

或卖出某种货币的成本的指标)跌至-27个基点,看跌期权对看涨期权的利好,成为彭博美元指数的总体替代指标。根据彭博社 2011 年以来的数据,这一水平是有记录以来的最负水平,甚至超过了五年前疫情引发的市场波动之初的短暂水平。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832678531290143682&wfr=spider&for=pc>

从本周数据来看,美国关税谈判不确定性持续,叠加美国债务掣肘,遭受第三方下调主权评级,美国债务潜在风险进一步增大,不仅面临债务违约风险,亦存在美国增发货币维持债务的可能,潜在面临推升通胀的风险,以上无论情况均会导致美元走弱;与此同时,虽然关税推升企业生产成本,但因美国国内存在较为明显供需缺口,成本上涨可转嫁消费者,进而带来制造业景气度回升。因此,短期我们维持之前判断,美国经济面临通胀、债务风险、经济放缓的三重风险,短期美联储或维持货币政策不变。

英国经济第一季环比增长 0.7% 为四个季度最佳

在唐纳德·特朗普的贸易战破坏企业和消费者信心之前,英国经济经历了一年来的最强劲的季度增长。英国国家统计局周四公布,第一季度英国国内生产总值(GDP)环比增长 0.7%;这高于 2024 年最后一个季度的 0.1%,也高于英国央行和私营部门经济学家预期的 0.6%。3 月经济产出增长了 0.2%,而非像经济学家预测的那样停滞不前。这表明,在大幅增税打击雇主、特朗普即将宣布全面征收全球关税之前,企业和消费者在这个月内保持了坚韧。服务业和建筑业均强劲增长,帮助抵消了制造业急剧下滑的影响。经济增长对基尔·斯塔默的工党政府而言是个好消息,自去年夏天赢得大选以来它们一直在努力推动经济发展。然而,经济学家敦促保持谨慎。第一季度经济主要受到 2 月强劲增长的推动,工厂加大产量,试图赶在预计特朗普加征关税之前增加对美出口。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832166156095371311&wfr=spider&for=pc>

调查:英国消费者 5 月份的悲观情绪略有改善

周五公布的一项调查显示,英国消费者 5 月份信心有所增强,可能反映了利率下降和全球贸易紧张局势缓解的影响。受家庭对财务状况和整体经济前景的乐观情绪带动,英国 GfK 消费者信心指数从 4 月的-23 升至 5 月的-20。GfK 消费者

洞察总监尼尔·贝拉米表示，英国央行5月8日的降息，以及美国总统特朗普与美国贸易战的部分缓和，可能让消费者松了一口气。贝拉米说：“这些危险——尤其是通胀问题——并没有消失，但英国消费者的情绪似乎有所改善。”尽管如此，该指数仍远低于该调查的长期平均值-11。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-05-23/doc-inexnynm1083436.shtml>

英国4月公共部门净借款201.55亿英镑，预期187亿英镑，前值由164亿英镑修正为141.39亿英镑。英国4月政府收支短差91.16亿英镑，前值由27亿英镑修正为28.19亿英镑。

<https://flash.jin10.com/detail/20250522140001293800>

英国4月零售物价指数年率3.8%，预期3.6%，前值3.40%。

月率1.7%，预期1.5%，前值0.30%。英国4月CPI年率3.3%，预期3.3%，前值2.60%；月率1.2%，预期1.1%，前值0.30%。英国4月核心零售物价指数年率4.2%，前值2.80%。

<https://finance.sina.com.cn/7x24/2025-05-21/detail-inexicef2841187.d.html>

英国通胀加速上升 促使交易员降低对央行降息的押注

随着家庭受到一系列价格上涨的冲击，英国通胀率跃升至一年多来的最高水平，升幅超过预期，这促使投资者降低对英国央行降息的押注。英国国家统计局周三表示，能源、水和其他管制价格上涨，推动通胀率从之前月份的2.6%，到4月份升至3.5%。这一数字高于英国央行预测的3.4%和经济学家预期的3.3%。服务业通胀从4.7%加速至5.4%。央行此前预期为5%。英国央行密切关注这个指标，以寻找基础价格压力的迹象。核心通胀率（不包括能源和食品）攀升至3.8%，为去年4月以来的最高水平。交易员大幅削减对进一步降息的押注，预计年底前仅会再降息一次（25个基点）。市场还预计8月降息的可能性仅为40%，而数据公布前的概率为60%。英镑上涨0.5%，至1.3461美元，创下2022年2月以来的最高水平。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832714740487404777&wfr=spider&for=pc>

从本周数据来看，英国经济第一季度环比增长超预期，或受益宽松货币政策影响，但亦不排除一季度或存在“抢出口”行为影响，后续有待进一步验证。不

过英国消费者 5 月份信心有所增强,可能反映了利率下降和全球贸易紧张局势缓解的影响。英国通胀水平上升,英国央行降息预期降温。

德国 5 月制造业 PMI 初值 48.8, 为 33 个月来新高, 预期 48.9, 前值 48.4。
德国 5 月服务业 PMI 初值 47.2, 预期 49.5, 前值 49。 德国 5 月综合 PMI 初值 48.6, 预期 50.4, 前值 50.1。

<https://finance.sina.cn/2025-05-22/detail-inexnmme9733342.d.html>

法国 5 月服务业 PMI 初值 47.4, 预期 47.5, 前值 47.3。法国 5 月制造业 PMI 初值 49.5, 预期 48.9, 前值 48.7。 法国 5 月综合 PMI 初值 48, 预期 48, 前值 47.8。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832804106404140115&wfr=spider&for=pc>

法国 5 月 INSEE 制造业信心指数 97, 预期 99, 前值由 99 修正为 100。 法国 5 月 INSEE 商业信心指数 96, 预期 97, 前值由 96 修正为 97。

<https://finance.ifeng.com/c/8jZ0zCKKtBQ>

欧元区 5 月消费者信心指数初值-15.2, 预期-16, 前值-16.7。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832648426774074230&wfr=spider&for=pc>

欧元区 5 月制造业 PMI 初值 49.4, 为 33 个月来新高。预期 49.3, 前值 49。
欧元区 5 月服务业 PMI 初值 48.9, 预期 50.3, 前值 50.1。 欧元区 5 月综合 PMI 初值 49.5, 预期 50.7, 前值 50.4。

<https://finance.sina.cn/2025-05-22/detail-inexnmme9748871.d.html>

特朗普威胁加征 50%关税招致欧盟强烈不满

美国总统特朗普 23 日威胁自 6 月 1 日起对欧盟商品直接征收 50%关税, 招致欧盟方面强烈不满, 加剧欧盟内部对特朗普对欧关税施压升级的广泛担忧。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1833044065570773623&wfr=spider&for=pc>

欧洲央行执委施纳贝尔: 供给侧冲击可能持续存在, 并可能威胁到通胀预期脱锚, 我们必须准备好迅速做出应对。

<https://m.jrj.com.cn/madapter/24h/2025/05/20145050528144.shtml>

欧洲央行管委: 欧洲央行必须对进一步降息保持谨慎

欧洲央行管理委员会成员 Madis Muller 表示, 央行不能排除进一步下调借贷成本的可能性, 但必须保持谨慎, 因为目前尚无明确必要去主动支持经济增长。

“对我来说，出发点是利率已经足够低，不会阻碍我们的经济复苏，”这位爱沙尼亚央行行长周一在塔林接受采访时称。尽管进一步放松货币政策可能有其合理性，但“我认为我们必须大幅降息的理由并不明显。”

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832563209815121837&wfr=spider&for=pc>

欧洲央行管委 Nagel：通胀目标在望 货币政策仍需保持谨慎

欧洲央行管委 Joachim Nagel 表示，尽管通胀接近回落至 2% 的目标水平，央行仍必须保持警惕。这位德国央行行长周四表示，政策制定者才刚刚“开始”了解美国总统唐纳德·特朗普贸易政策的全面影响。但在欧洲央行七次降息，将存款利率降至 2.25% 后，他表示，借贷成本水平已不能再被视为具有限制性。

<https://finance.sina.com.cn/stock/bxjj/2025-05-22/doc-inexniqu9364859.shtml>

欧洲央行管委 Vujcic：通胀率正缓慢向 2% 的目标靠拢

欧洲央行管理委员会成员 Boris Vujcic 表示，消费者价格增幅正朝着 2% 的目标迈进。“通胀正在缓慢但系统性地向我们的目标靠拢，”他在克罗地亚奥帕蒂亚表示。“我们预计到 2025 年底将接近该目标，并在 2026 年初实现目标。”Vujcic 的表态与欧洲央行 3 月预测一致，该预测将在两周后下次利率决议时更新。他的几位同事对今年达到该目标更为乐观，甚至有人警告可能出现通胀率低于目标水平的风险。

<https://finance.sina.com.cn/world/2025-05-22/doc-inexmwyy9561297.shtml?from=btmp>

欧洲央行管委内格尔：德国第一季度的经济增长可能会出现超预期的上行惊喜，但第二季度情况将会恶化，预计到 2026 年，德国经济有望实现超过 1% 的增长。

https://m.cnfin.com/kx/zixun/20250522/4237579_1.html

欧洲央行副行长：实现通胀目标为期不远

欧洲央行副行长 Luis de Guindos 表示，受益于欧元走强和能源成本下降，欧洲央行距离实现 2% 通胀目标已不远。这位西班牙官员表示，这两个因素将对欧元区消费者价格的回落构成“下行动力”。尽管美国关税对通胀的总体影响仍不确定，但他表示，他不能排除这“最终”会导致价格上涨放缓。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832734274393223914&wfr=spider&for=pc>

欧洲央行管委 Wunsch：利率可能需要具有“温和支持性”

欧洲央行管理委员会成员 Pierre Wunsch 表示，欧元区经济可能需要“温和支持性”的利率水平，以确保在一系列冲击后通胀不会跌破目标水平。这位比利时央行行长周二在采访中表示，由于美国关税措施打击市场信心，欧元走强和能源成本下降，物价压力可能会弱于此前预期。因此他认为，市场预计年底存款利率略低于 2% 是“合理的”。Wunsch 表示，再降息两次、每次 25 个基点将使得利率降至 1.75%，这意味着政策利率将具有“温和支持性”。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832682715641969991&wfr=spider&for=pc>

欧洲央行管委 Knot 称“不能排除”6 月再次降息的可能性

欧洲央行管理委员会成员 Klaas Knot 表示，下月进一步下调借贷成本是有可能的，但强调在未看到最新季度预测的情况下，目前做出决定还“为时尚早”。这位荷兰官员称，政策制定者面临“复杂的挑战局面”。他警告称，美国贸易政策既构成需求冲击，也构成供应冲击，后者可能在中期内推高通胀。“我们仍在等待最新预测，”Knot 在阿姆斯特丹对记者表示。“因此，我不能排除 6 月再次降息的可能性，但也不能确认，因为我们还必须考虑中期因素。”

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-05-20/doc-inexfrav6796536.shtml>

从本周数据来看，欧元区制造业景气度延续回升态势，显示欧元区经济延续弱复苏态势，一个重要原因是利率下行的支撑，不过欧元区内部经济出现分化，德国经济延续修复，法国经济受制于债务限制，并未走出放缓困境。若欧洲央行降息放缓，面对急剧上升的全球不确定性，欧元区经济弱复苏的可持续性有待进一步验证。在面临较高外部冲击时，未来欧元区经济的可持续仍需积极财政政策支持，西班牙、法国等国因债务上限约束，未来经济修复的动能相对较弱，制约欧元区经济显著改善。

日本第一季度 GDP 折合年率-0.7%，预估为-0.3%。日本第一季度 GDP 环比-0.2%，预估为-0.1%。日本第一季度名义 GDP 环比增长 0.8%，预估为 0.8%。日本一季度净出口对环比 GDP 贡献为负 0.8 个百分点，预估-0.5 个。

<https://m.jrj.com.cn/madapter/24h/2025/05/16075250430583.shtml>

日本关键通胀指标创两年来最快涨幅 令决策者面临更大挑战

受食品和能源成本上涨推动，日本关键通胀指标以两年来的最快步伐加速，在经济不确定性加剧的大背景下，这给决策者带来了更多挑战。日本周五发布的数据显示，4月份不包括新鲜食品在内的消费者价格同比上涨3.5%，前月升幅为3.2%。经济学家此前预计涨幅为3.4%。另一项还剔除了能源成本的指数上涨3.0%，这是一年多来首次触及这一水平。能源价格上涨了9.3%，3月政府逐步取消了对天然气和电力的补贴。执政党目前正在考虑最早于6月重启补贴，并采取措施降低汽油价格。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832866775808414340&wfr=spider&for=pc>

5月工厂活动继续受到关税问题影响 日本制造业PMI连续第11个月萎缩

周四的一项商业调查显示，由于工厂继续受到美国对日本商品加征关税的影响，日本5月制造业活动延续了近一年来的颓势。虽然服务业活动显示出一定的韧性，并保持在扩张区间，但制造业的疲软表现使日本企业整体重回萎缩。日本5月Jibun Bank制造业采购经理人指数（PMI）初值从4月终值的48.7上升至49.0，但连续第11个月低于50.0的荣枯分界线。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-05-22/doc-inexkvpn7289203.shtml>

日本4月份出口同比增长2.0%，预估为2.5%。日本4月份进口同比-2.2%，预估为-4.2%。日本4月对美出口同比下降1.8%，对华出口同比下降0.6%，对欧盟出口下滑5.2%。

日本对美出口4月份出现四个月来首次下滑

随着高关税的影响开始显现，日本4月份对美出口四个月来首次下降。日本财务省周三公布的数据显示，4月份对美出口同比下降1.8%，反映出对汽车和包括芯片制造设备在内的其他机械的需求减弱。与3月份3.1%的增幅相比，这是自去年12月以来的首次下降。日本4月份整体出口同比增长2.0%，低于3月份4.0%的增幅和市场预期的3.1%。为了挽救制造业，政府迫切需要与特朗普政府就关税减免达成协议。本月早些时候公布的数据显示，日本经济在第一季度出现萎缩。日本对美贸易一直保持顺差，但近几个月来顺差一直在萎缩。日本4月份对美贸易顺差为7,806亿日元（合54亿美元），而3月份的顺差为8,468.6亿日元。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832692970588390997&wfr=spider&for=pc>

日本百年银行遭遇史上最大亏损 超 1.8 万亿日元

日本百年银行农林中央金库公布的数据显示，该机构 2024 财年（2024 年 4 月至 2025 年 3 月）净亏损 18078 亿日元（1 美元约合 143 日元），是该机构有史以来最大亏损。造成亏损的主要原因是投资外国债券带来的损失。农林中央金库成立于 1923 年，是日本最大的机构投资者之一，主要服务于日本的农业、渔业和林业合作社。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832811531709772879&wfr=spider&for=pc>

日本央行政策委员野口旭：央行不宜干预超长期国债收益率

日本央行政策委员野口旭表示，很难判断近期超长期日本国债收益率飙升是否异常。野口旭在宫崎县表示，日本央行基本上倾向于在不扰乱市场的情况下缩减资产负债表；他认为近期超长期收益率飙升与央行的日本国债购买计划没有联系；他还表示：面对超长期收益率飙升，不宜在不必要的情况下干预市场；重要的是继续减少日本国债购买量，不要着急；由于美国关税，不确定性将持续一段时间。野口旭是日本央行九人委员会中最温和的成员之一，他在今年 1 月投票支持加息，而反对去年 3 月和 7 月的两次加息。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832803448494839562&wfr=spider&for=pc>

日本央行审议委员野口旭：从下个财年开始，债券缩减计划的重点应是避免扰乱市场，日本央行无需急于削减其庞大的债券持仓。日本央行无需将其庞大的资产负债表维持在当前水平，缩减规模是自然的。

<https://m.jrj.com.cn/madapter/24h/2025/05/22135650585288.shtml>

日本央行前委员：日本央行加息窗口正在缩小

日本央行前委员会成员白井早由里表示，若该行希望进一步加息，可能需在今年内采取行动，否则窗口期将关闭。日本内需疲弱令加息理由不足，若通胀率跌破央行 2% 目标，加息将更难以推进。她说：“日本央行可能希望在力所能及时推动政策正常化，即便只能略微修正日元过度贬值。但日本经济过于疲软，脆弱内需与加息路径不相容。” 尽管日本薪资增长显现积极信号，但持续通胀抑制家庭支出。最新政府数据显示，1-3 月民间消费持平。央行预计，2026 年 4 月起的下一财年及之后年份，消费通胀将放缓至 2% 以下，白井认为这将使进一步加息决

策复杂化。增长逆风亦在加剧，日本一季度经济萎缩后面临技术性衰退风险，4月对美出口四个月来首降，凸显高关税冲击。

<https://finance.sina.com.cn/stock/bxjj/2025-05-21/doc-inexipuc0569768.shtml>

从本周数据来看，受美国关税冲击，日本经济呈现放缓迹象，日本制造业 PMI 连续第 11 个月萎缩，但日本国内高通胀持续存在，日本经济开始呈现滞胀特点，掣肘日本央行货币政策，短期日本央行加息概率有所下降。

有货代一夜收近百封邮件订单 订单翻 5 倍 航运市场仓位爆满已经排到五月底

5 月 12 日，中美经贸高层会谈达成重要共识后，航运市场迅速升温。第一财经记者实地探访跨境物流企业了解到，有企业一夜间收到近百封邮件订单。目前的航运市场仓位需求爆满，5 月底的排载计划已经全部约满，尤其是上海地区货量增长显著。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2025-05-13/doc-inewmtfp4110105.shtml>

韩国 5 月前 20 天出口同比下降 2.4% 半导体出口增长 17.3%

韩国关税厅网站显示，5 月 1 日至 20 日韩国出口额为 319.7 亿美元，比去年同期下降 2.4%。主要出口产品中，半导体增长 17.3%，乘用车下降 6.3%，石油产品下降 24.1%，汽车零部件下降 10.7%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832687560652117719&wfr=spider&for=pc>

受美关税政策影响，韩国 5 月前 20 天对美出口额锐减 14.6%

韩国关税厅（海关）5 月 21 日发布初步核实数据显示，韩国 5 月前 20 天出口额为 319.7 亿美元，同比下降 2.4%。其中，受美国关税政策影响，韩国对美出口额大幅下滑 14.6%至 52.5 亿美元。韩国关税厅表示，因关税相关不确定性持续存在，预计对美出口仍将面临下行压力。

<https://m.jrj.com.cn/rss/yidianzixun/2025/5/21/50571402.shtml>

3.2 国内宏观热点

中国人民银行行长潘功胜主持召开金融支持实体经济座谈会

为贯彻落实党中央、国务院决策部署，推动一揽子货币金融政策落地见效，支持经济持续回升向好，5 月 19 日，中国人民银行行长潘功胜主持召开金融支

持实体经济座谈会并讲话。金融监管总局副局长周亮出席会议并讲话。中国人民银行副行长宣昌能、邹澜出席会议。会议指出，4月25日中央政治局会议分析研究当前经济形势，对下一步经济工作作出重要部署。金融系统要提高政治站位，切实把思想和行动统一到党中央决策部署上来，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，抓好一揽子货币金融政策措施的落实和传导，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。会议强调，要实施好适度宽松的货币政策，满足实体经济有效融资需求，保持金融总量合理增长。加力支持科技创新、提振消费、民营小微、稳定外贸等重点领域，用好用足存量和增量政策，提高金融支持实体经济质效，支持经济结构调整、转型升级和新旧动能转换。强化货币政策执行和传导，维护市场竞争公平秩序，推动金融服务实体经济和银行自身可持续发展的有机统一。有序推进人民币国际使用，提高贸易和投融资便利化水平。统筹发展和安全，坚决维护国家金融安全。中国人民银行、金融监管总局有关司局负责人，主要银行业金融机构负责人参加会议。国家开发银行、工商银行、中国银行、招商银行、中信银行、北京银行等机构代表交流了工作经验。

<https://www.chinanews.com.cn/cj/2025/05-20/10419144.shtml>

浙江：将智能家居机器人、智能眼镜等产品纳入消费品以旧换新补贴范围

浙江省人民政府近日印发《关于支持人工智能创新发展的若干措施》，自2025年5月31日起实施，有效期至2027年12月31日。《若干措施》提出，支持具身智能应用。建设具身智能行业基地，搭建公共测试环境、测试验证平台等，有力支撑具身智能软硬件迭代升级，推动形成一批行业标准。鼓励国有企事业单位聚焦未来工厂、智慧园区等，滚动开放不低于50个应用场景，打造具身智能应用的“样板间”和“体验中心”。支持智能终端消费。将智能家居机器人、智能眼镜等产品纳入消费品以旧换新补贴范围，按照产品售价的15%，给予最高2000元/件补助。

http://h5.ifeng.com/c/vivoArticle/v002dP2M5UfbfP-_FaQW2U00aMwNFThA50x2dZcaaJJa6Hc0__

浙江：到2027年全省规模以上人工智能核心产业营业收入超1万亿元

浙江省人民政府近日印发《关于支持人工智能创新发展的若干措施》，自2025年5月31日起实施，有效期至2027年12月31日。《若干措施》提出，到2027年，初步形成可持续发展、领跑发展格局，通用人工智能核心技术和产业应用全

国领先，培育若干具有全球竞争力和影响力的人工智能企业，全省规模以上人工智能核心产业营业收入超 1 万亿元。到 2030 年，全面形成可持续发展、领跑发展格局，通用人工智能核心技术和产业应用全球领先，培育出一批具有全球竞争力和影响力的人工智能企业，全省规模以上人工智能核心产业营业收入超 1.2 万亿元。

https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_30847101

航旅纵横：端午假期出入境航线机票预订量同比增长 19%

航旅纵横大数据显示：截至 5 月 20 日，端午假期国内航线机票预订量超 189 万张，比去年同期略有增长；端午假期出入境航线机票预订量超 53 万张，比去年同期增长约 19%；端午假期国内航线机票平均价格（不含税）约 760 元。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832618419588762360&wfr=spider&for=pc>

上海火速下调首套房利率至 3.05% 合肥、苏州、南京仍执行 3%首套房利率

今日，贷款市场报价利率（LPR）迎来年内首次下调，1 年期 LPR 和 5 年期以上 LPR 均下调 10 个基点。记者从上海多家银行了解到，目前首套房利率已下调至 3.05%，主城区二套房利率调至 3.45%，临港、嘉定等区域的二套房利率为 3.25%。不过，财联社记者注意到，苏州、南京、合肥等原本首套房利率为 3%的城市，在今日 LPR 下调后，银行通过减少加点幅度，仍维持执行 3%的原利率。以苏州地区为例，原先首套房利率为 3.6%-60 个 bp，今日 LPR 下调至 3.5%后，为了守住 3%的首套房底线，将执行 3.5%-50 个 bp。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832617002583206665&wfr=spider&for=pc>

首套房贷利率进入“2”时代

目前，全国层面首套、二套房贷利率政策下限均已取消，多个城市首套房贷利率已降至 3.0%左右的历史最低水平。中原地产研究院统计数据显示，2025 年第一季度，全国新发放商业性个人住房贷款加权平均利率为 3.11%，其中首套房贷款利率平均在 3.06%左右。中原地产指出，预计本次降息后，首套房贷款利率将降低到 2.95%左右。具体而言，一线城市首套房贷款利率最高跌到 3.05%，其他城市则有望降至 2.9%左右。这也是我国首套房贷款利率首次进入“2”字头。前述机构表示，按照首套房贷款 100 万元、期限 30 年计算，此次调整后，购房

者每月可节省月供约 56 元，30 年共节省利息 20162 元。因此，此次调整将带动购房成本下降，有助于购房需求进一步释放。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832610837691164329&wfr=spider&for=pc>

国家发改委：深入研究“两新”领域增量和储备政策，适时按程序报批后推出

5 月 20 日，国家发改委召开 5 月份新闻发布会。国家发改委政策研究室副主任、委新闻发言人李超表示，国家发改委将强化“两新”（消费品以旧换新和大规模设备更新）政策储备，及时跟踪评估各项工作进展情况，深入研究“两新”领域增量和储备政策，适时按程序报批后推出。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832608038966549715&wfr=spider&for=pc>

国家发改委：将抓紧推出加力实施设备更新贷款贴息政策

5 月 20 日，国家发改委召开 5 月份新闻发布会。国家发改委政策研究室副主任、委新闻发言人李超表示，国家发改委将会同财政部加快消费品以旧换新的资金下达工作，尽快做好 2024 年消费品换新资金清算工作，下达后续资金额度。同时，提高资金使用效率，建立超长期特别国债资金直达快享机制，抓紧推出加力实施设备更新贷款贴息政策，降低各类经营主体设备更新的融资成本；推动有关部门进一步简化补贴申领流程，明确审核兑付时限，落实资金运作制度，提升消费者体验，缓解经营主体垫资压力。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832608038967531158&wfr=spider&for=pc>

住房和城乡建设部：到 2030 年城市更新行动实施取得重要进展

住房和城乡建设部副部长秦海翔 5 月 20 日在国新办新闻发布会上表示，当前，我国城市发展从大规模增量建设转向存量提质改造和增量结构调整并重，进入了城市更新的重要时期，人民群众的需要从“有没有”转向“好不好”。《中共中央办公厅 国务院办公厅关于持续推进城市更新行动的意见》已正式印发，在总体要求方面，明确了城市更新的指导思想、工作原则和主要目标，提出到 2030 年，城市更新行动实施取得重要进展，城市更新体制机制不断完善，城市开发建设方式转型初见成效，安全发展基础更加牢固，服务效能不断提高，人居环境明显改善，经济业态更加丰富，文化遗产有效保护，风貌特色更加彰显，城市成为人民群众高品质生活的空间。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832613357198953683&wfr=spider&for=pc>

住建部副部长秦海翔：我国城市发展转向存量提质改造和增量结构调整并重，进入城市更新的重要时期

5月20日，住房城乡建设部副部长秦海翔在国新办发布会上表示，2021年以来，每年的政府工作报告都会对城市更新行动作出部署，提出明确要求。当前我国城市发展从大规模增量建设，转向存量提质改造和增量结构调整并重，进入城市更新的重要时期，人民群众的需要从“有没有”转向“好不好”。秦海翔表示，实施城市更新行动，就是要推进城市结构优化、功能完善、品质提升，推动城市高质量发展。同时能够有效拉动投资和消费，扩大内需，不断满足人民群众美好生活需要。对于促进经济增长、进一步保障和改善民生都具有十分重要的意义。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832603947056119488&wfr=spider&for=pc>

携程报告：端午假期入境游热度不减 酒店搜索热度超1倍

5月19日，携程发布2025年端午假期出游趋势预测报告，端午小长假出行市场重回稳步增长区间。国内本地游、周边游以50%的比重占据主导地位，同时融合微度假、避暑以及民俗体验等多种元素，成为端午旅游市场的显著特征。恰好“撞期”儿童节的因素也激起了亲子家庭的出游热情，年轻人则选择带宠物出游，或是在演出扎堆的端午来上一份“演出+旅游”套餐。此外，端午假期入境游热度不减，平台上入境游酒店搜索热度超1倍。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832542920114382891&wfr=spider&for=pc>

专家：当前全国各地公示拟使用专项债收储土地工作明显提速，但实际发行专项债的规模仍较小

中指研究院政策研究总监陈文静表示，当前全国各地公示拟使用专项债收储土地工作明显提速，但实际发行专项债的规模仍较小。当前广东、湖南、四川等省份已完成部分专项债发行，合计发债金额接近550亿元，约占拟收储金额的比重为15%，整体发债节奏有待加速。未来央企、民企也可以借助换地、“收调供”等方式，加强与地方政府沟通协商，加快存量闲置土地盘活，改善自身土地储备结构，也有利于更好地改善市场供求关系，助力巩固房地产市场稳定态势。陈文静又称，因政策利率下调，有望进一步降低各地发债成本，预计更多地区将参考已发行专项债省市的做法，明确回收收购存量闲置土地的价格，加快专项债的落

实发行，进一步改善土地市场供求关系。据中指研究院统计，截至5月20日，各地公示拟使用专项债收储土地接近3000宗，总面积已超1.33亿平方米。4月份各地公示拟收储土地超1500宗，总面积超7000万平方米，总金额超1700亿元，宗数、面积、金额均超1月份至3月份拟收储土地公示总量。在收储价格方面，以地块收储价格与出让时的成交价相比，约50%的地块拟收储价格与成交价的比值在0.8至1.0之间，约30%的地块比值在0.9至1.0之间。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832867793836395255&wfr=spider&for=pc>

加码“宽货币” 央行超额续作MLF

央行进一步加码“宽货币”操作。5月22日下午，中国人民银行公告称，为保持银行体系流动性充裕，5月23日，将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展5000亿元中期借贷便利（MLF）操作，期限为1年。5月15日，MLF到期规模为1250亿元。由此，5月MLF操作将实现净投放3750亿元，为连续第三个月加量续作，释放出数量型工具持续发力、稳增长导向增强的信号。

https://m.thepaper.cn/baijiahao_30864600

入境游火爆 “深圳制造”满足海淘需求

截至5月19日，深圳边检总站今年查验出入境人员突破1亿人次。在业内人士看来，240小时过境免签、离境退税“即买即退”推动入境游持续升温。携程数据显示，端午假期入境游目的地城市前十为上海、北京、广州、成都、重庆、深圳、杭州、昆明、青岛、西安。刘雪菲表示，从国家层面看，不断优化签证政策、提升入境便利度，释放出推动高质量旅游开放的强烈信号。深圳作为一个毗邻香港、拥有多个口岸的枢纽城市，本身就具备天然的区位优势，叠加政策红利的加持，正好抓住这个机会向“消费目的地”转型升级，特别是在入境游客消费体验的提升上发力。入境游不仅仅是拼游客数量，更重要的是城市的整体形象、服务细节和消费创新力的全面展示。深圳应打造科技体验地标，完善多语种导览系统。与此同时，推动品牌与海外平台联动营销，提升支付便利和退税服务，全面提升外国游客的消费满意度和城市好感度。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832860009835576728&wfr=spider&for=pc>

克而瑞：百强房企总土储货值缩水13%至25.23万亿 去化周期攀升至6.93年历史新高

克而瑞地产研究发文称，截止 2024 年末，TOP100 房企总土储货值合计为 25.23 万亿元，较去年末下降 13%；TOP100 房企总土储权益货值合计 18.17 万亿，货值权益比为 72%，较往年略有提升。根据 TOP100 房企总土储货值榜，百强房企截止 2024 年末的土储货值去化周期加权值为 6.93 年，为历史新高，这主要是由于不少出险房企的销售腰斩，导致整体去化周期快速上升。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832812413896471953&wfr=spider&for=pc>

“超预期”育儿补贴政策效果显现！呼和浩特：准备户口迁入的人数显著增加

今年 3 月份，呼和浩特市出台促生育“大招”，发布超预期的育儿补贴细则，其中生育三孩补贴 10 万。当前，补贴政策成效如何？记者获悉，截至 5 月 18 日，呼和浩特市育儿补贴提交申请 2830 人，其中一孩 1901 人，二孩 869 人，三孩及以上 60 人，已审核 1403 人，已发放 725 人。根据反馈，市民申报非常踊跃，政策获得广泛好评，政策实施情况达到预期。人口出生不仅仅涉及政策鼓励因素，还与市民婚育观念、生育养育教育成本高低等有紧密联系。从市民咨询情况来看，反馈出准备把户口迁移至呼和浩特市的人数显著增加，这说明育儿补贴政策在一定程度上增强了外来人口落户呼和浩特市的吸引力，体现了积极正面的政策利好态势。下一步，呼和浩特市委、市政府将对“人口集聚”各项政策的实施效果进行密切跟踪评估，结合国家、自治区相关政策，在科学评价财政、社会等支撑能力的前提下，持续不断地调整出台更多更好鼓励生育、促进人口高质量发展的政策措施。

<https://finance.sina.com.cn/7x24/>

青海发放文旅消费券 300 万元

青海省文化和旅游厅方面 5 月 22 日接受记者采访时表示，目前正举行“2025 青海文化旅游节”，期间青海依托云闪付、携程网、美团网等平台线上线下发放文旅消费券 300 万元。近年来，青海省面向全国游客和省内居民多轮发放文旅消费券 5285 万元，直接拉动消费 1.97 亿元，间接带动消费 13.8 亿元。青海省文化和旅游厅进一步表示，青海省 2024 年全年游客接待总量 5378.3 万人次，其中省外游客约占 30%左右，较 2023 年度增长 16%。未来将深化“农体文旅商养”融

合发展，聚焦“一老一小”，推进适老化改造，升级高原康养、暑期研学、家庭游、定制化精品游等差异化产品。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832783472381287993&wfr=spider&for=pc>

已有部分银行大额存单利率降至“1字头”

近期，多家银行在调降活期、定期存款利率的同时，大额存单利率也呈现下调态势。部分银行大额存单利率已进入“1字头”时代。值得关注的是，相较于普通存款，大额存单利率调降幅度更大，其中中长期产品降幅尤为明显。受访人士表示，多家银行大额存单利率降至“1字头”，主要源于银行净息差收窄压力，需通过压降高成本负债（如大额存单）优化负债结构，稳定经营。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1832748574857929514&wfr=spider&for=pc>

今年以来全国电动自行车以旧换新超600万辆

记者21日从商务部获悉，全国电动自行车以旧换新工作平稳有序实施，截至5月20日，今年交售旧车、换购新车各608.0万辆，带动新车销售178.2亿元。

https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202505/content_7024751.htm

4 本周宏观环境分析：全球不确定性加大，国内稳增长政策加速落地

在政策环境方面，英国央行、欧洲央行和美联储短期降息预期有所降温；日本央行短期收紧货币政策概率亦有所下降；我国货币政策坚持适度宽松总基调，5月降准降息落地，央行择机恢复在公开市场买入国债。

在非政策环境方面，美国关税政策冲击，全球经济下行压力增大，滞胀特点增大。（1）美国经济不确定性进一步上升，短期服务业或率先受到冲击，如旅游、电影等，关税对通胀影响或存在时滞，通胀逐步走高，叠加投资放缓，全年美国经济滞胀渐进。（2）一季度受益于利率下行和“抢出口”，欧洲经济呈现弱复苏迹象，但面对较高外部冲击，法国、西班牙等国受高债务制约，未来摆脱经济下行困境难度仍大，短期欧洲经济显著改善难度较大。若欧洲央行降息延缓，欧洲经济增速或再度放缓；（3）日本经济呈现边际放缓迹象，日本国内通胀高企，滞

胀特点显现；(4) 我国经济长期向好基本面不变，稳增长政策加速落地，政策效果持续显现。

图表30：本周宏观环境变化

		环境分项	环比上周	分析
非政策环境	外部	贸易摩擦	负面	特朗普贸易政策增大全球贸易不确定性。
		全球经济环境	中性	1. 美国经济不确定性进一步增大，滞胀特点显现，高企债务的可持续性承压。 2. 短期欧元区经济弱复苏面临挑战，关注欧盟积极财政政策落地情况。 3. 日本经济呈现放缓迹象，日本通胀高企制约日本内需。 4. 海外通胀保持阶段性较高水平。
	内部	宏观数据韧性	中性	1. 消费延续持续修复态势，基建投资稳步回暖。
		人民币汇率	中性	1. 人民币汇率小幅升值。
政策环境	外部	全球货币环境	正面	1. 短期美联储维持利率不变。 3. 英国央行和欧洲央行 6 月降息预期降温。 5. 日本央行 6 月或 7 月加息概率下降。
	内部	中国政策方向	正面	1. 央行择机恢复在公开市场买入国债。
		流动性	中性	1. DR007 下行，6 个月同业存单（股份制银行）到期收益率小幅上升。

资料来源：中邮证券研究所

风险提示

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048