

“低利率时代”息差收窄，美国 PMI 超预期扩张

摘要

● 一周大事记

国内：财政发力明显前置，银行进入“低利率时代”。5月19日，九部门联合印发《关于加快推进科技服务业高质量发展的实施意见》，旨在加速科技成果转化及商业模式落地，形成“科技-产业-金融”的良性循环，建议关注在科技服务业赋能下高速发展的人工智能、生物医药、量子信息等新兴领域；20日，财政部公布财政收支情况，1-4月，全国一般公共预算收入同比下降0.4%，降幅较一季度收窄0.7个百分点，当前财政数据印证政策托底效应显现，但结构转型与风险化解仍是中长期主线；同日，LPR和存款利率共同下调，且存款利率调降幅度大于LPR下调幅度，这将有助于银行业息差收窄边际放缓，也为后续LPR下调提供空间；21日，中国—东盟自贸区3.0版谈判全面完成，建议关注直接受益于供应链互联互通及贸易便利化的港口物流、跨境基建和消费领域，以及3.0版本新增覆盖的数字经济、绿色经济领域；22日，央行加量续作MLF，预计信贷和社融有望在各项政策工具支持下保持稳步增长。

海外：欧盟经济蒙阴，美联储或暂缓降息。当地时间5月19日，欧盟显著下调欧元区今明两年经济增长预期，欧盟或需加速推进与其他经济体的自贸协定以分散贸易风险，并通过深化内部市场一体化应对全球供应链重构的冲击；当地时间20日，日本20年期国债拍卖遇冷，引发日本长期国债全线暴跌，日本央行或将陷入两难，当前局势的关键变量可能在于日本央行能否通过灵活调整QT节奏稳定市场预期；当地时间21日，韩国关税厅网站显示，韩国5月前20天出口额同比下降2.4%，较大幅度受到美国关税政策冲击，经济高度依赖出口的结构风险凸显，韩美两国的第二轮关税谈判结果可能会对韩国汽车、半导体等相关产业出口产生较大扰动；当地时间22日，美国5月PMI数据超预期扩张，暂时打消美国经济衰退担忧，美联储或暂缓降息。

● **高频数据：**上游：本周布伦特原油现货均价周环比上升0.22%，铁矿石价格周环比上升0.15%，阴极铜价格周环比下降0.41%；中游：本周螺纹钢价格周环比下降1.11%，水泥价格周环比下降1.80%，动力煤价格周环比下降1.22%；下游：房地产销售周环比上升4.38%，5月第三周全国乘用车市场日均零售同比增长14%；物价：蔬菜价格周环比下降1.29%，猪肉价格周环比下降0.55%。

● **下周重点关注：**德国6月GfK消费者信心指数、欧元区5月工业景气指数、5月经济景气指数、美国5月谘商会消费者信心指数（周二）；法国第一季度GDP年率终值、美国5月里奇蒙德联储制造业指数（周三）；美国至5月24日当周初请失业金人数、美联储公布5月货币政策会议纪要（周四）；美国至5月23日当周EIA原油库存、4月核心PCE物价指数年率和月率、5月芝加哥PMI、5月密歇根大学消费者信心指数终值、5月一年期通胀率预期终值、日本4月失业率（周五）；中国5月官方制造业PMI（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. 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）
2. 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）
3. 关税博弈阶段性缓和，美国通胀仍在下行（2025-05-17）
4. 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）
5. “抢转口”支撑出口韧性——4月贸易数据点评（2025-05-12）
6. 政策“组合拳”再现，德国政局有波折（2025-05-09）
7. 假期出行热度延续，美国就业仍具韧性（2025-05-04）
8. 关税冲击初现，景气再度收缩——4月PMI数据点评（2025-04-30）
9. 关税博弈观察：影响、应对与演绎（2025-04-30）
10. 政治局会议定基调，守好底线备足预案（2025-04-27）

目 录

1 一周大事记.....	1
1.1 国内：财政发力明显前置，银行进入“低利率时代”	1
1.2 海外：欧盟经济蒙阴，美联储或暂缓降息.....	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：财政发力明显前置，银行进入“低利率时代”

(1) 九部门联合印发实施意见，加快科技服务业高质量发展

5月19日，工业和信息化部、国家发展改革委等9部门联合印发《关于加快推进科技服务业高质量发展的实施意见》，旨在加快科技成果转化和产业化，有力支撑科技创新和产业创新融合发展。

点评：科技服务业最早由国家科委于1992年提出，至今已快速发展三十余年，2019年至2023年，规上科技服务业企业营收年均增长12.3%。2024年，全国技术合同成交额达到6.8万亿元，同比增长11.2%，连续8年保持两位数增长，提前完成《“十四五”技术要素市场专项规划》确定的5万亿元目标；服务体系方面，截至2024年年底，全国已拥有3大技术交易所、12个国家技术转移区域中心、420家重点技术转移机构，已建设各类科技型企业孵化载体1.6万家，孵化服务体系覆盖全国95%县级以上地区，国家产融合作平台助企融资突破1.1万亿元；产业支撑方面，全国已建成33家国家级制造业创新中心，指导地方建设316家省级制造业创新中心。截至2024年底，国家制造业创新中心突破行业关键共性技术672项，申请发明专利7077项，实现690项技术成果转化。此外，截至2024年底，各类孵化器累计孵化科技型企业超过30万家，北京、上海等地区涌现出一批标杆孵化器和高质量孵化器。本次《实施意见》聚焦建机制、搭平台、壮主体、育市场、优生态等方面，意在推动科技服务业高质量发展，进一步打通科技成果产业化过程中的堵点，让创新链和产业链更好地实现有机衔接。具体内容包括：一、推动科技服务业全面发展，围绕十大重点领域进行全面部署，明确发展任务；二、加快转型升级，强推动科技服务业高端化、智能化、绿色化、融合化发展，其中智能化方面，支持人工智能与科技服务业深度融合，打造“AI+科技服务”应用场景，让服务更加定制化，提高服务效果和效率；三、优化科技服务业发展生态，围绕培育壮大服务主体、发展一体化技术市场、推动质量持续提升、强化标准支撑引领、建设专业队伍、推动集聚发展六个方面提升标准，培育人才，建立标准，推动集群，形成科技服务业发展的良好生态；四、提升发展环境，强调加强统筹协调，健全部际协同、央地协作、区域合作的工作机制。政策有望加速科技成果转化及商业模式落地，形成“科技-产业-金融”的良性循环，**建议关注有望在科技服务业赋能下高速发展的人工智能、生物医药、量子信息等新兴领域。**

(2) 1-4月财政发力明显前置，部分领域风险仍需警惕

5月20日，财政部公布2025年1-4月财政收支情况。数据显示，2025年1-4月，全国一般公共预算收入同比下降0.4%，降幅较一季度收窄0.7个百分点，中央收入、税收收入4月份实现正增长；全国一般公共预算支出同比增长4.6%，增速较一季度上升0.4个百分点，完成全年预算的31.5%。

点评：从收入端看，全国一般公共预算收入同比下降0.4%，降幅较一季度收窄0.7个百分点，呈现边际改善。其中，中央收入因4月税收改善首次转正（增长1.6%），地方收入则持续增长2.2%，但结构分化明显：税收收入同比下降2.1%（4月单月增长1.9%实现由负转正），而非税收入依赖资产盘活等短期措施增长7.7%。分行业看，铁路船舶航空航天设备制造业、信息技术服务业和文化体育娱乐业税收收入分别增长33.2%、12.2%和8.6%，反映新质生产力与政策刺激的协同效应；但房地产相关税收持续低迷，契税、土地增值税分

别下降 15.7%和 16.1%，叠加土地出让收入同比降 11.4%，显示房地产对地方财政的拖累仍未缓解。从支出端看，财政发力明显前置，1-4 月一般公共预算支出同比增长 4.6%，完成全年预算的 31.5%，为 2020 年以来同期最快。支出重点向民生领域倾斜，教育、科技、社会保障和卫生健康支出分别同比增长 7.4%、3.9%、8.5%和 3.9%，政府性基金支出亦因专项债和特别国债提速发行同比增长 17.7%。数据背后的核心驱动因素，一是经济结构性复苏，制造业升级与消费刺激政策带动新动能税收回升；二是财政政策主动加码，通过债务工具前置发行、非税收入等手段支撑短期收支平衡。但隐忧同样存在：企业所得税下降 3.1%反映企业盈利修复仍不稳固，非税收入高增难以持续，而房地产链条税收疲软或加剧地方财政压力。展望未来，若经济修复不及预期，不排除扩大赤字或增发国债。但政策需平衡短期刺激与长期稳定，既要通过税收优惠引导资源向新质生产力聚集，也需加快财税体制改革破解土地财政依赖，同时防范债务扩张对金融稳定的潜在冲击。总体而言，当前财政数据印证政策托底效应显现，但结构转型与风险化解仍是中长期主线。

(3) LPR、人民币存款利率双降，银行进入“低利率”时代

5 月 20 日，新一期贷款市场报价利率（LPR）出炉，1 年期和 5 年期以上 LPR 双双下降 10 个基点，1 年期 LPR 降至 3%，5 年期以上 LPR 降至 3.5%，这是 LPR 年内首降；同日，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行均发布消息，下调人民币存款利率，最大降幅 25 个基点。其中活期利率下调 5 个基点至 0.05%；定期整存整取三个月期、半年期、一年期、二年期均下调 15 个基点，分别为 0.65%、0.85%、0.95%、1.05%；三年期和五年期均下调 25 个基点，分别至 1.25%和 1.3%。

点评：贷款利率方面，本次 LPR 下调 10bp 符合市场预期。5 月 7 日，中国人民银行行长潘功胜在国新办举行的新闻发布会上宣布降准降息，将下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，并下调政策利率 0.1 个百分点，从目前的 1.5%下调到 1.4%，同时下调住房公积金利率 0.25 个百分点。中国人民银行发布的数据显示，4 月份，企业新发放贷款加权平均利率约 3.2%，比上年同期低约 50 个基点。个人住房新发放贷款加权平均利率约 3.1%，比上年同期低约 55 个基点，均处于历史低位。本次降息将帮助进一步降低企业、居民经济融资成本，提振市场信心，扩大内需，更好地应对不稳定的海外局势，支持实体经济稳定增长。存款利率方面，本轮存款利率调降也符合市场预期，且存款利率调降幅度大于 LPR 下调幅度，这或将帮助银行业息差收窄边际放缓，也为后续 LPR 下调提供空间。根据国家金融监督管理总局发布的《2025 年商业银行主要监管指标情况表》，2025 年一季度商业银行净息差为 1.43%，较 2024 年四季度下降 9bp。央行对银行持续收窄的净息差及持续经营问题已表示重视，在《2025 年第一季度中国货币政策执行报告》中首次提及“支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系”，并且明确指“降低银行负债成本”。在当前的低利率环境下，货币基金投资收益将跟随无风险利率下行，部分资金将转向流入风险资产，权益市场或将迎来结构性机会，固收增强产品也有望迎来资金增配。

(4) 中国—东盟自贸区 3.0 版谈判全面完成，多合作领域获增长新动能

中国与东盟十国全面完成中国—东盟自贸区 3.0 版谈判。据中国商务部，中国—东盟经贸部长特别会议 5 月 20 日以线上方式举行，双方经贸部长共同宣布全面完成中国—东盟自贸区 3.0 版谈判。3.0 版谈判于 2022 年 11 月启动，历经近两年时间、9 轮正式谈判，于 2024 年 10 月实质性结束。在各国经贸部长全力协调和共同推动下，双方全面完成谈判，向签署升级议定书的目标又迈出关键一步。

点评：2010年1月中国-东盟自由贸易区正式全面启动，2015年双方签署升级协定，形成自贸区2.0版本，并在2019年全面实施，历时5年完成从启动到升级的进程。2025年政府工作报告提及“推动签署中国-东盟自贸区3.0版升级协定”。相比前两个版本，3.0版本新增9个章节，包含数字经济、绿色经济、供应链互联互通、标准技术法规与合格评定程序、海关程序与贸易便利化、卫生与植物卫生措施、竞争和消费者保护、中小微企业、经济技术合作等多个领域，既深化传统合作，又开辟新型合作领域，促进双方供应链进一步深度融合。截至2024年年底，中国连续16年保持东盟第一大贸易伙伴，东盟连续5年成为中国第一大贸易伙伴。根据海关总署数据，2024年中国与东盟贸易总值6.99万亿元，增长9.0%，比同期中国对外贸易总体增速高4个百分点，占中国外贸总值的15.9%。2023年中国出口东盟商品中，“电机、电气设备及其零件”和“核反应堆、锅炉、机器、机械器具及零件”占比较高，分别约达到2023年中国出口东盟金额的23.9%和11.7%。通过从中国进口核心零部件、技术密集度高的中间品，东盟国家获得新产品的比较优势并实现产业升级。而东盟作为全世界资源富集地区，已经连续8年保持我国农产品第一大贸易伙伴地位，2025Q1，我国自东盟进口农产品526.5亿元，同比增长13.8%。总体而言，中国-东盟自贸区3.0版升级议定书的签订有望推动双方在重点领域高质量协同发展，加速产业转型升级，优化供应链布局，建议关注直接受益于供应链互联互通及贸易便利化的港口物流、跨境基建和消费领域，以及3.0版本新增覆盖的数字经济、绿色经济领域。

（5）央行加量续作MLF，市场流动性持续改善

5月23日，中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展5000亿元MLF操作，期限为1年期。

点评：5月MLF到期规模1250亿元，实现净投放3500亿元，央行已连续三个月加量续作，也是连续第二个月大规模加量续作（4月实现净投放5000亿元，3月实现净投放630亿元）。面对外部环境急剧变化的不确定性，中共中央政治局在4月25日的会议中强调要加强超常规逆周期调节，实施适度宽松的货币政策，适时降准降息，保持流动性充裕。5月7日，央行推出一揽子货币政策，包括降准0.5个百分点和降息0.1个百分点。本次加量续作MLF，进一步显示出数量型政策持续发力，央行通过加大中长期流动性供给，以保持市场流动性充裕。截至5月22日，DR007约为1.58%，较4月30日下行约0.26个百分点，市场流动性持续改善。随着流动性宽裕，银行信贷投放能力有望进一步提升，同时降息降低实体经济融资成本，企业和居民融资的需求有望增强，社会融资总额有望提升。此外，4月央行买断式逆回购出现创立以来首次缩量（缩量5000亿元），或代表央行流动性管理工具结构会有部分调整，需进一步关注5月央行买断式逆回购操作情况。整体而言，市场中流动性整体呈现宽裕趋势，预计银行信贷投放和社融有望在各项货币政策工具的支持下保持稳步增长。

1.2 海外：欧盟经济蒙阴，美联储或暂缓降息

（1）欧盟：大幅下调今明两年增长，德国经济或拖累欧元区

当地时间5月19日，欧盟委员会发布春季经济展望报告，显著下调欧元区今明两年经济增长预期，预计2025年欧元区GDP仅增长0.9%，较2024年11月预测的1.3%大幅下调，2026年增速回升至1.4%，但仍低于此前预期的1.6%。

点评：这一调整主要受全球贸易疲软、美国贸易政策突变及气候灾害频发等多重风险影响。具体而言，美国对欧盟商品维持 10% 的基准关税，并对钢铁、铝和汽车加征 25% 关税的政策框架加剧了贸易不确定性。此外，德国作为欧元区经济引擎，因能源成本高企、出口竞争力下滑，2025 年经济增速预计为零，进一步拖累整体表现。在此背景下，欧盟与英国于同日达成旨在“重置关系”的一揽子协议，成为短期经济支撑因素。根据协议，英国同意将欧盟渔船准入权延长至 2038 年，并简化动植物检疫流程以取消大部分边境检查，此举有望恢复英国对欧盟的食品出口，缓解“脱欧”后对欧盟出口下降 21% 的困境。同时，双方同意对接碳市场，避免欧盟碳边境调节机制（CBAM）对英国钢铁业加征关税，预计每年为英国钢企节省 2500 万英镑成本，并推动能源市场互联互通，提升交易效率。长期来看，欧盟经济增长仍面临结构性挑战，一是公共债务占 GDP 比重预计从 2024 年的 88.9% 升至 2026 年的 91%，财政赤字同步扩大；二是通胀虽逐步回落，但核心通胀粘性及地缘冲突风险可能使得货币政策宽松节奏放缓。尽管英欧合作释放积极信号，但欧盟需加速推进与其他经济体的自贸协定以分散贸易风险，并通过深化内部市场一体化应对全球供应链重构的冲击。

（2）日本：长债市场历史性震荡，央行政策陷入两难

当地时间 5 月 20 日，日本 20 年期国债拍卖遇冷，引发日本长期国债全线暴跌，20 年期国债单日跳升 15 个基点至 2000 年以来最高，10 年期日债收益率自 4 月 2 日以来首次升至 1.5%，30 年期收益率创 1999 年来新高，达 3.1%。

点评：此次日本债市异动的直接导火索是 20 年期国债拍卖遇冷，投标倍数降至 2012 年 8 月以来最低的 2.5 倍，暴露市场对长期债券的抛售恐慌。尽管 4 月外国投资者创纪录买入超长期国债，但日本本土机构持续减持国内债券，导致需求缺口难以填补，供需失衡加剧收益率飙升。市场动荡源于政策与财政风险的共同影响：一方面，日本央行正加速推进量化紧缩（QT），计划至 2026 年 3 月将月度国债购买规模从 6 万亿日元减半至 3 万亿，当前每月缩减 4000 亿日元的节奏引发市场对央行“撤出安全网”的担忧；另一方面，首相石破茂近期直言“日本财政状况比希腊更糟”，反对以发债支撑减税政策，叠加本财年超长期国债净供应量激增，市场对政府债务可持续性的质疑迅速升温。对日本国内而言，政府偿债成本攀升将挤压财政空间，限制财政刺激能力；企业端则面临融资成本上升压力，超长期收益率走高可能传导至贷款和抵押利率，抑制投资与消费。日本央行或将陷入两难，通胀目标接近达成，但过快收紧政策可能引发债市崩盘。当前局势的关键变量可能在于日本央行能否通过灵活调整 QT 节奏稳定市场预期。

（3）韩国：5 月前 20 日出口同比下降，对美贸易摩擦与结构性矛盾拖累经济动能

当地时间 5 月 21 日，韩国关税厅网站显示，韩国 5 月前 20 天出口额为 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%。

点评：数据显示，尽管韩国半导体出口同比增长 17.3%，但汽车、钢铁等传统行业出口疲软，叠加对美出口骤降 14.6%，导致整体表现承压。韩国对美出口大幅下滑或是美国贸易保护政策的升级。2025 年 4 月，美国对韩国汽车、钢铁及铝制品加征 25% 关税，后虽暂时调降至 10%，但谈判进展缓慢。而韩国对美汽车出口占其全球汽车出口总额的近 50%，关税壁垒直接冲击其核心产业。此外，韩国国内政治不确定性加剧了贸易风险，6 月总统选举前两大候选人在对美谈判策略上分歧显著。尽管半导体出口表现亮眼，但其拉动效应被其他行业拖累。以高带宽内存（HBM）为代表的存储芯片需求受全球人工智能热潮推动持续增长，

但三星、SK 海力士等企业在产能分配与订单获取上仍面临瓶颈，短期内难以全面释放增长潜力。同时，韩国经济高度依赖出口的结构风险凸显，2025 年一季度经济增长预期已下调至 0.8%，若贸易摩擦持续，汽车、ICT 等支柱产业可能面临长期收缩压力。韩国出口作为全球贸易的风向标，5 月韩国的出口再次下降，在较大程度上受到美国关税政策的冲击。当地时间 5 月 20 日，韩美两国在华盛顿启动第二轮关税谈判，就“对等关税”、非关税壁垒、贸易不平衡等多个核心议题展开为期 3 天的“技术性磋商”。谈判的结果可能会对韩国汽车、半导体等相关产业出口产生较大扰动。

(4) 美欧：美国 5 月 PMI 指数超预期扩张，欧元区 PMI 意外萎缩

当地时间 5 月 22 日，标普全球公布的数据显示，美国 5 月 Markit 制造业、服务业、综合 PMI 初值均呈扩张态势且好于市场预期。美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值为 52.3，创今年 2 月以来的三个月新高，预期和前值分别为 49.9 和 50.2；美国 5 月 Markit 服务业 PMI 初值为 52.3，创下两个月新高，预期和前值分别为 51 和 50.8。

点评：其中，制造业方面，5 月美国制造业新订单增速创下一年多以来的最快水平。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。企业对未来产出的预期也升至 2 月以来的最高水平。然而，出口订单连续第二个月萎缩，就业数据也出现下降。服务业方面，本月服务业整体活动的增长得益于新业务的回暖，然而与制造业类似的是，服务业的出口订单同样走弱，该指标录得自 2020 年疫情封锁以来的最大萎缩，价格收取分项指数初值创 2023 年 4 月份以来新高。美国 5 月 Markit 综合 PMI 初值为 52.1，高于预期 50.3，以及前值 50.6。5 月美国制造业和服务业景气度走高，可能主要得益于中美关税边际缓和，企业悲观情绪有所缓解，同时企业也试图抢在 90 天暂停期结束之前采取行动。与美国景气度扩张不同的是，欧元区 5 月 PMI 意外萎缩。同日，S&P Global 发布的采购经理人指数显示，欧元区综合 PMI 指数从 4 月的 50.4 降至 49.5，低于分析师此前预测的 50.6，服务业 PMI 初值录得 48.9，低于预期的 50.5 和前值 50.1，制造业 PMI 初值录得 49.4，预期值 49.2，前值 49。5 月服务业的疲软表现是导致整体 PMI 下降的关键因素，虽然欧元区制造业景气度边际回升，但仍处于收缩区间，美欧贸易谈判仍在进行中。美国 5 月 PMI 指数的超预期扩张，可能暂时打消了市场对美国经济衰退的担忧，美联储或延续观望态势，不急于降息，而欧洲经济的疲弱或增大欧洲央行在今年继续降息两次的可能性。

2 国内高频数据

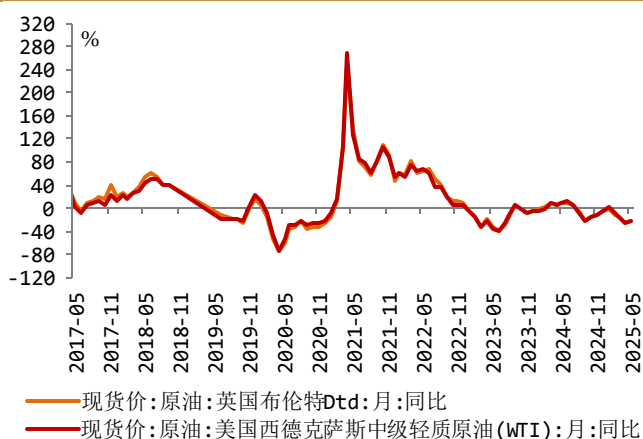
上游：原油、铁矿石价格周环比上升，阴极铜价格周环比下降。截至 5 月 22 日，本周布伦特原油现货均价周环比上升 0.22%，铁矿石价格周环比上升 0.15%，阴极铜价格周环比下降 0.41%。

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	本周环比增速	上周环比增速
	现货价：原油：英国布伦特Dtd (美元/桶)	2025-05-22	65.55		65.40	0.22%	4.47%
	现货价：原油：美国WTI (美元/桶)	2025-05-22	61.87		62.58	-1.12%	5.98%
	期货结算价(活跃合约)：铁矿石 (元/吨)	2025-05-22	724.75		723.70	0.15%	2.83%
	期货结算价(活跃合约)：阴极铜 (元/吨)	2025-05-22	77900.00		78222.00	-0.41%	0.63%
	南华工业品指数	2025-05-22	3493.69		3520.31	-0.76%	2.04%
	CRB现货指数：综合	2025-05-21	559.53		551.81	1.40%	0.72%
	CRB现货指数：工业原料	2025-05-21	562.14		560.76	0.25%	-0.33%
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)	2025-05-22	64.19	67.94	-5.51%	-6.59%	-21.91%
	现货价：原油：美国WTI (美元/桶)	2025-05-22	60.82	62.93	-3.36%	-7.36%	-22.62%
	期货结算价(活跃合约)：铁矿石 (元/吨)	2025-05-22	717.88	722.26	-0.61%	-6.97%	-18.97%
	期货结算价(活跃合约)：阴极铜 (元/吨)	2025-05-22	77973.08	76483.33	1.95%	-4.05%	-6.05%
	南华工业品指数	2025-05-22	3490.51	3546.22	-1.57%	-5.15%	-17.37%
	CRB现货指数：综合	2025-05-21	543.45	542.19	0.23%	-0.95%	-0.53%
	CRB现货指数：工业原料	2025-05-21	561.58	560.83	0.13%	-1.44%	0.50%

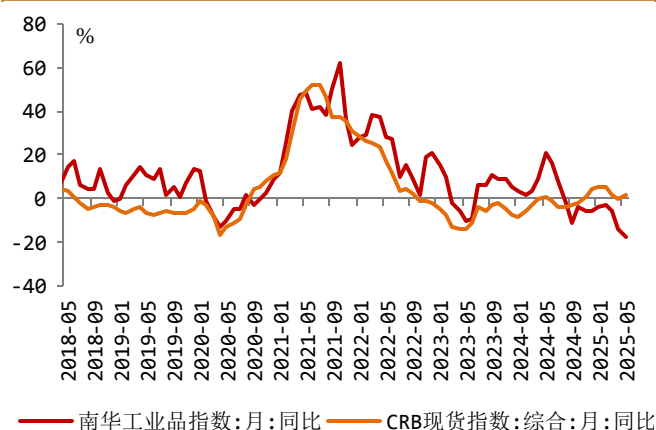
数据来源：wind、西南证券整理；注：较前值下降为绿底色、上升为红底色、持平为黄底色，大于0为红色字体、小于0为绿色字体

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 22 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 21 日、2025 年 5 月 22 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 22 日，本周螺纹钢价格周环比下降 1.11%，水泥价格周环比下降 1.80%，动力煤价格周环比下降 1.22%。

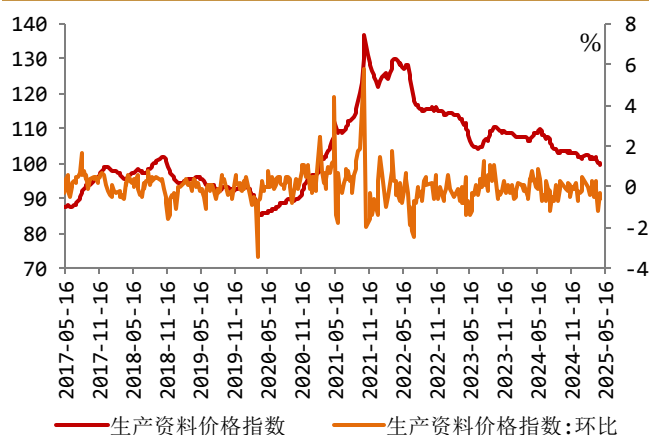
表 2：中游高频数据周度、月度变化

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	上周环比增速/增减
	生产资料价格指数	2025-05-16	98.64		98.74	-0.10%	-0.40%
	PTA产业链负荷率：PTA工厂 (%)	2025-04-17	75.64		76.77	-1.13百分点	-3.74百分点
	唐山：Custeel：高炉开工率 (%)	2025-05-23	95.21		95.21	0.00百分点	0.93百分点
	螺纹钢：HRB400 20mm：全国：价格 (元/吨)	2025-05-22	3301.50		3338.40	-1.11%	0.37%
	水泥价格指数：全国	2025-05-22	118.25		120.41	-1.80%	-1.45%
	秦皇岛港：平仓价：动力末煤(Q5500)：山西产 (元/吨)	2025-05-22	611.25		618.80	-1.22%	-3.05%
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
	生产资料价格指数	2025-05-16	98.84	100.35	-1.50%	-1.25%	-9.36%
	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
	唐山：Custeel：高炉开工率 (%)	2025-05-23	94.75	92.50	2.25百分点	5.01百分点	1.08百分点
	螺纹钢：HRB400 20mm：全国：价格 (元/吨)	2025-05-22	3323.23	3318.05	0.16%	-1.71%	-13.68%
	水泥价格指数：全国	2025-05-22	120.29	126.28	-4.74%	0.89%	9.76%
	秦皇岛港：平仓价：动力末煤(Q5500)：山西产 (元/吨)	2025-05-22	622.46	661.00	-5.83%	-2.43%	-28.19%

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

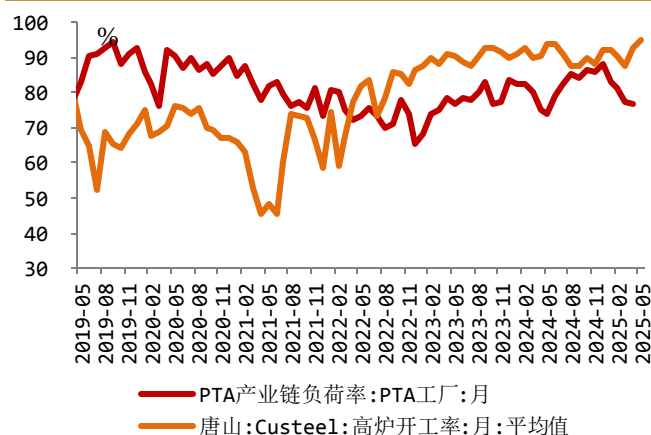
(更新至 2025 年 5 月 16 日)



数据来源: wind、西南证券整理

图 4：PTA 产业链负荷率企稳、高炉开工率增速放缓

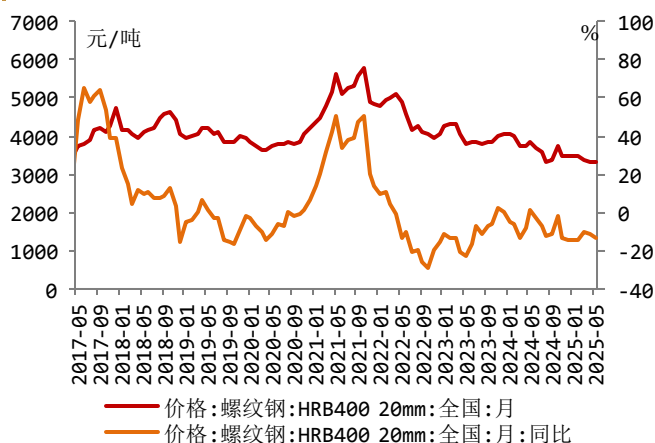
(更新至 2025 年 4 月 17 日、2025 年 5 月 23 日)



数据来源: wind、西南证券整理

图 5：螺纹钢价格同比降幅扩大

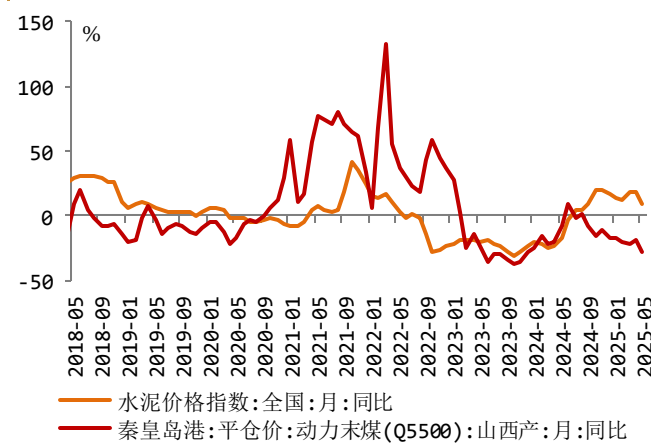
(更新至 2025 年 5 月 22 日)



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 22 日)



数据来源: wind、西南证券整理

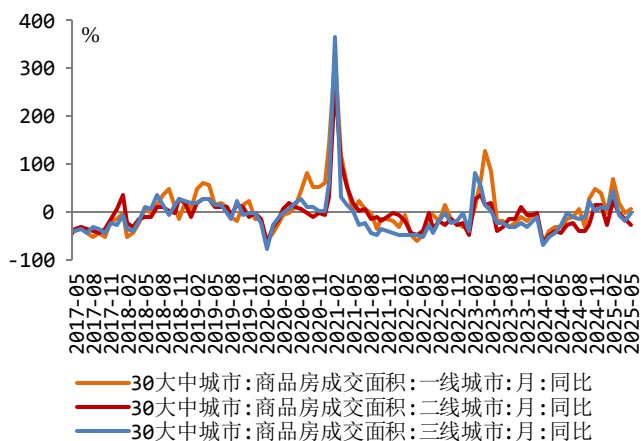
下游：房地产销售周环比上升，乘用车日均零售销量同比增长。截至 5 月 22 日，本周 30 个大中城市商品房成交面积周环比上升 4.38%，一线城市成交面积周环比下降 19.09%，二线城市成交面积周环比上升 28.78%，三线城市成交面积周环比下降 6.55%。5 月第三周全国乘用车市场日均零售 5.1 万辆，同比去年 5 月同期增长 14%，较上月同期增长 0%。5 月 1-18 日，全国乘用车市场零售 93.2 万辆，同比去年 5 月同期增长 12%，较上月同期增长 18%；今年以来累计零售 780.4 万辆，同比增长 8%。

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 (增速)	上周环比增速 (增速)		
	30大中城市:商品房成交面积(万㎡)	2025-05-22	118.76	113.78	4.38%	12.35%		
	30大中城市:商品房成交面积:一线城市(万㎡)	2025-05-22	28.52	35.25	-19.09%	-0.53%		
	30大中城市:商品房成交面积:二线城市(万㎡)	2025-05-22	61.42	47.70	28.78%	-15.05%		
	30大中城市:商品房成交面积:三线城市(万㎡)	2025-05-22	28.82	30.84	-6.55%	34.86%		
	100大中城市:成交土地占地面积(万㎡)	2025-05-18	1302.90	1052.60	23.78%	35.99%		
	100大中城市:成交土地占地面积:一线城市(万㎡)	2025-05-18	26.27	57.26	-54.12%	-8.82%		
	100大中城市:成交土地占地面积:二线城市(万㎡)	2025-05-18	447.79	379.12	18.11%	-6.97%		
	100大中城市:成交土地占地面积:三线城市(万㎡)	2025-05-18	828.84	616.22	34.50%	102.88%		
	100大中城市:成交土地溢价率(%)	2025-05-18	1.19	6.65	-5.46百分点	-2.20百分点		
	100大中城市:成交土地溢价率:一线城市(%)	2025-05-18	0.00	14.33	-14.33百分点	74.80百分点		
	100大中城市:成交土地溢价率:二线城市(%)	2025-05-18	0.33	3.20	-2.87百分点	-9.25百分点		
	100大中城市:成交土地溢价率:三线城市(%)	2025-05-18	2.21	1.15	1.06百分点	-3.63百分点		
	全国乘用车市场日均零售(万辆)	2025-05-18	5.10	6.10	0.00%	44.00%		
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㎡)	2025-05-22	22.93	22.87	0.28%	-21.46%	-13.25%	-12.06%
	30大中城市:商品房成交面积:一线城市(万㎡)	2025-05-22	7.00	7.18	-2.47%	-16.67%	8.07%	-2.21%
	30大中城市:商品房成交面积:二线城市(万㎡)	2025-05-22	10.20	11.26	-9.48%	-23.29%	-28.12%	-15.12%
	30大中城市:商品房成交面积:三线城市(万㎡)	2025-05-22	5.73	4.43	29.53%	-23.92%	-0.62%	-17.90%
	100大中城市:成交土地占地面积(万㎡)	2025-05-18	1043.18	1134.58	-8.06%	6.33%	-0.26%	13.98%
	100大中城市:成交土地占地面积:一线城市(万㎡)	2025-05-18	48.78	45.05	8.27%	76.47%	80.00%	22.85%
	100大中城市:成交土地占地面积:二线城市(万㎡)	2025-05-18	411.47	371.92	10.63%	6.54%	39.39%	28.28%
	100大中城市:成交土地占地面积:三线城市(万㎡)	2025-05-18	582.93	712.61	-18.77%	3.64%	-19.44%	7.30%
	100大中城市:成交土地溢价率(%)	2025-05-18	5.56	8.12	-2.55百分点	-5.41百分点	3.76百分点	1.02百分点
	100大中城市:成交土地溢价率:一线城市(%)	2025-05-18	6.52	3.91	2.61百分点	-10.14百分点	6.52百分点	2.51百分点
	100大中城市:成交土地溢价率:二线城市(%)	2025-05-18	5.33	9.09	-3.76百分点	-6.26百分点	4.04百分点	4.90百分点
	100大中城市:成交土地溢价率:三线城市(%)	2025-05-18	2.71	4.72	-2.01百分点	2.44百分点	-0.18百分点	-4.42百分点
	全国乘用车市场零售(万辆)	2025-05-18	93.20	179.10	18.00%	-8.00%	12.00%	17.00%

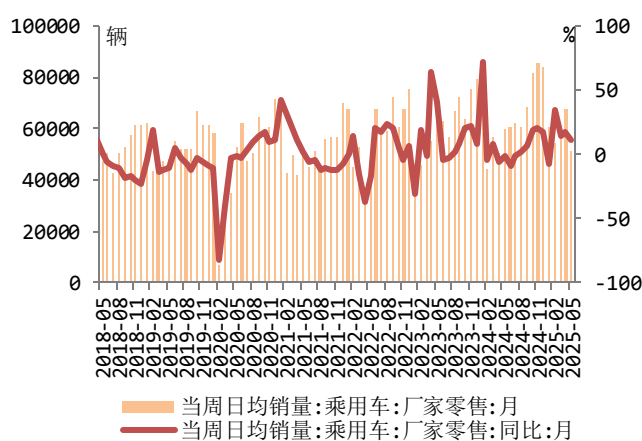
数据来源: wind、西南证券整理; 注: 较前值下降为绿底色、上升为红底色、持平为黄底色, 大于0为红色字体、小于0为绿色字体, 商品房成交面积采用合计值。

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降幅收窄
(更新至 2025 年 5 月 22 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 18 日)



数据来源: wind、西南证券整理

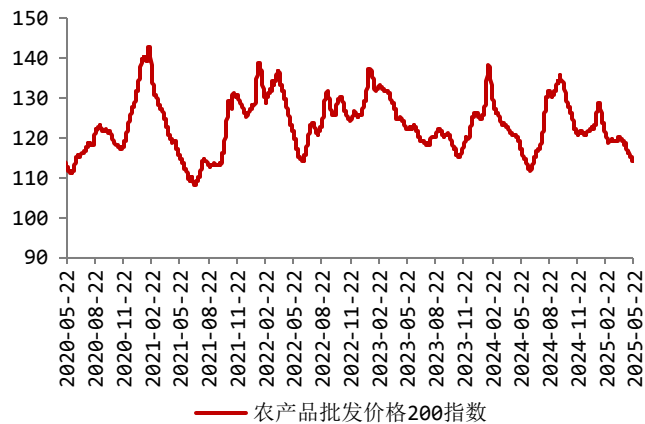
物价:蔬菜价格、猪肉价格周环比下降。截至 5 月 22 日,本周蔬菜价格周环比下降 1.29%,猪肉价格周环比下降 0.55%。

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	2025-05-22	114.03	114.96	-0.81%	-100.02%
	平均批发价：28种重点监测蔬菜（元/公斤）	2025-05-22	4.23	4.29	-1.29%	-1.99%
	平均批发价：猪肉（元/公斤）	2025-05-22	20.77	20.88	-0.55%	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
	农产品批发价格200指数	2025-05-22	115.45	119.10	-3.07%	-2.79%
	平均批发价：28种重点监测蔬菜（元/公斤）	2025-05-22	4.30	4.70	-8.56%	-8.42%
	平均批发价：猪肉（元/公斤）	2025-05-22	20.84	20.79	0.28%	-0.49%

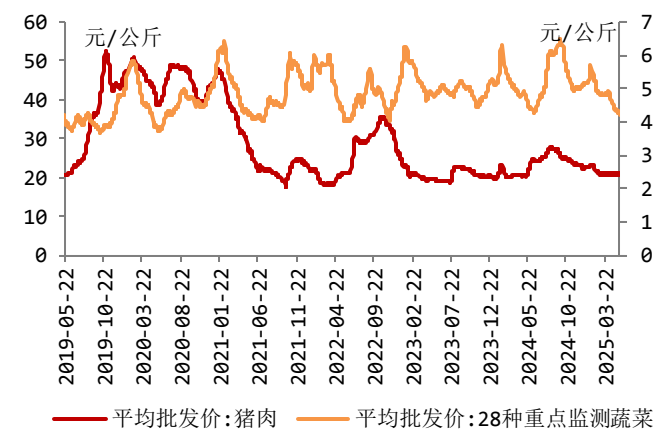
数据来源：wind、西南证券整理；注：较前值下降为绿底色、上升为红底色、持平为黄底色，大于0为红色字体、小于0为绿色字体。

图 9：农产品价格指数下降
(更新至 2025 年 5 月 22 日)



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：蔬菜价格、猪肉价格小幅下降
(更新至 2025 年 5 月 22 日)



数据来源：wind、西南证券整理

3 下周重点关注

	周一(5.26)	周二(5.27)	周三(5.28)	周四(5.29)	周五(5.30)	周六(5.31)
中国	——	——	——	——	——	中国 5 月官方制造业 PMI
海外	——	德国 6 月 GfK 消费者信心指数 法国 5 月 CPI 月率终值 欧元区 5 月工业景气指数、5 月经济景气指数 英国 5 月 CBI 零售销售差值 美国 3 月 FHFA 房价指数月率、3 月 S&P/CS20 座大城市末季调房价指数年率、5 月谘商会消费者信心指数、5 月达拉斯联储商业活动指数	法国第一季度 GDP 年率终值 德国 5 月季调后失业人数、5 月季调后失业率 美国 5 月里奇蒙德联储制造业指数	美国至 5 月 23 日当周 API 原油库存、至 5 月 24 日当周初请失业金人数、第一季度实际 GDP 年化季率修正值、4 月成屋签约销售指数月率、至 5 月 23 日当周 EIA 天然气库存 美联储公布 5 月货币政策会议纪要	美国至 5 月 23 日当周 EIA 原油库存、至 5 月 23 日当周 EIA 俄克拉荷马州库欣原油库存、至 5 月 23 日当周 EIA 战略石油储备库存、4 月核心 PCE 物价指数年率、4 月个人支出月率、4 月核心 PCE 物价指数月率、5 月芝加哥 PMI、5 月密歇根大学消费者信心指数终值、5 月一年期通胀率预期终值 日本 4 月失业率 德国 5 月 CPI 月率初值	美国至 5 月 30 日当周石油钻井总数

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悉范围内，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