

5月“消费强投资弱”，经济运行保持较强韧性

——2025年5月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 研究发展部执行总监 冯琳

事件：据国家统计局2025年6月16日公布的数据，5月规模以上工业增加值同比实际增长5.8%，前值为6.1%，1-5月累计同比为6.3%，2024年全年累计同比为5.8%；5月社会消费品零售总额同比增长6.4%，前值为5.1%，1-5月累计同比为5.0%，2024年全年累计同比为3.5%；1-5月全国固定资产投资累计同比增长3.7%，前值为4.0%，2024年全年累计同比增长3.2%。

基本观点：

总体上看，5月宏观数据表现不一，其中商品消费增速超预期上行，投资增速有所下滑，工业生产保持基本稳定，经济运行保持较强韧性。背后是当月中美发布日内瓦联合声明，外部波动有所缓和，央行等部门推出包括降息降准等在内的一揽子金融政策措施，“两新”、“两重”等稳增长政策持续发力，为宏观经济稳健运行提供了关键支撑。其中，5月工业增加值增速进一步放缓，主要原因是外部经贸环境急剧变化继续影响企业出口贸易，5月工业企业出口交货值同比增速低位下滑，而国内“两新”政策发力对工业生产形成较强拉动。5月社零同比超预期提速，主要原因是耐用消费品以旧换新政策加力扩围在支撑居民商品消费方面继续发挥积极作用，当月家电、通讯器材、家具、文化办公用品等补贴政策范围内商品零售额延续两位数高增。1-5月固定资产投资累计同比增速为3.7%，较前值回落0.3个百分点。据测算，当月固定资产投资同比增速为2.7%，较上月回落0.8个百分点，主要原因是当月基建投资、制造业投资和房地产投资增速全面下行。

往后看，考虑到中美经贸对话磋商还会经历一个复杂曲折的过程，外需下滑的影响将主要在下半年体现，国内房地产市场止跌回稳基础也需要进一步夯实，接下来稳增长政策不会松劲。我们预计，下半年央行有望继续降息，财政政策也将在支持换新等方面出台新的增量措施；房地产支持政策方面，接下来在强化保障房收购、推进旧改和城中村改造、加大房地产项目“白名单”贷款拨付的同时，还需以下调居民房贷利率为核心，加大力度推进房地产市场止跌回稳。

具体解读如下：

一、5月工业增加值增速进一步放缓，主要原因是外部经贸环境急剧变化继续影响企业出口贸易，5月工业企业出口交货值同比增速低位下滑，而国内“两新”政策发力对工业生产形成较强拉动。

5月规上工业增加值同比增长5.8%，增速较上月回落0.3个百分点。从三大门类看，5月采矿业增加值同比增速与上月持平，电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比增速小幅加快，但在工业中占比最高的制造业增加值增速较上月下滑0.4个百分点至6.2%，拖累当月工业生产增速整体放缓。主要原因是外部经贸环境急剧变化继续影响企业出口贸易，5月工业企业出口交货值同比增速从上月的0.9%进一步回落至0.6%。

不过，近两个月，在出口交货值增速大幅放缓的情况下，工业增加值同比仍处于6.0%左右的较快增长水平，主要原因是“两新”等扩内需政策发力，加之科技创新与产业创新加速融合，高技术产业发展向好，对工业生产整体表现产生支撑作用。可以看到，5月耐用消费品以旧换新政策相关行业生产保持快速增长，其中，汽车制造业增加值同比增长11.6%（前值9.2%），家电、数码产品隶属的电气机械及器材制造业与计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比增速分别为11.0%（前值13.4%）和10.2%（前值10.8%）。同时，5月装备制造业增加值同比增长9.0%，高技术制造业增加值增长8.6%，分别快于全部规上工业增加值增速3.2和2.8个百分点。

展望未来，尽管5月中旬中美贸易战暂缓，但当前美国对华关税仍处于很高水平，加之外需放缓势头已经形成，预计6月出口增长仍将偏弱，这将持续拖累工业生产。同时考虑到已有扩内需政策效用有所减弱——6月以来，受资金接续断档等因素影响，部分地区“国补”阶段性暂停——预计6月工业增加值增速会进一步下滑至5.2%左右。总体上看，我们认为接下来工业生产增速或有一个持续放缓过程，全年工业生产增速将低于GDP增速，经济增长动能将再度向服务业切换。

二、5月社零同比超预期提速，主要原因是耐用消费品以旧换新政策加力扩围在支撑居民商品消费方面继续发挥积极作用，当月家电、通讯器材、家具、文化办公用品等补贴政策范围内商品零售额延续两位数高增。同时，5月汽车零售额增速有所反弹，但与汽车销量之间的增速差依然巨大，这主要源于价格压力。

5月社零同比增长6.4%，增速较上月加快1.3个百分点，超出市场预期。主要原因是耐用消费品以旧换新政策加力扩围在支撑居民商品消费方面继续发挥积极作用。从以旧换新政策范围内的商品销售情况看，5月限额以上单位家电、通讯器材、家具、文化办公用品等商品零售额增速延续两位数高增，同比

分别增长 53.0%（前值 38.8%）、33.0%（前值 19.9%）、25.6%（前值 26.9%）、30.5%（前值 33.5%），明显快于商品零售整体增速。另外值得一提的是，据乘联会数据，在以旧换新政策带动下，5 月广义乘用车销量同比增长 13.6%（前值 14.8%），但当月限额以上单位汽车零售额同比增速仅为 1.1%（前值 0.7%），显示汽车销售额与销量之间仍存在明显的增速差，这主要源于行业“价格战”造成的降价压力。

从限额以上单位其他商品类别零售额来看，5 月食品、日用品、中西药品等必需品零售额同比增速基本保持稳定。可选消费品中，5 月服装鞋帽、体育娱乐用品等商品零售额同比增速有所加快，其中，体育娱乐用品零售额增速较上月加快 5.0 个百分点至 28.3%；当月化妆品、金银珠宝、石油及制品、建筑装潢材料等商品零售额增速则有所放缓，其中，成品油价格下调拖累石油及制品零售额同比降幅扩大至 -7.0%（前值 -5.7%），建筑装潢材料和家具零售额增速下滑与当月商品房销售同比降幅扩大相印证。

整体上看，尽管外部经贸环境发生剧烈变化，但在促消费政策支撑下，5 月居民消费仍表现出较强韧性。近几个月，以旧换新政策范围内商品零售额快速增长，显示补贴政策对相关商品消费的提振效果明显，同时也反映出居民对消费补贴需求较大，这也导致补贴额度消耗较快，6 月以来部分地区因资金接续断档等原因而暂停“国补”。这可能会对 6 月商品零售增速造成一定影响，预计 6 月社零增速将有所放缓。不过，我们判断，为应对“出口转内销”需求以及关税政策不确定性给居民消费信心造成的影响，部分地区“国补”暂停将是暂时的、阶段性的，接下来促消费政策力度还将进一步加码。同时，除了以旧换新政策为代表的提供消费补贴外，当前促消费的关键仍是尽快推动楼市回暖，这将有利于对冲外部环境变化给市场信心造成的影响，提振居民消费信心。

三、投资：1-5 月固定资产投资同比增速为 3.7%，较前值回落 0.3 个百分点。据测算，当月固定资产投资同比增速为 2.7%，较上月回落 0.8 个百分点。主要原因是当月基建投资、制造业投资和房地产投资增速全面下行。

具体来看，1-5 月制造业投资累计同比为 8.5%，增速较前值回落 0.3 个百分点，延续年初以来的高位小幅回落势头，符合市场预期。背后是外部环境波动加剧，短期内国内制造业投资信心受到一定影响。不过，国内大规模设备更新政策加码仍对制造业投资形成有力支撑。数据显示，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%。这也继续对 5 月制造业投资带来重要拉动效应，是当前制造业投资较快增长的重要原因。此外，5 月末制造业中长期贷款余额同比增长 8.8%，比全部贷款增速高 1.7 个百分点，也对制造业投资起到支撑作用。最后，1-5 月计算机及办公设备制造业，航空、航天器及设备制造业投资同比分别增长 24.2%、21.7%，显示新质生产力发展对制造业投资具有较强拉动作用。

展望未来，伴随外部经贸环境波动显著加大，国内制造业投资增速还会受到一定影响，预计1-6月制造业投资累计同比增速会降至8.3%左右。我们认为，除了外部经贸环境变化外，未来影响制造业投资的另一个不确定因素仍是国内房地产行业能否尽快实现软着陆，进而拉动制造业产品需求并提振投资信心。需要指出的是，今年宏观政策还会着力促进新质生产力发展，推动新旧增长动能转换，高技术制造业投资会延续高增状态。

房地产投资方面，1-5月累计同比为-10.7%，降幅较前值扩大0.4个百分点，当月同比为-12.4%，降幅较前值扩大0.9个百分点。主要原因是近期新房市场降温，房地产企业销售回款受到影响。受房地产市场持续调整影响，5月商品房新开工面积、竣工面积等施工数据仍处于深度下跌状态。

不过，数据显示，目前商业银行审批通过的“白名单”贷款增至6.7万亿元，较去年末大幅增加约1.7万亿，房企信贷资金来源整体呈现改善态势。我们认为，随着信贷资金来源改善，叠加上年同期房地产投资基数已降至较低水平，下半年房地产投资同比降幅有收窄趋势。

1-5月基建投资（不含电力）累计同比增长5.6%，增速较上月回落0.2个百分点。据我们测算，5月当月基建投资（不含电力）同比增速为5.1%，较上月下行0.7个百分点，与当月和基建相关的高频数据以及建筑工地资金到位率表现偏弱相印证。在近期政府债持续处于发行高峰期的背景下，5月基建投资减速，背后的原因可能有两个：一是前期政府债发行以置换债为主，用于项目建设的专项债发行规模相对较低；二是或与项目落地节奏有一定关联。可以看到，5月20日发改委指出“力争6月底前下达完毕今年全部‘两重’建设项目清单”。最后，5月“关税战”降温，也可能在一定程度上降低了基建投资稳增长迫切性。往后看，下半年外部环境仍然具有很大的挑战性，还需要基建投资发挥宏观经济“稳定器”作用。我们预计，伴随项目建设专项债发行规模扩大，以及项目落地速度加快，后期基建投资提速仍是大方向。

最后，5月份，全国城镇调查失业率为5.0%，比上月下降0.1个百分点，低于全年“5.5%左右”的控制目标。这也是当前宏观经济运行平稳的一个体现。总体上看，在外部波动较大的环境下，5月央行等部门推出包括降息降准等在内的一揽子金融政策措施，“两新”、“两重”等稳增长政策持续发力，为宏观经济稳健运行提供了关键支撑。

往后看，考虑到中美经贸对话磋商还会经历一个复杂曲折的过程，外需下滑的影响将主要在下半年体现，国内房地产市场止跌回稳基础也需要进一步夯实，接下来稳增长政策不会松劲。我们预计，下半年央行有望继续降息，财政政策也将在支持换新等方面出台新的增量措施；房地产支持政策方面，接下来在强化保障房收购、推进旧改和城中村改造、加大房地产项目“白名单”贷款拨付的同时，还需以下

调居民房贷利率为核心，加大力度推进房地产市场止跌回稳。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。