

宏观 | 点评报告

证券研究报告

2025/6/17

5月经济数据点评——

消费增速超预期上行

证券分析师： 徐超
分析师登记编号： S1190521050001

证券分析师： 万琦
分析师登记编号： S1190524070001

目录

- 1、外部因素约束工业生产
- 2、多因素带动社零同比超预期上行
- 3、投资分项同比均有放缓
- 4、失业率延续回落走势

- 中国5月规模以上工业增加值同比增长5.8%，预期5.9%，前值6.1%。
- 中国5月社会消费品零售总额同比增长6.4%，预期5.0%，前值5.1%。
- 中国1-5月固定资产投资(不含农户)同比增长3.7%，预期3.9%，前值4.0%。
- 中国5月全国城镇调查失业率为5.0%，前值5.1%。

图表1：经济数据主要分项

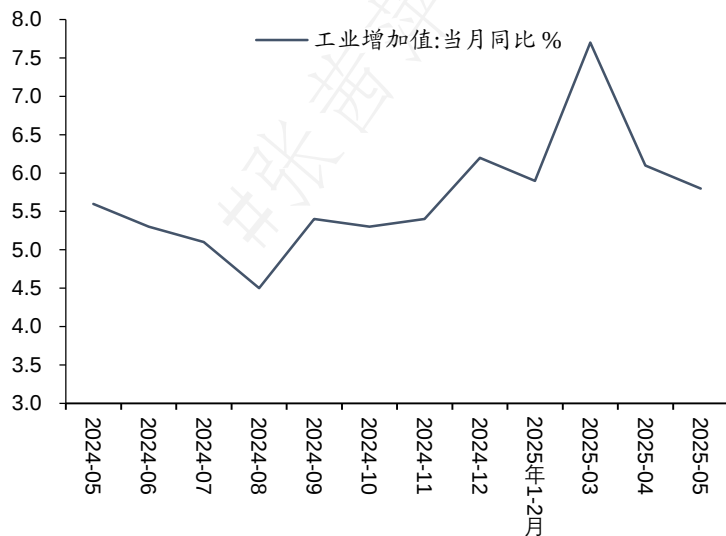
单位：%	2025/5	2025/4	2025/3	2025/2	2024/12	2024/11	2024/10	2024/9	2024/8	2024/7	2024/6	2024/5
规模以上工业增加值	5.8	6.1	7.7	5.9	6.2	5.4	5.3	5.4	4.5	5.1	5.3	5.6
采矿业	5.7	5.7	9.3	4.3	2.4	4.2	4.6	3.7	3.7	4.6	4.4	3.6
制造业	6.2	6.6	7.9	6.9	7.4	6.0	5.4	5.2	4.3	5.3	5.5	6.0
电热水	2.0	1.2	3.3	1.1	1.2	1.8	5.5	10.2	6.9	3.2	4.1	4.0
社会消费品零售总额	6.4	5.1	5.9	4.0	3.7	3.0	4.8	3.2	2.1	2.7	2.0	3.7
商品消费	6.5	5.1	5.9	3.9	3.9	2.8	5.0	3.3	1.9	2.7	1.5	3.6
餐饮业消费	5.9	5.2	5.6	4.3	2.7	4.0	3.2	3.1	3.3	3.0	5.4	5.0
固投（累计）	3.7	4.0	4.2	4.1	3.2	3.3	3.4	3.4	3.4	3.6	3.9	4.0
房地产业	-10.7	-10.3	-9.9	-9.8	-10.6	-10.4	-10.3	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.1
基建 (不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)	5.6	5.8	5.8	5.6	4.4	4.2	4.3	4.1	4.4	4.9	5.4	5.7
制造业	8.5	8.8	9.1	9.0	9.2	9.3	9.3	9.2	9.1	9.3	9.5	9.6
失业率	5.0	5.1	5.2	5.4	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	5.2	5.0	5.0
外来户籍人口	5.0	4.8	4.9	5.0	4.6	4.6	4.8	4.8	4.9	5.1	4.8	4.7

资料来源：iFinD，太平洋证券

1、外部因素约束工业生产

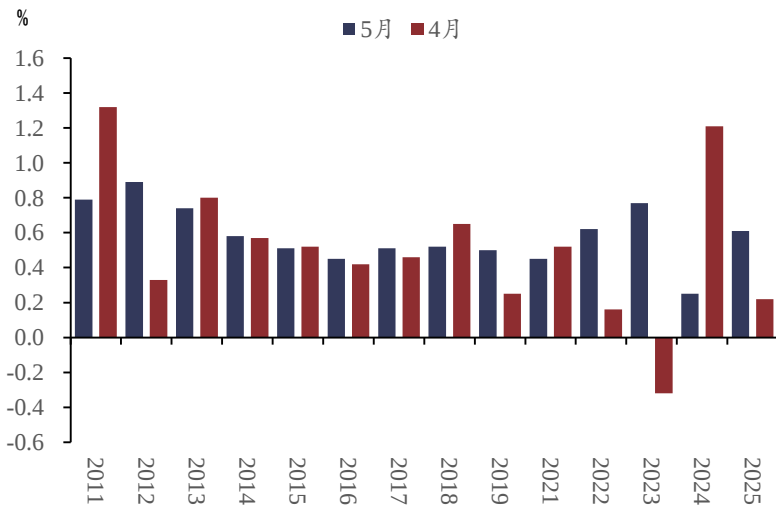
► **工业生产增速延续回落，韧性仍存。**5月规模以上工业增加值同比实际增长5.8%（前值为6.1%），小幅低于市场预期。环比看，5月规模以上工业增加值比上月增长0.61%，略高于过去五年历史同期均值水平。本月规模以上工业生产同比增速持续下行，或受出口回落的拖累。本月工业企业出口交货值当月同比较前值进一步下行0.3个百分点至0.6%。

图表2：规模以上工业增加值当月同比



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表3：2011年-2025年（除2020年）4月及5月规模以上工业增加值环比

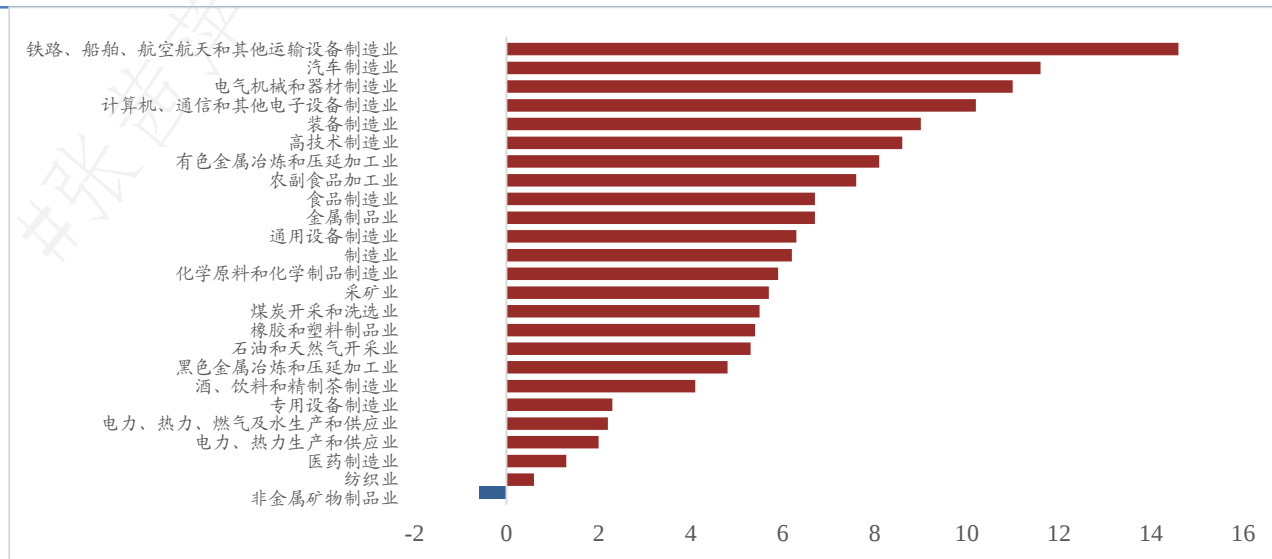


资料来源：iFinD，太平洋证券

1、外部因素约束工业生产

➤相比而言，本月内需为工业生产提供不小助力，政策红利及新质生产力相关行业生产相对亮眼。一方面，在“两新”政策的支持下，重点行业生产高速增长。国家统计局数据显示，设备更新层面，本月规模以上装备制造业增加值增长9%，对工业生产贡献率达到54.3%；规模以上锂离子电池制造、船舶及相关装置制造、锅炉及原动设备制造等行业增加值同比分别增长28.6%、12.8%、11.8%；消费品以旧换新角度，新能源汽车、平板电脑、电动自行车等产品产量分别增长31.7%、30.9%和20.5%。另一方面，随新质生产力的发展，国内中高端行业生产增速处于高位水平。本月高技术制造业增加值同比增长8.6%，其中3D打印设备、集成电路产量分别增长40%和11.5%。

图表4：规模以上工业增加值5月同比-分行业

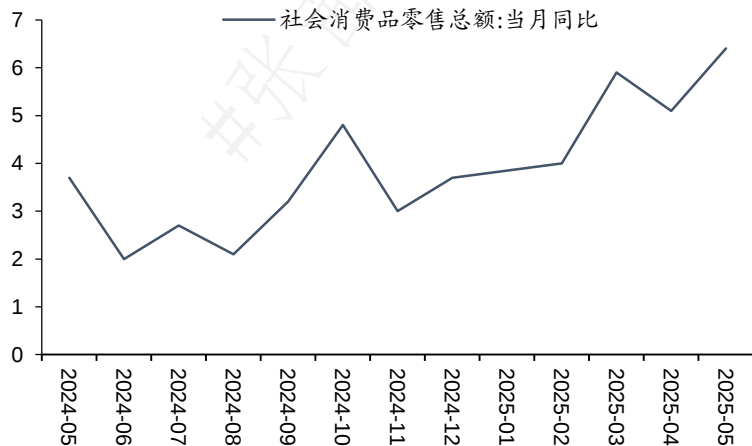


资料来源：iFinD，太平洋证券

2、多因素带动社零同比超预期上行

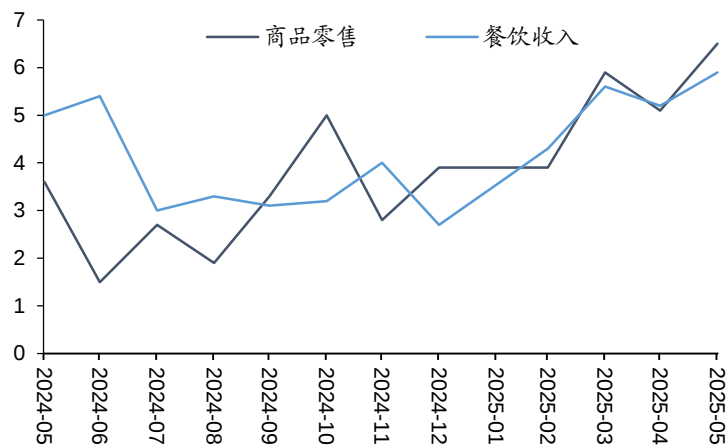
► **社零增长超市场预期，背后存在多元驱动。**5月社零同比增长6.4%，明显超出市场预期，增速较上月上行1.3个百分点。季调环比0.93%，与历史同期相比处于偏高水平。结构上，商品零售的贡献相对明显。本月商品零售同比6.5%，较前值回升1.4个百分点；餐饮收入同比5.9%，较前值回升0.7个百分点。

图表5：社零总额当月同比



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表6：社零总额同比-分项

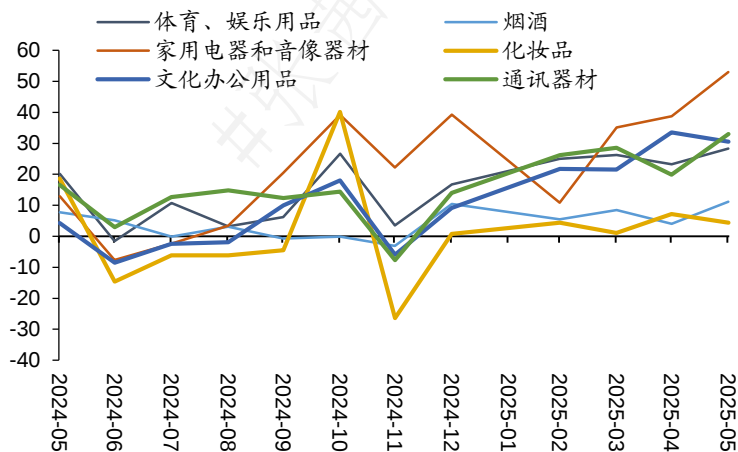


资料来源：iFinD，太平洋证券

2、多因素带动社零同比超预期上行

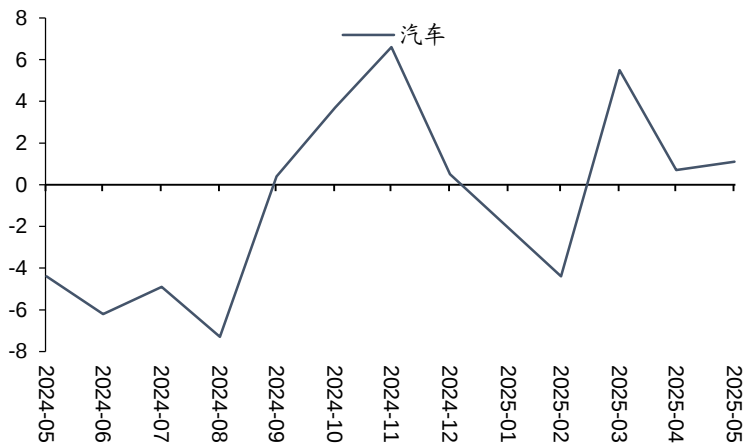
►梳理本月社零超预期增长的支撑因素，主要有以下几点：一则，促消费政策的持续支持。在以旧换新政策的助力下，重点品类消费需求有进一步释放。根据国家统计局，5月份，限额以上单位家用电器和音像器材类、通讯器材类、文化办公用品类、家具类商品零售额同比分别增长53%、33%、30.5%、25.6%，合计拉动社会消费品零售总额增长1.9个百分点，比上月提高0.5个百分点。二则，电商大促活动的提前启动。5月中上旬“6·18”活动提前开启，促进商品零售额加快增长。1-5月实物商品网上零售额同比增速较1-4月份加快0.5个百分点至6.3%。三则，节假日的催化。本月“五一”、“端午”假期带动文旅、聚会餐饮、出行服务等相关消费活跃度上行。此外，部分商品价格走高可能也有一定贡献。5月黄金价格呈现震荡上行态势，金银珠宝类商品零售额同比21.8%，虽有小幅回落，但维持两位数高增。

图表7：零售额同比-部分重点行业



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表8：零售额同比-汽车

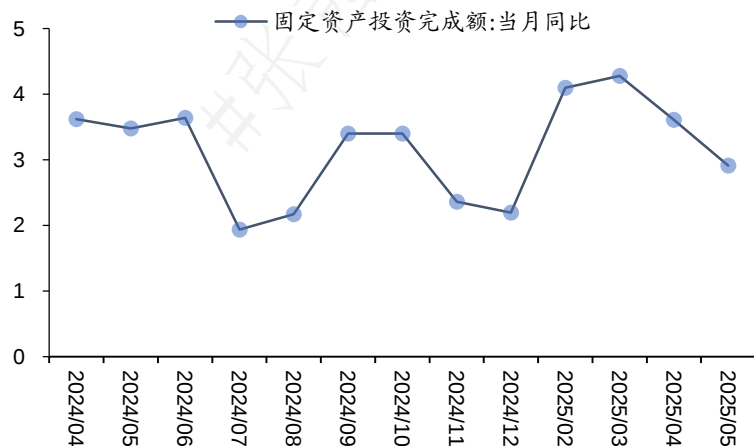


资料来源：iFinD，太平洋证券

3、投资分项同比均有放缓

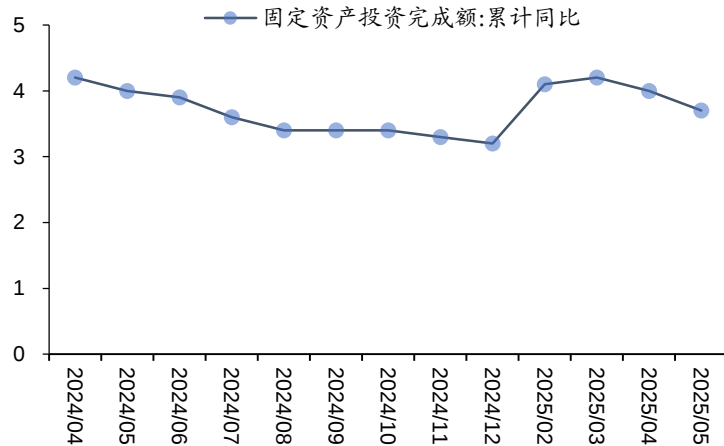
➤ **固定资产投资同比增速持续放缓，制造业投资韧性较强。**1-5月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长3.7%，相比4月有所下行且不及市场预期。单月角度，5月固定资产投资同比增长2.9%，较前值回落0.7个百分点。环比而言基本持平，微增0.05%。结构上看，本月制造业、基建及地产投资分项同比增速普遍回落，其中制造业投资相对具备韧性，单月同比超出整体投资，同时增速下滑幅度较小，依旧是固定资产投资的关键贡献。

图表9：固定资产投资完成额当月同比



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表10：固定资产投资完成额累计同比

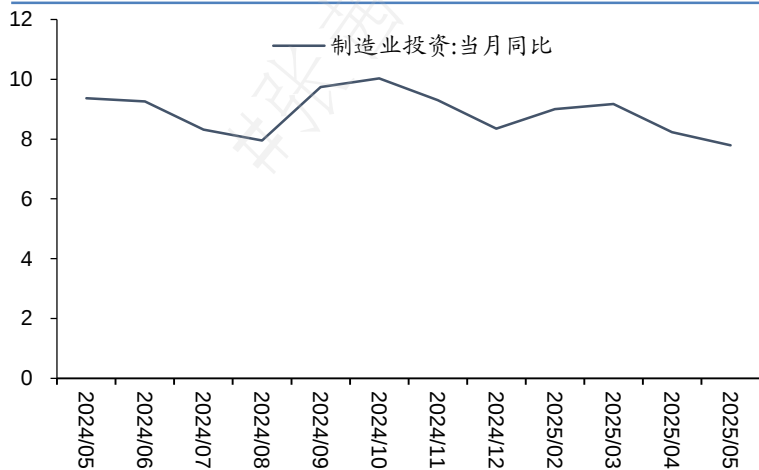


资料来源：iFinD，太平洋证券

3、投资分项同比均有放缓

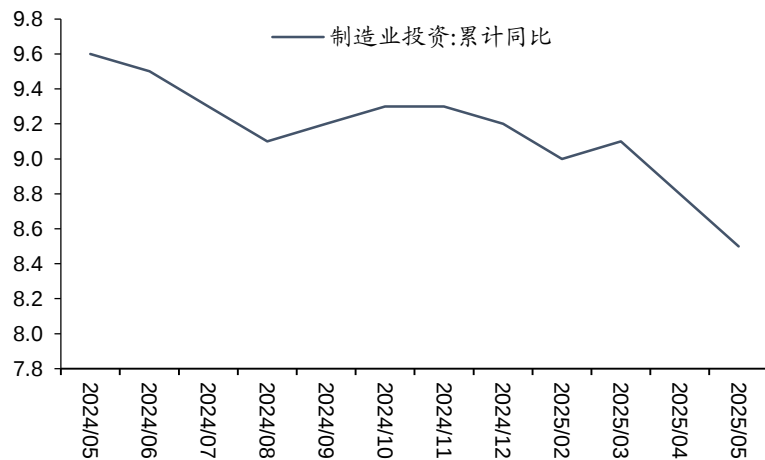
► **制造业投资方面，政策仍有助力，外部不确定性有一定拖累。**本月制造业投资当月同比增速较前值下行0.4个百分点至7.8%。1-5月累计同比8.5%，较前值回落0.3个百分点。制造业投资的韧性或来自“设备更新”政策红利相关行业。前5个月设备工器具购置投资增长17.3%，拉动全部投资增长2.3个百分点，对投资增长的贡献率达到63.6%。具体行业而言，本月铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、有色金属冶炼和压延加工业、计算机、通信和其他电子设备制造业投资累计同比增速边际下滑相对明显，可能受外部环境趋于复杂的影响，一方面关税对外需的负面冲击进一步显现，影响国内制造业企业的生产与投资，另一方面，面对外部环境的不确定性，国内制造业企业对加大资本开支扩大产能也持有保守谨慎的态度，这在本月企业中长贷上也有一定体现。

图表11：制造业投资当月同比



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表12：制造业投资累计同比

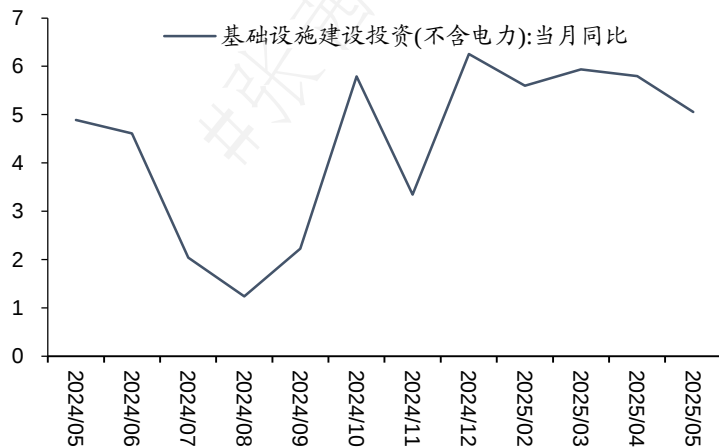


资料来源：iFinD，太平洋证券

3、投资分项同比均有放缓

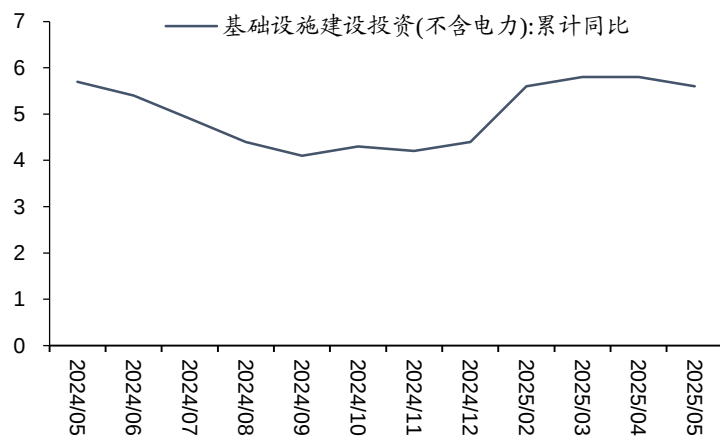
► **基建投资景气度持续回落。**1-5月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长5.6%，相比1-4月累计同比回落0.2个百分点。单月来看，本月广义及狭义基建同比增速均有不同程度的下行。广义基建投资当月同比增长9.2%，较前值回落0.4个百分点；狭义基建同比增速为5.1%（前值为5.8%）。结构上看，广义基建同比增速处于较高水平且更具韧性，回落幅度较小，表明公用事业是基建投资的重要拉动，同时也反映出地方主导的基建项目增长动能偏弱。5月国家发改委表示力争6月底前下达完毕今年全部“两重”建设项目清单，关注后续项目下达、专项债以及超长期特别国债发行以及新型政策性金融工具的推出情况。

图表13：基础设施建设投资当月同比



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表14：基础设施建设投资累计同比

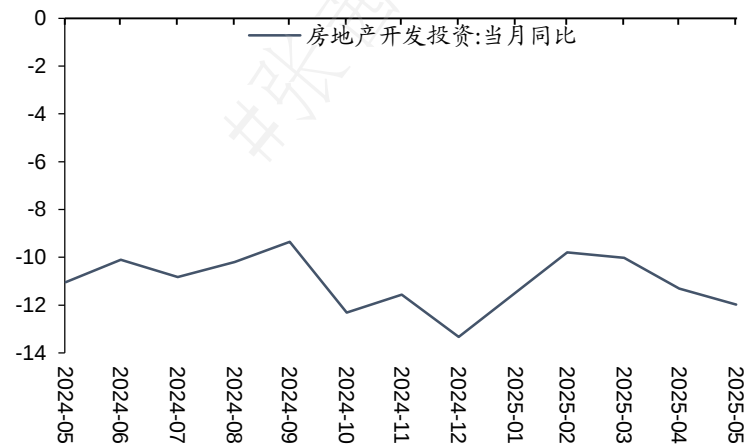


资料来源：iFinD，太平洋证券

3、投资分项同比均有放缓

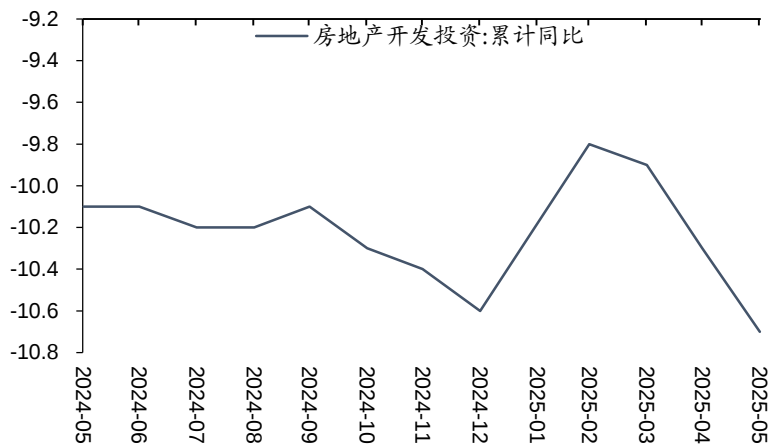
► **房地产市场仍处调整进程。**本月新建商品房销售面积及全国房地产开发投资单月同比降幅进一步扩大，价格层面，70个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格均环比下降，房地产市场依旧低位运行。本月关税扰动有所缓和，在一定程度上可缓解居民购房观望情绪，但居民收入预期尚未出现明显修复，这可能对购房需求的释放形一定制约。5月公积金贷款利率下调落地、城市更新支持性政策的设计进一步完善，后续促进房地产市场止跌回稳的举措有望加码。6月13日国务院常务会议定调要“更大力度推动房地产市场止跌回稳”；国家统计局指出，下阶段要“持续推动城市更新和危旧房改造，加大‘好房子’建设供应力度，促进刚性和改善性住房需求释放”。

图表15：房地产开发投资当月同比



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表16：房地产开发投资累计同比

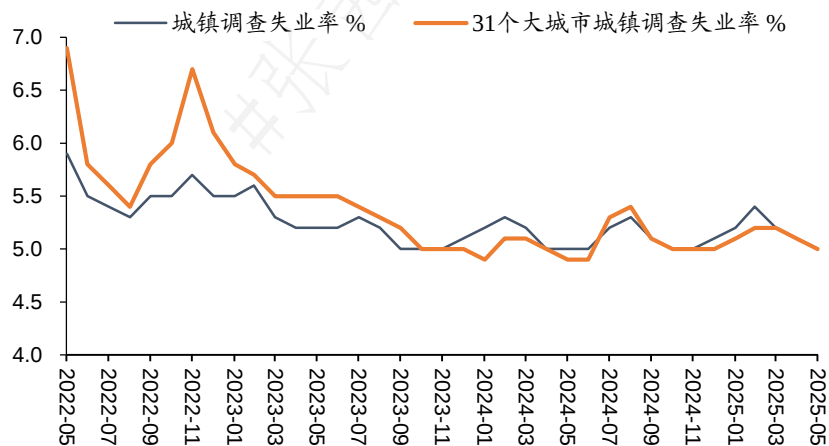


资料来源：iFinD，太平洋证券

4、失业率延续回落走势

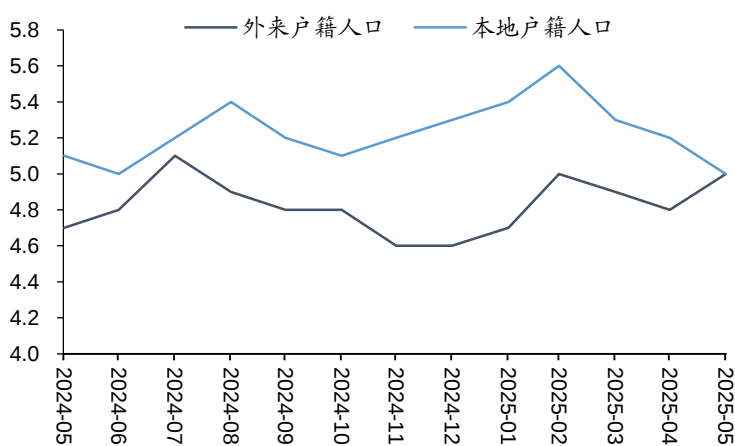
- **就业形势保持总体稳定。**5月份就业形势出现了一定积极变化，一是全国以及31个大城市城镇调查失业率持续下行。本月全国城镇调查失业率为5%，比上月下降0.1个百分点，连续3个月保持下降；31个大城市城镇调查失业率为5.0%，比上月下降0.1个百分点。二是重点就业人群失业率保持稳定。根据国家统计局，青年人失业率已经连续3个月下降。这受益于国内扩内需及稳就业政策的显效发力。
- 失业率边际改善的同时也需注意到，就业仍面临结构上的压力。外部环境趋于复杂叠加国内有效需求待提振，对于劳动力市场形成一定冲击。本月外来户籍劳动力调查失业率为5.0%，外来农业户籍劳动力调查失业率为4.9%。均比上月提高0.2个百分点。对于“人力资源供需不匹配”的问题，国家统计局表示下一阶段要“进一步稳就业稳经济”。

图表17：调查失业率



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表18：本地及外地户籍就业人员调查失业率



资料来源：iFinD，太平洋证券

风险提示

- 政策力度不及预期；
- 地缘政治不确定性
- 外部环境变化超预期。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。