

【申银万国期货】经济韧性逐渐凸显，供需结构仍需改善

——中国宏观经济周度报告

2025 年 05 月 25 日

申银万国期货研究所

分析师：唐广华

从业资格号：F3010997

交易咨询号：Z0011162

电话：021-5058 6292

邮箱：tanggh@sywgqh.com.cn

联系人：孙西明

从业资格号：F03134969

电话：021-5058 5921

邮箱：sunxm@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：中国(上海)自由贸易试验区
东方路 800 号 7 楼、8 楼、
10 楼、11 楼、3401 室

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货
宏观金融研究



申银万国期货研究



宏观与商品

摘要：

➤ **财政仍有提速空间。**“增量政策”拉开序幕，金融政策已然先行，后续财政支出节奏及投向或是焦点。5月20日，财政部公布2025年前4月财政收支情况。前4月，一般公共预算收入80616亿元，同比下降0.4%；前4月，一般公共预算支出93581亿元，同比增长4.6%。关税“暂缓期”亦是既定政策加快落地、增量政策加强储备的窗口期。财政一方面关注债务发行使用情况，另一方面重点关注“续力”的可能。“准财政”或落地较快，关注政金债、PSL等融资情况；预算调整则流程相对较长，重点关注后续召开的全国人大常委会会议等。

➤ **新质生产力持续引领工业较快增长。**4月份，全国规模以上工业增加值同比增长6.1%，环比增长0.22%。装备制造业增加值同比增长9.8%，高技术制造业增加值增长10.0%，分别快于全部规模以上工业增加值3.7和3.9个百分点。4月份，“人工智能+”的驱动作用在增强，数字产业蓬勃发展，我国规模以上数字产品制造业增加值同比增长10%。新质生产力强调创新驱动、技术密集和高附加值，其发展带动了装备制造业和高技术制造业的快速增长。此外，随着制造业高端化、智能化、绿色化持续推进，大规模设备更新政策效应显现，制造业投资保持了较快增长，这也为新质生产力的发展提供了有力支撑。总体来看，新质生产力的崛起正在重塑工业增长格局，推动工业经济向高质量发展迈进。

➤ **提振消费政策推动市场销售稳定增长。**4月份，社会消费品零售总额实现同比、环比双增长，反映出提振消费政策正有效推动市场销售稳定增长。政策层面，各地围绕汽车、家电等重点领域出台以旧换新补贴、优化消费服务等举措，通过直接降低消费成本、改善消费体验，有效激发居民消费意愿。需求端，补贴政策直接减少消费者支出，降低决策门槛，促使潜在消费需求转化为实际购买力；优化服务流程则提升消费便利性，增强消费吸引力。供给端，企业积极响应政策，加大优惠力度、丰富产品供给，进一步活跃市场氛围。这种供需两端的协同发力，形成良性循环，推动消费市场规模持续扩大、活跃度不断提升，为经济增长注入强劲动力，也体现出政策精准发力对稳定市场预期、促进消费复苏的关键作用。

➤ **关税警告。**美国财长贝森特警告称，美国的一些贸易伙伴可能很快会面临关税税率再次大幅上调。贝森特表示，如果各国在7月初关税暂缓期到期前不“真诚地”进行谈判，且未能达成贸易协议，关税税率将很快恢复到“解放日”水平。

风险提示：国内市场有效需求不足；政策落地效果不及预期；外部环境变化。

一、国内热点概览

表 1 国内宏观环境概览

	概述	趋势
经济增长	稳中求进	高质量发展持续推进
消费	回升向好	消费需求持续恢复
工业	工业生产稳定增长	国内有效需求有待提升
基建	智能制造、数字基建成为关键领域	央国企发力设备更新
进出口	出口动能增强，外贸平稳增长	外贸向好势头巩固
库存	供需关系改善	需求陆续释放
货币	实施适度宽松的货币政策	择机降准降息
财政	实施更加积极的财政政策	打好政策“组合拳”
通胀	推进消费品以旧换新行动计划	提振消费
地产	持续用力推动房地产市场止跌回稳	构建房地产发展新模式

资料来源：申万期货研究所

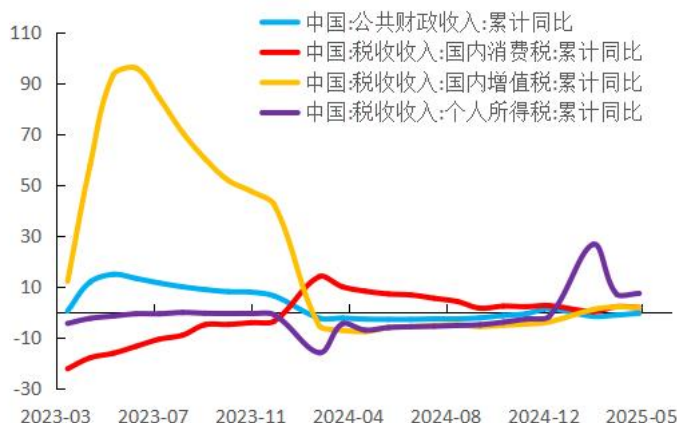
国内热点数据及事件：

财政仍有提速空间。“增量政策”拉开序幕，金融政策已然先行，后续财政支出节奏及投向或是焦点。5月20日，财政部公布2025年前4月财政收支情况。前4月，一般公共预算收入80616亿元，同比下降0.4%；前4月，一般公共预算支出93581亿元，同比增长4.6%。关税“暂缓期”亦是既定政策加快落地、增量政策加强储备的窗口期。财政一方面关注债务发行使用情况，另一方面重点关注“续力”的可能。“准财政”或落地较快，关注政金债、PSL等融资情况；预算调整则流程相对较长，重点关注后续召开的全国人大常委会会议等。

广义财政收支增速均有提升，前4月预算完成度均高于过去五年同期平均。2025年4月，广义财政收入同比2.7%，广义财政支出同比12.9%，分别较3月同比提升4.4、2.8个百分点；从预算完成度看，前4月广义财政收入预算完成33%，高于过去五年平均31.8%；广义财政支出预算完成28.4%，略高于过去五年平均28.2%。广义财政支出延续提速，或主因政府债务融资支撑。2025年4月，一般财政收支差-1.3万亿元，规模高于2020-2024年同期平均为-0.6万亿元，或指向国债、新增一般债等资金对一般财政支持形成有效支撑。当前国债净融资发行进度明显快于过往。截至5月16日，国债净融资规模达2.4万亿元，发行进度49.4%，明显高于2024年同期的20.9%。新增专项债发行进度依然偏慢，后续仍有提速空间。4月政府性基金支出提速或主因土地出让收入拖累缓解。

地产销售增速仍处低迷态势下，土地出让收入能否持续修复仍需跟踪。当前新增专项债发行进度依然偏慢，仍有提速空间。截至5月16日，新增专项债发行规模发行进度31%。后续若收入修复态势放缓，新增专项债或可加速发行支撑较高支出增速。

图 1：财政仍有提速空间（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

新质生产力持续引领工业较快增长。4月份，全国规模以上工业增加值同比增长6.1%，环比增长0.22%。装备制造业增加值同比增长9.8%，高技术制造业增加值增长10.0%，分别快于全部规模以上工业增加值3.7和3.9个百分点。4月份，“人工智能+”的驱动作用在增强，数字产业蓬勃发展，我国规模以上数字产品制造业增加值同比增长10%。新质生产力强调创新驱动、技术密集和高附加值，其发展带动了装备制造业和高技术制造业的快速增长。此外，随着制造业高端化、智能化、绿色化持续推进，大规模设备更新政策效应显现，制造业投资保持了较快增长，这也为新质生产力的发展提供了有力支撑。总体来看，新质生产力的崛起正在重塑工业增长格局，推动工业经济向高质量发展迈进。

图 2：新质生产力持续引领工业较快增长（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

提振消费政策推动市场销售稳定增长。4月份，社会消费品零售总额实现同比、环比双增长，反映出提振消费政策正有效推动市场销售稳定增长。政策层面，各地围绕汽车、家电等重点领域出台以旧换新补贴、优化消费服务等举措，通过直接降低消费成本、改善消费体验，有效激发居民消费意愿。需求端，补贴政策直接减少消费者支出，降低决策门槛，促使潜在消费需求转化为实际购买力；优化服务流程则提升消费便利性，增强消费吸引力。供给端，企业积极响应政策，加大优惠力度、丰富产品供给，进一步活跃市场氛围。这种供需两端的协同发力，形成良性循环，推动消费市场规模持续扩大、活跃度不断提升，为经济增长注入强劲动力，也体现出政策精准发力对稳定市场预期、促进消费复苏的关键作用。

固定资产投资持续扩大。1-4月固定资产投资数据表明，投资结构呈现分化态势，制造业投资增长较快成为拉动投资持续扩大的关键力量。政策层面，政府通过税收优惠、专项补贴、简化审批流程等举措，鼓励企业加大技术改造、设备更新和产能扩张，有效激发了制造业投资活力。从市场角度看，随着产业升级推进与新兴技术发展，新能源、高端装备制造等领域市场前景向好，企业为抢占市场份额、提升竞争力，主动加大投资布局。尽管房地产开发投资与商品房销售双降，但基础设施投资稳健增长，与制造业投资共同支撑固定资产投资规模持续扩大，体现出我国经济在投资驱动下，正加速向制造业等实体经济领域倾斜，推动经济高质量发展。

关税警告。美国财长贝森特警告称，美国的一些贸易伙伴可能很快会面临关税税率再次大幅上调。贝森特表示，如果各国在7月初关税暂缓期到期前不“真诚地”进行谈判，且未能达成贸易协议，关税税率将很快恢复到“解放日”水平。

美国5月标普全球制造业PMI初值52.3，预期50.1。5月22日，标普全球公布的数据显示，美国5月标普全球制造业PMI初值52.3，预期50.1，4月终值50.2。美国5月标普全球服务业PMI初值52.3，预期50.8，4月终值50.8。美国5月标普全球综合PMI初值52.1，预期50.3，4月终值50.6。标普全球市场情报公司首席商业经济学家Chris Williamson表示，美国5月份商业信心从4月份令人担忧的低迷中有所改善，对未来一年前景的悲观情绪有所缓解，这主要归功于暂停上调关税。由于需求回升，目前的产出增长也从4月份的近期低点回升。

二、国内高频数据观察

图 3：高炉开工率（%）



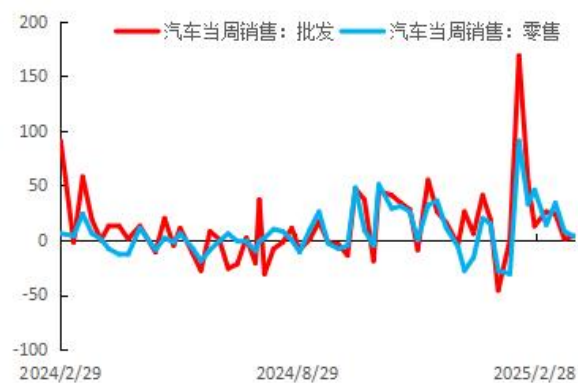
资料来源：Wind，申万期货研究所

图 4：下游织机开工率（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 5：汽车销售（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 6：汽车开工率（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

生产方面，4 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.1%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，4 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.22%。1—4 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.4%。分三大门类看，4 月份，采矿业增加值同比增长 5.7%，制造业增长 6.6%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 2.1%。分经济类型看，4 月份，国有控股企业增加值同比增长 2.9%；股份制企业增长 6.6%，外商及港澳台投资企业增长 3.9%；私营企业增长 6.7%。分行业看，4 月份，41 个大类行业中有 36 个行业增加值保持同比增长。其中，煤炭开采和洗选业增长 6.3%，石油和天然气开采业增长 4.3%，农副食品加工业增长 7.3%，酒、饮料和精制茶制造业增长 5.5%，纺织业增长 2.9%，化学原料和化学制品制造业增长 8.0%，非金属矿物制品

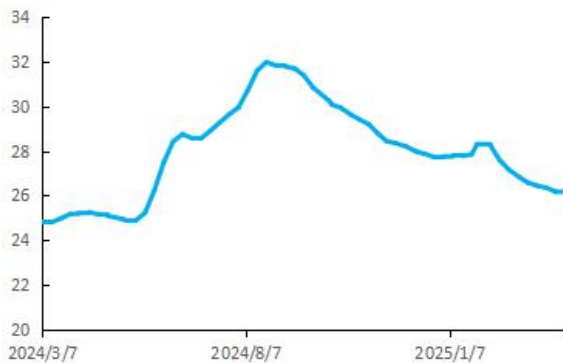
业增长 0.4%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 5.8%，有色金属冶炼和压延加工业增长 7.5%，通用设备制造业增长 7.8%，专用设备制造业增长 3.7%，汽车制造业增长 9.2%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 17.6%，电气机械和器材制造业增长 13.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 10.8%，电力、热力生产和供应业增长 1.2%。分产品看，4 月份，规模以上工业 623 种产品中有 341 种产品产量同比增长。其中，钢材 12509 万吨，同比增长 6.6%；水泥 16530 万吨，下降 5.3%；十种有色金属 676 万吨，增长 3.1%；乙烯 298 万吨，增长 10.1%；汽车 260.4 万辆，增长 8.5%，其中新能源汽车 122.8 万辆，增长 38.9%；发电量 7111 亿千瓦时，增长 0.9%；原油加工量 5803 万吨，下降 1.4%。4 月份，规模以上工业企业产品销售率为 97.2%，同比下降 0.2 个百分点；规模以上工业企业实现出口交货值 12469 亿元，同比名义增长 0.9%。

图 7：楼市成交有所恢复（%）

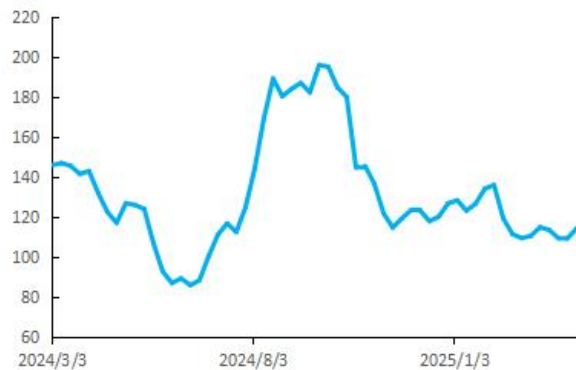

资料来源：Wind，申万期货研究所

图 8：二手房呈现量价分离（%）


资料来源：Wind，申万期货研究所

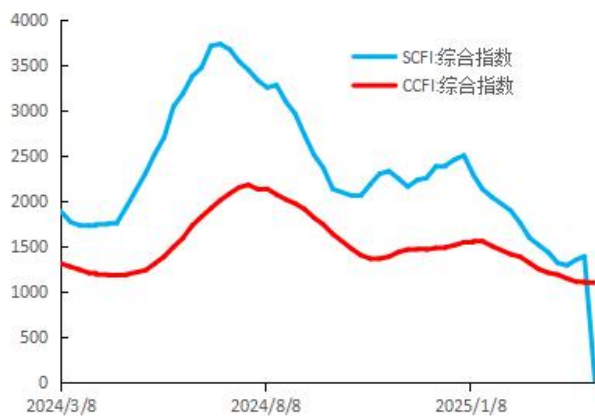
图 9：猪肉价格（元）


资料来源：Wind，申万期货研究所

图 10：蔬菜价格（点）


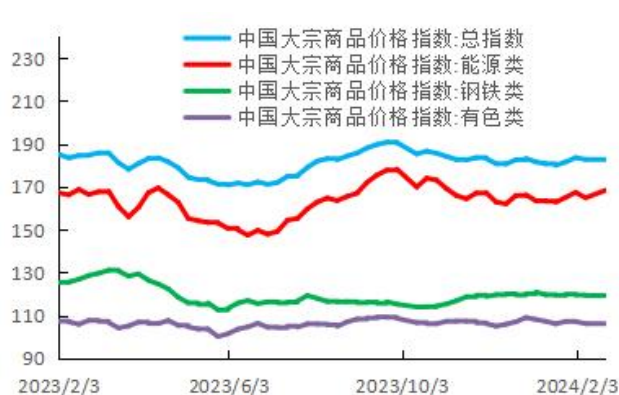
资料来源：Wind，申万期货研究所

图 11：航运指数（点）



资料来源：Wind，申万期货研究所

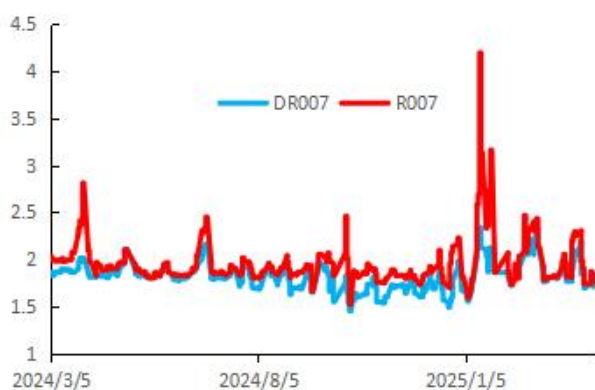
图 12：中国大宗商品价格指数（点）



资料来源：Wind，申万期货研究所

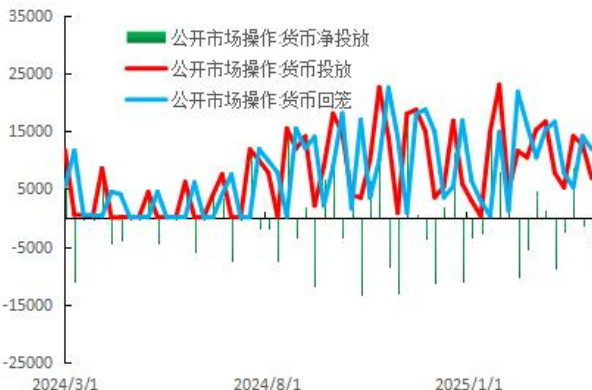
消费方面，4 月份，社会消费品零售总额 37174 亿元，同比增长 5.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额 33548 亿元，增长 5.6%。1—4 月份，社会消费品零售总额 161845 亿元，增长 4.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额 147005 亿元，增长 5.2%。按经营单位所在地分，4 月份，城镇消费品零售额 32376 亿元，同比增长 5.2%；乡村消费品零售额 4798 亿元，增长 4.7%。1—4 月份，城镇消费品零售额 140433 亿元，增长 4.7%；乡村消费品零售额 21412 亿元，增长 4.8%。按消费类型分，4 月份，商品零售额 33007 亿元，同比增长 5.1%；餐饮收入 4167 亿元，增长 5.2%。1—4 月份，商品零售额 143651 亿元，增长 4.7%；餐饮收入 18194 亿元，增长 4.8%。按零售业态分，1—4 月份，限额以上零售业单位中便利店、专业店、超市、百货店和品牌专卖店零售额同比分别增长 9.1%、6.4%、5.2%、1.7% 和 1.4%。1—4 月份，全国网上零售额 47419 亿元，同比增长 7.7%。其中，实物商品网上零售额 39265 亿元，增长 5.8%，占社会消费品零售总额的比重为 24.3%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 14.6%、0.5%、5.5%。

图 13：银行 7 天期逆回购（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 14：央行公开市场操作（亿元）

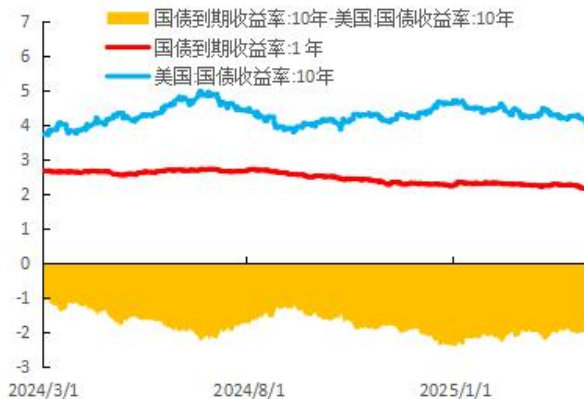


资料来源：Wind，申万期货研究所

图 15：人民币（点）



图 16：中美利差（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

资料来源：Wind，申万期货研究所

流动性方面，央行公告称，5月23日以固定利率、数量招标方式开展了1425亿元7天期逆回购操作，操作利率1.40%，投标量1425亿元，中标量1425亿元。5月21日以固定利率、数量招标方式开展了1570亿元7天期逆回购操作，操作利率1.40%，投标量1570亿元，中标量1570亿元。5月22日以固定利率、数量招标方式开展了1545亿元7天期逆回购操作，操作利率1.40%，投标量1545亿元，中标量1545亿元。

三、下周政策展望

货币端：央行发布《2025年第一季度中国货币政策执行报告》，当前外部冲击影响加大，世界经济增长动能不足，贸易保护主义抬头，地缘冲突持续存在，我国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固。也要看到，我国有超大规模市场、完备产业体系、丰富人才资源等诸多优势条件，经济长期向好的基本趋势没有改变，要坚定发展信心，以高质量发展的确定性应对外部环境变化的不确定性。《报告》明确，将平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡、支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系，**提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，增强宏观政策协调配合，扩大国内需求，稳定预期、激发活力，全力巩固经济发展和社**

会稳定的基本面。《报告》显示，货币政策逆周期调节效果较为明显。整体来看，人民银行继续坚持支持性的政策立场，实施适度宽松的货币政策，灵活开展公开市场操作，综合运用各类总量和结构性政策工具，保持流动性充裕，人民币汇率在复杂形势下保持基本稳定，金融市场运行整体平稳。在各项货币政策支持下，货币信贷合理增长，社会综合融资成本稳步下行，信贷结构进一步优化，持续多年、多次降准降息的累积效应不断显现，社会融资环境总体处于较为宽松状态。**提振消费是扩内需关键点。**提振消费是当前扩内需稳增长的关键点。中央经

济工作会议将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”列为2025年工作的首要重点任务。

财政端：政治局会议提出“要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度，确保基层‘三保’按时足额支出”。国务院开会强调“两重”建设支持新老基建项目。随着2024年地方重大项目逐步公布，传统基建项目仍是重要的发力方向。其次，由于我国建设现代产业体系的政策措施不断推进，新基建也是重要投向。**进一步深化财税体制改革，健全预算制度。**财政部表示，加大财政政策实施力度。一是加力支持“两新”工作。实施好汽车以旧换新补贴、新能源城市公交车及动力电池更新补贴等政策。二是更好发挥政府投资带动放大效应。发行并用好超长期特别国债，支持“两重”建设；加快地方政府专项债券发行使用，形成更多实物工作量；积极引导社会资本参与，着力提高投资综合效益。三是持续优化和落实好税费优惠政策。更好发挥关税等宏观调控职能，进一步优化调整进口税收政策。四是切实加强和货币等其他政策协同。综合运用政策性金融、贴息奖补、融资担保等政策工具，支持和撬动更多资金精准支持经济社会发展重点领域和薄弱环节。五是密切跟踪预算执行和政策落实情况。继续依法依规组织财政收入、提高收入质量，合理加快资金拨付和支出进度，严控非刚性非重点支出。及时评估和完善政策举措，健全重大政策和项目跟踪监督机制，推动政策和资金尽早落地显效。财政部部长在十四届全国人大三次会议经济主题记者会上表示，更加积极的财政政策体现了宏观调控针对性和前瞻性，可以理解为“持续用力、更加给力”。一方面，在市场存量政策上下功夫，抓好去年四季度出台的一揽子政策落地见效。另一方面在谋划好增量政策上出实招，用好用足政策空间，围绕惠民生、促消费、增后劲。**财政运行总体平稳，全年预算目标基本完成。**3月24日，财政部发布《2024年中国财政政策执行情况报告》。2024年是实现“十四五”规划目标任务的关键一年。面对外部压力加大、内部困难增多的严峻复杂形势，各级财政部门坚持积极的财政政策适度加力、提质增效，有效落实存量政策，推动出台并扎实实施一揽子增量政策，狠抓预算执行管理，强化宏观政策协同，有力促进经济回升向好和高质量发展。

内需端：政治局会议提出，“要积极扩大国内需求，落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。要创造更多消费场景，更好满足人民群众多样化、高品质消费需要。要深入推进以人为本的新型城镇化，持续释放消费和投资潜力。要实施好政府和社会资本合作新机制，充分激发民间投资活力。”本次将设备更新上升至政治局会议层面，预计后续各地以及各部委会增强内部政策的协同性。财政部等4部门印发通知

实施设备更新贷款财政贴息政策。政策内容显示，支持范围包括，经营主体按照《国务院关于印发〈推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案〉的通知》要求实施设备更新行动，纳入相关部门确定的备选项目清单，且银行向其发放的贷款获得中国人民银行设备更新相关再贷款支持的，中央财政对经营主体的银行贷款给予贴息。**实施提振消费专项行动，安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新，这一举措直接刺激居民对家电、汽车等耐用消费品的更新换代需求。**通过补贴等形式，降低居民购置新产品的成本，激发居民消费欲望，带动相关制造业企业的生产和销售。提高个税专项附加扣除标准等措施，增加了居民可支配收入，提升居民消费能力和意愿，发挥消费对经济的基础性作用。中央预算内投资拟安排7350亿元，支持“两重”建设，推动城市更新、乡村振兴等项目。在城市更新方面，老旧小区改造、城市基础设施升级等项目，不仅改善居民生活环境，还带动建筑、装修、环保等多个行业发展。乡村振兴项目中，农村道路建设、农田水利设施改善等投资，促进农村产业发展，缩小城乡差距。这些投资扩大了有效投资，发挥投资对优化供给结构的关键作用。持续用力推动房地产市场止跌回稳，加大保障性住房建设，推进收购存量商品房，一方面稳定房地产市场，避免因房地产市场波动引发金融风险；另一方面，保障性住房建设增加住房供给，改善民生，促进社会稳定。房地产市场的稳定还能间接拉动钢铁、水泥、家具等相关产业发展，为宏观经济营造良好发展环境。

外需端：根据对通胀前景、潜在通胀动态和货币政策传导力度的最新评估，现在适度放宽货币政策限制是合适的。特朗普全面改口。美国总统特朗普表示，自己无意解雇美联储主席鲍威尔，都是媒体在炒作。同时特朗普也对贸易冲突发表了一些软化立场的言论。美国总统特朗普对记者称，我们与中国相处得不错，同中方谈判时不会采取强硬态度。对华145%关税确实很高，协议达成后美对华关税将大幅下降，但不会降至零。中方必须同美达成协议，否则无法同美做生意。若不同美达成协议，就按美方说的办，美才是定规矩的一方。美财长贝森特表示，当前局势本质上是贸易禁运。美国目标并非与中国脱钩，两国可能在两到三年内达成一项全面协议。与中国就此类协议的谈判尚未开始。**通胀压力下美联储按兵不动。**在4月美国新增非农就业人口大超预期，体现劳动力市场仍有韧性的背景下，5月美联储利率会议继续按兵不动，声明表示经济前景有关的不确定性进一步增加，并判定，失业率上升和通胀上升的风险已经增加。新美联储通讯社称，美联储官员在考虑重点是就业的风险还是通胀的风险。**美国5月标普全球制造业PMI初值52.3，预期50.1。**5月22日，标普全球公布的数据显示，美国5月标普全球制造业PMI初值52.3，预期50.1，4月终值50.2。美国5月标普全球服务业PMI初值52.3，预期50.8，4月终值50.8。美国5月标普全球综合PMI初值52.1，预期50.3，4月终值50.6。标普全球市场情报公司首席商业经济学家Chris Williamson表示，美国5月份商业信心从4月份令人担忧的低迷中有所改善，对未来一年前景的悲观情绪有所缓

解，这主要归功于暂停上调关税。由于需求回升，目前的产出增长也从4月份的近期低点回升。

表2 下周重要事件及数据

5月26日	5月27日	5月28日	5月29日	5月30日
西班牙4月PPI月率	美国3月FHFA房价指数月率	美国5月里奇蒙德联储制造业指数	美国至5月24日当周初请失业金人数(万人)	美国4月核心PCE物价指数年率

资料来源：Wind，申万期货研究所

四、风险提示：

1. 国内市场有效需求不足；
2. 政策落地效果不及预期；
3. 外部环境变化。

声明

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

（核准文号 证监许可[2011]1284 号）

研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明

作者具有期货交易咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾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不当利益。

免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。