

5月稳增长政策发力叠加关税战降温，带动宏观经济景气度回升

—— 2025年5月PMI数据点评

王青 闫骏 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2025年5月，中国制造业采购经理指数（PMI）为49.5%，比4月上升0.5个百分点；5月非制造业商务活动指数为50.3%，比4月下降0.1个百分点，其中，建筑业商务活动指数为51.0%，比4月下降0.9个百分点，服务业PMI指数为50.2%，比4月上升0.1个百分点；5月综合PMI产出指数为50.4%，比4月上升0.2个百分点。

5月PMI数据要点解读如下：

5月制造业PMI指数上升0.5个百分点，符合预期。历史数据显示，5月制造业PMI指数季节性规律并不明显。由此，当月制造业PMI指数主要受关税战、宏观政策及经济基本面牵动。5月制造业PMI指数回升，背后主要有两个原因：一是4月25日中央政治局会议部署“加强超常规逆周期调节”，“加紧实施更加积极有为的宏观政策”。5月7日央行等部门推出包括降息降准在内的一揽子金融政策措施，当月新投放信贷、新增社融会获得支撑；5月公积金贷款利率下调0.25个百分点，对楼市形成一定利好效应。另外，近期财政支出节奏也在加快。我们认为，稳增长政策发力是5月制造业PMI各项分项指标全面改善、其中生产指数重回扩张区间的主要原因。二是5月12日中美关税战降温，下半月对美出口出现比较强烈的反弹。国家统计局公布的信息显示，5月PMI调查中部分涉美企业反映外贸订单加速重启，进出口情况有所改善。这是当月新出口订单指数和进口指数分别为47.5%和47.1%，比上月上升2.8和3.7个百分点的一个重要原因。以上两个原因都在供需两端对5月制造业景气度起到提振作用，推动当月制造业PMI指数较4月有所回升。

不过，当前美国对华关税仍处于40%以上的明显偏高水平，5月出口减速势头有可能进一步显现，国内房地产市场仍处在调整状态，这些都限制了5月制造业PMI指数回升幅度，导致当月制造业景气度继续处于收缩状态。高频数据显示，5月除石油沥青装置等体现基建投资活动的行业开工率上行外，汽车、化工、钢铁等多数行业开工率都有不同程度的环比下滑，尽管下滑幅度较4月有所放缓。这些都与当月制造业PMI指数走势相印证

其他方面，5月受中美关税战降温等影响，国际大宗商品中的原油价格跌势放缓，铜、铝等有色金

属价格回升，但受需求不足等影响，国内定价的水泥、钢材、煤炭等工业品价格下行。以上因素对冲，导致5月制造业PMI指数中两个价格指数环比均小幅下行0.1个百分点，继续处在较深的收缩区间。我们判断，5月PPI同比降幅将由上月的-2.7%扩大至-3.1%左右。

5月制造业PMI指数的主要亮点在于，代表新质生产力发展的高新技术制造业PMI指数虽较上月回落0.6个百分点，但连续4个月处于51.5%的扩张区间。这表明在市场需求较旺、政策支持较强的双重带动下，当前高技术制造业不仅增速领先，而且具有很强的抗冲击能力。另外，5月装备制造业和消费品行业PMI分别为51.2%和50.2%，比上月上升1.6和0.8个百分点，均回升至扩张区间；此外，5月制造业生产活动预期指数从上月的52.1%回升至52.5%，都体现了当月稳增长政策发力、外部冲击有所缓解带来的积极影响。

5月服务业PMI指数为50.2%，较4月上升0.1个百分点，符合季节性规律。5月服务业PMI指数继续处于扩张区间，主要有两个原因：一是五一假期带动居民旅游出行等服务业景气度改善；二是新动能相关行业景气度继续处于较高水平，其中电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等行业商务活动指数均位于55.0%以上较高景气区间。

5月建筑业PMI指数为51.0%，较上月下降0.9个百分点，主要是受房地产投资活动下滑拖累。不过，当月代表基建活动的土木工程建筑业商务活动指数为62.3%，比上月上升1.4个百分点，连续两个月较快上行，显示外部波动加大背景下，近期稳增长政策正在显著加力。我们判断，5月基建投资增速会有所加快，后期也有提速空间。

整体上看，5月制造业PMI指数回升，综合PMI产出指数上行，显示稳增长政策发力正在对宏观经济运行带来关键支撑作用。4月25日政治局会议明确提出“加强超常规逆周期调节”，“要加紧实施更加积极有为的宏观政策”，这意味着后期扩内需将显著加力，重点是大力提振消费，推动基建投资提速，以及加力稳楼市。我们判断，接下来内需扩张将在很大程度上对冲外需放缓，成为宏观经济景气度的主要支撑点。另外，在中美关税战降温后，6月对美“抢出口”效应会有更为明显的体现。综合以上，6月制造业PMI指数会进一步升至49.7%左右。

需要指出的是，特朗普政府关税政策反复多变，未来中美经贸对话磋商还将经历一个复杂曲折的过程，国内房地产行业止跌回稳的基础也需要进一步夯实。这都意味着下半年宏观经济景气度还将面临一定压力。我们预计，在央行5月7日宣布降息降准之后，下半年货币政策还有较大“适度宽松”空间，财政政策在促消费、扩投资方面也将进一步出台增量政策措施，国内宏观政策持续发力将成为稳定经济运行的最大确定性因素。

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。