



# 关税博弈缓和下，制造业景气度回升

## —2025年5月PMI数据点评

### 点评

- **制造业PMI：景气指数小幅回升，生产端重新扩张。**由于中美关税博弈边际缓和，2025年5月制造业PMI较4月回升0.5个百分点至49.5%，但仍连续两个月位于收缩区间，低于季节性表现（2015-2024年5月制造业PMI平均为50.23%）。从需求端看，由于出口改善，5月新订单指数较上月回升0.6个百分点至49.8%，但连续两个月收缩，内外需仍偏弱运行；从生产端看，由于外需压力减弱，企业生产止跌回升，5月生产指数回升0.9个百分点至50.7%，回到荣枯线之上。5月，生产指数高于新订单指数0.9个百分点，企业生产相对需求恢复更快。从企业预期来看，企业对后市预期改善，5月生产经营活动预期指数较上月回升0.4个百分点至52.5%。从就业情况看，就业市场略有回暖，5月从业人员指数较上月上升0.2个百分点至48.1%。5月7日，央行加大宏观调控强度，推出一揽子货币政策措施，有望降低制造业融资成本并提振市场预期。5月12日，中美经贸会谈后发布联合声明，取消报复性关税并暂缓实施对等关税，中美关税博弈边际缓和，有望支撑制造业景气度回升。
- **从进出口情况来看，新出口订单指数、进口指数均回升。**5月，新出口订单指数和进口指数分别为47.5%和47.1%，分别较上月升高2.8和3.7个百分点，进口指数低于新出口订单指数0.4个百分点。目前，美国对中国商品征收的关税已降至30%，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。从基本面来看，5月欧美日制造业景气度均回升，2025年5月美国Markit制造业PMI初值升至52.3%，超过市场预期，欧元区制造业PMI初值为49.4%，高于预期和前值，日本制造业PMI为49%，同样高于前值。短期内中美关税边际缓和或有助于我国进出口情况改善，但关税政策仍有较大不确定性。当地时间5月28日，美国联邦国际贸易法院作出裁决，叫停特朗普以“国家紧急状态”为由对全球多国加征关税，29日，美国联邦巡回上诉法院批准特朗普政府的请求，暂缓美国国际贸易法院此前做出裁决。美国关税政策后续仍有继续变动的可能性，但短期内我国进出口贸易或将有所改善。
- **从行业情况来看，装备和消费品制造业PMI回升，高技术制造业继续扩张。**新动能市场保持较好需求，装备制造业PMI回升1.6个百分点至51.2%，重新回到扩张区间，高技术制造业PMI下滑0.6个百分点至50.9%，仍连续4个月扩张，装备制造业和高技术制造业的新订单指数均运行在52%以上，尤其是两大行业新出口订单指数分别较上月上升超过5个和3个百分点，均升至扩张区间，显示新动能出口短暂下降后较快回升，展现出较强活力；受出口压力放缓影响，消费品制造业PMI也回升0.8个百分点至50.2%，重回荣枯线上，消费品制造业新出口订单指数较上月上升超过6个百分点至扩张区间，并带动新订单指数较上月上升1.6个百分点至51%以上；基础原材料制造业PMI则进一步走低0.7个百分点至47%，连续3个月下降，或与国际大宗商品价格持续疲弱有关。受中美关税边际缓和影响，对出口依赖度相对较高的装备制造业和消费品制造业景气度改善较多，后续有望继续保持扩张。5月7日，央行提出增加3000亿元科技创新和技术改造再贷款额度，创设科技创新债券风险分担工具，预计在一系列金融政策支持下，新动能行业有望保持扩张态势。
- **不同规模企业景气走势分化，大型企业支撑作用较强。**分企业规模看，5月，不同规模企业景气走势分化，大型企业PMI回升1.5个百分点至50.7%，再度回到扩张区间，中型企业PMI下滑1.3个百分点至47.5%，小型企业PMI回升0.6个百分点至47.5%，中、小型企业PMI分别连续5、13个月收缩。其中，大型企业生产指数较上月上升接近1.7个百分点至51.5%，新订单指数较

### 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

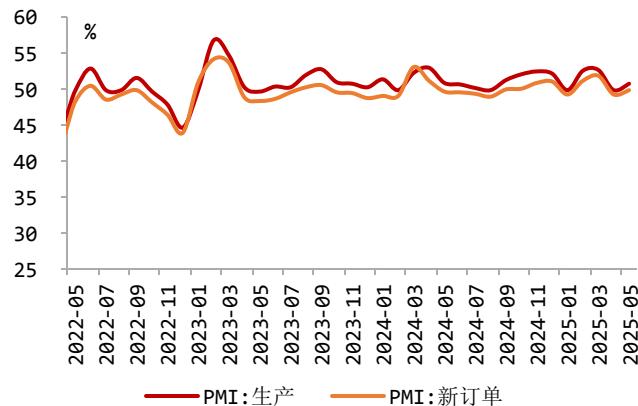
邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

### 相关研究

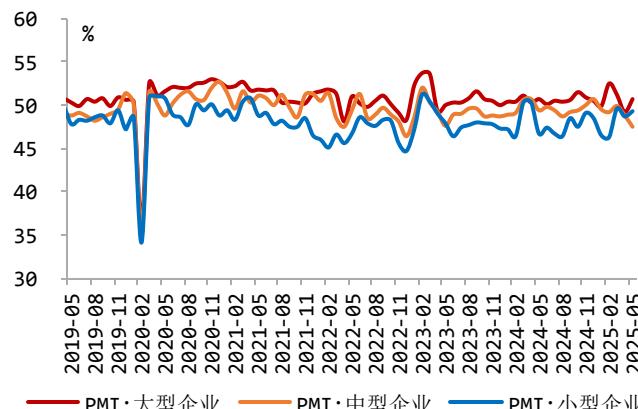
1. 工企盈利改善，美关税政策“过山车”  
(2025-05-30)
2. “低利率时代”息差收窄，美国PMI超预期扩张 (2025-05-25)
3. 美国贸易战的历史镜像——贸易、经济及货币秩序的影响拆解 (2025-05-22)
4. 生产仍具韧性，地产和消费边际走弱——2025年4月经济数据点评  
(2025-05-20)
5. 关税博弈阶段性缓和，美国通胀仍在下行 (2025-05-17)
6. 政府债支撑社融，信贷呈现“小月”走势——4月社融数据点评  
(2025-05-15)
7. “抢转口”支撑出口韧性——4月贸易数据点评 (2025-05-12)
8. 政策“组合拳”再现，德国政局有波折 (2025-05-09)
9. 假期出行热度延续，美国就业仍具韧性 (2025-05-04)
10. 关税冲击初现，景气再度收缩——4月PMI数据点评 (2025-04-30)

上月上升 3.0 个百分点至 52.5%，显示大型企业供需短期内明显增长，小型企业新订单指数较上月上升接近 1.6 个百分点至 50% 左右，生产指数也接近 50%，显示小型企业市场供需平稳运行。5 月 21 日，金融监管总局、中国人民银行、证监会等八部门联合发布《支持小微企业融资的若干措施》，向外贸、民营、科技、消费等重点领域倾斜对接帮扶资源，有望进一步改善小微企业、个体工商户融资状况。同时，中国人民银行等六部门印发《关于规范供应链金融业务 引导供应链信息服务机构更好服务中小企业融资有关事宜的通知》将于 6 月 15 日起实施，要求核心企业协助上下游中小企业融资，或将缓解中型企业回款难问题。

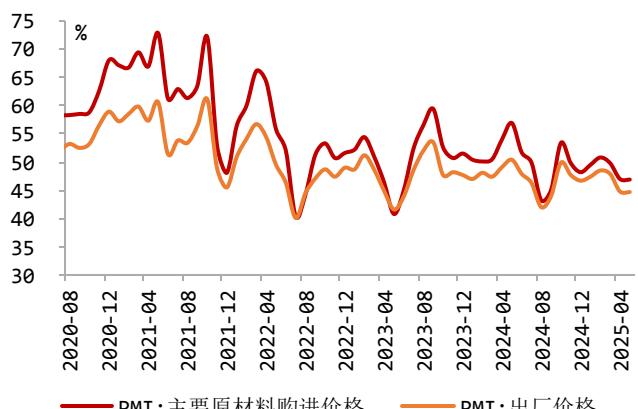
- **价格指数下降幅度收敛，产成品库存指数继续走低。** 5 月，由于关税缓和继续刺激短期补库需求，采购量指数较上月回升 1.3 个百分点至 47.6%，但仍在收缩区间。价格方面，主要原材料购进价格指数继续回落 0.1 个百分点至 46.9%，连续三个月收缩；出厂价格指数也回落 0.1 个百分点至 44.7%，连续 12 个月处于临界线之下，但 5 月下降幅度有所收敛。5 月份供需整体的偏弱运行带动原材料和产成品价格加快下行。国际上看，国际油价 5 月份呈现底部震荡走势，关税缓和与 OPEC 增产预期消息交织，但有消息称 OPEC+ 7 月或继续维持每日 41.1 万桶的幅度增产原油，进一步加剧油价下跌的压力，预计短期在供需两端因素作用下，国际油价可能延续震荡偏弱趋势；国内来看，随着后续财政政策加快落地，受国内需求驱动的商品价格可能将有所回升，预计短期价格指数将延续震荡偏弱走势。5 月，BCI 企业销售回升 0.02 个百分点至 57.28；利润前瞻指数回落 1.03 个百分点至 46.63；总成本前瞻指数小幅升高 0.13 个百分点至 62.68。5 月，配送方面，供应商配送时间指数为 50.0%，较上月回落 0.2 个百分点，连续 7 个月扩张，由于需求偏弱，供应商配送速度略有加快。库存方面，5 月，产成品库存指数为 46.5%，原材料库存指数为 47.4%，较上月分别回落 0.8 和回升 0.4 个百分点，库存指数继续保持在低位波动。
- **非制造业 PMI：服务业 PMI 勾升，建筑业扩张放缓。** 5 月，非制造业商务活动指数为 50.3%，较上月略降 0.1 个百分点，仍高于临界点，非制造业总体保持在扩张区间。**服务业方面**，5 月，服务业商务活动指数为 50.2%，上升 0.1 个百分点。从细分行业来看，居民旅游出行、餐饮消费等较为活跃，铁路运输和航空运输业商务活动指数均升至 60% 以上，景区服务业商务活动指数连续 2 个月上升，升至 52% 以上，住宿业和餐饮业商务活动指数均升至 50% 以上，环比升幅均超 4 个百分点，表明“五一”假期对相关行业形成提振；同时，在政策支持和市场需求带动下，邮政、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；得益于中美日内瓦经贸会谈达成协议，水上运输相关需求得到释放，水上运输业商务活动指数升至 60% 以上，新订单指数和新出口订单指数均升至 50% 以上。预计后续随着五一假期效应消退，服务业景气度边际或有所回落，而随着 5 月央行决定设立 5000 亿元“服务消费与养老再贷款”，对服务和养老相关服务消费或有提振作用；**建筑业方面**，5 月，建筑业商务活动指数为 51.0%，比上月下降 0.9 个百分点，虽有所回落但仍处于扩张区间，行业延续增长态势。分行业看，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，连续两个月回升，表明各地工程项目施工继续加快。从分项指标看，建筑业新订单指数为 43.3%，比上月上升 3.7 个百分点，其中，中美经贸协议推动土木工程建筑业新出口订单指数跃升至 60% 以上，海外项目需求集中释放；建筑业从业人员指数环比上升 1.7 个百分点至 39.5%，土木工程施工加快带动用工需求，显示用工景气度边际改善；建筑业投入品价格指数环比上升 0.5 个百分点至 48.0%，但连续多月低于临界点，主要与上游原材料价格持续低迷有关。基建方面，5 月以来石油沥青装置开工率呈现先升后降趋势，截至 5 月 28 日录得 27.7%，5 月开工率高于去年同期水平，随着今年财政靠前发力，基建投资将继续加快形成实物工作量，5 月央行宣布下调政策利率 0.1 个百分点，有助于进一步降低基建项目融资成本。地产方面，5 月新房成交热度延续 4 月边际回落之势，截至 5 月 30 日，5 月 30 大中城市商品房成交面积约为 758.2 万平方米，较去年同期略降 1.8%，此外，土地市场延续控量提质，成交建面同比下降。5 月 1 日起，新版《住宅项目规范》正式实施，推动“好房子”建设；5 月 20 日，国家发改委表示在 6 月底前下达 2025 年城市更新专项中央预算内投资计划。预计随着财政政策加快落地、城市更新改造投资加快，建筑业仍有望保持在荣枯线之上。
- **风险提示：**美国关税政策超预期变动，国内政策落地不及预期。

**图 1：2025 年 5 月生产、新订单指数均回升**


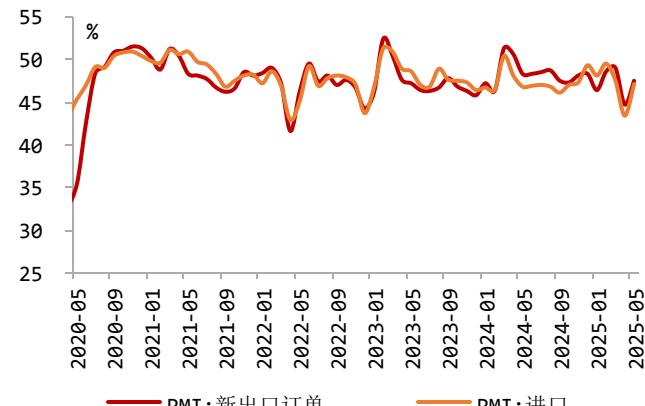
数据来源: wind、西南证券整理

**图 3：大、小型企业 PMI 回升，中型企业 PMI 回落**


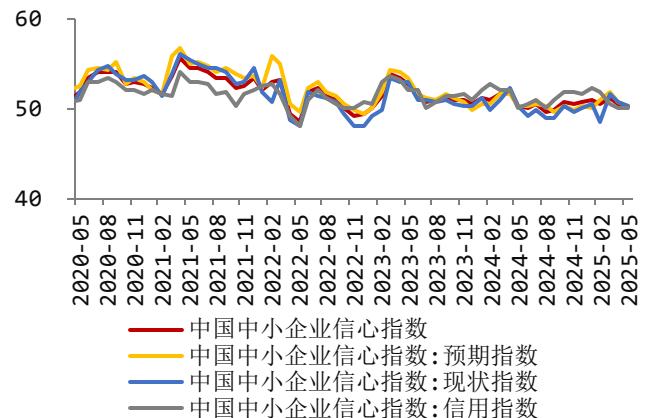
数据来源: wind、西南证券整理

**图 5：主要原材料购进价格、出厂价格指数小幅走低**


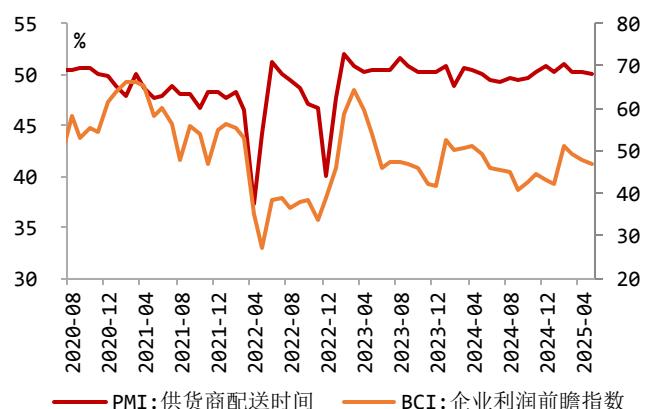
数据来源: wind、西南证券整理

**图 2：新出口订单指数、进口指数均回升**


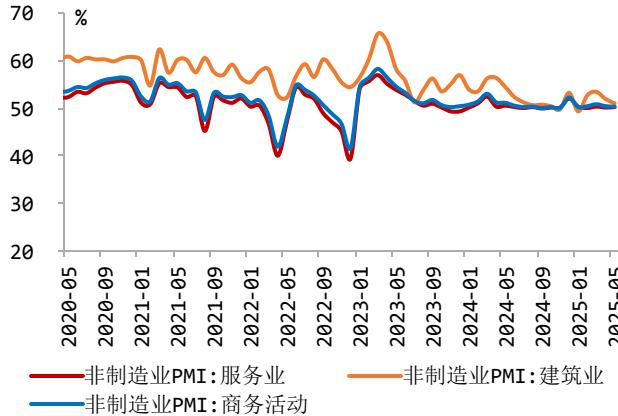
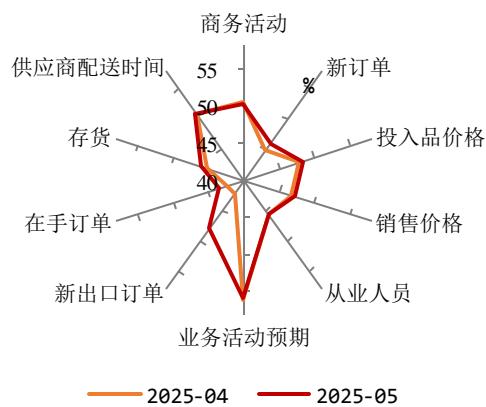
数据来源: wind、西南证券整理

**图 4：中小企业信心指数有所回落**


数据来源: wind、西南证券整理

**图 6：供应商配送时间指数、企业利润前瞻指数均回落**


数据来源: wind、西南证券整理

**图 7：服务业 PMI 回升、建筑业 PMI 走低**

**图 8：非制造业 PMI 各分项变动**

**表 1：PMI 情况**

指标	2024-1	2024-2	2024-3	2024-4	2024-5	2024-6	2024-7	2024-8	2024-9	2024-10	2024-11	2024-12	2025-1	2025-2	2025-3	2025-4	2025-5
中采制造业PMI																	
PMI总指数	49.0	49.2	49.1	50.8	50.4	49.5	49.5	49.4	49.1	49.8	50.3	50.1	49.1	50.2	50.5	49.0	49.5
生产量	50.2	51.3	49.8	52.2	52.9	50.8	50.6	50.1	49.8	51.2	52.4	52.1	49.8	52.5	52.6	49.8	50.7
雇员	47.9	47.6	47.5	48.1	48.0	48.1	48.1	48.3	48.1	48.2	48.2	48.1	48.1	48.6	48.2	47.9	48.1
新订单	48.7	49.0	49.0	53.0	51.1	49.6	49.5	49.3	48.9	49.9	50.8	51.0	49.2	51.1	51.8	49.2	49.8
出口订单	45.8	47.2	46.3	51.3	50.6	48.3	48.3	48.5	48.7	47.5	48.1	48.3	46.4	48.6	49.0	44.7	47.5
现有订货	44.5	44.3	43.5	47.6	45.6	45.3	45.0	45.3	44.7	44.0	45.6	45.9	45.6	46.0	45.6	43.2	44.8
产品库存	47.8	49.4	47.9	48.9	47.3	46.5	46.3	47.8	48.5	48.4	47.4	47.9	46.5	48.3	48.0	47.3	46.5
原材料库存	47.7	47.6	47.4	48.1	48.1	47.8	47.6	47.8	47.6	47.7	48.2	48.3	47.7	47.0	47.2	47.0	47.4
采购量	49.0	49.2	48.0	52.7	50.5	49.3	48.1	48.8	47.8	47.6	51.0	51.5	49.2	52.1	51.8	46.3	47.6
购进价格	51.5	50.4	50.1	50.5	54.0	56.9	51.7	49.9	43.2	45.1	49.8	48.2	49.5	50.8	49.8	47.0	46.9
供应商配送时间	50.3	50.8	48.8	50.6	50.4	50.1	49.5	49.3	49.6	49.5	50.2	50.9	50.3	51.0	50.3	50.2	50.0
进口	46.4	46.7	46.4	50.4	48.1	46.8	46.9	47.0	46.8	46.1	47.3	49.3	48.1	49.5	47.5	43.4	47.1
中采服务业PMI	49.3	50.1	51.0	52.4	50.3	50.5	50.2	50.0	50.2	49.9	50.1	52.0	50.3	50.0	50.3	50.1	50.2
中采建筑业PMI	56.9	53.9	53.5	56.2	56.3	54.4	52.3	51.2	50.6	50.7	49.7	53.2	49.3	52.7	53.4	51.9	51.0
综合PMI产出指数	50.3	50.9	50.9	52.7	51.7	51.0	50.5	50.2	50.1	50.4	50.8	52.2	50.1	51.1	51.4	50.2	50.4
非制造业商务活动指数	50.4	50.7	51.4	53.0	51.2	51.1	50.5	50.2	50.3	50.0	50.0	52.2	50.2	50.4	50.8	50.4	50.3
财新制造业PMI	50.8	50.9	50.9	51.1	51.4	51.7	51.8	50.4	49.3	50.3	51.5	51.5	50.5	50.1	51.2	50.4	-

数据来源: wind、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。

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

公司评级 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

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

行业评级 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情范围内，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。

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	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliy@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售主管	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn

请务必阅读正文后的重要声明部分