



联络人

作者：
中诚信国际 研究院院 长 袁海霞
hxyuan@ccxi.com.cn
研 究 员 张 堃
kzhang02@ccxi.com.cn
研 究 员 汪苑晖
yhwang@ccxi.com.cn
研 究 员 张瀚文
hwzhang@ccxi.com.cn

相关报告

关税冲击下 PMI 回落，提振内需尤为关键。
2025 年 4 月新动能持续蓄势，价格仍是 PMI 的主要拖累，
2025 年 3 月

PMI 延续扩张，供需修复动能有待加强，2024 年 12 月

增量政策效果有所显现，PMI 重回景气区间，
2024 年 10 月

景气度走低指向经济仍承压，期待宏观政策“更加给力”，2024 年 7 月

PMI 供需两端景气度双双回落，需关注制造业企业被动补库存，2024 年 6 月

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵 耿 010-66428731

gzhaog@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

关税冲击回补下供需均有修复，但内需和价格仍
偏弱

——5 月 PMI 数据点评



事件：据国家统计局数据，5 月制造业 PMI 为 49.5%，较上月回升 0.5 个百分点；非制造业 PMI 为 50.3%，较上月下降 0.1 个百分点，其中建筑业 PMI 为 51.9%，较上月下降 0.9 个百分点；服务业 PMI 为 50.2%，较上月上升 0.1 个百分点；综合 PMI 产出指数为 50.4%，较上月上升 0.2 个百分点。

- **5 月关税冲击回补，制造业 PMI 环比回升，但季节性走弱和内需下行仍是拖累 PMI 修复的主要原因。**受中美日内瓦会谈后关税冲击回补的影响，5 月制造业 PMI 录得 49.5%，较上月回升 0.5 个百分点，反映经济动能的“PMI 新订单-产成品库存”指数回升 1.4 个百分点，制造业景气较上月有所改善但仍位于荣枯线以下，考虑到 5 月往往是制造业淡季，过去四年（2021-2024 年）的 5 月份制造业 PMI 均值为 49.7%，本月制造业 PMI 回升力度偏弱部分受季节性因素拖累，内需下行仍是主要成因。

- **5 月出口反弹拉动供需分项回升，但外需回补力度不及一季度，叠加供应链断链仍存在余震，供需修复仍有阻碍。**5 月供需分项均实现环比回升，其中，新出口订单指数录得 47.5%，较上月回升 2.8 个百分点；进口和生产项录得 47.1%、50.7%，分别较上月回升 3.7 和 0.9 个百分点，关税冲击暂缓对供需两端的支撑作用明显。但值得注意的是，新出口订单分项与一季度均值 48% 相比仍然偏弱，生产分项中采购指标虽小幅回升至 48.1%，但显著低于一季度 51% 的平均水平。究其原因看，一方面，“抢出口”力度趋缓，高频数据显示，5 月后两周美东和美西航线的集装箱运价指数触底反弹，截至 5 月底基本恢复至对等关税宣布前的水平，出现“抢出口”脉冲，但较 1-2 月高位水平仍有一定距离；另一方面，中美联合声明发布后工

作日较少，供应链断链后存在余震，企业采购、雇员等活动还未恢复常态，中美关税博弈仍存在较大不确定性，企业生产扩张的采购需求仍没有恢复。此外，5月“新订单-新出口订单”差值由年内高点回落，新订单修复幅度不及出口订单或反映在需求淡季影响下内需增量有所收缩。

- **关税战缓和后，产成品库存去化加快，但上游大宗品价格偏弱持续影响价格修复，供需格局仍有待改善。**中美关税战缓和后企业采购修复、下游出口发运节奏加快，5月原材料库存较上月小幅回升，产成品库存加速去化，产成品库存指数较上月回落0.8个百分点至46.5%。但受上游大宗商品价格表现偏弱影响，5月原材料购进价格、出厂价格均环比下降0.1个百分点至46.9%、44.7%，市场供大于求格局仍较突出，需求收缩导致的宏观经济总量失衡尚未改变，制造业仍处于去库进程，价格波动仍然是影响制造业景气主要的扰动因素。
- **行业景气延续分化，高技术制造业仍处于扩张区间，基础原材料行业景气度连续下行。**5月上游价格整体偏弱，虽然外部风险缓释后有色价格实现反弹，但原油以及内需定价的大宗品如铁矿石、螺纹钢、部分化工原料价格仍处于年内低位，受此影响，5月基础原材料行业PMI录得47%，较上月继续回落0.7个百分点；而中下游制造业尤其是高技术制造业仍延续较好发展态势，5月高技术制造业PMI仍录得50.9%，连续4个月处于扩张区间，此前受对美出口影响较大的装备制造业、消费品制造业PMI分别较上月回升1.6、0.8个百分点至荣枯线以上，新兴制造业EPMI指数回升1.6个百分点至51%，新动能引领生产格局不变。
- **大型企业PMI回升至荣枯线以上，中小型企业仍然承压。**分企业规模看，5月份大型企业PMI较上月抬升1.5个百分点，回升至荣枯线以上（50.7%），中、小型企业PMI分别录得47.5%和49.3%，其中小型企业虽边际回升但仍然处于收缩区间，在外部不确定性加剧和内需仍有拖累的背景下，大型企业对于生产的恢复和适应能力更强，中小型企业仍然承压。

图 1：5 月制造业 PMI 指数较上月回升 0.5 个百分点

图 2：4 月制造业往往季节性回落

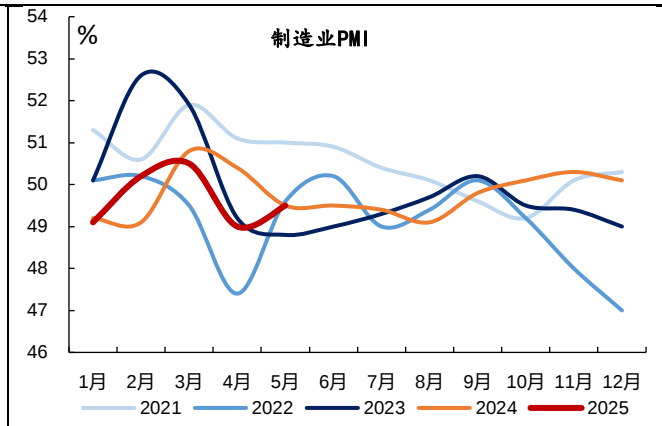
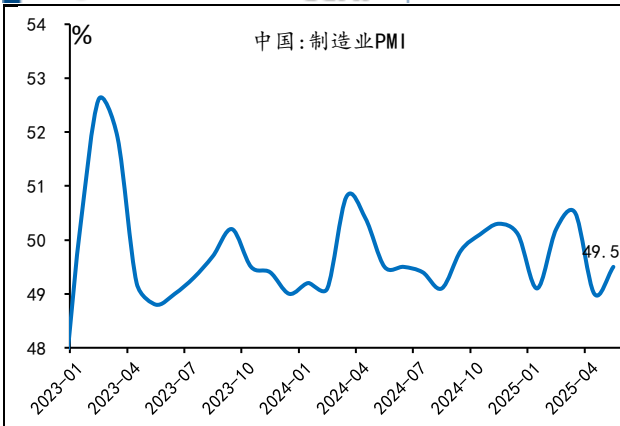


图 3：5 月“抢出口”拉动供需分项环比回升

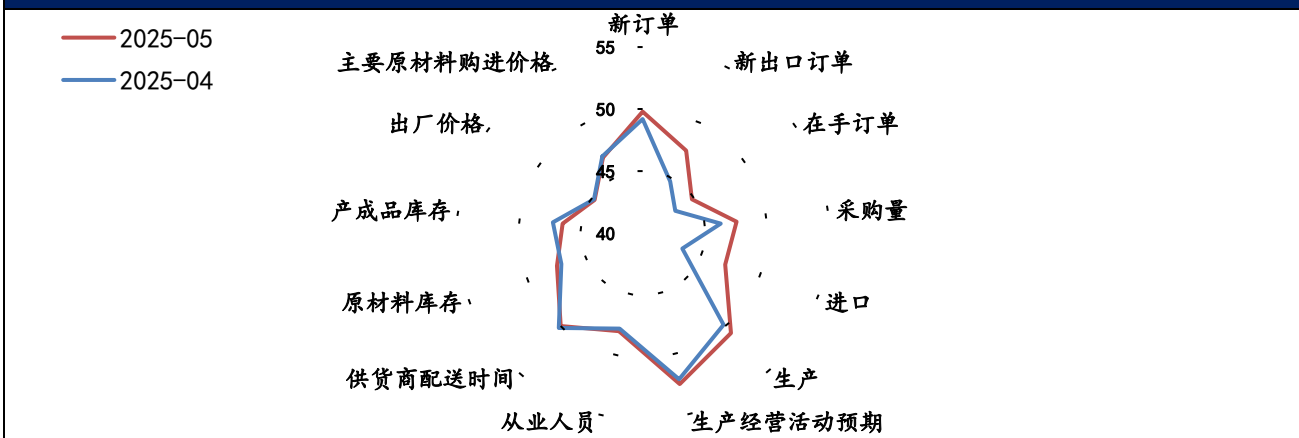


图 4：关税回补需求趋缓，5 月新出口订单和企业采购分项没有回升至一季度水平

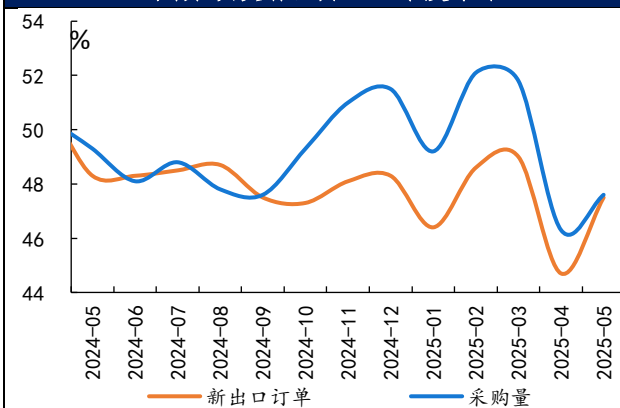


图 6：5 月“新订单-新出口订单”指数由年内高点回落，内需增量有所收缩

图 5：高频数据显示 5 月后两周对美航线的集装箱运价指数反弹至 3 月水平，但仍未回到 1-2 月高点

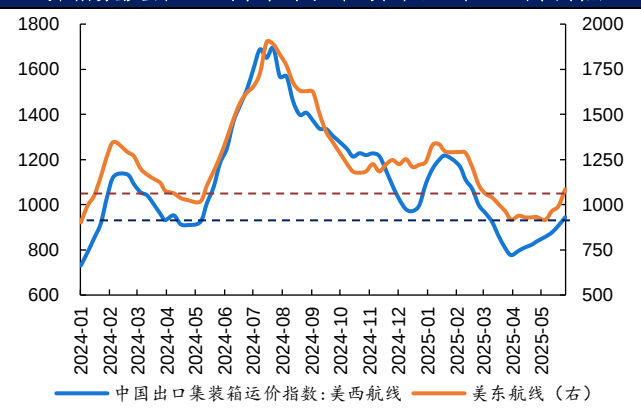


图 7：关税战暂缓加速库存去化，但价格仍是主要拖累

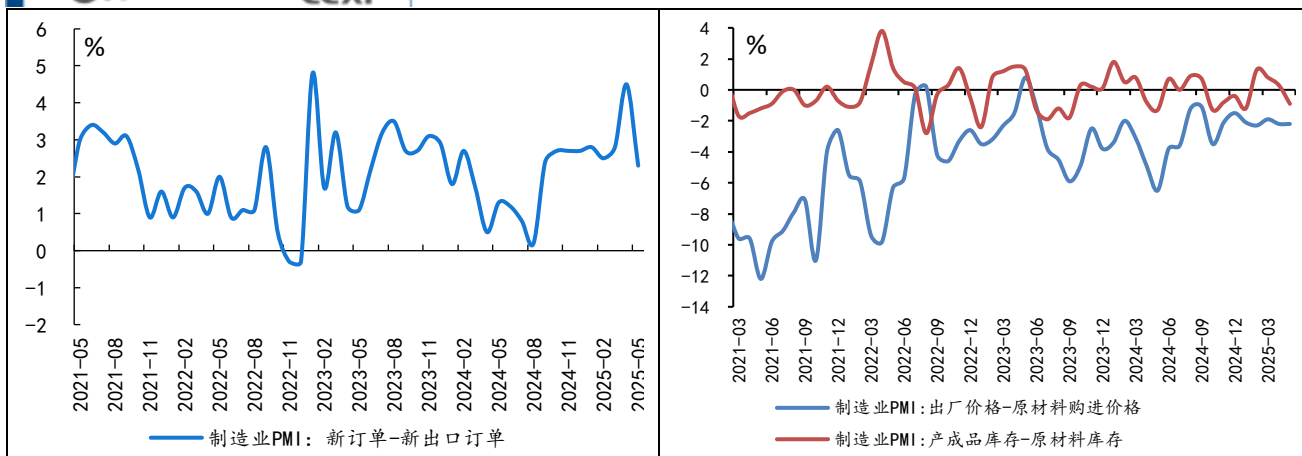
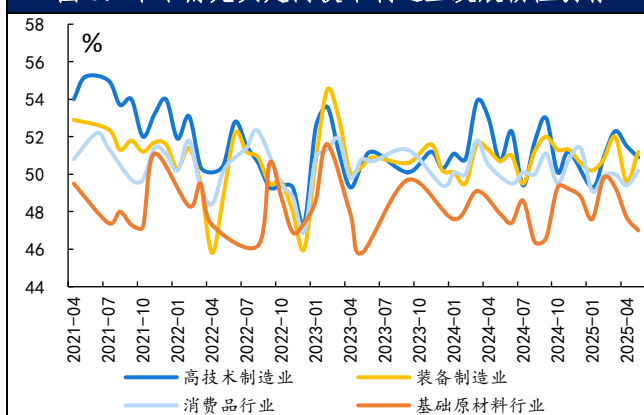
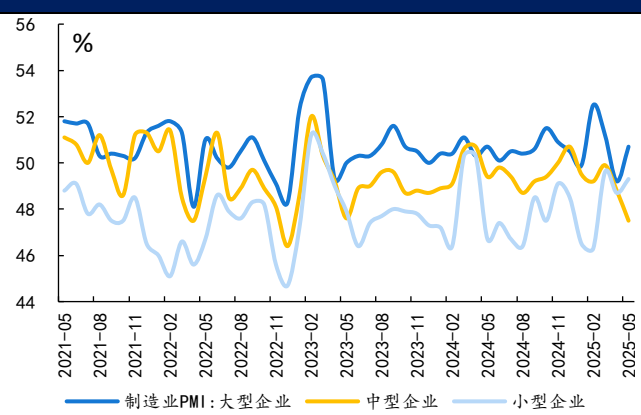


图8：中下游尤其是高技术制造业发展韧性仍存



数据来源：Wind, 中诚信国际

图9：5月大型企业景气度回升至扩张区间



数据来源：Wind, 中诚信国际

■ **非制造业商务活动指数维持扩张区间，需求回暖是主要支撑。**5月非制造业商务活动指数为50.3%，比上月下降0.1个百分点，仍高于临界点，非制造业总体延续扩张。其中，新订单和新出口订单分项较上月分别回升1.2和5.8个百分点，需求回暖是主要拉动。

- **5月各地工程项目施工提速带动建筑业延续扩张，但新订单维持低位，地产投资仍面临较大压力。**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，但仍处于扩张区间。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，各地工程项目施工持续加快；此外，5月建筑业新订单指数录得43.3%，环比增加3.7个百分点，但仍低于去年同期的44.1%，部分领域如房地产开发投资还面临较大压力。
- **节日需求充分释放，出行、餐饮、景区消费带动服务业需求活跃，信息服务业仍然处于高景气区间。**5月服务业商务活动指数较上月上行0.1个百分点至50.2%，业务

活动预期指数为 56.5%，且今年以来始终位于 56.0%以上较高景气区间，多数服务业企业对市场发展持续乐观。从行业看，“五一”、端午等节日消费需求充分释放，居民旅游出行、餐饮消费等较为活跃，根据中采数据，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两个月上升，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；同时，信息服务业继续保持活跃增长态势，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继续位于 55.0%以上较高景气区间。

■ **整体来看**，伴随中美日内瓦会谈取得超预期进展，5 月制造业供需均得以修复，但对标一季度，当前关税冲击回补的“抢出口”需求趋弱，供应链断链仍存在余震，企业采购、雇员等活动还未恢复常态，反映制造业企业经营预期的采购项虽然有修复但仍未回到此前高度；与此同时，上游大宗品价格偏弱持续影响价格修复，与内需高度相关的基础原材料行业景气承压。展望后续，我国经济修复仍然面临内外双重压力，一是中美关税博弈的不确定性或再度增加，中美关税谈判或有反复。一方面，5 月 28 日美国国际贸易法庭驳回特朗普 IEEPA 关税，虽然美国政府上诉暂缓执行判决，但全球对等关税和芬太尼关税的实施仍然面临美国政治和法律压力；另一方面，特朗普通过社交媒体平台无端指责中国“完全违反”日内瓦会谈成果，90 天的关税豁免窗口期或面临提前终止的风险，且在毫无事实根据的基础上，美国出台对华芯片出口管制，暂停对华芯片设计、软件销售，宣布撤销中国留学生签证等极端打压措施，给后续谈判带来更大不确定性。二是地产销售走弱下内需仍然结构性承压，中指数据显示，5 月百城二手住房价格环比上月下跌 0.71%，跌幅进一步扩大，部分一线城市商品房成交量有所回落。在外部环境无法预判的背景下，稳内需尤其是稳主体预期尤为重要，4 月 26 日国新办明确 6 月底前密集推出增量政策，预计后续稳就业、稳主体、稳市场政策将陆续出台，刺激内需的力度会进一步加大，对经济韧性形成一定的支撑。

图 10：5 月非制造业 PMI 回升 0.1 个百分点，仍处于扩张区间

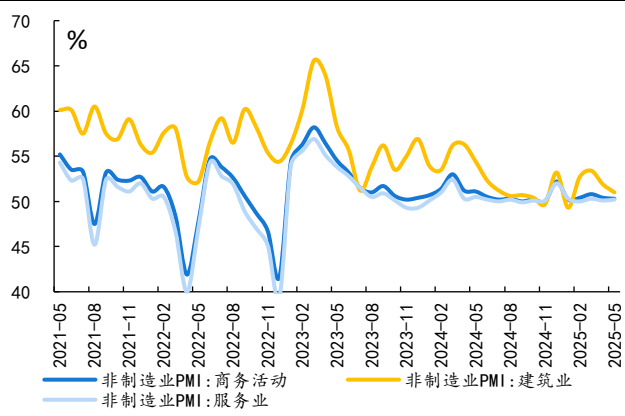
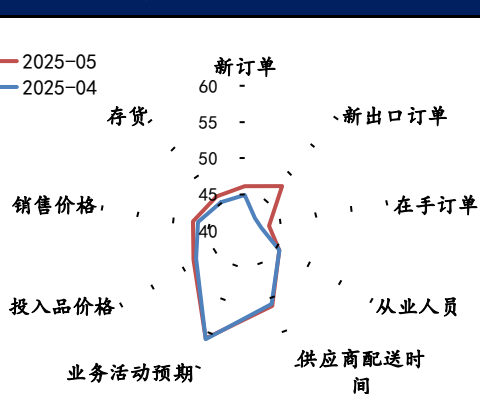


图 11：需求回暖是非制造业的主要支撑



数据来源：Wind, 中诚信国际

数据来源：Wind, 中诚信国际

附表：

表 1：综合 PMI、制造业 PMI、非制造业商务活动指数情况（季调后）

指标名称(单位:%)		2024 年 5 月	2025 年 4 月	涨幅
综合 PMI		50.4	50.2	0.2
制造业 PMI		49.5	49	0.5
需求	新订单	49.8	49.2	0.6
	在手订单	44.8	43.2	1.6
	新出口订单	47.5	44.7	2.8
供给	进口	47.1	43.4	3.7
	采购量	47.6	46.3	1.3
	生产	50.7	49.8	0.9
	从业人员	48.1	47.9	0.2
	生产经营活动预期	52.5	52.1	0.4
供求关系	原材料库存	47.4	47	0.4
	产成品库存	46.5	47.3	-0.8
	原材料购进价格	46.9	47	-0.1
	出厂价格	44.7	44.8	-0.1
	供货商配送时间	50	50.2	-0.2
非制造业 PMI		2024 年 5 月	2025 年 4 月	涨幅
商务活动		50.3	50.4	-0.1
需求	新订单	46.1	44.9	1.2
	新出口订单	48	42.2	5.8
	在手订单	43.4	42.3	1.1
供给	从业人员	45.5	45.9	-0.4
	业务活动预期	55.9	56	-0.1
供求关系	供应商配送时间	51.1	50.8	0.3
	存货	46.1	45.1	1
	投入品价格	48.2	47.8	0.4

	销售价格	47.3	46.6	0.7
--	------	------	------	-----

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>