

宏观

5月PMI仍显内生需求不足

2025年06月03日

宏观周报（5月第5周）

分析师：陈江月

执业证书：S1030520060001

电话：0755-83199599-9055

邮箱：chenjy@cscs.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

核心观点：

- 1) **权益：上周市场缩量下跌。**①关税动态方面，在日内瓦经贸会谈后，美国陆续新增出台多项对华歧视性限制措施，包括发布AI芯片出口管制指南、停止对华芯片设计软件（EDA）销售、宣布撤销中国留学生签证等，中美谈判乐观预期出尽，对市场进一步带动作用有限。周四市场受到美国国际贸易法院裁决特朗普关税越权带动，市场情绪有所上扬，但周四隔夜美国联邦巡回上诉法院暂停美国国际贸易法庭作出的阻止特朗普征收全球关税的裁决，周五市场再度转弱，后续关税后续反复较多，多头情绪催化有限。②基本面方面，4月利润增速较3月2.6%回升0.4个百分点，主要是“两新”政策带动下，中游装备制造业利润增速的显著加速。后续PPI方面仍然有约束，5月降幅或进一步扩大，利润层面仍存中枢约束。5月PMI反弹在预期内，但整体反弹幅度和成色相对偏弱，仍反映内生需求不足的结构矛盾。
- 2) **固收：上周债市震荡，全周略有下跌。**①周催化方面，资金面平稳，但存单发行提价，长期资金仍有压力。周四受关税暂停影响，债市下跌；周五关税暂停取消，债市修复跌幅。②短期央行维持资金面平稳宽松的确定性较高，风险相对较小，关注短久期利差保护相对较好的配置机会；长端受风险偏好扰动，近期表现震荡，在抢出口效应支撑下，快速下行风险较低，但从5月PMI来看，内生需求依旧偏弱，价格压力仍存，中长期仍然受到基本面走弱和货币政策宽松支撑。
- 3) **海外：美股上涨、美债利率下行、美元指数上行、人民币贬值、黄金下跌。**①上周多因素带动下，海外市场风险偏好有所修复。特朗普对欧盟加征50%关税威胁延迟至7月9日；美国国家经济委员会主任表示，将在未来看到更多贸易协议，对某些国家的关税可能降至10%或更低；美国国际贸易法院裁决特朗普关税越权，但美国联邦巡回上诉法院暂停该裁决；4月核心PCE物价指数回落至2.5%，较前值2.7%放缓。②但特朗普周末表示进一步抬升钢铁关税至50%，欧盟正在就扩大反制措施进行最终磋商，海外情绪短期或仍有反复。
- 4) **上周事件：**4月工业企业利润增速反弹存局部亮点；5月PMI仍显内生需求端弱势。
- 5) **风险提示：**基本面超预期弱化、中美贸易摩擦超预期恶化。

正文目录

一、 市场宏观变量回顾 3

二、 上周宏观事件分析 4

 2.1 4 月工业企业利润增速反弹存局部亮点 4

 2.2 5 月 PMI 仍显内生需求端弱势 7

三、 当周关注 8

图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾..... 3

Figure 2 工业企业利润增速分解..... 5

Figure 3 工业企业利润增速产业链拉动分解图..... 5

Figure 4 工业企业利润行业累计增速图..... 6

Figure 5 工业企业利润累计同比拉动图..... 7

Figure 6 PMI 分项雷达图 8

Figure 7 PMI 大中小企业分化图 8

Figure 8 PMI 指数热力图 8

一、市场宏观变量回顾

Figure 1 市场宏观变量周度回顾

大类市场	市场复盘	宏观变量点评
权益	上周市场缩量下跌，周均成交额 10939 亿元，环比缩量 794 亿元。上证指数 -0.03%，深证成指 -0.91%，创业板指 -1.40%，万得全 A -0.02%；沪深 300 -1.08%，小市值指数 1.72%；恒生指数 -1.32%，恒生科技指数 -1.46%。板块上，环保、医药生物、国防军工表现靠前，汽车、电力设备、有色金属表现靠后。风格上，成长好于价值、小盘好于大盘。	1) 关税动态方面，在日内瓦经贸会谈后，美国陆续新增出台多项对华歧视性限制措施，包括发布 AI 芯片出口管制指南、停止对华芯片设计软件（EDA）销售、宣布撤销中国留学生签证等，中美谈判乐观预期出尽，对市场进一步带动作用有限。周四市场受到美国国际贸易法院裁决特朗普关税越权带动，市场情绪有所上扬，但周四隔夜美国联邦巡回上诉法院暂停美国国际贸易法庭作出的阻止特朗普征收全球关税的裁决，周五市场再度转弱，后续关税后续反复较多，多头情绪催化有限。2) 基本面方面，4 月利润增速较 3 月 2.6%回升 0.4 个百分点，主要是“两新”政策带动下，中游装备制造业利润增速的显著加速。后续 PPI 方面仍然有约束，5 月降幅或进一步扩大，利润层面仍存中枢约束。5 月 PMI 反弹在预期内，但整体反弹幅度和成色相对偏弱，仍反映内生需求不足的结构性矛盾。
固收	上周债市震荡，全周略有下跌。全周 T2509 下跌 0.12%，TL2509 下跌 0.16%，TF2509 下跌 0.02%。现券来看，10 年国债活跃券上行 0.85bp，30 年国债活跃券上行 0.5bp，10 年国开上行 0.7bp，5 年国开上行 0.5bp，3 年国开上行 0.5bp，1 年国开上行 1.5bp。 上周央行公开市场操作净投放 6566 亿元，其中逆回购投放 16026 亿元，到期 9460 亿元。本周将面临 1.6 万亿元+的逆回购到期压力，其中 6 月 3 日当天逆回购到期量为 9460 亿元。	1) 上周催化方面，资金面平稳，但存单发行提价，长期资金仍有压力。周四受关税暂停影响，债市下跌；周五关税暂停取消，债市修复跌幅。2) 短期央行维持资金面平稳宽松的确定性较高，风险相对较小，关注短久期利差保护相对较好的配置机会；长端受风险偏好扰动，近期表现震荡，在抢出口效应支撑下，快速下行风险较低，但从 5 月 PMI 来看，内生需求依旧偏弱，价格压力仍存，中长期仍然受到基本面走弱和货币政策宽松支撑。
海外及其他	上周道指涨 1.6%，标普 500 指数涨 1.88%，纳指涨 2.01%。美债方面，10 年美债收益率下行 10bp 至 4.40%，2 年期美债收益率下行 8bp 至 3.90%。汇率方面，美元指数周涨 0.32%报 99.44，离岸人民币兑美元跌 343 个基点报 7.2065。大宗方面，美油期货跌 1.2%，COMEX 黄金期货下跌 1.57%。	1) 上周多因素带动下，海外市场风险偏好有所修复。特朗普对欧盟加征 50%关税威胁延迟至 7 月 9 日；美国国家经济委员会主任表示，将在未来看到更多贸易协议，对某些国家的关税可能降至 10%或更低；美国国际贸易法院裁决特朗普关税越权，但美国联邦巡回上诉法院暂停该裁决；4 月核心 PCE 物价指数回落至 2.5%，较前值 2.7%放缓。2) 但特朗普周末表示进一步抬升钢铁关税至 50%，欧盟正在就扩大反制措施进行最终磋商，海外情绪短期或仍有反复。

资料来源：wind、世纪证券研究所

二、上周宏观事件分析

2.1 4 月工业企业利润增速反弹存局部亮点

事件：

5 月 27 日，国家统计局公布数据显示，1—4 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 21170.2 亿元，同比增长 1.4%。4 月份，规模以上工业企业利润同比增长 3.0%。

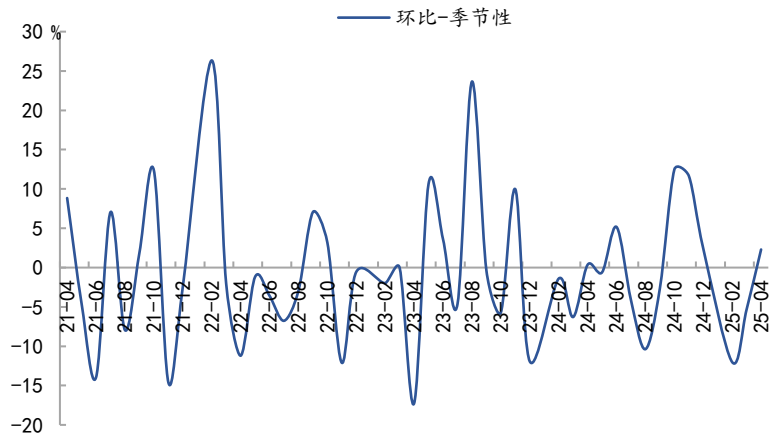
点评：

4 月营收增速回落以及库存去化集中反映关税扰动线索。4 月营收单月同比增速为 2.6%，较 3 月的 4.2% 明显回落，量价方面均有影响，4 月工业增加值受关税扰动影响较 3 月回落 1.6 个百分点，而 PPI 受建筑业需求持续偏弱以及关税影响叠加同比降幅较 3 月扩大 0.2 个百分点。截至 4 月末，规上工业企业产成品库存同比增长 3.9%，低于前值 0.3 个百分点；实际库存同比增长 6.6%，低于前值 0.1 个百分点。库存回落也主要受到“抢出口”带动下的被动去库和企业关税冲击下收缩生产的主动去库共同带动。

但 4 月利润增速较 3 月 2.6% 回升 0.4 个百分点，与营收增速产生背离，其中主要是局部结构性亮点在对整体利润产生带动作用。1) 最核心的亮点是中游装备制造业利润增速的显著加速，一方面“两新”政策及数智化转型对相关板块带动作用较强，另一方面上游价格调整也抬升中游利润率。2) 上游有色系仍然保持较高的利润增速，新兴产业需求对有色价格仍然有支撑。3) 下游必选消费农副食品行业利润增速进一步加速。

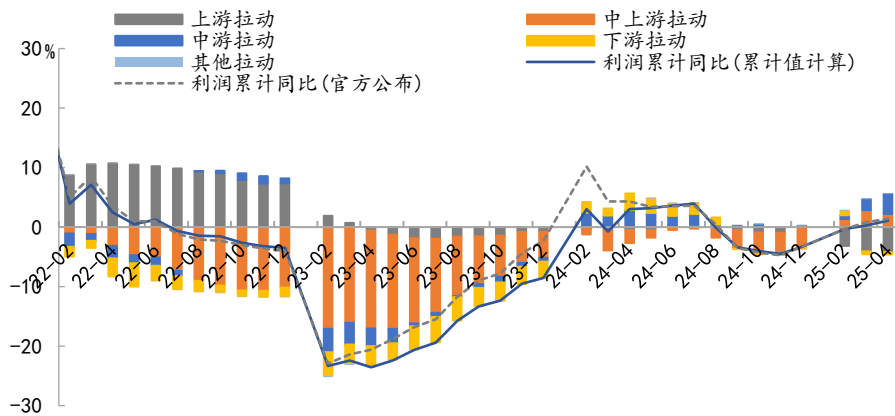
后续来看，PPI 方面仍然有约束，5 月降幅或进一步扩大，利润层面仍存中枢约束。后续主要关注供给侧产能调整、“两重”投资加速等量价双重线索对利润增速的支撑。

Figure 2 工业企业利润增速分解



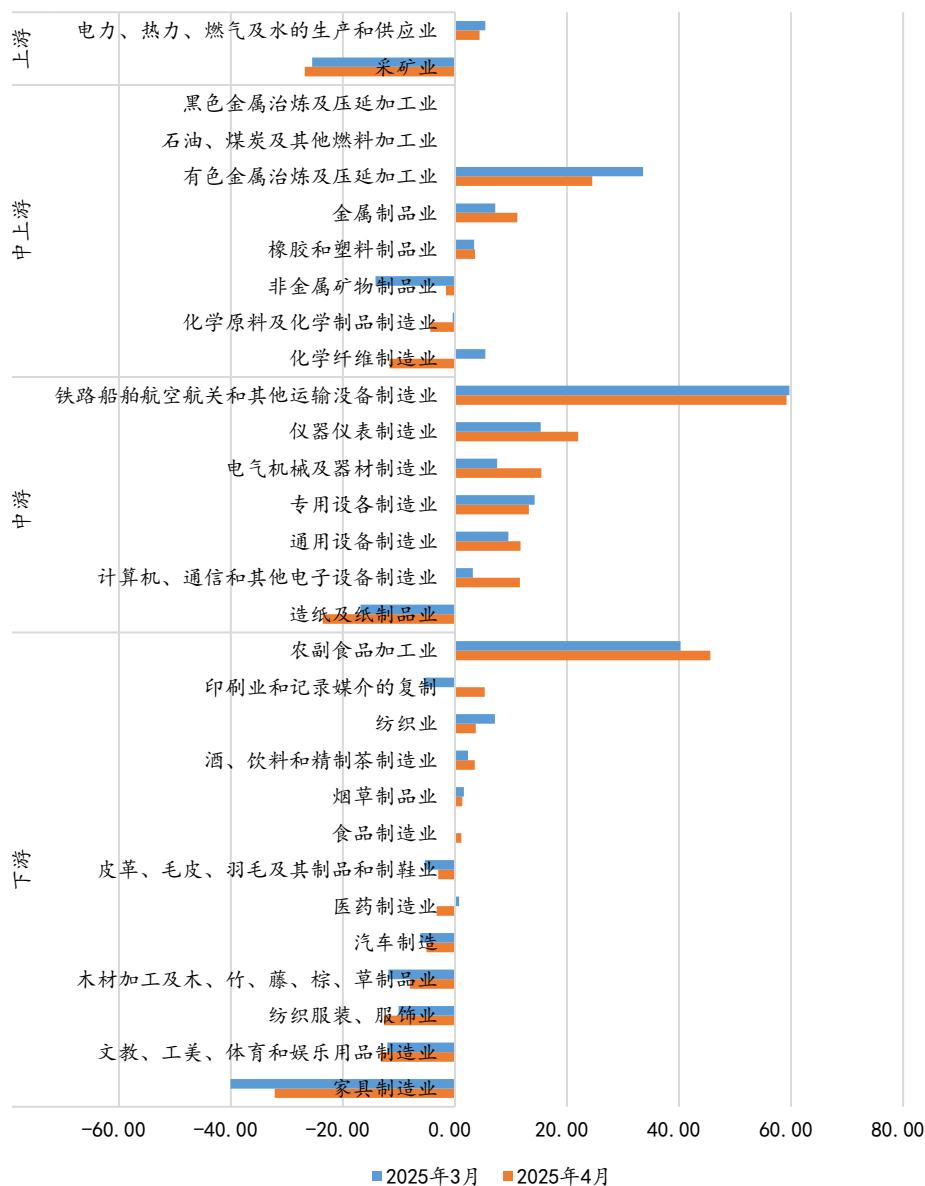
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 工业企业利润增速产业链拉动分解图



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 工业企业利润行业累计增速图



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 工业企业利润累计同比拉动图

累计同比拉动 (%)		2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05
上游	采矿业	-5.01	-5.03	-5.15	-1.46	-2.12	-2.12	-1.78	-1.66	-1.64	-1.95	-3.35
	电力、热力、燃气及水的生产和供应	0.78	0.94	1.96	1.40	1.14	1.22	1.32	1.63	2.15	2.29	2.85
中上游	石油、煤炭及其他燃料加工业	0.26	-0.07	-0.09	-1.19	-1.33	-1.38	-1.31	-1.00	-0.81	-0.73	-0.69
	化学原料及化学制品制造业	-0.40	-0.04	-0.04	-0.58	-0.59	-0.48	-0.23	0.06	0.30	0.06	-0.26
	化学纤维制造业	-0.05	0.02	0.03	0.11	0.09	0.09	0.09	0.13	0.18	0.20	0.23
	橡胶和塑料制品业	0.08	0.08	0.00	0.02	0.01	0.06	0.06	0.17	0.26	0.26	0.39
	非金属矿物制品业	-0.03	-0.26	-0.75	-1.83	-1.90	-2.02	-2.09	-2.12	-2.05	-2.23	-2.50
	黑色金属冶炼及压延加工业	-1.87	-1.92	-1.43	-0.36	-0.46	-0.82	-1.05	-0.68	-0.20	-0.06	0.40
	有色金属冶炼及压延加工业	0.77	0.99	0.60	0.51	0.67	1.18	1.38	1.56	1.86	1.83	1.75
	金属制品业	0.23	0.11	0.01	-0.06	-0.07	-0.03	0.00	0.16	0.19	0.20	0.21
	造纸及纸制品业	-0.19	-0.13	-0.14	0.01	0.05	0.12	0.19	0.29	0.35	0.32	0.38
中游	通用设备制造业	0.41	0.29	0.17	0.03	-0.03	0.00	0.03	0.13	0.21	0.17	0.07
	专用设备制造业	0.38	0.35	0.15	0.03	-0.04	-0.17	-0.18	-0.19	-0.07	-0.12	-0.30
	铁路船舶航空航天和其他运输设备制	0.72	0.62	0.80	0.26	0.34	0.37	0.34	0.37	0.39	0.37	0.31
	电气机械及器材制造业	1.08	0.45	-0.17	-0.17	-0.26	-0.43	-0.60	-1.01	-0.73	-0.73	-0.60
	计算机、通信和其他电子设备制造业	0.74	0.12	-0.34	0.00	-0.12	0.53	0.42	0.82	1.52	1.55	2.47
	仪器仪表制造业	0.21	0.12	0.16	0.07	0.03	0.01	0.00	0.01	0.04	0.03	0.01
	农副食品加工业	0.59	0.54	0.62	-0.04	-0.01	0.01	0.06	0.22	0.27	0.20	0.10
	食品制造业	0.01	-0.02	0.13	0.15	0.12	0.13	0.13	0.18	0.20	0.22	0.26
	酒、饮料和精制茶制造业	-0.16	-0.29	-0.04	0.23	0.31	-0.27	-0.30	0.40	0.54	0.49	0.31
下游	烟草制品业	0.06	0.08	0.24	0.11	0.05	0.06	0.05	0.05	0.03	0.03	0.10
	纺织业	0.04	0.06	0.06	0.04	0.05	0.06	0.10	0.14	0.16	0.18	0.19
	纺织服装、服饰业	-0.08	-0.07	-0.06	0.01	0.03	0.04	-0.01	0.00	0.01	-0.01	0.00
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-0.01	-0.03	-0.06	0.02	0.04	0.04	0.04	0.05	0.04	0.05	0.04
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品	-0.02	-0.04	-0.06	-0.04	-0.03	-0.01	-0.01	0.00	0.02	0.03	0.03
	家具制造业	-0.13	-0.15	-0.14	0.01	0.02	0.03	0.05	0.04	0.06	0.02	0.06
	印刷业和记录媒介的复制	0.03	-0.02	-0.04	-0.06	-0.03	-0.02	-0.02	0.06	0.07	0.07	0.09
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-0.09	-0.08	-0.12	0.04	0.05	0.04	0.04	0.08	0.11	0.13	0.18
	医药制造业	-0.12	0.15	-0.15	-0.07	-0.11	-0.05	-0.03	-0.03	-0.05	0.03	-0.02
	汽车制造	-0.49	-0.62	0.36	-0.60	-0.51	-0.31	-0.18	0.00	0.37	0.59	1.13
	上游拉动	-4.23	-4.09	-3.19	-0.06	-0.98	-0.90	-0.47	-0.03	0.51	0.34	-0.50
	中上游拉动	2.21	2.87	1.37	-3.37	-3.59	-3.41	-3.15	-1.72	-0.26	-0.48	-1.26
	中游拉动	3.35	1.83	0.64	0.22	-0.02	0.43	0.20	0.42	1.71	1.58	2.35
	下游拉动	-0.37	-0.49	0.74	-0.20	-0.01	-0.27	-0.06	1.19	1.84	2.02	2.46
工业企业利润累计同比 (累计值计算值)		1.07	0.25	-0.34	-3.31	-4.51	-4.05	-3.40	-0.07	3.93	3.62	3.20

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

2.2 5 月 PMI 仍显内生需求端弱势

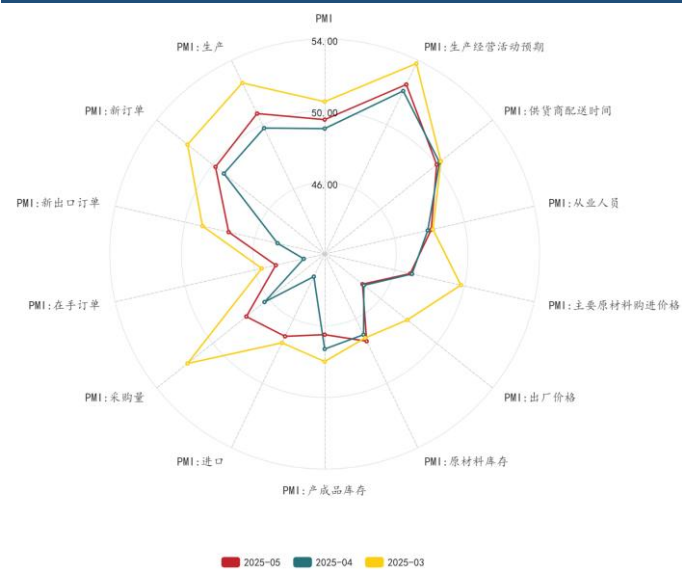
事件:

国家统计局公布数据显示, 5 月份, 中国制造业 PMI 为 49.5%, 比上月上升 0.5 个百分点。非制造业 PMI 为 50.3%, 比上月下降 0.1 个百分点。

点评:

由于 5 月中美谈判破冰, 对等关税暂时降至 10%, 5 月 PMI 反弹在预期内, 但整体反弹幅度和成色相对偏弱。新出口订单和进口受到双边关税下降的影响, 边际反弹趋势较为明确, 反弹幅度在各分项中是最大的。供需两端均带动指数反弹, 但生产端反弹的强度仍然好于需求端, 原材料和出厂价格分项未有起色, 在内生需求不足, 后续关税仍然有不确定性的情况下, 企业经营预期边际弹性相对偏弱。此外, 非制造业 PMI 较上月下滑, 建筑业和服务业景气度仍然偏弱。

Figure 6 PMI 分项雷达图



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 7 PMI 大中小企业分化图



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 8 PMI 指数热力图

指标名称	2025-05	2025-04	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01
制造业PMI	49.50	49.00	50.20	49.10	50.10	50.30	50.10	49.80	49.10	49.40	49.50	50.40	50.80	49.10	49.20
PMI:生产	50.70	49.80	52.50	49.80	52.10	52.40	52.00	51.20	49.80	50.10	50.80	52.90	52.20	49.80	51.30
PMI:新订单	49.80	49.20	51.10	49.20	51.00	50.80	50.00	49.90	48.90	49.30	49.60	51.10	53.00	49.00	49.00
PMI:新出口订单	47.50	44.70	48.60	46.40	48.30	48.10	47.30	47.50	48.70	48.50	48.30	50.60	51.30	46.30	47.20
PMI:采购量	47.60	46.30	52.10	49.20	51.50	51.00	49.30	47.60	47.80	48.80	49.30	50.50	52.70	48.00	49.20
PMI:产成品库存	46.50	47.30	48.30	46.50	47.90	47.40	46.90	48.40	48.50	47.80	46.50	47.30	48.90	47.90	49.40
PMI:原材料库存	47.40	47.00	47.00	47.70	48.30	48.20	48.20	47.70	47.60	47.80	47.80	48.10	48.10	47.40	47.60
PMI:主要原材料购进价	46.90	47.00	50.80	49.50	48.20	49.80	53.40	45.10	43.20	49.90	56.90	54.00	50.50	50.10	50.40
PMI:出厂价格	44.70	44.80	48.50	47.40	46.70	47.70	49.90	44.00	42.00	46.30	50.40	49.10	47.40	48.10	47.00
PMI:从业人员	48.10	47.90	48.60	48.10	48.10	48.20	48.40	48.20	48.10	48.30	48.10	48.00	48.10	47.50	47.60
PMI:生产经营活动预期	52.50	52.10	54.50	55.30	53.30	54.70	54.00	52.00	52.00	53.10	54.30	55.20	55.60	54.20	54.00

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

三、当周关注

日期	事件
6月4日（周三）	20:15 美国5月新增ADP就业人数:季调(人): 前值 62,000.00
	22:00 美国5月ISM非制造业PMI: 前值 51.60
6月6日（周五）	20:30 美国5月失业率:季调(%): 前值 4.20
	20:30 美国5月非农就业人口变动:季调(千人) : 前值 177.00

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本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。本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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。