



华泰期货
HUATAI FUTURES

期货研究报告|中观月报 2025-06-02

经济弱复苏背景下行业分化

研究院

研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

蔡劭立

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

中观总览

中美关税战历经多轮升级，在5月12日中美日内瓦经贸会谈后暂告一段落。2025年5月，制造业采购经理指数（PMI）为49.5%，比上月上升0.5个百分点，经济在关税战后有所缓和。

核心观点

■ 市场分析

宏观经济弱恢复：2025年5月，制造业PMI升至49.5（+0.5pct），生产指数受外需改善驱动重返扩张区间，电气机械等出口导向型行业生产反弹；非制造业PMI为50.3（-0.1pct），服务业扩张放缓，基建发力成稳增长核心。需求端呈现“外热内冷”，外需因中美关税谈判阶段性成果出现“抢订单”效应，新出口订单指数大幅上升，而内需消费与投资动力不足，新订单指数仍处收缩区间。价格指数持续低迷，出厂与原材料购进价格指数深度收缩，企业优先消化产成品库存，仅对原材料谨慎补库，凸显供需失衡。

中观行业结构分化：行业景气度分化显著：高技术制造业与基建相关行业逆势扩张，地产行业持续承压。这一分化本质是政策驱动、外需回暖与地产去化压力三个因素叠加的结果。政策层面，2025年拟安排专项债4.4万亿元，新型基建占比30%，绿色能源、水利等战略基建获重点支持，设备更新政策通过超长期特别国债与贷款贴息加码，推动相关行业景气度提升；技术与外需方面，技术护城河使高技术制造业在出口中占优，而传统高耗能行业因技术同质化承压，中美关税暂缓带来短期抢出口效应，却也面临全球产业链重构压力；地产领域，2025年1-4月开发投资同比降10.3%，商品房待售面积增15.2%，投资与去库双重压力凸显，尽管政策通过保障房建设等对冲，但过剩产能与库存出清仍需较长周期。

■ 风险提示

行业发展不及预期，行业超预期改革，全球政治博弈。

目录

核心观点	1
经济弱复苏背景下的行业结构性分化	3
宏观经济弱复苏	3
中观行业结构性分化	5

图表

图 1: 5 月制造业 PMI 详情 单位: %PCT	3
图 2: 5 月非制造业 PMI 详情 单位: %PCT	3
图 3: 5 月制造业新出口订单大幅回升 单位: %PCT	4
图 4: 5 月非制造业新出口订单大幅回升 单位: %PCT	4
图 5: 关税战后, 美西航线运价与新出口订单同时回升 单位: 1998 年 1 月 1 日=1000、%	4
图 6: 2025 年专项债投放方向占比 单位: %	6
图 7: 4 月地产销售和待售面积 单位: 亿平米	7
图 8: 4 月地产销售和待售面积 单位: 亿平米	7
图 9: 4 月地产销售和待售面积增速 单位: %YoY	7
图 10: 4 月商品房库存消化大幅度回落 单位: 亿平米	7
图 11: 4 月份类新开工面积增速暂缓 单位: %YoY	8
图 12: 4 月地产投资同比-10.3% 单位: %YoY	8
表格 1: 2025 年高技术设备制造业支持政策整理	6
表格 2: 地产景气承压 单位: %YoY	8
表格 3: 高技术设备制造相关行业景气领跑 单位: %YoY	9

经济弱复苏背景下的行业结构性分化

宏观经济弱复苏

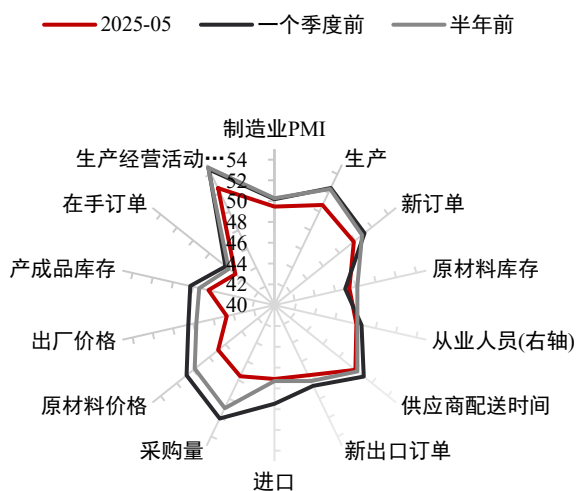
根据国家统计局 5 月 31 日公布的宏观数据显示，2025 年 5 月制造业 PMI 为 49.5 (+0.5pct)，供需小幅回暖但仍处收缩区间，非制造业 PMI 为 50.3 (-0.1pct)，服务业扩张放缓，基建发力支撑。

2025 年 5 月制造业生产指数显著回升至 50.7%（较 4 月上升 0.9 个百分点），自收缩区间重返扩张区间，主要受外需短期改善驱动：中美关税谈判达成阶段性协议后，企业“抢出口”行为集中释放积压订单，带动电气机械、计算机通信等出口导向型行业生产快速反弹。非制造业同样保持扩张，商务活动指数为 50.3%，其中基建投资加速推动土木工程建筑业指数升至 62.3%（连续 2 个月上升），成为稳增长核心支撑。

目前需求端呈现“外热内冷”的特征：

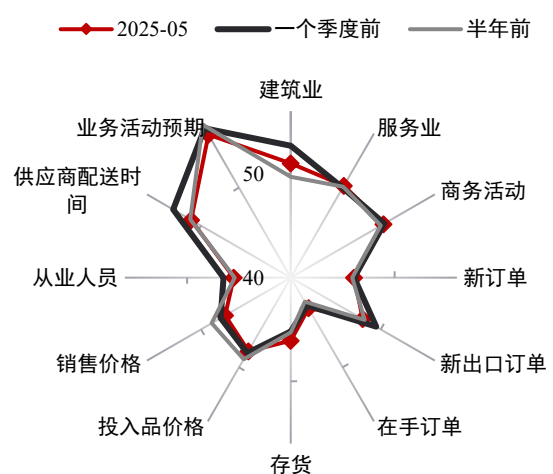
- **外需阶段性企稳**：新出口订单指数大幅跳升 2.8 个百分点至 47.5%，中美互降关税及 90 天豁免期触发“抢订单”效应，中国至美西航线运价指数环比上涨 8.7%，印证短期贸易回暖；
- **内需仍显疲软**：新订单指数仅微升 0.6 个百分点至 49.8%（仍处收缩区间），反映消费与投资动力不足。尽管“五一”假期带动航空、住宿餐饮业短暂回暖，但社会消费品零售增速放缓等结构性矛盾未解。

图 1：5 月制造业 PMI 详情 | 单位：%pct



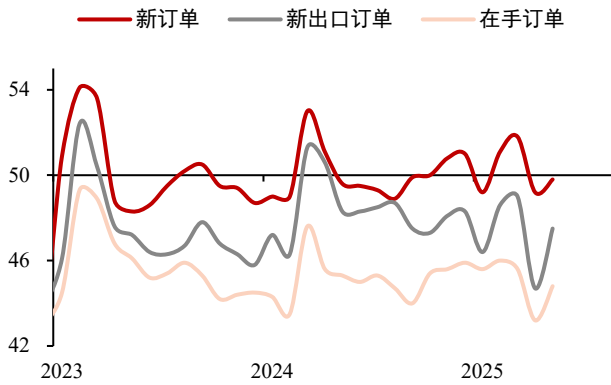
数据来源：iFind、华泰期货研究院

图 2：5 月非制造业 PMI 详情 | 单位：%pct



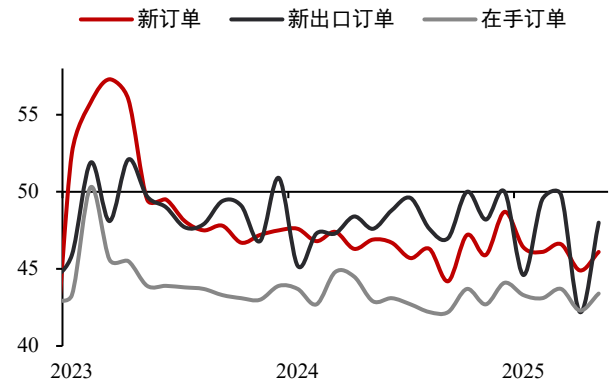
数据来源：iFind、华泰期货研究院

图 3：5 月制造业新出口订单大幅回升 | 单位：%*pct*



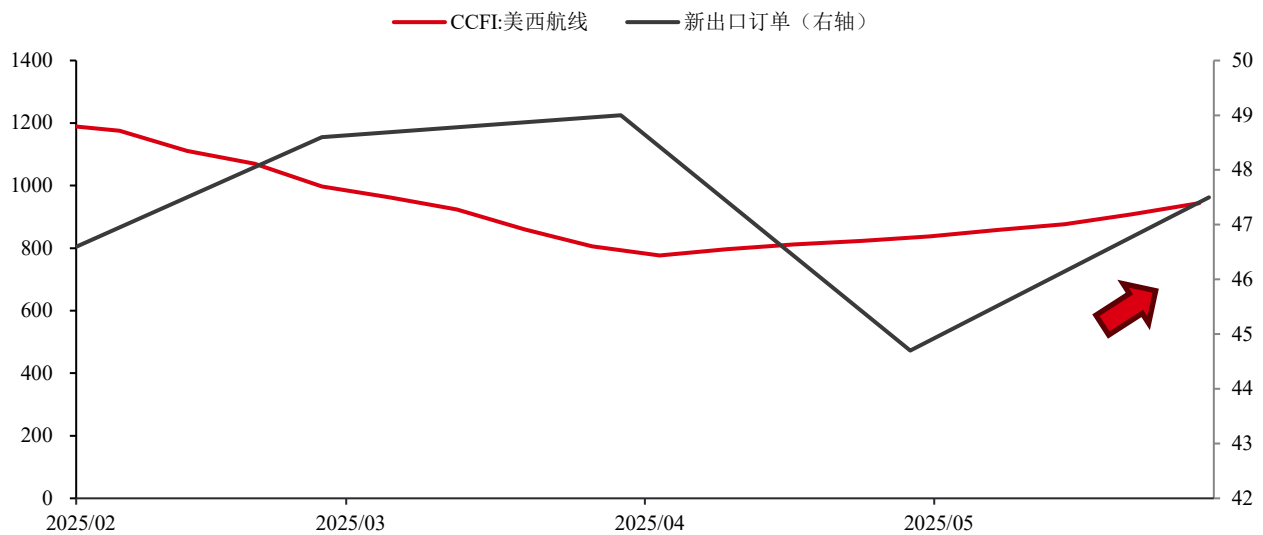
数据来源：iFind、华泰期货研究院

图 4：5 月非制造业新出口订单大幅回升 | 单位：%*pct*



数据来源：iFind、华泰期货研究院

图 5：关税战后，美西航线运价与新出口订单同时回升 | 单位：1998 年 1 月 1 日=1000、%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

中观行业结构性分化

在制造业 PMI 边际修复至 49.5%、供需两端“外暖内冷”的弱复苏格局下，行业景气度呈现一定分化：高技术制造业与基建相关行业逆势扩张，而传统周期行业地产持续承压。这一分化本质是政策驱动、外需回暖与地产去化压力仍存三重因素叠加的结果。

一、政策驱动下的突破

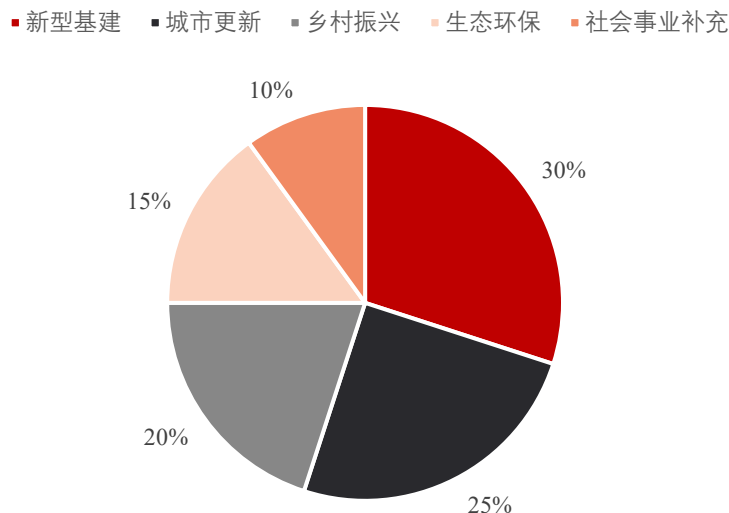
中央财政通过专项债投向优化和战略领域倾斜重塑产业格局。2025 年拟安排专项债 4.4 万亿元，新型基建占整体投向的 30%。这其中的绿色能源、水利、5G 基站等战略基建被列为重点支持方向。以广东省为例，2024 年水利建设完成投资 1061.6 亿元，其中专项债使用规模达 244.6 亿元，2025 年计划在此基础上增长不低于 5%。这种「资金跟着项目走」的机制直接推动土木工程建筑业商务活动指数连续两个月升至 62.3%，显著高于建筑业整体水平。

高技术制造业则受益于设备更新政策。2025 年设备更新政策以超长期特别国债和贷款贴息为核心工具，资金支持力度显著加码：中央财政对符合条件的设备更新贷款给予 1.5 个百分点贴息，叠加超长期特别国债的额外贴息，总贴息率可达 3%-4%。工业设备更新最高补贴 15%，环境基础设施最高补贴 70%，并建立「地方审核 + 国家复核」的简化审批流程，缩短项目落地周期。在政策刺激下，国产替代正从单点突破向全链条渗透演进。

二、外需回暖

技术护城河正在重塑行业竞争格局。2025 年一季度，知识密集型服务进出口增长 2.6%，其中电信计算机和信息服务出口增长 4.8%，而传统高耗能行业（如钢铁）因技术同质化，产能利用率仅 68%，PMI 降至 47.0%。外需回暖与关税政策形成短期抢出口效应。中美关税暂缓触发企业备货高峰，2025 年 5 月装备制造业 PMI 跳升 1.6 个百分点至 51.2%，新订单指数达 52% 以上。但长期看，全球产业链重构压力加剧，美国 301 关税将半导体芯片进口关税提至 50%，迫使企业加速在墨西哥、越南等地布局产能。

图 6：2025 年专项债投放方向占比 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

表格 1：2025 年高技术设备制造业支持政策整理

政策名称	发布部门	支持措施	实施时间
《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	国家发改委	1. 超长期特别国债：新增资金重点支持半导体制造设备、智能农机等更新 2. 贷款贴息：中央财政贴息 1.5 个百分点 + 超长期特别国债额外贴息（总贴息率可达 3%-4%） 3. 补贴比例：工业设备更新最高补贴 15%，环境基础设施最高补贴 70%	2025 年 1 月起
《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	国务院	1. 淘汰落后设备：对标能耗、排放等标准，淘汰《产业结构调整指导目录》中限制类设备 2. 项目审核简化：采用“地方审核 + 国家复核”模式，缩短审批周期	2025 年全年

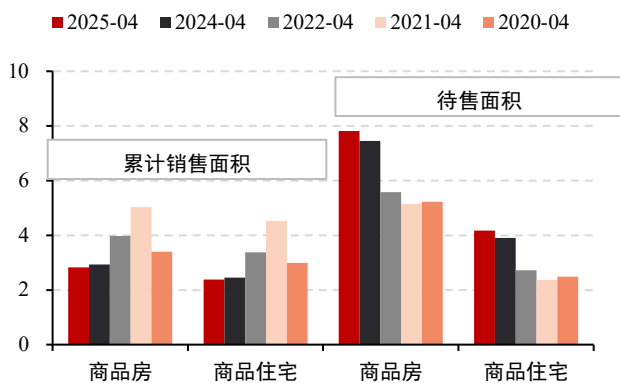
数据来源：发改委、国务院、华泰期货研究院整理

三、地产：投资与去化的双重压力

房地产开发投资呈现“量价齐跌”的深度调整。2025 年 1-4 月，全国房地产开发投资同比下降 10.3%，连续 24 个月负增长，其中住宅投资降幅达 12.4%，商业地产投资下降 15.7%。新开工面积同比下降 23.8%，创 2016 年以来同期最低，反映开发商对未来销售预期的持续悲观。土地市场同步低迷，1-4 月全国土地购置面积同比下降 16.2%，土地出让金减少 12.5%，流拍率升至 18.3%，民营房企拿地占比仅 27.6%，较 2019 年峰值下降 45 个百分点，国企托底现象显著。

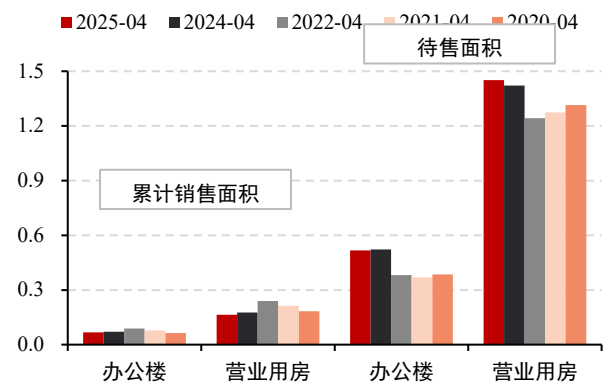
地产去库压力仍存。截至 2025 年 4 月末，全国商品房待售面积 6.7 亿平方米，同比增长 15.2%。短期来看，央行通过“保交楼”专项借款和房企白名单融资缓解即时风险，但库存去化仍依赖需求端修复。长期而言，地产投资占比下降至 15%-20% 是经济转型的很可能的结果。政策正通过保障房建设、城市更新和新型城镇化项目，逐步对冲地产投资收缩的缺口。然而，钢铁、水泥等行业的过剩产能与地产库存的双重去化，仍需相当长一段周期才能完成出清。

图 7：4 月地产销售和待售面积 | 单位：亿平米



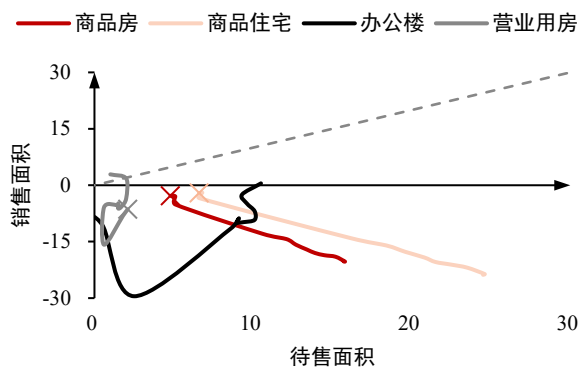
数据来源：iFinD、华泰期货研究院

图 8：4 月地产销售和待售面积 | 单位：亿平米



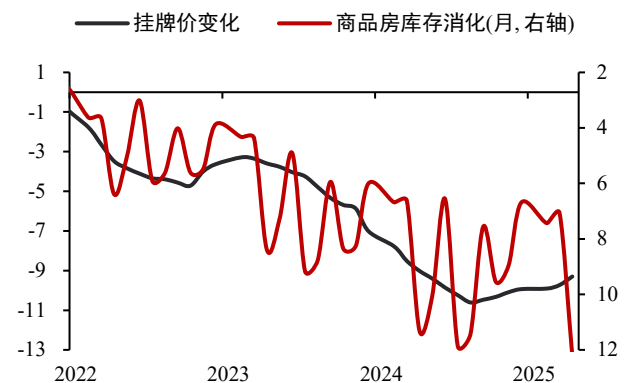
数据来源：iFinD、华泰期货研究院

图 9：4 月地产销售和待售面积增速 | 单位：%YoY



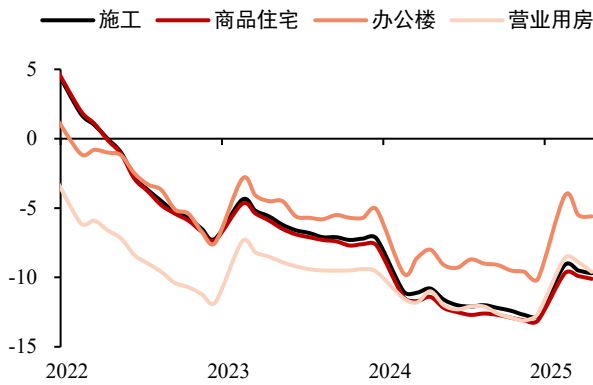
数据来源：iFinD、华泰期货研究院

图 10：4 月商品房库存消化大幅度回落 | 单位：亿平米



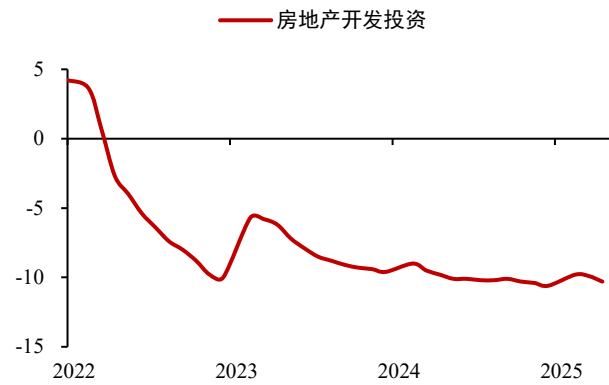
数据来源：iFinD、华泰期货研究院

图 11：4 月份类新开工面积增速暂缓 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD、华泰期货研究院

图 12：4 月地产投资同比-10.3% | 单位：%YoY



数据来源：iFinD、华泰期货研究院

表格 2：地产景气承压 | 单位：%YoY

行业名称	经营活动状况
航空运输业	61.8
电信广播电视和卫星传输服务业	61
土木工程建筑业	59.2
邮政业	57.2
水上运输业	56.9
互联网及软件信息技术服务业	55.5
租赁及商务服务业	53.2
道路运输业	51.6
生态环境保护治理及公共设施管理业	50
房屋建筑业	49.1
住宿业	47.9
批发业	47.6
建筑安装装饰及其他建筑业	47.4
餐饮业	46.2
房地产业	43.3

数据来源：中采咨询、华泰期货研究院

表格 3：高技术设备制造相关行业景气领跑 | 单位：%YoY

行业名称	PMI
电气机械及器材制造业	53.8
计算机通信电子设备及仪器仪表制造业	53.3
化学纤维及橡胶塑料制品业	53.1
专用设备制造业	53.1
有色金属冶炼及压延加工业	50.7
纺织服装服饰业	50.1
农副食品加工业	49.6
通用设备制造业	49
汽车制造业	47.9
黑色金属冶炼及压延加工业	47.1
化学原料及化学制品制造业	46
金属制品业	44.9
石油加工及炼焦业	44.5
医药制造业	43.5
非金属矿物制品业	43.4

数据来源：中采咨询、华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com