

2025年06月02日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

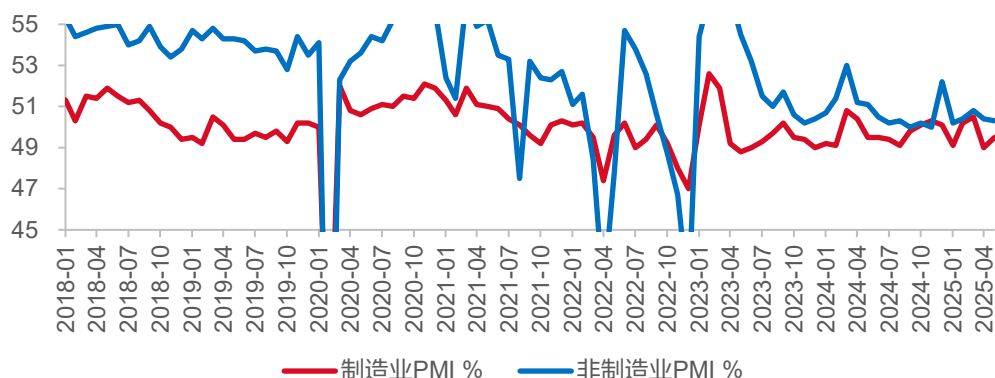
抢出口有支撑，但强度相对温和

——国内观察：2025年5月PMI

投资要点

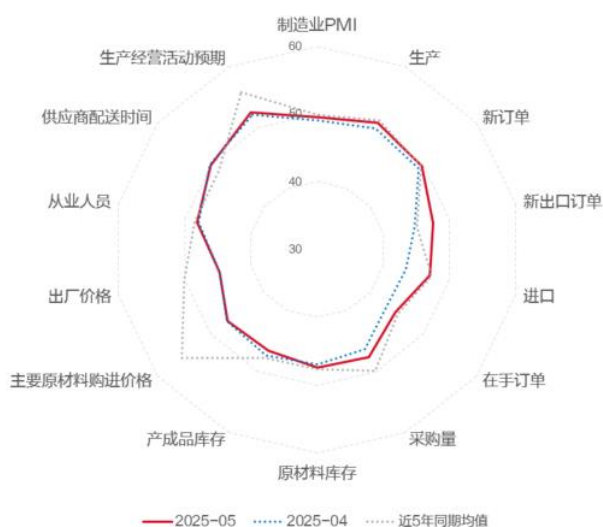
- **事件**: 5月31日, 国家统计局公布5月官方PMI数据。5月, 制造业PMI为49.5%, 前值49.0%; 非制造业PMI为50.3%, 前值50.4%。
- **核心观点**: 日内瓦联合声明带来的中美贸易关系的缓和, 是推动5月制造业PMI回升的主要原因, 供需指数均有所回升。不过, 与4月的回落相比, 5月并非等比例回升, 且回升后的绝对水平要低于一季度均值, 指向这一轮“抢出口”可能偏温和。另一方面, 出口基数5月开始逐步抬升, 后续增速中枢大概率小幅下行。虽然4月经济整体仍有韧性, 但地产拖累仍深。后续来看, “底线思维”的要求下, 增量政策的必要性仍强。
- **制造业PMI超季节性回升**。5月制造业PMI环比改善0.5个百分点, 高于近5年同期均值的0.1%。主因关税冲击阶段性缓和后, 生产以及新订单指数都有一定程度的回升。
- **供需均有回升, 新出口订单指数回升幅度较大**。5月新订单指数回升至49.8% (+0.6pct), 新出口订单指数大幅回升至47.5% (+2.8pct), 环比变化明显超季节性, 因90天后贸易谈判的结果仍存不确定性, 短期来看“抢出口”的效应可能仍然明显, 美西、美东航线出口集装箱运价指数5月分别上涨12.73%和16.46%。与此同时, 对生产的带动也有所走强, 生产指数回升至50.7%, 重新回升至荣枯线以上 (+0.9pct)。
- **这一轮“抢出口”效应的强度可能偏温和**。1.如果把4月制造业PMI以及各分项指数的回落解释为关税的冲击影响, 那5月并未出现等比例的回升。2.5月供需等指数虽有回升, 但普遍略低于一季度的平均水平。
- **价格水平仍处低位, 或存在降价去库存**。供需的回升并未带动价格水平的上涨, 主要原材料购进价格指数 (46.9%, -0.1pct) 以及出厂价格指数 (44.7%, -0.1pct) 仍然在低位小幅回落。同时产成品库存指数继续回落, 存在降价去库存的可能。
- **中游及下游景气度恢复, 上游依然承压**。行业上来看, 装备制造业及消费品行业均回升至荣枯线以上, 前者51.2% (+1.6pct), 后者50.2% (+0.8pct), 上游基础原材料行业依然维持47.0%的相对低位 (-0.7pct)。低成本支撑中游装备制造利润这一线索短期内有望延续。高技术制造业虽然回落0.6pct, 但仍然维持在荣枯线以上。
- **非制造业PMI回落, 但略强于季节性**。5月非制造业PMI环比回落0.1%, 高于近5年同期均值 (剔除2022年异常值后-0.3%)。分项上服务业略强于季节性、建筑业持平于季节性。
- **假期带动居民相关服务业景气度上升**。服务业PMI 50.2%, 较前值+0.1pct。具体反应在五一假期对居民出行以及消费相关行业的带动, 铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业商务活动指数明显回升, 均位于扩张区间。服务业整体表现仍有韧性。
- **基建强、地产弱的格局没有改变**。5月建筑业PMI回落至51.0% (-0.9pct), 但土木工程建筑业商务活动指数升至62.3% (+1.4pct), 财政节奏加快推动基建项目施工加快, 但地产施工可能仍弱。这一表现此前在4月投资数据上已有反应, 5月基建强、地产弱这一个格局仍然延续。
- **风险提示**: 稳增长政策落地不及预期; 特朗普关税政策风险; 美联储降息节奏不及预期。

图1 制造业及非制造业 PMI，%



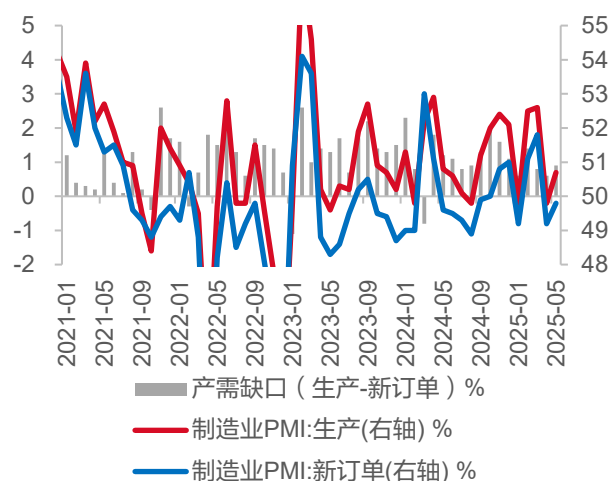
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 制造业 PMI 各分项，%



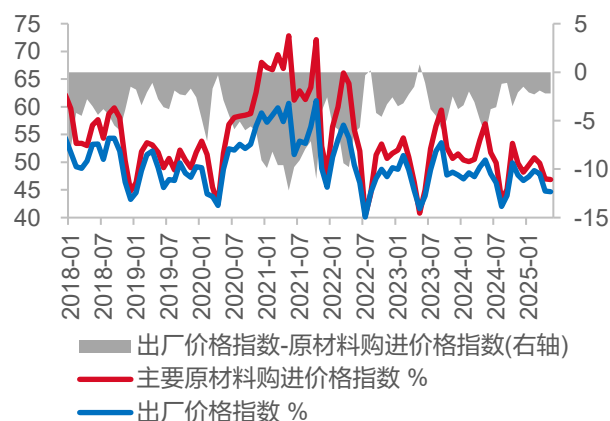
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 制造业 PMI 生产、新订单指数及产需缺口，%，%



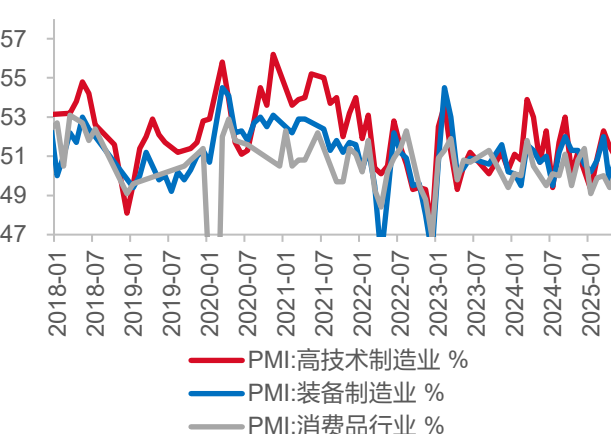
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 主要原材料购进价格、出厂价格指数，%，%



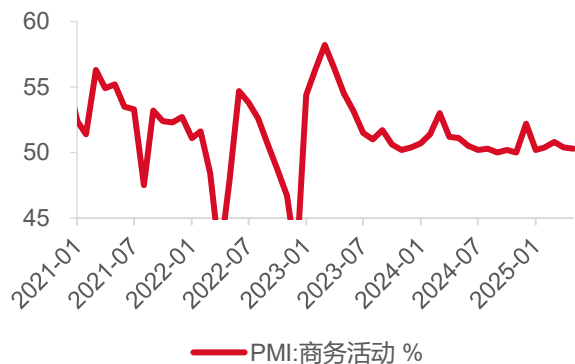
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 高技术制造业、装备制造业、消费品行业 PMI，%



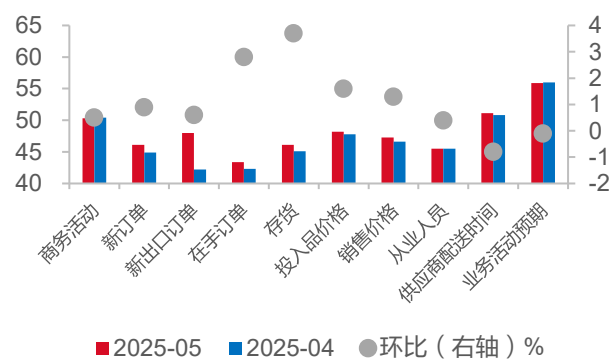
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 非制造业 PMI, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 非制造业 PMI 各分项, %, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089