

5月PMI数据解读

关税影响暂时缓解，消费性服务业展现韧性

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师： 田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980524090003
证券分析师： 董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
联系人： 王奕群 wangyiqun1@guosen.com.cn

事项：

5月31日，5月中国采购经理人指数（PMI）公布，其中制造业PMI为49.5（环比+0.5pct）；非制造业为50.3（环比-0.1pct）。

评论：

图1：中国PMI主要数据一览

		PMI	企业规模			生产	需求		库存		价格		配送	就业	预期
			大型	中型	小型		新订单	新出口	原材料	产成品	投入	产出			
制造	2025-05	49.50	50.70	47.50	49.30	50.70	49.80	47.50	47.40	46.50	46.90	44.70	50.00	48.10	52.50
	2025-04	49.00	49.20	48.80	48.70	49.80	49.20	44.70	47.00	47.30	47.00	44.80	50.20	47.90	52.10
	2025-03	50.50	51.20	49.90	49.60	52.60	51.80	49.00	47.20	48.00	49.80	47.90	50.30	48.20	53.80
	2025-02	50.20	52.50	49.20	46.30	52.50	51.10	48.60	47.00	48.30	50.80	48.50	51.00	48.60	54.50
	2025-01	49.10	49.90	49.50	46.50	49.80	49.20	46.40	47.70	46.50	49.50	47.40	50.30	48.10	55.30
	2024-12	50.10	50.50	50.70	48.50	52.10	51.00	48.30	48.30	47.90	48.20	46.70	50.90	48.10	53.30
	较上月	0.50	1.50	-1.30	0.60	0.90	0.60	2.80	0.40	-0.80	-0.10	-0.10	-0.20	0.20	0.40
非制造	2025-05	50.30	53.30	49.10	50.10	-	46.10	48.00	-	46.10	48.20	47.30	51.10	45.50	55.90
	2025-04	50.40	52.20	49.10	50.90	-	44.90	42.20	-	45.10	47.80	46.60	50.80	45.50	56.00
	2025-03	50.80	54.30	48.50	51.10	-	46.60	49.80	-	45.70	48.60	46.70	51.10	45.80	57.20
	2025-02	50.40	45.80	48.50	60.40	-	46.10	49.50	-	45.20	48.40	47.80	53.10	46.50	56.60
	2025-01	50.20	52.80	45.50	55.00	-	46.40	44.60	-	45.00	50.40	48.60	51.30	46.70	56.70
	2024-12	52.20	52.50	50.10	55.40	-	48.70	50.00	-	46.40	50.50	48.80	51.50	45.80	57.50
	较上月	-0.10	1.10	0.00	-0.80	-	1.20	5.80	-	1.00	0.40	0.70	0.30	0.00	-0.10

资料来源：Wind，中采咨询，国信证券经济研究所整理

结论：本月PMI数据总体改善，显示我国5月经济压力较4月有所缓解，但贸易摩擦的不确定性依然在制约经济运行和预期，制造业PMI依然低于荣枯线。5月中旬中美联合声明暂时缓解关税压力，“窗口期”新出口订单较4月显著修复。但5月底特朗普态度的再度变化，意味着未来两国贸易关系的波动或是大概率事件。服务业继续维持韧性，服务业成为“压舱石”，继续对冲建筑业下行，其中消费性服务业连续两个月上行，显示我国服务内需展现较强韧性。

具体看，5月PMI有以下几点特征：

生产与需求同时回升，生产升至荣枯线以上，需求回升幅度低于生产。从相对变化看，“产需差”有所扩大：一方面新订单有所回升（+0.6pct），另一方面生产回升更多（+0.9pct），“产需差”被动扩大0.3pct至0.9pct。从绝对水平看，季节性带动生产回升至50.7的荣枯线上；而“三大需求”均回升：新订单（+0.6pct至49.8）、新出口订单（+2.8pct至47.5）和现有订单（+1.6至44.8）同时提高。

原材料库存回升，价格指数连续第三个月下行。库存方面，一方面原材料库存小幅回升（+0.4pct 至 47.4），另一方面产成品库存继续回落（-0.8pct 至 46.5）。与此同时，价格指数连续第三个月下行，且投入品价格跌幅持平产成品，企业利润压力未改善。购进价格指数下行 0.1pct 至 46.9，位于荣枯线下，金属、汽车、通用设备等行业下降较多；出厂价格同样下行 0.1pct 至 44.7，金属、汽车、电气机械等行业下行较多。

5 月非制造业 PMI 小幅回落，消费性服务业有所上行。非制造业景气度环比回落 0.1pct 至 50.3，总体表现弱于近年同期（2022-2024 年 5 月均值 51.1），2025 年至今波动性较往年显著减弱。从结构看，服务业 PMI 小幅回升（+0.1pct 至 50.2），内部结构分化明显，生产性服务业拖累而消费性服务业拉动；建筑业 PMI 下行 0.9pct 至 51.0，土木工程继续上行（+1.4pct 至 62.3），房屋建筑业（-2.4pct 至 45.2）仍在下行中。

中观行业表现分化，制造业景气行业数量下降，非制造业景气行业数提升。15 个制造业行业中 4 个（27%）位于景气区间，少于 4 月（5 个），计算机、电气、农副食品、化纤等表现相对较好。19 个非制造业行业中 13 个（68%）位于景气区间，高于上月（9 个）。土木工程、电信传输和大部分运输业表现相对较好。

◆ 制造业

5 月制造业景气度有所回升，一是对等关税暂停实施，二是积极的宏观政策支撑经济韧性。PMI 回升 0.5pct 至 49.0，较上月大幅下滑显著改善，同比持平去年 5 月，略高于近三年同期均值（49.3）。本次制造业的回升幅度略好于季节性，高于过去三年环比均值。从季节性角度观察，一般而言历年 4 月属于制造业淡季环比大多下行，5 月表现则各有分化，今年 5 月环比略强于近年平均水平（2022-2024 年 5 月平均环比 +0.3）。分贡献度看，主要科目均有不同程度拉动。按拉动大小分别是生产（贡献+0.225pct）、新订单（贡献+0.18pct）、原料库存（贡献+0.04pct）、雇员（贡献+0.04pct）、配送（贡献+0.03pct）。

生产与需求同时回升，生产升至荣枯线以上，需求回升幅度低于生产。从相对变化看，“产需差”有所扩大：一方面新订单有所回升（+0.6pct），另一方面生产回升更多（+0.9pct），“产需差”被动扩大 0.3pct 至 0.9pct。从绝对水平看，季节性带动生产回升至 50.7 的荣枯线上；而“三大需求”均回升：新订单（+0.6pct 至 49.8）、新出口订单（+2.8pct 至 47.5）和现有订单（+1.6 至 44.8）同时提高。

原材料库存回升，价格指数连续第三个月下行。库存方面，一方面原材料库存小幅回升（+0.4pct 至 47.4），另一方面产成品库存继续回落（-0.8pct 至 46.5）。与此同时，价格指数连续第三个月下行，且投入品价格跌幅持平产成品，企业利润压力未改善。购进价格指数下行 0.1pct 至 46.9，位于荣枯线下，金属、汽车、通用设备等行业下降较多；出厂价格同样下行 0.1pct 至 44.7，金属、汽车、电气机械等行业下行较多。

产需两端回升的同时，企业预期也随之变化。制造业预期回升 0.4pct 至 52.5，随现状一同改善。分规模看，大、小企业景气度回升，中型企业下滑：大型企业和小型企业回升（大型+1.5pct 至 50.7，小型+0.6pct 至 49.3）；中型企业回落（-1.3pct 至 47.5）。“大小企业差”扩大 0.9pct 至 1.4pct。分行业看，15 个制造业行业中 4 个（27%）位于景气区间，少于 4 月（5 个），计算机、电气、农副食品、化纤等表现相对较好。

◆ 非制造业

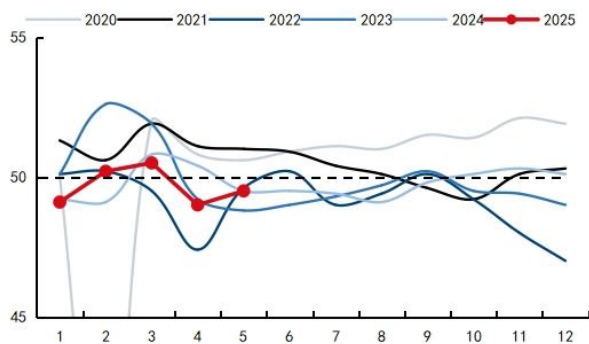
5 月非制造业 PMI 小幅回落，消费性服务业连续两个月上行。非制造业景气度环比回落 0.1pct 至 50.3，总体表现弱于近年同期（2022-2024 年 5 月均值 51.1），2025 年至今波动性较往年显著减弱。从结构看，建筑业继续走弱，服务业小幅回升。

服务业 PMI 小幅回升（+0.1pct 至 50.2），内部结构分化明显，生产性服务业拖累而消费性服务业拉动。一方面，消费性服务业继续提高（+2.3pct 至 51.6）。另一方面，生产性服务业受制造业下行拖累，景气度继续回落（-2.1pct 至 50.1），仍位于荣枯线上方。建筑业 PMI 下行 0.9pct 至 51.0，低于过去 3 年同期平均水平（51.3），新订单回升（+1.2pct 至 46.1），就业人员持平前值（45.5）。具体来看，5 月建筑业的支撑仍来自政府端，土木工程继续上行（+1.4pct 至 62.3），高于近年同期水平，房屋建筑业（-2.4pct

至 45.2) 仍在下行中。

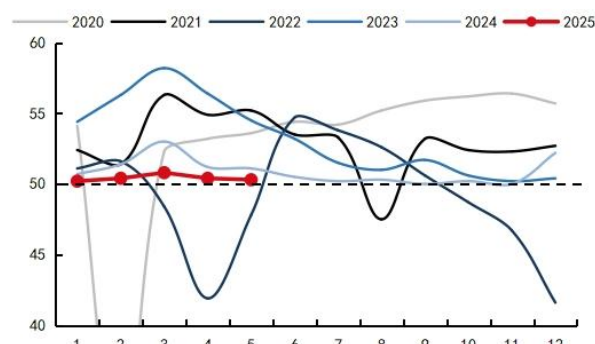
从分项指标看，有三方面值得关注：一是与制造业情况相反，非制造业价格压力有所缓和。当月价格指数双双回升，且产出价格回升幅度（+0.7pct 至 47.3）略高于投入价格（+0.4pct 至 48.2），指向企业利润率指标有所改善（+0.3pct 至 -0.9pct）。二是不同规模企业景气度表现与制造业有所区别，大型企业表现较好，小型企业走弱。当月大、中、小型非制造业企业 PMI 环比分别+1.1pct、+0pct 和 -0.8pct。三是分行业看，景气行业占比提升。19 个非制造业行业中 13 个（68%）位于景气区间，高于上月（9 个）。土木工程、电信传输和大部分运输业表现相对较好。

图2：制造业 PMI 的季节性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：非制造业 PMI 的季节性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：欧美制造业 PMI 有所回升



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图5：制造业 PMI 贡献分解



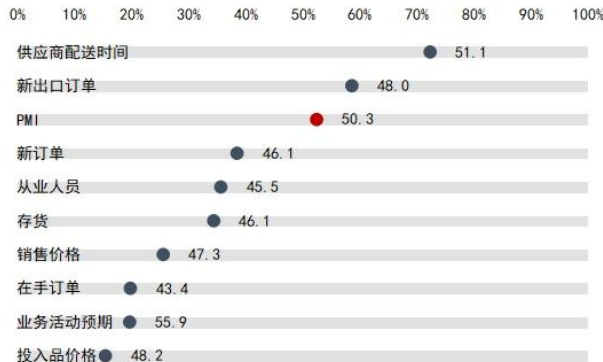
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6: 制造业主要指标历史分位数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 非制造业主要指标历史分位数



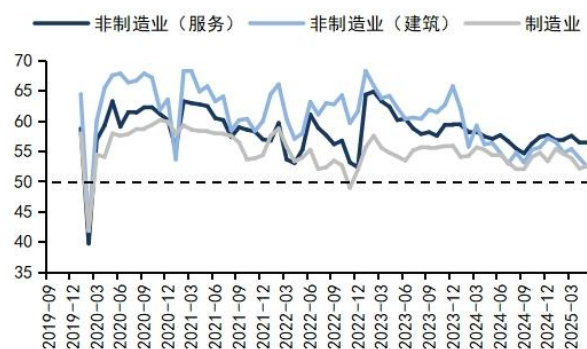
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 建筑业就业指数回升



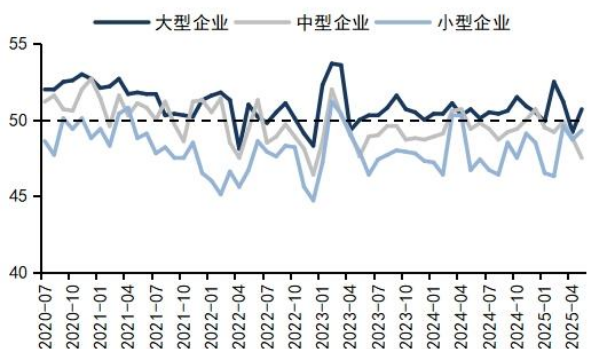
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 服务业预期边际回升



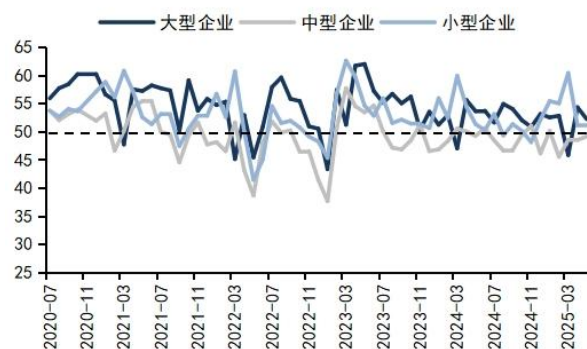
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 大中小制造业企业景气度



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 大中小非制造业企业景气度



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

海外市场动荡，海外经济进入衰退。

相关研究报告：

- 《2025 年 4 月财政数据快评-税收收入回正，广义支出提速》 ——2025-05-21
- 《4 月金融数据解读-贸易冲击初显》 ——2025-05-15
- 《美国 4 月 CPI 数据点评-通胀数据尚未完全反映关税冲击》 ——2025-05-14
- 《中美经贸会谈联合声明解读-中美积极寻找共识，合作明显改善两国经济前景》 ——2025-05-12
- 《中国通胀数据快评-4 月国内 CPI 同比延续企稳态势，PPI 同比降幅继续走阔》 ——2025-05-11

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032