

以价换量的格局并未扭转

——5月中国 PMI 数据点评 20250601

报告日期：2025-06-01

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

研究助理：洪子彦

执业证书号：S0010123060036

电话：15851599909

邮箱：hongziyan@hazq.com

主要观点：

● 数据观察：生产扩张、需求不足，关税谈判效果符合预期

5月PMI制造业收缩态势小幅修复，非制造业PMI扩张态势小幅降温。5月官方制造业PMI数据录得49.5%（前值49%），环比小幅回升，但仍位于荣枯线以下。与市场预期一致（Wind一致预测49.5%、预测最大值49.5%、预测最小值49.5%）。非制造业PMI回落至50.3%（前值50.4%），综合PMI产出指数升至50.4%。

制造业PMI分项来看，生产指数重回扩张区间，生产活动开始修复。需求方面，新订单回到荣枯线附近，需求端改善明显。其中新出口订单出现大幅修复，新订单主要受益于外需的显著改善。在手订单小幅回落，表明在生产活动的扩张下，订单处理能力仍强。生产方面，采购量虽仍位于收缩区间，但增速略有回升，企业采购谨慎态度松动。进口收缩态势显著改善，或是5月关税影响弱化所致。价格方面，出厂价、主要原材料购进价双双续跌，体现下游需求不足，上游大宗商品价格波动压力持续。库存方面，产成品库存消耗加快，关税影响暂缓后，原材料库存环比小幅回补，生产节奏开始修复；原材料库存位于荣枯线以下，显示仍处于去库阶段。供应商配送时间指数落回荣枯线上，结束连续多月的扩张趋势，显示供应链效率提升。从业人员指数5月环比小幅改善，但仍低于荣枯线，反映制造业整体用工需求不足，连接另一端的收入不强，经济循环尚不畅通。

行业来看，装备制造景气度大幅回升，中下游行业均重回扩张区间。装备制造业PMI环比提升1.6个百分点，回升至51.2%。高技术制造业PMI扩张程度所回落，显示产业升级放缓。消费品行业PMI已连续5个月上升，本月开始进入扩张状态，表明政策驱动下终端需求修复拐点或出现。

企业结构看，大型与小型企业PMI景气度同步回升，大型企业率先回到荣枯线上。企业分化程度加剧，大型企业PMI转回枯荣线上。而小型企业虽有修复但仍位于荣枯线以下；中型企业生产动能不足，景气度继续跌至47.5%。

● 深度分析：以价换量的格局并未被扭转

（1）制造业方面：

新出口订单大幅改善，带动订单总量上行。受关税政策松绑影响，出口订单有所改善，但BDI指数同比下降21.27%，SCFI综合指数环比下降31.93%。全球贸易补库存周期对出口的拉动效应或已见顶。

主要原材料购进价与出厂价环比双降，面临上下游挤压的通缩螺旋。受到全

球油价下行影响，原材料购进价继续处在收缩区间，上游过剩全面显性化，或由全球大宗商品表现分化，部分品种供需失衡所致。而出厂价指数的续降反映了终端需求承接力不足。两者环比差与上月持平，企业利润继续承压。

当前数据组合仍指向以价换量模式。生产加速快于需求端的改善，对比进价与出厂价呈现的下跌特征，说明当前生产的加快、订单的增加，核心还是以低价作为驱动。

采购量仍处于收缩区间，揭示制造业当前核心矛盾，短期的生产扩张遭遇中长期需求疲软，企业选择库存优化与成本防御的经营模式：为降低资金占用，企业原料库存主动去化；为规避价格波动风险，企业缩短供应链，采用“订单驱动采购”。

供需结构有所改善，库存流转节奏或加速。产成品去化，新订单边际上行，或带动下阶段补库。若6月原材料库存指数继续向上，则标志预期继续修复，或进入主动补库。

（2）非制造业方面：

建筑业 PMI 扩张速度放缓。建筑业 PMI 连续3个月下降，落至51%。但仍处于临界线上，5月专项债发行继续提速快于去年同期，基建投资落地实物工作量仍有所体现。建筑业 PMI 新订单环比有所提升，或推动下月基建开工重新提速。

服务业 PMI 继续走好。服务业 PMI 升至50.2，巩固扩张状态。新订单环比有较大幅度反弹，下月服务业 PMI 或继续上行。天气转暖，5月铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业商务活动指数均位于扩张区间，显示居民消费意愿持续增强。

● 后市展望：经济复苏“走在正确的方向”，债市应给出怎样的定价？

从 PMI 分项看长期经济格局：仍处于需求不足阶段。地产侧仍处于底部周期；而消费侧出厂价分项仍向下，弱价格改变不大，PMI 从业人员分项均处于收缩区间、收入效应不强，内需主要依赖财政补贴拉动。当前外需是经济动能最大变量，当下进入3个月关税暂停窗口期，外需有所恢复，预计后期虽还会有波动但不确定性相对有所下降。另外，PMI 价格分项继续向下带来通缩压力，利率低位区间运行的趋势或不会改变。往后看，长格局转变的关键还在于未来价格向下趋势与出口回振、财政补贴的博弈。

从 PMI 月度数据看利率短期走势：十年国债收益率5月整体呈现上行走势，与本月制造业 PMI 收缩态势修复表现一致（关税放松背景下，订单改善、生产强劲）。看下月，关税放松或继续带来抢出口、支撑出口订单与企业生产。库存方面，虽有边际补库迹象，但是企业转向主动补库的通路或还较长，叠加 PMI 价格分项持续下探，短期难有较大改善。从预期角度，5月 PMI 符合市场一致预期，或难成为下阶段交易的主线，当前货币宽松格局与出口提振预期造就的多空僵持态势或持续，或引发震荡市行情。而由于目前央行影响力度增强（买断式逆回购大额到期、人行缺负债+防空转+稳汇率背景下 Q1 的经验），按当前状态推算 DR007 运行中枢可能仍在 1.5%-1.6% 附近，资金面可能稍弱，利多力量有限，多空力量的天平或有向空头倾斜风险。但也要考虑多头出现不确定性因素导致的加强可能，如央行进一步宽货

币、重启国债二级买卖。

总结来说，6月债市整体预计震荡，关注央行进一步宽货币政策及出口承压变化。

● 风险提示：

外部环境不确定性风险、政策效果不及预期及政策转向风险。

正文目录

1	重要图表.....	6
2	风险提示.....	9

图表目录

图表 1：制造业与非制造业 PMI 数据一览（%）	6
图表 2：制造业 PMI（%）	6
图表 3：非制造业 PMI（%）	6
图表 4：出口大幅改善，带动订单总量上行（%）	7
图表 5：生产抢跑新订单，警惕后续订单不足风险（%）	7
图表 6：在手订单弱于生产、产能利用偏低（%）	7
图表 7：采购跟随订单趋势修复，但差值显示企业信心恢复仍滞后（%）	7
图表 8：产成品库存去化，原材料库存回补，库存节奏或加快（%）	7
图表 9：供需结构改善：产成品去化，而新订单上行，或带动下阶段补库（%）	7
图表 10：企业利润继续边际承压：价格双走低，进出价趋势差与上月一致（%）	8
图表 11：就业结构：建筑业边际抬升最多、制造业小幅修复，服务业下滑（%）	8
图表 12：建筑业 PMI（%）	8
图表 13：服务业 PMI（%）	8
图表 14：大型企业 PMI（%）	8
图表 15：中型企业 PMI（%）	8
图表 16：小型企业 PMI（%）	9
图表 17：制造业 PMI 状态与十年国债率（%）	9

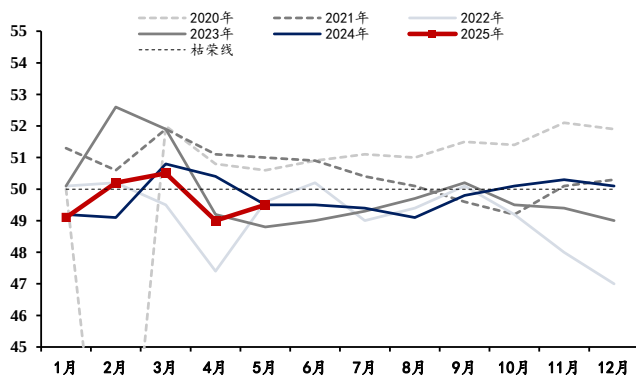
1 重要图表

图表 1：制造业与非制造业 PMI 数据一览 (%)

指标名称	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05
制造业PMI	49.5	49.0	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1	49.8	49.1	49.4	49.5	49.5
生产	50.7	49.8	52.6	52.5	49.8	52.1	52.4	52.0	51.2	49.8	50.1	50.6	50.8
新订单	49.8	49.2	51.8	51.1	49.2	51.0	50.8	50.0	49.9	48.9	49.3	49.5	49.6
新出口订单	47.5	44.7	49.0	48.6	46.4	48.3	48.1	47.3	47.5	48.7	48.5	48.3	48.3
在手订单	44.8	43.2	45.6	46.0	45.6	45.9	45.6	45.4	44.0	44.7	45.3	45.0	45.3
产成品库存	46.5	47.3	48.0	48.3	46.5	47.9	47.4	46.9	48.4	48.5	47.8	48.3	46.5
采购量	47.6	46.3	51.8	52.1	49.2	51.5	51.0	49.3	47.6	47.8	48.8	48.1	49.3
进口	47.1	43.4	47.5	49.5	48.1	49.3	47.3	47.0	46.1	46.8	47.0	46.9	46.8
出厂价格	44.7	44.8	47.9	48.5	47.4	46.7	47.7	49.9	44.0	42.0	46.3	47.9	50.4
主要原材料购进价格	46.9	47.0	49.8	50.8	49.5	48.2	49.8	53.4	45.1	43.2	49.9	51.7	56.9
原材料库存	47.4	47.0	47.2	47.0	47.7	48.3	48.2	48.2	47.7	47.6	47.8	47.6	47.8
从业人员	48.1	47.9	48.2	48.6	48.1	48.1	48.2	48.4	48.2	48.1	48.3	48.1	48.1
供应商配送时间	50.0	50.2	50.3	51.0	50.3	50.9	50.2	49.6	49.5	49.6	49.3	49.5	50.1
生产经营活动预期	52.5	52.1	53.8	54.5	55.3	53.3	54.7	54.0	52.0	52.0	53.1	54.4	54.3
高技术制造业	50.9	51.5	52.3	50.9	49.3		51.2	50.1	53.0	51.7	49.4	52.3	50.7
装备制造业	51.2	49.6	52.0	50.8	50.2	50.6	51.3	51.3	52.0	51.2	49.5	51.0	50.7
消费品行业	50.2	49.4	50.0	49.9	49.1	51.4	50.8	49.5	51.1	50.0	50.1	49.5	
基础原材料行业	47.0	47.7	49.3	49.8	47.6	48.8	49.2	49.3	46.6	46.4	48.6	47.4	47.9
大型企业	50.7	49.2	51.2	52.5	49.9	50.5	50.9	51.5	50.6	50.4	50.5	50.1	50.7
中型企业	47.5	48.8	49.9	49.2	49.5	50.7	50.0	49.4	49.2	48.7	49.4	49.8	49.4
小型企业	49.3	48.7	49.6	46.3	46.5	48.5	49.1	47.5	48.5	46.4	46.7	47.4	46.7
非制造业PMI商务活动	50.3	50.4	50.8	50.4	50.2	52.2	50.0	50.2	50.0	50.3	50.2	50.5	51.1
新订单	46.1	44.9	46.6	46.1	46.4	48.7	45.9	47.2	44.2	46.3	45.7	46.7	46.9
新出口订单	48.0	42.2	49.8	49.5	44.6	50.0	48.2	50.0	47.0	47.6	49.6	48.8	47.6
业务活动预期	55.9	56.0	57.2	56.6	56.7	57.5	57.0	56.1	54.4	55.3	56.1	57.2	56.9
投入品价格	48.2	47.8	48.6	48.4	50.4	50.5	49.1	50.6	48.2	48.6	50.4	49.6	49.7
销售价格	47.3	46.6	46.7	47.8	48.6	48.8	48.8	48.5	46.1	47.2	48.2	47.6	47.8
从业人员	45.5	45.5	45.8	46.5	46.7	45.8	45.4	45.8	44.7	45.2	45.5	45.8	46.2
在手订单	43.4	42.3	43.7	43.1	43.3	44.1	42.7	43.7	42.2	42.2	42.7	43.1	42.9
存货	46.1	45.1	45.7	45.2	45.0	46.4	45.3	45.7	45.1	45.1	45.4	45.5	45.2
供应商配送时间	51.1	50.8	51.1	53.1	51.3	51.5	51.2	51.2	50.2	50.6	50.5	50.5	51.0
建筑业	51.0	51.9	53.4	52.7	49.3	53.2	49.7	50.4	50.7	50.6	51.2	52.3	54.4
新订单	43.3	39.6	43.5	46.8	44.7	51.4	43.5	43.5	39.5	43.5	40.1	44.1	44.1
业务活动预期	52.4	53.8	55.3	54.7	56.5	57.1	55.6	55.2	53.1	54.7	52.9	54.7	56.3
投入品价格	48.0	47.5	49.5	49.3	47.7	49.4	48.0	55.2	50.0	47.6	49.9	51.7	53.6
销售价格	47.5	47.2	47.5	49.1	47.8	47.5	48.6	52.1	48.0	48.1	49.3	49.0	49.7
从业人员	39.5	37.8	41.4	45.6	48.7	42.7	40.7	42.7	40.0	41.0	40.2	42.9	43.3
服务业	50.2	50.1	50.3	50.0	50.3	52.0	50.1	50.1	49.9	50.2	50.0	50.2	50.5
新订单	46.6	45.9	47.1	45.9	46.7	48.2	46.4	47.8	45.0	46.8	46.7	47.1	47.4
业务活动预期	56.5	56.4	57.5	56.9	56.8	57.6	57.3	56.2	54.6	55.4	56.6	57.6	57.0
投入品价格	48.2	47.9	48.4	48.2	50.9	50.7	49.3	49.8	47.9	48.8	50.5	49.3	49.0
销售价格	47.3	46.5	46.6	47.6	48.8	49.1	48.8	47.8	45.7	47.1	48.0	47.4	47.5
从业人员	46.6	46.8	46.5	46.7	46.3	46.3	46.2	46.4	45.5	45.9	46.4	46.3	46.7

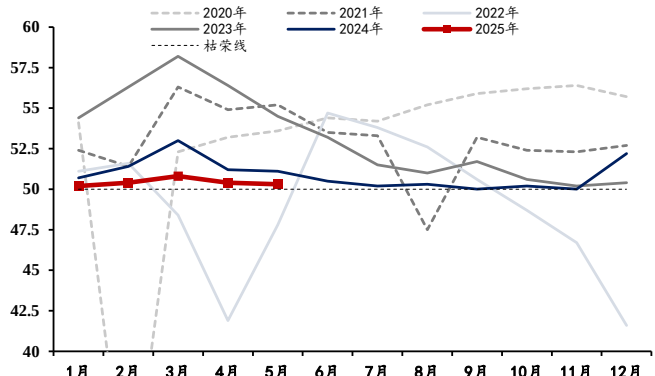
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2：制造业 PMI (%)



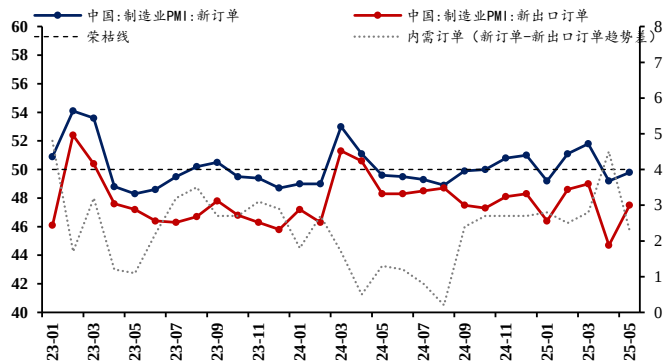
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3：非制造业 PMI (%)



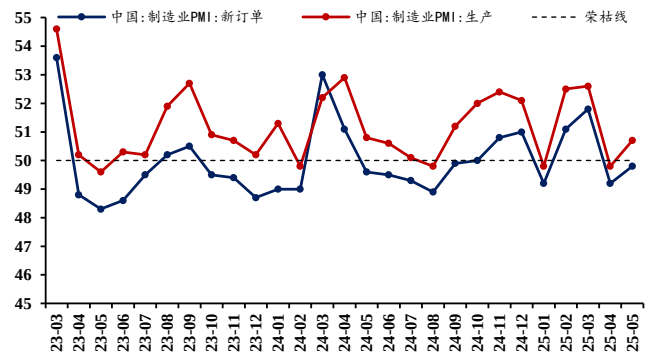
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 4：出口大幅改善，带动订单总量上行（%）



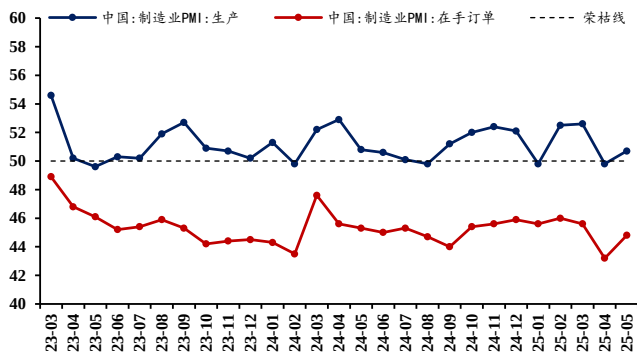
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 5：生产抢跑新订单，警惕后续订单不足风险（%）



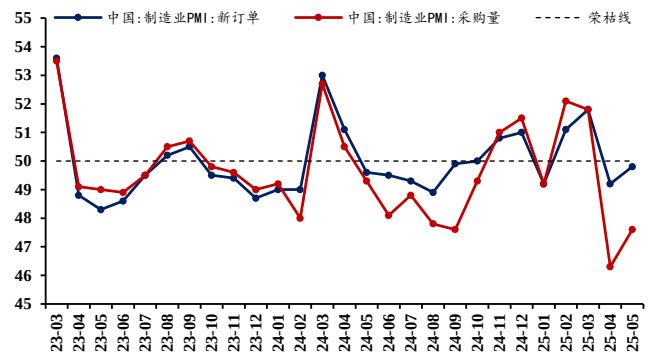
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 6：在手订单弱于生产、产能利用偏低（%）



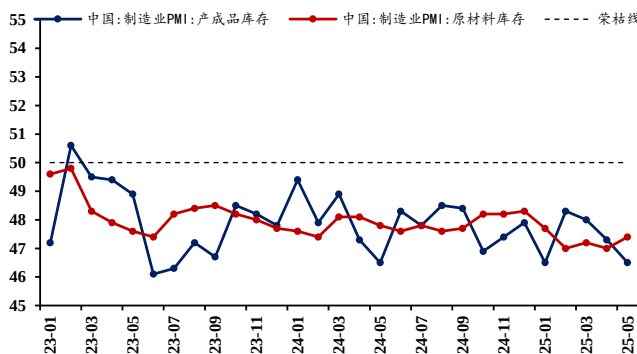
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 7：采购跟随订单趋势修复，但差值显示企业信心恢复仍滞后（%）



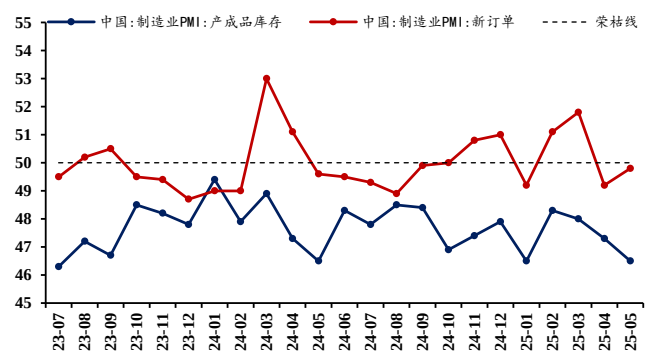
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 8：产成品库存去化，原材料库存回补，库存节奏或加快（%）



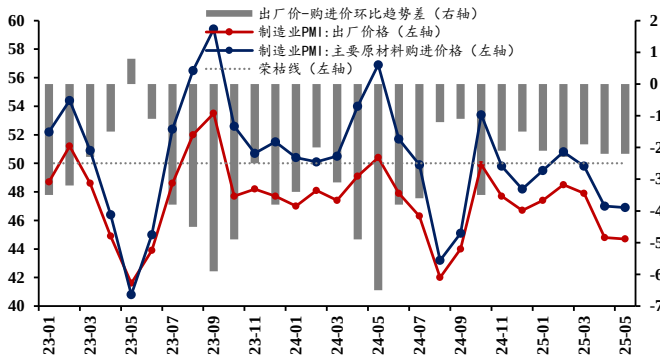
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 9：供需结构改善：产成品去化，而新订单上行，或带动下阶段补库（%）



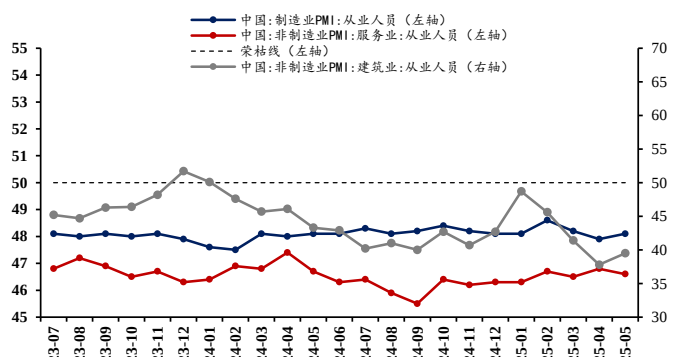
资料来源：Wind，华安证券研究所

图 10：企业利润继续边际承压：价格双走低，进出口趋势差与上月一致（%）



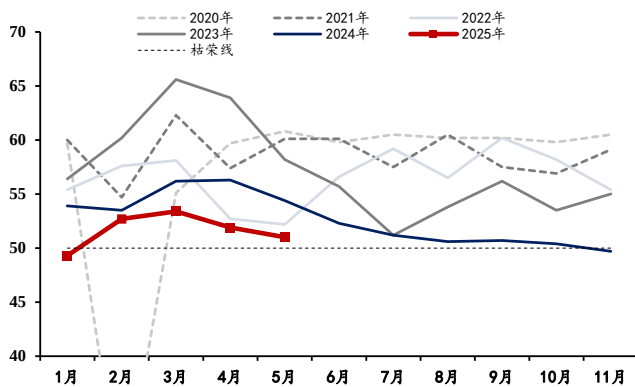
资料来源：Wind，华安证券研究所

图 11：就业结构：建筑业边际抬升最多、制造业小幅修复，服务业下滑（%）



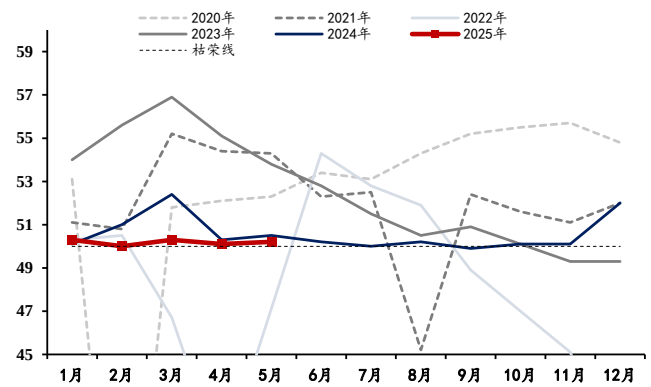
资料来源：Wind，华安证券研究所

图 12：建筑业 PMI（%）



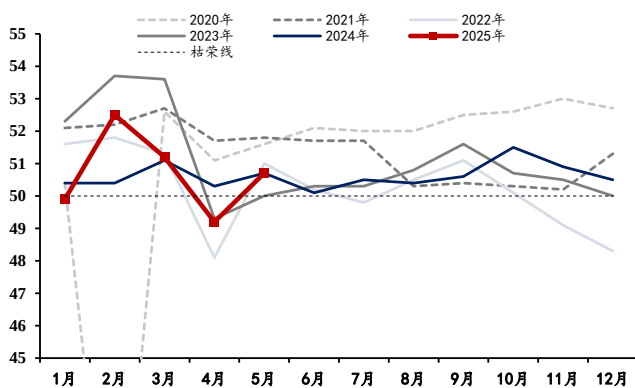
资料来源：Wind，华安证券研究所

图 13：服务业 PMI（%）



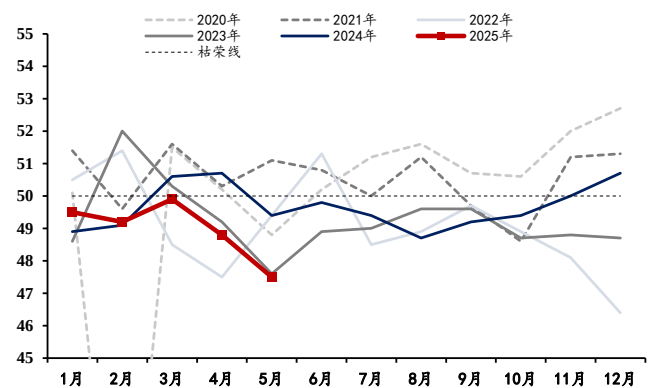
资料来源：Wind，华安证券研究所

图 14：大型企业 PMI（%）



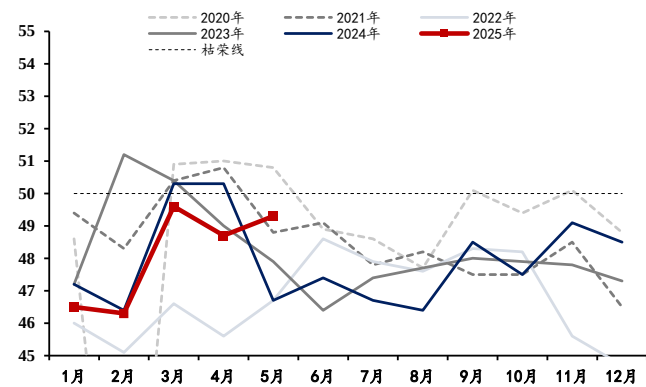
资料来源：Wind，华安证券研究所

图 15：中型企业 PMI（%）



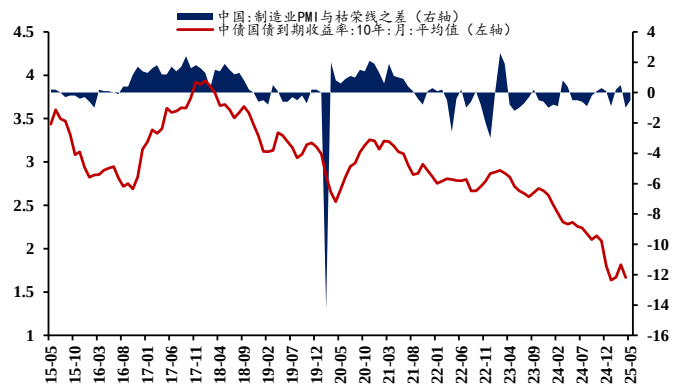
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 16：小型企业 PMI (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 17：制造业 PMI 状态与十年国债利率 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所 注释：建筑业 PMI 与枯荣线之差为正，代表制造业生产扩张，反之代表收缩

2 风险提示

外部环境不确定性风险、政策效果不及预期及政策转向风险。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安证券研究所所长助理，固收首席分析师，8 年卖方固收、权益研究经验，曾供职于民生证券、华西证券，2024 年 Wind 金牌分析师第二名，2023 年 Choice 固收行业最佳分析师。

研究助理：洪子彦，华安固收研究助理，南加州大学金融工程硕士，覆盖宏观利率、机构行为、国债期货研究。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。