

2025 年 06 月 01 日

宏观研究团队

PMI 小幅改善，关税或有反复

——兼评 5 月 PMI 数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

事件：2025 年 5 月官方制造业 PMI 49.5%，预期 49.5%，前值 49.0%；官方非制造业 PMI 50.3%，前值 50.4%。

● 制造业：荣枯线下小幅改善，供需均有回升

1、中美大幅互降关税，制造业景气度小幅回升。PMI 生产回升 0.9 个百分点至 50.7%，内外需均有改善。分行业来看，农副食品加工、专用设备、交运设备的产需指数表现较好，纺织、化纤及橡塑制品、黑色冶炼、有色冶炼等相对承压。

2、工业原材料价格小幅回落，预计 5 月 PPI 同比约-2.7%。5 月 PMI 原材料购进价格与 PMI 出厂价格均回落了 0.1 个百分点，根据高频指标测算 5 月 PPI 环比可能在 0.1% 左右，同比在-2.7% 左右、较前值降幅扩大。

3、各类型企业景气度分化。5 月大型、中型、小型企业 PMI 分别较前值变动了 +1.5、-1.3、+0.6 个百分点。大型企业或受益于“两重”加力提速，而出口类企业在 5 月 12 日中美大幅互降关税后，订单改善抢出口而景气度略有回升。

● 建筑业：“两重”加力提速，基建向好、房建走弱

1、建筑业：基建向好、房建走弱。5 月建筑业 PMI 下降了 0.9 个百分点至 51.0%，基建 PMI 改善了 1.4 个百分点至 62.3%、托举效应增强，房建或下滑幅度较大。

2、实物工作量有所分化，石油沥青开工明显回升，水泥开工和发运率基本持平 2024 年同期，挖掘机开工小时数同比走弱；资金端，截至 5 月 30 日专项债发行进度约 37.1%、好于 2024 年同期的 29.0%。

3、往后看，5 月 20 日发改委指出“2025 年已安排 5000 亿元项目，力争 6 月底前下达完毕全部（8000 亿元）‘两重’建设项目清单”，结合 5 月超长债迎来发行高峰，预计基建仍有望保持较高增速。

● 服务业：PMI 相对平稳

5 月服务业 PMI 微升了 0.1 个百分点，新订单则改善了 0.7 个百分点至 46.6%。分行业来看，节假日效应推升居民旅游出行服务，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业明显回升；邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务仍维持高景气。

● 关税或有反复，仍需以我为主

5 月 PMI 数据指向国内经济基本面和社会预期边际修复但幅度有限，出口和基建分项仍有韧性。5 月 30 日，特朗普在“真相社交”媒体平台宣称中国违背了暂停对美实施报复性关税的协议，符合我们此前提示的“海外方面特朗普关税潜存反复可能性”。往后看，美国关税或有反复，美国与各国谈判可能更加曲折，需要警惕特朗普关税反弹的风险，我们要“坚定不移办好自己的事”，储备充足的增量政策并加快重点领域改革落地，扩内需政策有望适时加力，立足做强国内大循环，短期落地较快的可能包括“两重”、“两新”加码、政策性金融工具等，扩内需方向上仍需密切关注地产、消费。

● 风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《私企利润改善的 2 个解释——兼评 4 月企业利润数据》-2025.5.27

《一线城市新建房成交仍有韧性——宏观经济专题》-2025.5.26

《财政支出力度加码——4 月财政数据点评》-2025.5.20

目 录

1、制造业：荣枯线下小幅改善，供需均有回升.....	3
2、非制造业：“两重”加力提速支撑基建，服务业相对平稳.....	4
3、关税或有反复，仍需以我为主.....	6
4、风险提示.....	6

图表目录

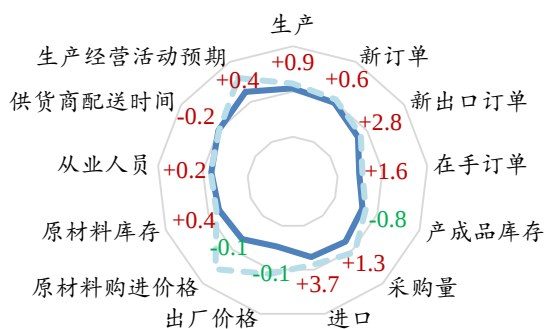
图 1：5 月制造业 PMI 小幅改善.....	3
图 2：5 月高炉开工好于 2024 年同期.....	3
图 3：5 月汽车半钢胎开工率低于 2024 年同期.....	3
图 4：5 月大型企业改善、中型企业走弱.....	4
图 5：5 月 BCI 指数小幅改善.....	4
图 6：5 月建筑业新订单改善.....	5
图 7：5 月专项债发行进度快于 2024 年同期.....	5
图 8：5 月水泥磨机运转率持平 2024 年同期.....	5
图 9：5 月石油沥青开工率回升.....	5
图 10：5 月服务业 PMI 相对平稳.....	6

事件：2025 年 5 月官方制造业 PMI 49.5%，预期 49.5%，前值 49.0%；官方非制造业 PMI 50.3%，前值 50.4%。

1、制造业：荣枯线下小幅改善，供需均有回升

(1)中美大幅互降关税，制造业景气度小幅回升。5 月制造业 PMI 为 49.5%，环比改善了 1.5 个百分点但仍处于荣枯线下。生产端，PMI 生产回升 0.9 个百分点至 50.7%；内外需均有改善，PMI 新订单、PMI 新出口订单、PMI 进口分别回升了 0.6、2.8、3.7 个百分点至 49.8%、47.5%、47.1%；分行业来看，农副食品加工、专用设备、交运设备的产需指数表现较好，纺织、化学纤维及橡胶塑料制品、黑色冶炼、有色冶炼等相对承压。

图1：5 月制造业 PMI 小幅改善

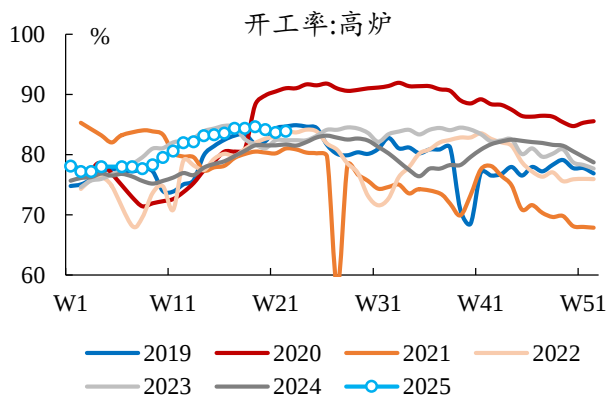


—— 2025年5月 —— 过去五年5月均值 —— 数字表示较前值(2025年4月)变动

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：除疫情等特殊期间，供应商配送时间通常为反向指标

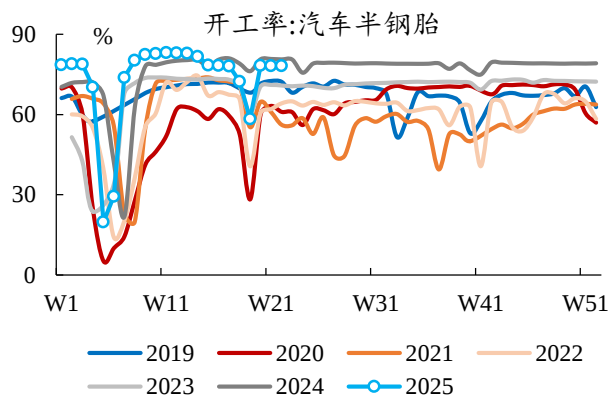
(2)生产端具体来看：内需链方面，5 月高炉、焦炉开工率小幅下降但仍好于 2024 年同期水平，铁矿石、螺纹钢、水泥价格走弱；外需链方面，汽车半钢胎开工连续 2 个月低于 2024 年同期，PX、涤纶长丝、聚酯切片等化工链的开工率有所下行。

图2：5 月高炉开工好于 2024 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

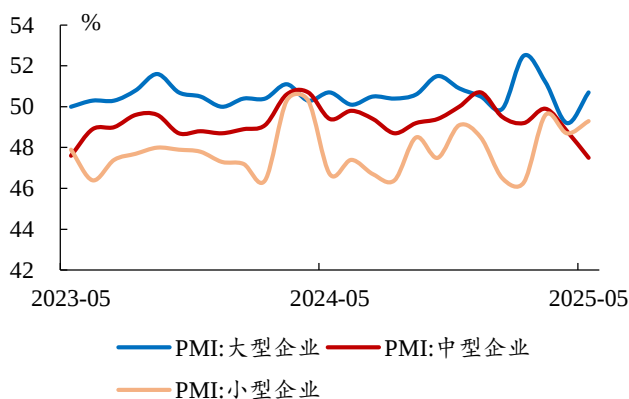
图3：5 月汽车半钢胎开工率低于 2024 年同期



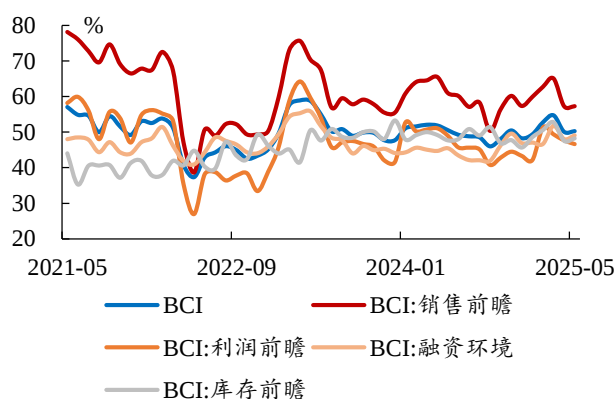
数据来源：Wind、开源证券研究所

(3)工业原材料价格小幅回落，预计 5 月 PPI 同比约-2.7%。5 月 PMI 原材料购进价格与 PMI 出厂价格分别为 46.9%、44.7%，较前值均回落了 0.1 个百分点，表明原材料价格延续回落。高频指标显示，截至 5 月 23 日的生产资料价格指数环比回落 1.7%，截至 5 月 30 日的南华工业品指数环比回落 2.1%，截至 5 月 29 日的 CRB 工业原料现货指数环比回升 0.1%，我们预计 5 月 PPI 环比可能在 0.1% 左右，同比在 -2.7% 左右、较前值降幅扩大。

(4)各类型企业景气度分化。5 月大型、中型、小型企业 PMI 分别较前值变动了 +1.5、-1.3、+0.6 个百分点。大型企业或受益于“两重”加力提速，而出口类企业在 5 月 12 日中美大幅互降关税后，订单改善抢出口而景气度略有回升。5 月表征民企景气度的 BCI 指数改善了 0.2 个百分点至 50.3%，招工前瞻、消费品价格前瞻等分项边际改善，但中间品价格前瞻、投资前瞻等表现偏弱。

图4：5 月大型企业改善、中型企业走弱


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：5 月 BCI 指数小幅改善


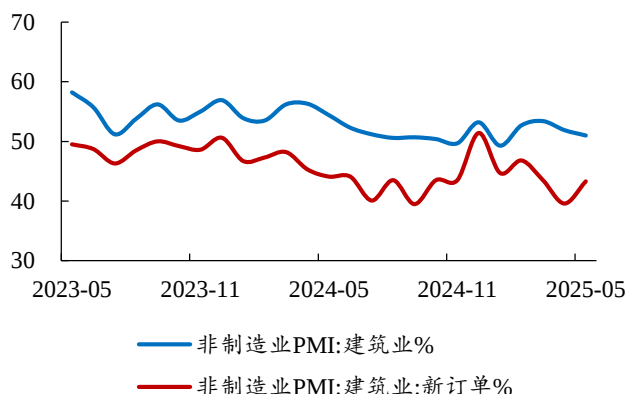
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、非制造业：“两重”加力提速支撑基建，服务业相对平稳

(1)建筑业：基建向好、房建走弱。5 月建筑业 PMI 下降了 0.9 个百分点至 51.0%，其中基建（土木工程建筑业）商务活动指数改善了 1.4 个百分点至 62.3%，则房建景气度可能下滑幅度较大。

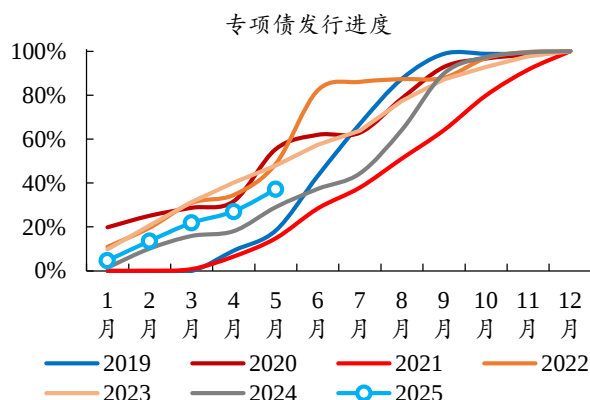
实物工作量有所分化，5 月石油沥青开工明显回升，水泥开工和发运率基本持平 2024 年同期，今日工程机械监测 5 月前四周挖掘机开工小时数同比降低 9.56%；资金端，截至 5 月 30 日专项债发行进度约 37.1%、好于 2024 年同期的 29.0%。往后看，5 月 20 日发改委指出“2025 年已安排 5000 亿元项目，力争 6 月底前下达完毕全部（8000 亿元）‘两重’建设项目清单”，结合 5 月超长债迎来发行高峰，预计基建仍有望保持较高增速。

图6：5月建筑业新订单改善



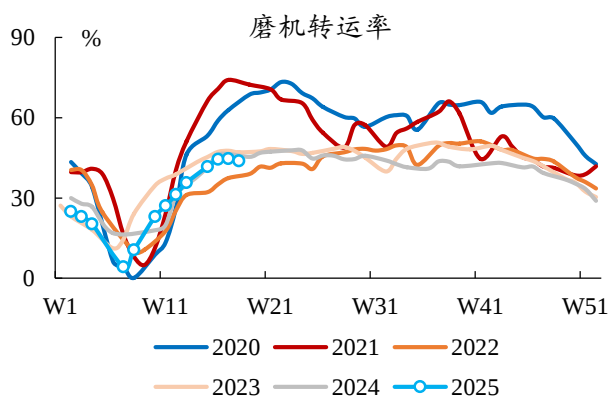
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：5月专项债发行进度快于2024年同期



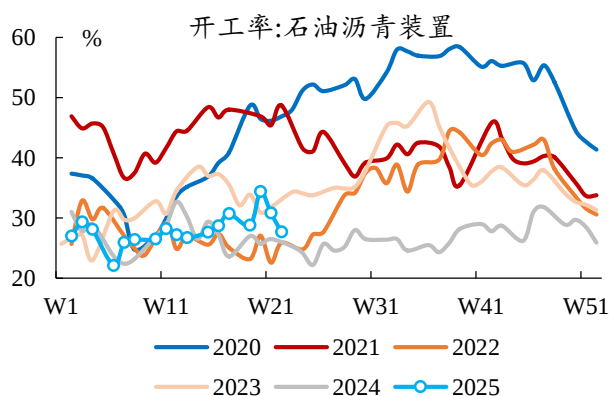
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：5月水泥磨机运转率持平2024年同期



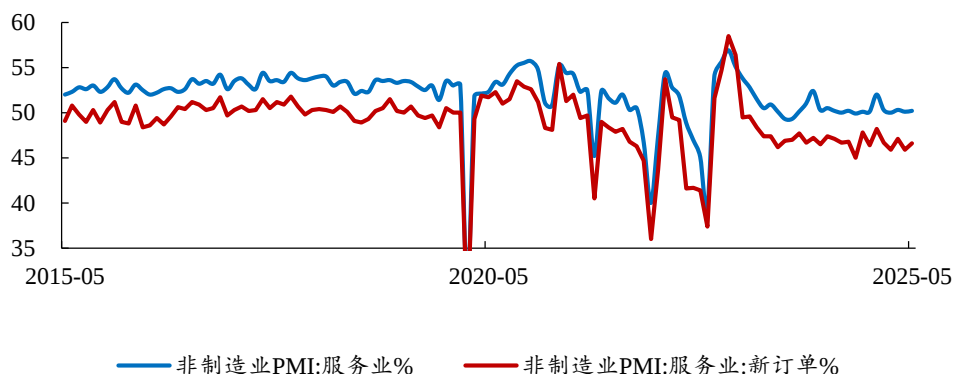
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：5月石油沥青开工率回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)服务业相对平稳：5月服务业PMI为50.2%、较前值微升了0.1个百分点，服务业新订单改善了0.7个百分点至46.6%。分行业来看，节假日效应推升居民旅游出行服务，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业明显回升；邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务仍维持高景气。

图10：5月服务业 PMI 相对平稳


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、关税或有反复，仍需以我为主

5月PMI数据指向，中美关税谈判取得实质性进展后，国内经济基本面和社会预期边际修复但幅度有限，其中出口和基建分项仍有韧性。5月30日，特朗普在“真相社交”媒体平台发文，宣称中国违背了暂停对美实施报复性关税的协议，此前我们曾提示“海外方面特朗普关税潜存反复可能性，参考中美上一轮谈判，2018年12月缓和但2019年5月谈判破裂，2019年6月缓和但同年8月谈判破裂”。

往后看，美国关税战或有反复，美国与各国谈判可能更加曲折，需要警惕特朗普关税反弹的风险，我们要“坚定不移办好自己的事”，储备充足的增量政策并加快重点领域改革落地，扩内需政策有望适时加力，立足做强国内大循环，短期落地较快的可能包括“两重”、“两新”加码、政策性金融工具等，扩内需方向上仍需密切关注地产、消费。

4、风险提示

政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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，本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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn