



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**5 月 31 日，据国家统计局消息，5 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.5%，比上月上升 0.5 个百分点，制造业景气水平改善。

➤ **5 月 PMI 的转降为升并不意外：**2018 年“贸易冲突 1.0”时期，美国对华关税税率与制造业 PMI 就具有一定负相关性。而当前的“贸易冲突 2.0”，5 月中美谈判的阶段性“破冰”调低了关税税率、缓解了出口的下行风险，从而也为 5 月制造业 PMI 的上行打开空间。

➤ **不过，仍处于荣枯线之下的 5 月 PMI 说明经济结构性风险仍存。**一方面，对比“对等关税”之后其他国家 PMI 表现来看，当前中国制造业 PMI 的表现仍不算强。另一方面，从 5 月 PMI 自身来看，依旧处于下行通道的 PMI 两大价格指标、PMI 从业人员指数和 PMI 生产经营活动预期指数的微小幅度上涨，说明关税反复的不确定性正通过影响企业投资决策、向内需传导，通过就业和收入加剧了有效需求的不足。

➤ **具体来看，5 月 PMI 上升的“主力”在于生产端。**需求端，5 月 PMI 新订单指数录得 49.8%（环比增速+0.6pct）；生产端，5 月 PMI 生产指数录得 50.7%（环比增速+0.9pct）。无论是 PMI 数值还是从 PMI 环比增速来看，生产的韧性均强于需求，其对 5 月 PMI 的上升拉动更大。

➤ **5 月中美的“破冰”也稀释了出口风险。**5 月 PMI 新出口订单指数升至 47.5%（环比增速+2.8pct），背后主要受到 5 月中旬中美两国达成阶段性贸易协议的影响，出口的下行风险暂时得以缓解。

➤ **不过，PMI 两大价格指标的继续下降，说明经济运行压力仍存。**5 月 PMI 两大价格指标均在继续下滑，其中 PMI 原材料购进价格指数为 46.9%（环比-0.1pct）、PMI 出厂价格指数为 44.7%（环比-0.1pct）。在关税不确定性仍存的背景之下，企业定价能力受到一定影响，导致 PPI 增速的抬升还面临困难。

➤ **同时，美方的潜在“施压”，导致企业预期未起。**中美谈判看似已经翻篇，实则美方的施压还在继续：一方面，此前特朗普就宣布与英国达成协议，要求英方在关键产业上需要按照“美国标准”调整供应链，间接实现“去中国化”的目标。另一方面，BIS 撤销拜登政府的《人工智能扩散规则》，并提出全球任何地方使用华为昇腾 AI 芯片均违反美国出口管制。种种不确定性因素导致 5 月 PMI 生产经营预期指数上行幅度并不算强劲，企业普遍采取审慎策略。

➤ **比起“稳出口”，“稳预期”的紧迫性更高。**从 2018 年“贸易冲突 1.0”时期 PMI 及其主要细项指标与美国对华关税税率之间的拟合优度来看，美国加征关税对 PMI 从业人员指数以及 PMI 生产经营预期指数的负面影响，可能比对出口自身的影响还要更大、更久一些。伴随着中美关系的阶段性缓和，关税税率的降低将在一定程度上改善出口的下行幅度，但企业的预期更难以短期内修复。

➤ **政策性金融工具或将成为近期“稳预期”的一项关键政策。**我们在此前的报告《渐行渐近的政策性金融工具》中提出，新型政策性金融工具已“箭在弦上”，在投向上可能更加侧重科技创新等重点领域，可以更好地撬动投资、对实物工作

相关研究

1. 经济动态跟踪：渐行渐近的政策性金融工具 -2025/05/30

2. 海外市场点评：关税“叫停”，几多利好？ -2025/05/29

3. 2025 年 4 月工业企业利润点评：中游行业缘何“逆流向上”？ -2025/05/27

4. 海外市场点评：美债的症结：“强卖”之下如何“强买”？ -2025/05/25

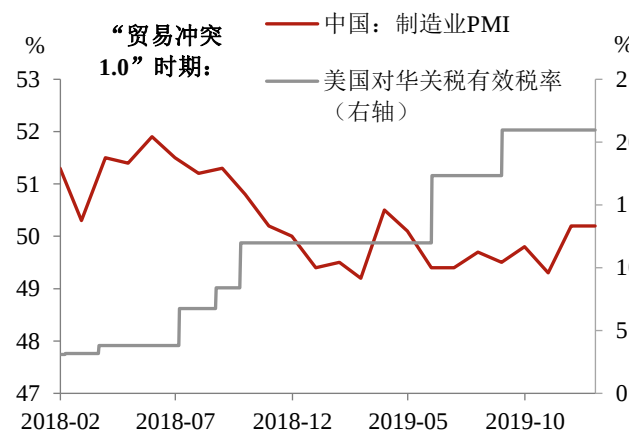
5. 市场动态点评：港股的定位或因地缘政治改变 -2025/05/21

量形成支撑。不过，除了科技创新政策之外，后续还需要更多的“稳消费”政策跟进，从而更好地解决有效需求不足这一问题，以此对冲经济运行压力。

➤ **5 月非制造业 PMI 的表现也为增量政策的推出“埋下伏笔”。**5 月建筑业 PMI 为 51.0% (环比增速-0.9pct)，进一步下降；5 月服务业 PMI 为 50.2% (环比增速+0.1pct)，依旧在荣枯线左右徘徊。**当前建筑业 PMI 与服务业 PMI 的景气度并不算高，增量政策的适时推出必要性加强。**

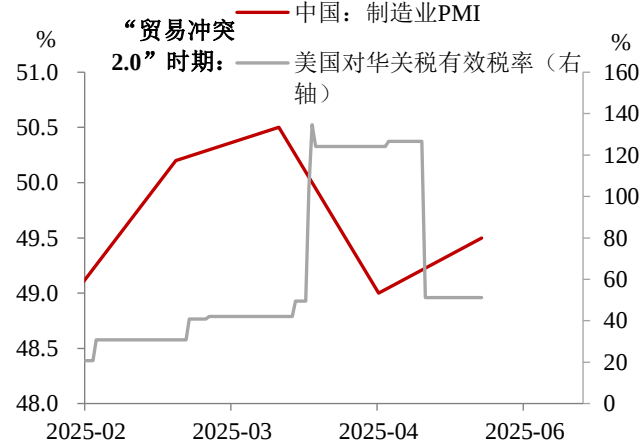
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：2018年“贸易冲突1.0”：美国对华关税税率与制造业PMI具有一定负相关性



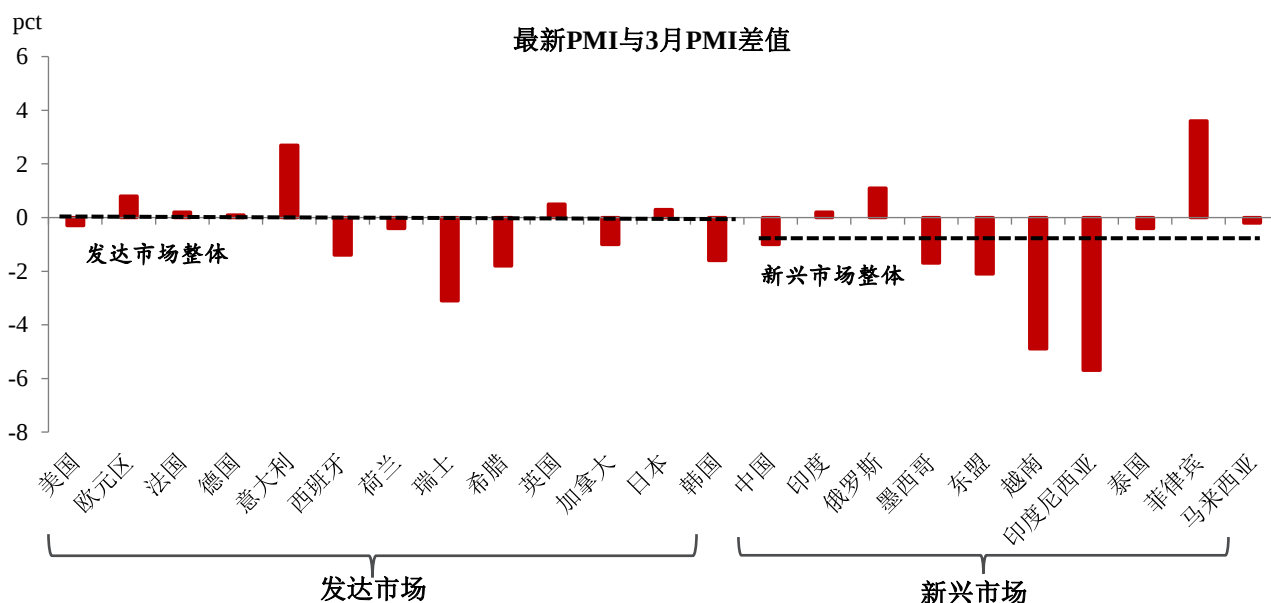
资料来源：iFind、PIIE，民生证券研究院

图2：5月中美谈判的阶段性“破冰”为PMI的上行打开空间



资料来源：iFind、PIIE，民生证券研究院

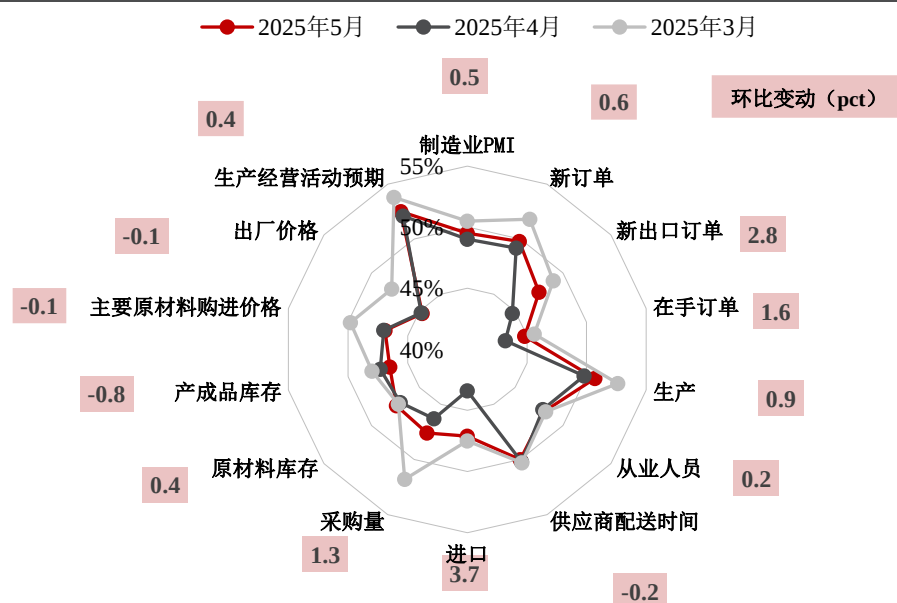
图3：4月“对等关税”之后，各地区PMI表现如何？



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

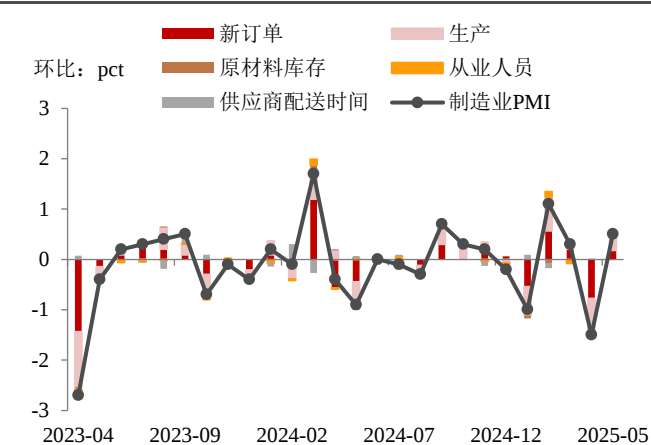
注：数据口径：中国为统计局官方口径，美国为ISM口径，其他地区均为标普全球口径；中国、欧元区、印度为5月数据，其他地区均为4月数据。

图4：5月制造业PMI及其细项指标表现



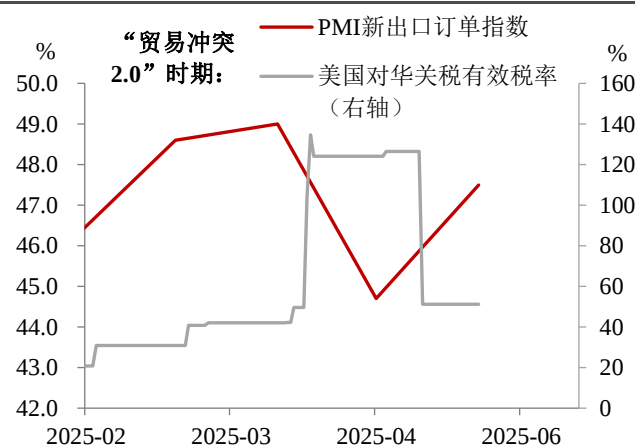
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：5月PMI的上升受生产的拉动更大



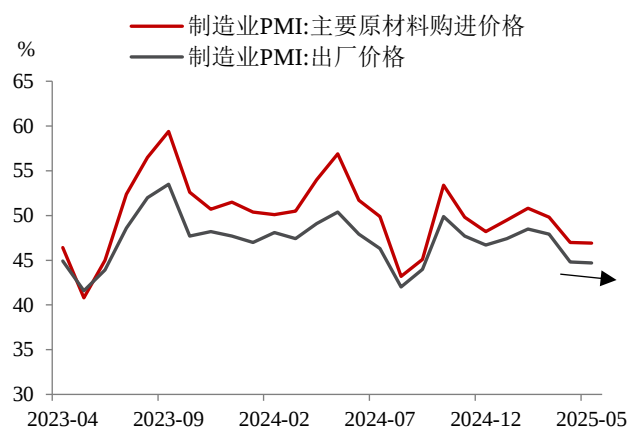
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：5月中美的“破冰”稀释了出口风险



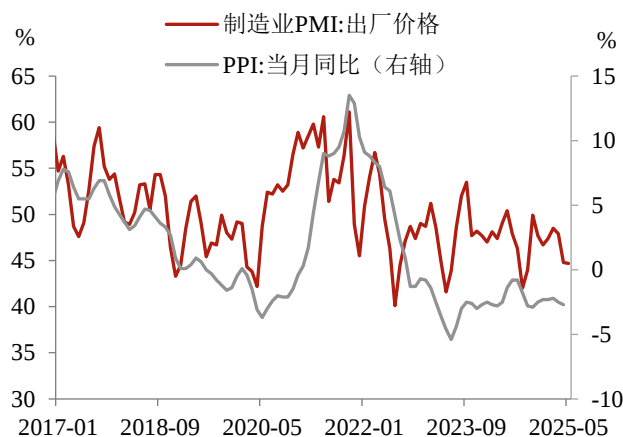
资料来源：Wind、PIIE，民生证券研究院

图7：5月PMI两大价格指标仍在下行通道之中



资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：5月PPI增速上升难度较大



资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：美方的施压实则仍在继续

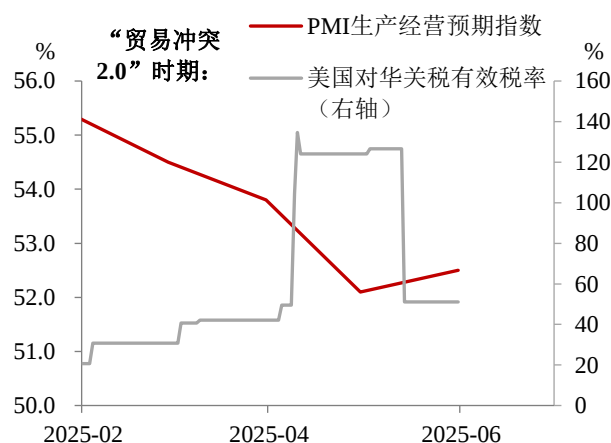
2025年5月8日，特朗普宣布与英国达成协议，向英国“出口”其强硬对华经济安全策略。

5月30日，特朗普在社交媒体表示，与中方签署协议是为了拯救中方经济免于崩溃，但做好人到此为止了。

5月13日，BIS提出全球任何地方使用华为昇腾AI芯片均违反美国出口管制。

资料来源：新华社、美国商务部工业和安全局，民生证券研究院

图10：5月PMI生产经营预期指数上升幅度并不算强



资料来源：Wind、PIIE，民生证券研究院

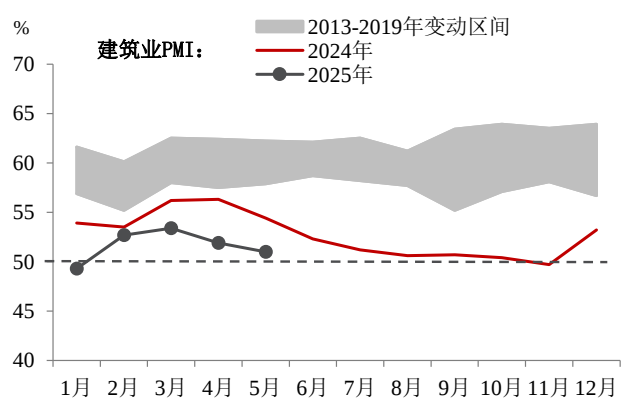
图11：美国加征关税对PMI及其主要细项数据影响几何？

2018-19年美国对华加征关税税率 vs PMI细项指标			
【关税税率作x，PMI相关指标作y】			
分项指标	斜率	截距	拟合优度
PMI从业人员	-0.108	49.210	0.640
PMI生产经营预期	-0.242	58.521	0.581
制造业PMI	-0.099	51.474	0.521
PMI采购量	-0.131	52.511	0.392
PMI新出口订单	-0.141	49.933	0.257
PMI生产	-0.062	52.942	0.115

资料来源：iFind、PIIE，民生证券研究院

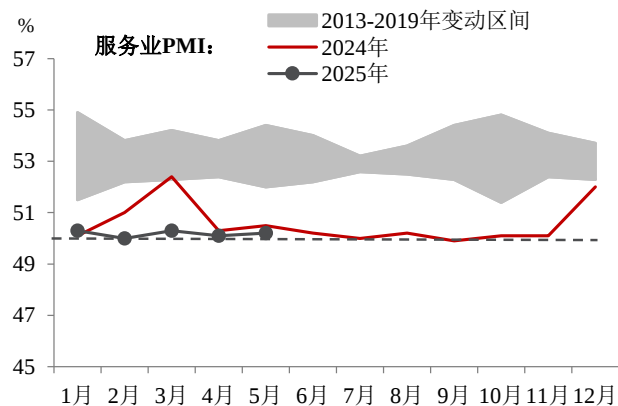
注：使用2018.01-2019.12数据进行计算。

图12：5月建筑业 PMI 进一步下行



资料来源：Wind，民生证券研究院

图13：5月服务业 PMI 在荣枯线左右徘徊



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048