

关税冲击初现，景气再度收缩 ——2025年4月PMI数据点评

点评

- **制造业 PMI：重陷荣枯线之下，供需两端均走弱。**由于特朗普政府对中国加征高额关税，外贸环境大幅波动，2025年4月制造业 PMI 较3月回落1.5个百分点至49%，再度回到收缩区间，也低于季节性表现（2015-2024年4月制造业 PMI 平均为50.18%）。**从需求端看**，由于外需波动较大，4月新订单指数较上月下滑2.6个百分点至49.2%，结束了连续两个月的扩张；**从生产端看**，市场需求收缩使得企业生产也有所放缓，4月生产指数回落2.8个百分点至49.8%，也回到荣枯线以下。4月，生产指数高于新订单指数0.6个百分点，生产指数的下滑幅度更大。**从企业预期来看**，外贸环境变化对企业预期有所扰动，但企业对后市仍保持乐观，4月生产经营活动预期指数较上月回落1.7个百分点至52.1%，连续三个月走低，但仍维持在景气区间。**从就业情况看**，就业市场略有收缩，4月从业人员指数较上月下滑0.3个百分点至47.9%，为2024年2月以来的最低水平。4月25日，中共中央政治局会议指出，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，并提出要加紧实施更加积极有为的宏观政策，创设新的结构性货币政策工具、新型政策性金融工具等，短期内出口导向型制造业企业可能仍将面临一定压力，但随着一揽子政策不断推出，国内需求有望得以继续改善，制造业景气度预计将有所支撑。
- **从进出口情况来看，新出口订单指数、进口指数均大幅回落。**4月，新出口订单指数和进口指数分别为44.7%和43.4%，分别较上月回落4.3和4.1个百分点，分别回落至2022年12月和2022年4月以来的最低水平，进口指数低于新出口订单指数1.3个百分点。目前，美国对中国商品的关税总额已经达到145%（包括20%芬太尼关税），中国对美国出口可能将大幅下降，但中美仍处于谈判阶段，特朗普于4月22日表示将“大幅降低”对中国的高额关税，后续关税波动不确定性较大。从基本面来看，2025年4月美国 Markit 制造业 PMI 初值升至50.7%，超过市场预期，欧元区制造业 PMI 初值为48.7%，高于预期和前值，日本制造业 PMI 为48.5%，低于预期但较前值略有上升。短期内特朗普关税政策可能继续对我国进出口贸易产生影响，但由于特朗普暂缓对其他75个国家加征“对等关税”，税率降低至10%，我国通过东南亚等国家转口贸易或将有所加快，同时我国通过多元化战略与多个国家和地区深化经贸合作，稳外贸政策持续发力，预计对我国出口将有所支撑。
- **从行业情况来看，四大行业景气度均走低，高技术制造业保持扩张。**在关税扰动之下，高技术制造业、装备制造业、消费品行业和基础原材料行业景气度均走低，分别较上月下滑0.8、2.4、0.6、1.6个百分点至51.5%、49.6%、49.4%和47.7%，其中高技术制造业 PMI 仍处在扩张区间，或因国内新动能市场需求稳中有增，而装备制造业和消费品制造业景气重回荣枯线之下，尤其装备制造业景气度下滑幅度最大，除了关税的扰动之外，前期抢出口对基数的提升也是其中原因。具体来看，装备制造业和高技术制造业的新出口订单指数均较上月下降超过5个百分点，基础原材料行业新出口订单指数较上月下降接近5个百分点，消费品制造业新出口订单指数较上月下降接近3个百分点。4月，中共中央政治局会议指出，扩围提质实施“两新”政策，后续消费品以旧换新政策有望扩围，对消费品制造业或有支撑。另外，会议要提出要加快推动内外贸一体化，培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业，短期新动能行业虽面临外需下降的压力，但在国内政策对新质生产力的支持下，后续新动能行业仍有望保持较高景气度。

西南证券研究院

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

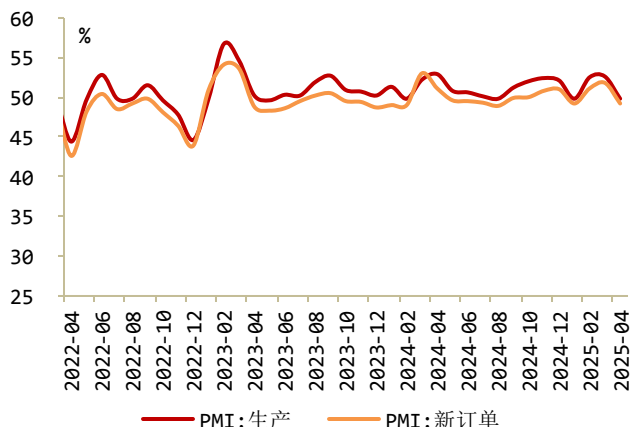
相关研究

1. 关税博弈观察：影响、应对与演绎（2025-04-30）
2. 政治局会议定基调，守好底线备足预案（2025-04-27）
3. 促消费政策持续推出，美联储保持观望（2025-04-18）
4. 一季度政策显成效，对冲效应或将持续显现——2025年1-3月经济数据点评（2025-04-16）
5. “国家队”相继出手，海外市场风波不断（2025-04-11）
6. 油价是主要拖累，核心CPI同比转涨——3月通胀数据点评（2025-04-11）
7. 欧洲财政转向之路漫漫——详解欧洲财政机制、现状、空间以及制约因素（2025-04-09）
8. 科技金融加快部署，美国关税大棒挥舞（2025-04-06）
9. “金三”如期回升，但季节性偏弱——3月PMI数据点评（2025-04-01）
10. MLF工具重磅调整，美国关税风云又起（2025-03-28）



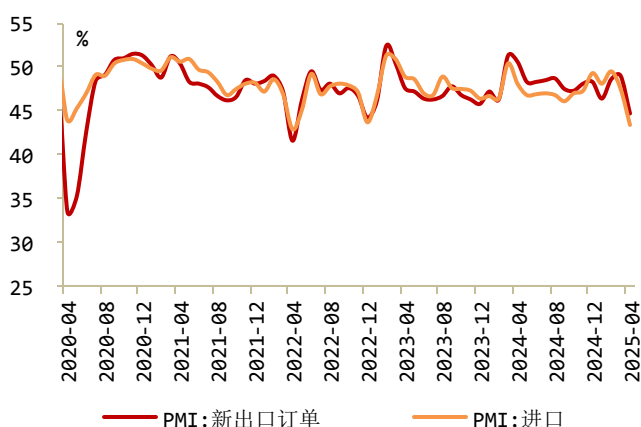
- **不同规模企业景气度均走低，外需下降是主要拖累。**分企业规模看，4月，不同规模企业景气度均有所下滑，大、中、小型企业 PMI 分别走低 2、1.1 和 0.9 个百分点至 49.2%、48.8% 和 48.7%，大型企业 PMI 重新跌落至临界线以下，中、小型企业 PMI 分别连续 4、12 个月收缩。其中，大、中、小型企业的生产指数较上月都有一定的下降，大型企业和中型企业的生产指数都接近 50%，小型企业生产指数保持在 50% 以上，新出口订单指数均较上月下降 4 个百分点左右，均受到外需下降的拖累。4 月，央行表示将精准加力稳外贸，指导金融机构对外贸依存度高、遇到困难但产品有竞争力的中小企业不抽贷、不断贷，保障合理融资需求。此外，国务院国资委也要求中央企业主动作为、靠前发力，强化资金统筹安排，确保及时付款，并可对中小企业小额款项、长账龄款项依法协商提前支付，加力支持产业链上下游企业。短期中小企业景气度或仍受外贸形势扰动，但中小企业相关保障、融资等支持政策预计将加快落地，对中小企业景气度或将有所支撑。
- **价格指数和产成品库存指数继续回落。**4 月，由于需求下滑，采购量指数较上月回落 5.5 个百分点至 46.3%，跌回至收缩区间，且为 2022 年 12 月以来的最低水平。价格方面，主要原材料购进价格指数回落 2.8 个百分点至 47%，连续两个月收缩；出厂价格指数也回落 3.1 个百分点至 44.8%，连续 11 个月处于临界线之下。4 月份供需整体的偏弱运行带动原材料和产成品价格加快下行。国际上看，国际油价 4 月份继续走低，主要因美国关税政策使得全球贸易活动预期下降，此外 OPEC+ 超预期宣布自 5 月开始增产原油，进一步加剧油价下跌的压力，预计短期在供需两端因素作用下，国际油价可能延续震荡偏弱趋势；国内来看，随着后续财政政策加快发力，受国内需求驱动的商品价格可能将有所回升，预计短期价格指数将延续震荡偏弱走势。4 月，BCI 企业销售、利润前瞻指数分别回落 7.85、1.71 个百分点至 57.26、47.67，利润前瞻指数回升 0.52 个百分点至 62.55。4 月，配送方面，供应商配送时间指数为 50.2%，较上月回落 0.1 个百分点，连续 6 个月扩张，由于需求收缩，供应商配送速度有所加快。库存方面，4 月，产成品库存指数为 47.3%，原材料库存指数为 47%，较上月分别回落 0.7、0.2 个百分点，库存指数继续保持在低位波动。
- **非制造业 PMI：服务业、建筑业景气均走低。**4 月，非制造业商务活动指数为 50.4%，较上月下降 0.4 个百分点，仍高于临界点，非制造业总体保持在扩张区间。**服务业方面**，4 月，服务业商务活动指数降至 50.1%，下降 0.2 个百分点，仍高于临界点。**从细分行业来看**，航空运输、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、保险等行业商务活动指数均位于 55.0% 以上较高景气区间，业务总量增长较快，表明清明假期文旅消费对相关行业形成提振；然而，水上运输、资本市场服务等行业商务活动指数降至临界点以下，或主要受到美国关税政策的影响。**从具体指标来看**，服务业新订单指数为 45.9%，较上月下降 1.2 个百分点；服务业业务活动预期指数下降 1.1 个百分点至 56.4%。4 月外贸订单减少对水上运输等服务业造成拖累，但清明假期期间的文旅消费依然较好，说明对内需拉动型的服务消费影响暂时不大，短期美国关税政策或继续扰动外贸相关服务业，但随着五一假期临近，服务业景气度或仍有支撑。**建筑业方面**，4 月，建筑业商务活动指数降至 51.9%，环比下降 1.5 个百分点，虽有所回落但仍处于扩张区间，行业延续增长态势。当前正值建筑施工旺季，但南方雨季对建筑业景气度存在阶段性扰动。**分行业看**，土木工程建筑业商务活动指数为 60.9%，比上月上升 6.4 个百分点，表明随着各地工程项目建设有序推进，土木工程建筑施工进度有所加快。**从分项指标看**，建筑业新订单指数下降 3.9 个百分点至 39.6%，连续两个月下降，市场需求收缩；建筑业从业人员指数降 3.6 个百分点至 37.8%，企业用工需求偏弱；建筑业投入品价格指数下降 2 个百分点至 47.5%，或主要因上游原材料价格走低。基建方面，4 月以来石油沥青装置开工率不断走高，截至 4 月 23 日录得 30.7%，高于去年同期水平，随着今年财政靠前发力，基建投资加快形成实物工作量，4 月中央政治局会议提出加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用，基建投资有望继续加快；地产方面，4 月在季节性因素影响下，新房成交增长动能边际有所转弱，4 月前半月重点城市新房成交环比降 14%，中央政治局会议继续释放稳楼市信号，提出优化存量商品房收购政策，明确“持续巩固”稳定态势，后续地产投资也有望延续企稳态势，预计在政策加持下建筑业仍有望保持较高景气区间。
- **风险提示：**美国关税政策超预期变动，国内政策落地不及预期。

图 1：2025 年 4 月生产、新订单指数均走弱



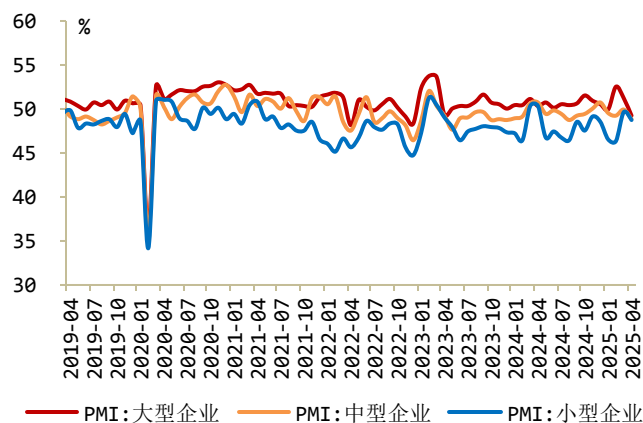
数据来源: wind、西南证券整理

图 2：新出口订单指数、进口指数均回落



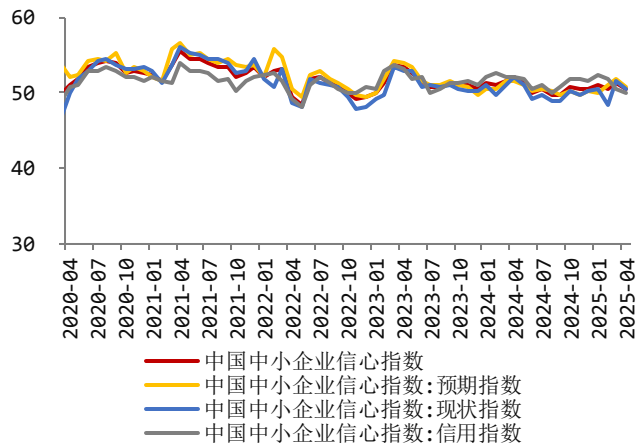
数据来源: wind、西南证券整理

图 3：大型企业 PMI，中、小型企业 PMI 均回落



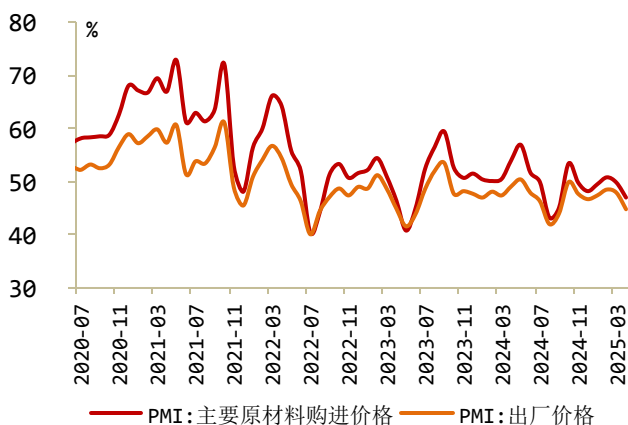
数据来源: wind、西南证券整理

图 4：中小企业信心指数有所回落



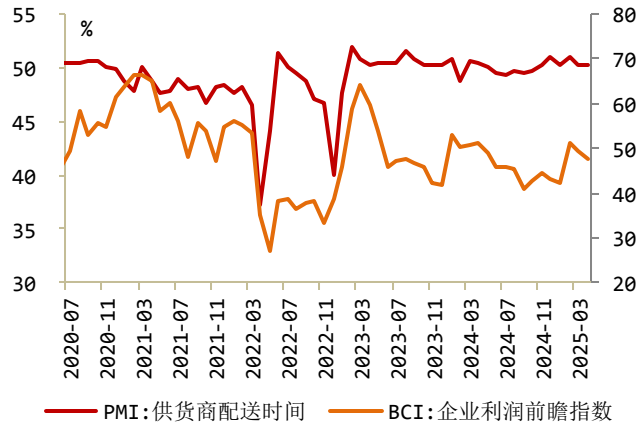
数据来源: wind、西南证券整理

图 5：主要原材料购进价格、出厂价格指数均回落



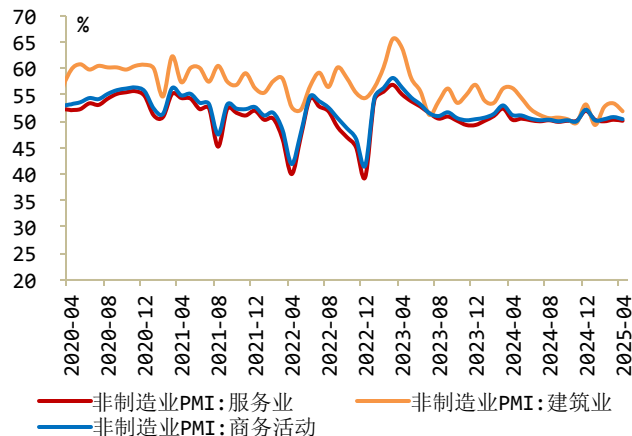
数据来源: wind、西南证券整理

图 6：供应商配送时间指数、企业利润前瞻指数均回落



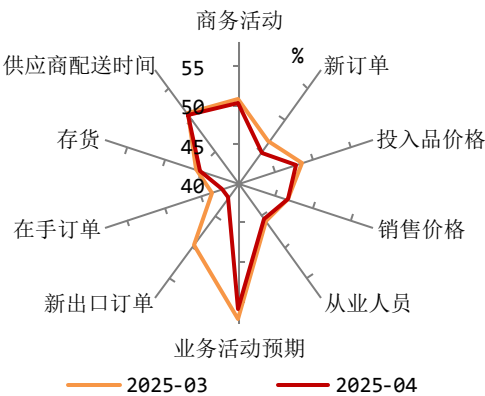
数据来源: wind、西南证券整理

图 7：服务业 PMI、建筑业 PMI 均回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：非制造业 PMI 各分项变动



数据来源：wind、西南证券整理

表 1：PMI 情况

指标	2024-1	2024-2	2024-3	2024-4	2024-5	2024-6	2024-7	2024-8	2024-9	2024-10	2024-11	2024-12	2025-1	2025-2	2025-03	2025-04
中采制造业 PMI																
PMI 总指数	49.0	49.2	49.1	50.8	50.4	49.5	49.5	49.4	49.1	49.8	50.3	50.1	49.1	50.2	50.5	49.0
生产量	50.2	51.3	49.8	52.2	52.9	50.8	50.6	50.1	49.8	51.2	52.4	52.1	49.8	52.5	52.6	49.8
雇员	47.9	47.6	47.5	48.1	48.0	48.1	48.1	48.3	48.1	48.2	48.2	48.1	48.1	48.6	48.2	47.9
新订单	48.7	49.0	49.0	53.0	51.1	49.6	49.5	49.3	48.9	49.9	50.8	51.0	49.2	51.1	51.8	49.2
出口订单	45.8	47.2	46.3	51.3	50.6	48.3	48.3	48.5	48.7	47.5	48.1	48.3	46.4	48.6	49.0	44.7
现有订货	44.5	44.3	43.5	47.6	45.6	45.3	45.0	45.3	44.7	44.0	45.6	45.9	45.6	46.0	45.6	43.2
产成品库存	47.8	49.4	47.9	48.9	47.3	46.5	48.3	47.8	48.5	48.4	47.4	47.9	46.5	48.3	48.0	47.3
原材料库存	47.7	47.6	47.4	48.1	48.1	47.8	47.6	47.8	47.6	47.7	48.2	48.3	47.7	47.0	47.2	47.0
采购量	49.0	49.2	48.0	52.7	50.5	49.3	48.1	48.8	47.8	47.6	51.0	51.5	49.2	52.1	51.8	46.3
购进价格	51.5	50.4	50.1	50.5	54.0	56.9	51.7	49.9	43.2	45.1	49.8	48.2	49.5	50.8	49.8	47.0
供应商配送时间	50.3	50.8	48.8	50.6	50.4	50.1	49.5	49.3	49.6	49.5	50.2	50.9	50.3	51.0	50.3	50.2
进口	46.4	46.7	46.4	50.4	48.1	46.8	46.9	47.0	46.8	46.1	47.3	49.3	48.1	49.5	47.5	43.4
中采服务业 PMI	49.3	50.1	51.0	52.4	50.3	50.5	50.2	50.0	50.2	49.9	50.1	52.0	50.3	50.0	50.3	50.1
中采建筑业 PMI	56.9	53.9	53.5	56.2	56.3	54.4	52.3	51.2	50.6	50.7	49.7	53.2	49.3	52.7	53.4	51.9
综合 PMI 产出指数	50.3	50.9	50.9	52.7	51.7	51.0	50.5	50.2	50.1	50.4	50.8	52.2	50.1	51.1	51.4	50.2
非制造业商务活动指数	50.4	50.7	51.4	53.0	51.2	51.1	50.5	50.2	50.3	50.0	50.0	52.2	50.2	50.4	50.8	50.4
财新制造业 PMI	50.8	50.9	50.9	51.1	51.4	51.7	51.8	50.4	49.3	50.3	51.5	51.5	50.5	50.1	51.2	50.4

数据来源：wind、西南证券整理

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。其中：A股市场以沪深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综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn