

2025年04月30日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

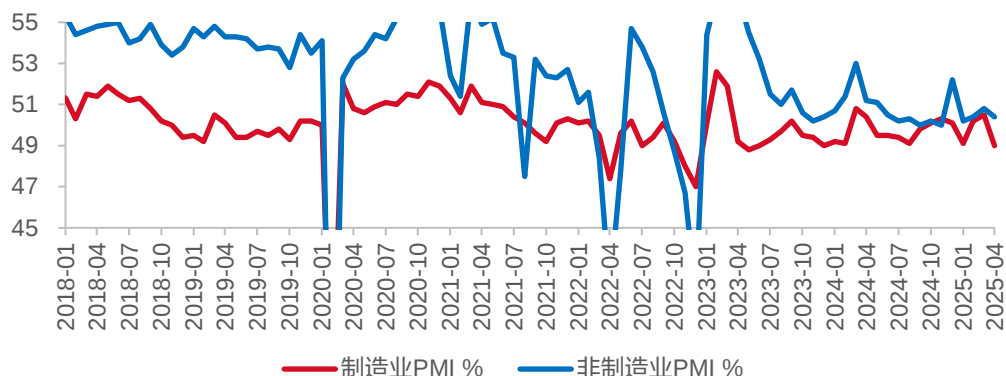
关税影响显现，政策节奏或将提速

——国内观察：2025年4月PMI

投资要点

- **事件：**4月30日，国家统计局公布4月官方PMI数据。4月，制造业PMI为49.0%，前值50.5%；非制造业PMI为50.4%，前值50.8%。
- **核心观点：**4月制造业PMI除了季节性回落的因素以外，关税冲击的影响也较为明显，新出口订单指数、进口指数、价格指数，以及部分行业产需指数均明显下降。一季度对经济形成明显支撑的抢出口效应可能会逐步弱化，若后续经济下行压力明显加大，4月政治局会议提出的“底线思维”要求，增量政策出台的节奏可能会加快，“两新”、“两重”、以及服务消费或将是提振内需的重点方向。
- **制造业PMI回落的两重因素。**首先，4月制造业PMI的回落存在季节性特征，2016年至今每年4月制造业PMI均较前值回落，只是程度有所不同，主要还是受年初开工带来的高基数影响。今年-1.5%的环比降幅，略低于近5年同期均值-1.44%，明显低于近10年同期均值-0.84%。不过另一方面，关税冲击导致了分项中新出口订单指数、进口指数的明显下滑，间接影响了生产指数、价格指数等。
- **抢出口效应减弱，对生产的带动也有所回落。**供需来看，4月新订单指数回落至49.2%（-2.6pct），新出口订单指数回落至44.7%（-4.3pct），环比变化上，剔除2020年异常值来看，是近10年以来次低值。虽然4月可能存在对部分地区转出口加快的现象，但是此前抢出口对生产带动的逻辑可能在弱化，生产指数回落至49.8%（-2.8pct），绝对水平为2023年5月以来低点。
- **内外需差异在行业上的反映。**4月，装备制造业PMI回落至49.6%（-2.4pct），回落幅度要大于消费品行业以及高耗能行业。细分行业上，纺织服装、金属制品产需指数明显回落，受关税影响较大；而以内需为主的农副食品加工、食品以及酒饮料精制茶、医药产需指数位于高位。此外，受益于产业升级，高技术制造业依然保持相对较高的景气度，4月为51.5%。
- **价格指数在荣枯线以下继续回落。**主要原材料购进价格指数（47.0%，-2.8pct）以及出厂价格指数（44.8%，-3.1pct），关税影响外需景气预期下滑，大宗商品价格存在下行压力，4月PPI同比降幅有可能继续扩大。
- **非制造业PMI回落，但强于季节性。**4月非制造业PMI环比回落0.4%，但回落的幅度要低于近5年同期均值（-2.1pct）。分项上服务业强于季节性、建筑业持平于季节性。
- **关税政策对服务业景气度也造成了影响。**具体反映在水上运输以及资本市场服务商务活动指数的回落，前者影响航运、后者影响市场预期。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等处于居民消费相关的服务业维持高景气度。
- **基建支撑、地产拖累。**4月建筑业PMI回落至51.9%（-1.5pct），但土木工程建筑业商务活动指数升至60.9%（+6.4pct），财政发力下基建稳步推进，但地产施工的拖累可能仍然较大。
- **风险提示：**稳增长政策落地不及预期；特朗普关税政策风险；美联储降息节奏不及预期。

图1 制造业及非制造业 PMI，%



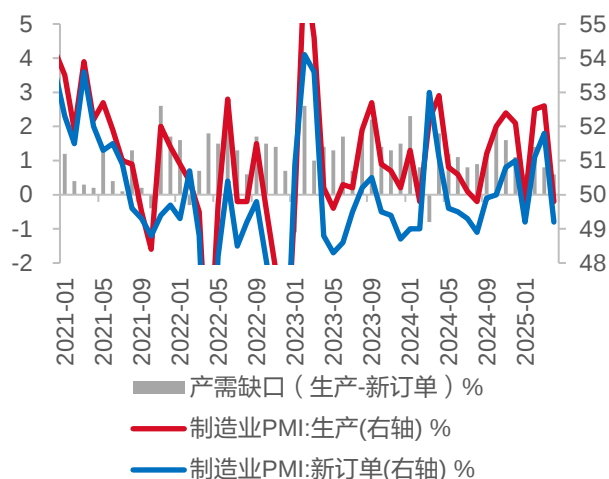
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 制造业 PMI 各分项，%



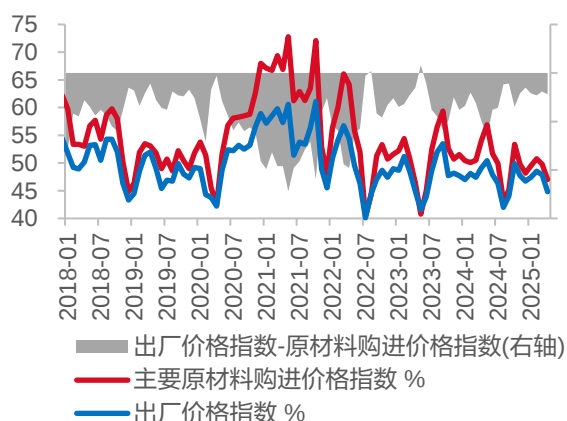
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 制造业 PMI 生产、新订单指数及产需缺口，%，%



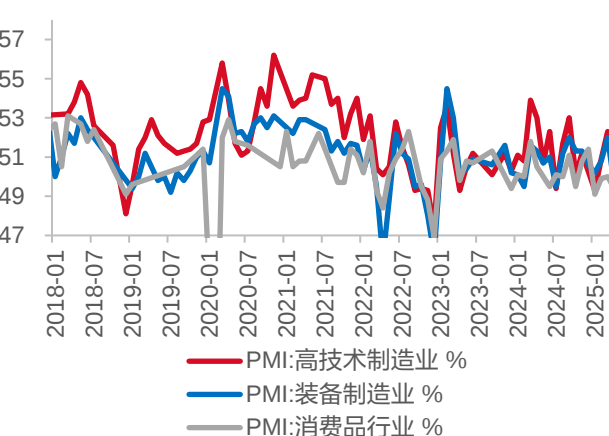
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 主要原材料购进价格、出厂价格指数，%，%



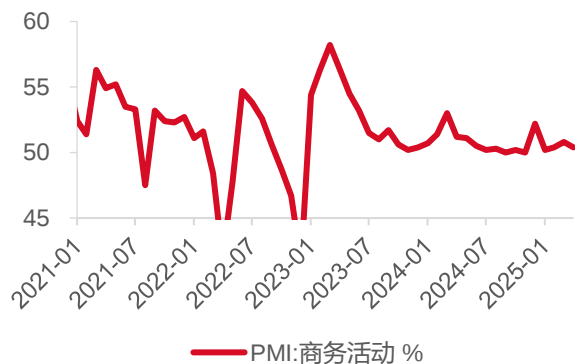
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 高技术制造业、装备制造业、消费品行业 PMI，%



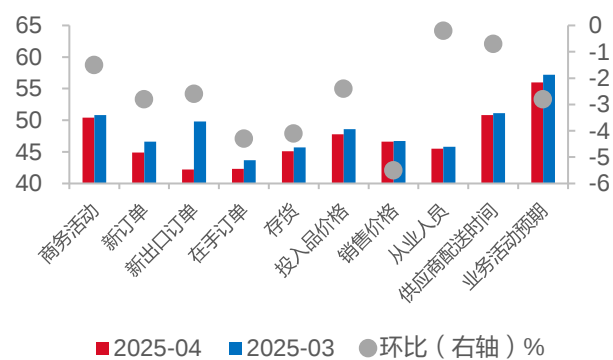
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 非制造业 PMI, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 非制造业 PMI 各分项, %, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089