

2025 年 04 月 30 日

关税扰动的 2 个阶段

宏观研究团队

——兼评 4 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 4 月官方制造业 PMI 49.0%，预期 49.8%，前值 50.5%；官方非制造业 PMI 50.4%，前值 50.8%。

● 制造业：分项普遍走弱，外需与价格降幅较大

1、关税扰动初步显现，叠加此前抢出口抢生产形成的高基数，制造业 PMI 分项普遍走弱。供需端，PMI 生产年内首次降至荣枯线下，外需降幅大于内需；分行业来看，纺织、纺织服装服饰、金属制品等行业产需回落，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、医药相对稍好。

2、工业原材料价格回落，预计 4 月 PPI 同比降幅扩大。4 月 PMI 原材料购进价格与 PMI 出厂价格分别为 47.0%、44.8%，分别较前值回落了 2.8、3.1 个百分点。根据高频指标预计 4 月 PPI 环比可能在-0.3%左右，同比在-2.5%左右。

3、各类型企业景气度均走弱。有违直觉的是，大型企业 PMI 降幅反而更大，推测可能是大型企业 Q1 开门红诉求较强，由此形成了高基数；而出口类的中小企业通过抢转口和变相对冲，4 月景气度暂时降幅不大。

● 非制造业：基建 Q2 仍有动能，服务业相对平稳

1、建筑业：4 月建筑业 PMI 下降了 1.5 个百分点至 51.9%，新订单和业务活动预期有所分化。实物工作量方面，石油沥青回升，水泥开工和发运率略有下滑，CME 预估 4 月挖掘机内销增速约 25%、超过市场预期；**资金端**，截至 4 月 30 日专项债发行进度约 27.1%、好于 2024 年同期的 18.0%，且差距在扩大，**指向 Q2 基建仍有望保持较高增速。**

2、服务业：PMI 相对平稳，新订单明显下滑。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、保险等景气度较高，关税扰动下权益市场先行反应、资本市场服务等行业降至临界点以下。

● 关税扰动的 2 个重要阶段

第一阶段为 5-6 月：受益于关税大幅加码后抢转口、两轮豁免商品以及少量美金恢复订单，基于高频数据拟合 4 月出口同比+0.9%，自 4 月 11 日大幅回落后逐渐向上修复，但 5-6 月下行压力可能进一步增大。**第二阶段为 7-8 月：**若关税形势仍未明显好转，出口企业可能减少生产排期、优化人员等，**叠加高校毕业季临近，届时关税扰动将沿产业链向外贸上下游传导，并可能扩散至民生就业领域。当下，中美各自“压力测试”的关键期将至，我们预计政策决策、出台可能更为灵活，将根据形势变化及时推出增量储备政策。**

● **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

《入境经济或提振 2025 年 GDP 0.2 个百分点——兼评 3 月企业利润数据》-2025.4.29

《政治局会议部署下一步政策重点——宏观周报》-2025.4.27

《低估增量政策的四大误区——4 月政治局会议学习——看多中国系列之三》-2025.4.26

目 录

1、制造业：分项普遍走弱，外需与价格降幅较大.....	3
2、非制造业：基建 Q2 仍有动能，服务业相对平稳.....	4
3、关税扰动的 2 个重要阶段	6
4、风险提示	7

图表目录

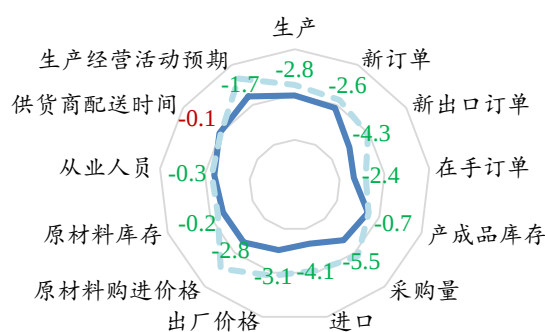
图 1： 4 月制造业 PMI 普遍走弱	3
图 2： 4 月高炉开工好于 2024 年同期	3
图 3： 4 月汽车半钢胎开工走弱	3
图 4： 4 月各类企业景气度均走弱	4
图 5： 4 月 BCI 指数明显下滑	4
图 6： 4 月建筑业 PMI 下降 1.5 个百分点	5
图 7： 4 月专项债发行进度快于 2024 年同期.....	5
图 8： 4 月水泥磨机转运率略有下滑	5
图 9： 4 月石油沥青开工率回升	5
图 10： 4 月服务业 PMI 相对平稳	6
图 11： 高频数据拟合 4 月出口同比+0.9%	6

事件：2025 年 4 月官方制造业 PMI 49.0%，预期 49.8%，前值 50.5%；官方非制造业 PMI 50.4%，前值 50.8%。

1、制造业：分项普遍走弱，外需与价格降幅较大

(1)关税扰动初步显现，叠加此前抢出口抢生产形成的高基数，制造业 PMI 分项普遍走弱。4 月制造业 PMI 为 49.0%、环比下滑 1.5 个百分点。生产端，PMI 生产下降 2.8 个百分点，年内首次降至荣枯线下；外需降幅大于内需，PMI 新订单、PMI 新出口订单、PMI 进口分别下滑了 2.6、4.3、4.1 个百分点至 49.2%、44.7%、43.4%；分行业来看，纺织、纺织服装服饰、金属制品等行业的产需指数明显回落，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、医药相对稍好。

图1：4 月制造业 PMI 普遍走弱

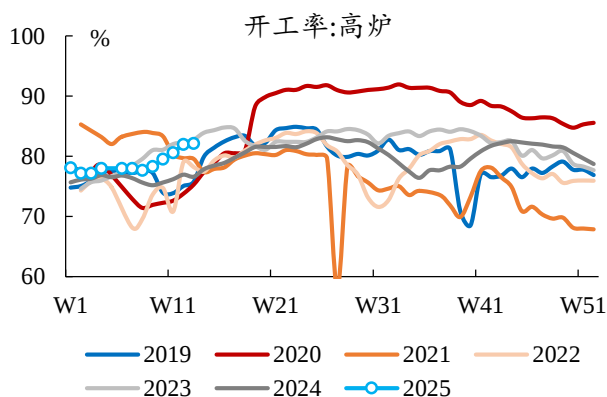


—— 2025年4月 —— 过去五年4月均值 数字表示较前值(2025年3月)变动

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

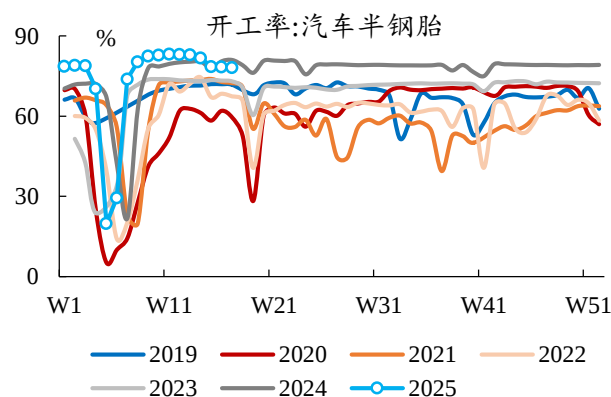
(2)生产端：内需链保持韧性，4 月高炉、焦炉开工率小幅上行，螺纹钢价见底小幅回升，水泥价格相对平稳。外需链转弱，在维持近 1 年高位运行后，4 月汽车半钢胎开工走弱、已低于 2024 年同期水平；化工链有所分化，PX、涤纶长丝开工率向下，聚酯切片开工率向上。

图2：4 月高炉开工好于 2024 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：4 月汽车半钢胎开工走弱

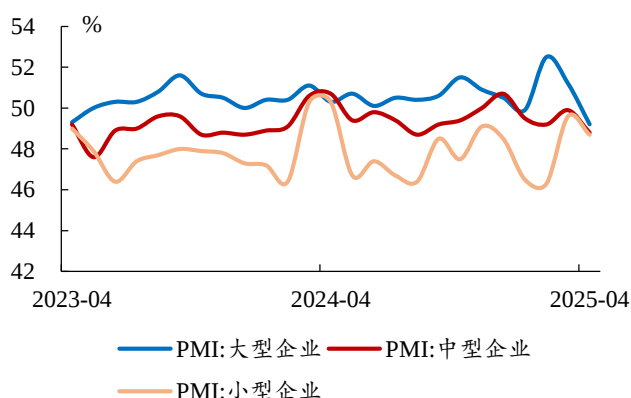


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3)工业原材料价格回落，预计4月PPI同比降幅扩大。4月PMI原材料购进价格与PMI出厂价格分别为47.0%、44.8%，分别较前值回落了2.8、3.1个百分点，表明原材料价格延续回落。高频指标显示，截至4月18日的生产资料价格指数环比回落1.0%，截至4月29日的南华工业品指数环比回落5.1%，截至4月28日的CRB工业原料现货指数环比回落1.5%，我们预计4月PPI环比可能在-0.3%左右，同比在-2.5%左右，较前值回落。

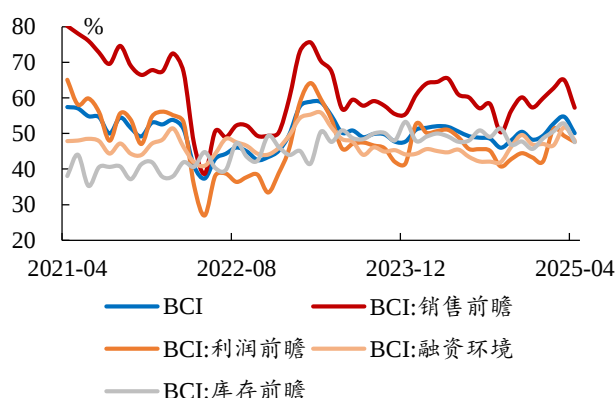
(4)各类型企业景气度均走弱。4月大型、中型、小型企业PMI分别下滑了2.0、1.1、0.9个百分点至49.2%、48.8%、48.7%。有违直觉的是，大型企业PMI降幅反而更大，推测可能是大型企业Q1开门红诉求较强，由此形成了高基数；而出口类的中小企业通过抢转口对冲，4月景气度暂时降幅不大。

图4：4月各类企业景气度均走弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：4月BCI指数明显下滑

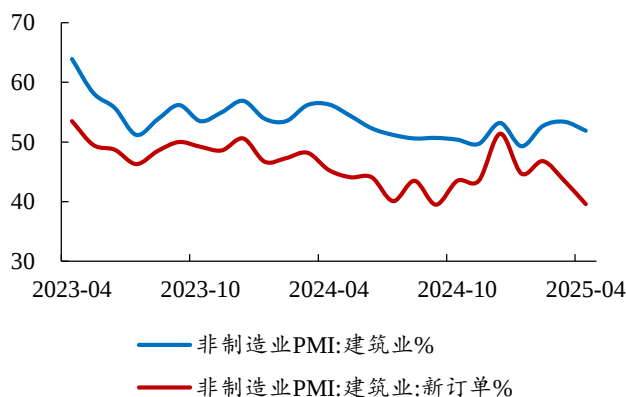


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、非制造业：基建 Q2 仍有动能，服务业相对平稳

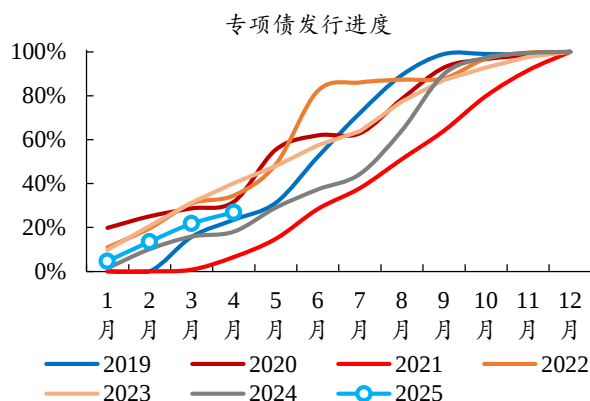
(1)建筑业：4月建筑业PMI下降了1.5个百分点至51.9%，新订单和业务活动预期明显分化。实物工作量方面，4月石油沥青开工回升，水泥开工和发运率略有下滑，CME 预估4月挖掘机内销13500台、同比增速约25%，超过市场预期；资金端，截至4月30日专项债发行进度约27.1%、好于2024年同期的18.0%，且差距在扩大，指向Q2基建仍有望保持较高增速。

图6：4月建筑业PMI下降1.5个百分点



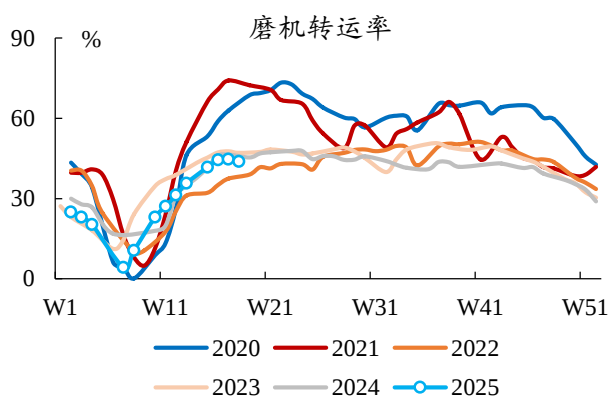
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：4月专项债发行进度快于2024年同期



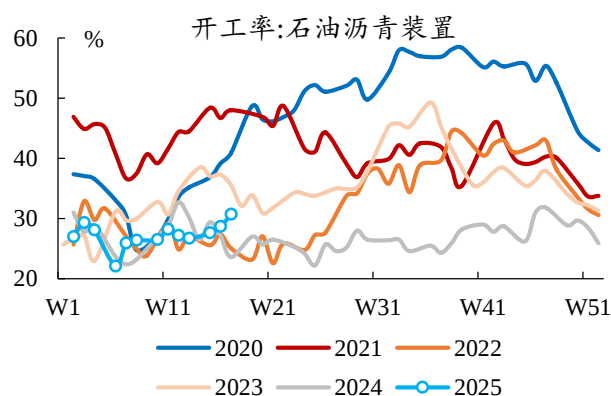
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：4月水泥磨机运转率略有下滑



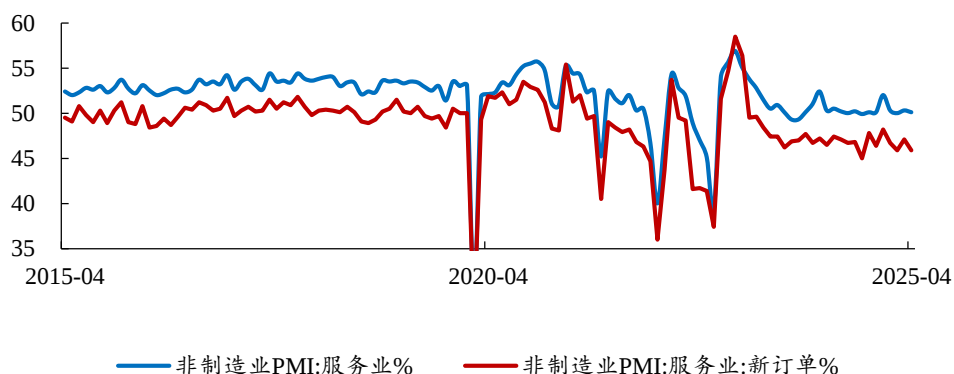
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：4月石油沥青开工率回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

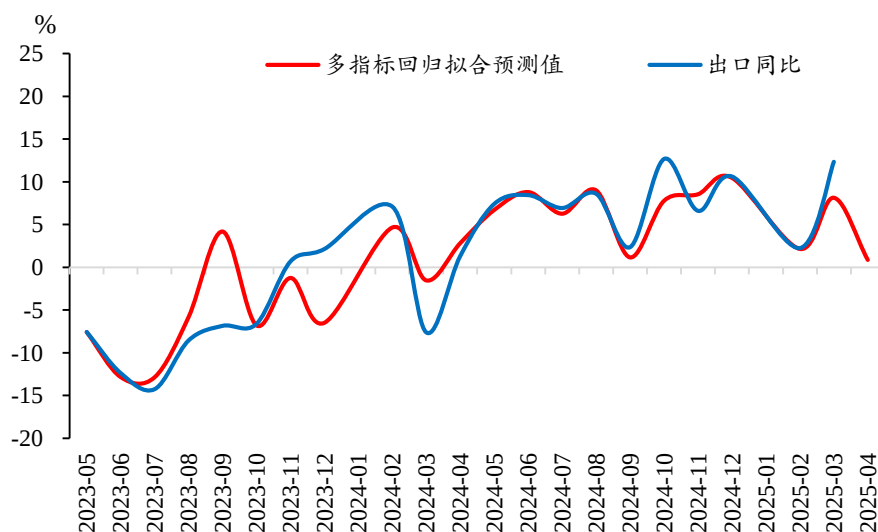
(2)服务业相对平稳：4月服务业PMI为50.1%、较前值下行0.2个百分点，服务业新订单下行1.2个百分点至45.9%。分行业来看，航空运输、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、保险等景气度较高，关税扰动下权益市场先行反应、资本市场服务等降至临界点以下。

图10：4月服务业PMI相对平稳


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、关税扰动的2个重要阶段

第一阶段为 5-6 月：受益于关税大幅加码后抢转口、两轮豁免商品以及少量美企恢复订单，基于高频数据拟合 4 月出口同比+0.9%，自 4 月 11 日大幅回落后逐渐向上修复，但 5-6 月下行压力可能进一步增大。

图11：高频数据拟合 4 月出口同比+0.9%


数据来源：Wind、开源证券研究所

第二阶段为 7-8 月：若关税形势仍未明显好转，出口企业可能减少生产排期、优化人员等，叠加高校毕业季临近，届时关税扰动将沿产业链向外贸上下游传导，并可能扩散至民生就业领域。

当下，中美各自“压力测试”的关键期将至，我们预计政策决策、出台可能更为灵活，将根据形势变化及时推出增量储备政策。

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。

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

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

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

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