



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：**国家统计局网站 4 月 30 日发布 2025 年 4 月中国采购经理指数运行情况。4 月份，制造业采购经理指数(PMI)为 49.0%，比上月下降 1.5 个百分点，制造业景气水平有所回落。

➤ **4 月 PMI 作为关税冲击下的第一份宏观数据，表明前期“抢出口”已基本结束。**外部冲击的影响开始显现，对特定行业和企业的风险不容低估，这种影响直观地体现在 4 月 PMI 回落的幅度上——不论是制造业 PMI 整体，还是 PMI 新出口订单指数，其单月下滑幅度均远超 2018 年。**如何更全面地评估 4 月 PMI 数据？我们尝试从五个维度进行盘点：**

➤ **维度一（直接影响）：进出口订单的“急凉风”。**4 月 PMI 新出口订单指数下降 4.3pct 至 44.7%，而 2018-19 年间最低环比增速为-2.7pct。除了 PMI 新出口订单指数的下降，**近期高频数据也能折射出 4 月“抢出口”结束的信号：**4 月对美西、美东、南美等地区的出口集装箱运价指数均出现明显下降。

与此同时，4 月进口也受到较大冲击。4 月 PMI 进口指数环比降幅达 4.1pct，这一降幅为 2020 年 5 月以来的最大降幅，同时也超过了“贸易冲突 1.0”时期 2.6pct 的最大降幅。

➤ **维度二（间接影响）：供需两端同步放缓。**4 月代表内需的 PMI 新订单指数为 49.2%（环比-2.6pct），代表生产的 PMI 生产指数为 49.8%（环比-2.8pct）。**两个指标同时降至荣枯线之下，成为 4 月制造业 PMI 的两大拖累项，**外部风险的加剧对国内产需也造成一定负面影响。

➤ **维度三（企业行为影响）：主动去库后的价格下跌。**随着需求的走弱，**企业面对未来不确定性，更倾向于通过降价等方式加快对库存的“清理”，**4 月 PMI 产成品库存指数下降 0.7pct 至 47.3%、同时 PMI 生产经营预期指数下降 1.7pct 均佐证了这一点。**外部冲击下企业的主动去库行为导致 4 月 PMI 出厂价格指数下降 3.1pct 至 44.8%，我国通胀下行压力依旧较大。**

➤ **维度四（就业与预期影响）：裁员压力与预期不稳。**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。**除了上文提及到的 4 月 PMI 生产经营预期指数下降，4 月 PMI 从业人员指数也下降 0.3pct 至 47.9%，这正是 4 月政治局会议提出“稳就业”、“稳企业”、“稳预期”的题中之义。

➤ **维度五（企业类型影响）：中小企业景气度更低。**从不同规模来看，4 月大、中、小型企业 PMI 分别为 49.2%、48.8%、48.7%（环比增速分别为-2.0pct、-1.1pct、-0.9pct），外贸冲击影响下各规模企业景气度均在下滑，其中中小型企业景气度更低。**从不同行业来看，4 月装备制造业 PMI 下降幅度最大、环比增速为-2.4pct。**

➤ **除了制造业，非制造业的景气度同样下降。**4 月建筑业 PMI 为 51.9%（环比增速为-1.5pct），服务业 PMI 为 50.1%（环比增速为-0.2pct），均处于历史同

相关研究

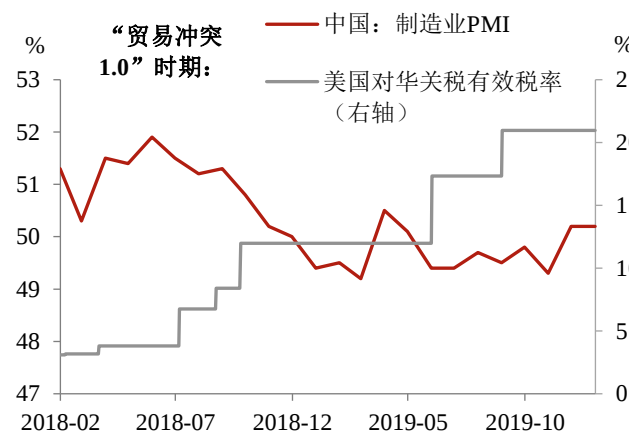
- 1.美国政策分析：以退为进？美国贸易谈判追踪分析框架-2025/04/28
- 2.历史比较法之于美国困局——请回答 2025 系列报告（一）：美国的困局的历史案例-2025/04/28
- 3.2025 年 3 月工业企业利润点评：一季度“收官”后的工业走向-2025/04/27
- 4.2025 年 4 月政治局会议点评：政治局会议：从“底线”看“预案”-2025/04/25
- 5.“关税冲击下的中国”系列（一）：关税观察：外贸大省招几何？-2025/04/24

期较低位置。服务业的内生动能依旧不足，需要二季度既定政策的及时落地见效来加以巩固。

➤ **关税冲击对 PMI 的显现也表明政策的窗口正在打开。**但考虑到这种冲击的持久性，尤其是政治局会议“底线思维”的要求下，短期内“兜牢民生”可能比“总量对冲”具有更高的政策优先级。这也意味着在以“稳就业”的重心下，更多以对受冲击企业“精准滴灌”的结构性政策工具有望加快推出。

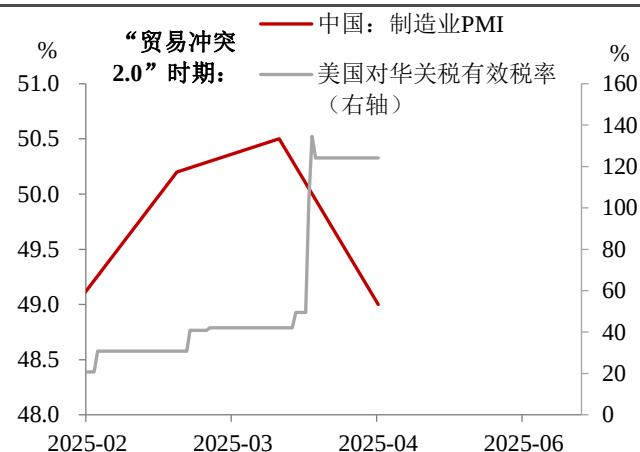
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

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



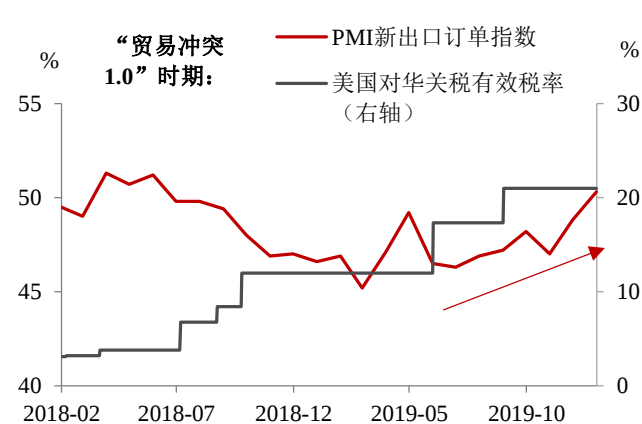
资料来源：iFind、PIIE，民生证券研究院

图2：当前“贸易冲突2.0”：冲击更大



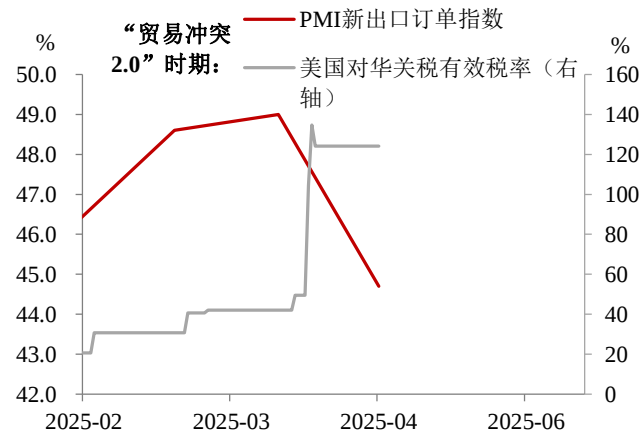
资料来源：iFind、PIIE，民生证券研究院

图3：“贸易冲突1.0”初期，美国对华关税税率的上调也会压低 PMI 新出口订单指数



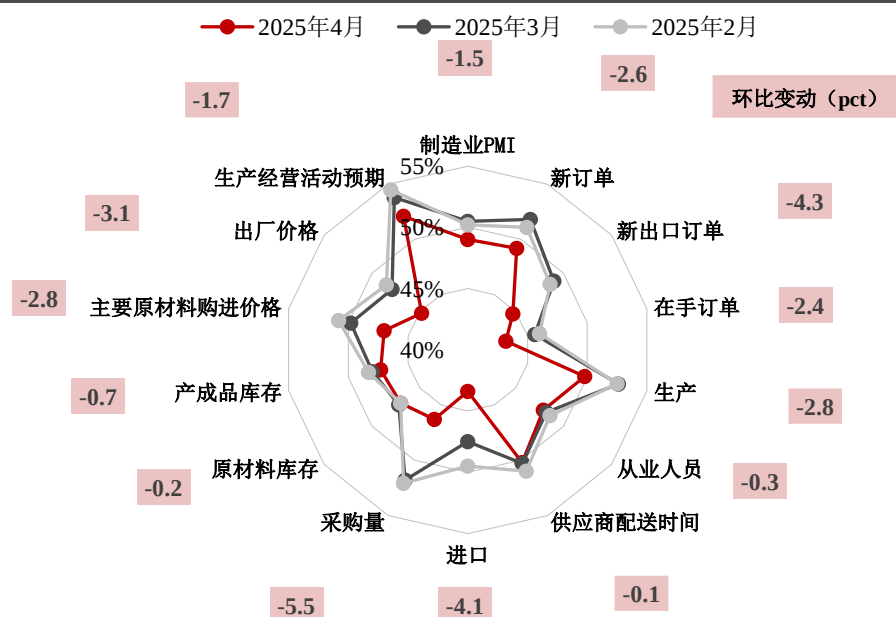
资料来源：iFind、PIIE，民生证券研究院

图4：“贸易冲突2.0”对 PMI 新出口订单指数的冲击颇大



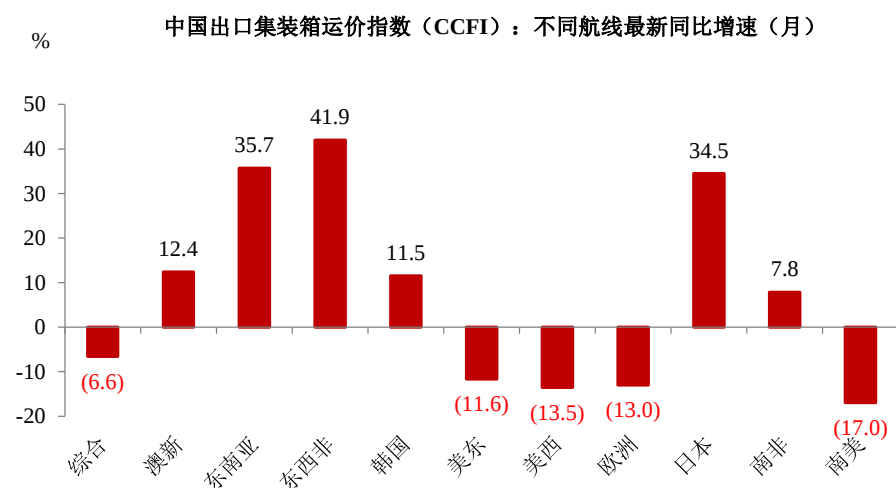
资料来源：iFind、PIIE，民生证券研究院

图5：4月制造业PMI及其细项数据表现



资料来源：iFind，民生证券研究院

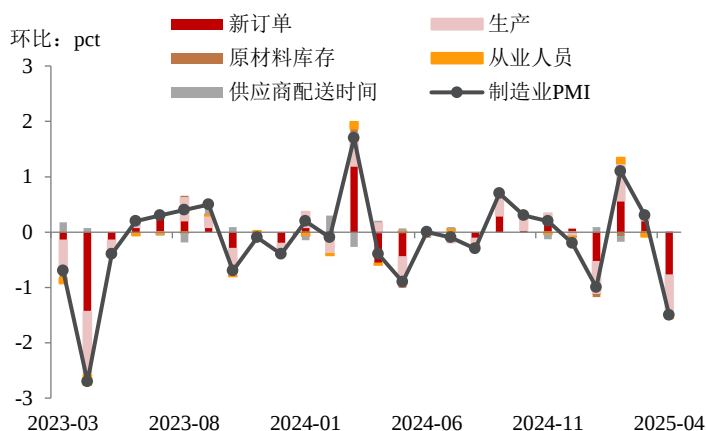
图6：4月高频数据背后折射出“抢出口”结束的信号



资料来源：iFind，民生证券研究院

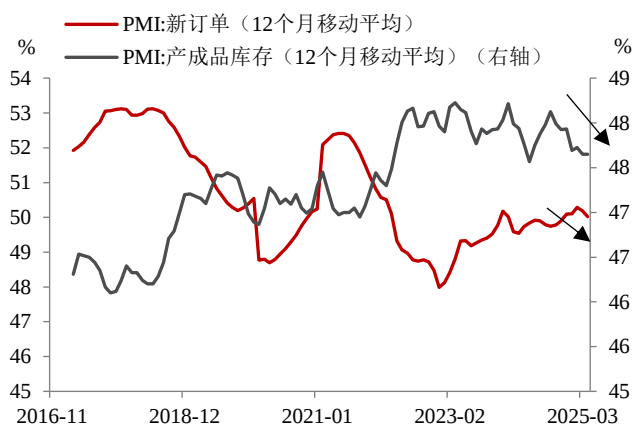
注：图中数据为2025年4月同比增速。

图7：4月制造业PMI主要是受到供需两端放缓的拖累



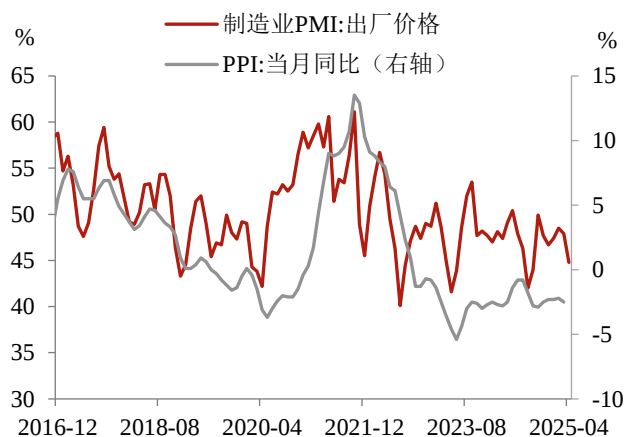
资料来源：iFind，民生证券研究院

图8：4月PMI新订单指数与PMI产成品库存指数同步下降



资料来源：iFind，民生证券研究院

图9：4月PMI出厂价格指数跌势明显



资料来源：iFind，民生证券研究院

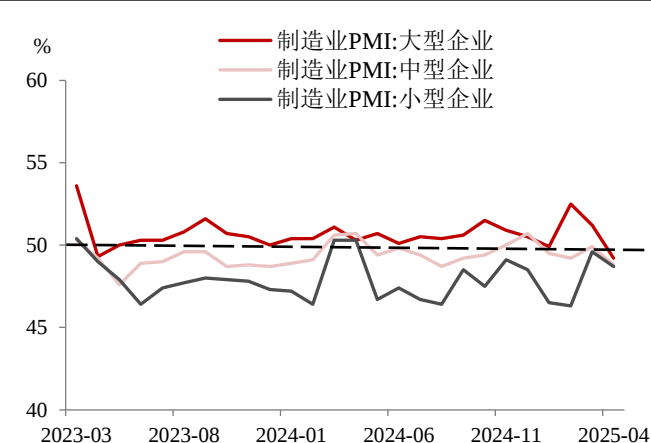
图10：美国加征关税对 PMI 及其主要细项数据影响几何？

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

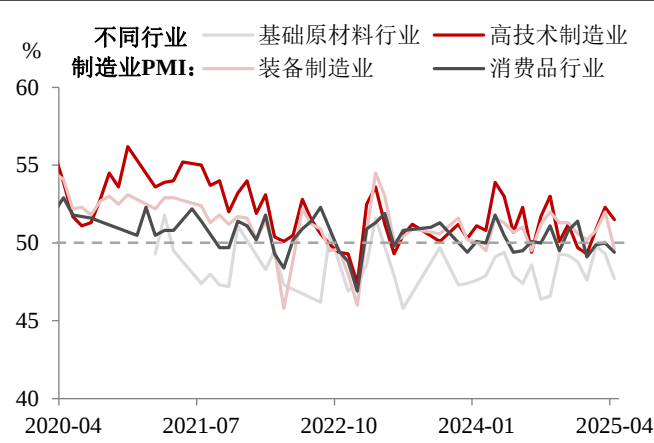
注：使用 2018.01-2019.12 数据进行计算。

图11：4 月中小型企业景气度整体更低



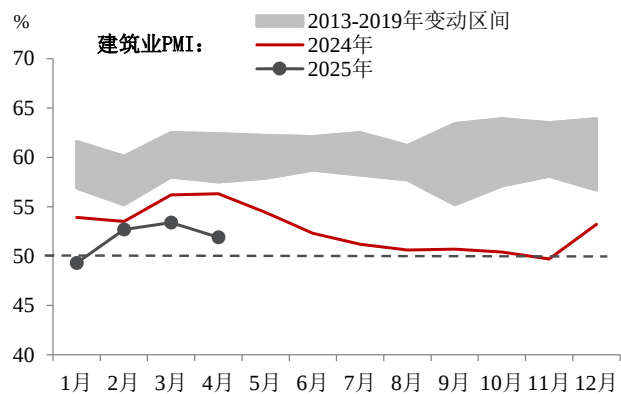
资料来源：iFind，民生证券研究院

图12：4 月装备制造业 PMI 下滑幅度更大



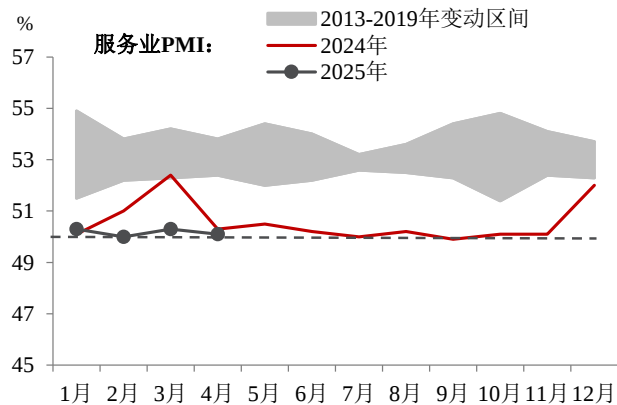
资料来源：iFind，民生证券研究院

图13：4月建筑业 PMI 景气度下降



资料来源：iFind，民生证券研究院

图14：4月服务业 PMI 小幅下探



资料来源：iFind，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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

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