

研究所

分析师:梁伟超
SAC 登记编号:S1340523070001
Email:liangweichao@cnpsec.com
分析师:崔超
SAC 登记编号:S1340523120001
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《【中邮固收】债券加速到期清偿怎么看？20250428》 - 2025.04.30

固收点评

关税对景气扰动兑现 ——4 月 PMI 解读 20250506

● 主要数据

4 月制造业 PMI 为 49.0%，前值 50.5%；非制造业商务活动指数 50.4%，前值 50.8%；综合 PMI 为 50.2%，前值 51.4%。

● 核心观点

总结来看，受美国关税政策影响，4 月制造业 PMI 降至景气线下，供需同步走弱，外贸相关的新出口订单、进口指数大幅下降。服务业和建筑业景气下降，但仍处于扩张，呈现一定韧性。短期看，政策预计将迎来新一轮脉冲，主要方向或为“两新”扩容、服务消费补贴、生育和育儿补贴、稳就业与增收等；长期看，国内高科技产业维持高投入高增长，并逐步形成一定领先优势和壁垒，产业升级有望推动中国进入新一轮高增长，短期关税扰动不改中国经济长期向好趋势。

● 制造业景气下降，短期扰动不改长期向好趋势

第一，制造业 PMI 降至景气线下，环比降幅略大于季节性，美国关税政策影响较大，短期扰动不改中国经济长期向好趋势。第二，制造业 PMI 各分项指数均下降，13 个分项中仅 2 项处于扩张区间。第三，库存指数走弱，主动去库存趋势仍将延续。第四，供需两端均有放缓，生产指数、新订单指数同步降至景气线下。第五，高技术制造业 PMI 为 51.5%，明显高于制造业总体水平。第六，大中小型企业景气度均处于景气线下。第七，受市场需求不足和近期部分大宗商品价格持续下行等因素影响，制造业市场价格总体水平有所下降。

● 服务业、建筑业景气下降，但仍维持扩张

第一，非制造业景气水平回落，持续处于扩张区间，环比好于季节性。第二，服务业商务活动指数为 50.1%，比上月下降 0.2 个百分点。第三，建筑业商务活动指数为 51.9%，比上月下降 1.5 个百分点。第四，综合 PMI 产出指数下降，仍高于临界点。

● 风险提示

政策宽松力度不及预期，货币政策超预期收紧。

目录

1 制造业景气下降，短期扰动不改长期向好趋势	4
2 服务业、建筑业景气下降，但仍维持扩张	7
3 风险提示	8

图表目录

图表 1: 4 月制造业 PMI 降至景气线下	5
图表 2: 制造业 PMI 环比下降幅度略大于季节性	5
图表 3: 制造业 PMI 主要分项环比均下降	5
图表 4: 价格指数下行	6
图表 5: 库存指数走弱	6
图表 6: 生产指数降至景气线下	7
图表 7: 新订单指数降至景气线下	7
图表 8: 服务业、建筑业景气下降, 但仍保持扩张	8
图表 9: 商务活动指数环比走势好于季节性	8

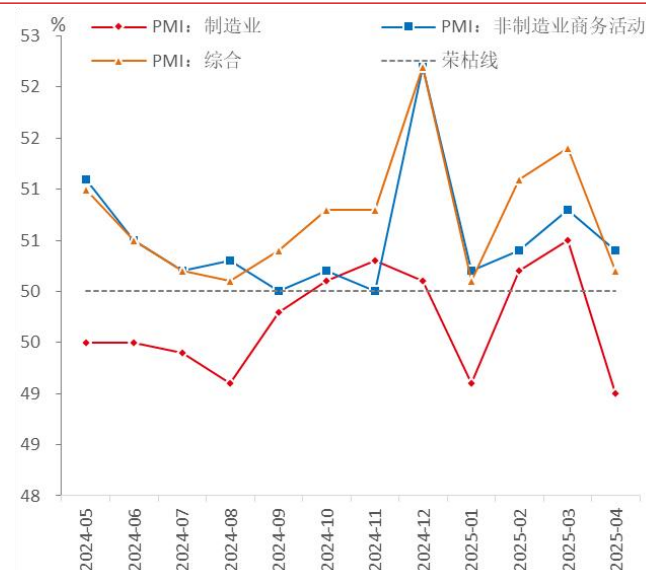
4月30日，国家统计局公布4月份中国采购经理指数（PMI）。4月制造业PMI为49.0%，前值50.5%；非制造业商务活动指数50.4%，前值50.8%；综合PMI为50.2%，前值51.4%。

1 制造业景气下降，短期扰动不改长期向好趋势

制造业PMI降至景气线下，环比降幅略大于季节性，美国关税政策影响较大，短期扰动不改中国经济长期向好趋势。4月制造业PMI为49.0%，时隔两个月重新降至景气线下，主要受前期抢出口形成的高基数，以及中美贸易对抗等因素影响。从季节性角度看，4月PMI环比下降1.5个百分点，降幅略大于过去五年下降1.4个百分点的均值；而从制造业PMI数值上看，今年4月49.0%低于过去五年49.78%的均值，降幅同样有限。

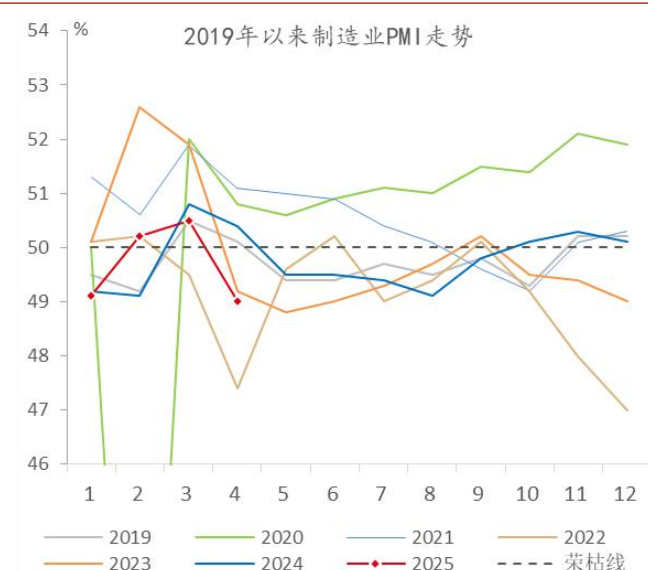
4月制造业PMI降至景气线下，美国关税政策影响较大，供需指数同步下降并进入收缩区间，短期经济承压，但难以撼动中国经济长期向好趋势，主要原因有：第一，针对美国高关税，中国留有充足政策空间，可通过扩大财政支出、扩大国内消费、支持外贸企业等措施，一定程度上抵消美国高关税影响，转口贸易情况仍有待观察；第二，高关税抬升美国通胀上行风险，掣肘美联储降息，进一步损害美国经济和财政健康度，关税协商和调降的必要性较强；第三，中国高科技产业延续扩张和维持高增长，产业升级趋势势不可挡，未来将成为中国经济高速增长的新引擎。

图表 1：4 月制造业 PMI 降至景气线下



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

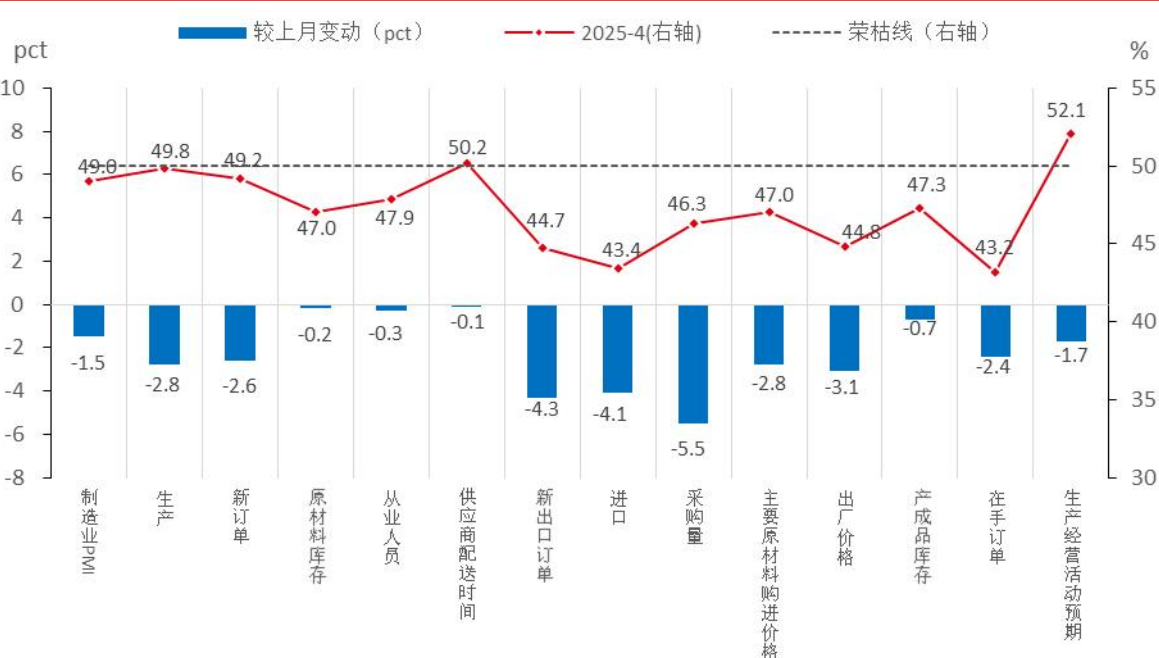
图表 2：制造业 PMI 环比下降幅度略大于季节性



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

制造业 PMI 各分项指数均下降。环比看，13 个分项景气水平平均下降，降幅较大的为采购量、新出口订单、进口。从绝对数值上看，13 个分项中仅 2 项处于扩张区间，分别为生产经营活动预期、供应商配送时间。

图表 3：制造业 PMI 主要分项环比均下降

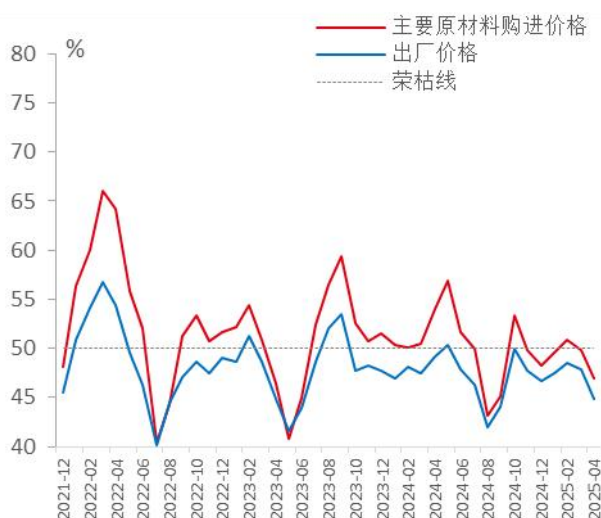


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

价格指数连续两个月下降。受市场需求不足和近期部分大宗商品价格持续下行等因素影响，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 47.0%和 44.8%，比上月下降 2.8 和 3.1 个百分点，制造业市场价格总体水平有所下降。

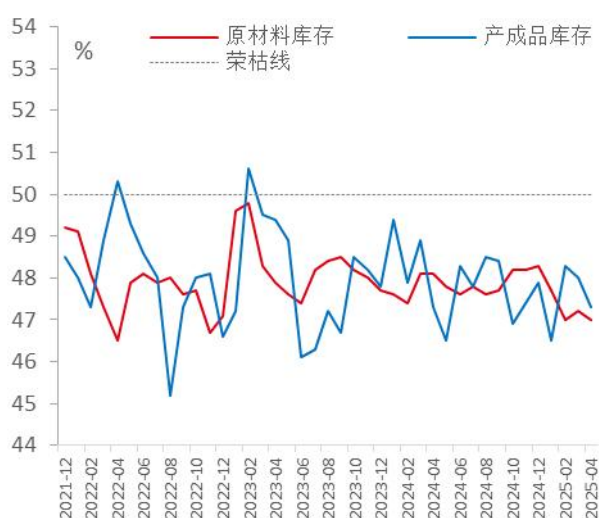
库存指数走弱，主动去库存趋势仍将延续。原材料库存指数为 47.0%，较上月下降 0.2 pct；产成品库存指数为 47.3%，较上月下降 0.7 pct。抢出口基本结束，高关税推动外需走弱，短期企业或延续主动去库存趋势。

图表 4：价格指数下行



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 5：库存指数走弱



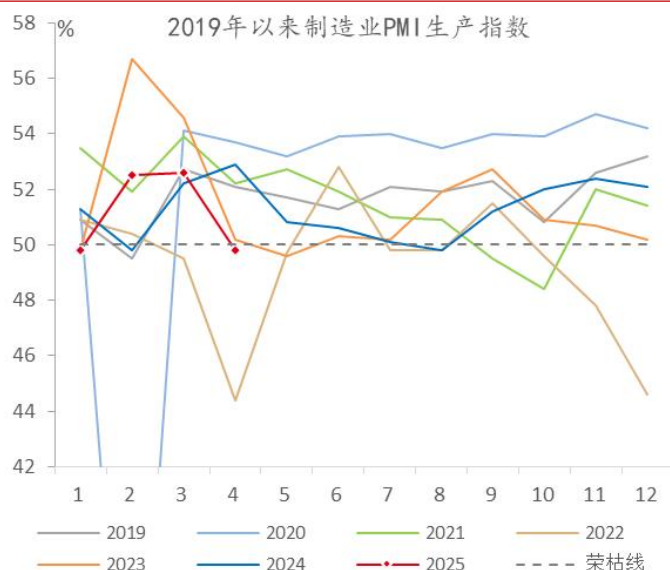
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

产需两端均有放缓，生产指数、新订单指数同步降至景气线下。生产指数和新订单指数分别为 49.8%和 49.2%，比上月下降 2.8 和 2.6 个百分点，制造业生产和市场需求均有所回落。从行业看，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、医药等行业两个指数均位于 53.0%及以上，产需较快释放；纺织、纺织服装服饰、金属制品等行业两个指数明显回落，均低于临界点。

高技术制造业延续扩张。从重点行业看，高技术制造业 PMI 为 51.5%，明显高于制造业总体水平，其生产指数和新订单指数均位于 52.0%及以上，高技术制造业延续较好发展态势。装备制造业、消费品行业和高耗能行业 PMI 分别为 49.6%、49.4%和 47.7%，比上月下降 2.4、0.6 和 1.6 个百分点，景气水平不同程度回落。

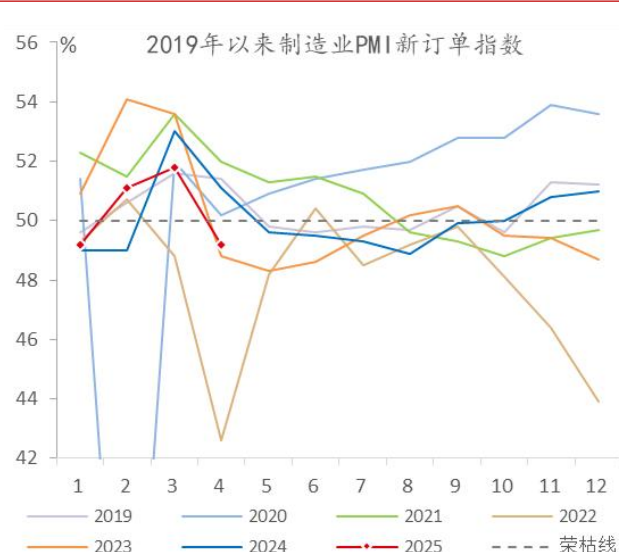
大中小企业景气度均处于景气线下。大中小企业制造业 PMI 分别为 49.2%、48.8%、48.7%，分别较上月下降 2.0 pct、1.1 pct、0.9 pct。

图表 6：生产指数降至景气线下



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 7：新订单指数降至景气线下



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2 服务业、建筑业景气下降，但仍维持扩张

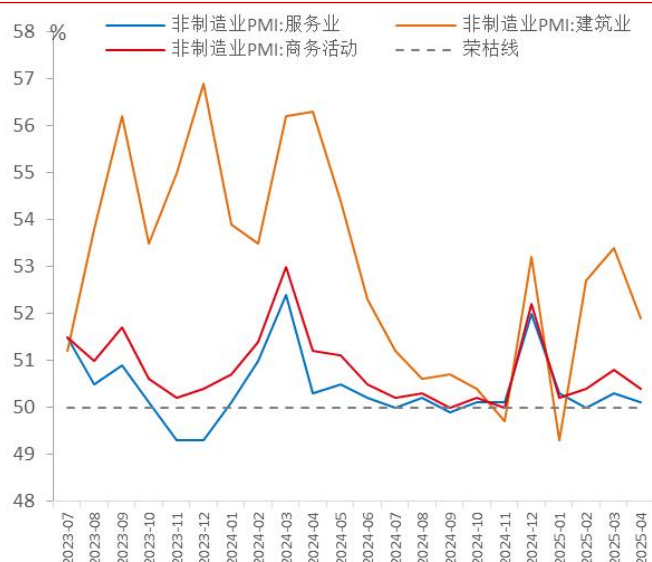
非制造业景气水平回落，持续处于扩张区间，环比好于季节性。4月非制造业商务活动指数为50.4%，比上月下降0.4个百分点，仍高于临界点，非制造业总体继续保持扩张。从季节性上看，环比下降0.4个百分点，好于过去五年平均下降2.1个百分点的均值。

服务业景气水平延续扩张。服务业商务活动指数为50.1%，比上月下降0.2个百分点，仍高于临界点。从行业看，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；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。服务业业务活动预期指数为56.4%，持续位于较高景气区间。

建筑业继续保持扩张。建筑业商务活动指数为51.9%，比上月下降1.5个百分点，仍位于扩张区间。其中，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。建筑业业务活动预期指数为53.8%，建筑业企业对近期市场发展预期保持乐观。

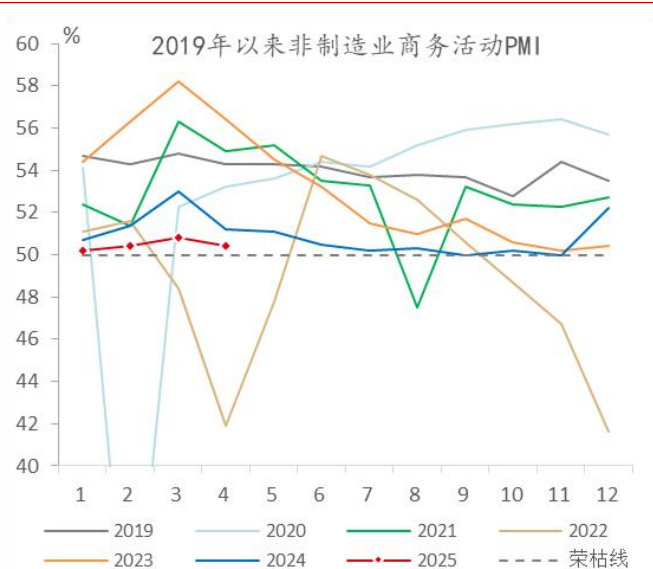
综合 PMI 产出指数下降，仍高于临界点。综合 PMI 产出指数为 50.2%，位于扩张区间，我国企业生产经营活动总体维持扩张。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 49.8% 和 50.4%。

图表 8：服务业、建筑业景气下降，但仍保持扩张



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表 9：商务活动指数环比走势好于季节性



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

总结来看，受美国关税政策影响，4月制造业 PMI 降至景气线下，供需同步走弱，外贸相关的新出口订单、进口指数大幅下降。服务业和建筑业景气下降，但仍处于扩张，呈现一定韧性。短期看，政策预计将迎来新一轮脉冲，主要方向或为“两新”扩容、服务消费补贴、生育和育儿补贴、稳就业与增收等；长期看，国内高科技产业维持高投入高增长，并逐步形成一定领先优势和壁垒，产业升级有望推动中国进入新一轮高增长，短期关税扰动不改中国经济长期向好趋势。

3 风险提示

政策宽松力度不及预期，货币政策超预期收紧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的 相对市场表现，即报告发布日后 的 6 个月内的公司股价（或行 业指数、可转债价格）的涨跌 幅相对同期相关证券市场基准 指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市 场以沪深 300 指数为基准；新 三板市场以三板成指为基准； 可转债市场以中信标普可转债 指数为基准；香港市场以恒生 指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基 准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债 评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048