

PMI 回升的动力

——2025 年 6 月 PMI 数据点评

宏观点评

6 月，制造业 PMI 上升 0.2 个百分点至 49.7%，高于预期值 49.3%，其原因有内需改善、出口韧性、季末效应、大宗商品价格上涨。

政策支撑下内需持续释放。年初以来，我国经济外部风险加大，我国政府因时因势提出实施更加积极的财政政策，并安排 1.3 万亿元特别国债支持“两重”“两新”。财政前置发力、持续发力有效带动了社会需求释放。与“两重”“两新”相关的基建投资、设备工器具购置投资、消费均保持较高增速，对冲了外需和房地产市场的走弱。5 月末，M2、社融余额同比增速分别维持在 7.9%、8.7% 的较高水平，12 个月新增社融同比增速高达 9.2%。6 月，政府债券净融资 1.4 万亿元，同比多融资 7000 亿元，对实体经济的支持力度仍较大。6 月，新订单指数从 49.8% 上升至 50.2%，上升 0.4 个百分点，上升幅度大于新出口订单，内需也在改善；建筑业 PMI 从 51% 上升至 52.8%，从高频数据来看，房地产市场较弱但基建投资活跃度上升。

“抢出口”延续，出口韧性较强。6 月新出口订单指数从 47.5% 上升至 47.7%，连续两个月回升。5 月 12 日，中美达成阶段性关税协议，美国对中国产品关税暂时下降至 50% 左右，中国出口形势边际好转。从高频数据来看，6 月周均集装箱吞吐量高于上年同期，但同比增速从 5.8% 回落至 4.2%。Vizion 数据显示，6 月第二周中国对美国出口再次上升。在暂停的美国对等关税到期之前，全球普遍存在“抢出口”现象。6 月前 20 日，韩国出口同比增长 8.3%，增速高于上月的 -2.5%；同时，对中国出口同比下降 1%，降幅收窄 6.2 个百分点。预计 6 月中国出口仍维持正增长，但增速下滑。未来，在 8 月中美 24% 关税暂停到期前，“抢出口”可能继续存在，中国出口增速或缓慢回落。

需求改善叠加季节性，工业生产继续快速扩张。6 月，生产指数从 50.7% 上升至 51%，但由于上年 6 月工业生产环比增速高达 0.51%，预计 2025 年 6 月工业生产同比增速有所下滑，但仍维持在较高水平。生产指数回升，除了因为需求改善外，还因为季末冲量。过去十年（2015-2024 年），6 月份生产指数平均上升了 0.38 个百分点。6 月服务业 PMI 为 50.1%，比上月略降 0.1 个百分点，主要是因为随着五一、端午节日效应消退，居民出行相关消费有所减弱，同时资本市场、房地产市场活跃度也有所下降。

大宗商品价格上涨，物价指数小幅改善。6 月，PMI 主要原材料购进价格指数、PMI 出厂价格指数分别从 46.9%、44.7% 上升至 48.4%、46.2%。6 月物价指数上升，一方面是因为当月需求恢复强于供给，供需格局有所改善；另一方面是受中东局势紧张影响，国际大宗商品价格上涨，CRB 均值从上月的 553.2 上升至 563.8。PMI 出厂价格指数和 PPI 环比增速同趋势，预计 6 月 PPI 环比增速或将回升。12 个月 PMI 出厂价格指数均值和 PPI 同比增速同趋势。6 月，12 个月 PMI 出厂价格指数均值从 46.5% 小幅下降至 46.3%，因此 PPI 同比增速可能不会回升。

● **风险提示：新增政策存在不确定性；房地产投资有待提振；全球经贸风险较大。**

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280520050003

相关报告

《“两重”“两新”持续发力，经济呈现较强韧性》2025-06-17

《顶住外部压力，经济实现平稳增长》2025-05-20

《一季度经济的动力及亮点》2025-04-18

《经济数据“开门红”的动力来自哪》2025-03-18

《“9·24”以来经济复苏情况如何》2025-02-16

《四季度经济数据有哪些亮点》2025-01-19

《积极有为，乘风破浪》2024-12-30



目 录

1、 政策支撑下内需持续释放.....	3
2、 “抢出口”延续，出口韧性较强.....	5
3、 需求改善叠加季节性，工业生产继续快速扩张.....	6
4、 大宗商品价格上升，物价指数小幅改善.....	7

图表目录

图 1： 制造业 PMI 小幅上升.....	3
图 2： 信用条件持续支撑经济.....	3
图 3： “618”叠加补贴，对消费拉动明显.....	4
图 4： 沥青开工率上升.....	5
图 5： 水泥发运率高于上年同期.....	5
图 6： 新房销售处于历史同期低位.....	5
图 7： 二手房销售回落.....	5
图 8： “抢出口”下出口订单和全球 PMI 背离.....	6
图 9： 6 月港口集装箱吞吐量仍高于上年同期.....	6
图 10： 6 月第二周中国对美出口再次回升.....	6
图 11： 可比经济体“抢出口”.....	6
图 12： 铁水生产回落.....	7
图 13： 高炉开工率回落.....	7
图 14： PTA 开工率高于上年同期.....	7
图 15： 汽车产业链开工率保持高位.....	7
图 16： 大宗商品价格上涨.....	8
图 17： PPI 同比增速仍处于低位.....	8
图 18： 供需格局尚未根本改善，物价压力仍较大.....	8

6月，制造业PMI上升0.2个百分点至49.7%，高于预期值49.3%，且连续两个月回升，其原因有以下四方面。

一是政策前置发力、持续发力。政策支持下，与“两重”“两新”相关的基建投资、设备工器具购置投资、消费均保持较高增速，对冲了外需和房地产市场的走弱。5月末，M2、社融余额同比增速分别维持在7.9%、8.7%的较高水平，12个月新增社融同比增速高达9.2%。6月，政府债券净融资1.4万亿元，同比多融资7000亿元，对实体经济的支持力度仍较大。

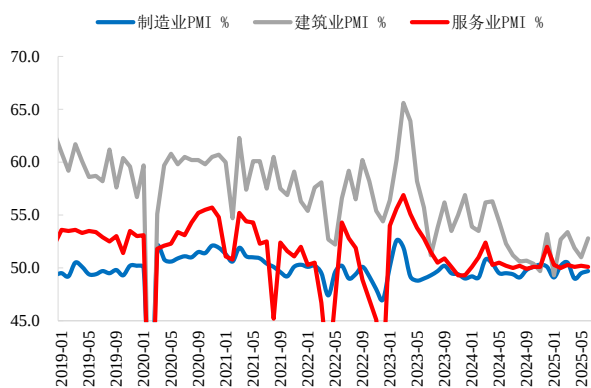
二是出口回落速度慢于预期。美国对等关税以后，市场普遍预期中国出口增速将快速回落，但事实是“抢出口”“抢转口”下，出口同比增速虽有所下滑，但仍维持正值。

三是季末冲量，生产季节性回升。过去十年（2015-2024年），6月份生产指数平均环比上升了0.38个百分点，2025年6月生产指数上升0.3个百分点。

四是大宗商品价格上涨。PMI是名义值。受中东局势紧张影响，国际大宗商品价格上涨，6月CRB均值从上月的553.2上升至563.8，带动了相关PMI指标改善。

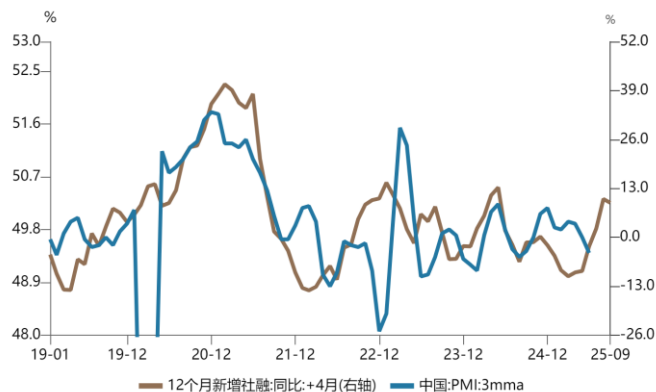
4、5月工业生产同比增速分别为6.1%、5.8%，服务业生产同比增速分别为6%、6.2%，预计6月工业、服务业生产都将保持较高增速，那么二季度GDP同比增速或在5.2%左右，上半年GDP同比增速约5.3%，全年完成经济目标的压力减轻，7月政治局会议或仍以落实前期部署为主。

图1：制造业PMI小幅上升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图2：信用条件持续支撑经济



资料来源：Wind，诚通证券研究所

1、政策支撑下内需持续释放

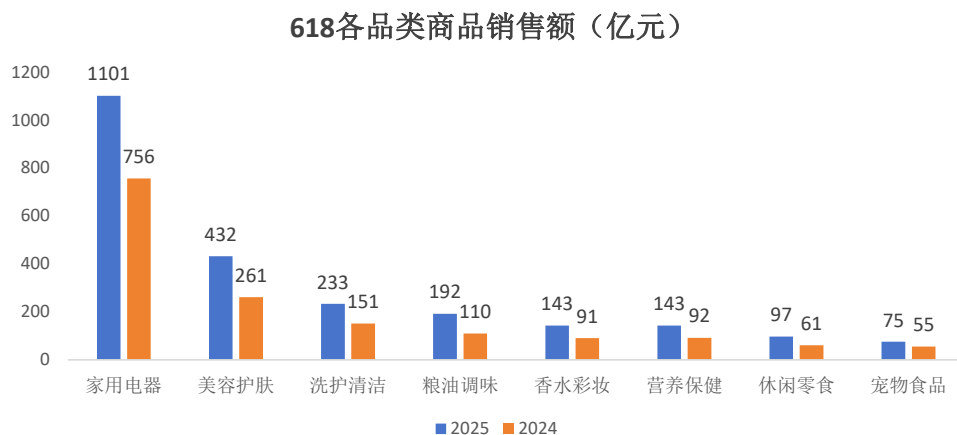
年初以来，美国先是以芬太尼问题为由对我国商品加征20%的关税，4月又加征所谓“对等关税”，我国经济外部风险加大。我国政府因时因势提出实施更加积极的财政政策，并安排1.3万亿元特别国债支持“两重”“两新”。“两重”“两新”效果显著，这主要得益于政府提高了宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，把握时机力度，强化系统思维，激发了经济主体消费、投资潜力，增强了“两重”“两新”实施效能。

5月末，M2、社融余额同比增速分别维持在7.9%、8.7%的较高水平；12个

月新增社融同比增速高达 9.2%。6 月政府债券净融资 1.4 万亿元，同比多融资 7000 亿元，对实体经济的支持力度仍较大。财政前置发力、持续发力有效带动了社会需求释放。根据我们的估算，以旧换新、设备更新、“两重”政策乘数分别约为 3、4、1，综合乘数在 2 左右，1.3 万亿元资金可以拉升 GDP 增长约 2 个百分点。

6 月，新订单指数从 49.8% 上升至 50.2%，上升 0.4 个百分点，上升幅度大于新出口订单，内需也在改善。根据乘联会数据，6 月 1-22 日，全国乘用车市场零售 126.9 万辆，同比上年 6 月同期增长 24%，增速高于 5 月的 13%。根据星图数据及奥维云网数据，受国家及平台补贴拉动，2025 年“618”购物节综合电商销售总额为 8556 亿元，同比增长 15.2%。不过，由于 2025 年“618”开始比较早，对 5 月消费的拉动要强于 6 月，预计 6 月消费同比增速小幅回落。

图3：“618”叠加补贴，对消费拉动明显

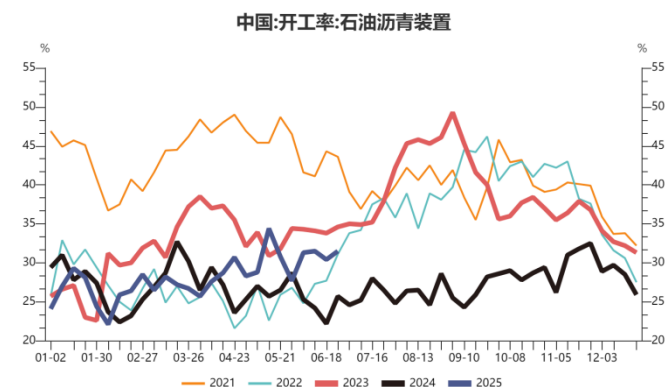


资料来源：Wind，星图数据，奥维云网，诚通证券研究所

6 月，建筑业 PMI 从 51% 上升至 52.8%。从高频数据来看，房地产市场较弱但基建投资活跃度上升。6 月沥青开工率均值为 31.2%，高于 5 月的 30.4%，同比增速从 12.8% 上升至 28%；水泥发运率均值为 41.2%，高于 5 月的 40.6%，同时增速从 -0.4% 上升至 5.5%。而与房地产投资相关的螺纹钢需求持续下降且低于上年同期。预计 6 月基建投资同比增速或较 5 月有所上升，房地产投资同比降幅仍较大。

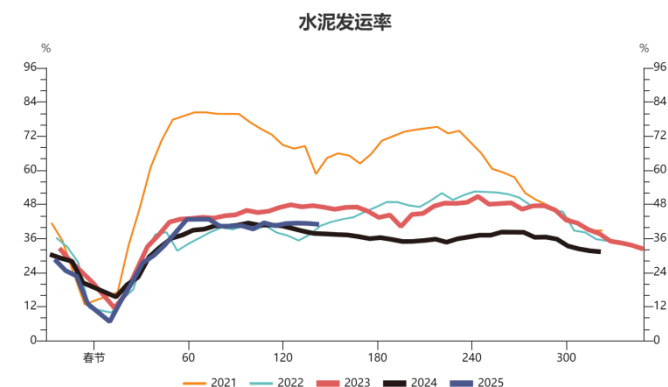
“两重”“两新”节奏把握得比较好，对全年经济的托举力度比较均匀，未来仍将保持较高强度，保障经济平稳运行。截至 5 月“两重”已安排近 5000 亿元，预计 6 月底前下达完毕今年全部“两重”建设项目清单。1 月、4 月，中央财政分别下达了 810 亿元共 1620 亿元以旧换新资金，后续还将有 1380 亿元资金在三、四季度分批有序下达。截至 6 月，第 1 批约 1730 亿元设备更新资金，已安排到 16 个领域约 7500 个项目，第 2 批资金正在同步开展项目审核筛选。

图4： 沥青开工率上升



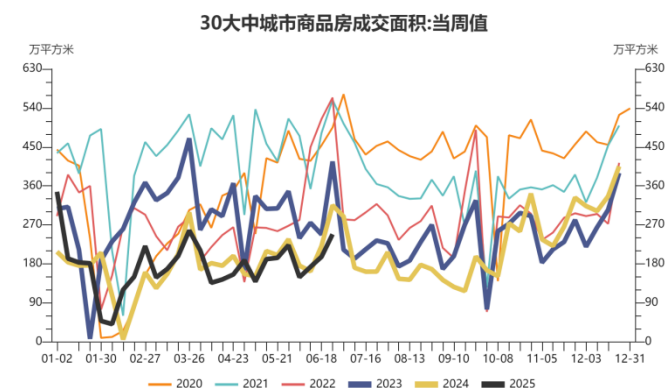
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图5： 水泥发运率高于上年同期



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图6： 新房销售处于历史同期低位



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图7： 二手房销售回落



资料来源：Wind，诚通证券研究所

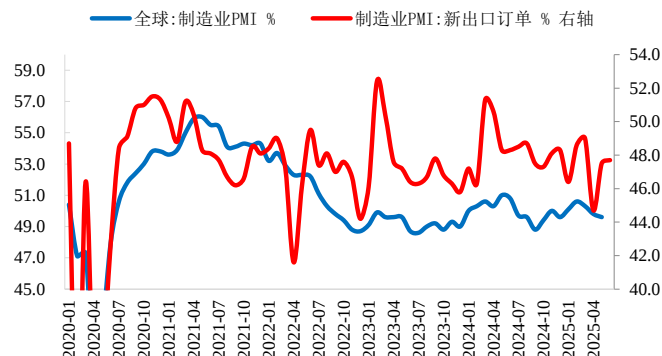
2、“抢出口”延续，出口韧性较强

6月新出口订单指数从47.5%上升至47.7%，连续两个月回升。5月12日，中美达成阶段性关税协议，美国对中国产品关税暂时下降至50%左右，中国出口形势边际好转。从高频数据来看，6月周均集装箱吞吐量高于上年同期，但同比增速从5.8%回落至4.2%。Vizion数据显示，6月第二周中国对美国出口再次上升。

在暂停的美国对等关税到期之前，全球普遍存在“抢出口”现象。从可比经济体来看，6月前20日，韩国出口同比增长8.3%，增速高于上月的-2.5%；同时，对中国出口同比下降1%，降幅收窄6.2个百分点。

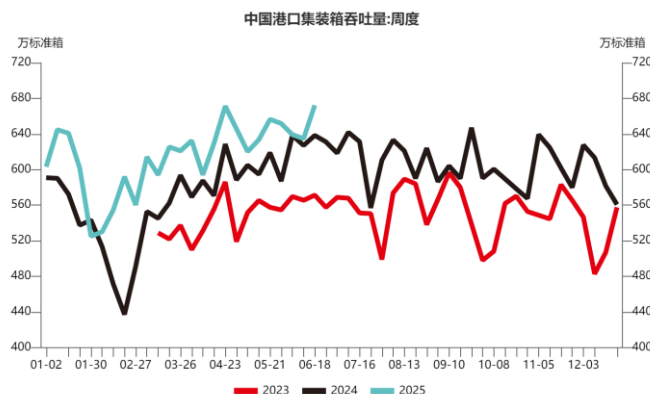
预计6月中国出口仍维持正增长，但增速下滑。未来，在8月中美24%关税暂停到期前，“抢出口”可能继续存在，中国出口增速可能缓慢回落。此外，全球制造业PMI从2025年2月的50.6%下降至5月的49.6%，这也给非美出口带来压力。

图8：“抢出口”下出口订单和全球 PMI 背离



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图9：6月港口集装箱吞吐量仍高于上年同期



资料来源：Wind，诚通证券研究所

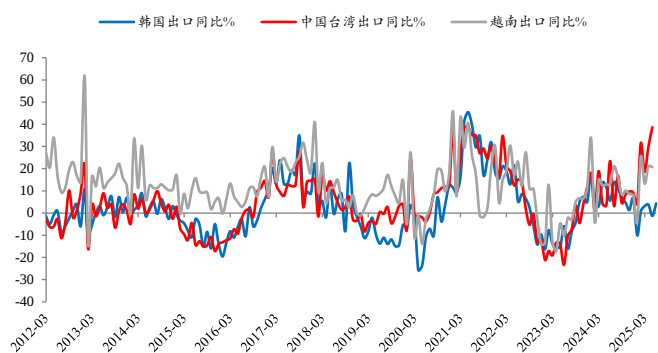
图10：6月第二周中国对美出口再次回升

China to US Bookings
A focused view on TEUs booked from China to the US, this chart reflects one of the most closely watched trade lanes, especially relevant during tariff volatility.

2025 BOOKING WEEK	TEU VOLUME	WoW % Change	YoY % Change
June 9, 2025	162,154	6.6%	-2.5%
June 2, 2025	152,173	-9.6%	-8.7%
May 26, 2025	168,382	-22.3%	0.1%
May 19, 2025	216,709	-5.3%	28.4%
May 12, 2025	228,818	157.6%	14.5%
May 5, 2025	88,825	70.6%	-61.5%
April 28, 2025	52,073	-42.7%	-27.0%
April 21, 2025	90,831	11.8%	-48.6%

资料来源：Vizion，诚通证券研究所

图11：可比经济体“抢出口”



资料来源：Wind，诚通证券研究所

3、需求改善叠加季节性，工业生产继续快速扩张

6月，生产指数从50.7%上升至51%，但由于上年6月工业生产环比增速高达0.51%，预计2025年6月工业生产同比增速有所下滑，但仍维持在较高水平。

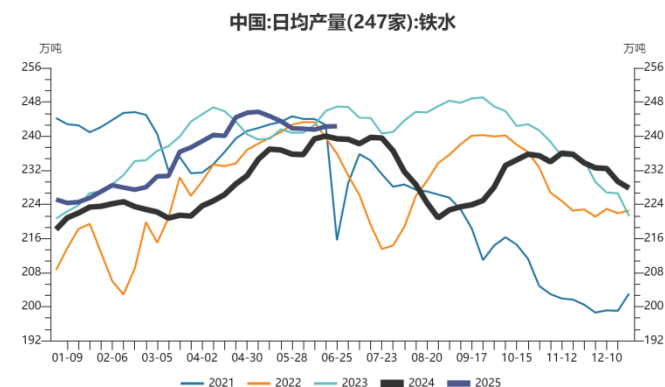
从高频数据来看，钢铁产业链生产有所回落。6月，高炉平均开工率从84.1%下降至83.7%，同比增速从3.2%下降至1.6%。汽车产业链生产增速仍较高，汽车轮胎平均开工率从66.1%回升至70.5%，同比增速从-4%上升至2.9%。化工生产环比好转，同比变化不大，PTA平均开工率从75.8%上升至81.3%，同比增速持平于5.7%。

生产指数回升，并保持在较高水平有以下几方面原因。一是“两重”“两新”前置发力、持续发力，对冲了外需和房地产市场的走弱。二是出口回落速度慢于预期。美国对等关税公布以后，市场普遍预期中国出口增速将快速回落，但事实是出口同比增速有所下滑，但仍维持正值。三是季末冲量，生产季节性回升。过去十年（2015-2024年），6月份生产指数平均上升了0.38个百分点。

服务业生产扩张速度有所放缓。6月服务业PMI为50.1%，比上月略降0.1个百分点，主要是因为随着五一、端午节日效应消退，居民出行相关消费有所减弱，同时资本市场、房地产市场活跃度也有所下降。预计6月服务业生产指数同

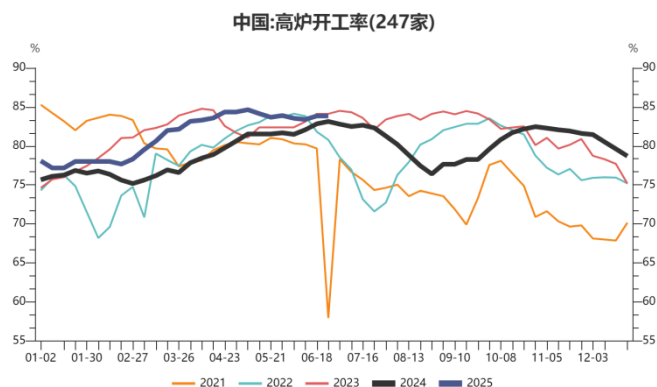
比增速小幅回落。

图12： 铁水生产回落



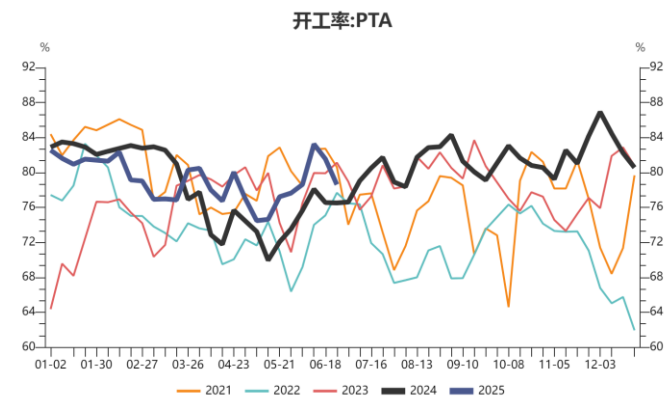
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图13： 高炉开工率回落



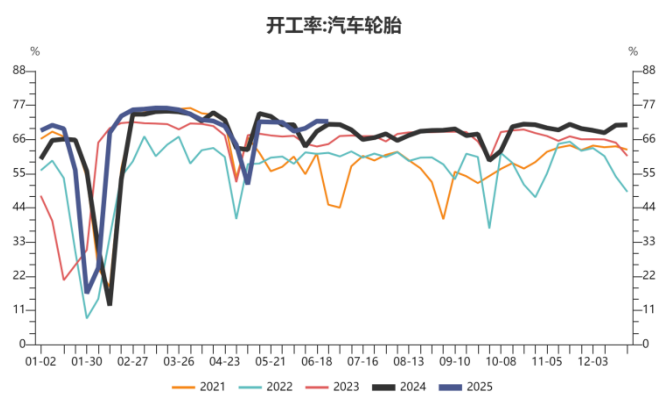
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图14： PTA 开工率高于上年同期



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图15： 汽车产业链开工率保持高位



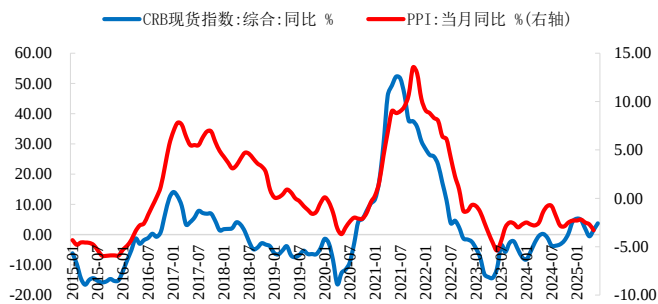
资料来源：Wind，诚通证券研究所

4、 大宗商品价格上升，物价指数小幅改善

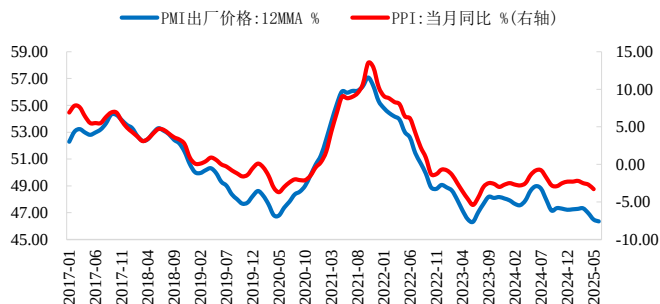
6月，PMI主要原材料购进价格指数、PMI出厂价格指数分别从46.9%、44.7%上升至48.4%、46.2%。6月物价指数上升，一方面是因为当月需求恢复强于供给，供需格局有所改善；另一方面是受中东局势紧张影响，国际大宗商品价格上涨，CRB均值从上月的553.2上升至563.8。中东局势缓解，后续随着原油等国际大宗商品价格回落，物价压力可能再次增加。

PMI出厂价格指数和PPI环比增速同趋势，预计6月PPI环比增速或将回升。12个月PMI出厂价格指数均值和PPI同比增速同趋势。6月，12个月PMI出厂价格指数均值从46.5%小幅下降至46.3%，因此PPI同比增速可能不会回升。

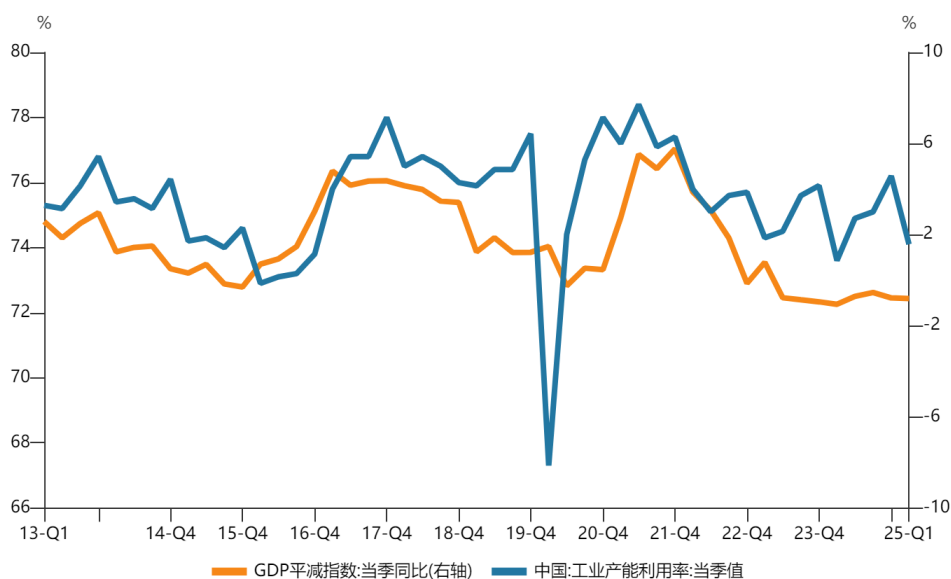
整体来看，供给仍大于需求，产能利用率较低，物价增速仍处于低位。当前经济目标有两个，一个是5%增长目标，一个是再通胀。2025年实现5%经济增长目标的难度不是很大，但实现再通胀要难一些，需要把经济增速长期持续稳定在潜在增速（比如5%）以上，负的产出缺口不断收窄然后转正，物价才会根本改善。

图16： 大宗商品价格上涨

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图17： PPI 同比增速仍处于低位

资料来源：Wind，诚通证券研究所

图18： 供需格局尚未根本改善，物价压力仍较大

资料来源：Wind，诚通证券研究所

特别声明

根据《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）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），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。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层
公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>

邮编：100020