

EPMI 与 PMI 为何出现分歧

——6 月中国 PMI 数据点评 20250701

报告日期：2025-07-01

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

分析师：洪子彦

执业证书号：S0010525060002

电话：15851599909

邮箱：hongziyan@hazq.com

主要观点：

● 数据观察：生产扩张、订单上升，关税放松经济有所修复

6 月 PMI 制造业收缩态势小幅修复，非制造业呈现继续扩张态势。6 月官方制造业 PMI 数据录得 49.7%（前值 49.5%），环比小幅回升，但仍位于荣枯线以下。超出市场预期（Wind 一致预测 49.3%、预测最大值 49.3%、预测最小值 49.3%）。非制造业 PMI 升至 50.5%（前值 50.3%），综合 PMI 产出指数升至 50.7%。

制造业 PMI 分项来看，生产指数继续扩张，生产活动修复趋势延续。需求方面，新订单回到荣枯线以上，需求端继续改善。其中新出口订单修复幅度较小，内需订单的回升强于外需。在手订单边际小幅上升，但仍在荣枯线以下，表明在生产活动的扩张下，订单处理能力仍强。生产方面，采购量大幅提升，进入扩张区间，企业采购态度逆转。关税暂缓，进口收缩态势继续改善。价格方面，出厂价、主要原材料购进价同幅度向上移动，体现下游需求修复平衡了上游大宗商品价格波动影响。库存方面，产成品库存大幅上升，关税影响暂缓后，原材料库存环比继续回补，生产节奏继续修复；原材料库存边际上行，为今年以来最高，但仍位于荣枯线以下，显示仍处于去库阶段，去库速度放缓。供应商配送时间指数重新升至荣枯线以上，显示生产的持续拉动下物流端负荷回归。从业人员指数 6 月环比小幅下降，反映制造业整体用工需求不足，连接另一端的收入不强，经济循环尚不畅通。

行业来看，装备制造景气度小幅回升，下游消费是本月亮点，上游原材料修复幅度显著。装备制造业 PMI 环比提升 0.2pct，回升至 51.4%。高技术制造业 PMI 维持上月的扩张程度，显示产业升级放缓。消费品行业 PMI 已连续 6 个月上升，已升至 50.4pct，巩固了上月以来的扩张趋势，政策驱动下终端需求修复强劲。上游原材料行业 PMI 环比提升 0.8pct，升至 47.8%，接近临界线，强于近三年同期。

企业结构看，大企业 PMI 继续强势，中型企业亦跟随开始回升，但小型企业出现下跌。企业分化程度继续加剧，上月领先复苏的大型企业继续在荣枯线上强势扩张，由于大型企业和中型企业或在产业链上关联度更强，故本月带动中型企业 PMI 开始边际修复；小型企业 PMI 环比下跌 2 个百分点，行业资源不平衡，小企业生态仍具脆弱性。

● 深度分析：价格传导初现，或是政策托底需求所致

（1）制造业方面：

新订单强势扩张，主要依靠政策抬升内需订单。此前抢出口透支需求、叠加美国库销比升至高位影响出口动能。6 月 BDI 指数整体承压，但 SCFI 综合指数

环比回升。全球运价仍处于动态平衡状态，对应新出口订单仅回升 0.3pct，达到 4 月的水平。内需订单表现强于外需，主要是“两新两重”政策的支撑，和 6 月期间地产链的局部修复所致。

主要原材料购进价与出厂价收缩态势同步修复，企业利润承压未改变，但价格传导初现。受到全球油价上行影响，原材料购进价边际上行，上游过剩继续压制价格端，大宗商品价格 BPI 指数呈现震荡下行。出厂价指数同步修复，显示在生产指数扩张、企业开工情况上升、采购量增加的有利条件下，企业将价格转嫁至下游。两者环比差仍与上月持平，虽企业利润承压未改变，但企业价格传导模式改变初现。对比最近两轮成本推动价格上行的情况，在 24 年 3 至 5 月、24 年 8 至 10 月，成本价带动出厂价上行时，均同步伴随价差的扩大，即企业利润空间的恶化。但本轮成本推动价格上行，逆转了此前利差压缩的模式。

企业仍是“以价换量”格局，供需格局有所修复。生产加速仍快于需求端的改善，对比进价与出厂价仍在收缩区间，说明当前生产的加快、订单的增加，核心还是以低价作为驱动。本月新订单站上荣枯线或标志需求疲弱态势松动，但生产领跑的幅度不及新订单增长幅度，显示企业预期仍留谨慎余地。

采购量跃至扩张区间，或标志着制造业核心矛盾从‘需求疲软约束生产’转向‘预期改善驱动扩张’。企业依循“订单驱动采购”模式，随着订单持续走好，采购量跟随跃升至扩张区间，其中或也反映了企业预期的转变。但同时采购量激增未转化为对应的库存积累，小企业仍在收缩，政策铸造的复苏转变仍要谨慎看待。

被动去库态势在改善，但企业库存调整行为仍偏谨慎。产成品去化放缓，新订单扩张，被动去库或进入尾声。原材料库存指数亦继续向上修复，产成品库存修复力度强于原材料库存，仍显企业谨慎。

（2）非制造业方面：

建筑业 PMI 开始走好。建筑业 PMI 结束连续 3 个月下降，6 月升至 52.8%。或主要受到基建拉动，6 月专项债发行继续提速快于去年同期，基建投资落地实物工作量仍有所体现。而地产侧或是拖累，玻璃价格 6 月继续下行。建筑业 PMI 新订单环比继续提升，或推动下月基建开工继续提速。

服务业 PMI 小幅走低。服务业 PMI 降至 50.1，仍在扩张状态。投入品价格升至荣枯线以上，但新订单及销售价格仍在收缩区间，服务业面临“成本升+需求冷”的格局，从业人员指数继续在收缩区间下探，成本压力倒逼雇工清退，同时也需警惕业务活动预期的边际回落。

● 热点思考：EPMI 与 PMI 为何出现分歧？

6 月 EPMI 指数为 47.9%，较上月下跌 2.1 个百分点（前值为 51%），与本月 PMI 背离加剧。由于 EPMI 指数仅覆盖战略性新兴行业，故表现为波动性更强。本月指数较低或是：美国关税“明松暗紧”，锂电领域、电动汽车领域出口仍然受限、稀土等关税反制领域在出口实操上仍有流程性的阻碍，故虽贸易摩擦转向、双方进入和谈阶段且豁免多数高额关税，但新兴战略领域仍是谈判的主要筹码，在和谈过程中双方仍要相对留有后手。而 PMI 指数虽也反映了新出口订单的收缩态势，但通过内需订单指数展现了“两新两重”政策对非

战略性新兴产业的支持力。

● 后市展望：经济复苏拐点仍待验证，债市将会如何走？

从 PMI 分项看长期经济格局：需求复苏拐点仍有待验证。地产侧仍未走出底部周期；而消费侧出厂价分项仍在收缩区间，弱价格未改变，PMI 从业人员分项均处于收缩区间且向下继续恶化、收入效应不强，内需主要依赖财政补贴拉动。外需方面，当下进入 3 个月关税暂停窗口期，外需有所恢复，但受外需动能不足影响恢复仍有限。另外，PMI 价格分项继续向下带来通缩压力，利率低位区间运行的趋势或不会改变。长格局转变的关键还在于未来价格向下趋势与出口回补、财政补贴的博弈。

债券市场方面，6 月十年国债收益率整体呈现下行走势，6 月制造业 PMI 数据虽超出预期，但仍表现为收缩。市场对于基本面的理解仍是内需复苏尚无坚固证据+外需仍有挑战，价格底部位置仍在。故即使边际存在改善亮点，短期仍难推动大趋势的转变，基本面仍能支撑债市行情，在央行国债买预期、非银配置力等市场因素影响下，构成 6 月利率的下行走势。下月来看，本月 PMI 分项反映的经济实质动能改善仍有待验证。库存方面，虽有边际补库迹象，但是企业转向主动补库的通路或还较长，叠加 PMI 价格分项仍显示为收缩，短期难有较大改善，不改经济基本面利好债市的环境。

6 月 PMI 超预期，体现经济韧性。对政策层的影响或为：政策下阶段仍有定力。原因总结有三：1) 政策锚定上，经济韧性与关税谈判结果均超预期；2) 政策节奏上，7 月政治局会议正值 90 天关税暂缓窗口期，年中稳增长政策或需在动态考量下有所推迟，等待 8 月谈判结果进一步明朗后再度情推出。另外，根据已发放资金对经济推动效果来看，全年资金下发后实现经济目标的难度不大，故客观上也支持下半年政策的灵活调度。3) 政策必要性上，去年 3 季度有低基数效应，7、8 月低基数效应更明显，而今年 1、2 季度经济运行情况尚可，通过线性后推，预计 7 月、8 月经济基本面在无外力推动下，也具备内生的回升动能。

综合考虑，目前经济数据韧性+政策定力预期组合下，7 月债市或仍有相对顺风环境，债市风险可控。建议把握政策观望的窗口期。

● 风险提示：

外部环境不确定性风险、政策效果不及预期及政策转向风险。

正文目录

1	重要图表.....	6
2	风险提示.....	9

图表目录

图表 1：制造业与非制造业 PMI 数据一览（%）	6
图表 2：制造业 PMI（%）	6
图表 3：非制造业 PMI（%）	6
图表 4：出口大幅改善，带动订单总量上行（%）	7
图表 5：生产抢跑新订单，警惕后续订单不足风险（%）	7
图表 6：在手订单弱于生产、产能利用偏低（%）	7
图表 7：采购跟随订单趋势修复，但差值显示企业信心恢复仍滞后（%）	7
图表 8：产成品库存去化，原材料库存回补，库存节奏或加快（%）	7
图表 9：供需结构改善：产成品去化，而新订单上行，或带动下阶段补库（%）	7
图表 10：企业利润继续边际承压：价格双走低，进出价趋势差与上月一致（%）	8
图表 11：就业结构：建筑业边际抬升最多、制造业小幅修复，服务业下滑（%）	8
图表 12：建筑业 PMI（%）	8
图表 13：服务业 PMI（%）	8
图表 14：大型企业 PMI（%）	8
图表 15：中型企业 PMI（%）	8
图表 16：小型企业 PMI（%）	9
图表 17：制造业 PMI 状态与十年国债率（%）	9

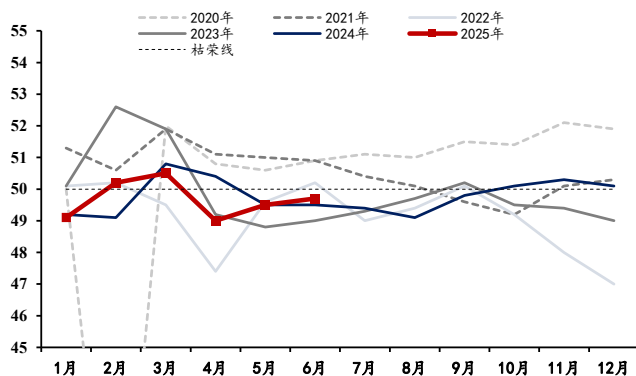
1 重要图表

图表 1：制造业与非制造业 PMI 数据一览 (%)

指标名称	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06
制造业PMI	49.7	49.5	49.0	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1	49.8	49.1	49.4	49.5
生产	51.0	50.7	49.8	52.6	52.5	49.8	52.1	52.4	52.0	51.2	49.8	50.1	50.6
新订单	50.2	49.8	49.2	51.8	51.1	49.2	51.0	50.8	50.0	49.9	48.9	49.3	49.5
新出口订单	47.7	47.5	44.7	49.0	48.6	46.4	48.3	48.1	47.3	47.5	48.7	48.5	48.3
在手订单	45.2	44.8	43.2	45.6	46.0	45.6	45.9	45.6	45.4	44.0	44.7	45.3	45.0
产成品库存	48.1	46.5	47.3	48.0	48.3	46.5	47.9	47.4	46.9	48.4	48.5	47.8	48.3
采购量	50.2	47.6	46.3	51.8	52.1	49.2	51.5	51.0	49.3	47.6	47.8	48.8	48.1
进口	47.8	47.1	43.4	47.5	49.5	48.1	49.3	47.3	47.0	46.1	46.8	47.0	46.9
出厂价格	46.2	44.7	44.8	47.9	48.5	47.4	46.7	47.7	49.9	44.0	42.0	46.3	47.9
主要原材料购进价格	48.4	46.9	47.0	49.8	50.8	49.5	48.2	49.8	53.4	45.1	43.2	49.9	51.7
原材料库存	48.0	47.4	47.0	47.2	47.0	47.7	48.3	48.2	48.2	47.7	47.6	47.8	47.6
从业人员	47.9	48.1	47.9	48.2	48.6	48.1	48.1	48.2	48.4	48.2	48.1	48.3	48.1
供货商配送时间	50.2	50.0	50.2	50.3	51.0	50.3	50.9	50.2	49.6	49.5	49.6	49.3	49.5
生产经营活动预期	52.0	52.5	52.1	53.8	54.5	55.3	53.3	54.7	54.0	52.0	52.0	53.1	54.4
高技术制造业	50.9	50.9	51.5	52.3	50.9	49.3		51.2	50.1	53.0	51.7	49.4	52.3
装备制造业	51.4	51.2	49.6	52.0	50.8	50.2	50.6	51.3	51.3	52.0	51.2	49.5	51.0
消费品行业	50.4	50.2	49.4	50.0	49.9	49.1	51.4	50.8	49.5	51.1	50.0	50.1	49.5
基础原材料行业	47.8	47.0	47.7	49.3	49.8	47.6	48.8	49.2	49.3	46.6	46.4	48.6	47.4
大型企业	51.2	50.7	49.2	51.2	52.5	49.9	50.5	50.9	51.5	50.6	50.4	50.5	50.1
中型企业	48.6	47.5	48.8	49.9	49.2	49.5	50.7	50.0	49.4	49.2	48.7	49.4	49.8
小型企业	47.3	49.3	48.7	49.6	46.3	46.5	48.5	49.1	47.5	48.5	46.4	46.7	47.4
非制造业PMI商务活动	50.5	50.3	50.4	50.8	50.4	50.2	52.2	50.0	50.2	50.0	50.3	50.2	50.5
新订单	46.6	46.1	44.9	46.6	46.1	46.4	48.7	45.9	47.2	44.2	46.3	45.7	46.7
新出口订单	49.8	48.0	42.2	49.8	49.5	44.6	50.0	48.2	50.0	47.0	47.6	49.6	48.8
业务活动预期	55.6	55.9	56.0	57.2	56.6	56.7	57.5	57.0	56.1	54.4	55.3	56.1	57.2
投入品价格	49.9	48.2	47.8	48.6	48.4	50.4	50.5	49.1	50.6	48.2	48.6	50.4	49.6
销售价格	48.8	47.3	46.6	46.7	47.8	48.6	48.8	48.8	48.5	46.1	47.2	48.2	47.6
从业人员	45.5	45.5	45.5	45.8	46.5	46.7	45.8	45.4	45.8	44.7	45.2	45.5	45.8
在手订单	43.4	43.4	42.3	43.7	43.1	43.3	44.1	42.7	43.7	42.2	42.2	42.7	43.1
存货	44.8	46.1	45.1	45.7	45.2	45.0	46.4	45.3	45.7	45.1	45.1	45.4	45.5
供应商配送时间	51.2	51.1	50.8	51.1	53.1	51.3	51.5	51.2	51.2	50.2	50.6	50.5	50.5
建筑业	52.8	51.0	51.9	53.4	52.7	49.3	53.2	49.7	50.4	50.7	50.6	51.2	52.3
新订单	44.9	43.3	39.6	43.5	46.8	44.7	51.4	43.5	43.5	39.5	43.5	40.1	44.1
业务活动预期	53.9	52.4	53.8	55.3	54.7	56.5	57.1	55.6	55.2	53.1	54.7	52.9	54.7
投入品价格	48.3	48.0	47.5	49.5	49.3	47.7	49.4	48.0	55.2	50.0	47.6	49.9	51.7
销售价格	48.3	47.5	47.2	47.5	49.1	47.8	47.5	48.6	52.1	48.0	48.1	49.3	49.0
从业人员	39.9	39.5	37.8	41.4	45.6	48.7	42.7	40.7	42.7	40.0	41.0	40.2	42.9
服务业	50.1	50.2	50.1	50.3	50.0	50.3	52.0	50.1	50.1	49.9	50.2	50.0	50.2
新订单	46.9	46.6	45.9	47.1	45.9	46.7	48.2	46.4	47.8	45.0	46.8	46.7	47.1
业务活动预期	56.0	56.5	56.4	57.5	56.9	56.8	57.6	57.3	56.2	54.6	55.4	56.6	57.6
投入品价格	50.2	48.2	47.9	48.4	48.2	50.9	50.7	49.3	49.8	47.9	48.8	50.5	49.3
销售价格	48.9	47.3	46.5	46.6	47.6	48.8	49.1	48.8	47.8	45.7	47.1	48.0	47.4
从业人员	46.4	46.6	46.8	46.5	46.7	46.3	46.3	46.2	46.4	45.5	45.9	46.4	46.3

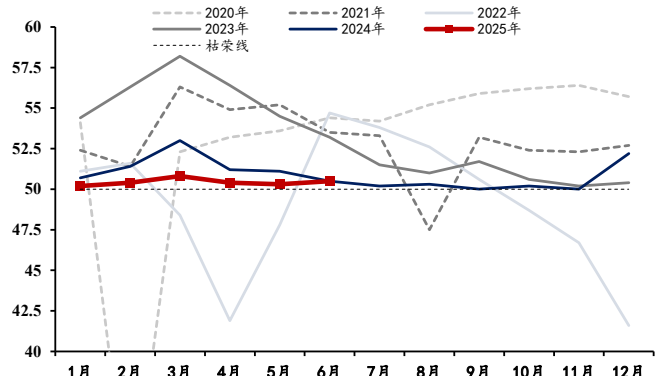
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2：制造业 PMI (%)



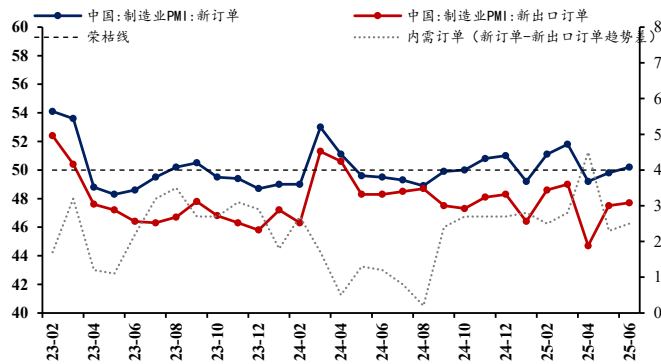
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3：非制造业 PMI (%)



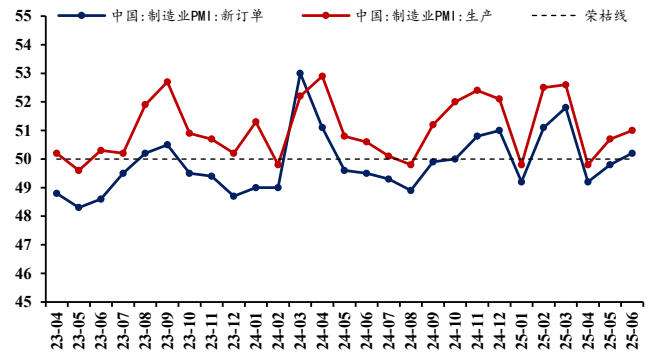
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 4：订单总量继续上行，内需拉动强于外需（%）



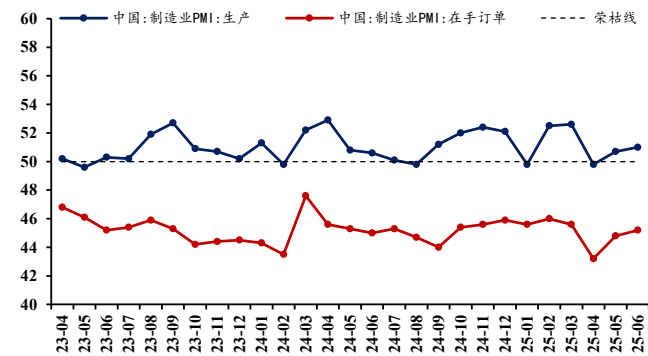
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 5 生产仍抢跑订单，但生产增量不及订单增量，企业预期仍留谨慎余地（%）



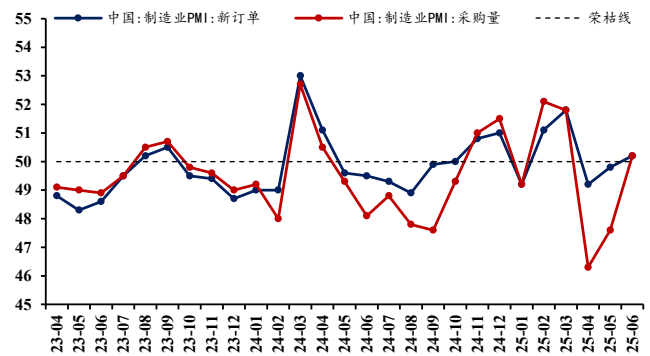
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 6：产订缺口仍在高位、产能过剩压力未解（%）



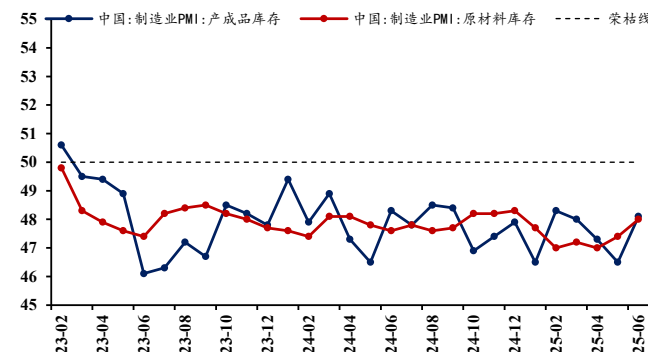
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 7：采购快速跃升，订单与采购均重回扩张区间，企业信心恢复（%）



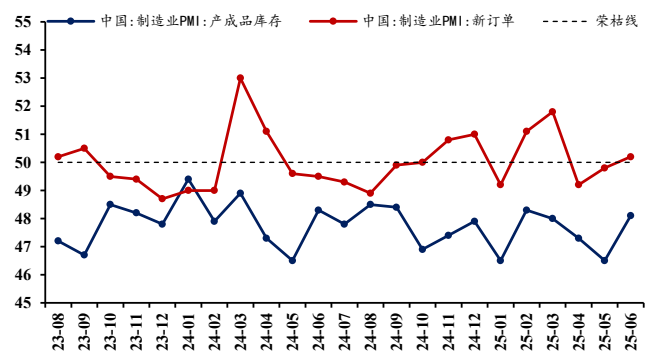
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 8：两类库存收缩同步放缓，产成品库存修复力度强于原材料，仍显企业谨慎（%）



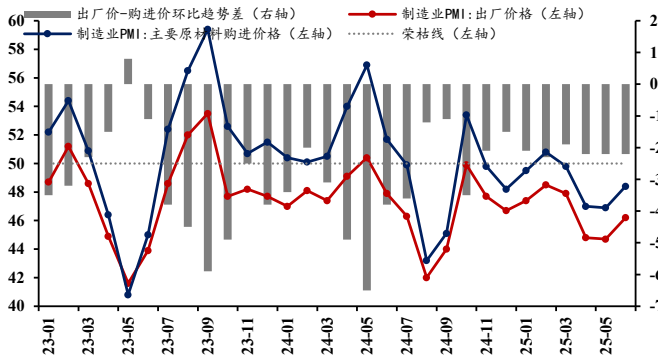
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 9：供需结构改善：产成品去化放缓，而新订单扩张，被动去库接近尾声，或带动下阶段补库（%）



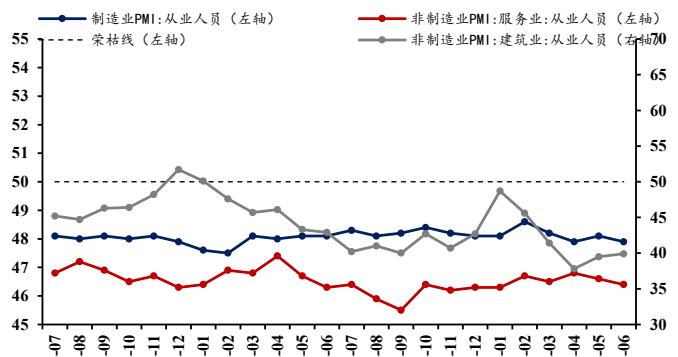
资料来源：Wind，华安证券研究所

图10：企业利润承压未缓解：价格双修复，但进出口趋势差与上月基本一致（%）



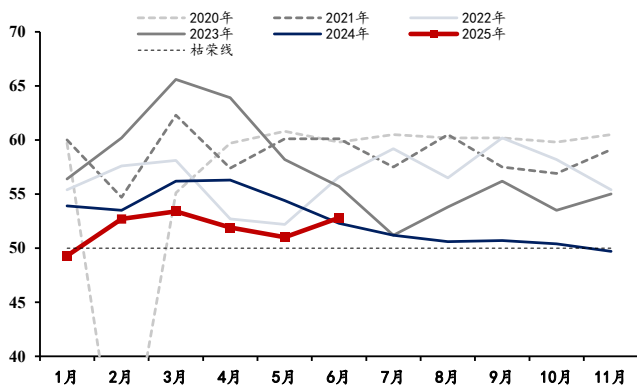
资料来源：Wind，华安证券研究所

图11：就业结构：建筑业就业抬升、制造业和服务业均下滑（%）



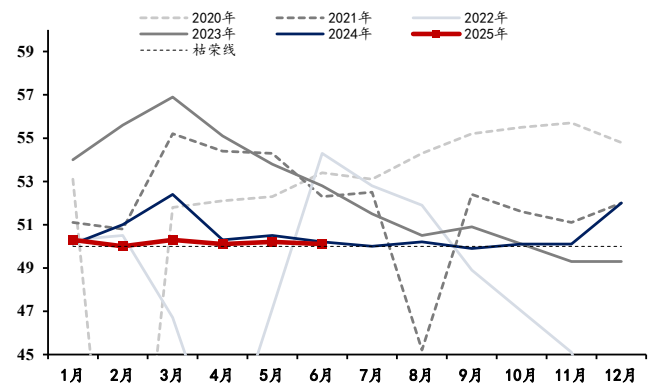
资料来源：Wind，华安证券研究所

图12：建筑业PMI（%）



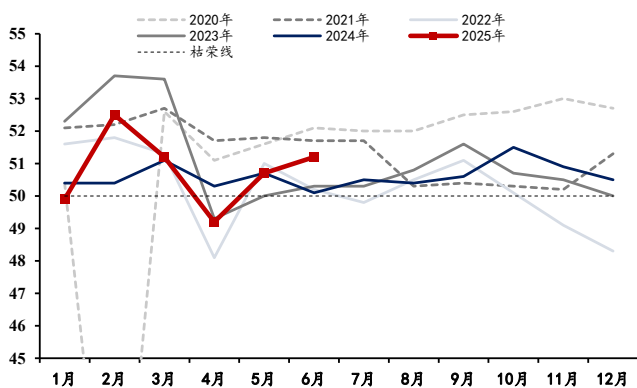
资料来源：Wind，华安证券研究所

图13：服务业PMI（%）



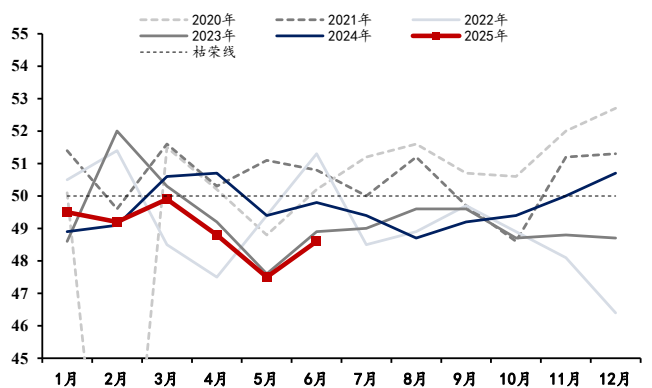
资料来源：Wind，华安证券研究所

图14：大型企业PMI（%）



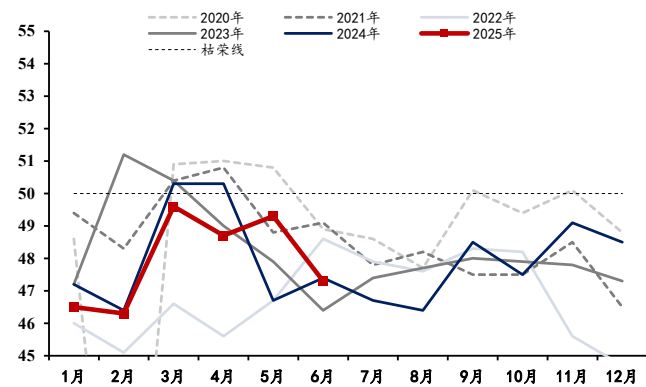
资料来源：Wind，华安证券研究所

图15：中型企业PMI（%）



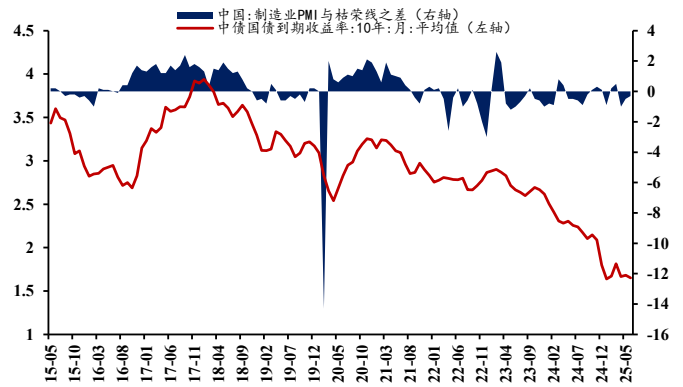
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 16：小型企业 PMI (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 17：制造业 PMI 状态与十年国债利率 (%)



资料来源：Wind，华安证券研究所 注释：建筑业 PMI 与枯荣线之差为正，代表制造业生产扩张，反之代表收缩

2 风险提示

外部环境不确定性风险、政策效果不及预期及政策转向风险。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安证券研究所所长助理，固收首席分析师，8 年卖方固收、权益研究经验，曾供职于民生证券、华西证券，2024 年 Wind 金牌分析师第二名，2023 年 Choice 固收行业最佳分析师。

分析师：洪子彦，华安固收分析师，南加州大学金融工程硕士，覆盖宏观利率、机构行为、国债期货研究。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。