

2025 年 06 月 30 日

宏观研究团队

“两重”接力支撑 PMI，预计 Q2 GDP 约 5.2%

——兼评 6 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 6 月官方制造业 PMI 49.7%，预期 49.7%，前值 49.5%；官方非制造业 PMI 50.5%，前值 50.3%。

● 制造业：荣枯线下小幅改善，内需相对好于外需

1、制造业景气度小幅回升，供需均有小幅改善。PMI 新订单、PMI 新出口订单、PMI 进口分别回升了 0.4、0.2、0.7 个百分点，指向内需相对好于外需；分行业来看，食品及酒饮料精制茶、专用设备等行业产需指数扩张，地产链则继续低于临界点。

2、工业原材料价格有所回升，预计 6 月 PPI 同比约-3.1%。根据高频指标预计，6 月 PPI 环比可能在-0.1%左右，同比在-3.1%左右、较前值低位回升。

3、分类型来看，大中型企业景气度改善、小型企业走弱。大中型企业或受益于“两重”加力提速，而小型企业走弱可能指向抢出口效应趋缓。6 月表征民企景气度的 BCI 指数下滑了 1.0 个百分点至 49.3%，销售前瞻、利润前瞻、成本前瞻分项拖累较大。

● 建筑业：基建维持较高景气，房建降幅可能收窄

1、建筑业：基建维持较高景气，房建降幅可能收窄。6 月建筑业 PMI 回升了 1.8 个百分点至 52.8%，其中基建商务活动指数下滑了 5.6 个百分点至 56.7%，建筑业升而基建分项降，则推测 6 月房建降幅可能收窄。

2、实物工作量有所分化，6 月石油沥青开工好于 2024 年同期，水泥磨机运转率小幅走弱；资金端，截至 6 月 30 日专项债发行进度约 49.1%，较 2024 年同期明显提速。往后看，5 月 20 日发改委指出“2025 年已安排 5000 亿元项目，力争 6 月底前下达完毕全部（8000 亿元）‘两重’建设项目清单”，专项债提速叠加超长债发行支持“两重”，预计基建仍有望保持较高增速。

● 服务业：PMI 相对平稳

6 月服务业 PMI 为 50.1%、较前值微降 0.1 个百分点，服务业新订单改善了 0.3 个百分点至 46.9%。分行业来看，电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务、保险等行业景气度较高，节日效应消退导致居民出行消费走弱。

● “两重”接力“两新”支撑内需，预计 Q2 GDP 约 5.2%

1、6 月 PMI 延续小幅修复，“两重”接力“两新”支撑内需，出口维持一定韧性。我们基于生产法测算，预计 2025Q2 GDP 同比约 5.2%，其中第一、二、三产业约为 3.5%、5.2%、5.4%。

2、Q2 经济韧性受益于三“抢”共振——抢出口、抢生产、抢消费补贴，但往后看出口仍有不确定性，且第三批消费品以旧换新资金将在 7 月份下达，更加注重“时序性”和“均衡性”原则，对社零拉动将趋缓趋稳、保障全年有序实施。短期来看政策性金融工具可能较快落地，后续仍需推出增量和其他储备政策。

● **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

《新的储备政策将陆续出台——宏观周报》-2025.6.29

《利润增速明显转负的因子拆解——兼评 5 月企业利润数据》-2025.6.28

《工业生产仍有韧性——宏观经济专题》-2025.6.23

目 录

1、制造业：荣枯线下小幅改善，内需相对好于外需.....	3
2、非制造业：房建降幅可能收窄，服务业相对平稳.....	4
3、“两重”接力“两新”支撑内需，预计 Q2 GDP 约 5.2%	6
4、风险提示	7

图表目录

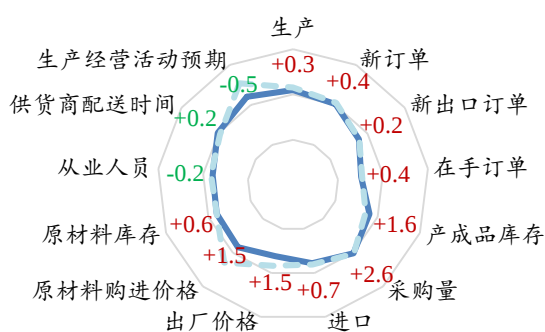
图 1： 6 月制造业 PMI 分项多数回升	3
图 2： 6 月高炉开工小幅下降	3
图 3： 6 月汽车半钢胎开工率边际改善	3
图 4： 6 月大型企业改善、小型企业走弱	4
图 5： 6 月 BCI 指数下滑.....	4
图 6： 6 月建筑业 PMI 小幅改善	5
图 7： 6 月专项债发行明显提速	5
图 8： 6 月水泥磨机运转率小幅走弱	5
图 9： 6 月石油沥青开工率好于 2024 年同期.....	5
图 10： 6 月服务业 PMI 相对平稳	6
图 11： 预计 2025Q2 GDP 当季同比约 5.2%	6
图 12： 消费品以旧换新进度可能趋缓	6

事件：2025 年 6 月官方制造业 PMI 49.7%，预期 49.7%，前值 49.5%；官方非制造业 PMI 50.5%，前值 50.3%。

1、制造业：荣枯线下小幅改善，内需相对好于外需

(1)制造业景气度小幅回升，供需均有改善且内需好于外需。6 月制造业 PMI 为 49.7%，环比改善了 0.2 个百分点但仍处荣枯线下。生产端，PMI 生产回升 0.3 个百分点至 51.0%；需求端，PMI 新订单、PMI 新出口订单、PMI 进口分别回升了 0.4、0.2、0.7 个百分点至 50.2%、47.7%、47.8%，指向内需相对好于外需；分行业来看，食品及酒饮料精制茶、专用设备等行业产需指数扩张，地产链（非金属矿物制品、黑色冶炼）产需指数继续低于临界点。

图1：6 月制造业 PMI 分项多数回升

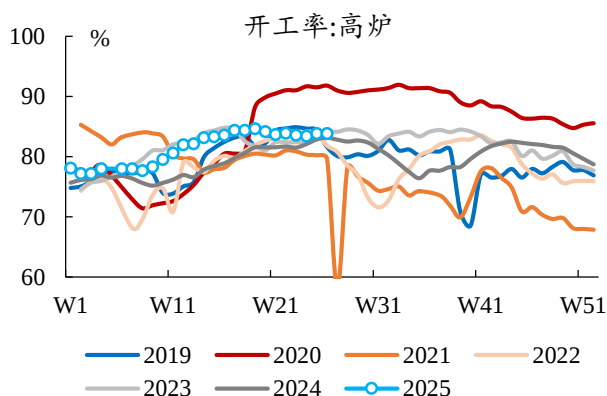


—— 2025 年 6 月 —— 过去五年 6 月均值 —— 数字表示较前值 (2025 年 5 月) 变动

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

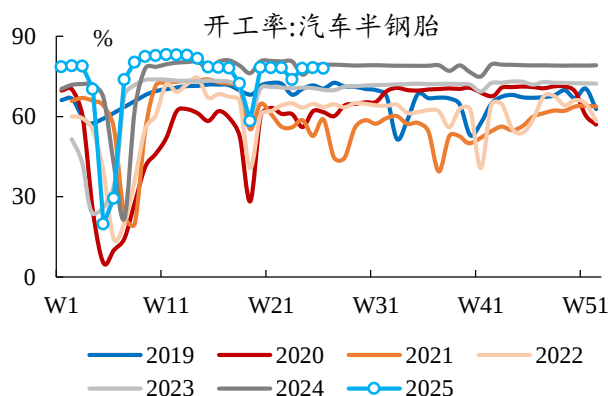
(2)生产端具体来看：内需链方面，6 月高炉、焦炉开工率小幅下降，钢材、线材表观需求量略低于 2024 年同期，铁矿石、螺纹钢、水泥价格仍趋弱；外需链方面，汽车半钢胎开工边际改善，化工链的 PX、PTA 有小幅回升。

图2：6 月高炉开工小幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：6 月汽车半钢胎开工率边际改善

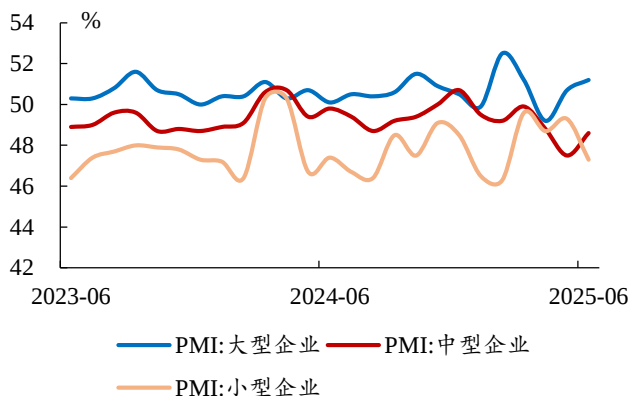


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3)工业原材料价格有所回升，预计 6 月 PPI 同比约-3.1%。6 月 PMI 原材料购进价格与 PMI 出厂价格分别为 48.4%、46.2%，较前值均回升了 1.5 个百分点，表明原材料价格有所回升。高频指标显示，截至 6 月 20 日的生产资料价格指数环比回落 0.6%，南华工业品指数环比回升 0.9%，CRB 工业原料现货指数环比回升 0.6%，我们预计 6 月 PPI 环比可能在-0.1%左右，同比在-3.1%左右、较前值低位回升。

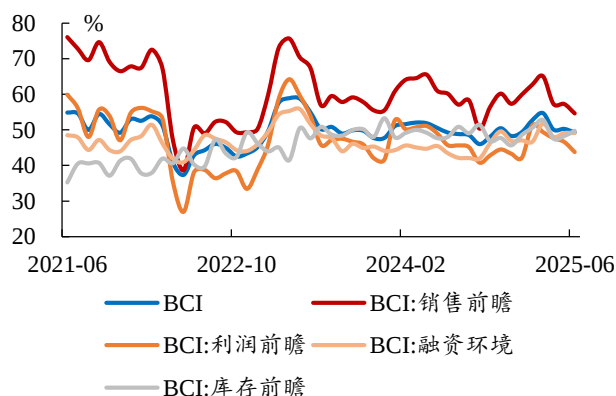
(4)分类型来看，大中型企业景气度改善、小型企业走弱。6 月大型、中型、小型企业 PMI 分别较前值变动了+0.5、+1.1、-2.0 个百分点。大中型企业或受益于“两重”加力提速，小型企业走弱可能指向抢出口效应趋缓。6 月表征民企景气度的 BCI 指数下滑了 1.0 个百分点至 49.3%，销售前瞻、利润前瞻、成本前瞻分项拖累较大。

图4：6 月大型企业改善、小型企业走弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：6 月 BCI 指数下滑



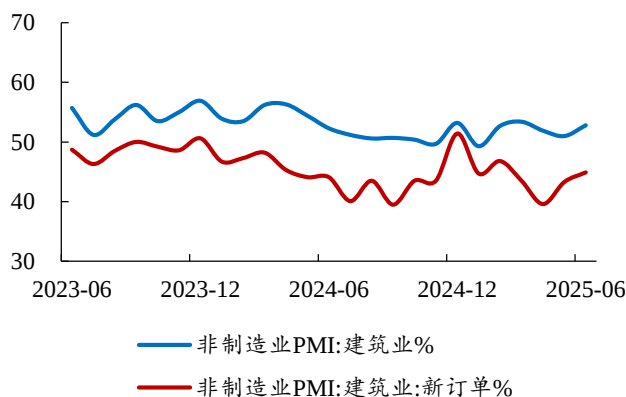
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、非制造业：房建降幅可能收窄，服务业相对平稳

(1)建筑业：基建维持较高景气，房建降幅可能收窄。6 月建筑业 PMI 回升了 1.8 个百分点至 52.8%，其中基建（土木工程建筑业）商务活动指数下滑了 5.6 个百分点至 56.7%，建筑业升而基建分项降，则可推测 6 月房建降幅可能收窄。

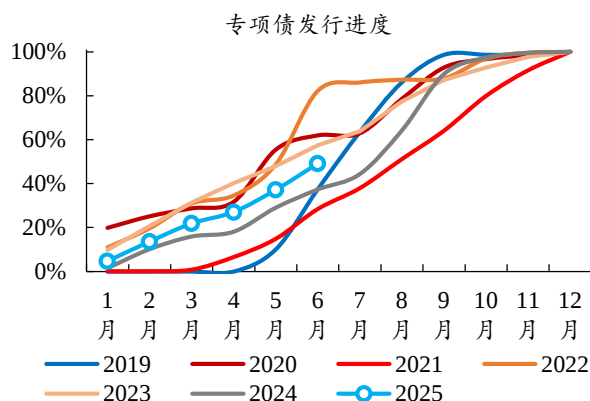
实物工作量有所分化，6 月石油沥青开工好于 2024 年同期，水泥磨机运转率小幅走弱；资金端，截至 6 月 30 日专项债发行进度约 49.1%，较 2024 年同期明显提速。往后看，5 月 20 日发改委指出“2025 年已安排 5000 亿元项目，力争 6 月底前下达完毕全部（8000 亿元）‘两重’建设项目清单”，专项债提速叠加超长债发行支持“两重”，预计基建仍有望保持较高增速。

图6：6月建筑业PMI小幅改善



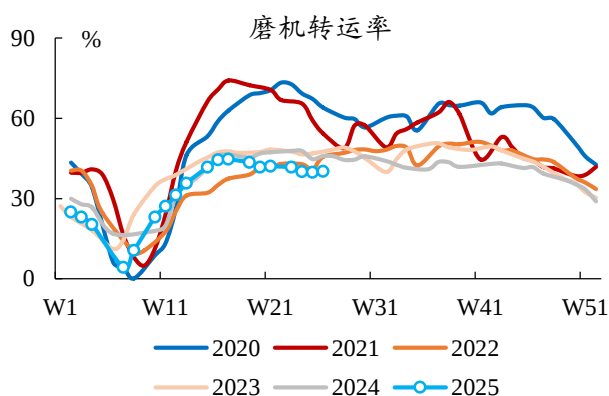
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：6月专项债发行明显提速



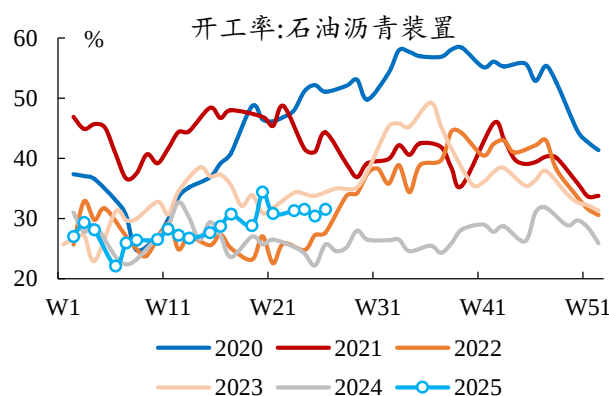
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：6月水泥磨机运转率小幅走弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

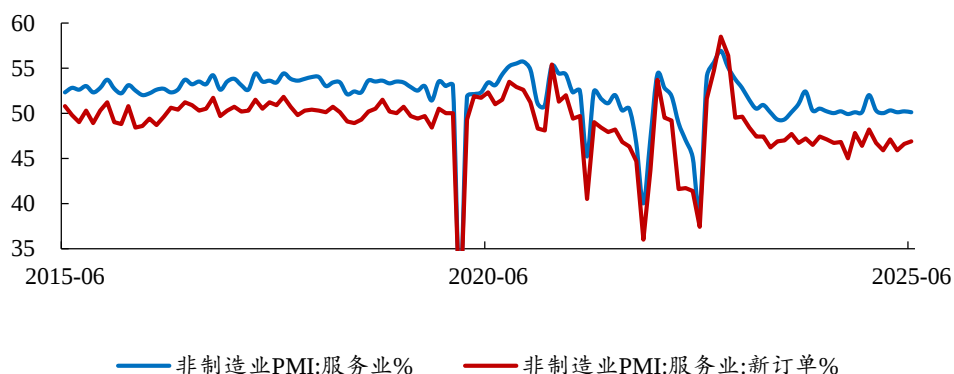
图9：6月石油沥青开工率好于2024年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)服务业相对平稳：6月服务业PMI为50.1%、较前值微降0.1个百分点，服务业新订单改善了0.3个百分点至46.9%。分行业来看，电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务、保险等行业景气度较高，节日效应消退导致居民出行消费走弱，零售、道路运输、航空运输、住宿、餐饮等有不同程度回落。

图10：6月服务业 PMI 相对平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、“两重”接力“两新”支撑内需，预计 Q2 GDP 约 5.2%

6月 PMI 延续小幅修复，“两重”接力“两新”支撑内需，出口维持一定韧性。我们基于生产法测算，预计 2025Q2 GDP 同比约 5.2%，其中第一、二、三产业约为 3.5%、5.2%、5.4%。

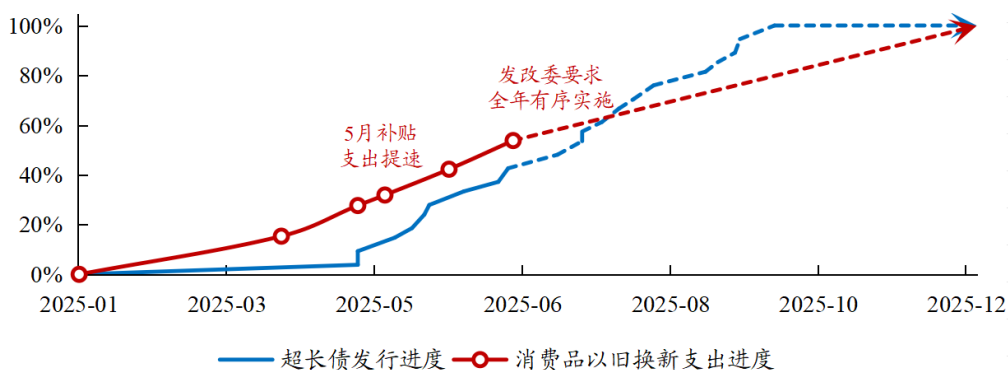
图11：预计 2025Q2 GDP 当季同比约 5.2%

当季同比(%)	GDP	第一产业	第二产业	工业	建筑业	第三产业
2025Q2增速预测	5.17	3.50	5.21	5.86	2.50	5.40
6月	5.10	3.50	5.10	5.70	2.58	5.34
5月	5.24	3.50	5.22	5.81	2.74	5.52
4月	5.19	3.50	5.35	6.10	2.18	5.34

数据来源：Wind、开源证券研究所

Q2 经济韧性受益于三“抢”共振——抢出口、抢生产、抢消费补贴，但往后看出口仍有不确定性，且第三批消费品以旧换新资金将在 7 月份下达，更加注重“时序性”和“均衡性”原则，对社零拉动将趋缓趋稳、保障全年有序实施。短期来看政策性金融工具可能较快落地，后续仍需推出增量和其他储备政策。

图12：消费品以旧换新进度可能趋缓



数据来源：财政部、商务部、发改委、开源证券研究所

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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

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

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