

证券研究报告**宏观研究****专题报告**

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号: S1500524070002
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅
大厦B座
邮编: 100031

PMI 小幅回升背后的逻辑

2025年6月30日

- **制造业 PMI 小幅改善, 新订单和采购量是最大的亮点。**6月制造业 PMI 为 49.7%, 较前值提升 0.2 个百分点, 除了从业人员和经营活动预期外, 制造业的全部分项指标都出现了不同程度的改善, 而新订单和采购量是最大的亮点。第一, 新订单是制造业 PMI 边际改善中贡献最大的分项。第二, 企业原材料采购量的边际改善幅度为所有分项里面最为明显。
- **历史数据显示, 持续性采购活动往往与从业人员、经营活动预期同步。**6月制造业从业人员指数 47.9%, 较前值下降 0.2 个百分点, 为年内最弱。生产经营活动预期 52%, 较前值下降 0.5 个百分点, 亦是年内最弱。根据以往历史表现来看, 若企业出现持续性的采购活动, 从业人员和经营活动预期往往也会同步好转, 但当前数据显示其与积极的采购活动存在错位。
- **制造业企业“反直觉”的补库特征, 显示其持续性可能不强。**制造业企业出现“补库”行为, 但异常的地方在于, 从业人员和经营预期未同步好转, 反而继续走弱。我们认为, 6月企业积极“补库”背后的逻辑或是5月关税水平转向后, 订单回流给企业带来补库的刺激, 但关税后续走向的不确定性较大, 90 天关税暂停期后, 已暂停的关税是否重启尚不明朗, 在这种特征下, 制造业企业的活跃采购持续性可能不强。
- **建筑业景气度边际改善, 但并非基建主导, 而是地产拖累改善。**建筑业景气度改善是非制造业回升的主要支撑, 基于当前景气度较高的基建, 很容易将边际变化归因与基建。但边际上看, 6月的基建景气度实际上较5月有所回落, 这意味着建筑业的边际回升或并非基建主导, 更多源自地产拖累改善。我们认为, 后续需重点关注地产销售和投资端的边际变化。
- **风险因素:** 消费者信心修复偏慢, 政策落地不及预期等。

目 录

一、制造业企业“反直觉”的补库行为	3
二、建筑业景气度的边际回升并非基建主导	6
风险因素	8

图 目 录

图 1: 6 月制造业采购量改善幅度最为明显	3
图 2: 制造业 PMI 反弹, 但未回到荣枯线以上	4
图 3: 产需两端都有回升	4
图 4: 从业人员和经营活动预期双双下降	5
图 5: 建筑业景气度一跃而上	6
图 6: 建筑业和基建的景气度背离	7

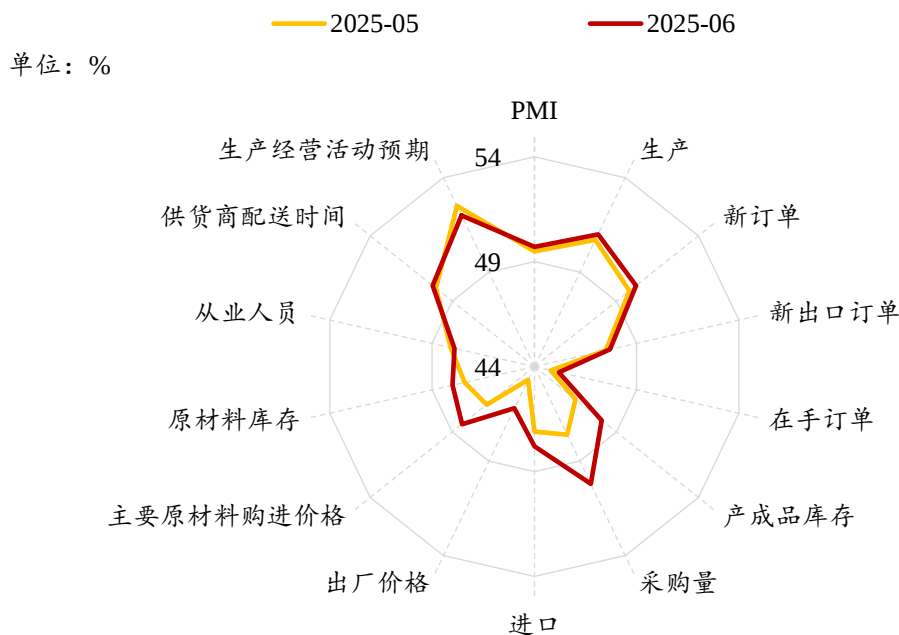
一、制造业企业“反直觉”的补库行为

制造业 PMI 小幅改善，新订单和采购量是最大的亮点。6 月制造业 PMI 为 49.7%，较前值提升 0.2 个百分点（图 2），除了从业人员和经营活动预期外，制造业的全部分项指标都出现了不同程度的改善，而新订单和采购量是最大的亮点（图 1）。

第一，从 PMI 的 5 大分项上看，新订单景气度从收缩区间转向扩张区间（50.2%），成为制造业 PMI 边际改善中贡献最大的分项，新订单的回升为制造业的边际上升贡献了 0.12 个百分点。

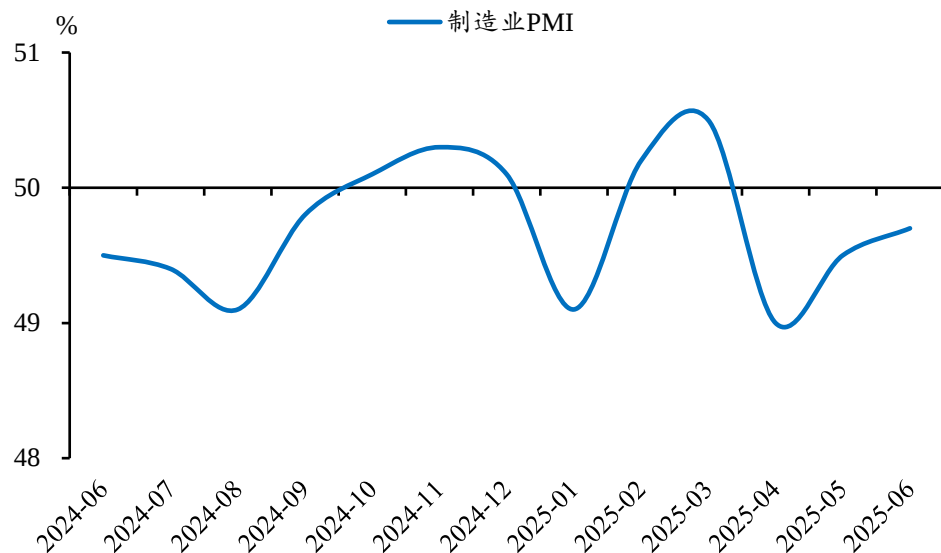
第二，同样从收缩区间转为扩张区间的分项是制造业采购量指数，企业原材料采购量的边际改善幅度为所有分项里面最为明显，也是 2015 年以来同期较高。

图 1：6 月制造业采购量改善幅度最为明显



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：制造业 PMI 反弹，但未回到荣枯线以上



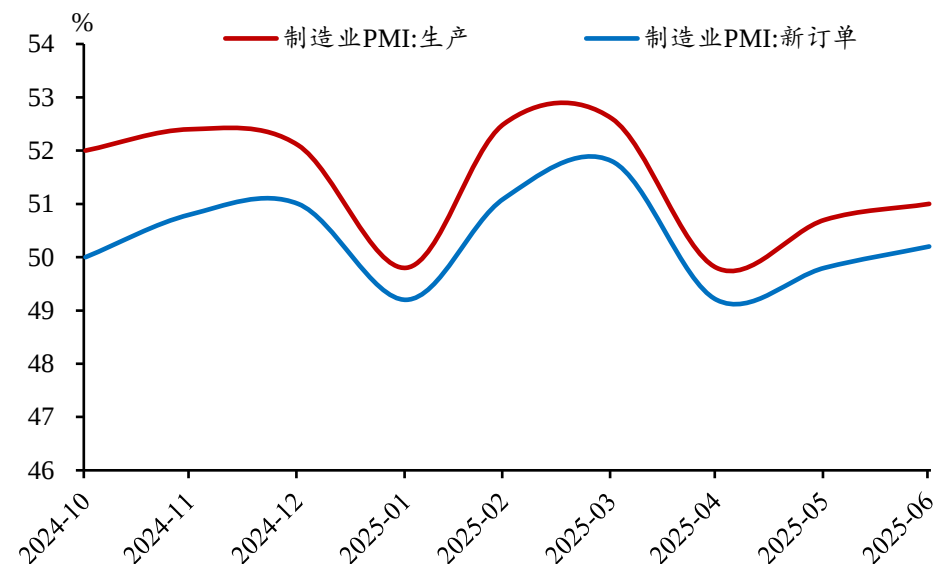
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

新订单和采购量同步转向扩张，或显示企业受新订单的驱动而扩大原材料的采购活动，以补充企业库存。

首先，企业采购量与库存指数同步回升，基本符合企业补库时的特征。6月原材料库存指数为48.0%，比5月上升0.6个百分点，低于临界点；6月产成品库存指数为48.1%，较前值46.5%提升1.6个百分点，也低于临界点。6月企业采购活动较为积极，采购活动扩张使得制造业企业的原材料库存和产成品库存降幅均有所放缓（图1）。

其次，生产与需求指数双双回升，基本支撑企业进行采购、补库的逻辑。自5月中旬中美两国间关税下调后，5、6月制造业的新订单指数连续上升，甚至6月进入扩张区间，而生产指数也在扩张区间继续上升，企业生产端、需求端的双重回升，与企业原材料采购量连续两个月上升相吻合（图3）。

图 3：产需两端都有回升

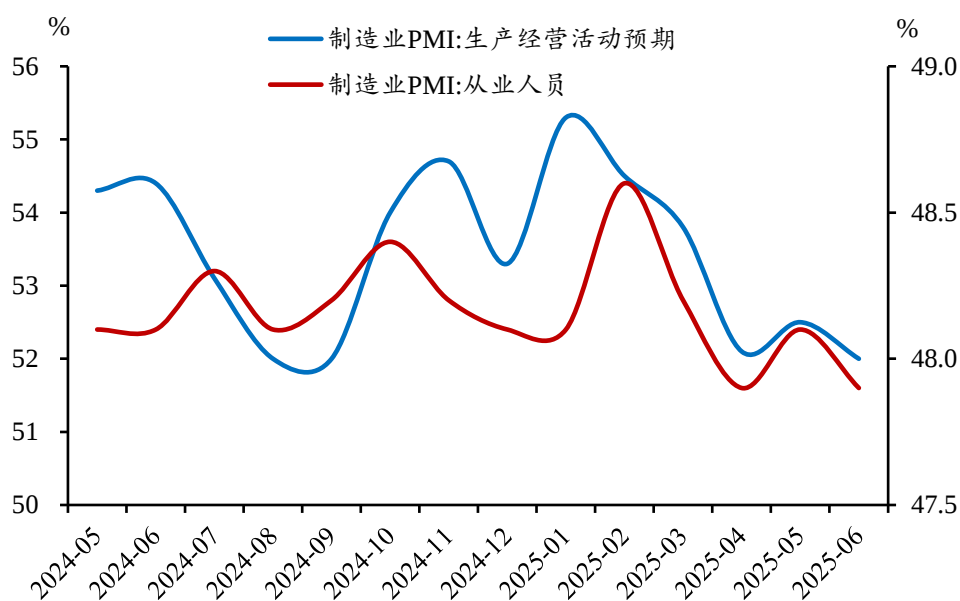


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

但异常的地方在于，制造业企业“补库”行为下，从业人员和经营活动预期并未同步好转，反而继续走弱。6月制造业从业人员指数47.9%，较前值下降0.2个百分点，为年内最弱。生产经营活动预期52%，较前值下降0.5个百分点，亦是年内最弱。根据以往历史表现来看，若企业出现持续性的采购活动，从业人员和经营活动预期往往也会同步好转，但当前数据显示其与积极的采购活动存在错位。

我们认为，6月企业积极“补库”背后的逻辑或是5月关税水平转向后，订单回流给企业带来补库的刺激，但关税后续走向的不确定性较大，90天关税暂停期后，已暂停的关税是否重启尚不明朗，在这种特征下，制造业企业的活跃采购持续性可能不强。

图 4：从业人员和经营活动预期双双下降



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 从业人员 PMI 为右轴

二、建筑业景气度的边际回升并非基建主导

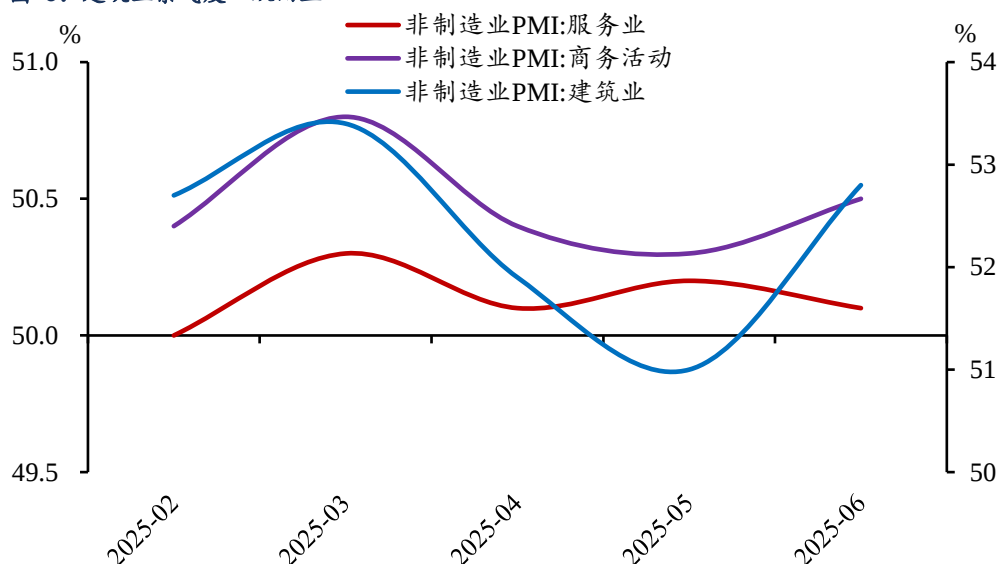
6月非制造业继续小幅上升，但这并非服务业的贡献。经历过5月的小长假后，服务业呈季节性回落，建筑业边际回升助力非制造业小幅上升。

6月服务业 PMI 小幅回落，符合季节性特征。6月服务业 PMI 为 50.1%，比 5 月下降 0.1 个百分点。由于 5 月通常有小长假，消费需求呈集中式释放，使得 6 月服务业在高基数基础上，PMI 较前值易出现小幅回落。我们认为，6 月服务业 PMI 的小幅回落主要系季节性变动。

建筑业景气度边际回升，但并非基建主导。6 月建筑业 PMI 继续一跃而上，录得 52.8%，成为 6 月非制造业的主要支撑。同期，代表基建的土木工程建筑业商务活动指数录得 56.7%，连续三个月位于 55.0% 以上较高景气区间（图 6），显示近期基础设施项目建设的施工进度较快。但边际上看，6 月的基建景气度实际上较 5 月有所回落，与建筑业景气度的边际回升形成明显对比，这意味着建筑业的边际回升或并非基建主导。

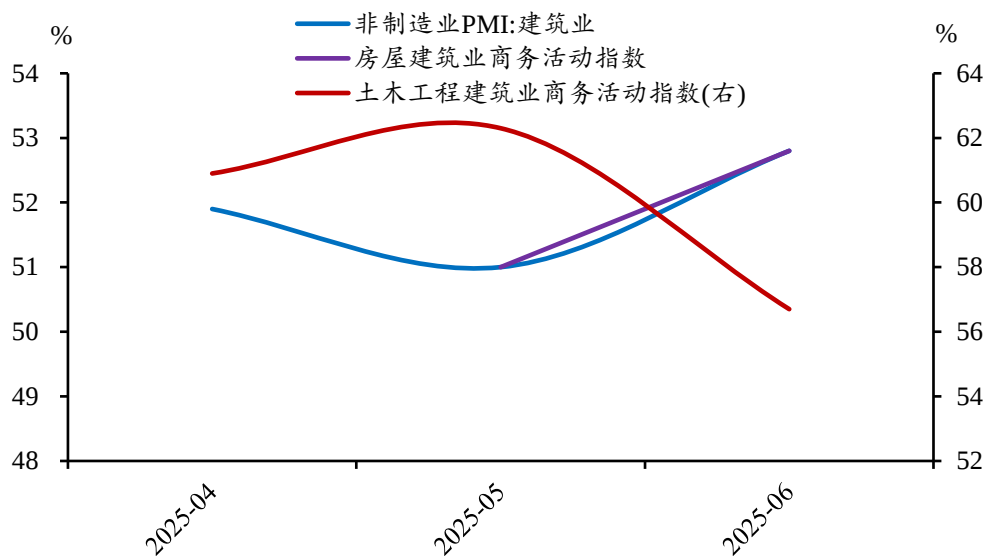
建筑业的边际改善更多源自地产拖累改善。建筑业景气度往往划分为土木工程建筑业和房屋建筑业，边际来看，6 月的基建景气度在回落，而建筑业的景气度和房屋建筑业景气度走势更为一致，因而 6 月的建筑业景气度边际回升，更多源自房屋建筑业的边际改善。当前房屋建筑业的新订单指数仍在 50% 以下，我们认为，房屋建筑业改善的可持续性仍需销售、投资端的验证，后续需重点关注地产销售和投资端的边际变化。

图 5：建筑业景气度一跃而上



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 建筑业景气度为右轴

图 6：建筑业和基建的景气度背离



资料来源: ifind, 国家统计局, CFLP, 信达证券研发中心

风险因素

消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券研发中心宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。