



PMI 稳住了吗？

2025 年 06 月 30 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**6 月 30 日，据国家统计局，6 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.7%，比上月上升 0.2 个百分点，制造业景气水平继续改善。

➤ **在经历中美贸易摩擦的阶段缓释后，制造业 PMI 成功迎来了“两连升”。**6 月制造业产需两端均在持续复苏，尤其是 PMI 生产指数与 PMI 新订单指数均在 50% 以上，同时 PMI 新出口订单指数也在小幅提升。**然而这一趋势是否可持续？下半年制造业 PMI 是否能站回荣枯线以上，还是会重新挑战“关税风波”下的 4 月 PMI 低点？**我们可以结合工作日天数、海外其他主要经济体 PMI、我国自身 PMI 的细项数据表现这三个视角，对 6 月 PMI 进行剖析：

➤ **以工作日天数来看，6 月“工作量”更占优势。**根据以往制造业 PMI 的运行规律，工作日天数增加将提高 PMI 环比上升的可能性，反之亦然。今年 6 月工作日天数比 5 月更多，自然也会抬高 6 月 PMI 的读数。根据历史趋势来看，今年 6 月工作日的增多对 PMI 的拉动影响，恰好符合工作日天数与制造业 PMI 之间的正相关性。

➤ **以外部环境来看，外部不确定性减弱，缓释 PMI 下行压力。**特朗普关税政策不确定性下降，对于全球 PMI 也是件“好事”——5、6 月全球大部分主要经济体制造业 PMI 均在回升或维稳，中国 PMI 也同样处于“普涨”浪潮中。

➤ **不过，仍处于荣枯线之下的 6 月 PMI 说明经济结构性风险仍存：**

第一，6 月工作日天数增多对 PMI 的拉动基本符合规律、对工作日天数与制造业 PMI 之间的正相关性相符，6 月 PMI 的上升幅度并未超预期（即并未处于图 2 虚线以上）。

第二，对比其他国家 6 月 PMI 表现来看，中国制造业 PMI 的反弹幅度其实谈不上强劲。

第三，从 PMI 自身来看，虽然 6 月 PMI 大多细项指数均在回升，但是 PMI 新出口订单指数水平依旧偏低，同时 **PMI 从业人员指数及 PMI 生产经营活动预期指数不升反降，说明关税反复的不确定性对企业预期有一定影响。**参考 2018 年来看，美国加征关税对 PMI 从业人员指数以及 PMI 生产经营预期指数的负面影响，可能要更大、更久一些。

➤ **在出口不确定性影响下，小型企业景气度扰动较大。**从不同规模来看，6 月大、中、小型企业 PMI 分别为 51.2%、48.6%、47.3%（环比增速分别为 +0.5pct、+1.1pct、-2.0pct），相较之下小型企业的景气度回升滞后。

➤ **此外，PMI 两大价格指标回升幅度受限，经济运行压力仍存。**6 月 PMI 两大价格指标虽然均在回升，但是其 PMI 数值都还低于荣枯线。在关税不确定性仍存的背景之下，企业定价能力还是受到一定影响，导致 PPI 增速的抬升还面临一定压力。

➤ **制造业 PMI 已连续三个月处于荣枯线之下，更易触发货币及财政的“呵护”。**货币方面，我们在此前的报告《7 月流动性会更松吗？》便提示过，当制造业 PMI 连续三个月（或以上）跌入收缩区间，资金面往往会转松，有时甚至会触发总量

相关研究

1. 海外市场点评：如何理解美元和美股走势背离？-2025/06/29

2. 经济动态跟踪：7 月流动性会更松吗？-2025/06/29

3. 2025 年 5 月工业企业利润点评：5 月工业企业利润缘何大降？-2025/06/27

4. 海外市场追踪：“减税法案”埋了哪些“雷”？-2025/06/26

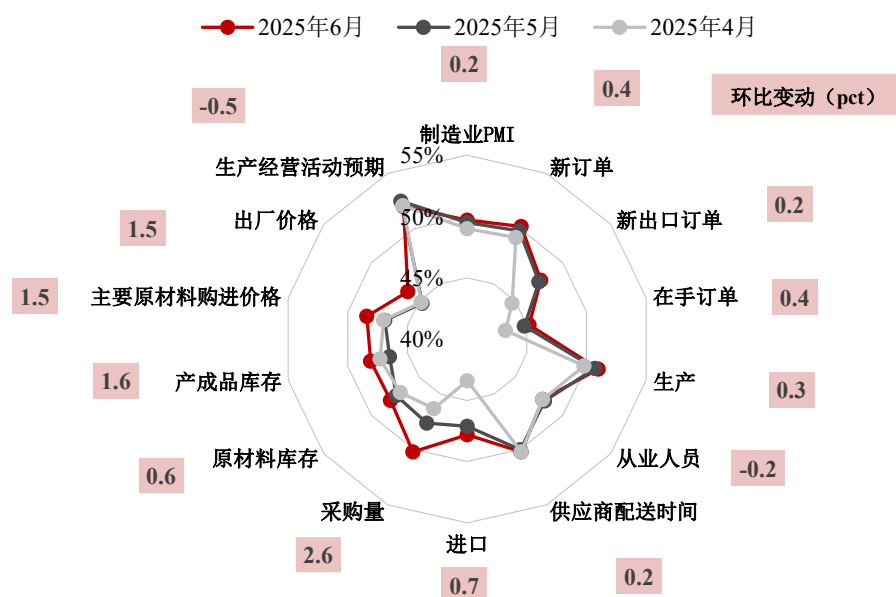
5. 美联储政策观察：7 月降息的政治博弈-2025/06/25

货币政策调整。**财政方面**，根据历史经验来看，PMI 连续三个月（或以上）处于荣枯线之下，新增专项债发行进度也更易提速。

➤ **6 月服务业 PMI 的表现也将为增量政策的推出“埋下伏笔”。**对比之下，**6 月建筑业 PMI 景气度提升幅度更为明显**，6 月建筑业 PMI 录得 52.8%（环比 +1.8pct），结合发改委审批固投资项目金额处于历史同期高点来看，建筑业 PMI 的好转预告着后续基建项目建设情况的改善。不过 6 月服务业 PMI 小幅下降，录得 50.1%（环比增速-0.1pct），增量政策的适时推出必要性加强。

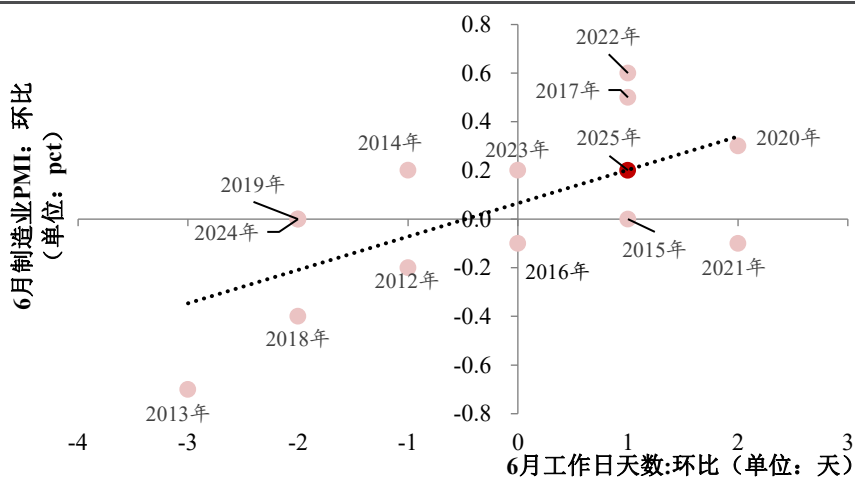
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：6月制造业 PMI 及其细项数据表现

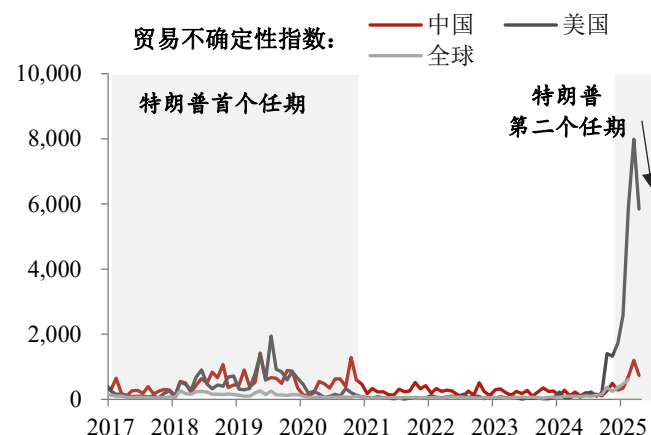


资料来源：Wind，民生证券研究院

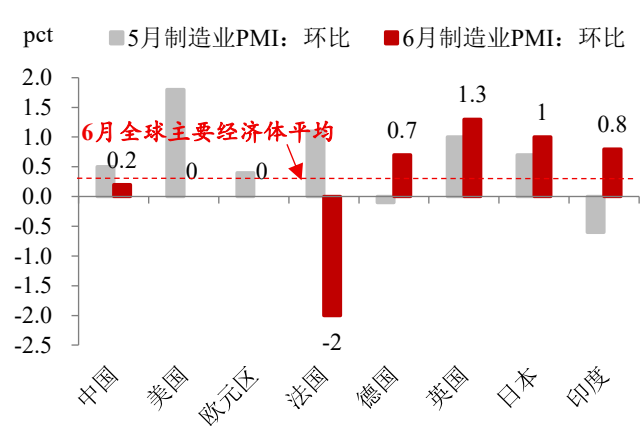
图2：制造业 PMI 环比增速与工作日天数具有一定正相关性



资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：特朗普关税政策不确定性有所下降


资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：5、6月主要经济体制造业 PMI 均在回升或维稳


资料来源：Wind，民生证券研究院

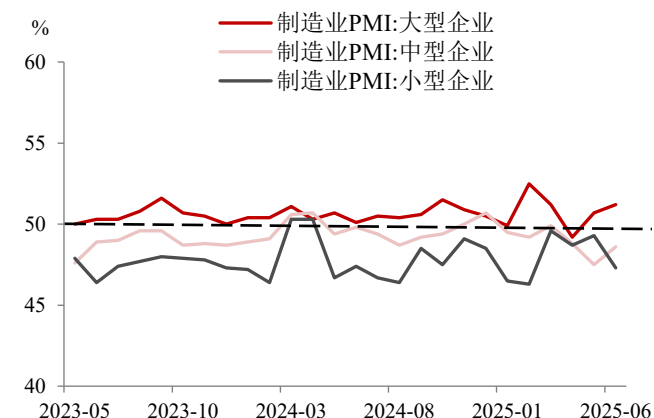
图5：美国加征关税对 PMI 及其主要细项数据影响几何？

2018-19年美国对华加征关税税率 vs PMI细项指标			
【关税税率作x，PMI相关指标作y】			
分项指标	斜率	截距	拟合优度
PMI从业人员	-0.108	49.210	0.640
PMI生产经营预期	-0.242	58.521	0.581
制造业PMI	-0.099	51.474	0.521
PMI采购量	-0.131	52.511	0.392
PMI新出口订单	-0.141	49.933	0.257
PMI生产	-0.062	52.942	0.115

资料来源：iFind、PIIE，民生证券研究院

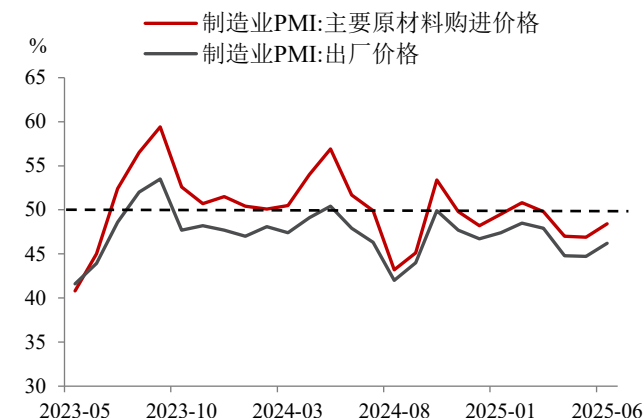
注：使用2018.01-2019.12数据进行计算。

图6：6月小型企业 PMI 下行幅度明显



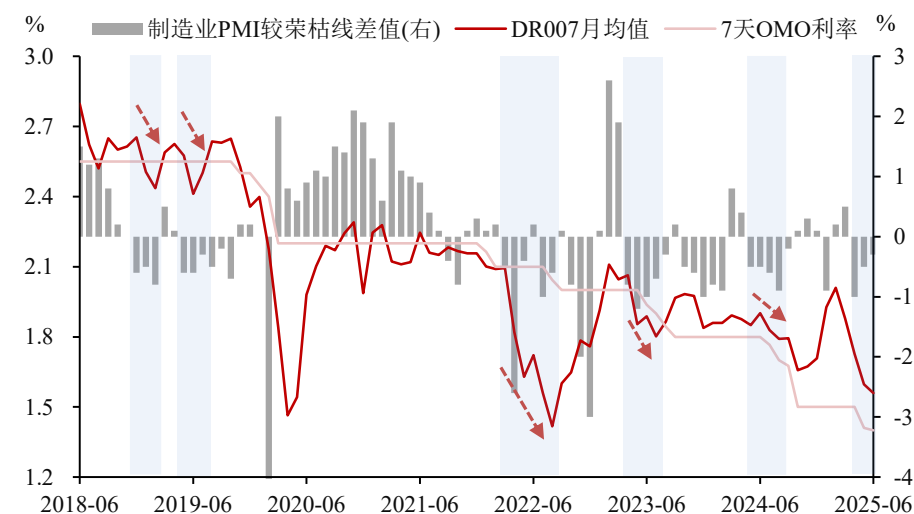
资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：6月 PMI 两大价格指标仍处于荣枯线之下



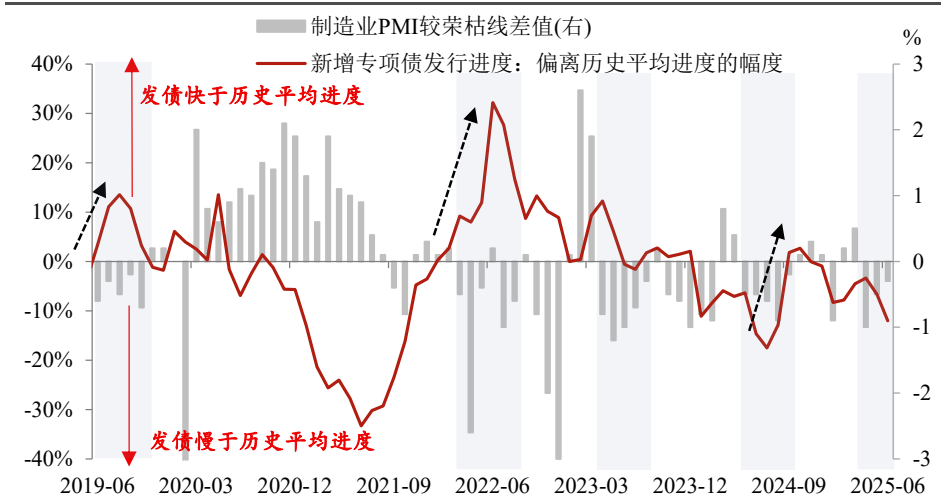
资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：制造业 PMI 的连续收缩，往往伴随资金面转松，甚至是触发降息



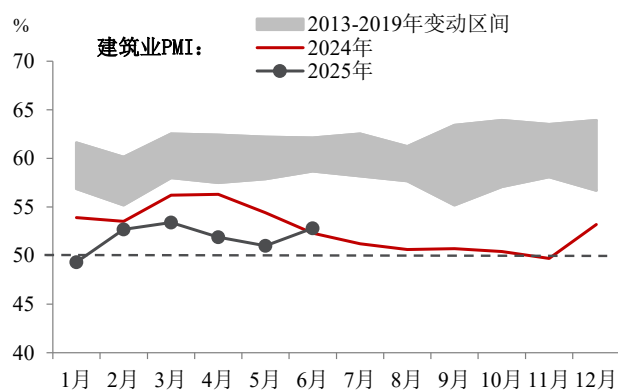
资料来源：iFind，民生证券研究院

图9：制造业 PMI 的连续收缩也会催化财政发债的加速



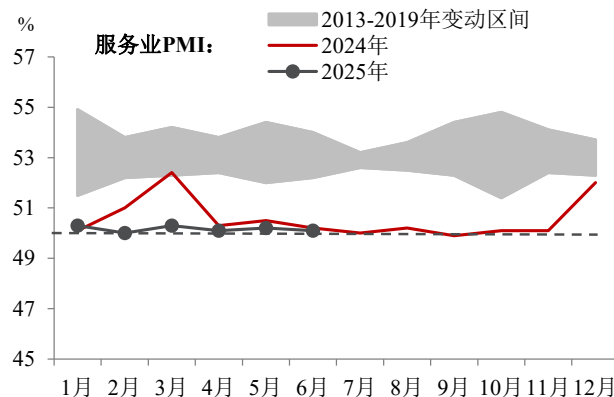
资料来源：iFind，民生证券研究院

图10：6月建筑业 PMI 提升幅度明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

图11：6月服务业 PMI 小幅下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师承诺

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，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048