下载日志已记录，仅供内部参考

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
CINDASECURITIESCO.,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 回暖的三个重要信号

2026 年 7 月 1 日

- **信号一：制造业需求端恢复更多。**6 月，制造业景气度自临界状态顺利重返扩张区间，然而其显著变化在于，驱动制造业重回扩张的第一动力是新订单，而非生产。从数据拆解来看，6 月新订单指数拉动制造业 PMI 边际回升 0.39 个百分点；相比之下，生产指数的边际拉动仅为 0.05 个百分点。这种需求拉动型的景气度回升，不仅使制造业新订单指数快速向生产靠拢，更带动景气度范围进一步扩大。

- **信号二：外需有“预防性累库”成分。**6 月新订单释放制造业需求回暖的信号，需求背后既有外需红利，也有国内需求支撑。本次的核心边际增量，或主要源自国内需求的提振。但需要注意的是，外需红利部分源自海外零售商基于供给链恐慌和价格上涨预期而建立的预防性库存。一旦恐慌情绪平复，这种库存可能转化成新订单的压制力量。若如此，新出口订单对新订单的支撑可能因此减弱。

- **信号三：基建供需有启动迹象。**6 月建筑业景气度微升 0.2 个百分点，虽仍在荣枯线以下，但已实现了连续 2 个月的回升。这种回升背后的主要边际贡献主要来自基建。6 月土木工程建筑业商务活动指数大幅跃升至 55%以上，更重要的是，其新订单指数结束了连续 11 个月在 50%以下运行的走势，一举冲回 51%以上的扩张区间。这可能释放一个信号，国家“六张网”、条件成熟的重大工程项目等基建相关需求或已在实质性启动。

- **风险因素：**政策落地不及预期，关税摩擦超预期升级，地缘局势升级等。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、制造业需求端修复更多 3
二、外需有“预防性累库”成分 4
三、基建供需有启动迹象 5
风险因素 8

图目录

图 1：制造业景气度重返扩张区间 3
图 2：新订单拉动制造业 PMI 回升 0.39 个百分点 3
图 3：制造业新订单指数快速向生产靠拢 4
图 4：海外制造业景气度普遍上行 5
图 5：建筑业景气度回升 5
图 6：石油沥青装置开工率低迷 6
图 7：5、6 月份水泥发运率基本走平 6
图 8：6 月新增专项债发行量激增 7

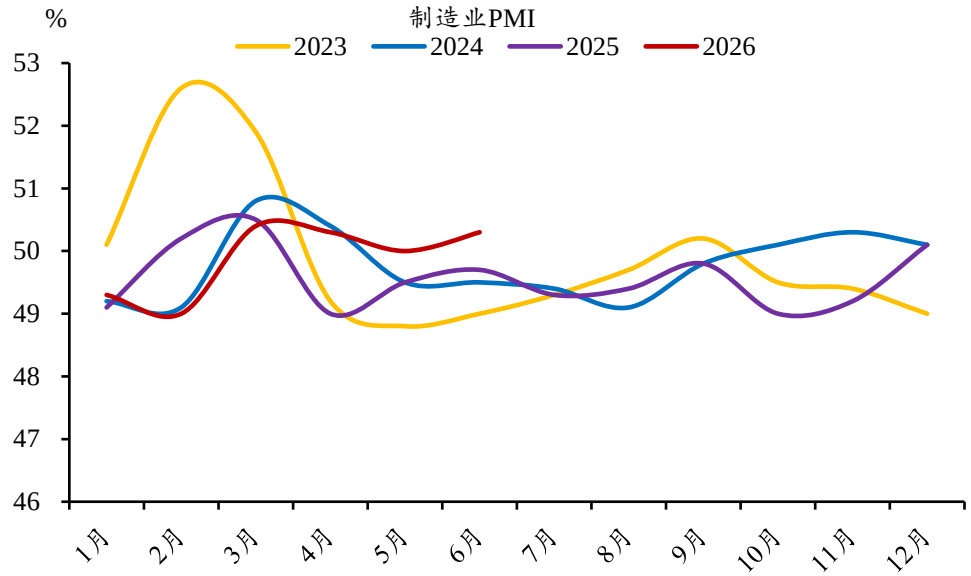
下载日志已记录，仅供内部参考

一、制造业需求端修复更多

制造业重返扩张区间的第一动力是新订单。6 月份，制造业采购经理指数(PMI)为 50.3%，比 5 月上升 0.3 个百分点，自临界状态顺利重返扩张区间。然而，6 月制造业景气度显著的一个变化在于，驱动制造业重回扩张的第一动力是新订单，而非生产。

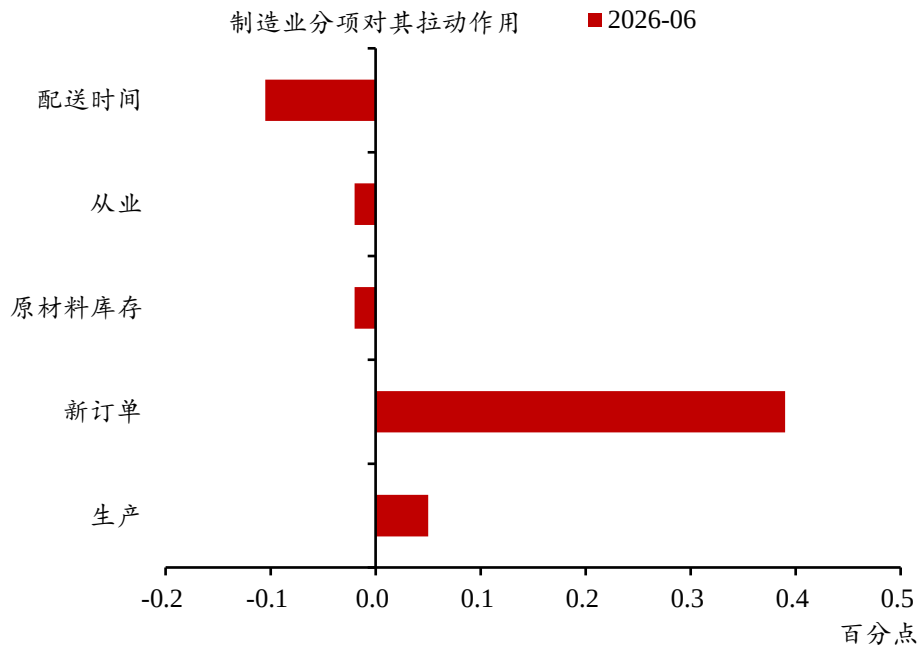
从数据拆解来看，6 月新订单指数上升 1.3 个百分点至 51.2%，直接拉动制造业 PMI 回升 0.39 个百分点；相比之下，6 月生产指数仅微升 0.2 个百分点，对制造业 PMI 的拉动仅为 0.05 个百分点。这种需求拉动型的景气度回升，不仅使制造业新订单指数快速向生产靠拢，更带动景气度范围进一步扩大，6 月制造业景气度从大型企业扩散至中型企业。

图 1：制造业景气度重返扩张区间



资料来源：ifind，信达证券研发中心

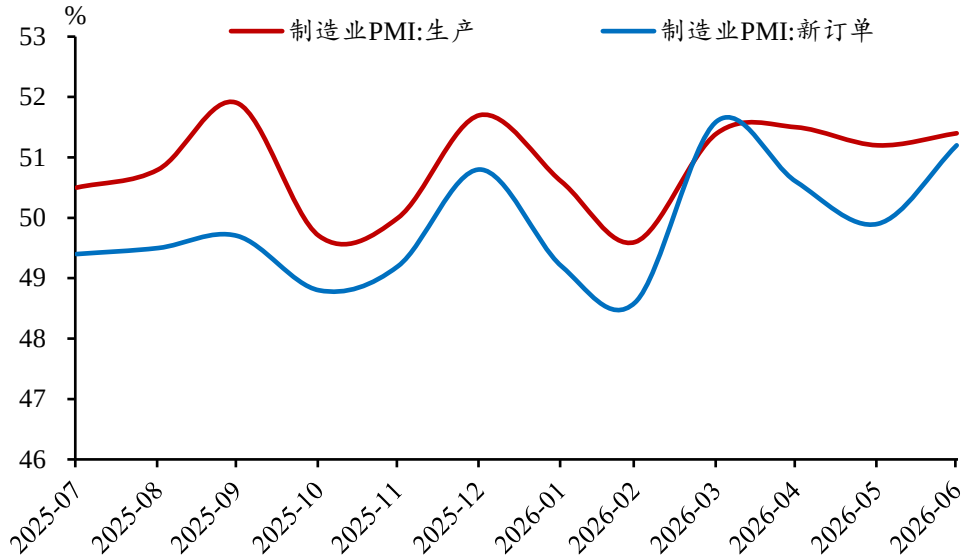
图 2：新订单拉动制造业 PMI 回升 0.39 个百分点



资料来源：ifind，信达证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：制造业新订单指数快速向生产靠拢



资料来源：ifind，信达证券研发中心

二、外需有“预防性累库”成分

6 月新订单自收缩区间转向扩张区间，释放制造业需求回暖的信号。这一需求背后，既有外需红利，也有国内需求支撑。

1）外需方面，海外多国制造业景气度上行。受全球企业补库存需求推动，全球制造业景气度都边际修复，我国 6 月新出口订单指数也随之回升。6 月 CCFI 运价走高，也侧面印证了出口订舱需求在上升。但需要注意的是，本轮外需红利除了来自科技硬件的产业需求外，也有部分源自海外零售商基于供给链恐慌和价格上涨预期而建立的预防性库存。这种临时性累库，本质上是对未来市场需求的提前透支。随着美国等海外市场库存水平的上升，一旦恐慌情绪平复，这种库存可能转化成新订单的压制力量。若如此，新出口订单对新订单的支撑可能因此减弱。

2）内需方面，本次边际增量可能源自国内。从季度变化来看，二季度制造业新订单指数均值为 50.6%，在连续 4 个季度均值运行在 50%以下后终于回到扩张区间，而近年来新出口订单指数季度均值持续运行在收缩区间。相比之下，新订单本次的核心边际增量，或主要源自国内需求的提振。

6 月制造业生产有下行压力，但指数并未走弱，或是新质生产力形成对冲。尽管需求端表现亮眼，但 6 月制造业生产端实际上承受着一定的下行压力。从高频数据来看，6 月份周度发电量环比连续负增，发电量走弱，可能反映出企业生产受到一些季节性因素的阻碍。在此背景下，生产指数并非实质性走弱，其核心推力可能来自于新制生产力的生产扩张（如：高技术制造业生产指数在 54%以上），这类低耗能、高产值行业，或有效对冲了传统高耗能行业因气候扰动带来的生产下滑。

总体而言，6 月制造业 PMI 表明经济修复动能有所改善，但制造业能否持续扩张，后续仍取决于内需修复的连续性以及外需的稳定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：海外制造业景气度普遍上行

	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01
美国:Markit:制造业PMI	55.7	55.1	54.5	52.3	51.6	52.4
欧元区:制造业PMI	51.3	51.6	52.2	51.6	50.8	49.5
英国:制造业PMI	53.1	53.9	53.7	51.0	51.7	51.8
日本:制造业PMI	54.9	54.5	55.1	51.6	53.0	51.5

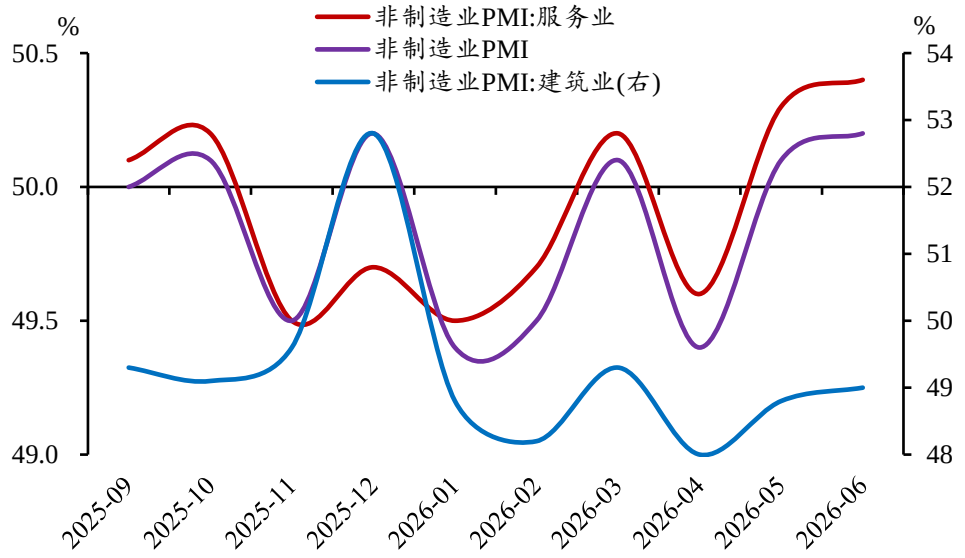
资料来源：ifind，信达证券研发中心，单位为%

三、基建供需有启动迹象

非制造业边际改善，服务业景气度回升。6 月份，非制造业商务活动指数录得 50.2%，边际改善仅 0.1 个百分点。同期，服务业景气度回升 0.1 个百分点，至 50.4%。我们认为，服务业景气度的回升，可能得益于年中电商大促带来仓储物流景气度上行，以及端午假期带来的传统消费景气度提振。往后来看，7 月、8 月即将进入暑期长假，文旅及升级类服务消费的季节性提振，有望为服务业的平稳修复提供支撑。

建筑业景气度回升，基建供需有启动迹象。6 月国内多地进入梅雨和高温季节，建筑业施工往往受限，但 6 月建筑业景气度微升 0.2 个百分点，虽仍在荣枯线以下，但已实现了连续 2 个月的回升。这种回升背后的主要边际贡献主要来自基建。6 月土木工程建筑业商务活动指数大幅跃升至 55%以上，更重要的是，其新订单指数结束了连续 11 个月在 50%以下运行的走势，一举冲回 51%以上的扩张区间。这可能释放一个信号，国家“六张网”、条件成熟的重大工程项目等基建相关需求或已在实质性启动。

图 5：建筑业景气度回升

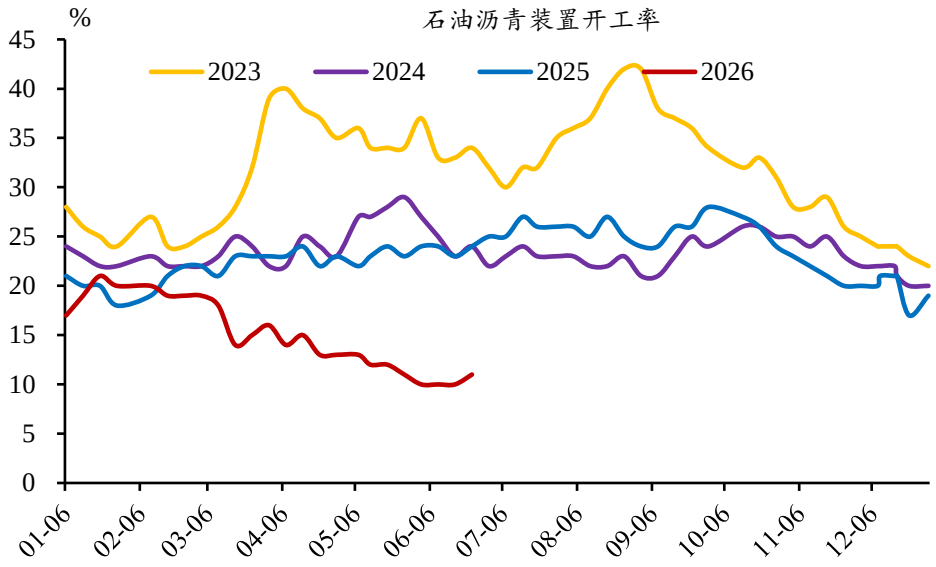


资料来源:ifind，信达证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

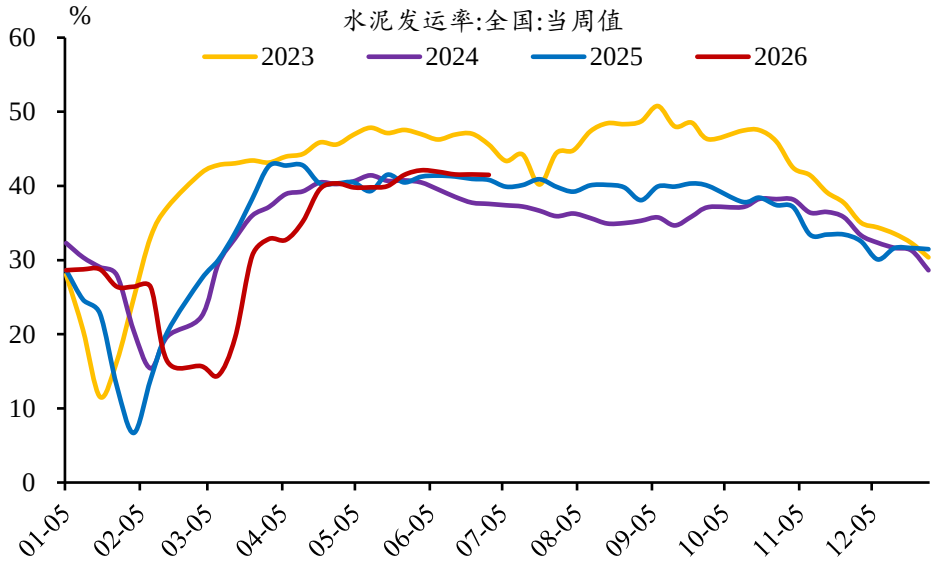
实物工作量分化，可能映射的是资金的投向结构发生了变化。一个看似矛盾的现象是，6 月基建景气度回升，但石油沥青装置开工率缺一路震荡下行，6 月份已经跌至 10%的极低水平，显示道路下游施工需求低迷。在今年国家加速发行超长期特别国债和地方专项债的背景下，沥青表现偏弱或揭示了当前基建投资的变化。沥青主要对应公路、桥梁等传统道路建设；而水泥则同时覆盖公共建筑、水利、地下管网及地产。从数据看，水泥的韧性明显略强于沥青，5、6 月份水泥发运率基本走平，甚至略高于 2024 年同期。这种水泥平稳、沥青偏弱的特征，或说明当前政策资金投放和项目更倾向于支持水利、地下管网等领域，相反，传统公路项目的拉动作用可能在减弱。

图 6：石油沥青装置开工率低迷



资料来源:ifind，信达证券研发中心

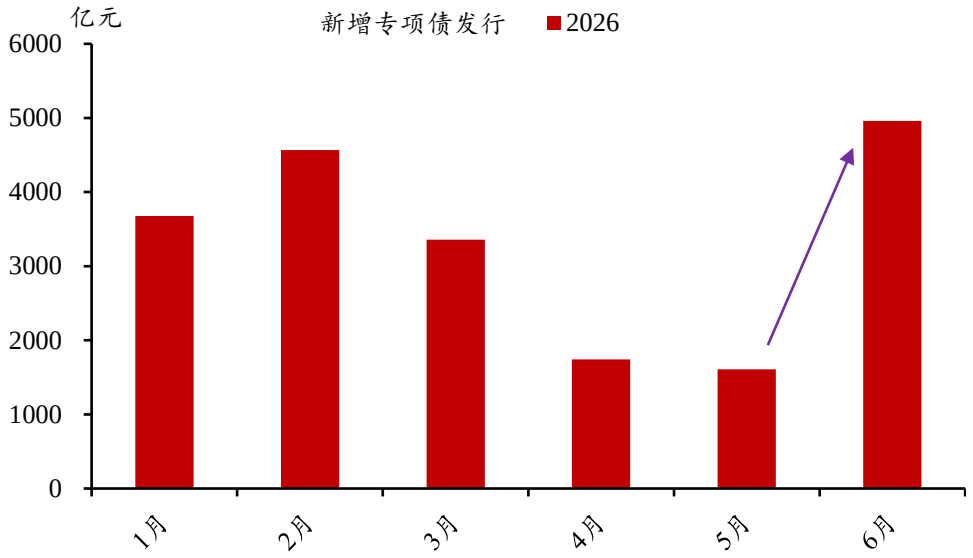
图 7：5、6 月份水泥发运率基本走平



资料来源：ifind，信达证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：6 月新增专项债发行量激增



资料来源：ifind，信达证券研发中心，数据截至 6 月 29 日



下载日志已记录，仅供内部参考

风险因素

政策落地不及预期，关税摩擦超预期升级，地缘局势升级等。

下载日志已记录，仅供内部参考

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，任高级经济学家和宏观首席分析师。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开发中心，从事宏观经济研究。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。