

2025 年 08 月 31 日

## 制造业 PMI 略弱于季节性，关注服务消费增量政策

宏观研究团队

——兼评 8 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

### ● 制造业：供需边际下滑，“反内卷”继续提振价格

1、制造业景气度小幅回升但弱于季节性，供需边际改善。PMI 生产上行了 0.3 个百分点至 50.8%，PMI 新订单、PMI 新出口订单、PMI 进口分别改善了 0.1、0.1、0.2 个百分点；分行业来看，医药、计算机通信电子设备等行业供需指数居于高位，纺织服装服饰、木材加工及家具、化学原料及化学制品等相对较弱。

2、“反内卷”提振大宗商品价格，预计 8 月 PPI 降幅收窄。8 月 PMI 出厂价格与 PMI 原材料购进价格分别回升了 0.8、1.8 个百分点，但剪刀差下行 1.0 个百分点至 -4.2%，不利于中下游企业的利润修复，指向反内卷仍需配合扩需求政策。我们根据高频指标预计，8 月 PPI 环比可能在 -0.1% 左右，同比在 -2.8% 左右，均较前值回升。

3、分类型来看，大型企业景气度回升、中小型企业相对偏弱。8 月大型、中型、小型企业 PMI 分别为 50.8%、48.9%、46.6%，表征民企景气度的 BCI 指数下滑了 0.8 个百分点至 46.9%，销售前瞻、利润前瞻、消费品价格前瞻等分项拖累较大。

### ● 非制造业：基建投资或延续放缓，权益市场走强提振服务业景气度

1、建筑业：高温多雨和专项债放缓共同拖累建筑施工。往后看，8000 亿元“两重”项目已完成全部资金部署，1.2 万亿雅下水利工程正式动工，近期发改委加快设立 5000 亿政策性金融工具，我们测算预计拉动 Q4 总投资约 4000 亿元、提振全年 GDP 约 0.3 个百分点，因此基建增速短期仍承压但后续有望筑底回升。

2、服务业小幅改善：权益市场走强对应资本市场服务 PMI 连续两个月高于 70.0%，暑期假日效应提振居民出行和相关消费（铁路运输、航空运输），但零售、房地产等行业景气度偏弱。

### ● Q4 政策有望适时加码，关注扩大服务消费增量政策

1、8 月 PMI 数据显示，制造业供需分项自低位小幅回升，反内卷继续支撑价格，实体部门预期修复，权益资产走强提振服务业；但中小企业承压、建筑业持续收缩，结合后续抢出口效应可能趋弱，我们预计 Q4 政策有望适时加码扩大需求，服务消费券或接力提振居民消费、以应对消费品以旧换新的透支效应。

2、全国服务消费券规模或在 300-500 亿元。2024 年 9 至 12 月上海统筹安排超过 40 亿元消费品以旧换新、占全国 1500 亿元的 2.7%，2025 全年上海预计投放 10 亿元服务消费券，按相同比例测算全国服务消费券的规模可能在  $10/2.7\%=375$  亿元，大约在 300-500 亿元区间。

● **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

《利润改善由成本和投资收益贡献——兼评 7 月企业利润数据》-2025.8.27

《新型政策性金融工具即将落地——宏观周报》-2025.8.24

《美联储 9 月降息共识或已基本达成——2025 Jackson Hole 鲍威尔发言点评》-2025.8.23

## 目 录

|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| 1、制造业：供需小幅改善，“反内卷”继续提振价格.....        | 3 |
| 2、非制造业：基建投资或延续放缓，权益市场走强提振服务业景气度..... | 4 |
| 3、Q4 政策有望适时加码，关注扩大服务消费增量政策.....      | 6 |
| 4、风险提示 .....                         | 6 |

## 图表目录

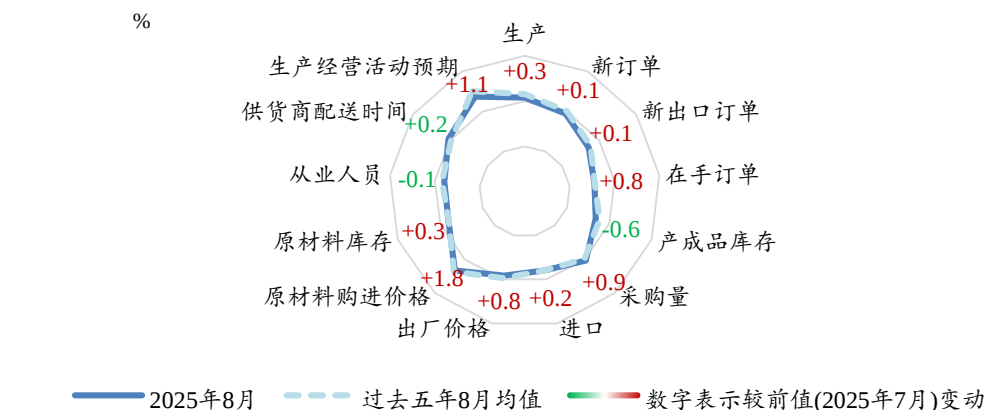
|                                   |   |
|-----------------------------------|---|
| 图 1： 8 月制造业 PMI 分项小幅回升 .....      | 3 |
| 图 2： 8 月高炉开工好于 2024 年同期 .....     | 3 |
| 图 3： 8 月汽车半钢胎开工率小幅下行 .....        | 3 |
| 图 4： 8 月大型企业 PMI 回升、中小型仍待改善 ..... | 4 |
| 图 5： 8 月 BCI 指数延续下滑 .....         | 4 |
| 图 6： 8 月建筑业 PMI 延续下滑 .....        | 5 |
| 图 7： 8 月专项债发行小幅降速 .....           | 5 |
| 图 8： 8 月水泥磨机运转率相对平稳 .....         | 5 |
| 图 9： 8 月石油沥青开工率走弱 .....           | 5 |
| 图 10： 8 月服务业 PMI 小幅回升 .....       | 6 |

事件：2025 年 8 月官方制造业 PMI 49.4%，预期 49.5%，前值 49.3%；官方非制造业 PMI 50.3%，预期 50.3%，前值 50.1%。

## 1、制造业：供需小幅改善，“反内卷”继续提振价格

(1)制造业景气度小幅回升但弱于季节性，供需边际改善。8 月制造业 PMI 为 49.4%，环比回升了 0.1 个百分点，稍弱于季节性规律（过去五年 8 月均值为 49.9%，较 7 月平均+0.02 个百分点）。生产端，PMI 生产上行了 0.3 个百分点至 50.8%，自 5 月以来持续位于荣枯线上；需求端，PMI 新订单、PMI 新出口订单、PMI 进口分别改善了 0.1、0.1、0.2 个百分点至 49.5%、47.2%、48.0%；分行业来看，医药、计算机通信电子设备等行业的供需指数明显高于制造业总体，纺织服装服饰、木材加工及家具、化学原料及化学制品等行业相对较弱。

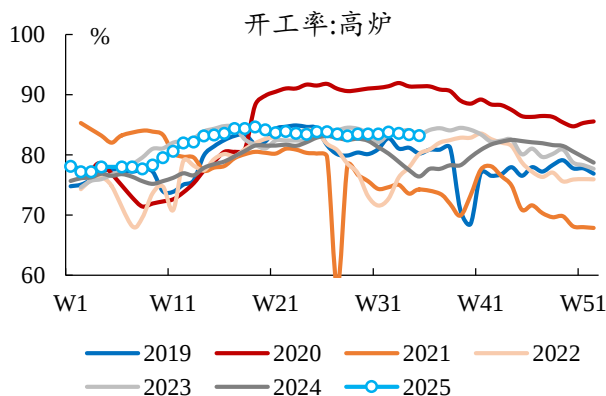
图1：8 月制造业 PMI 分项小幅回升



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

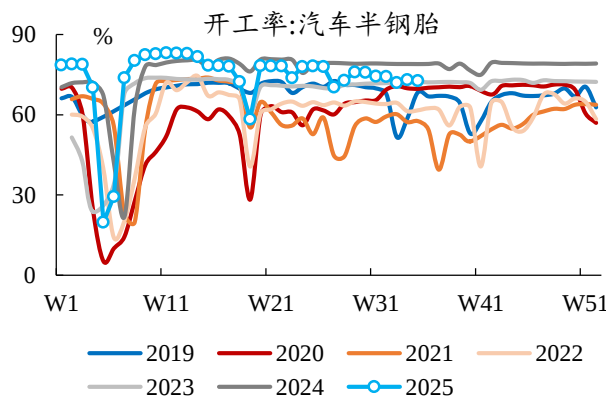
(2)生产端具体来看：内需链方面，8 月高炉、焦炉开工率好于 2024 年同期水平，钢材、线材表观需求量均走弱，对应铁矿石价格上行而螺纹钢价格走弱，水泥价格小幅回升；外需链方面，汽车半钢胎开工率温和下行、仍处于中高水平，化工链的 PX 开工率小幅改善，但 PTA、涤纶长丝等开工率走弱。

图2：8 月高炉开工好于 2024 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：8 月汽车半钢胎开工率小幅下行

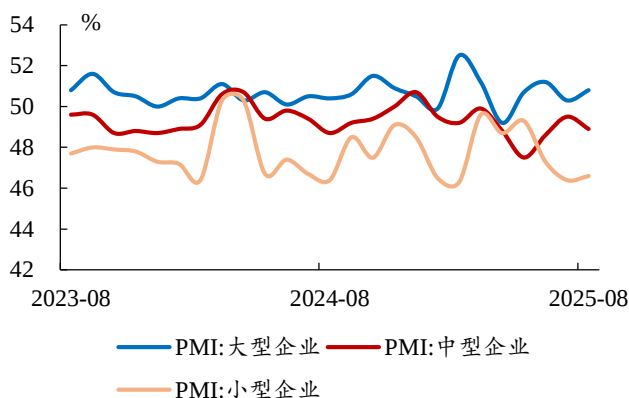


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) “反内卷”提振大宗商品价格，预计8月PPI同比降幅收窄。8月PMI原材料购进价格与PMI出厂价格分别为53.3%、49.1%，较前值分别回升了1.8、0.8个百分点，即反内卷预期提振价格水平。需要指出的是，出厂价与购进价的剪刀差反而下行了1.0个百分点至-4.2%，或不利于中下游企业的利润修复，指向反内卷仍需配合扩需求政策。高频指标显示，截至8月22日的生产资料价格指数环比回升0.4%，截至8月29日的南华工业品指数环比回落0.02%，CRB工业原料现货指数环比回落1.0%，我们预计8月PPI环比可能在-0.1%左右，同比在-2.8%左右，均较前值回升。

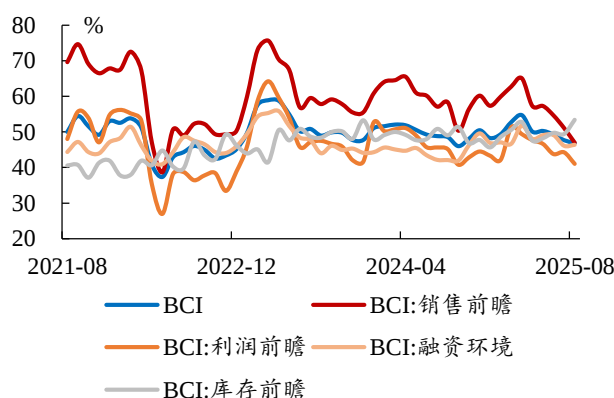
(4) 分类型来看，大型企业景气度回升、中小型企业相对偏弱。8月大型、中型、小型企业PMI分别为50.8%、48.9%、46.6%，表征民企景气度的BCI指数下滑了0.8个百分点至46.9%，销售前瞻、利润前瞻、消费品价格前瞻等分项拖累较大。

图4：8月大型企业PMI回升、中小型仍待改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：8月BCI指数延续下滑



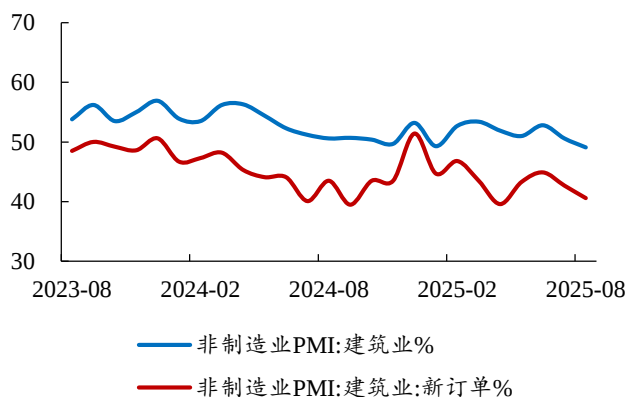
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、非制造业：基建投资或延续放缓，权益市场走强提振服务业景气度

(1) **建筑业**：高温多雨和专项债放缓共同拖累建筑施工，8月建筑业PMI下滑了1.5个百分点至49.1%，表征预期的新订单指数亦走弱。实物工作量方面，8月石油沥青开工小幅走弱，水泥磨机运转率相对平稳；资金端，截至8月31日专项债发行进度约74.2%，进度有所放缓。

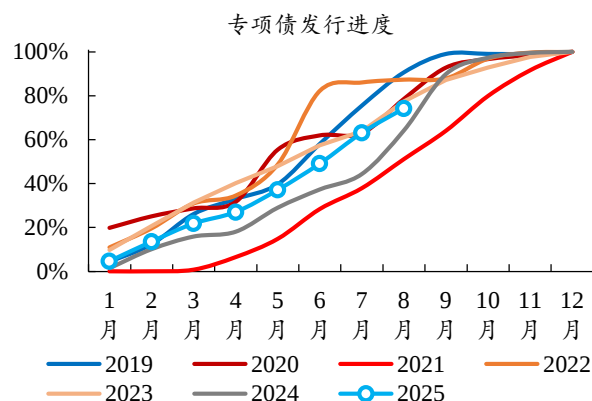
往后看，8000亿元“两重”项目已完成全部资金部署，1.2万亿雅下水利工程正式动工，近期发改委加快设立5000亿政策性金融工具，我们测算预计拉动Q4总投资约4000亿元、提振全年GDP约0.3个百分点，因此基建增速短期仍承压但后续有望筑底回升。

图6：8月建筑业 PMI 延续下滑



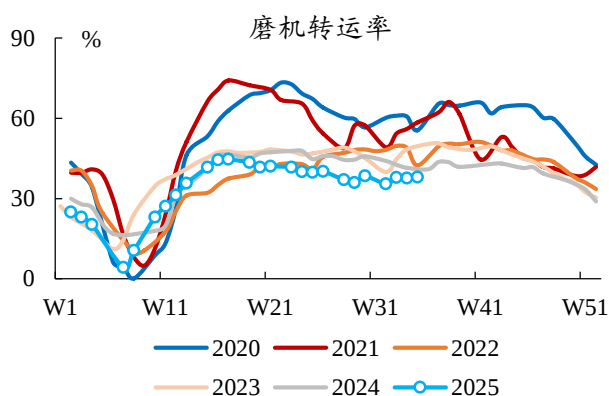
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：8月专项债发行小幅降速



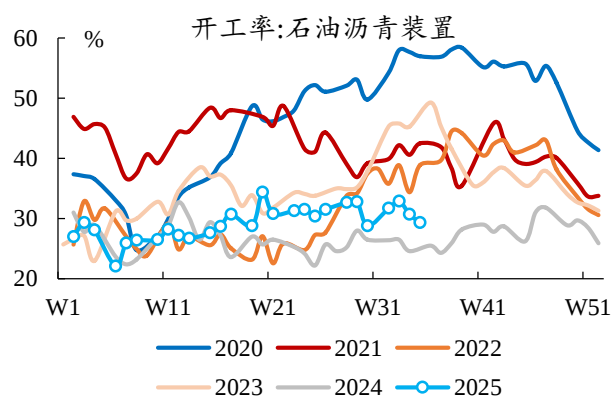
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：8月水泥磨机运转率相对平稳



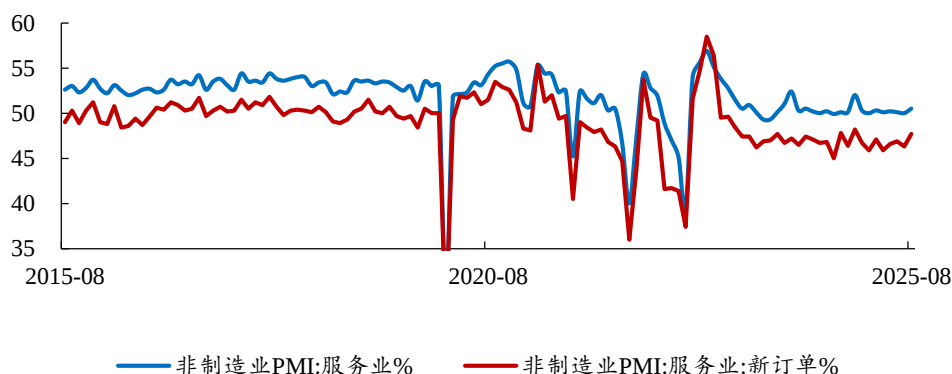
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：8月石油沥青开工率走弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

**(2)服务业小幅改善：**8月服务业PMI为50.5%、较前值改善0.5个百分点，服务业新订单上升1.4个百分点至47.7%。分行业来看，权益市场走强对应资本市场服务PMI连续两个月高于70.0%，暑期假日效应提振居民出行和相关消费（铁路运输、航空运输），零售、房地产等行业景气度偏弱。

**图10：8月服务业 PMI 小幅回升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、Q4 政策有望适时加码，关注扩大服务消费增量政策

8月PMI数据显示，制造业供需分项自低位小幅回升，反内卷继续支撑价格，实体部门对经济预期边际修复，权益资产走强提振服务业；但制造业仍处荣枯线下、中小企业承压、建筑业持续收缩，结合后续抢出口效应可能趋弱，我们预计Q4政策有望适时加码扩大需求。

除了加快投放政策性金融工具，8月27日商务部指出“将于9月出台扩大服务消费的若干政策措施服务”，服务消费或接力提振居民消费、以应对消费品以旧换新的透支效应。除了9月1日起实施的个人消费贷贴息（可用于养老、教培、文旅、医疗等服务消费），还可能包括服务消费券等形式。

全国服务消费券规模可能多大？ 2024年9至12月，上海统筹安排超过40亿元消费品以旧换新、占全国1500亿元的2.7%，2025全年上海预计投放10亿元服务消费券，按相同比例则全国服务消费券的规模可能在 $10/2.7\%=375$ 亿元，即300-500亿元区间。

### 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

### 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

### 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

### 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