



8 月 PMI：止跌的含金量

2025 年 08 月 31 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：钟渝梅

执业证号：S0100525070001

邮箱：zhongyumei@glms.com.cn

➤ **事件：**8 月 31 日，国家统计局公布 8 月中国采购经理指数运行情况。8 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.4%，比上月上升 0.1 个百分点，制造业景气水平有所改善。

➤ **8 月 PMI 如期止跌，但回升的背后则是制造业和服务业不同的成色。**随着极端天气等短期扰动消退、“反内卷”政策压力减缓，8 月制造业 PMI 初现“弱企稳”，较 7 月小幅回升 0.1pct，但仍处于荣枯线之下，反映当前经济仍面临企业补库偏弱、就业承压等结构性挑战。**相较之下，服务业 PMI 不仅站稳景气区间，反弹幅度也更为可观。**资本市场的持续活跃，预计将为三季度服务业乃至整体经济企稳注入更多活力，也有助于在一定程度上对冲制造业放缓压力。**具体来看：**

➤ **伴随着极端天气的散去，8 月制造业 PMI 迎来了“弱企稳”。**历年夏季，PMI 与全国平均气温多呈负相关关系，背后的原因可能系高温环境会影响工业正常开工进度，从而压低 PMI 景气度。相较于 7 月，8 月虽然我国部分地区仍存在极端天气的影响，但强度和持续性有所减弱，从而成就了 8 月制造业 PMI 的小幅边际上行。

➤ **从 PMI 本身来看，8 月止跌回升主要受到来自生产端的拉动。**8 月代表需求的 PMI 新订单指数上升 0.1pct 至 49.5%，代表生产的 PMI 生产指数上升 0.3pct 至 50.8%，高温影响逐步褪去，制造业生产端呈现边际改善，从而对制造业 PMI 形成有效拉动。**处于荣枯线之上、且环比上升幅度更大的 PMI 生产指数，说明当前生产的表现依然强于需求。**

➤ **“反内卷”对价格的提振卓有成效。**8 月 PMI 两大价格指标均有了比较明显的提升，两大价格指标的联动上升再度证明了“反内卷”对缓解供需矛盾、支撑价格上升的效果显著。不过需要注意的是，无论是从 PMI 数值、还是环比增幅来看，**代表上游价格的 PMI 原材料购进价格指数**（8 月上升 3.1pct 至 51.5%）**表现均要好于代表下游的 PMI 出厂价格指数**（8 月上升 2.1pct 至 48.3%），这说明“反内卷”对于上游价格的改善更胜一筹，而上游价格的复苏并未完全传导至下游。

➤ **企业当前的去库行为，实则是谨慎心态的映射。**在 PMI 新订单指数表现较为平稳的情况下，当前 PMI 产成品库存指数却在大幅下行，企业去库行为也在一定程度上反映了企业仍持观望情绪。**尽管价格在回升，但受制于终端需求复苏滞后，企业可能更倾向于消耗现有库存，而不是立即扩大生产，这进一步加速了库存的去化。**

➤ **与此同时，就业形势暂未发生明显改善。**8 月 PMI 从业人员指数季节性放缓至 47.9%，处于历史同期较低位置，这也是内需仍在复苏通道的印证。

这种“价格回升”、“去库加速”、“就业缩减”并存的复杂局面，表明以“反内卷”为代表的供给端政策正在初步起效，有助于改善工业品价格（特别是上游行业）。但同时也要看到，当前的经济恢复可能仍是结构性的而非全面性的，价格的回升更多是由供给收缩和预期变化驱动，下游需求的真正回暖还需要更多时间和更全

相关研究

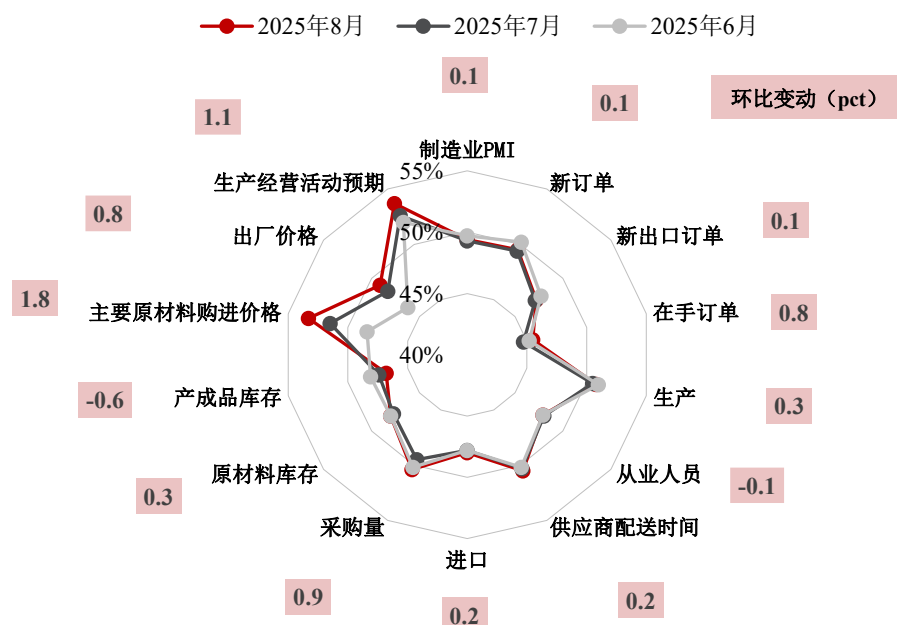
1. 资产价格点评：人民币突破后的悬念和影响 -2025/08/29
2. 海外市场追踪：日央行加息：美联储之外的“暗流” -2025/08/27
3. 2025 年 7 月工业企业利润点评：“反内卷”对企业利润的初步影响 -2025/08/27
4. 2025 年 8 月经济数据前瞻：8 月经济：股市涨能否带动实体反弹？ -2025/08/26
5. 海外市场点评：美元弱一定需要降息吗？ -2025/08/24

面的政策支持。

➤ **不过相较于制造业的平淡，服务业却成为“一抹亮色”。**8月服务业 PMI 出现明显回升，上升 0.5pct 至 50.5%，无论是从数值规模、还是从环比增幅来看，均为今年的最好成绩。我们在此前的报告《8 月经济：股市涨能否带动实体反弹？》中就曾提示，股市热度与服务业 PMI 常常“同频共振”（尤其是股指强势上扬之际），8 月资本市场的火热预告了金融业将为服务业“挑大梁”，促使服务业 PMI 的弹升。

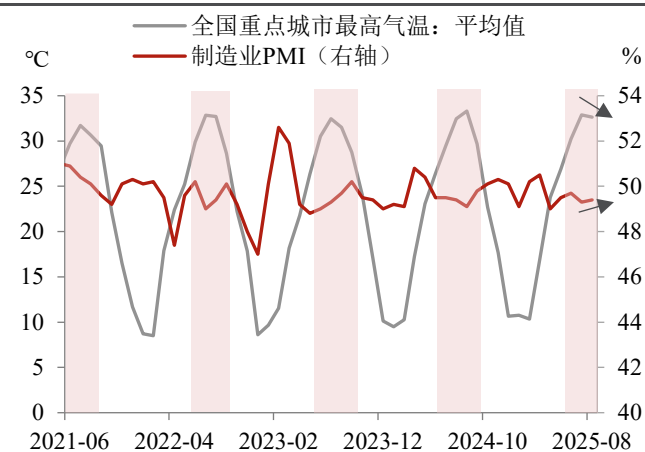
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：8月制造业 PMI 呈现小幅回升态势



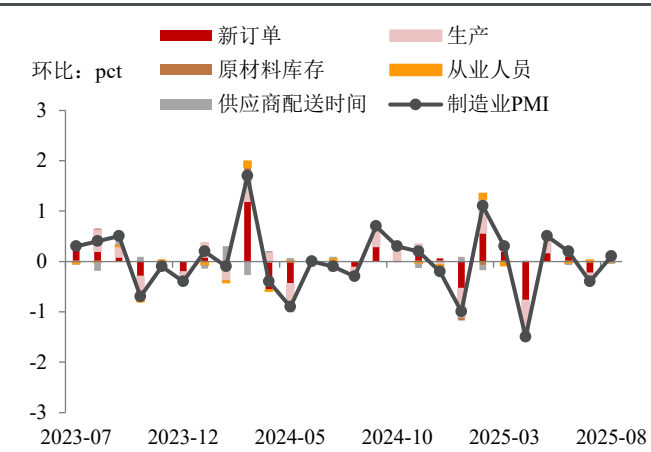
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：8月高温影响下降，制造业 PMI 小幅上升



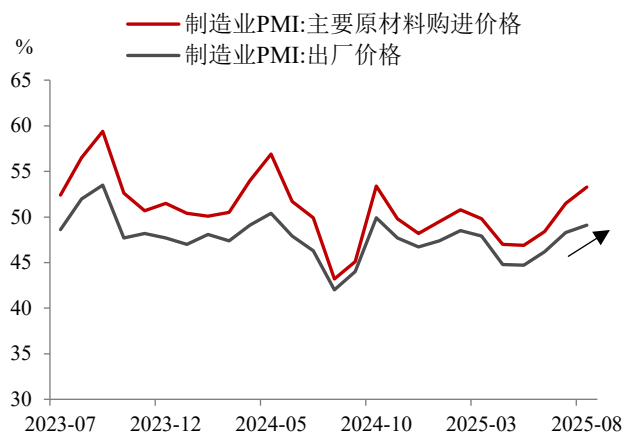
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：8月制造业 PMI 回升主要受到生产端的拉动



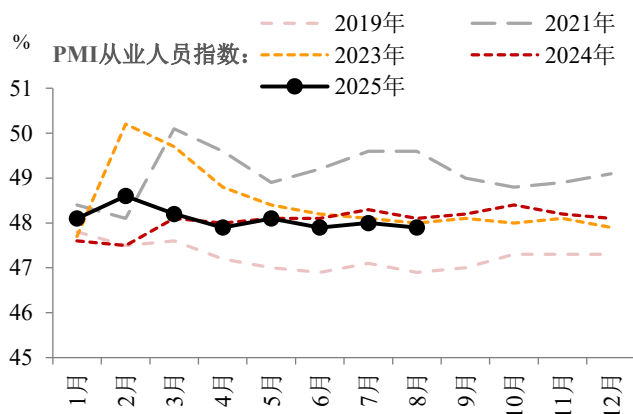
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：8月两大PMI 价格指标联动上升



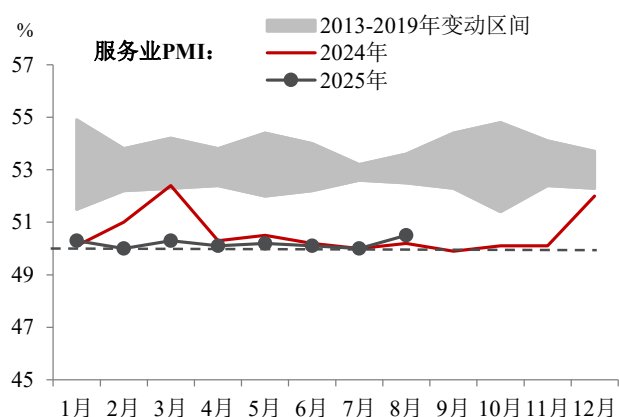
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：8月PMI 从业人员指数处于历史同期较低位置



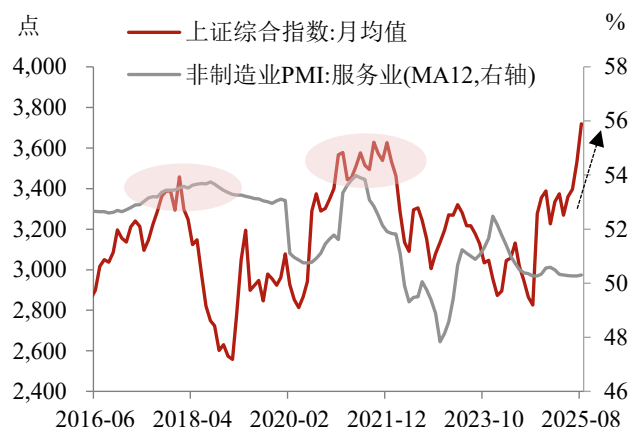
资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：8月服务业PMI 改善幅度可观



资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：通常上证指数较高时，服务业PMI 表现也不会差



资料来源：iFind，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客户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