

两个服务业景气指标为何大幅背离？

2025 年 08 月 06 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：钟渝梅

执业证号：S0100525070001

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**8 月 5 日，中国 7 月标普全球服务业 PMI 为 52.6，比上个月上升 2.0 个百分点。然而此前公布的 7 月中采服务业商务活动指数为 50.0%，比上月下降 0.1 个百分点。

➤ **7 月两大服务业 PMI 一上一下，出现了近两年半以来的最大背离，谁更能揭示服务业背后的走势？**7 月中采服务业 PMI 环比下滑 0.1pct，而标普服务业 PMI（原财新 PMI）却逆势跃升 2.0pct，这一剪刀差幅度并不多见。穿透数据迷雾，**中采 PMI 样本库的“全景观测优势”**虽能更好地捕捉消费全貌，但一定程度上也有来自地产的影响；而**标普 PMI 的高景气度里，实则刻画了国际旅客潮对中国服务业的渗透深度。**

➤ **从异同之处，解背离之感。**参考历史来看，中采服务业 PMI 与标普服务业 PMI 环比变动方向产生背离的情况时有发生，**背后的核心原因便在于两大指标的调查样本不尽相同——中采服务业 PMI 涵盖的企业更多**（上千家企业；而标普服务业 PMI 仅 650 家），**同时涵盖的行业范围更广**（包括约 40 个行业大类；而标普服务业 PMI 仅包括其中少部分行业）。

➤ **中采服务业 PMI 调研行业样本库更“清晰可见”。**由于国家统计局对于非制造业 PMI 的编制方法是按照“行业增加值占全部非制造业增加值的比重分配”，因此参考服务业行业大类增加值规模来看，**预计中采服务业 PMI 调查企业集中在批发零售、金融、房地产三大领域。**

相较之下，标普服务业 PMI 样本行业的分布更为“模糊化”。这是因为标普服务业 PMI 采用更细化的行业分类抽样，与国家统计局口径不一、细分行业增加值数据可得性较差，导致样本行业分布无法量化。不过可以确定的是，**标普全球明确表明调查行业并未覆盖零售业，而这恰恰又是中采服务业 PMI 重点调查行业。**

➤ **中采 PMI 看零售、房地产行业，标普 PMI 看旅游业。**除了零售行业之外，官方解读也揭示了其他导致两大服务业 PMI 背离的关键行业线索：通过对比历史上类似于今年 7 月（即中采 PMI 下行、而标普 PMI 上行）的时期发现，**这种分化往往出现在零售、房地产景气较低（中采 PMI 重点覆盖且权重较高的领域），但旅游业高度活跃（标普 PMI 因其精细化抽样对该行业波动更敏感）的阶段。因此，我们可以结合一些宏观经济指标去加以验证：**

➤ **中采服务业 PMI 更能追踪零售行业的景气度。**比起标普服务业 PMI，中采服务业 PMI 与社零增速之间的走势更为相近，同时两者之间的拟合优度也略高一些。这也说明中采服务业 PMI 更能捕捉消费整体的景气度。

以史为鉴，两大服务业 PMI 出现频繁背离之际，往往伴随着社零增速的显著波动。如图 1 所示，2023 年中采与标普服务业 PMI 环比变动方向不一致的频率明显更高。**而这一时段恰逢公共卫生政策调整初期，社零同比的波动也扰乱了两大 PMI 的统计数值。**

➤ **同时，房地产景气冷暖也与中采服务业 PMI 深度捆绑。**若以住房价格指数作为观察切面，可见其与中采服务业 PMI 的联动强于标普。**因此 7 月中采服务**

相关研究

1. 美国经济研究：美国经济成色究竟如何？-2025/08/06

2. 海外市场追踪：非农骤降的市场信号-2025/08/02

3. 2025 年 7 月 PMI 点评：7 月 PMI 的不寻常-2025/07/31

4. 2025 年 7 月政治局会议点评：政治局会议的破题信号-2025/07/30

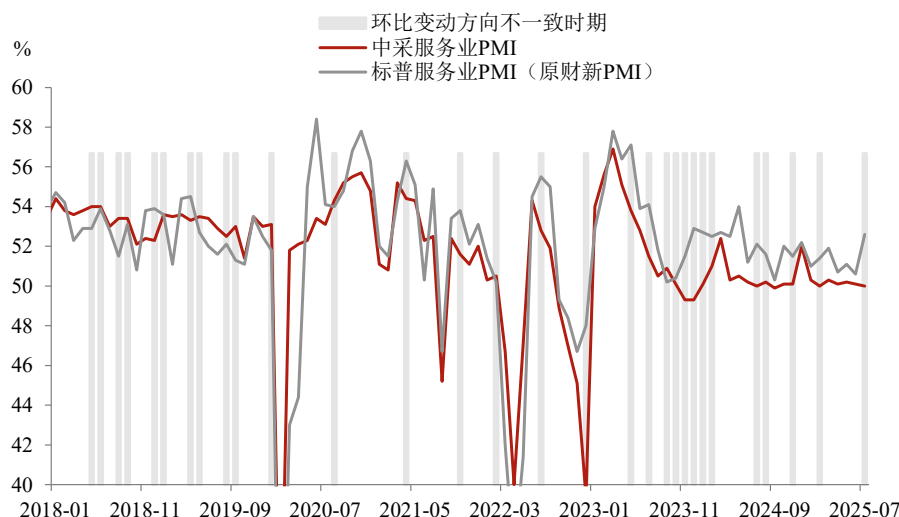
5. 美联储政策观察：7 月议息：看点是联储内部分歧-2025/07/30

业 PMI 的下行，可能是地产边际降温的“预告”。

➤ **反观标普服务业 PMI，其高景气度实则是旅游业的“晴雨表”。**航空客运量与标普服务业 PMI 的拟合度略优于中采，而十月长假这一观测窗口更直白地暴露了差异——当传统旅游旺季常常“脉冲式”推高标普 PMI 时，中采的响应则“平缓”得多。故此，标普服务业 PMI 的高景气度，很大程度上是靠大批境外游客“中国游”加以维系。

➤ **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1：两大服务业 PMI 指数环比变动产生背离的情况时有发生



资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

图2：中采服务业 PMI 与标普服务业 PMI 异同之处

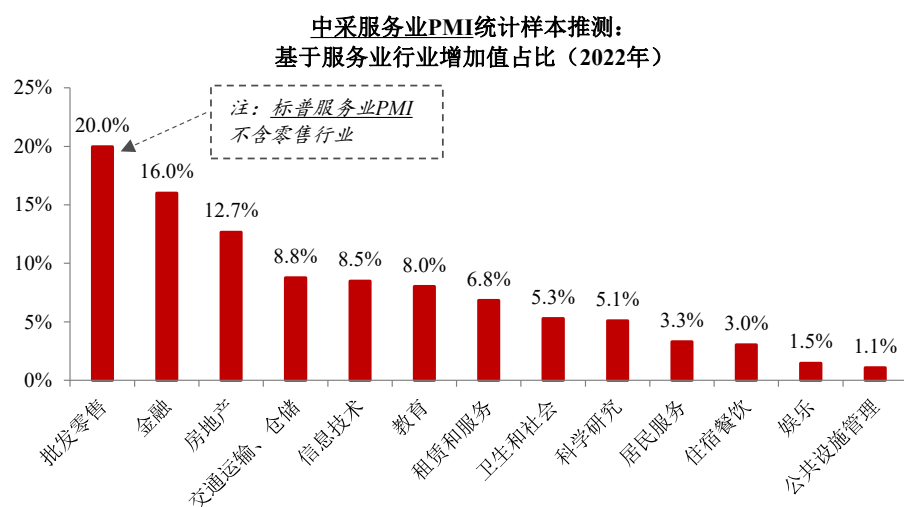
两大服务业PMI对比表		
指标名称	中采服务业PMI	标普全球中国服务业PMI (原财新PMI)
调查机构	国家统计局	S&P Global (标普全球)
公布日期	每月最后一天	每月第三个工作日
调查时间	每月22-25日	每月下半月 (10-23号)
样本企业数量	暂未公布服务业PMI自身的调查样本情况，而是非制造业PMI (含建筑业和服务业) 合并公布——涉及《国民经济行业分类》中非制造业的43个行业大类，4300家调查样本	650家服务业公司
样本企业范围	采用PPS抽样方法，以非制造业行业大类为层，行业样本量按其增加值占全部非制造业增加值的比重分配，层内样本使用与企业主营业务收入成比例的概率抽取	消费者服务（不包括零售）、运输、信息、通信、金融、保险、房地产和商业服务
数据抽样方法		根据对GDP的贡献度，按照细分行业和公司劳动力规模进行分层抽样

资料来源：国家统计局、S&P Global、财新传媒、Rating Dog，民生证券研究院

图3：大部分第三产业行业均纳入中采服务业 PMI 统计范畴

国民经济行业分类			
门类	所含行业大类数量	是否计入官方 非制造业PMI范畴？	是否计入 标普服务业PMI范畴？
农林牧渔业	5	×	×
采矿业	7	×	×
制造业	31	×	×
电力、热力、燃气及水生产和供应业	3	×	×
建筑业	4	✓【建筑业】	×
批发和零售业	2	✓【服务业】	×
交通运输、仓储和邮政业	7	✓【服务业】	✓（仅含运输）
住宿和餐饮业	2	✓【服务业】	✓
信息传输、软件和信息技术服务业	3	✓【服务业】	✓（仅含信息）
金融业	4	✓【服务业】	✓（仅含部分子行业）
房地产业	1	✓【服务业】	✓
租赁和商务服务业	2	✓【服务业】	✓（仅含商业服务）
科学研究和技术服务业	3	✓【服务业】	×
水利、环境和公共设施管理业	4	✓【服务业】	×
居民服务、修理和其他服务业	3	✓【服务业】	×
教育	1	✓【服务业】	×
卫生和社会工作	2	✓【服务业】	×
文化、体育和娱乐业	5	✓【服务业】	×
公共管理、社会保障和社会组织	6	×	×
国际组织	1	×	×

资料来源：国家统计局、《国民经济行业分类》，民生证券研究院

图4：预计中采服务业 PMI 样本企业主要在批发零售、金融、房地产领域


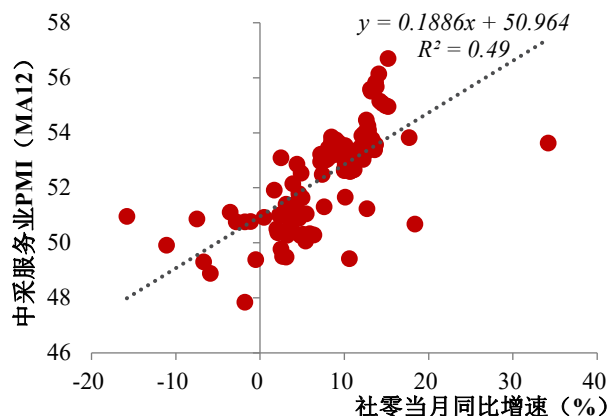
资料来源：中国统计年鉴，民生证券研究院

图5：通过官方解释来看，引发两大服务业 PMI 背离的核心因素或在于零售、房地产、旅游业

中采服务业PMI			标普服务业PMI		
	环比增速 (pct)	官方解释		环比增速 (pct)	官方解释
2025-07	-0.1	房地产、居民服务等行业商务活动指数均低于临界点，景气度偏弱。		2.0	外需恢复增长，带动新业务量上升，服务业经营活动量因而加速上升。企业反映旅游业活动增加，贸易环境趋稳。
2024-07	-0.2	零售、资本市场服务、房地产等行业商务活动指数均低于47.0%，景气度偏弱。		0.9	最近服务业活动扩张，动力来自于新业务量的加速增长。海外客户兴趣增长，旅游活动增加，带动新出口业务量扩张。
2023-11	-0.8	与居民出行和消费密切相关的服务行业上月受国庆假期带动形成较高基数，本月指数高位回调，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数回落。		1.1	新业务总量增速改善，助推服务业活动加速扩张。海内外市场对中国服务业的需求有所改善。
2023-10	-0.8	资本市场服务、房地产等行业商务活动指数低位运行。		0.2	在十一小长假的带动下，10月中国服务业景气度小幅回升。

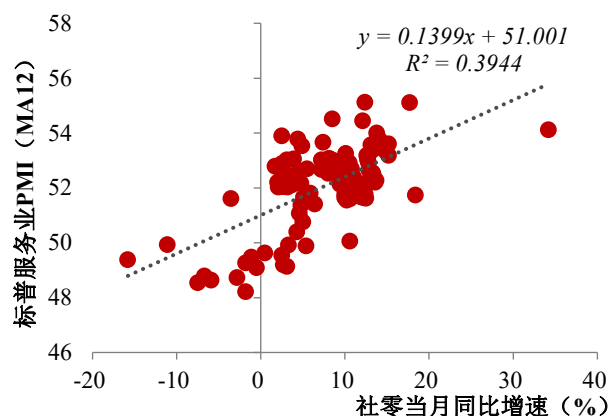
资料来源：Wind、iFind、国家统计局、财新传媒、S&P Global，民生证券研究院

图6：中采服务业 PMI 与社零增速的拟合度略高

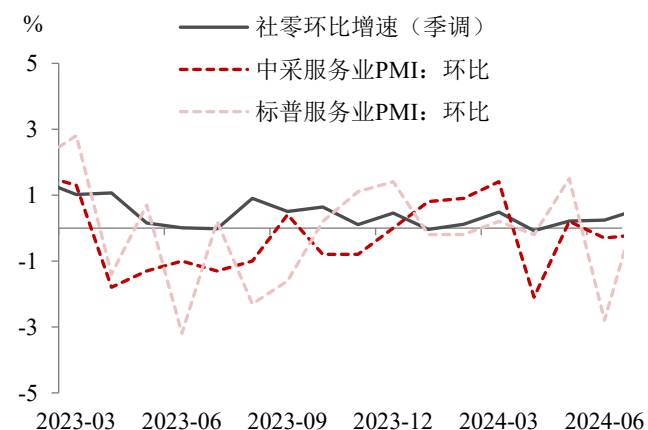


资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

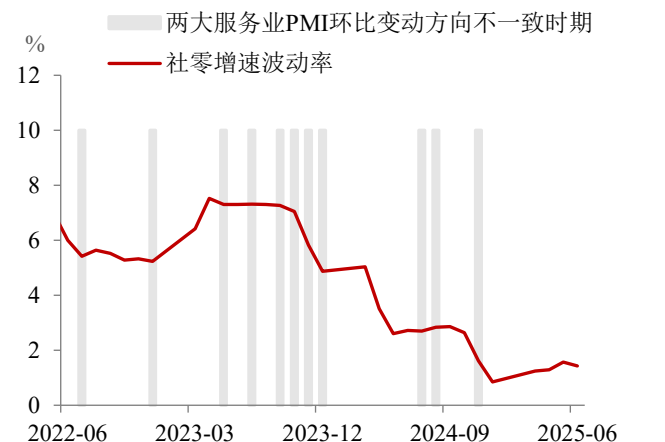
图7：标普服务业 PMI 与社零增速的拟合度略低



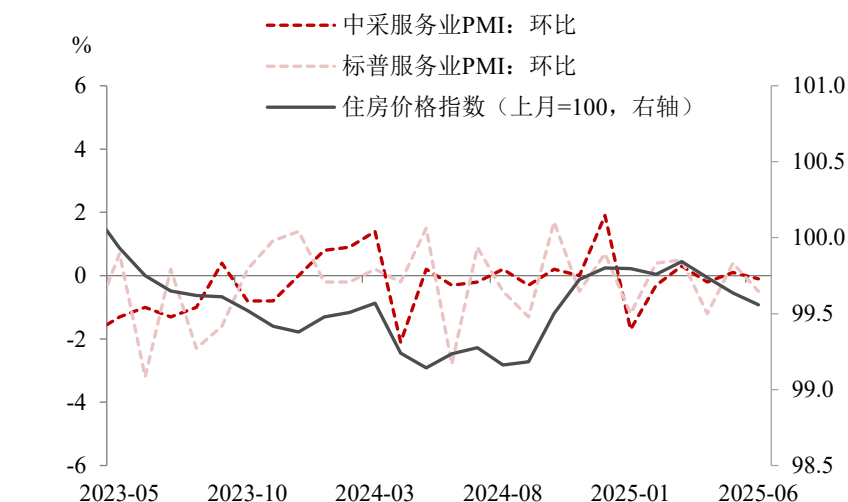
资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

图8：中采服务业 PMI 与社零增速走势更为相似


资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

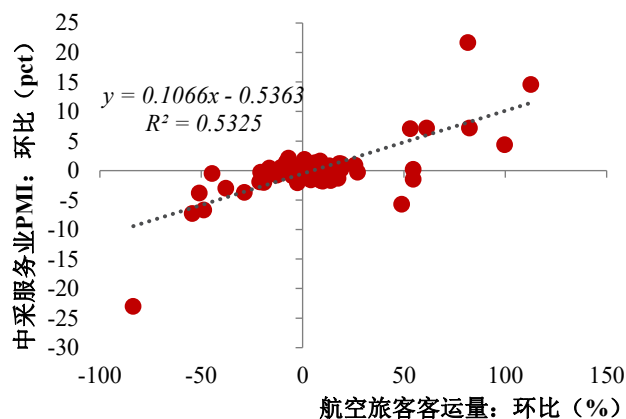
图9：两大 PMI 易背离的时期，对应社零波动较大


资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

图10：中采服务业 PMI 与房地产景气度走势更为相近


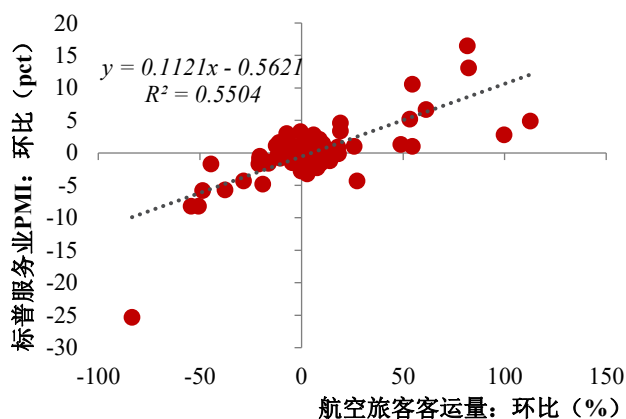
资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

图11：中采服务业 PMI 与旅客客运量的拟合度略低



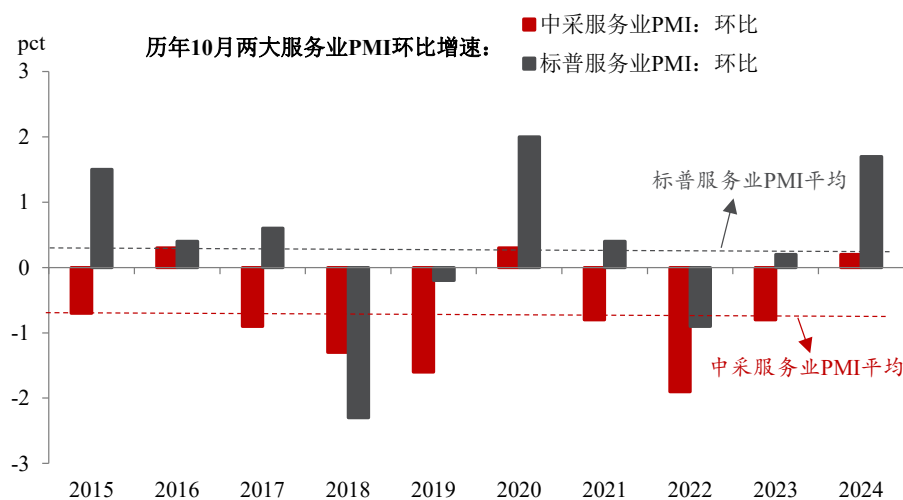
资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

图12：标普服务业 PMI 与旅客客运量的拟合度略高



资料来源：Wind、iFind，民生证券研究院

图13：十月长假、旅游旺季之际，标普服务业 PMI 景气度更胜一筹



资料来源：Wind、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