

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《7月经济价升量落，低位平衡点逐步形成》 - 2025.07.21

宏观研究

“反内卷”驱动量价再平衡，关注价格修复的可持续性

● 核心观点

从7月PMI指数来看，制造业景气度边际回落，供需两端均有所走弱，增长动能有所放缓。重点关注三点边际变化：

一是小型企业景气度延续回落态势，或对就业市场产生一定影响，居民预算约束并未显著改善，叠加极端天气等，制约内需修复空间。与此同时，上半年“抢出口”或挤压下半年出口空间，下半年出口增速或面临放缓压力。若通过外贸转内需，来稳外贸企业生产和就业，或会冲击以内需为主的企业生产和就业，进而加剧内需走弱，值得重点跟踪关注。此做法在上半年已经开始实行。

二是虽然7月供需缺口并未显著改善，但因“反内卷”政策，PPI同比增速或边际改善，量价再平衡，支撑企业利润预期改善。从理论上分析，企业利润改善或促进生产扩张，进而居民收入和预期逐步改善。鉴于本轮企业利润修复主要是“反内卷”政策驱动，属于供给侧调控，在有效需求尚未显著改善的背景下，短期市场经营主体或偏谨慎，企业利润预期改善向生产扩张传导的动力不足，7月PMI产成品库存环比下降亦有所体现，企业仍处于去库阶段，并未开启补库。后续需要关注价格回升的持续性。

三是非制造业扩张动能有所放缓，但仍处于扩张区间，或主要因极端天气影响。其中，建筑业受极端天气影响较为明显，直接影响施工情况，建筑业景气度走弱；服务业维持临界点，暑期消费带动交运、文旅高景气，但房地产等行业偏弱，市场预期指数升至56.6%显示长期信心。

站在当前时点来看，基于DDM模型来看，美关税政策的影响逐步消退，市场风险偏好持续修复，7月以来“反内卷”政策驱动市场量价再平衡，企业利润预期修复，或支撑8月资本市场稳中向好。如果通胀修复在三季度具有可持续性，且9月美联储降息预期不变，同时9月3日将举行纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利80周年大会，或存在内外利好共振，三季度资本市场回稳向好势头或保持不变。

● 风险提示：

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 7月供需缺口有所加剧，“反内卷”驱动量价再平衡	4
1.1 内外需双弱，关注外贸转内需的影响	4
1.2 生产扩张动能放缓	5
1.3 量价再平衡，企业利润预期有所改善	6
2 非制造业景气度保持韧性，扩张动能放缓	6
3 展望：关注价格修复的可持续性	7
风险提示	8

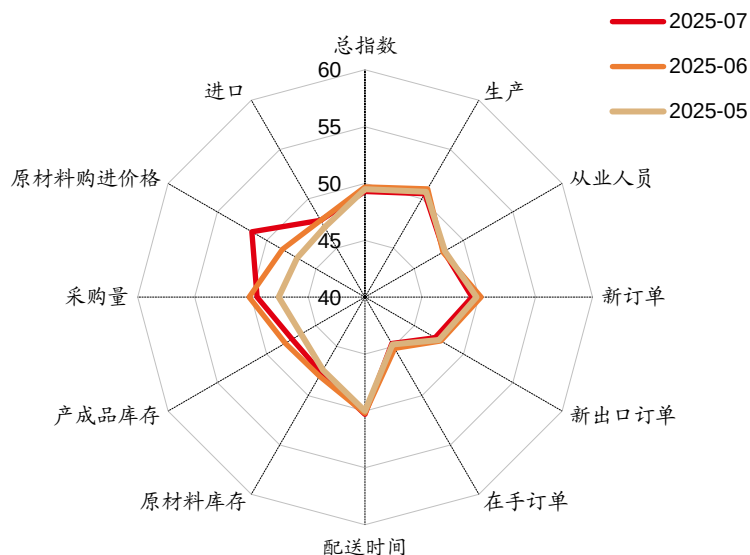
图表目录

图表 1: PMI 分项	4
图表 2: 内外需边际回落 (%)	5
图表 3: 居民边际消费倾向 (%)	5
图表 4: 生产扩张动能放缓 (%)	6
图表 5: 中国企业经营状况	6
图表 6: 供需失衡或进一步加剧 (%)	6
图表 7: PMI 出厂价格和 PMI 产成品库存 (%)	6
图表 8: 非制造业保持高景气度 (%)	7
图表 9: 非制造业 PMI 分项走弱 (%)	7

1 7月供需缺口有所加剧，“反内卷”驱动量价再平衡

7月制造业景气度处于荣枯线之下，边际有所放缓，其中，供需两端均边际放缓，生产处于荣枯线之上，需求处于荣枯线之下，供需失衡问题有所加剧。7月制造业 PMI 为 49.3%，较前值下降 0.4pct，弱于季节性水平，较近五年（不包含 2020 年）同期环比变动均值-0.24%低 0.16pct，我们理解，或是三方面原因导致，一是，7月极端天气对市场预期产生一定冲击；二是，“抢出口”挤压年内出口增速空间，有效需求背景下，预期外贸转内需，或影响市场预期；三是，近期“反内卷”政策预期升温，或对生产产生一定影响。

图表1：PMI 分项



资料来源：Wind，中邮证券研究所

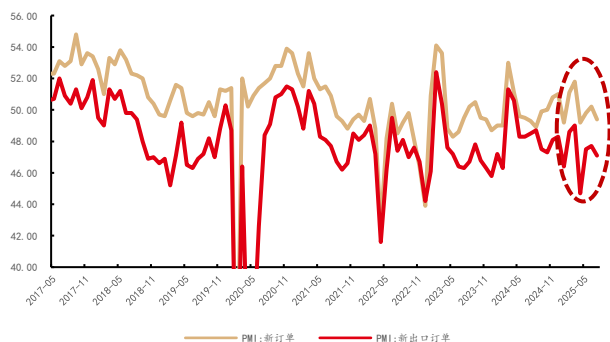
1.1 内外需双弱，关注外贸转内需的影响

7月内外需景气度回落，再次步入收缩区间。7月制造业 PMI 新订单指数为 49.4%，较上月下降 0.8pct，再次步入收缩区间；新出口订单指数为 47.1%，较上月下降 0.6pct。

我们理解，（1）外需景气度回落，或是上半年“抢出口”行为挤压了下半年出口空间，如 6 月美国的圣诞订单已提前下单（详见报告《关税的预期扰动，出口的“N”型走势》）。（2）内需景气度的回落，或是多方面原因影响。一是极端天

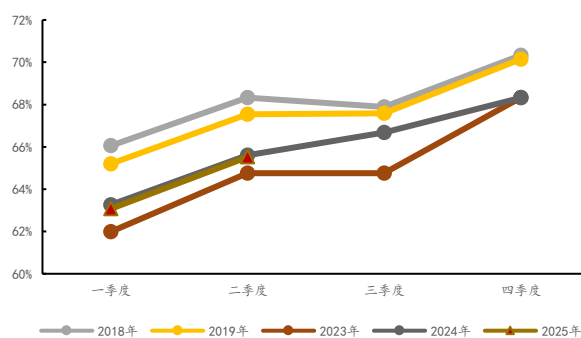
气影响，如 7 月暴雨天气增加；二是近期“反内卷”政策预期升温；三是居民预算约束仍偏谨慎，截至 6 月末，居民边际消费倾向为 65.52%，较去年同期下降 0.08pct，说明居民预期仍有待改善，此时因部分省市以旧换新资金阶段性用完，居民消费需求短期或有所收缩。

图表2：内外需边际回落（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表3：居民边际消费倾向（%）



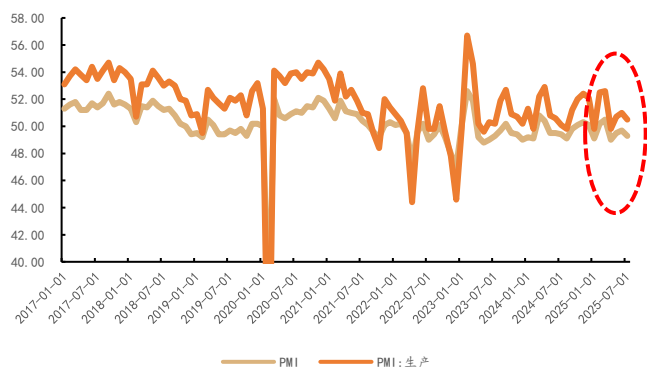
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

1.2 生产扩张动能放缓

7 月制造业 PMI 生产指数为 50.5%，较上月回落 0.5pct，但仍处于扩张区间。根据国家统计局信息，从行业看，铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等行业生产指数和新订单指数持续位于扩张区间，产需两端较为活跃；化学原料及化学制品、非金属矿物制品等行业两个指数继续低于临界点，市场供需偏弱。

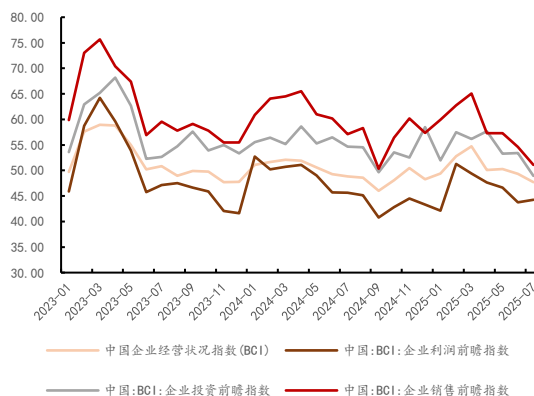
6 月制造业 PMI 生产指数与中国企业经营状况指数（BCI）有所背离，前值呈现回升态势，后者呈现放缓迹象，体现了市场经营主体分化，特别是小型企业景气度回落，或影响就业市场。在此背景下，7 月生产景气度放缓，且 7 月中国企业经营状况指数（BCI）延续返还态势。从中国企业经营状况指数来看，7 月中国企业经营状况指数（BCI）为 47.69，较 6 月下降 1.62；7 月 BCI 企业销售前瞻指数为 51.08，较前值下降 3.55；BCI 企业投资前瞻指数为 48.94，较前值下降 4.45。

图表4：生产扩张动能放缓（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表5：中国企业经营状况

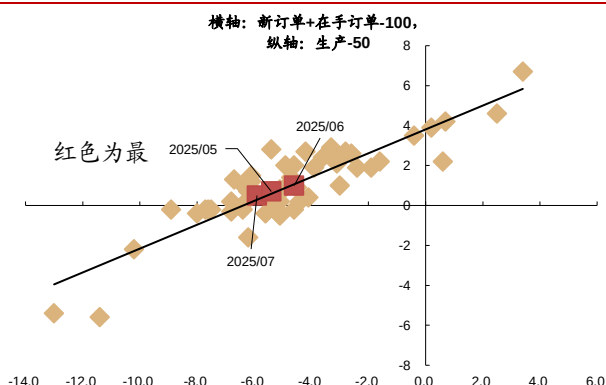


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

1.3 量价再平衡，企业利润预期有所改善

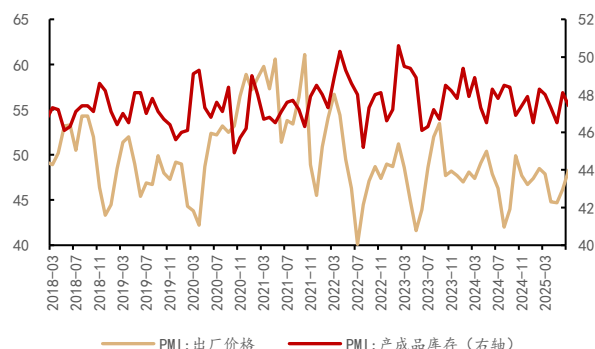
虽然7月供需缺口并未显著改善，但因“反内卷”政策，PPI 同比增速或边际改善，量价再平衡，支撑企业利润预期改善。7月 PMI 新订单与 PMI 生产的差值为-1.1%，较前值-0.8%下跌 0.3pct，但产成品出厂价格和主要原材料购进价格均边际改善，7月 PMI 产成品出厂价格和主要原材料购进价格分别为 48.3%和 51.5%，较前值上升 2.1pct 和 3.1pct，背后应是“反内卷”政策驱动。根据 PMI 产成品出厂价格估算，7月 PPI 环比增速为-0.14%，较前值-0.4%回升 0.26pct，预计同比增速或在-3.2%左右，较前值回升 0.4pct。因为预期价格回升，虽然生产扩张动能有所放缓，但量价再平衡结果是市场预期利润改善，7月 BCI 企业利润前瞻指数为 44.26，较前值回升 0.48。

图表6：供需失衡或进一步加剧（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表7：PMI 出厂价格和 PMI 产成品库存（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2 非制造业景气度保持韧性，扩张动能放缓

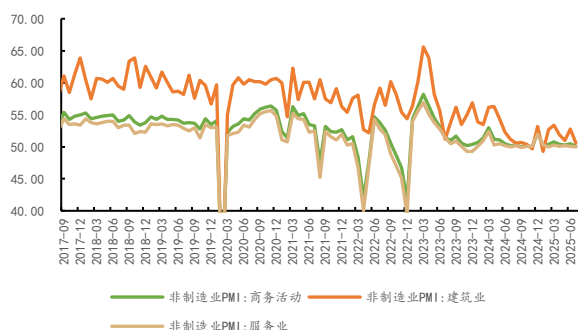
7 月份，非制造业商务活动指数为 50.1%，较上月回落 0.4 个百分点，扩张动能边际放缓，但非制造业整体延续扩张态势。其中，建筑业和服务业景气度均处于扩张区间。

(1) 建筑业景气度处于扩张区间，扩张动能有所放缓，我们理解，7 月极端天气影响或是主要原因。7 月建筑业景气度为 50.6%，较前值下降 2.2pct，扩张动能边际走弱；PMI 建筑业：新订单为 42.7%，较前值下降 2.2pct。

(2) 7 月服务业延续高景气度，扩张动能延续放缓态势。

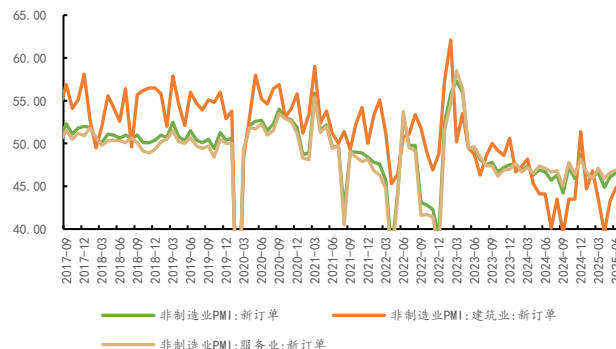
7 月服务业 PMI 为 50.0%，较前值小幅回落 0.1pct。根据国家统计局数据，从行业看，在暑期假日效应带动下，与居民出行和消费相关的铁路运输、航空运输、邮政、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于 60.0%以上高位景气区间，业务总量较快增长；租赁及商务服务、生态保护及公共设施管理等行业商务活动指数均位于扩张区间，旅游相关行业市场较为活跃；房地产、居民服务等行业商务活动指数均低于临界点，景气度偏弱。从市场预期看，业务活动预期指数为 56.6%，比上月上升 0.6 个百分点，表明多数服务业企业对市场预期较为乐观。

图表8：非制造业保持高景气度（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表9：非制造业 PMI 分项走弱（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 展望：关注价格修复的可持续性

从 7 月 PMI 指数来看，制造业景气度边际回落，供需两端均有所走弱，增长动能有所放缓。重点关注三点边际变化：

一是小型企业景气度延续回落态势，或对就业市场产生一定影响，居民预算约束并未显著改善，叠加极端天气等，制约内需修复空间。与此同时，上半年“抢出口”或挤压下半年出口空间，下半年出口增速或面临放缓压力。若通过外贸转

内需，来稳外贸企业生产和就业，或会冲击以内需为主的企业生产和就业，进而加剧内需走弱，值得重点跟踪关注。此做法在上半年已经开始实行。

二是虽然7月供需缺口并未显著改善，但因“反内卷”政策，PPI同比增速或边际改善，量价再平衡，支撑企业利润预期改善。从理论上分析，企业利润改善或促进生产扩张，进而居民收入和预期逐步改善。鉴于本轮企业利润修复主要是“反内卷”政策驱动，属于供给侧调控，在有效需求尚未显著改善的背景下，短期市场经营主体或偏谨慎，企业利润预期改善向生产扩张传导的动力不足，7月PMI产成品库存环比下降亦有所体现，企业仍处于去库阶段，并未开启补库。后续需要关注价格回升的持续性。

三是非制造业扩张动能有所放缓，但仍处于扩张区间，或主要因极端天气影响。其中，建筑业受极端天气影响较为明显，直接影响施工情况，建筑业景气度走弱；服务业维持临界点，暑期消费带动交运、文旅高景气，但房地产等行业偏弱，市场预期指数升至56.6%显示长期信心。

站在当前时点来看，基于DDM模型来看，美关税政策的影响逐步消退，市场风险偏好持续修复，7月以来“反内卷”政策驱动市场量价再平衡，企业利润预期修复，或支撑8月资本市场稳中向好。如果通胀修复在三季度具有可持续性，且9月美联储降息预期不变，同时9月3日将举行纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利80周年大会，或存在内外利好共振，三季度资本市场回稳向好势头或保持不变。

风险提示

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048