

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
CINDA SECURITIES CO., 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

“反内卷”下的价格分化

2025年8月1日

- **打破制造业 PMI 连涨的两重因素。**7月制造业 PMI 打破了其在二季度连涨的走势,我们认为7月制造业 PMI 走弱是订单回流阶段性结束、极端天气扰动两重因素共振的结果。首先,极端天气对生产活动产生扰动。其次,海外订单回流带来的脉冲式增长或已接近尾声。生产端延续扩张但速度放缓,新订单的表现则走弱更多,从6月的扩张到7月的跌破荣枯线。生产和新订单二者合计对 PMI 形成将近0.4个百分点的拖累。
- **制造业价格端是亮点,但内部也有分化。**从全部分项来看,改善最为明显的是价格端指标。除了价格指标,其他分项几乎全线走弱。制造业内部价格分化体现在购进价格扩张,出厂价格收缩。但无论是价格指标表现最好的基础原材料行业,还是整体的制造业,购进价格均在扩张,出厂价格均在收缩,二者差距扩大显示短期内整体制造业的利润格局可能走弱。我们认为,后续“反内卷”对制造业企业价格端的影响或呈现阶梯式传导。
- **非制造业内部价格背离或也是“反内卷”的影响。**非制造业内部价格也有背离——服务业价格端指标双双回落,而建筑业的投入品价格和销售价格都有上涨,投入品价格的涨幅尤为明显。我们认为,这一差异或也与“反内卷”有关。建筑业的投入品主要是钢筋、水泥等,多属于基础原材料行业,而服务业的投入品可能多以人力、技术、信息等为主,这些与原材料行业的关联较弱。建筑业投入品也属于上游的基础原材料行业,可能也受到近期“反内卷”对价格的影响,才导致非制造业内部价格端的分离。
- **风险因素:**消费者信心修复偏慢,政策落地不及预期等。

目 录

一、打破制造业 PMI 连涨的两重因素	3
二、制造业价格端是亮点，但内部也有分化	4
三、非制造业内部价格背离或也是“反内卷”的影响	6
风险因素	8

图 目 录

图 1：制造业和非制造业 PMI 都双双回落	3
图 2：生产走弱，新订单更甚	4
图 3：除了价格端，其他分项几乎全线走弱	5
图 4：基础原材料行业 PMI 是四大分类中唯一上涨的行业	5
图 5：服务业和建筑业景气度双重回落	6
图 6：非制造业内部价格也有背离	7

一、打破制造业 PMI 连涨的两重因素

7 月制造业采购经理指数 (PMI) 为 49.3%，比 6 月下降 0.4 个百分点，打破了 PMI 在二季度连涨的走势。我们认为，7 月制造业 PMI 走弱是订单回流阶段性结束、极端天气扰动两重因素共振的结果。

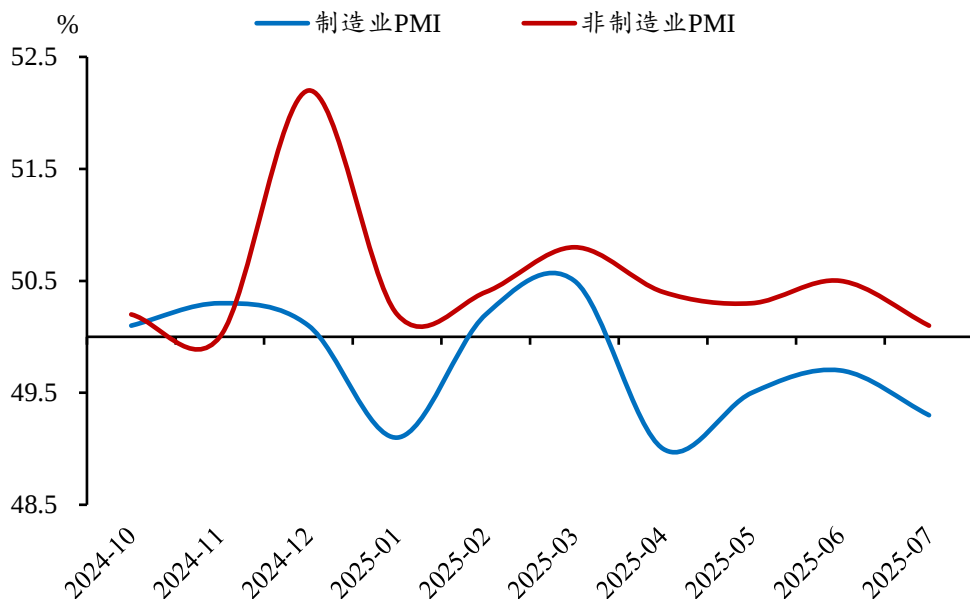
首先，极端天气对生产活动产生扰动。7 月南方多地遭遇暴雨洪涝灾害，导致部分工厂停工、原材料运输受阻。国家统计局明确将“暴雨洪涝灾害”列为 PMI 回落的主因之一，生产指数下降 0.5 个百分点至 50.5%，其中非金属矿物制品、化学原料等行业受影响尤为显著。

其次，海外订单回流带来的脉冲式增长或已接近尾声。今年 5 月中美在日内瓦会议达成关税暂停共识后，部分因关税压力转移的外贸订单出现回流，叠加企业“抢出口”效应继续存在，6 月制造业新订单 PMI 一度回升至荣枯线以上。但这种订单回流往往偏脉冲式变化，7 月数据显示新订单指数已回落至 49.4%，新订单跌破荣枯线表明订单回流带来的需求脉冲式增长或已接近尾声，市场进入自然调整期。

制造业的生产和新订单都有下降，生产端延续扩张但速度已经较 6 月的表现放缓，新订单的表现则走弱更多，从 6 月的扩张到 7 月的跌破荣枯线。**生产和新订单二者合计对 PMI 形成将近 0.4 个百分点的拖累。**

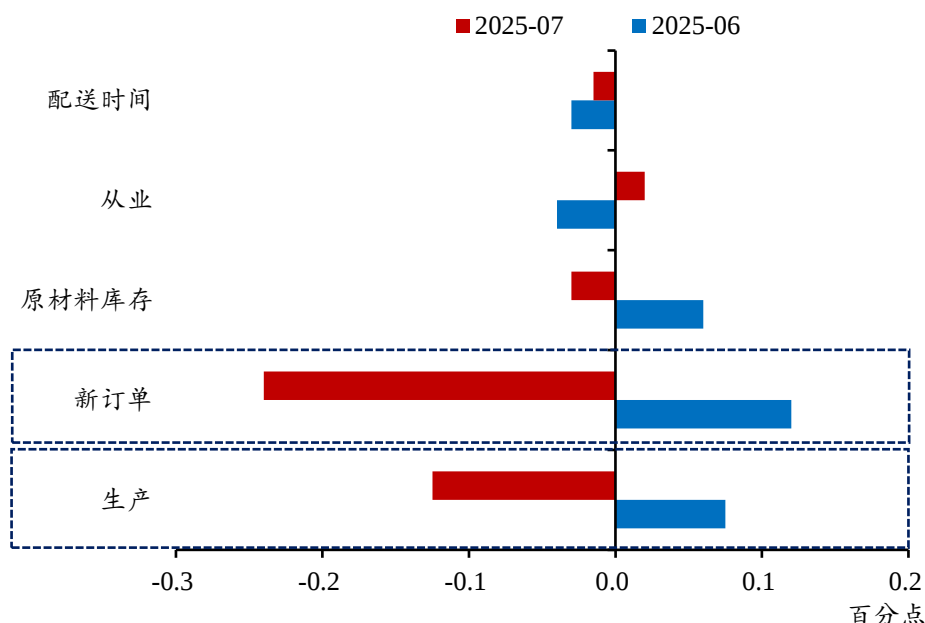
根据中美斯德哥尔摩经贸会谈共识，双方将继续推动已暂停的美方对等关税 24% 部分以及中方反制措施如期展期 90 天，这意味着前期暂停的中美关税有望持续至 11 月中旬。

图 1：制造业和非制造业 PMI 都双双回落



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：生产走弱，新订单更甚



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 图为 PMI 分项对其边际贡献

二、制造业价格端是亮点，但内部也有分化

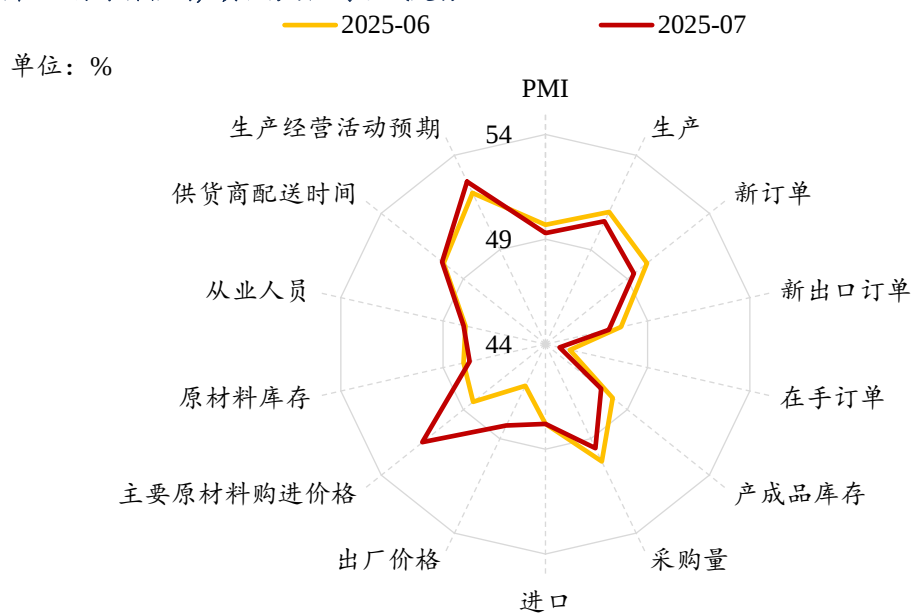
制造业最大的亮点在于价格端。从全部分项来看，改善最为明显的是价格端指标，尤其是主要原材料购进价格。7 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 51.5%和 48.3%，比 6 月上升 3.1 和 2.1 个百分点，其中主要原材料购进价格指数是今年 3 月份以来首次升至临界点以上。除了价格指标，其他分项几乎全线走弱。

我们认为，制造业价格端上扬或与“反内卷”有关。7 月初中央财经委会议就提出“推动落后产能有序退出”，虽然目前“反内卷”具体落地政策尚未全面出台，整体还处于交易预期阶段，但多个行业出现“反内卷”之风，其释放的信号或已引发产业链上下游的主动调整。例如：比如 7 月多家建筑类企业联合发出建筑行业“反内卷”倡议书、7 月能源局出台了严格核查煤矿产能的通知并要求对违规行为分类处置等等。近期推出整治“内卷式”竞争牵动市场预期，导致大宗商品价格上扬，制造业价格端的指标也随之出现回升。

制造业内部价格分化体现在购进价格扩张，出厂价格收缩。在现有的四大分类里面，高技术制造业、装备制造业都出现回落，而消费品行业更是跌破荣枯线，基础原材料行业 PMI 是四大分类中唯一上涨的行业。不仅如此，基础原材料行业购进价格指数较 6 月上升超过 7 个百分点至 52%，出厂价格也回升至 49%的水平。但无论是价格指标表现最好的基础原材料行业，还是整体的制造业，购进价格均在扩张，出厂价格均在收缩，整体制造业二者差距扩大，显示短期内整体制造业的利润格局可能走弱。

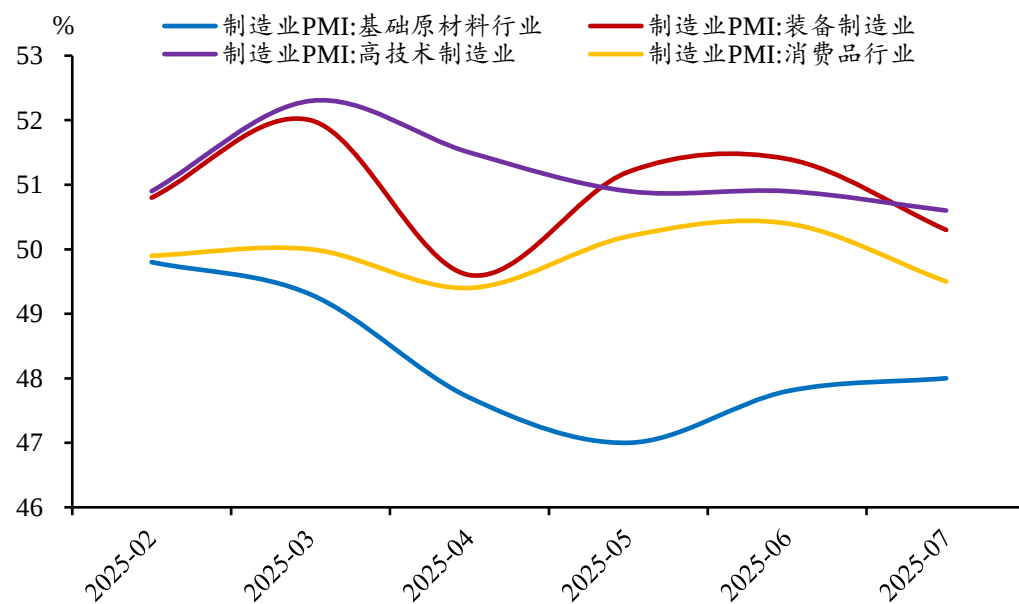
我们认为，“反内卷”对制造业企业价格端的影响或呈现阶梯式传导。基础原材料行业是当前反内卷的直接对象，我们认为在政策作用下，其价格端可能最先上涨，若传导顺利，其价格上涨再通过成本传导到中下游。7 月制造业的主要原材料购进价格、出厂价格均有明显回升，我们认为价格端的回升可能在 7 月的 PPI 中就有体现。

图 3：除了价格端，其他分项几乎全线走弱



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：基础原材料行业 PMI 是四大分类中唯一上涨的行业



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三、非制造业内部价格背离或也是“反内卷”的影响

7月非制造业PMI没能延续回升，而是回落0.4个百分点至荣枯线附近，非制造业回落，建筑业和服务业都有拖累。

首先，建筑业景气度延续下滑，地产拖累依旧，基建施工则受季节性因素影响较多。7月建筑业景气度继续下滑至50.6%，创1月以来最大降幅（回落2.2个百分点）。我们认为建筑业的景气度调整主要受三方面拖累。

第一，是极端天气的冲击。近期部分地区出现持续高温、暴雨洪涝灾害，受此不利因素影响，地产和基建的施工进度都有所延缓。

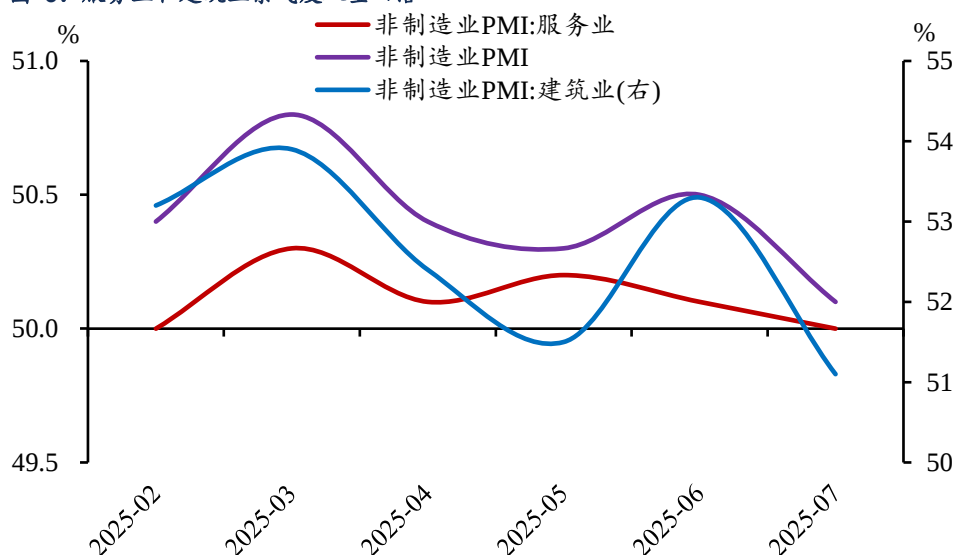
第二，相比基建，地产更加疲软。分行业看，房屋建筑相关活动回调较为明显，商务活动指数降至荣枯线以下；土木工程建筑业商务活动指数虽较6月下降，但仍保持在55%以上，显示基础建设相关活动仍保持在扩张区间。

第三，是成本压力加剧。建筑业投入品价格指数上升6.2个百分点至54.5%，但销售价格仅回升0.9个百分点至49.2%，利润空间被压缩，建筑业经营活动预期也有所放缓。

我们认为其下调可能更多是受到季节性因素的影响，7月政治局会议上，再次提到高质量推动“两重”建设，我们认为，后续对基建的期待仍在。待极端天气过去，基建的景气度可能仍值得期待。

其次，暑期出行对服务业的提振并非全链条、全范围，7月表现呈现“局部热、整体冷”的特征。暑期出行虽然提振了铁路运输、航空运输、邮政、文化体育娱乐等与居民出行和消费的行业，但服务业也涵盖房地产服务、居民服务等细分领域，而房地产服务、居民服务等行业商务活动指数均低于临界点，景气度偏弱。出行相关高景气度与房地产服务低景气度共存，导致7月服务业呈现出“局部热、整体冷”的特征。

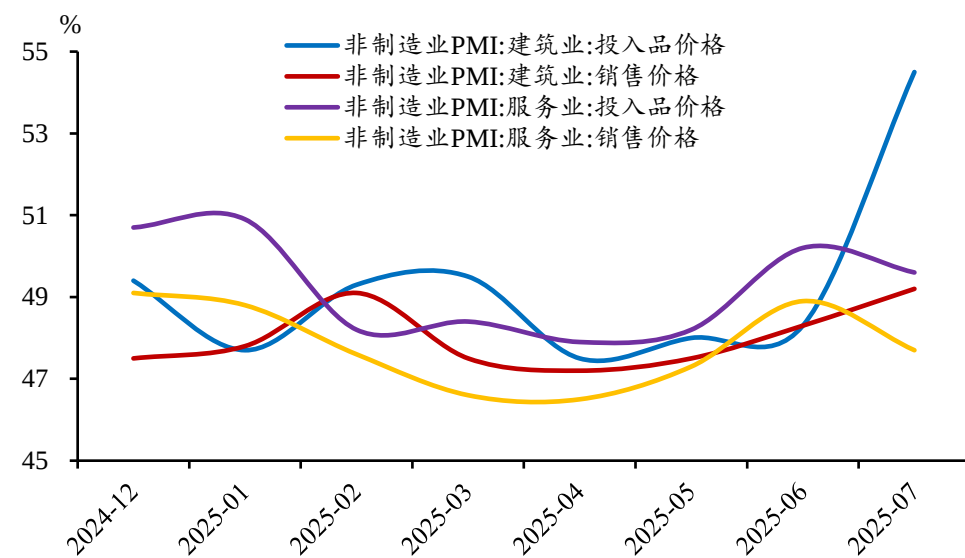
图 5：服务业和建筑业景气度双重回落



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

非制造业内部价格也有背离——服务业价格端没有上升，而建筑业价格端出现上涨。对比之下，服务业价格端指标双双回落，而建筑业的投入品价格和销售价格都有上涨。不仅如此，投入品价格的涨幅尤为明显。我们认为，这一差异或也与“反内卷”有关。建筑业的投入品主要是钢筋、水泥等，多属于基础原材料行业，而服务业的投入品可能多以人力、技术、信息等为主，这些与原材料行业的关联较弱。正是因为建筑业投入品也属于上游的基础原材料行业，可能也受到近期“反内卷”对价格的影响，才导致非制造业内部价格端的分离。

图 6：非制造业内部价格也有背离



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

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。

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。