

2025 年 08 月 01 日

宏观研究团队

PMI 供需均放缓，“反内卷”提振价格

——兼评国家生育补贴和 7 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

● 国家生育补贴落地，不应低估中长期杠杆

1、国家生育补贴覆盖更广，补贴力度略低于呼市方案，但仍明显高于地方平均水平。国家生育补贴不区分一、二、三孩，单个新生儿三年合计补贴 1.08 万元，地方则大多只针对二孩、三孩，我们按一、二、三孩占比测算地方生育补贴（85 省市）的中位数为 0.66 万元，均值为 0.87 万元。

2、不应低估生育补贴中长期杠杆效应。(1)2025 年央地财政预算合计约 1000 亿元，OECD 数据显示，各国家庭福利支出占 GDP 比重与生育率呈正相关关系（ $Y=0.63 \times X$ ），测算首年有望促进新生 33 万人口。(2)杠杆倍数短期约 0.9 倍、中长期明显增厚至约 1.4 倍。其对经济的拉动包括直接提振育龄群体消费支出，促进新生从而间接释放小孩抚养需求以及未来住房消费。测算 1000 亿元生育补贴拉动 2025 年 GDP 926 亿元、杠杆约 0.9 倍、拉动 GDP 增速 0.07%；2025-2029 年均拉动 GDP 1547 亿元、杠杆约 1.4 倍、拉动 GDP 增速 0.10%。

● 制造业：供需边际下滑，“反内卷”提振价格

1、传统生产淡季叠加高温暴雨天气影响，制造业景气度再度转弱，供需分项边际下滑。生产端，PMI 生产下行 0.5 个百分点至 50.5%；需求端，PMI 新订单、PMI 新出口订单、PMI 进口分别走弱了 0.8、0.6、0.5 个百分点至 49.4%、47.1%、44.7%；分行业来看，铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等行业产需指数扩张，化学原料及化学制品、非金属矿物制品等继续低于临界点。

2、“反内卷”提振大宗商品价格，预计 7 月 PPI 同比回升。7 月 PMI 原材料购进价格与 PMI 出厂价格均有回升，根据高频指标预计，7 月 PPI 环比可能在 0.2% 左右，同比在 -3.0% 左右，较前值小幅改善。

3、分类型来看，中型企业景气度改善、小型企业延续走弱。7 月大型、中型、小型企业 PMI 分别较前值变动了 -0.9、+0.9、-0.9 个百分点。小型企业 PMI 与新出口订单同步下滑，或指向抢出口效应趋缓。

● 非制造业：基建投资或延续放缓，服务业相对平稳

1、建筑业 PMI 与新订单指数均走弱，基建投资或延续放缓。实物工作量方面，石油沥青开工好于 2024 年同期，但水泥磨机运转率小幅下行，可能与《进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作》核查超额产能有关；资金端，截至 7 月 31 日专项债发行进度约 63.1%，较 2024 年同期明显提速。往后看，Q3、Q4 水利投资高基数或仍拖累基建，有待“两重”、政策性金融工具以及雅鲁藏布江下游水利工程加快形成实物工作量予以对冲。

2、服务业相对平稳。分行业来看，暑假假日效应提振居民出行和相关消费，铁路运输、航空运输、邮政、文化体育娱乐等行业位于高景气区间，房地产、居民服务等行业景气度偏弱。

● 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

《美联储内部分歧加大，降息或尚需时日——7 月 FOMC 会议点评》-2025.7.31

《充分释放，有效释放——7 月政治局会议学习——宏观经济点评》-2025.7.30

《反内卷初见成效——兼评 6 月企业利润数据》-2025.7.28

目 录

1、 国家生育补贴落地，不应低估中长期杠杆.....	3
2、 制造业：供需边际下滑，“反内卷”提振价格.....	5
3、 非制造业：基建投资或延续放缓，服务业相对平稳.....	7
4、 风险提示	8

图表目录

图 1： 地方生育补贴的中位数为 0.66 万元、均值为 0.87 万元.....	3
图 2： 各国家庭福利支出占 GDP 比重与生育率呈正相关关系.....	4
图 3： 按 OECD 回归系数，2025 首年生育补贴或拉动新生儿 33 万人.....	4
图 4： 生育补贴，首年杠杆倍数约 0.9 倍	5
图 5： 中长期来看，生育补贴杠杆倍数增厚至 1.4 倍.....	5
图 6： 7 月制造业 PMI 分项多数回落	5
图 7： 7 月焦炉开工小幅下降	6
图 8： 7 月汽车半钢胎开工率弱于 2024 年同期.....	6
图 9： 7 月中型企业改善、小型企业走弱	6
图 10： 7 月 BCI 指数延续下滑.....	6
图 11： 7 月建筑业 PMI 小幅下滑	7
图 12： 7 月专项债发行提速	7
图 13： 7 月水泥磨机运转率小幅走弱	7
图 14： 7 月石油沥青开工率好于 2024 年同期.....	7
图 15： 7 月服务业 PMI 相对平稳	8

1、国家生育补贴落地，不应低估中长期杠杆

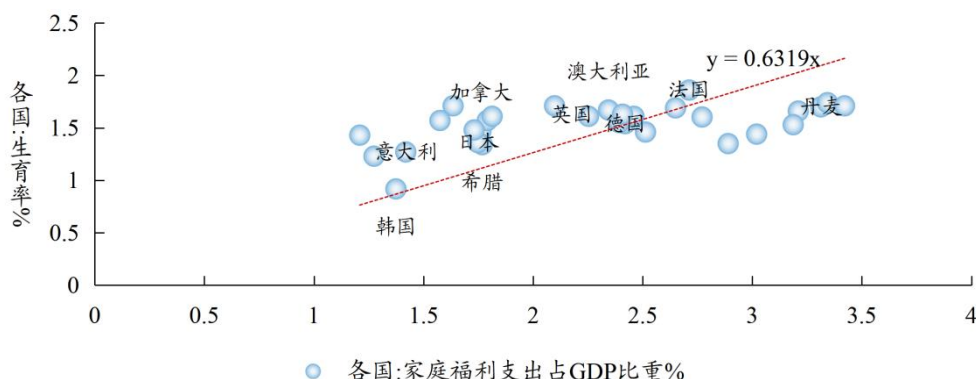
(1)国家生育补贴覆盖更广，补贴力度略低于呼市方案，但仍明显高于地方平均水平。国家生育补贴不区分一、二、三孩，单个新生儿三年合计补贴 1.08 万元，地方则大多只针对二孩、三孩，我们按一、二、三孩占比测算地方生育补贴（85 省市）的中位数为 0.66 万元，均值为 0.87 万元。因此国家生育补贴考虑覆盖面后，补贴总规模并不低，叠加扩大生育保险、延长产假至 158 天及以上、设立父母育儿假、加大普惠托育服务供给等措施，有利于共同推动建设生育友好型社会。

新生儿平均补贴力度(按一、二、三孩占比加权)

城市	一孩 (万元)	二孩 (万元)	三孩及以上 (万元)	合计 (万元)
天门市(含购房补贴)	0.5	3.2	2.3	6.0
武汉市东湖新区	0.5	2.0	1.5	4.0
呼和浩特市	0.5	2.0	1.5	4.0
酒泉市肃北县	0.5	1.8	1.2	3.5
天门市	0.5	1.5	1.0	3.0
吕梁市中阳县	1.0	1.0	0.5	2.5
东莞区长安镇厦边社区	0.5	1.0	1.0	2.5
东莞市长安镇锦厦社区	0.5	1.0	1.0	2.5
安康市宁陕县	0.5	1.0	0.5	2.0
西安安康县	0.5	1.0	0.5	2.0
广州市白云区南岭村	0.5	1.0	0.5	2.0
晋城市	0.5	1.0	0.5	2.0
宜昌市	0.5	1.0	0.5	2.0
衡水市	0.5	1.0	0.5	2.0
上海市	0.5	1.0	0.5	2.0
张掖临泽县	0.5	1.0	0.5	2.0
哈尔滨市	0.5	1.0	0.5	2.0
双鸭山市	0.5	1.0	0.5	2.0
石河子市	0.5	1.0	0.5	2.0
温州市龙湾区	0.5	1.0	0.5	2.0
东莞大朗镇求富路社区	0.5	1.0	0.5	2.0
东莞厚街镇陈屋社区	0.5	1.0	0.5	2.0
广州番禺区大龙街新...	0.5	1.0	0.5	2.0
济南市	0.5	1.0	0.5	2.0
无锡市	0.5	1.0	0.5	2.0
全国	0.5	1.0	0.5	2.0
深圳市	0.5	1.0	0.5	2.0
东莞横沥镇新四黄塘村	0.5	1.0	0.5	2.0

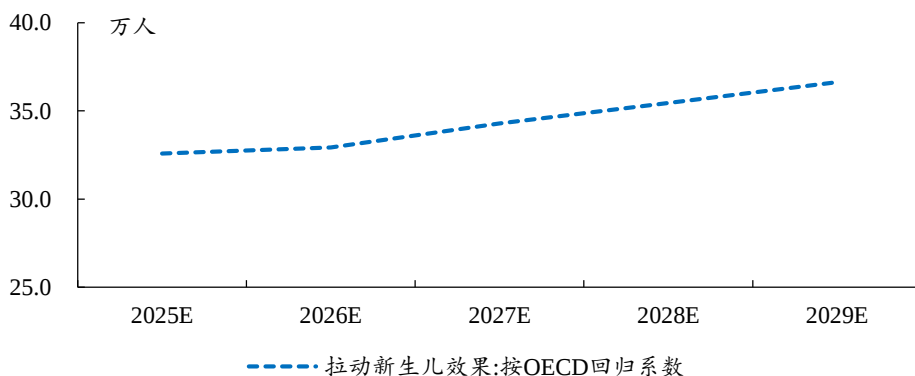
(2)国家生育补贴首年预算 1000 亿元、拉动新生儿约 33 万人。财政部社会保障司司长郭阳表示，中央财政“育儿补贴补助资金”2025 初步安排预算约 900 亿元、按 90%比例对地方进行补助，即央地合计约 1000 亿元。实际来看，2022-2024 年全国出生 2812 万人，测算 2025 年约需补贴 $2812 \text{ 万人} \times 1.08 \text{ 万元} = 1012 \text{ 亿元}$ ，若考虑促生育效果则可能更高。OECD 数据显示，各国家庭福利支出占 GDP 比重与生育率呈正相关关系， $Y=0.63 \times X$ 。则 2025 首年 1000 亿生育津贴约占我国 GDP 0.07%，则有望促进新生 33 万人口（6.89 亿女性 $\times 0.07\% \times 0.63 = 33 \text{ 万}$ ）。

图2：各国家庭福利支出占 GDP 比重与生育率呈正相关关系



数据来源：OECD、开源证券研究所

图3：按 OECD 回归系数，2025 首年生育补贴或拉动新生儿 33 万人

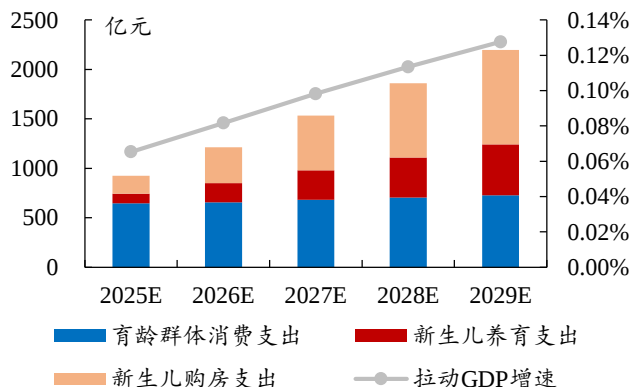


数据来源：OECD、Wind、《中国生育成本报告 2024 版》、开源证券研究所

(3)生育补贴对经济的拉动包括直接提振育龄群体消费支出，促进新生从而间接释放小孩抚养需求以及未来住房消费。提振育龄群体消费支出：按美国情形推算我国生育群体（25-44 岁）消费倾向约 64%，2025 年拉动社零 648 亿元；释放小孩抚养和住房需求：根据《中国生育成本报告 2024 版》，全国家庭 0-17 岁孩子的养育成本平均为 53.8 万元，再算一套房子 100 万，则年均支出分别为 3.0、5.6 万元。因此，2025 年拉动小孩抚养和住房支出分别约 97、181 亿元。

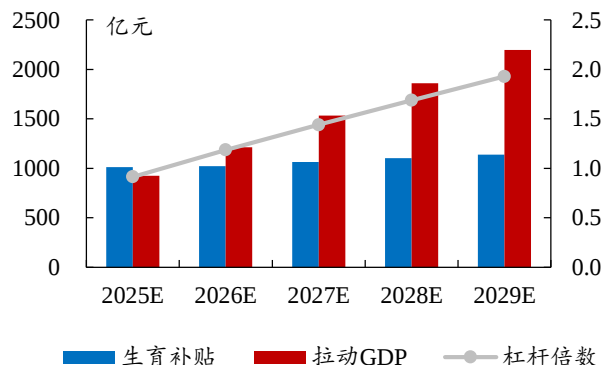
(4)杠杆倍数短期约 0.9 倍、中长期增厚至约 1.4 倍。短期来看，测算 1000 亿元生育补贴拉动 2025 年 GDP 926 亿元、杠杆约 0.9 倍、拉动 GDP 增速 0.07%；需要指出的是，中长期来看杠杆倍数将明显增厚，我们测算 2025-2029 年均拉动 GDP 1547 亿元、杠杆约 1.4 倍、拉动 GDP 增速 0.1%。资金方面中央财政按 90%比例补助地方，符合我们此前提出的“地方现有财力或难完全承担，可能延续消费品以旧换新的模式，即央地按照一定比例实行共担”。

图4：测算生育补贴首年杠杆倍数约 0.9 倍



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：中长期来看，测算生育补贴杠杆倍数增厚至 1.4 倍

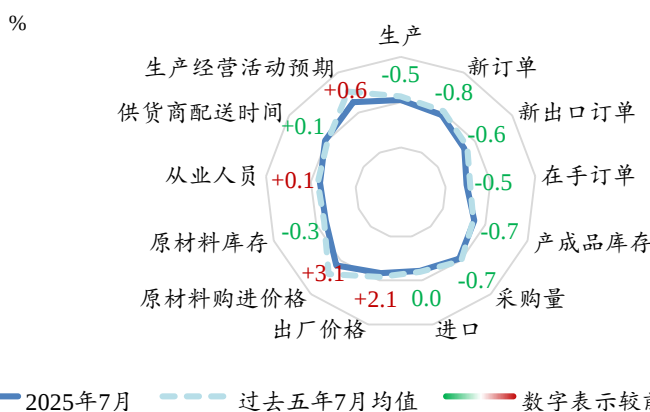


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、制造业：供需边际下滑，“反内卷”提振价格

(1)传统生产淡季叠加高温暴雨天气影响，制造业景气度再度转弱，供需分项边际下滑。7月制造业PMI为49.3%，环比下滑了0.4个百分点，且弱于季节性规律（过去五年7月均值为50.0%，较6月平均下滑0.2个百分点）。生产端，PMI生产下行0.5个百分点至50.5%，保持扩张趋势但幅度有所放缓；需求端，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别走弱了0.8、0.6、0.5个百分点至49.4%、47.1%、44.7%；分行业来看，铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等行业产需指数扩张，化学原料及化学制品、非金属矿物制品等行业产需指数继续低于临界点。

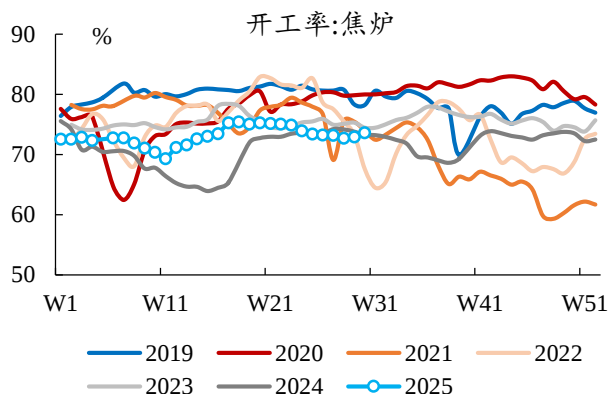
图6：7月制造业PMI分项多数回落



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

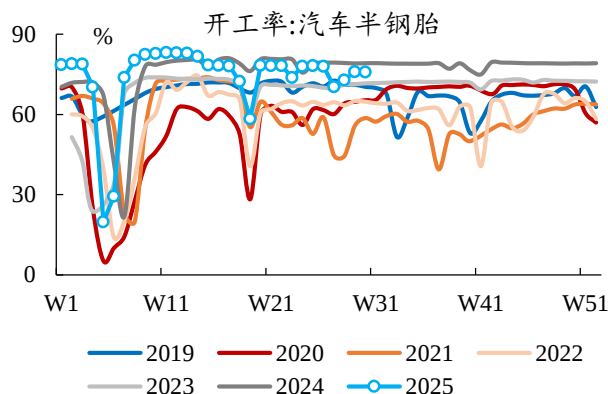
(2)生产端具体来看：内需链方面，7月高炉、焦炉开工率小幅下降，钢材、线材表观需求量均走弱，“反内卷”提振铁矿石、螺纹钢，但水泥价格仍趋弱；外需链方面，汽车半钢胎开工率弱于2024年同期，化工链有所分化，PX、聚酯切片开工率向下，涤纶长丝、涤纶短纤有小幅回升。

图7：7月焦炉开工小幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：7月汽车半钢胎开工率弱于2024年同期

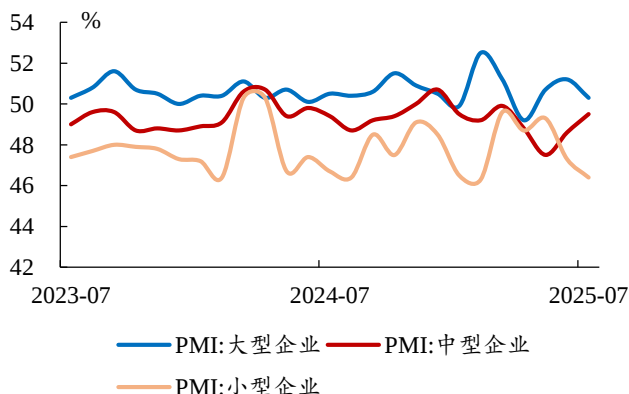


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) “反内卷”提振大宗商品价格，预计7月PPI同比回升。7月PMI原材料购进价格与PMI出厂价格分别为51.5%、48.3%，较前值分别回升了3.1、2.1个百分点，表明“反内卷”预期下原材料价格有所回升。高频指标显示，截至7月18日的生产资料价格指数环比回升0.8%，截至7月30日的南华工业品指数环比回升4.3%，CRB工业原料现货指数环比回升2.0%，我们预计7月PPI环比可能在0.2%左右，同比在-3.0%左右，较前值小幅改善。

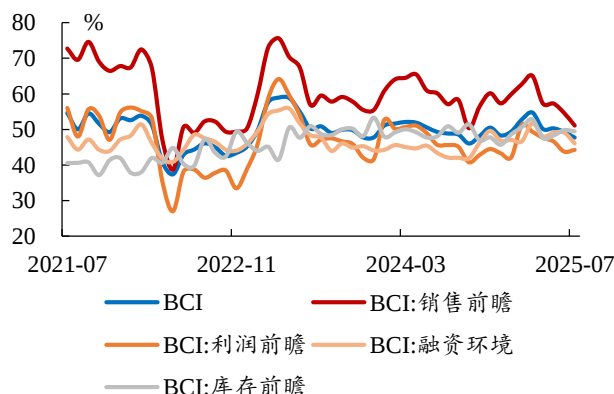
(4)分类型来看，中型企业景气度改善、小型企业延续走弱。7月大型、中型、小型企业PMI分别较前值变动了-0.9、+0.9、-0.9个百分点。小型企业PMI与新出口订单同步下滑，或指向抢出口效应趋缓。7月表征民企景气度的BCI指数下滑了1.6个百分点至47.7%，用工成本前瞻、中间品价格前瞻等分项拖累较大。

图9：7月中型企业改善、小型企业走弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：7月BCI指数延续下滑



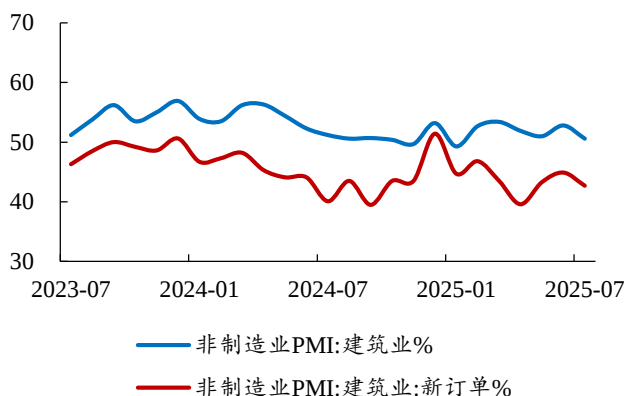
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、非制造业：基建投资或延续放缓，服务业相对平稳

(1)建筑业：基建投资或延续放缓。7月建筑业PMI下滑了2.2个百分点至50.6%，表征预期的新订单指数亦走弱。实物工作量方面，7月石油沥青开工好于2024年同期，但水泥磨机转运率小幅下行，可能与《进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作》核查超额产能有关；资金端，截至7月31日专项债发行进度约63.1%，较2024年同期明显提速。

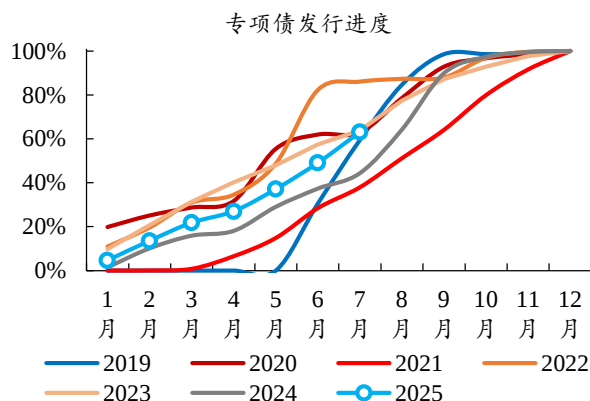
往后看，Q3、Q4水利投资高基数或仍拖累基建，有待“两重”、政策性金融工具以及雅鲁藏布江下游水利工程加快形成实物工作量予以对冲。

图11：7月建筑业PMI小幅下滑



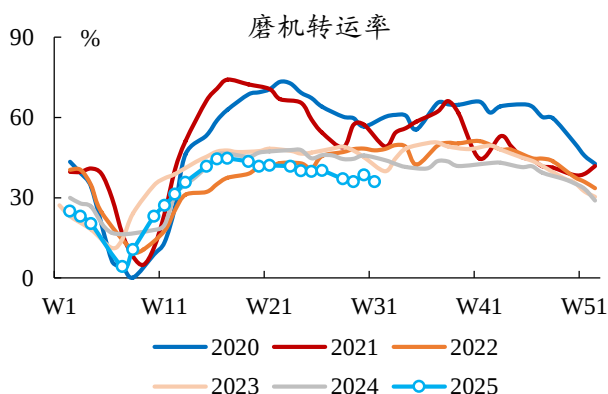
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：7月专项债发行提速



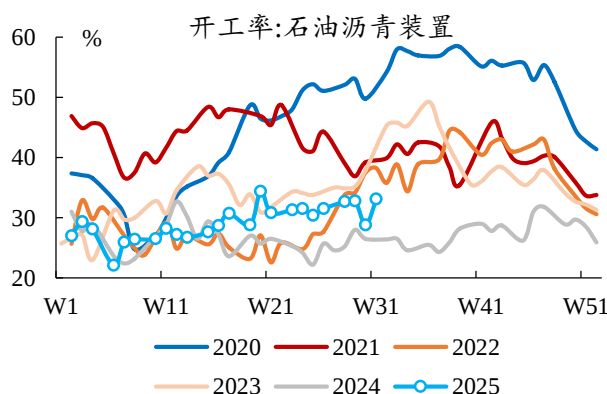
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：7月水泥磨机转运率小幅走弱



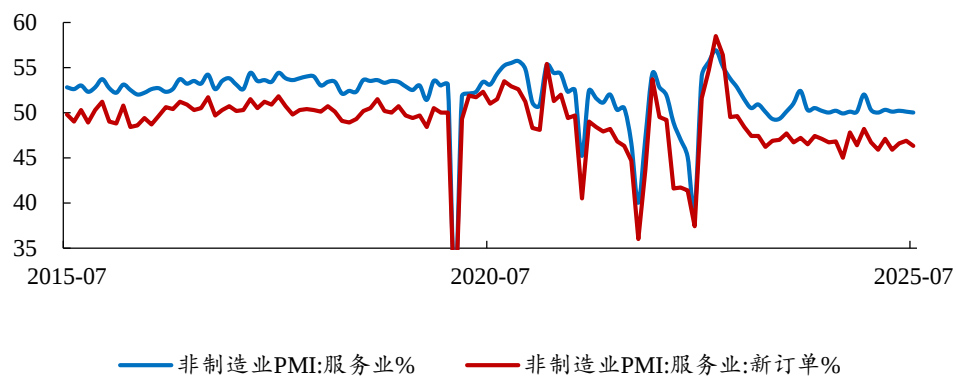
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：7月石油沥青开工率好于2024年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)服务业相对平稳：7月服务业PMI为50.0%、较前值微降0.1个百分点，服务业新订单下滑0.6个百分点至46.3%。分行业来看，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、邮政、文化体育娱乐等行业位于高景气区间，房地产、居民服务等行业景气度偏弱。

图15：7月服务业 PMI 相对平稳


数据来源：Wind、开源证券研究所

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