

经济周期下行，7月景气回落

——宏观景气度系列七

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

7月份，制造业 PMI 为 49.3% (-0.4pct MoM)；非制造业 PMI 为 50.6 (-2.2pct MoM)。

核心观点

■ 制造业 PMI

供给：制造业生产回落。7月生产指数为 50.5，较上月变化-0.5。供应商配送时间指数为 50.3，较上月变化 0.1。

需求：制造业需求回落。7月新订单指数为 49.4，较上月变化-0.8。新出口订单指数为 47.1，较上月变化-0.6。在手订单指数为 44.7，较上月变化-0.5。

供求平衡：需求减弱，供需平衡仍待改善。7月供需指数（需求-供给）为-1.1，较上月变化-0.3，较去年同期变化-0.3，较过去三年均值变化-0.2。

价格：制造业盈利维持收缩。7月原材料价格指数为 51.5，较上月变化 3.1。出厂价格指数为 48.3，较上月变化 2.1。出厂价格-原材料价格差值为-3.2，较上月变化-1.0。

库存：去库压力增加。7月产成品库存指数为 47.4，较上月变化-0.7。原材料库存指数为 47.7，较上月变化-0.3。新订单-产成品库存差值为 2.0，较上月变化-0.1。

■ 非制造业 PMI

供给：服务业就业略改善。7月从业人员指数为 45.6，较上月变化 0.1；其中建筑业为 40.9，较上月变化 1.0，服务业为 46.4，较上月变化 0.0。供应商配送时间指数为 51.2，较上月变化 0.0。

需求：建筑业需求回落，出口压力增加。7月新订单指数为 45.7，较上月变化-0.9；其中建筑业为 42.7，较上月变化-2.2，服务业为 46.3，较上月变化-0.6。新出口订单指数为 48.8，较上月变化-1.0。在手订单指数为 42.3，较上月变化-1.1。

价格：投入价格增加。7月投入品价格指数为 50.3，较上月变化 1.7；其中建筑业为 54.5，较上月变化 6.2，服务业为 49.6，较上月变化-0.6。销售价格指数为 47.9，较上月变化-0.9；其中建筑业为 49.2，较上月变化 0.9，服务业为 47.7，较上月变化-1.2。

库存：去库暂缓。7月存货指数为 45.3，较上月变化 0.5，较去年同期变化-0.1。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

目录

宏观事件 1

核心观点 1

综述 3

需求：制造业和非制造业需求双双回落..... 4

供给：制造业供给减少，服务业扩张..... 5

价格：制造盈利改善，非制造业投入增加..... 6

库存：制造业库存被动积压，综合景气回落..... 7

图表

图 1：7月制造业 PMI | 单位：%..... 3

表 1：7月制造业 PMI 及变化 | 单位：%..... 3

图 2：7月非制造业 PMI | 单位：%..... 3

表 2：7月非制造业 PMI 及变化 | 单位：%..... 3

图 3：制造业需求侧 PMI 改善 | 单位：%..... 4

图 4：非制造业需求侧 PMI 改善 | 单位：%..... 4

图 5：制造业供给侧 PMI | 单位：%..... 5

图 6：非制造业供给侧 PMI | 单位：%..... 5

图 7：建筑业 PMI 指数对比 | 单位：%..... 5

图 8：服务业 PMI 指数对比 | 单位：%..... 5

图 9：制造业价格指数 | 单位：%..... 6

图 10：非制造业价格指数 | 单位：%..... 6

图 11：制造业销售-投入价格指数差值 | 单位：%..... 6

图 12：非制造业销售-投入价格指数差值 | 单位：% 6

图 13：制造业新订单-库存指数 | 单位：% 7

图 14：制造业订单-库存/生产曲线 | 单位：% 7

图 15：非制造业存货指数 | 单位：%..... 7

图 16：综合 PMI 指数 | 单位：%..... 7

表 1：7月制造业 PMI 及变化 | 单位：%..... 3

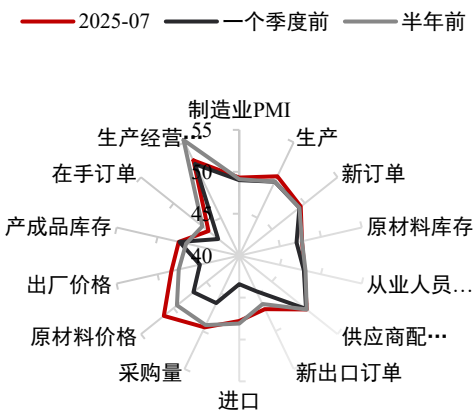
表 2：7月非制造业 PMI 及变化 | 单位：%..... 3

综述

制造业 PMI：2025 年 7 月制造业 PMI 回落 0.4 个百分点至 49.3，主因是周期下行叠加行业淡季及前期出口效应消退。当前中外经济周期错位（中国下行、国外高点下行）制约了价格对需求的快速拉动。7 月“反内卷”政策推行加速企业出清落后出产技术，上游购进价格显著回升，工业企业盈利有所修复。在政策效应下工企积极扩张新产能，这部分扩产有望在 9 月弥补出口缺口，提升秋周期 PMI 弹性，改善回落。

非制造业 PMI：2025 年 7 月非制造业 PMI 回落 0.4 个百分点至 50.1，仍处扩张区间（> 50%）。建筑业受雨季影响增速放缓，暑期节点消费服务表现良好。后续城市更新、消费补贴等内需政策持续落地，叠加 8 月暑期消费红利延续，非制造业下半年有望稳步趋升，但需警惕地产链修复滞后与极端天气扰动风险。

图 1：7 月制造业 PMI | 单位：%



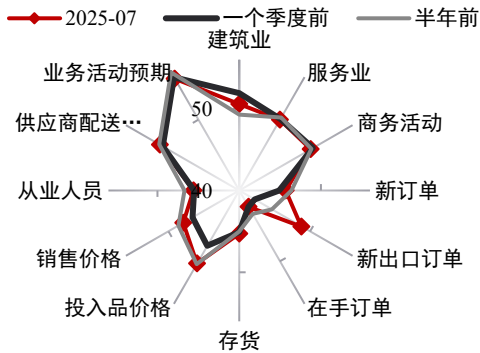
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

表 1：7 月制造业 PMI 及变化 | 单位：%

	数值	环比	同比	三年均值
PMI	49.3			
新订单	49.4			
新出口订单	47.1			
在手订单	44.7			
生产	50.5			
从业人员	48			
采购量	49.5			
进口	47.8			
供应商配送	50.3			
购进价格	51.5			
出厂价格	48.3			
活动预期	52.6			
产成品库存	47.4			
原材料库存	47.7			
供需	-1.1			
利润	-3.2			
新订单-产成品库存	2.0			

数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：7 月非制造业 PMI | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

表 2：7 月非制造业 PMI 及变化 | 单位：%

	数值	环比	同比	三年均值
PMI	50.1			
新订单	45.7			
新出口订单	48.8			
在手订单	42.3			
从业人员	45.6			
供应商配送	51.2			
投入品价格	50.3			
销售价格	47.9			
活动预期	55.8			
存货	45.3			

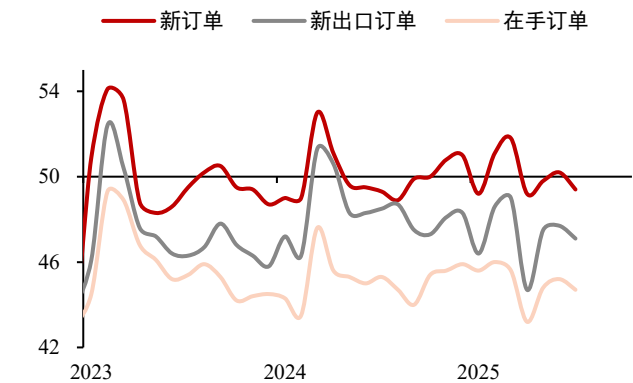
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

需求：制造业和非制造业需求双双回落

制造业： 1) 7月新订单指数为 49.4，较上月变化-0.8 。2) 新出口订单指数为 47.1，较上月变化-0.6， 3) 在手订单指数为 44.7，较上月变化-0.5 。

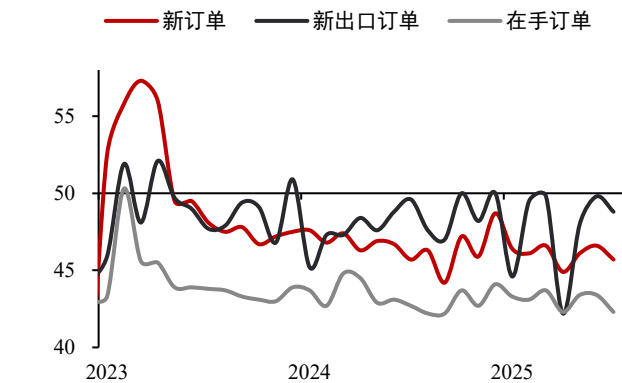
非制造业： 1) 7月新订单指数为 45.7，较上月变化-0.9，表明非制造业订单需求进一步减弱；其中建筑业为 42.7，较上月变化-2.2，表明建筑业的需求回落，服务业为 46.3，较上月变化-0.6，表明服务业需求回落。2) 新出口订单指数为 48.8，较上月变化-1.0，表明出口的需求疲软。3) 在手订单指数为 42.3，较上月变化-1.1，表明存量订单减轻。

图 3：制造业需求侧 PMI 改善 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：非制造业需求侧 PMI 改善 | 单位：%



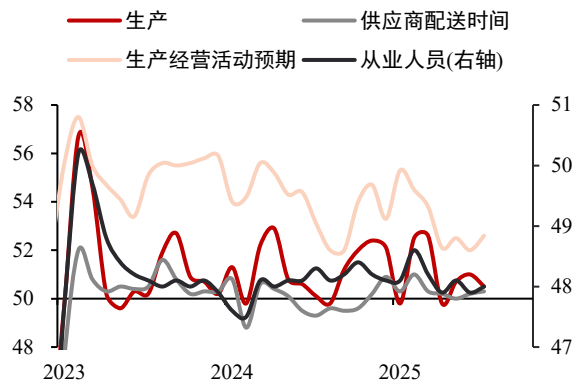
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

供给：制造业供给减少，服务业扩张

制造业：1) 7 月生产指数为 50.5，较上月变化-0.5，表明制造业供给缩减。2) 生产经营活动预期指数为 52.6，较上月变化 0.6，表明利润预期改善。3) 供应商配送时间指数为 50.3，较上月变化 0.1，表明供应链响应逐步改善。4) 从业人员指数为 48，较上月变化 0.1，表明就业收缩仍在继续。

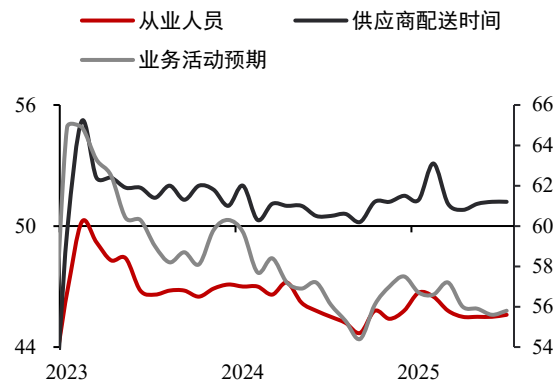
非制造业：1) 6 月从业人员指数为 45.6，较上月变化 0.1，表明就业略有改善；其中建筑业为 40.9，较上月变化 1.0，表明企业对市场预期信心增强；服务业为 46.4，较上月变化 0.0，表明就业趋稳。2) 供应商配送时间指数为 51.2，较上月变化 0.0，表明供应链响应稳定。3) 业务活动预期指数为 55.8，较上月变化 0.2，表明活动景气增加；其中建筑业为 51.6，较上月变化-2.3，表明建筑业收缩，服务业为 56.6，较上月变化 0.6，表明服务业扩张。

图 5：制造业供给侧 PMI | 单位：%



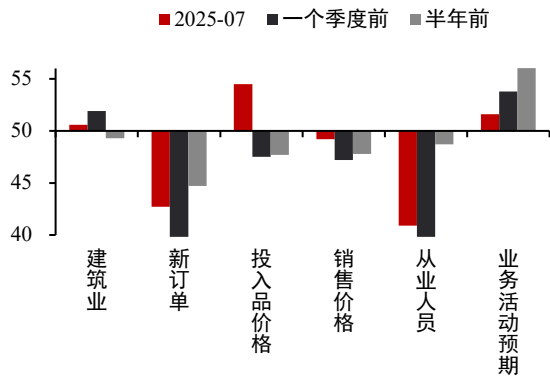
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：非制造业供给侧 PMI | 单位：%



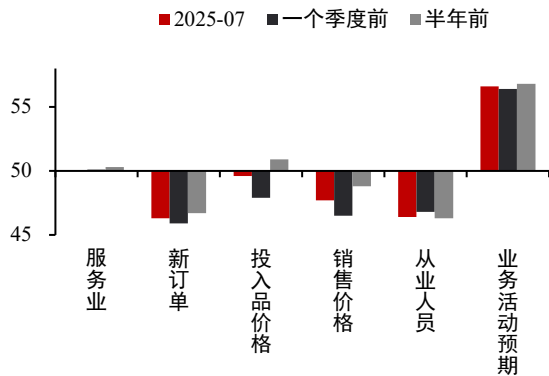
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：建筑业 PMI 指数对比 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：服务业 PMI 指数对比 | 单位：%



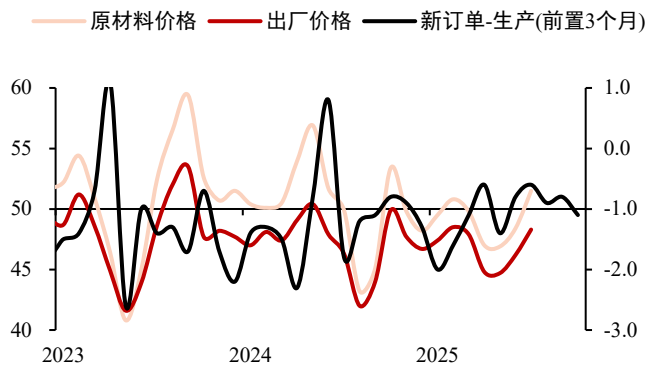
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

价格：制造盈利改善，非制造业投入增加

制造业：1) 7月原材料价格指数为 51.5，较上月变化 3.1，表明制造业上游成本利润改善较多。2) 出厂价格指数为 48.3，较上月变化 2.1，表明销售端利润改善。3) 出厂价格-原材料价格差值为-3.2，较上月变化-1.0，表明企业盈利预期仍有较大改善空间。

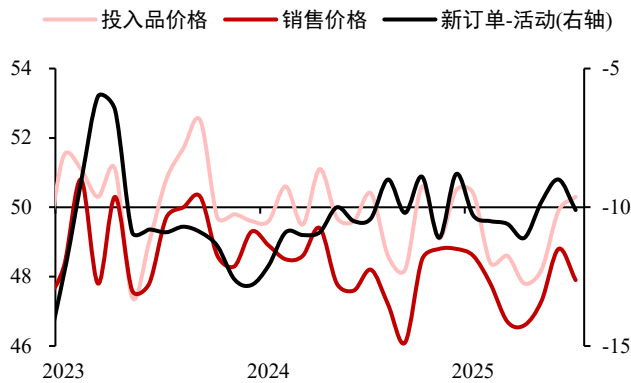
非制造业：1) 7月投入品价格指数为 50.3，较上月变化 0.4，表明非制造业投入增加；其中建筑业为 54.5，较上月变化 6.2，表明建筑业投入成本增加，服务业为 49.6，较上月变化-0.6，表明服务业投入减少。2) 销售价格指数为 47.9，较上月变化-0.9，表明非制造业消费端价格降低；其中建筑业为 49.2，较上月变化 0.9，表明建筑业消费端价格回升，服务业为 47.7，较上月变化-1.2，表明服务业消费端价格降低。

图 9：制造业价格指数 | 单位：%



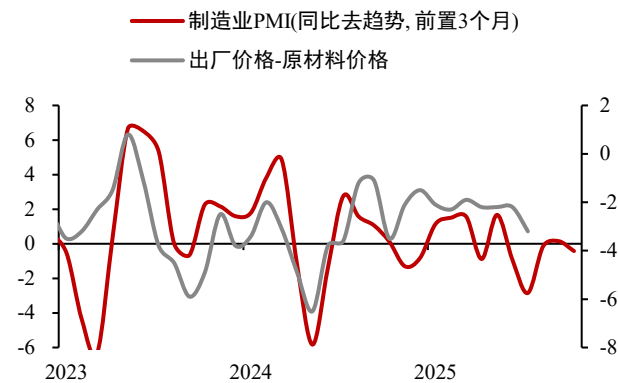
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：非制造业价格指数 | 单位：%



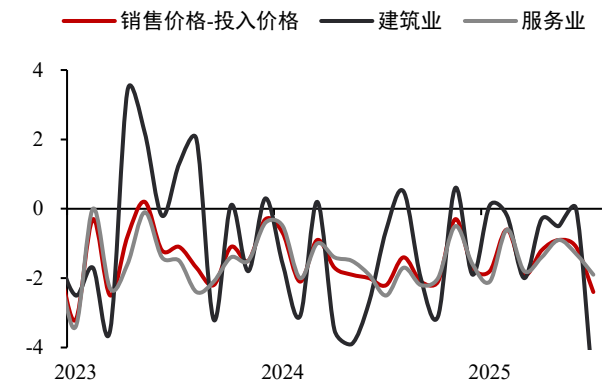
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 11：制造业销售-投入价格指数差值 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 12：非制造业销售-投入价格指数差值 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

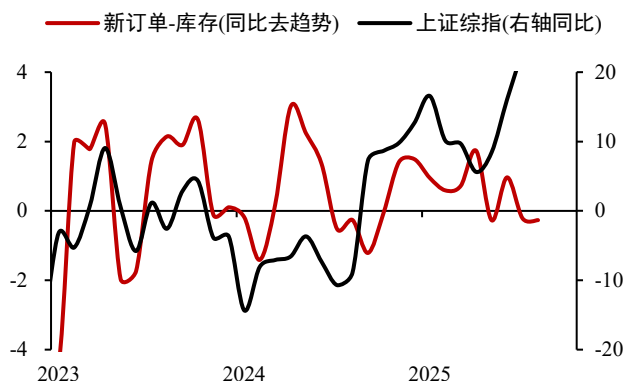
库存：制造业库存被动积压，综合景气回落

制造业：1) 7月产成品库存指数为 47.4，较上月变化-0.7，表明制造业去库压力仍存。2) 原材料库存指数为 47.7，较上月变化-0.3，表明制造业上游库存积压增多。3) 新订单-产成品库存差值为 2.0，较上月变化-0.1，表明制造业目前处于被动积压状态。

非制造业：7月存货指数为 45.3，较上月变化 0.5，比去年同期变化-0.1，表明非制造业库存仍处于去化周期，库存压力增加。

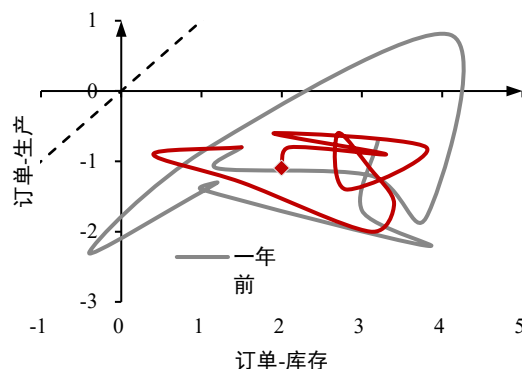
综合：7月综合 PMI 指数为 50.2，较上月变化-0.5，比去年同期变化 0.0，表明整体经济景气仍需等待后续政策落地改善。

图 13：制造业新订单-库存指数 | 单位：%



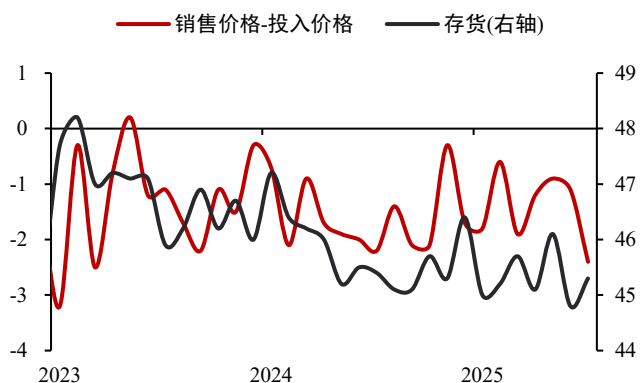
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 14：制造业订单-库存/生产曲线 | 单位：%



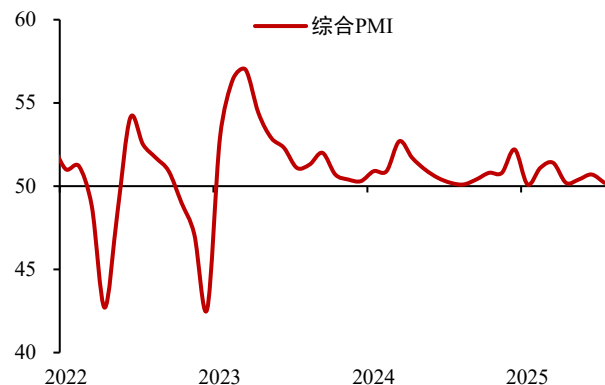
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 15：非制造业存货指数 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 16：综合 PMI 指数 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com