

# 7月PMI数据解读

“反内卷”效果逐渐显现

## ◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师： 田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980524090003  
 证券分析师： 董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001  
 联系人： 王奕群 wangyiqun1@guosen.com.cn

## 事项：

7月份，制造业 PMI、非制造业 PMI 分别为 49.3%和 50.1%，分别环比下降 0.4 和 0.4 个百分点。

## 评论：

图1：中国 PMI 主要数据一览

|     |         | PMI   | 企业规模  |       |       | 生产    | 需求    |       | 库存    |       | 价格    |       | 配送    | 就业    | 预期    |
|-----|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|     |         |       | 大型    | 中型    | 小型    |       | 新订单   | 新出口   | 原材料   | 产成品   | 投入    | 产出    |       |       |       |
| 制造  | 2025-07 | 49.30 | 50.30 | 49.50 | 46.40 | 50.50 | 49.40 | 47.10 | 47.70 | 47.40 | 51.50 | 48.30 | 50.30 | 48.00 | 52.60 |
|     | 2025-06 | 49.70 | 51.20 | 48.60 | 47.30 | 51.00 | 50.20 | 47.70 | 48.00 | 48.10 | 48.40 | 46.20 | 50.20 | 47.90 | 52.00 |
|     | 2025-05 | 49.50 | 50.70 | 47.50 | 49.30 | 50.70 | 49.80 | 47.50 | 47.40 | 46.50 | 46.90 | 44.70 | 50.00 | 48.10 | 52.50 |
|     | 2025-04 | 49.00 | 49.20 | 48.80 | 48.70 | 49.80 | 49.20 | 44.70 | 47.00 | 47.30 | 47.00 | 44.80 | 50.20 | 47.90 | 52.10 |
|     | 2025-03 | 50.50 | 51.20 | 49.90 | 49.60 | 52.60 | 51.80 | 49.00 | 47.20 | 48.00 | 49.80 | 47.90 | 50.30 | 48.20 | 53.80 |
|     | 2025-02 | 50.20 | 52.50 | 49.20 | 46.30 | 52.50 | 51.10 | 48.60 | 47.00 | 48.30 | 50.80 | 48.50 | 51.00 | 48.60 | 54.50 |
|     | 较上月     | -0.40 | -0.90 | 0.90  | -0.90 | -0.50 | -0.80 | -0.60 | -0.30 | -0.70 | 3.10  | 2.10  | 0.10  | 0.10  | 0.60  |
| 非制造 | 2025-07 | 50.10 | 54.10 | 46.30 | 50.90 | -     | 45.70 | 48.80 | -     | 45.30 | 50.30 | 47.90 | 51.20 | 45.60 | 55.80 |
|     | 2025-06 | 50.50 | 52.40 | 47.10 | 53.50 | -     | 46.60 | 49.80 | -     | 44.80 | 49.90 | 48.80 | 51.20 | 45.50 | 55.60 |
|     | 2025-05 | 50.30 | 53.30 | 49.10 | 50.10 | -     | 46.10 | 48.00 | -     | 46.10 | 48.20 | 47.30 | 51.10 | 45.50 | 55.90 |
|     | 2025-04 | 50.40 | 52.20 | 49.10 | 50.90 | -     | 44.90 | 42.20 | -     | 45.10 | 47.80 | 46.60 | 50.80 | 45.50 | 56.00 |
|     | 2025-03 | 50.80 | 54.30 | 48.50 | 51.10 | -     | 46.60 | 49.80 | -     | 45.70 | 48.60 | 46.70 | 51.10 | 45.80 | 57.20 |
|     | 2025-02 | 50.40 | 45.80 | 48.50 | 60.40 | -     | 46.10 | 49.50 | -     | 45.20 | 48.40 | 47.80 | 53.10 | 46.50 | 56.60 |
|     | 较上月     | -0.40 | 1.70  | -0.80 | -2.60 | -     | -0.90 | -1.00 | -     | 0.50  | 0.40  | -0.90 | 0.00  | 0.10  | 0.20  |

资料来源：Wind，中采咨询，国信证券经济研究所整理

**结论：**本月 PMI 随季节性回落，制造业 PMI 已经连续四个月低于荣枯线，表示我国 7 月经济有一定下行压力，内需不振和供需失衡的问题仍在造成困扰。非制造业 PMI 同样环比下行但继续维持韧性，建筑业和服务业都有所回落。“反内卷”政策效果正在显现，在政策鼓励下制造业价格指数出现回升，同时生产经营活动的预期边际转暖，但尚未观察到整体需求的复苏，后续仍需关注需求端能否实际支撑价格的回升。

具体看，7 月 PMI 有以下几点特征：

**生产与需求同步回落，需求落至荣枯线下，需求下行幅度大于生产。**从相对变化看，“产需差”扩大：生产小幅回落（-0.5pct），同时新订单回落更多（-0.8pct），“产需差”扩大 0.3pct 至 1.1pct，后续在“反内卷”政策引导下可能会有所收窄。从绝对水平看，季节性带动生产回落至 50.5；而“三大需求”均下行：新订单（-0.8pct 至 49.4）、新出口订单（-0.6pct 至 47.1）和现有订单（-0.5pct 至 44.7）同时降低。

**库存回落，价格指数继续回升。**库存方面，一是原材料库存出现回落（-0.3pct 至 47.7），二是产成品库

存回落更多（-0.7pct 至 47.4）。与此同时，价格指数连续第二个月反弹，且投入品价格涨幅超过产成品，企业利润压力未改善。购进价格指数上行 3.1pct 至 51.5，位于荣枯线下，黑色金属、化学制品、专用设备、金属制品等行业回升较多；出厂价格同样上行 2.1pct 至 48.3，黑色金属、化学制品、非金属矿物、有色金属冶炼等行业回升较多。

**7 月非制造业 PMI 环比小幅下行，服务业和建筑业均回落。**非制造业景气度环比下行 0.4pct 至 50.1。从结构看，建筑业回落幅度超过非建筑服务业。服务业 PMI 小幅回落（-0.1pct 至 50），内部结构分化明显，生产性服务业显著下行。一方面，消费性服务业有所反弹（+0.3pct 至 48.2），仍位于荣枯线下。另一方面，生产性服务业大幅下行（-3.3pct 至 52.3）。建筑业 PMI 下行 2.2pct 至 50.6，低于过去 3 年同期平均水平（53.9）。总体非制造业新订单下行（-0.9pct 至 45.7），就业人员略高于前值（45.6）。

分行业看，制造业和非制造业景气行业的数量均环比上升。15 个制造业行业中 7 个（47%）位于景气区间，多于 6 月（6 个），通用设备、专用设备、黑色金属、有色金属等行业表现相对较好。非制造业同样景气占比上升。19 个非制造业行业中 11 个（58%）位于景气区间，高于上月（10 个）。铁路运输、邮政、土木工程、电信、互联网等行业表现相对较好。

#### ◆ 制造业

**7 月制造业景气度边际回落，主要一是制造业进入淡季，二是经济供需失衡的问题继续发展。**PMI 回落 0.4pct 至 49.3，连续第四个月位于荣枯线下，同比低于去年 7 月 49.4，略高于近三年同期均值（49.2）。本次制造业的回落幅度略大于季节性，环比变化小于过去三年环比均值。从季节性角度观察，一般而言历年 7 月相较 6 月有一定回落，今年 7 月环比略弱于近年平均水平（2022-2024 年 7 月平均环比 -0.33）。分贡献度看，大部分科目都有不同程度拖累。按拖累大小分别是新订单（贡献 -0.24pct）、生产（贡献 -0.125pct）、原料库存（贡献 -0.03pct）、配送（贡献 -0.015pct）、雇员（贡献 +0.02pct）。

**生产与需求同步回落，需求落至荣枯线下，需求下行幅度大于生产。**从相对变化看，“产需差”扩大：生产小幅回落（-0.5pct），同时新订单回落更多（-0.8pct），“产需差”扩大 0.3pct 至 1.1pct，后续在“反内卷”政策引导下可能会有所收窄。从绝对水平看，季节性带动生产回落至 50.5；而“三大需求”均下行：新订单（-0.8pct 至 49.4）、新出口订单（-0.6pct 至 47.1）和现有订单（-0.5pct 至 44.7）同时降低。

**库存回落，价格指数继续回升。**库存方面，一是原材料库存出现回落（-0.3pct 至 47.7），二是产成品库存回落更多（-0.7pct 至 47.4）。与此同时，价格指数连续第二个月反弹，且投入品价格涨幅超过产成品，企业利润压力未改善。购进价格指数上行 3.1pct 至 51.5，位于荣枯线下，黑色金属、化学制品、专用设备、金属制品等行业回升较多；出厂价格同样上行 2.1pct 至 48.3，黑色金属、化学制品、非金属矿物、有色金属冶炼等行业回升较多。

**虽然产需两端有所回落，但企业预期反向回升。**制造业预期提高 0.6pct 至 52.6，较上月上行。分规模看，大、小企业景气度回落，中型企业回升：大型企业和小型企业下行（大型 -0.9pct 至 50.3，小型 -0.9pct 至 46.4）；中型企业上行（+0.9pct 至 49.5）。“大小企业差”维持 3.9pct 不变。分行业看，15 个制造业行业中 7 个（47%）位于景气区间，多于 6 月（6 个），通用设备、专用设备、黑色金属、有色金属等行业表现相对较好。

#### ◆ 非制造业

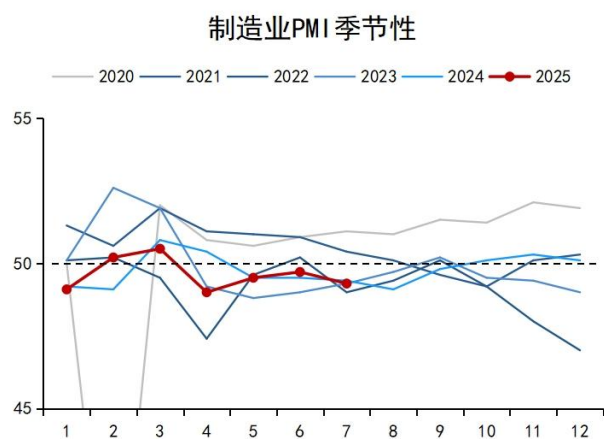
**7 月非制造业 PMI 小幅下行，服务业和建筑业均回落。**非制造业景气度环比下行 0.4pct 至 50.1，总体表现显著弱于近年同期（2022-2024 年 7 月均值 51.8），2025 年至今波动性较往年减弱。从结构看，建筑业回落幅度超过非建筑服务业。

**服务业 PMI 小幅回落（-0.1pct 至 50），内部结构分化明显，生产性服务业显著下行。**一方面，消费性服务业有所反弹（+0.3pct 至 48.2），仍位于荣枯线下。另一方面，生产性服务业大幅下行（-3.3pct 至 52.3）。建筑业 PMI 下行 2.2pct 至 50.6，低于过去 3 年同期平均水平（53.9）。总体非制造业新订单下行（-0.9pct 至 45.7），就业人员略高于前值（45.6）。

具体来看，7月建筑业的下行主要来自房屋建筑业（-4.7pct至46.6）和土木工程（-1.6pct至55.1），均低于去年和过去三年同期水平；建安工程有所回升（+2.6pct至53.1），高于去年同期水平。

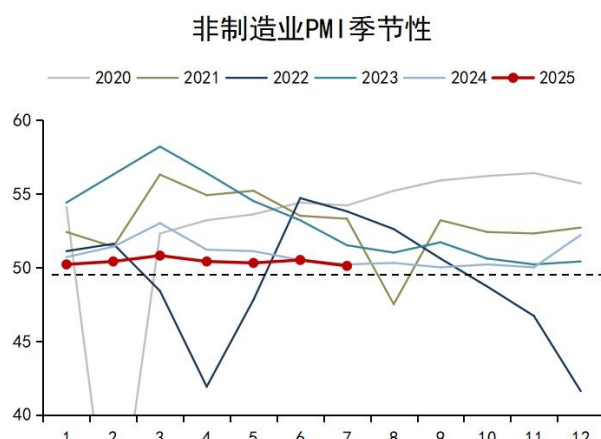
从分项指标看，有三方面值得关注：一是与制造业情况不同，非制造业价格分化，购进价格上行但产出价格回落。当月价格指数中，产出价格回落（-0.9pct至47.9）但投入价格回升（+0.4pct至50.3），指向企业利润率指标有所下行（-1.3pct至-2.4pct）。二是不同规模企业景气度表现与制造业有所区别，大型企业表现较好，中小型企业走弱。当月大、中、小型非制造业企业PMI环比分别+1.7pct、-0.8pct和-2.6pct。三是分行业看，景气行业占比上升。19个非制造业行业中11个（58%）位于景气区间，高于上月（10个）。铁路运输、邮政、土木工程、电信、互联网等行业表现相对较好。

图2: 制造业 PMI 的季节性



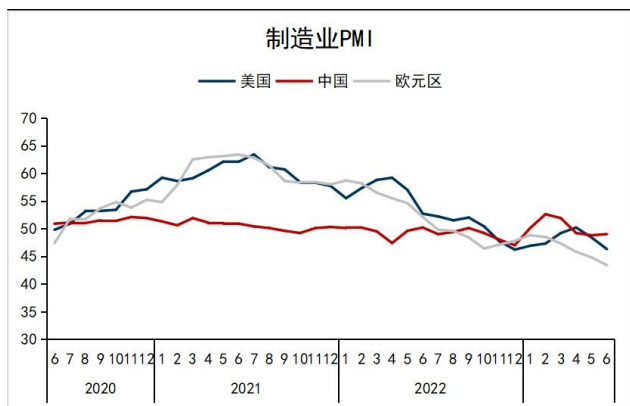
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 非制造业 PMI 的季节性



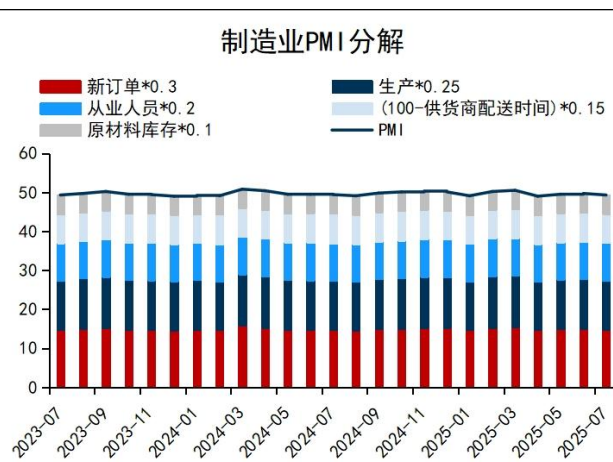
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 欧美制造业 PMI 下行



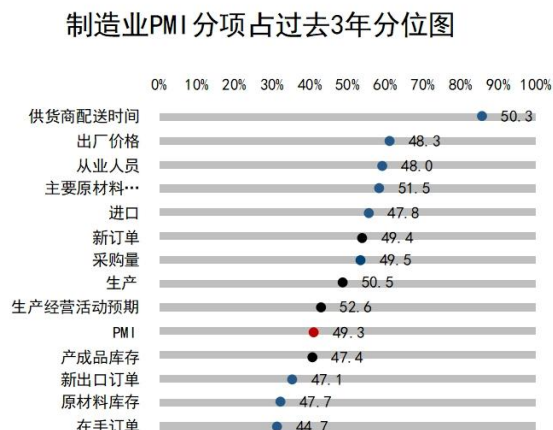
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 制造业 PMI 贡献分解



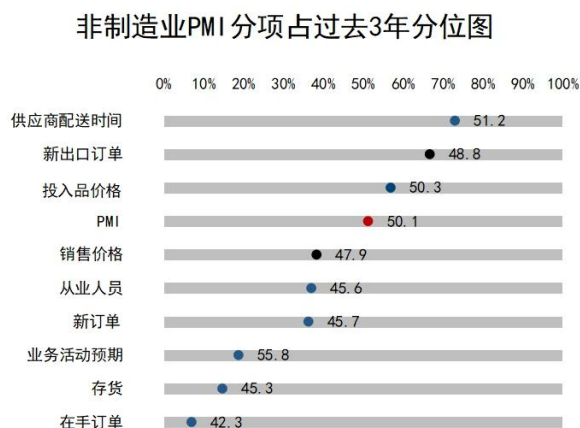
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 制造业主要指标历史分位数



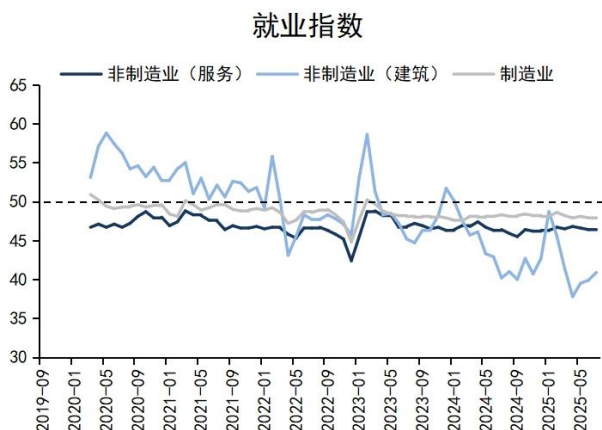
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 非制造业主要指标历史分位数



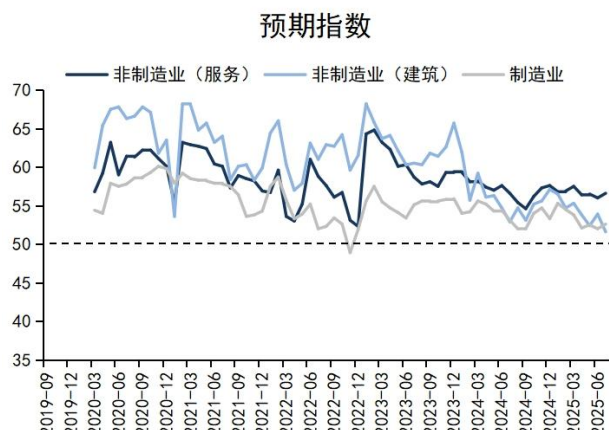
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 建筑业就业指数继续回升



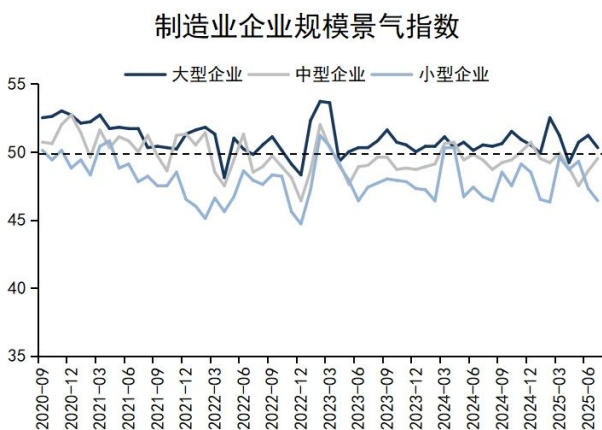
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 建筑业预期边际回落



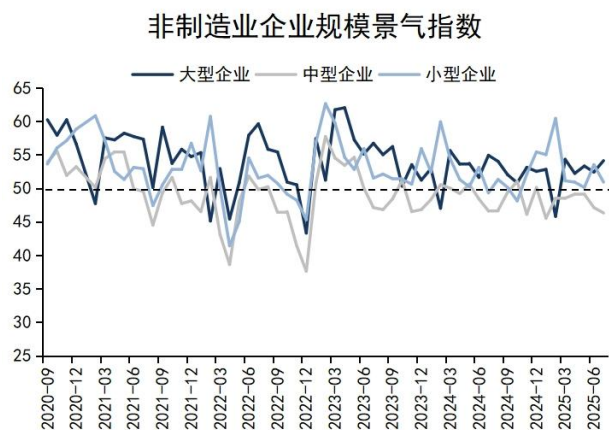
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 大中小制造业企业景气度



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 大中小非制造业企业景气度



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## ◆ 风险提示

海外市场动荡，海外经济进入衰退。

## 相关研究报告：

《7月政治局会议解读-财政“蓄水池”成为下半程的关键》——2025-07-30

《2025年6月财政数据快评-一二本账分化，一般公共支出继续下行》——2025-07-26

《美国6月CPI数据点评-美国通胀温和上涨》——2025-07-16

《中央城市工作会议快评-城市发展迈入新阶段》——2025-07-16

《6月金融数据解读-企业“跷跷板”效应弱化，带动信贷超季节性回升》——2025-07-15

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                  | 类别         | 级别   | 说明                    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------|-----------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上    |
|                                                                                                                                                                                                                                         |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                         |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上    |
|                                                                                                                                                                                                                                         |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点     |
|                                                                                                                                                                                                                                         | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上  |
|                                                                                                                                                                                                                                         |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                         |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上  |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032