



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：钟渝梅

执业证号：S0100525070001

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**7 月 31 日，国家统计局公布 7 月份制造业采购经理指数为 49.3%，比上月下降 0.4 个百分点；非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 50.1%和 50.2%，比上月下降 0.4 和 0.5 个百分点。

➤ **随着供需回落，7 月制造业 PMI 结束了此前“连涨”，是“假摔”还是“真跌”？背后又有怎样不寻常的信号？7 月 PMI 的回落，既有暂时性因素、又有结构性因素。**除了极端天气与自然灾害等特殊因子放大了 PMI 的下滑幅度之外，7 月 PMI 背后有几处不寻常值得关注——**一方面**，“反内卷”短期内可能会引起生产的阶段性放缓，但对于**价格预期**的改善更为“立竿见影”；**另一方面**，随着“抢出口”“抢转口”态势逐步平息，7 月出口成为观测贸易冲突新阶段的一大风向标，发布时间较早的 PMI 新出口订单指数在其中扮演着重要角色。

➤ **更早“出炉”的 7 月 EPMI 早已“预告”了制造业 PMI 的下降。**受高新技术产业迅速发展的影响，制造业 PMI 与战略性新兴产业 PMI（EPMI）之间的相关性较高。然而 7 月传统淡季导致 EPMI 环比小幅下滑，这也为 7 月制造业 PMI 的下滑“埋下伏笔”。

➤ **7 月的极端天气与自然灾害，易压低 PMI 读数。**7 月制造业 PMI 边际下降的背后，其实也隐含了种种来自于极端天气（全国多地迎最强高温天气）与自然灾害（暴雨洪涝、台风等自然灾害频发）的负面影响。正是因为如此，通常 7 月制造业会步入传统淡季，导致 PMI 边际下降的概率大于上升，其中代表产需两端的 PMI 生产指数和 PMI 新订单指数也多在 7 月季节性放缓。

➤ **短期内“反内卷”也会影响生产进度。**除了高温与自然灾害这些暂时性因素之外，7 月 PMI 生产指数的放缓也与“反内卷”有一定关系。供给端的改革虽然长期能推动产业的优化，但短期对企业来说是“阵痛”，可能会引起产量的阶段性下降。参考 2015-17 年的供给侧结构性改革时期，当时 **PMI 生产指数由降转升的拐点明显要落后于开启供给侧改革的时点**，因此短期内“反内卷”可能同样会使企业生产节奏趋缓。

➤ **不过“反内卷”对于价格预期反而是件好事。**相较于 PMI 生产指数，供给侧改革对于企业价格预期的改善更加“立竿见影”，7 月 PMI 两大价格指标的同步上升也证明了这一点（其中 PMI 原材料购进价格指数环比上升 3.1pct、录得 51.5%；PMI 出厂价格指数环比上升 2.1pct、录得 48.3%）。需要注意的是，**价格预期的边际回暖并非代表价格的实质性改善**，距离 PPI 增速真正的由负转正尚待时日。

➤ **前期出口需求的透支效应开始显现，7 月 PMI 传达出口放缓的信号。**7 月 PMI 新出口订单指数转升为降，录得 47.1%（环比-0.6pct），与 7 月高频数据一样显现出**出口放缓**的信号。无论是我国港口货运量“季节性”回落时点的提前、还是洛杉矶港的进口量转升为降，均说明前期强劲“抢出口”对于需求的提前透支效果现已逐步显现。

➤ **除此之外，7 月非制造业运行面临一定压力。**7 月建筑业 PMI、服务业 PMI 分别录得 50.6%、50.0%，环比增速分别为-2.2pct、-0.1pct。建筑业 PMI 的放

相关研究

1.2025 年 7 月政治局会议点评：政治局会议的破题信号-2025/07/30

2.美联储政策观察：7 月议息：看点是联储内部分歧-2025/07/30

3.美国经济研究：捉摸不透的需求（一）：“外强中干”的美国消费？-2025/07/27

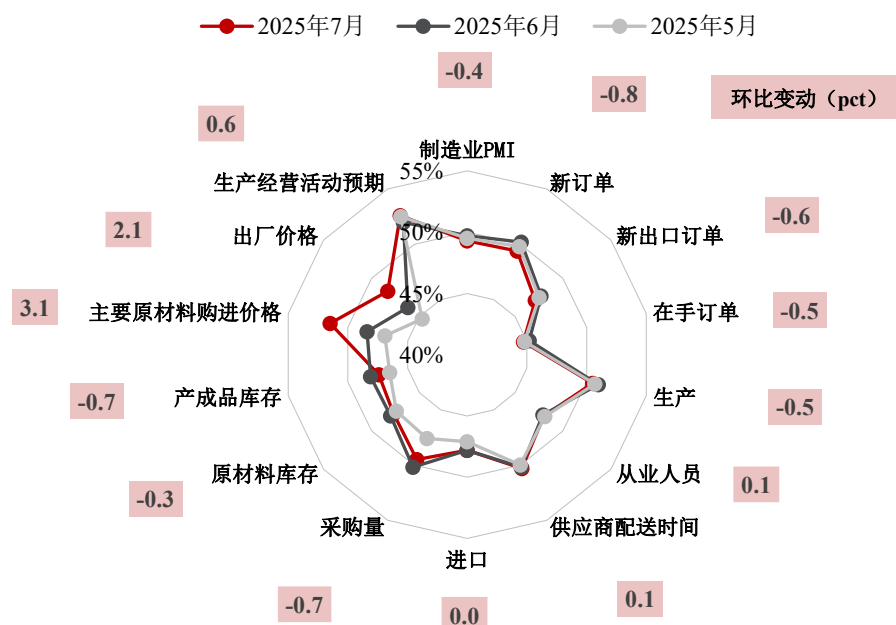
4.2025 年 6 月工业企业利润点评：关税风波下的二季度企业盈利-2025/07/27

5.2025 年 6 月财政数据点评：年中财政蓄力几何？-2025/07/26

缓也与极端天气和自然灾害有一定关系，且近期政策动向表明对基建的重视程度依旧（如总理亲自坐镇雅江项目），说明后续建筑业下行压力较小。不过仍在较低水平运行的服务业 PMI，说明后续需求侧增量政策的适时推出仍具可能。

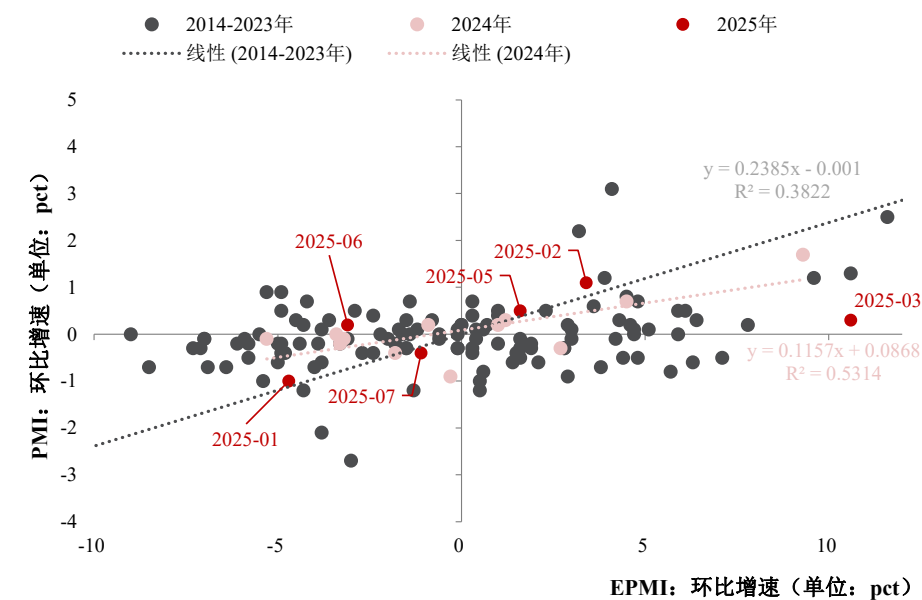
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：7月制造业 PMI 反映产需下降、出口放缓、价格回升的态势



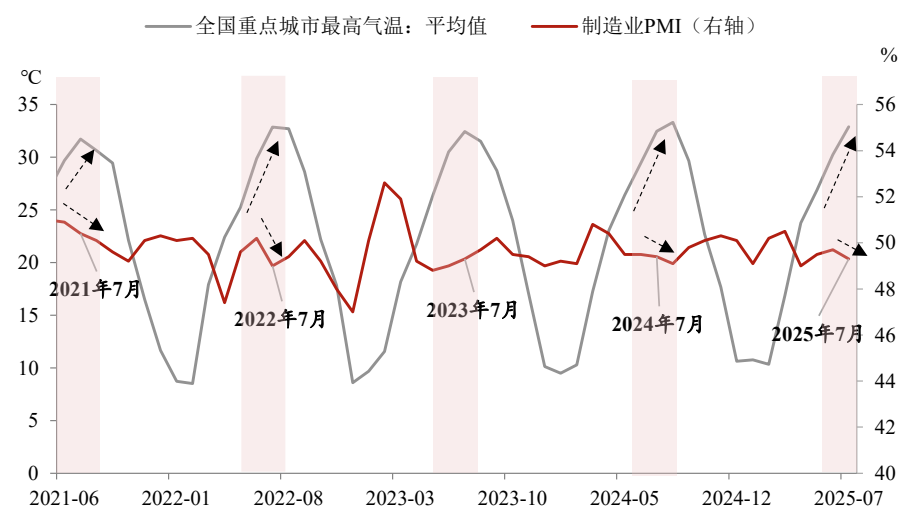
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：EPMI 与 PMI 相关性较高，7月 EPMI “预告”了 PMI 的下降



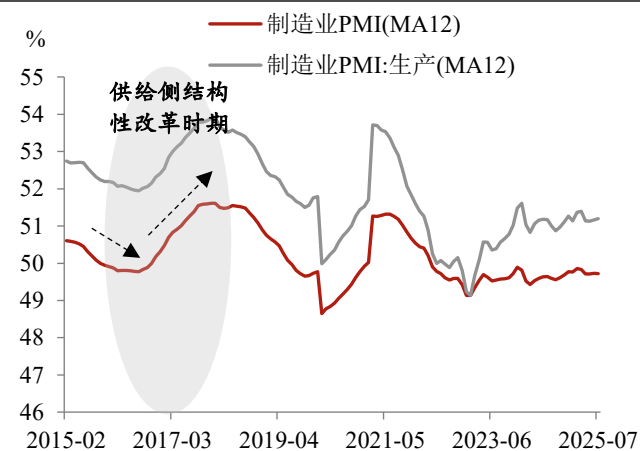
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：7月高温天气容易压低制造业 PMI 读数



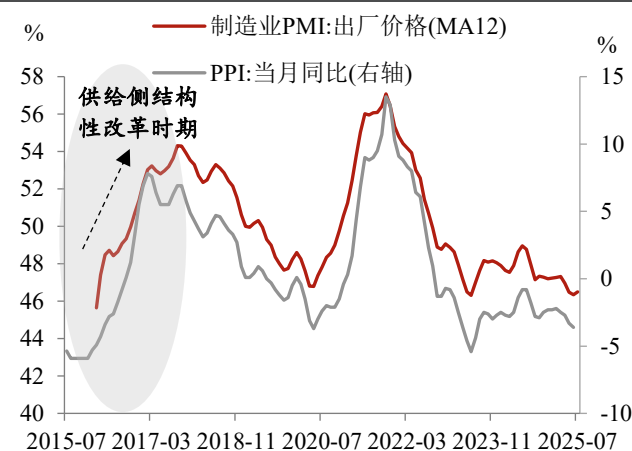
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：供给端改革短期内对于企业生产并不是好事



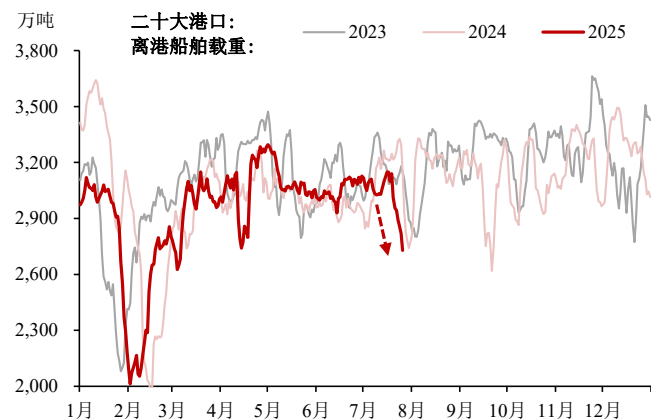
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：相较之下，对于价格预期的改善更加“立竿见影”



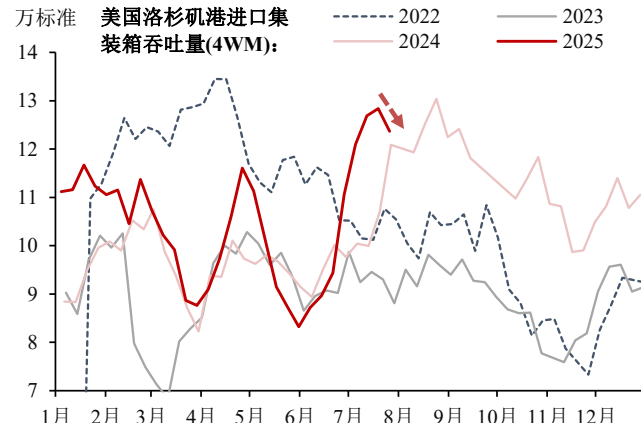
资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：7月中下旬，港口货运量“季节性”回落时点提前



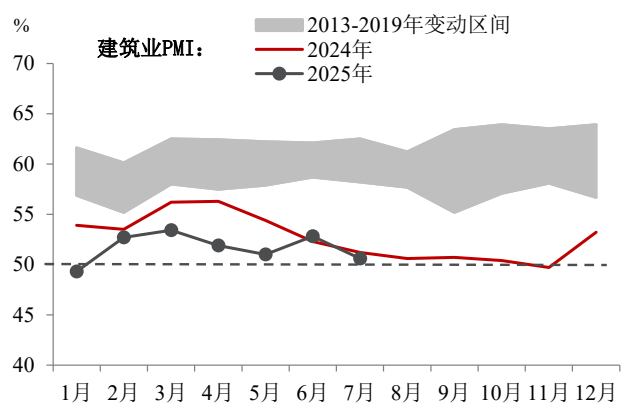
资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：美国洛杉矶港进口经历一个半月反弹后开始下滑



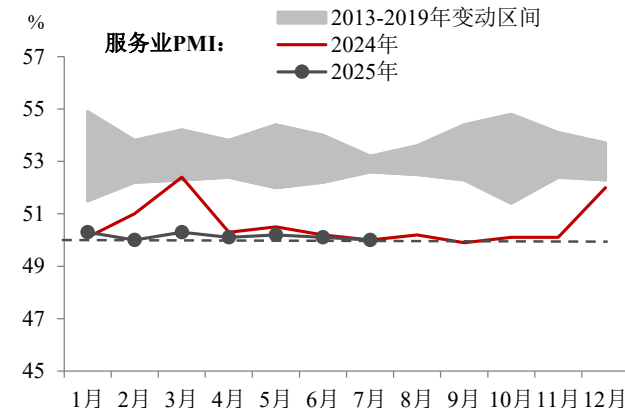
资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：7月建筑业PMI的下行也有极端天气的一定影响



资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：服务业PMI持续在荣枯线左右运行



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048