下载日志已记录，仅供内部参考

宏观研究

深度报告

证券研究报告

财达证券 CAIDA SECURITIES

2026 年 9 月 15 日

PMI 深度分析框架:何以先行？有何含义？

证券分析师

解运亮 首席经济学家

S0400526080001

xieyunliang@cdzq.com

研报摘要：

- **PMI 的概念与调查方法：**PMI 以 50%为临界值，表示相对于上月经济扩张或者收缩。在国内的众多宏观经济指标中，PMI 占据着重要位置。一是 PMI 信息量大。PMI 分项涵盖了制造业和非制造业在生产、新订单、商品价格、存货、雇员、订单交货、新出口订单和进口等多个维度，可以为宏观经济政策调控、分析各行业发展态势以及管理企业经营活动等提供重要且具有指导性的依据。二是 PMI 时效性强。PMI 公布较早，官方 PMI 在每个月最后一天发布当月值，而其它常用的宏观数据多在次月中旬才公布。

- **PMI 的三个细节特征：**（1）PMI 调查结果反映的是本月比上月变化的情况，所以 PMI 指数本质上是环比指标。但由于 PMI 采用扩散指数的计算方法，其数值只能表示方向性，不能表示出具体经济增长或者收缩的量。(2) PMI 指数仍然残留了一些季节性特征，判断 PMI 高低时要结合季节性均值。(3) 把 PMI 从环比指数转换为同比指数，存在两种方法：一是使用 12 个月的均值 MA12 作为同比；二是环比连乘法，取“PMI-50”作为环比值，连乘即转化为同比值。

- **PMI 的分析方法与投资含义：**PMI 分项众多，在分析时主要关注四个维度：需求、生产、库存、价格。由于 PMI 的分项与多个重要的经济数据具备匹配性，PMI 常常被看作有效的预测指标：其一，PMI 新订单与 GDP 增速；其二，PMI 出厂价格与 PPI 的环比变化；其三，PMI 产成品库存与工业企业产成品库存：其四，PMI 出口新订单与出口金额。资产配置上，PMI 对于股市走向有一定的指示作用；EPMI 与中证新兴产业指数具有同步性。

- **案例分析：**2026 年 8 月制造业 PMI 较 7 月回升 0.6 个百分点至 49.8%，但制造业、非制造业和综合 PMI 仍同步处于荣枯线以下，景气虽边际修复、下行态势初步遏制，整体回升基础尚不牢固。后续关注内需回暖持续性、外需稳定性、专项债与增量稳地产政策落地进度、就业市场改善节奏等。

- **风险因素：**增量政策落地低于预期，地缘政治风险突发等。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1．PMI 的概念与调查方法 4
1.1 什么是 PMI? 4
1.2 制造业 PMI 5
1.3 非制造业 PMI 9
2. PMI 的三个细节特征 11
2.1 PMI 反映环比变化趋势 11
2.2 PMI 残留的季节性特征 12
2.3 把 PMI 转化为同比数据 13
3. PMI 的分析方法与投资含义 16
3.1 PMI 分析方法 16
3.2 PMI 的资产配置含义 20
4. 案例分析 22
风险因素 25

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：PMI 分解 8
图 2：PMI 的四象限 11
图 3：PMI 的季节性特征与工业增加值定基指数相似 13
图 4：CPI 环比 12 个月滚动求和约等于 CPI 同比 14
图 5：PMI 同比的两种计算方法 15
图 6：PMI 新订单是 GDP 增速的领先指标 16
图 7：PMI 出厂价格与 PPI 环比走势一致 17
图 8：PMI 产成品库存与工业企业产成品库存走势相近 18
图 9：PMI 出口订单与出口金额存在一定同步性，偶有背离 18
图 10：2024 年至今出口金额量价因素拆解 19
图 11：（新订单-产成品库存）是经济景气度的领先指标 20
图 12：PMI 生产经营活动预期指数与 A 股非金融指数正相关 21
图 13：EPMI 与中证新兴产业指数具有同步性 22
图 14：8 月制造业 PMI 分项 24
图 15：8 月非制造业 PMI 25

表 1：制造业采购经理调查问卷 6
表 2：制造业 PMI 各分项的含义 9
表 3：非制造业 PMI 各分项的含义 10

下载日志已记录，仅供内部参考

1. PMI 的概念与调查方法

1.1 什么是 PMI?

采购经理指数(Purchasing Managers' Index，简称 PMI)，是通过对企业采购经理的月度调查结果统计汇总、编制而成的指数，它涵盖了企业采购、生产、流通等各个环节，包括制造业和非制造业领域，是国际上通用的监测宏观经济走势的先行性指数之一，具有较强的预测、预警作用。

PMI 的编制起源于美国 20 世纪 30 年代。1948 年起，美国供应管理协会 (ISM) 开始按月发布调查数据和商务报告。美国多个研究表明，PMI 与 GDP 具有高度相关性，且其转折点往往领先于 GDP，因此该指标被视为评估美国经济状况最可靠的领先指标之一。目前国际上有 50 多个国家和地区编制并发布 PMI 指数，且各国各地区的编制方法基本相同。

2001 年入世之后我国启动了 PMI 的筹备与建设。2001-2004 年，我国先后开展了采购经理调查研究，进行试点调查，最终在借鉴国际经验基础上结合中国实际情况建立了中国采购经理调查制度，2005 年 7 月正式对外公布制造业 PMI；2008 年 1 月起正式对外发布非制造业 PMI。中国制造业采购经理指数由国家统计局和中国物流与采购联合会共同合作编制，所以官方 PMI 也称为中采 PMI。

在国内的众多宏观经济指标中，PMI 占据着重要位置。

一是 PMI 信息量大。作为“判断经济扩张与收缩”的晴雨表，PMI 分项涵盖了制造业和非制造业在生产、新订单、商品价格、存货、雇员、订单交货、新出口订单和进口等多个维度，可以为宏观经济政策调控、分析各行业发展态势以及管理企业经营活动等提供重要且具有指导性的依据。

下载日志已记录，仅供内部参考

二是 PMI 时效性强。PMI 公布较早，官方 PMI 在每个月最后一天发布当月值，而其它常用的宏观数据多在次月中旬才公布，比较而言，官方 PMI 的时效性更强。

1.2 制造业 PMI

首先介绍 PMI 的调查方法。制造业 PMI 调查涉及《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017）中制造业的 31 个行业大类，3200 家调查样本。抽样方法采用 PPS（Probability Proportional to Size），以行业大类为层，行业样本量按其增加值占全部制造业或非制造业增加值的比重分配，层内样本使用与企业主营业务收入成比例的概率抽取。

不难看出在 PPS 方法下，PMI 样本中大中型企业的权重较大。在 2005 年中国制造业采购经理指数新闻发布会上，时任中国物流与采购联合会常务副会长表示，为确保企业的代表性，在我们的调查样本中，以大中型企业为主，股份有限公司、有限责任公司、外资企业、国有企业的比重分别占 35.6%、27.6%、20.5%和 12.6%；在地区分布上，东部企业占 63.6%，中部占 23.6%，西部占 12.8%，反映了经济区域的代表性。虽然 2005 年至今，PMI 的样本经过多轮扩容，但我们推测 PMI 抽样的整体思路没有发生大的变化。历史数据也显示，大中型企业 PMI 与制造业 PMI 的一致性较强，说明大中型企业对 PMI 的影响更大。

数据搜集上，制造业采购经理调查问卷的问题较为简练，且均为定性问题，即几乎所有问题都采用多重选择题的形式。具体而言，采购经理对当月生产活动的多个方面相比上个月的变化方向进行判断，然后选填“增加”、“持平”或是“减少”（或类似表述）。每个月 22-25 日，制造业企业的采购(或供应)经理通过网上直报或移动终端报送问卷。因此 PMI 可能无法反映月末（25 日之后）的突发性事件。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：制造业采购经理调查问卷

制造业采购经理调查问卷

表　　号：N　2　4　1 表
制定机关：国　家　统　计　局
文　　号：国统字〔2025〕88 号
有效期至：2 0 2 7　年　1　月

统一社会信用代码□□□□□□□□□□□□□□□□□□
单位详细名称：　　2 0　年　月

01 生产量：贵企业本月主要产品的生产量比上月
□ 增加　□ 基本持平　□ 减少

02 订货量：贵企业本月来自客户的产品订货数量比上月
□ 增加　□ 基本持平　□ 减少

其中 021 出口订货量：贵企业本月用于出口的产品订货数量比上月
□ 增加　□ 基本持平　□ 减少　□ 没有出口

022 国内订货量：贵企业本月用于国内销售的产品订货数量比上月
□ 增加　□ 基本持平　□ 减少　□ 没有

03 剩余订货量：贵企业目前存有但尚未交付客户的产品订货数量比一个月前
□ 增加　□ 基本持平　□ 减少

04 产成品库存：贵企业目前主要产品的产成品库存数量比一个月前
□ 增加　□ 基本持平　□ 减少

05 采购量：贵企业本月主要原材料(含零部件)的采购数量比上月
□ 增加　□ 基本持平　□ 减少

051 进口：贵企业本月主要原材料(含零部件)的进口数量比上月
□ 增加　□ 基本持平　□ 减少　□ 没有进口

06 购进价格：贵企业本月主要原材料(含零部件)的平均购进价格比上月
□ 上升　□ 变化不大　□ 下降

061 在本月购进的主要原材料中，价格上升或下降的有哪些？(请按常用名称列示)
- 价格上升：_____
- 价格下降：_____

07 出厂价格：贵企业本月主要产品的平均出厂价格比上月
□ 上升　□ 变化不大　□ 下降

08 主要原材料库存：贵企业目前主要原材料（含零部件）的库存数量比一个月前
□ 增加　□ 基本持平　□ 减少

09 生产经营人员：贵企业目前生产经营人员的数量比一个月前
□ 增加　□ 基本持平　□ 减少

10 供应商配送时间：贵企业本月主要供应商的交货时间比上月
□ 放慢　□ 差别不大　□ 加快

101 下列各类原材料一般需要提前多少天订货？（不包括套期保值与投机商品）
- 国内采购的生产用原材料　□随用随买　□30 天　□60 天　□90 天　□6 个月　□1 年
- 进口的生产用原材料　□随用随买　□30 天　□60 天　□90 天　□6 个月　□1 年　□ 没有进口
- 生产或维修用零部件　□随用随买　□30 天　□60 天　□90 天　□6 个月　□1 年
- 生产用固定资产　□随用随买　□30 天　□60 天　□90 天　□6 个月　□1 年　□ 没有订货

102 在企业主要原材料中，本月出现供应短缺的有哪些？（请按常用名称列示）：_____

11 生产经营活动预期：贵企业在未来 3 个月内生产经营活动整体水平预计
□上升　□变化不大　□下降

12 贵企业目前在生产经营和采购过程中遇到的主要问题或困难是什么？（可多选）

□资金紧张	□市场需求不足	□行业竞争加剧
□利润下降	□应收账款回收难	□去库存压力加大
□物流成本高	□劳动力成本高	□原材料成本高
□劳动力供应不足	□融资难	□海外市场需求疲软
□出口订单向境外转移	□地缘政治不确定性导致国际贸易风险加大	
□人民币汇率波动	□其他（请具体说明）：_____	□无

13 您对本行业或企业发展如何评价？有何建议？（可从市场规模与增长潜力、政策环境和监管力度、技术创新与研发、产业链供应链上下游、客户偏好等维度进行考虑）_____

14 本月贵企业产能利用率（主要产品产量与设备正常运转条件下的最大生产量之比）为：
□达到或超过 100%　□ 80%-100%　□ 50%-80%　□30%-50%　□不足 30%

15 贵企业是否有扩大生产经营规模的计划，若有，计划何时启动：
□已启动　□三个月内　□半年内　□一年内　□暂无

16 贵企业还希望政府提供以下哪些政策帮助和支持（可多选，最多选 3 项）
□营造公平透明可预期的市场环境，打破行业垄断和市场准入壁垒，提升行政审批效率
□综合整治“内卷式”无序竞争
□简化税收征管流程，降低税负
□加大财政金融支持力度，拓宽企业融资渠道
□加大稳外贸稳外资系列政策力度
□延续或实施新一轮提振消费政策措施，加大政策惠及面
□阶段性降低社保缴费比例，提供稳岗扩岗贷款、补贴等
□深化产学研协同人才培养，落实和完善高技术人才安居、医疗、子女教育等配套政策
□加大知识产权保护力度，打击侵权行为，维护企业权益
□加强惠企政策兑现，提升“免审即享”政策比例
□其他（请说明）：_____

填表人姓名：　　职务：　　电话：　　报出日期：2 0　年　月　日

说明：1. 本表由制造业企业的采购(或供应)经理，即企业主管采购业务活动的副总经理或负责企业原材料采购(包括能源、中间产品、半成品和零部件)的部门经理填报，并通过网上直报或移动终端报送。
2. 本表为月度报表，报送时间为当月 22—25 日（16：00 前）。调查时间如遇节假日或与双休日重合，则作适当调整。
3. 选项的界限：“基本持平”“变化不大”“差别不大”选项的界限主要由企业采购经理根据自己平时的经验进行判断。本调查的报告期为一个自然月，请填报人根据生产进度、工作经验等对当月剩余时间的生产量、订货量等指标进行估算，综合判断得到整个自然月的指标变化情况。
4. 本表中第 13-16 问题可根据经济运行情况酌情调整具体内容。

资料来源：统计局，财达证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

依据国际通行做法，制造业 PMI 的编制可以分为两部分，一是用扩散指数方法计算分类指数，二是对分类指数进行加权计算得到综合指数。

（1）分类指数包括 13 个分项。分别为：生产、新订单、新出口订单、在手订单、产成品库存、采购量、进口、主要原材料购进价格、出厂价格、原材料库存、从业人员、供应商配送时间、生产经营活动预期。

每个分类指数均采用扩散指数方法计算，正向回答的企业个数百分比，加上回答不变的百分比的一半，计算公式为：

扩散指数=“增加”选项的百分比×1+“减少”选项的百分比×0+“持平”选项的百分比×0.5

假设这个月比上个月所有相关指数的增加的比例为 a%，收缩的比例为 b%，那么持平的比例为（100-a-b）%，汇总起来：

制造业 PMI=a+0.5×（100-a-b）=50+0.5×（a-b）

当 a>b 时，认为本月经营状况好于上个月的企业要多于认为本月更差的，此时 PMI 分项大于 50%。这就是为什么 50%被称为 PMI 的“荣枯线”。

值得注意的是，供应商配送时间是逆指数。如果结果是 50%以上，表明 50%以上的人认为配送时间比上个月快，一般情况下，配送快是由于订单少，需求不够，因此指数越大，表明经济越不景气；一般低于 50，说明供应商交付时间放慢，制造业对上游需求增强，经济越景气。

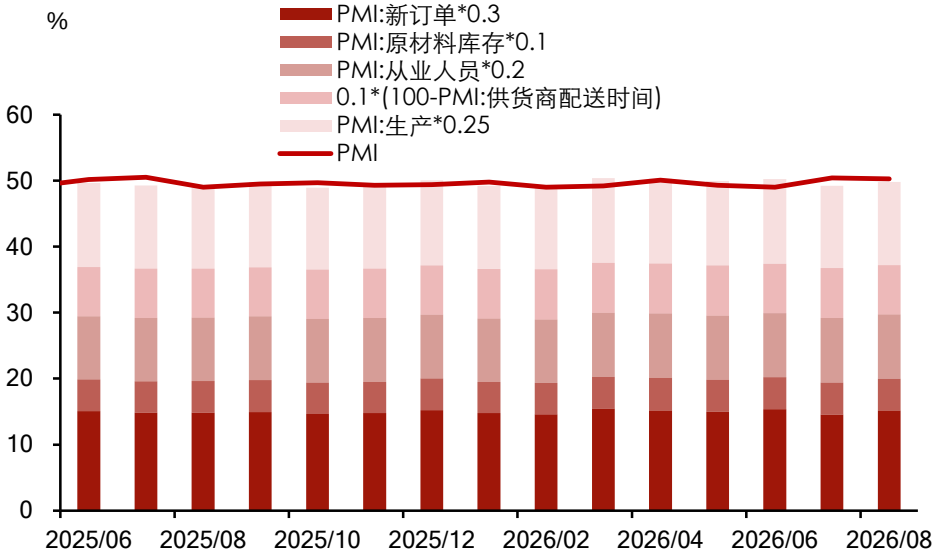
（2）制造业 PMI 综合指数由“五个扩散指数”组成。即“新订单指数(简称新订单)、生产指数(简称生产)、从业人员指数(简称雇员)、供应商配送时间指数(简称配送)、原材料库存指数(简称库存)”这五个指数的加权平均组成，权重取决于它们对经济的影响程度，制造业 PMI 的计算公式如下：

下载日志已记录，仅供内部参考

PMI=新订单指数×30%+生产指数×25%+从业人员指数×20%+(100-供应商配送时间指数)×15%+原材料库存指数×10%

从公式中可以看到供应商配送时间指数为反向计算，该项减少能够推升 PMI，而另外四项均为正向计算。此外，“库存量”选取的是原材料库存而不是产成品库存。一般情况下，原材料库存增加，反映制造业生产意愿增强，说明企业要加快生产，这个指标越大自然表明未来经济保持平稳增长的概率越大。

图 1：PMI 分解



资料来源：iFind，财达证券研究

尽管 PMI 中的其他 8 个分项不算入综合指数，但并不代表它们的重要性低，这些分项均对宏观经济有着指向性意义，我们会在后文详细展开。

美国的 PMI 指数在 2001 年以前，计算权重为新订单（30%）、生产（25%）、就业（20%）、交付（15%）、库存（10%）；但在 2001 年后，5 个指标采取 20%的等权重，ISM 在每月 1 到 3 日更新制造业 PMI 和服务业 PMI 的上月数据。

美国 PMI=新订单×20%+生产×20%+从业人员×20%+供应商配送×20%+主要原材料库存×20%

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：制造业 PMI 各分项的含义

PMI 分项	含义	占比
新订单	指企业报告期内接到的订货数量	30%
生产	指企业报告期内生产的符合产品质量要求的主要产品的实物数量	25%
从业人员	指企业报告期末生产经营人员的数量	20%
供应商配送时间	指企业报告期内收到的主要供应商的交货时间	15%
原材料库存	指企业报告期末已经购进并登记入库但尚未使用的主要原材料的实物数量	10%
新出口订单	指企业报告期内主要产品订货数量中用于出口的部分	/
在手订单	指企业报告期末尚未兑现的订货数量，即企业现存的订货数量。	/
产成品库存	指企业报告期末尚存在企业产成品仓库中而暂未售出的产品的实物数量	/
采购量	指企业报告期内购进的主要原材料（包括零部件）的实物数量	/
进口	指企业报告期内进口的主要原材料（包括零部件）的实物数量	/
购进价格	指企业报告期内购进的主要原材料（包括零部件）价格的加权平均水平	/
出厂价格	指企业报告期内生产的符合产品质量要求的主要产品出厂价格的加权平均水平	/
生产经营活动预期	指对企业未来 3 个月内生产经营活动整体水平的预测	/

资料来源：统计局，财达证券研究

1.3 非制造业 PMI

我国非制造业 PMI，包括服务业 PMI 和建筑业 PMI。调查范围涵盖了非制造业的 43 个行业大类，4300 家调查样本。非制造业 PMI 指数是有着“商务活动、新订单、新出口订单、积压订单、存货、中间投入价格、收费价格、从业人员、供应商配送时间、业务活动预期”等 10 个业务的指数。与制造业 PMI 类似，非制造业 PMI 各个分项同样用扩散指数方法计算。但非制造业 PMI 并没有合成相关的指数，国际上通常用商务活动指数反映非制造业经济发展的总体变化情况。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：非制造业 PMI 各分项的含义

PMI 分项	含义
商务活动	指企业报告期内完成的业务活动的总量
新订单	指企业报告期内签订的服务、生产订货合同或收到的其他形式的需求总量
出口新订单	指企业报告期内与国（境）外的企业签订的服务、生产订货合同或收到的其他形式的需求总量。
在手订单	指企业报告期末尚未完成的业务量
存货	指企业在日常活动中持有以备出售的产成品或商品、处在生产过程中的在产品、在生产过程或提供劳务过程中耗用的材料或物料等
投入品价格	指企业报告期内经营活动或提供服务过程中购买的主要商品或服务等加权平均价格水平
销售价格	指企业报告期内提供的主要商品（或服务）销售（或收费）的加权平均价格水平（如商品销售价格）
从业人员	指报告期末在本单位工作，并取得工资或其他形式劳动报酬的人员
供应商配送时间	指企业报告期内收到的主要供应商交付商品（或服务）的时间
业务活动预期	指对企业未来 3 个月内业务活动整体水平的预测

资料来源：统计局，财达证券研究

综合 PMI 产出指数由制造业生产指数和非制造业商务活动指数加权求和而成，权数分别为制造业和非制造业占两者增加值之和的比重。计算公式如下：

综合 PMI 产出指数=制造业生产指数×制造业权重+非制造业商务活动指数×非制造业权重

综合 PMI 产出指数 2017 年开始编制，2018 年首次公布。该指数编制和发布的原因在于，随着我国经济结构由工业主导向服务业主导加快转变，传统意义上的制造业和服务业之间的边界越来越模糊，相互融合发展日渐深入，综合 PMI 产出指数可以较为全面地监测当期国家总体经济的产出变化情况。

下载日志已记录，仅供内部参考

2. PMI 的三个细节特征

2.1 PMI 反映环比变化趋势

PMI 调查结果反映的是本月比上月变化的情况，所以 PMI 指数本质上是环比指标。在上一部分，我们通过 PMI 的计算公式论证了 50%是 PMI 景气度的荣枯线。以此为基础，再加入当期值相对于前值的边际变化，能够得到四种情况：

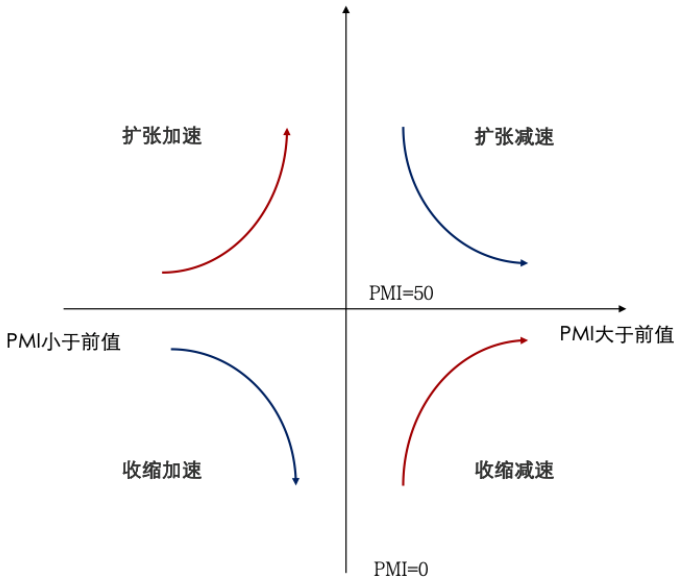
当 PMI>50%，并且当月比前值高，表明经济总体扩张，且扩张的速度在加快，经济过热；

当 PMI>50%，但比前值低，虽然经济仍处于扩张阶段，但是扩张的节奏放缓；

当 PMI<50%，并且比前值高，表明经济虽然在收缩，但是收缩成分在减少；

当 PMI<50%，且比前值低时，经济有加速收缩的趋势。

图 2：PMI 的四象限



资料来源：财达证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

需要说明的是，由于 PMI 采用扩散指数的计算方法，PMI 的数值只能表示方向性，不能表示出具体经济增长或者收缩的量。举例来讲，本月 PMI 为 54 相对于上月 52 增加了 2 个百分点，并不能表示环比扩张了 2 个百分点，只能表示经济环比呈现出扩张的趋势，53 相对 54 并非经济收缩了 1 个百分点，只能表明经济环比放缓，并不代表精确的环比变动幅度。

此外，50%是 PMI 扩张与收缩区间的分界点，但有部分分项指标常年处于荣枯线之下或之上，可能反映了该指标长期趋势。比如 PMI 产成品库存在 2013 年以来鲜有高于 50 的情况，PMI 生产则大部分时间都高于 50。我们判断前者的原因在于企业不断优化库存管理，使得库存需求持续缩减;后者是因为我国经济生产在正常情况下都呈现增长态势。因此不能只盯住 PMI 数值是否大于 50 这一临界值。举个例子，美国 ISM 基于历史数据提出的 42.8%的“衰退线”，当美国制造业 PMI 跌破衰退线，美国经济将大概率陷入衰退，而且经济衰退期与 PMI 跌破衰退线的时间较为同步；反之，当美国制造业 PMI 快速反弹至衰退线上时，美国经济基本上已走出衰退；等到制造业 PMI 回到 50%以上时，宏观经济和证券市场往往均已从底部企稳反弹一段时间，甚至已回补前期的下跌幅度。

综上所述，分析 PMI 还要注重边际变化，一个有效的方法是计算它的历史分位。

2.2 PMI 残留的季节性特征

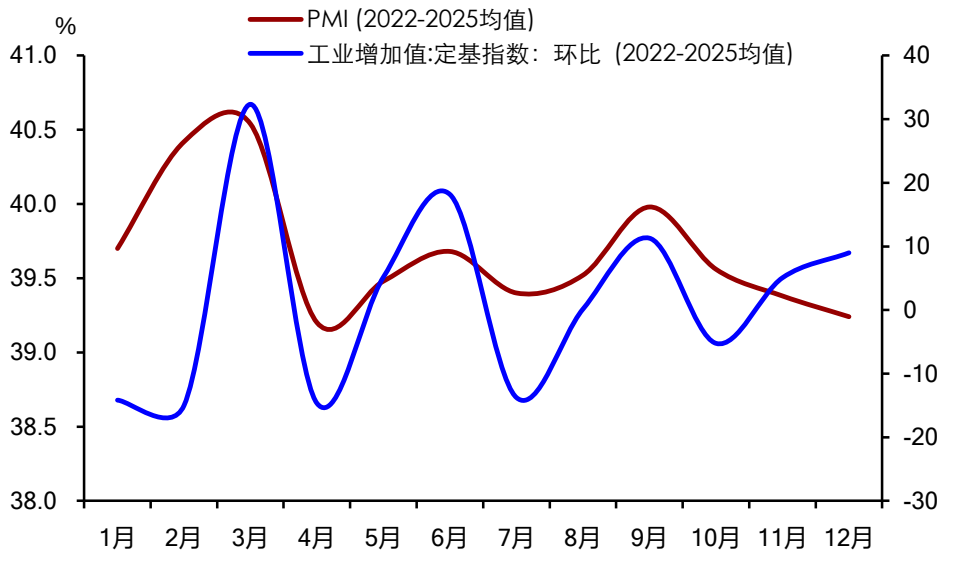
受季节因素影响，企业的生产、订单、从业人员、原材料库存、供应商配送时间等呈现季节性波动。为了消除季节因素的影响，保证月度数据之间的可比性，国家统计局按照国际通行方法对 PMI 进行了季节调整，春节期间 PMI 已剔除季节因素。**根据统计局的描述，现发布的指数均为季节调整后的数据。**

下载日志已记录，仅供内部参考

但事实上，虽然经过季调处理，PMI 指数仍然残留了一些季节性特征。比如，3 月 PMI 往往会出现明显上升，然后 4 月回落。同样，9 月 PMI 往往会出现明显上升，然后 10 月回落。类似的，工业增加值定基指数是一个典型的未季调数据，其波动大，且极具规律，具备较强的季节性因素。将工业增加值定基指数的环比与 PMI 进行对比，可以发现两者在年内的波动基本一致，这说明 PMI 仍残留着较强的季节性特征，它们的背后都是我国“金三银四”，“金九银十”的经济规律。

因此，判断 PMI 高低时要结合季节性均值。比如 2026 年 3 月制造业 PMI 为 50.4，较 2 月上升了 1.4 个百分点。如果只看数值变化，经济表现应该是亮眼的，但 1.4 仅小幅高于近十年 PMI3 月的反弹幅度，更多是春节后复工的常规脉冲而非经济内生动力跃升，企稳回升仍需关注后续表现。

图 3：PMI 的季节性特征与工业增加值定基指数相似



资料来源：iFind，财达证券研究

2.3 把 PMI 转化为同比数据

把 PMI 从环比指数转换为同比指数，存在两种方法：一是使用 12 个月的均值 MA12 作为同比；二是环比连乘法，取“PMI-50”作为环比值，连乘即转化为同比值。

下载日志已记录，仅供内部参考

方法一：

使用 12 个月的均值 MA12 作为同比的一种近似，能够反映经济运行的“趋势性”：

这种方法的原理是：当月同比≈12 月环比滚动求和，数学上容易证明。

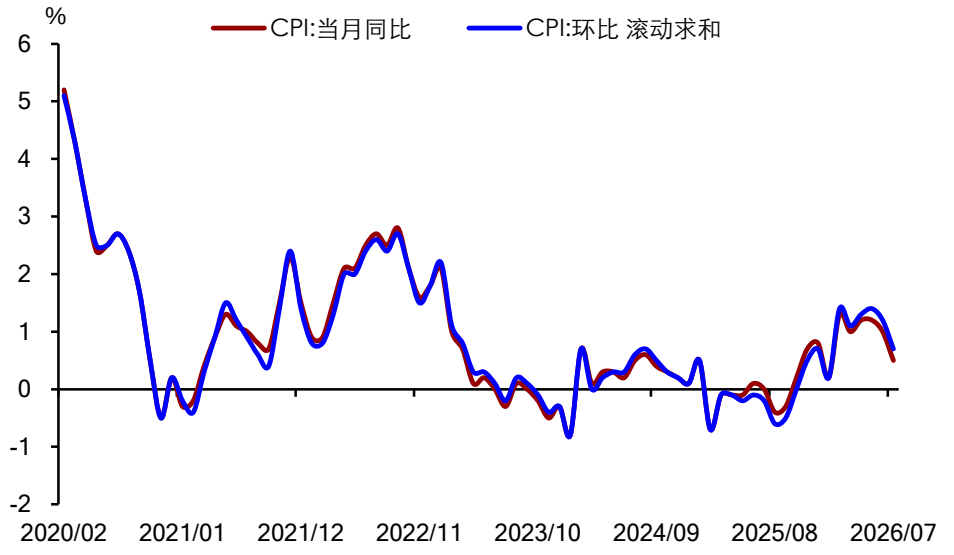
令 T_0=1，有 T_12=(1+x_1)(1+x_2)(1+x_3) … (1+x_12) ≈ 1+x_1+x_2+x_3+… +x_12

其中 x_1,x_2,x_3,…，x_12 为当月环比

则有 T_12/T_0-1≈x_1+x_2+x_3+…+x_12

相似而略有不同的是，CPI 的同比可由 12 个月环比滚动求和转换而来。用 CPI 的历史数据进行验证，可以看到 12 个月的环比数据滚动求和，约等于同比数据，证实了这一方法的正确性。

图 4：CPI 环比 12 个月滚动求和约等于 CPI 同比



资料来源：iFind，财达证券研究

放在 PMI 上，应使用过去 12 个月的均值 MA12 作为同比。据此测算，2026 年 8 月份的 PMI 同比数据为 49.70，上月是 49.67。

下载日志已记录，仅供内部参考

方法二：

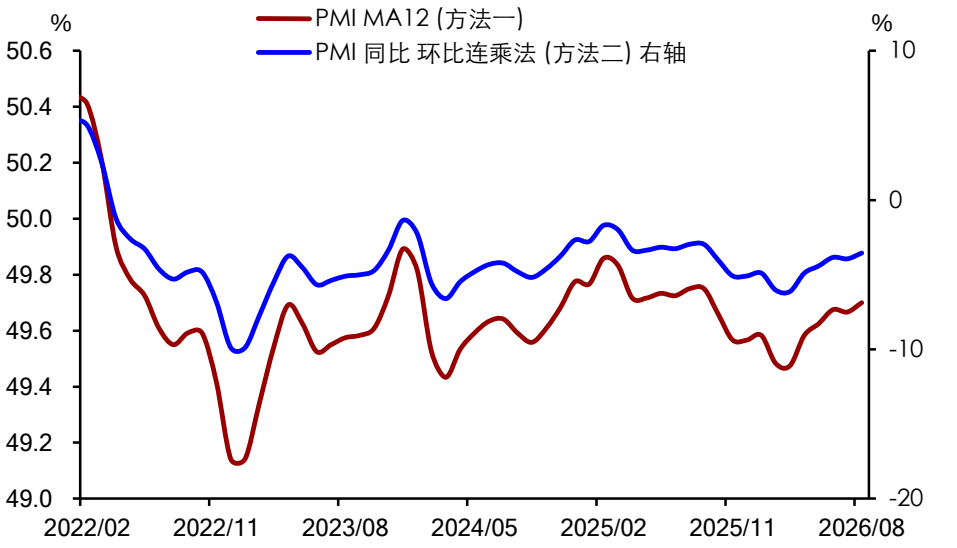
还有一种方法是用“环比连乘法”构建同比指数，但这种方法可能存在数量误估的问题。

第一步：取每月的“PMI-50%”作为环比值。例如：PMI 是 54%，那么 PMI-50%就相当于 4%；

第二步：用“环比值+100%”往前连乘 12 个月（包含当月）-100%=同比值。

第二步从数学角度是没有问题的，但由于“PMI 仅反映方向而不能反映变化幅度”，第一步取“PMI-50”作为环比值并不严谨。例如 54 相对 52 多了 2，但是并不表示环比变动幅度为 2%，所以由此环比连乘法就可能产生变动幅度上的误估。

图 5：PMI 同比的两种计算方法



资料来源：iFind，财达证券研究

因此，我们认为均值 MA12 是更好的方法。一来方便计算，二来由于 PMI 只能表示本月相对于上个月的方向变化，不能充分反映变化幅度，这种方法也避免了“环比连乘法”可能存在的数量误估问题。

下载日志已记录，仅供内部参考

3. PMI 的分析方法与投资含义

3.1 PMI 分析方法

PMI 分项众多，在分析时主要关注四个维度：（1）需求，包括新订单、在手订单、出口新订单，（2）生产，包括生产、采购量、生产活动预期，（3）库存，包括原材料库存、产成品库存，（4）价格，包括原材料价格、产成品价格。由于 PMI 的分项与多个重要的经济数据具备匹配性，PMI 常常被看作有效的预测指标。

其一，PMI 新订单是 GDP 增速的领先指标。PMI 新订单表征经济体的内需，需求回暖一般意味着经济复苏的开始。这也是新订单在 PMI 指数中占比最大的原因。历史数据显示，12 个月移动平均的 PMI 新订单指数，和名义 GDP 当季增速同步性较强。考虑到 PMI 是公布最早的月度数据，PMI 新订单可以作为 GDP 增速的领先指标。

图 6：PMI 新订单是 GDP 增速的领先指标



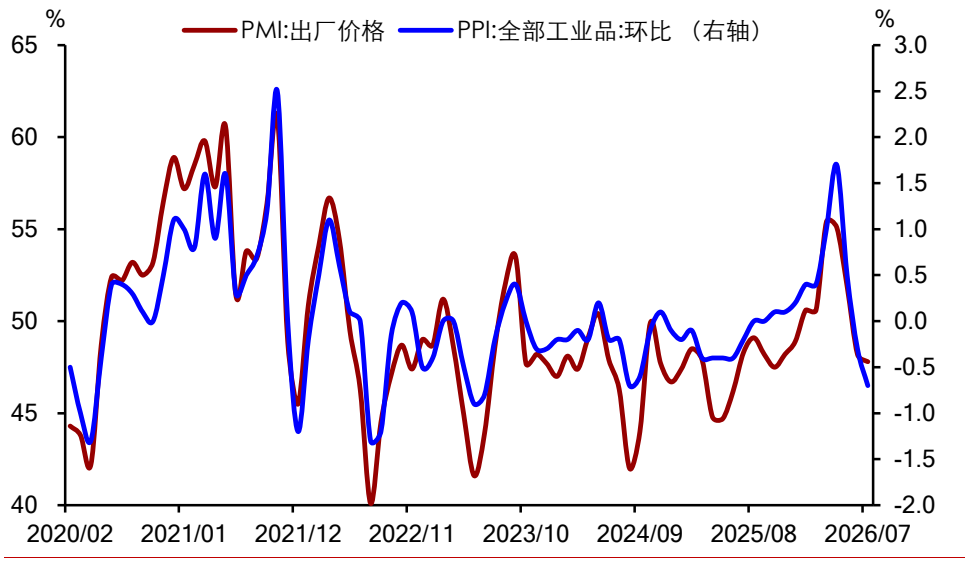
资料来源：iFind，财达证券研究

其二，PMI 出厂价格可以帮助判断 PPI 的环比变化。“三黑一色”价格是 PPI 的核心高频跟踪指标，而 PMI 出厂价格也为我们提供了一个准确近月预测 PPI 的依据。2016 年至今，PMI 出厂价格与 PPI 环比的相关系数达到了 0.9 以上。PMI 原材料价格则与代表上游价格的

下载日志已记录，仅供内部参考

PPIRM（工业生产者购进价格指数）相对应，两者相关系数同为 0.9 以上。

图 7：PMI 出厂价格与 PPI 环比走势一致



资料来源：iFind，财达证券研究

其三，PMI 产成品库存与工业企业产成品库存走势相近。PMI 产成品库存是指尚存在企业产成品仓库中而暂未售出的产品的实物数量，与工业企业产成品库存的定义类似。此外，PMI 中产成品库存与企业销售指标的变化组合即为库存周期。

库存周期可分为 4 个阶段：

被动去库存：需求回暖，但企业仍然没有扩大生产，导致库存随着销量上升而逐步下降

主动补库存：需求持续回暖，企业主动扩大生产，虽然销量处于高点但库存拐点上升

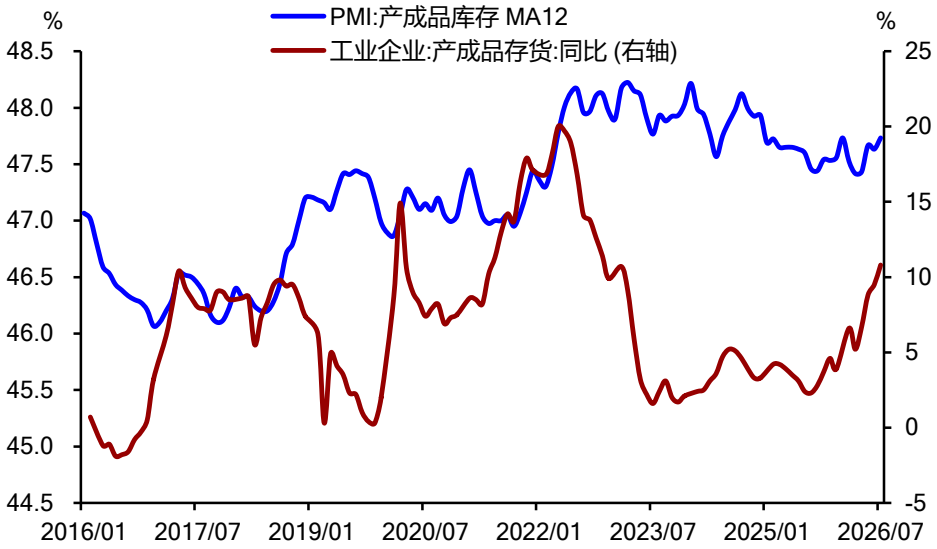
被动补库存：需求回落，企业来不及收缩生产，销量下滑引起库存被动上升

主动去库存：需求疲软，企业意识到经济下行，主动削减库存

库存周期对于判断经济运行状态与资产配置都有重要的指导作用。

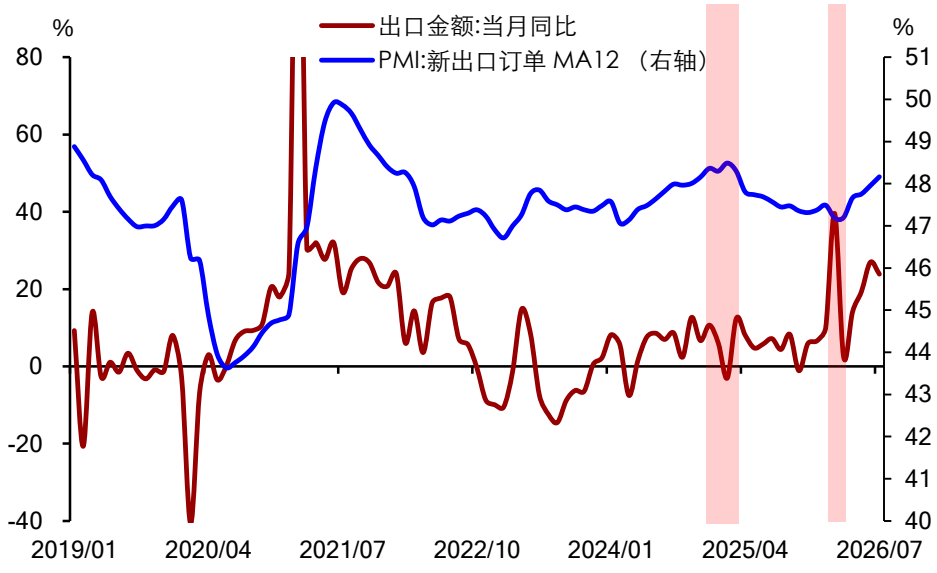
下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：PMI 产成品库存与工业企业产成品库存走势相近



资料来源：iFind，财达证券研究

图 9：PMI 出口订单与出口金额存在一定同步性，偶有背离

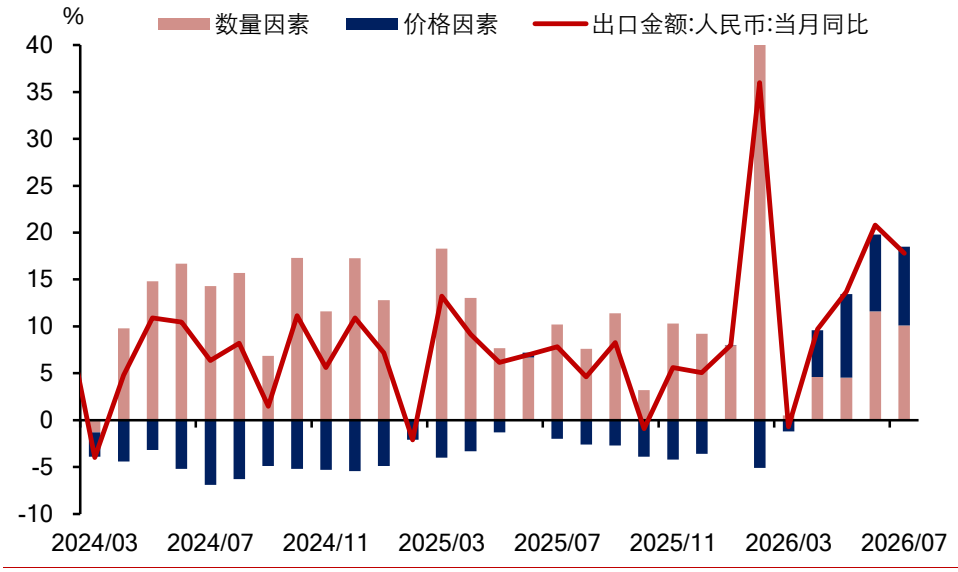


资料来源：iFind，财达证券研究

其四，PMI 出口订单与出口金额存在一定的同步性，但有时会出现背离。理论上，PMI 新出口订单指数为出口总额的领先指标。而近两年，两者走势背离的情况时有发生，主要集中在 2024 年 12 月至 2025 年 4 月，以及 2025 年 12 月至 2026 年 2 月，具体表现是出口 PMI 下行，然而实际的出口金额维持了相当高的同比增速。我们接下来详细解析两者背离的原因，这可以使我们更好地理解 PMI 指标的指示意义和局限性。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：2024 年至今出口金额量价因素拆解



资料来源：iFind，财达证券研究

（1）**PMI 抽样方法采用 PPS，导致 PMI 调查样本中的行业权重与我国出口结构存在偏差。**PPS 的样本按照增加值占全部制造业增加值的比重分配，层内样本使用与企业主营业务收入成比例的概率抽取。而增加值占比高的行业未必出口金额高，同时部分中小企业的出口依赖程度可能比大企业更高，因此 PPS 抽样方法无法有效反映出口结构。

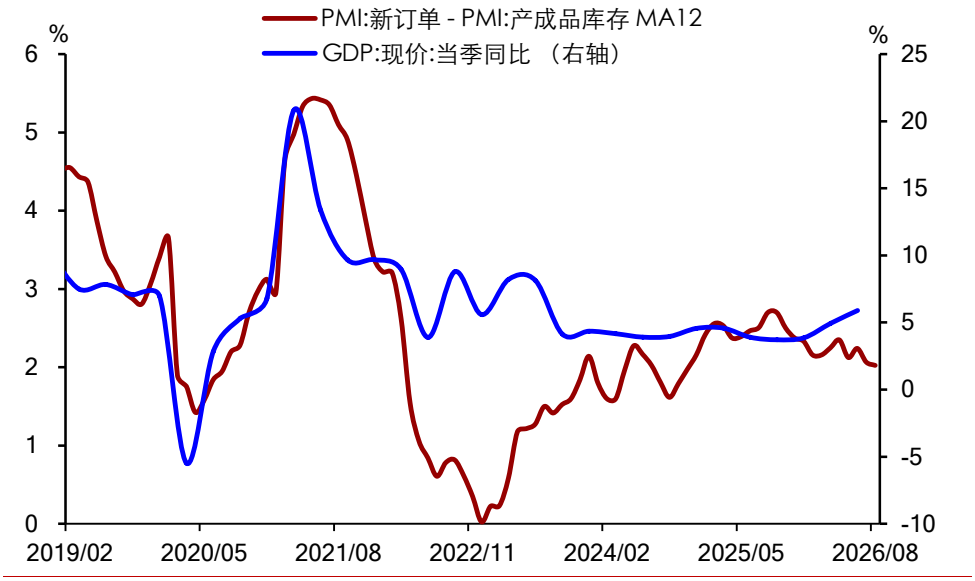
（2）**PMI 主要衡量数量边际变化，而出口金额增速为名义值增速。**PMI 调查问卷中订单、生产、库存等指标均为实际量，不纳入价格因素。当出口价格出现大幅波动时，出口金额同比增速与出口数量增速将持续分化。回看 2024 年 12 月—2025 年 4 月、2025 年 12 月—2026 年 2 月两轮背离窗口，全球大宗商品、机电设备、优势制造品类海外报价企稳修复，价格端拖累减弱叠加数量端韧性，对出口名义金额形成正向贡献。对比 2022 年全球性通胀带来的普涨行情，近两年价格修复具备鲜明结构性企稳特征，价格拉动幅度相对有限。

（3）**PMI 新出口订单侧重新增订单，不衡量在手存量订单，容易低估后续出货能力。**时值春节错位扰动，企业停工、开工波动窗口期，短期内新订单洽谈放缓带来 PMI 阶段性下行，长期看节前集中出货积压存量订单、节后赶工交付的模式有望维持当期出口数据韧性。

下载日志已记录，仅供内部参考

除了观察单个 PMI 指标，还可以利用 PMI 的指标进行组合，计算剪刀差，也挖掘出对分析经济基本面有价值的信息。典型的有（新订单-产成品库存）、（新订单-生产）等。

图 11：（新订单-产成品库存）是经济景气度的领先指标



资料来源：iFind，财达证券研究

我们可以定义（新订单-产成品库存）为经济动能指标。通常情况下，新订单上升意味着经济内生需求有所释放，而产成品库存下降显示库存去化，企业销售情况不错。剪刀差升高代表制造业动能走强。历史数据显示，经济动能指标的波动较大，领先于名义增速拐点，是经济景气度的领先指标。

（新订单-生产）衡量供需缺口。当需求回暖快于生产，或是生产遭遇冲击而收缩时，产出缺口会呈现扩大的态势。另一种情况是疫情以来，居民消费意愿能力，以及对未来的预期受到负面影响，需求好转滞后于供给，此时可以认为需求端成为了经济复苏的瓶颈。一般而言，产出缺口放大时，通胀会随之抬头。

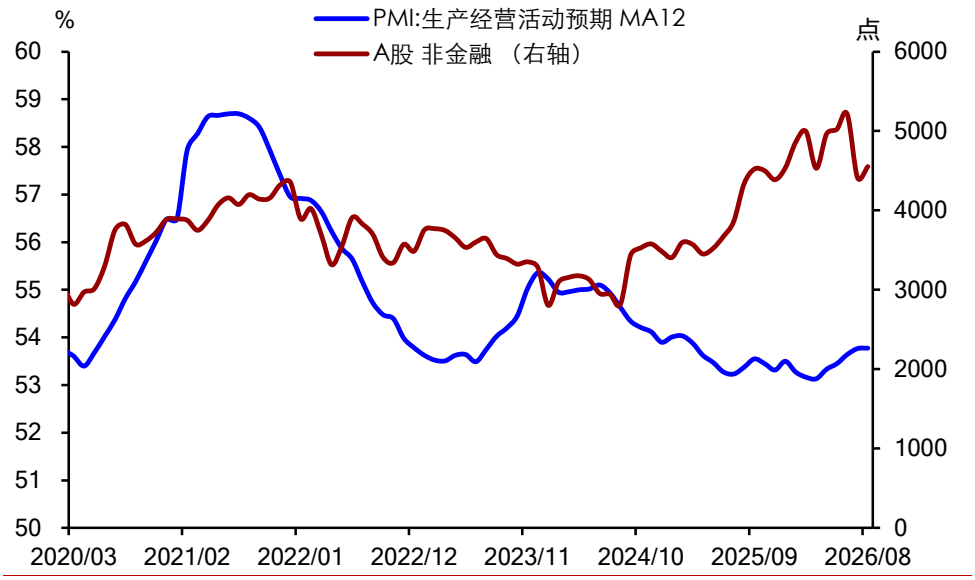
3.2 PMI 的资产配置含义

从 PMI 对资本市场的影响看，PMI 好于预期，对股市形成利好；PMI 不及预期，利空股市。观察 PMI 生产经营活动预期指数与 A 股非

下载日志已记录，仅供内部参考

金融指数的走势，两者呈现正相关，说明 PMI 对于股市走向有一定的指示作用。

图 12：PMI 生产经营活动预期指数与 A 股非金融指数正相关

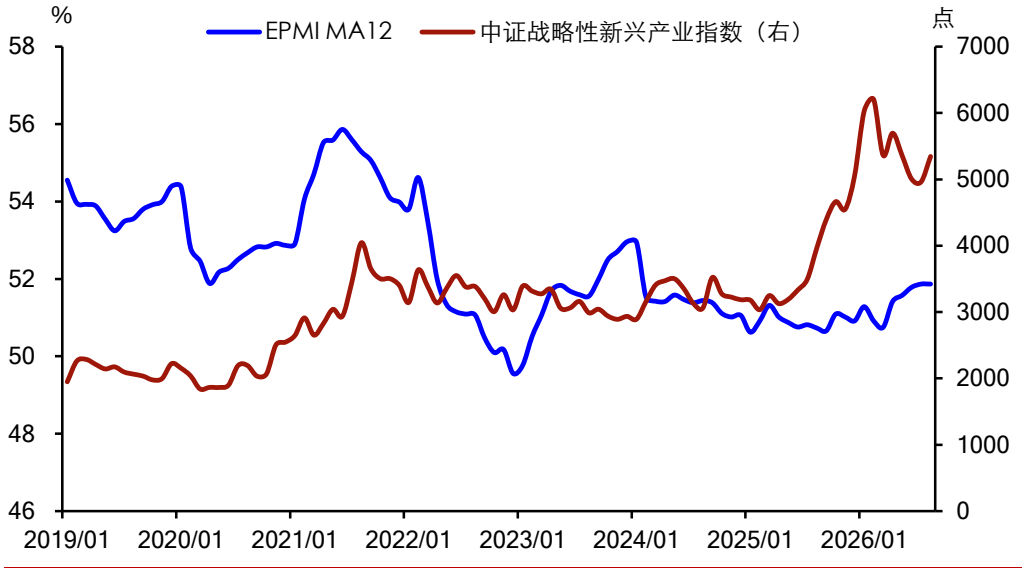


资料来源：iFind，财达证券研究

更进一步，战略性新兴产业采购经理指数（EPMI）可以反映新兴产业的景气程度。中国科学技术发展战略研究院和中采咨询联合发布了中国战略性新兴产业采购经理指数（EmergingIndustriesPMI，简称 EPMI），从 2015 年开始公布。EPMI 的调查方法与 PMI 基本一致，它的关键数据，涉及节能环保、新一代信息技术、生物产业、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车产业七大产业近 300 家企业的经营动态，其分项指标能够确切呈现新兴生产力的发展状况。12 个月移动平均处理的 EPMI 与中证新兴产业指数具有同步性，这说明新兴产业相关资产价格由行业景气度驱动。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：EPMI 与中证新兴产业指数具有同步性



资料来源：iFind，财达证券研究

4. 案例分析

根据国家统计局数据，2026 年 8 月制造业采购经理指数（PMI）为 49.8%，较 7 月上升 0.6 个百分点，景气度边际修复，但仍处收缩区间。制造业 PMI 变化可关注四个层面：

第一，产需同步回升，需求修复快于生产。8 月生产指数 50.4%，环比回升 0.5 个百分点，重回扩张区间；新订单指数 50.6%，环比回升 2.1 个百分点，时隔五个月再次反超生产指数，供需缺口由 7 月的+1.4 个百分点转为-0.2 个百分点。在手订单指数 46.7%，回升 0.9 个百分点，前期被压制的订单向后结转，需求不足对企业排产的约束有所缓解，但绝对水平仍低。8 月台风登陆不降反增、天气扰动未减，产需改善更多源于政策发力与前期订单结转。新出口订单指数 50.1%，回升 0.5 个百分点，外需仍是本轮景气回升中最稳定的支撑；进口指数 48.6%，回升 1.1 个百分点，降幅明显收窄，内需相关进口边际改善。从业人员指数 48.7%，下降 0.3 个百分点，景气修复尚未带动增员，就业改善滞后于生产。

第二，成本加快上涨，出厂价格止降回升。8 月原材料购进价格指数 56.6%，环比回升 3.4 个百分点，重回近年高位；出厂价格指数 50.4%，

下载日志已记录，仅供内部参考

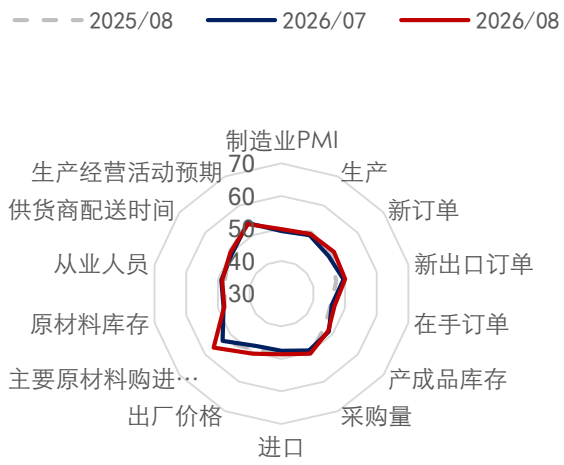
回升 2.6 个百分点，重返扩张区间。购销价差扩大至 6.2 个百分点，需求不足仍制约成本向中下游传导。政策层面，政治局会议部署综合整治"内卷式"竞争后，8 月 21 日国常会进一步部署清理拖欠企业账款、加强大企业支付行为监管、强化反不正当竞争执法，治理重心由行业价格自律转向账款与执法制度化，有助于中期改善价格秩序与企业盈利。

第三，采购重回扩张，库存周期切换至被动去库。8 月采购量指数 50.5%，环比回升 1.1 个百分点，重回扩张区间；原材料库存降至 48.1%，下降 0.2 个百分点，企业虽恢复采购但原料即时投入生产、并未形成备货，囤料意愿仍不足；产成品库存降至 48.4%，去化重新提速。生产与新订单缺口由正转负，需求回升快于产出、库存被动消化，已脱离 7 月"被动累库"的最差阶段；但主动补库尚未启动，9 月原材料库存能否由降转升是切换至主动补库的关键确认信号。

第四，大型企业重返扩张，中型企业景气独降。8 月大、中、小型企业 PMI 分别为 50.6%、49.4%、47.9%，环比变动+1.1、-0.3、+0.5 个百分点。大型企业率先重返扩张，为 PMI 回升的主要拉动；中型企业是唯一环比下滑类型，大型与小型企业差距由 2.1 个百分点扩大至 2.7 个百分点，景气修复尚未向下传导，小型企业仍居最低、经营压力最大。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 14：8 月制造业 PMI 分项



资料来源：iFind，财达证券研究

8 月非制造业商务活动指数为 49.0%，与上月持平，连续第二个月位于收缩区间。

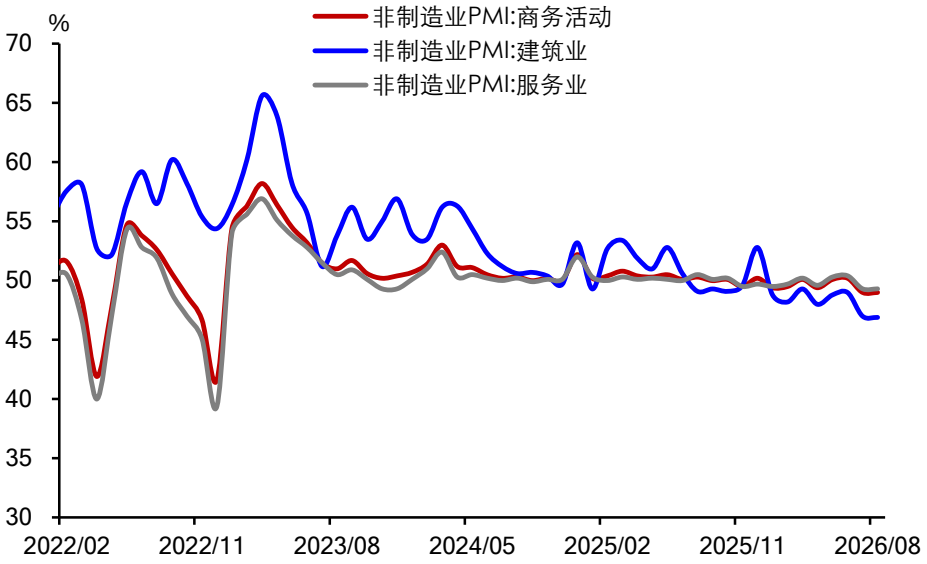
第一，服务业景气走平，有效需求仍偏弱。服务业商务活动指数 49.3%，与上月持平，暑期接触型消费、邮政电信、文化体育娱乐等行业仍具韧性；但新订单指数降至 44.5%，显示有效需求不足问题仍较突出。资本市场服务、房地产行业持续处于收缩区间，仍是主要拖累项。

第二，建筑业续创阶段新低，新订单有所回暖。建筑业商务活动指数微降至 46.9%，续创 2020 年 3 月以来新低，高温、台风等极端天气拖累施工节奏，叠加房地产市场调整尚未见底，建筑施工与投资持续承压；但新订单指数回升 2.3 个百分点至 42.4%，叠加专项债加快落地、基建项目储备充足，后期存在边际修复空间。

8 月 PMI 反映经济景气边际回升，制造业、非制造业和综合 PMI 均仍处荣枯线下方，但下行态势初步遏制。制造业呈现生产与订单同步回升、订单快于生产、外需重回扩张、成本涨幅大于售价、采购恢复而备货意愿偏弱的组合；但非制造业新订单续降、就业与预期双双回落，有效需求不足尚未根本缓解，复苏基础仍不牢固。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：8 月非制造业 PMI



资料来源：iFind，财达证券研究

风险因素

增量政策落地低于预期，地缘政治风险突发等。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

股票投资评级说明

【市场指数评级】	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
【行业指数评级】	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
【公司股票评级】	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

法律声明和免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

