



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**1月27日，国家统计局公布2025年1月中国采购经理指数运行情况。1月份，制造业采购经理指数（PMI）为49.1%，比上月下降1.0个百分点，制造业景气水平有所回落。

➤ **作为开年的第一份经济数据成绩单，PMI表现确实稍弱了些。**1月制造业PMI 49.1%的数值处于历史同期低位，同时-1.0 pct的环比增速为近两个月来的最大降幅。**这背后有来自于数据本身的噪音，但同时也揭露了当前经济运行中存在的问题**，比如年前产需两端的季节性降幅比以往更大，比如出口订单转升为降、降幅也比较明显。**在此背景下，年后政策为经济“开门红”的加码变得愈发重要。**

➤ **2025年的首份PMI成绩单，数据的“噪音”可不小。**一方面，在春节假期将至、寒潮来袭等特殊因素的影响下，1月制造业PMI通常都会季节性下降。另一方面，2018年以来多在最后一天（即1月31日）公布的PMI，今年由于春节假期的较早开启而前置到1月27日，这也成为历史上1月PMI数据公布最早的一次，调查时间的调整也易对数据加“噪音”。

➤ **去除“噪音”后的PMI，真实表现如何？**由于历史上鲜少有将PMI数据公布时间如此前置的案例，来自PMI调查和公布时间“错位”的影响难以量化，因此我们更多将目光聚焦于来自PMI自身季节性的影响——**2010年以来1月制造业PMI平均环比增速为-0.29pct**（剔除2023年特殊影响），这也意味着1月PMI调整后的数值可能在49.4%或以上，对应约-0.7pct的环比增速。

➤ **揭开细项数据的面纱：谁强谁弱？**同样，我们也可以将1月PMI细项数据的环比增速与其历史平均环比增速作对比，去探寻导致1月PMI表现弱于季节性的主因：

➤ **产需两侧降幅大于季节性。**需求端，1月PMI新订单指数为49.2%（环比-1.8pct，历史平均环比增速0.4pct。此处“历史平均环比增速”指剔除2023年后的2010-2024年均值，下同），PMI进口指数为48.1%（环比-1.2pct，历史平均-0.1pct）；生产端，PMI生产指数为49.8%（环比-2.3pct，历史平均0.02pct）。三大指标均处于荣枯线之下，且降幅超过历史同期。当前制造业市场需求偏弱运行，企业接单整体也有所回落。

➤ **企业“迎新春”补库意愿并不强。**从历史趋势来看，年前1月制造业厂商会增加原材料采购量和加大产品生产量，从而带动PMI原材料库存指数和PMI产成品库存指数的上升。但从今年的数据来看，PMI采购量指数大幅下降，同时两大库存指数也在下滑，比起“补库”、企业似乎更愿意“去库”。

➤ **出口订单也在大幅下降。**一方面，出口商“抢跑”的现象在弱化。另一方面，受海外假期影响，近两个月海外需求本身就趋于平淡，这从全球PMI的季节性下降、以及12月至今波罗的海干散货指数开始趋势性下滑，都可以看出一些端倪。

➤ **除了制造业，非制造业也让年后政策加码的必要性提升。**1月建筑业PMI录得49.3%（环比-3.9pct），为近18个月的最大降幅；1月服务业PMI录得50.3%

相关研究

1.2024年12月财政数据点评：12月财政中的“不平凡”-2025/01/25

2.美国时政跟踪：Trump就职典礼的布局之招-2025/01/21

3.美国时政跟踪：中美缓和：转机与悬念-2025/01/19

4.2024年12月经济数据点评：5%的宏观拼图-2025/01/17

5.经济数据点评：美国通胀“泼冷水”：拐点的“预演”？-2025/01/16

(环比-1.7pct), 为近 9 个月的最大降幅。同处于历史同期较低位的制造业 PMI、建筑业 PMI 和服务业 PMI 均说明今年经济“开门红”存在一定挑战, 年后政策加码的必要性大幅提升。

➤ **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1：1月制造业PMI通常会季节性下降



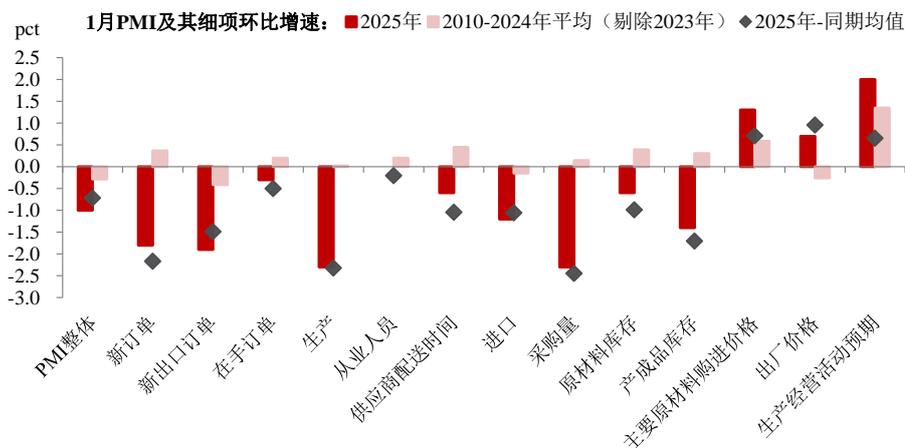
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：今年1月PMI数据公布时间是最早的一次

年份	1月PMI数据公布时间	除夕日期	数据公布时间距离除夕天数(天)	数据公布时间是否处于春节假期期间?
2015年	2015/2/1	2015/2/18	-17	×
2016年	2016/2/1	2016/2/7	-6	×
2017年	2017/2/1	2017/1/27	5	✓
2018年	2018/1/31	2018/2/15	-15	×
2019年	2019/1/31	2019/2/4	-4	×
2020年	2020/1/31	2020/1/24	7	✓
2021年	2021/1/31	2021/2/11	-11	×
2022年	2022/1/30	2022/1/31	-1	× (除夕前一天)
2023年	2023/1/31	2023/1/21	10	×
2024年	2024/1/31	2024/2/9	-9	×
2025年	2025/1/27	2025/1/28	-1	× (除夕前一天)

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

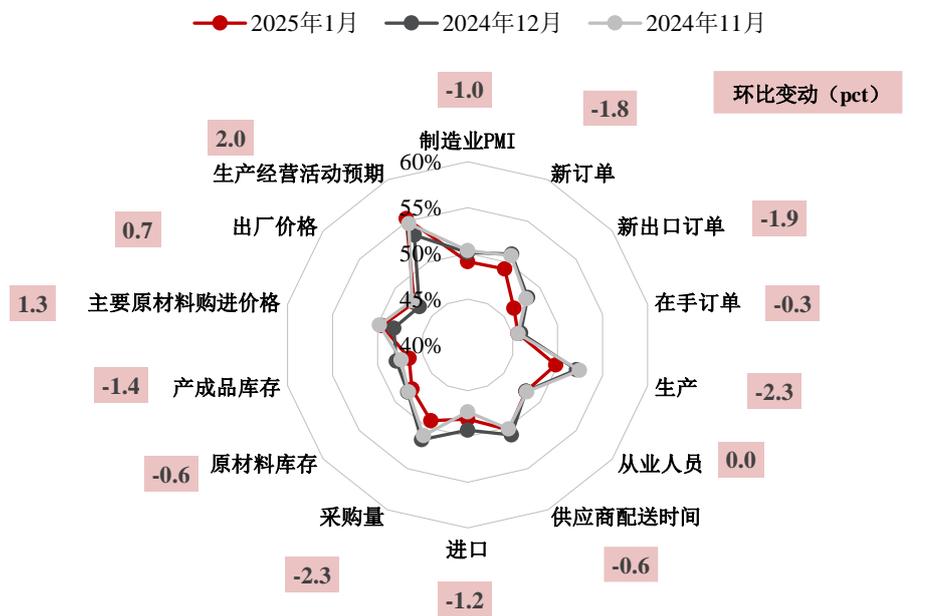
图3：去除“噪音”后的PMI：谁强谁弱？



资料来源：Wind，民生证券研究院

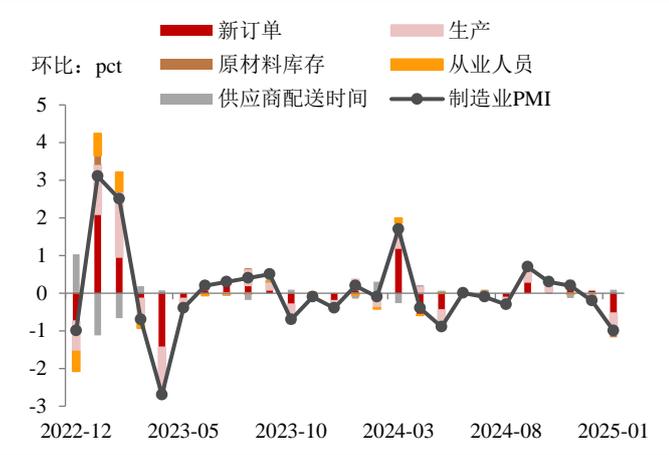
注：PMI 供应商配送时间指数为逆指数，即 PMI 供应商配送时间越大、代表经济增长放缓；若 2025 年 1 月 PMI 环比增速与同期均值的差值为正，表明 1 月指标变动高于季节性，反之亦然。

图4：1月制造业PMI及其分项指标表现



资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：产需两端大幅下降是导致1月制造业下降的主因



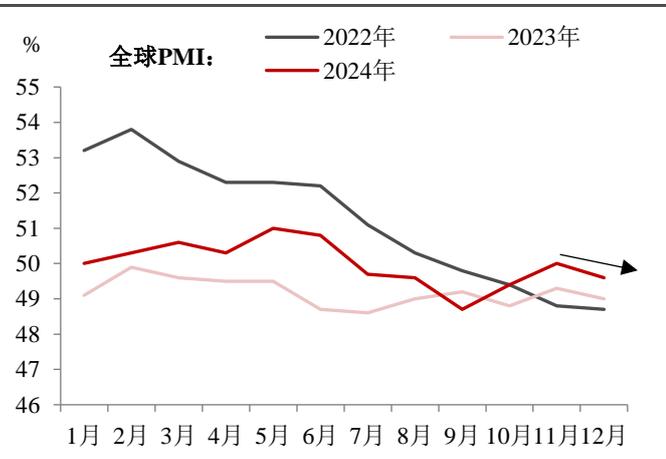
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：2024年下半年“抢出口”现象开始显现



资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：全球 PMI 从 2024 年 12 月开始季节性下降



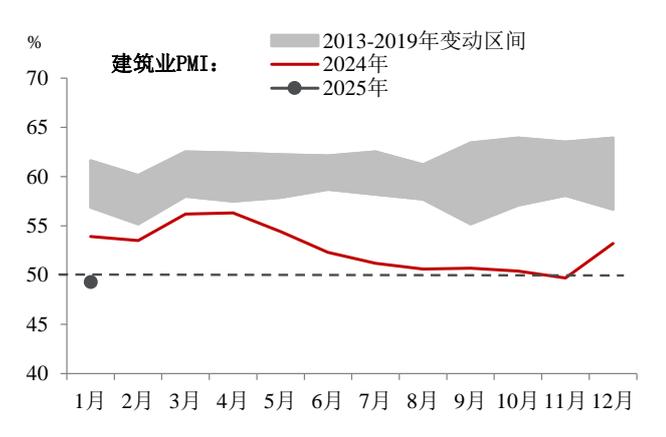
资料来源：S&P Global, 民生证券研究院

图8：2024 年 12 月至今，波罗的海干散货指数开始趋势性下滑



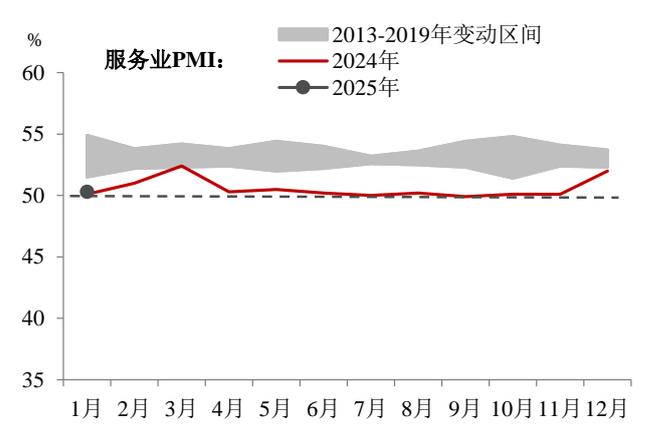
资料来源：Wind, 民生证券研究院

图9：1 月建筑业 PMI 处于历史同期低位



资料来源：Wind, 民生证券研究院

图10：1 月服务业 PMI 表现也并不出彩



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。	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机构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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

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