



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《金融数据持续改善，一季度企业盈利有望筑底企稳》 - 2025.01.15

宏观研究

政策待发期经济景气度放缓，供需向下寻求均衡

● 核心观点

2024年12月中央政治局会议和中央经济工作会议定调政策双宽松，提振市场预期，但政策落地节奏相对较为缓慢，形成了较大预期差。尽管近期国家部委较为密集召开新闻发布会，向市场传递积极信号，但因政策宽松预期与实际落地相对缓慢预期差的影响，市场对政策宽松预期有所钝化，或在一定程度上弱化积极信号的提振作用。与此同时，12月存在促生产稳增长的特点，亦会增大1月经济增长压力。1月步入短暂的政策空窗期，制造业景气度回落，供需两端均走弱，向下寻求均衡，PPI跌幅或进一步扩大；非制造业景气度仍处于扩张区间，但扩张动能有所放缓。

站在当前时点，有三点需要重点关注：一是**重点关注就业市场变化**。步入政策空窗期，需求出现较为明显放缓，底层逻辑应是居民需求动能不足，一个可能的解释是，短期促消费政策或带动消费回升，但居民或面临较强预算约束，在控制总支出的条件下，或减少其他消费，这背后则是居民就业和收入预期或有所走弱。而居民收入是消费的关键变量，居民就业和收入预期变化，将直接决定了未来消费持续修复的空间。因此，就业市场变化应是观察经济变化的重要变量，需要密切关注。二是**关注促消费政策扩容内容**，政策效果弹性或较为显著。2024年促消费政策效果显著，考虑边际递减作用，2025年扩容部分商品的政策拉动弹性或更为显著。三是**一季度出口或仍存在较强韧性**。美国总统特朗普贸易政策仍存在较大不确定性，短期“抢出口”行为或仍将持续，同时我国出口商品相对价格优势亦较为明显，支撑短期我国出口韧性。

● 风险提示：

中美贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧。

目录

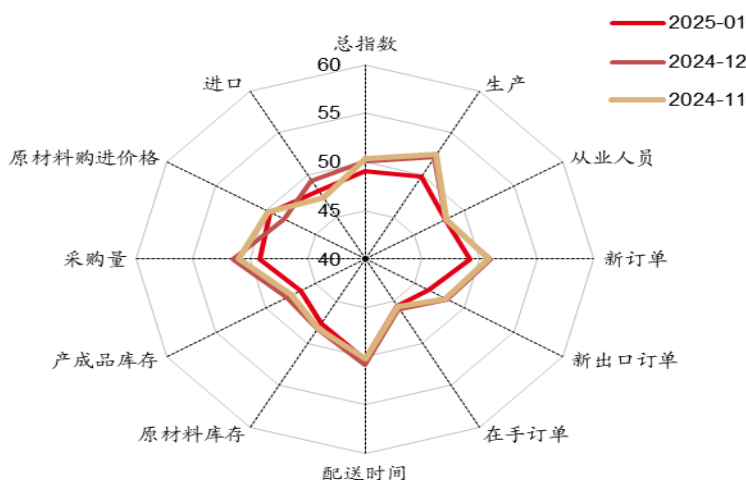
1 政策空窗期制造业景气度放缓，供需向下寻求均衡.....	4
1.1 政策进入短暂空窗期，需求动力放缓.....	4
1.2 生产景气度超季节性回落，促生产稳增长面临挑战.....	5
1.3 供需向下寻求均衡，关注价格回升的前瞻指示信号.....	6
1.4 市场主体景气度走弱.....	7
2 非制造业扩张动能放缓，仍处于扩张区间.....	7
3 展望：关注价格企稳回升的信号.....	9
风险提示.....	9

图表目录

图表 1: PMI 分项	4
图表 2: 石油沥青装置开工率 (%)	5
图表 3: 沥青库存水平 (%)	5
图表 4: 乘用车销量 (%)	5
图表 5: 螺纹钢主要钢厂开工率 (%)	5
图表 6: 供需失衡有所缓解 (%)	6
图表 7: 制造业 PMI 分解 (%)	6
图表 8: 产成品库存和出厂价格 (%)	7
图表 9: 原材料库存和价格 (%)	7
图表 10: 市场主体景气度分化 (%)	7
图表 11: 就业景气度延续回落 (%)	7
图表 12: 非制造业保持高景气度 (%)	8
图表 13: 非制造业 PMI 分项走弱 (%)	8

1月制造业景气度较为明显回落，转入荣枯线之下，供需两端均走弱，存在季节性和春节影响，但降幅高于季节性水平，经济景气度较为明显放缓。1月制造业 PMI 为 49.1%，较上月下降 1pct。考虑 2025 年春节位于 1 月份，与春节位于 1 月的 2017 年和 2014 年同期变动相比（剔除 2023 年和 2020 年，或受公共卫生事件扰动），2025 年 1 月制造业 PMI 环比变动-1pct，明显大于 2017 年和 2014 年同期变动均值-0.3pct。

图表1：PMI 分项



资料来源：Wind，中邮证券研究所

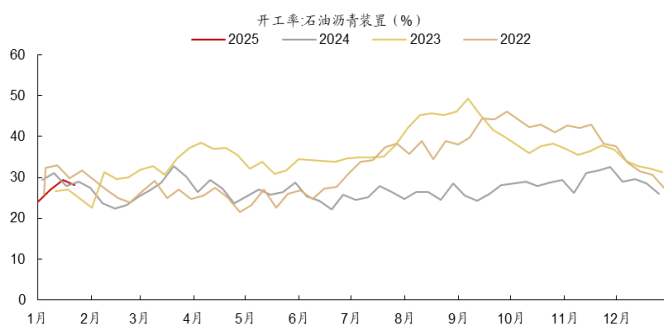
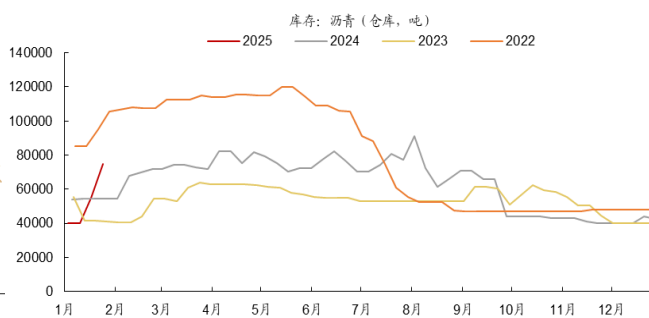
1 政策待发期制造业景气度放缓，供需向下寻求均衡

1.1 政策进入短暂空窗期，需求动力放缓

短期需求出现较为明显下降。1月制造业 PMI 新订单指数为 49.2%，较上月下降 1.8pct，结束了连续四个月修复态势，转入荣枯线之下，弱于季节性，环比变动较春节位于 1 月的 2017 年和 2014 年同期变动均值低 1.05pct，显示需求出现较为明显回落。

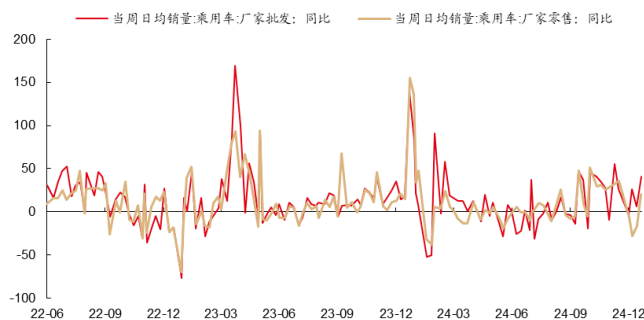
我们理解，之前需求持续修复主要来自于促消费政策拉动、专项债发行节奏后置，基建投资实物工作量加速形成，但步入 2025 年，新的促消费政策尚未完全正式落地，基建投资增速亦有所放缓，一定程度上或导致需求回落。从高频数据来看，（1）石油沥青装置开工率环比回落，水泥价格小幅下降，基建开工有所放缓。截至 1 月 22 日，1 月石油沥青装置平均开工率为 27.13%，较 2024 年 12

月平均开工率 28.25% 回落 1.13 个百分点，较 2024 年 1 月平均开工率 29.28% 低 2.15 个百分点。截至 1 月 24 日，1 月周度平均沥青库存为 52536.50 吨，环比增长 25.97%；截至 1 月 24 日，1 月平均水泥价格指数为 125.82，较 2024 年 12 月平均价格指数增长 -5.05%，较 2024 年 1 月平均价格指数上涨 12.61%。（2）乘用车零售环比明显回落，同比亦小幅下降。截至 1 月 19 日，1 月厂家零售周度平均为 53693 辆，较 2024 年 12 月同期增长 -30.78%，较 2024 年 1 月同期下降 8.14%。

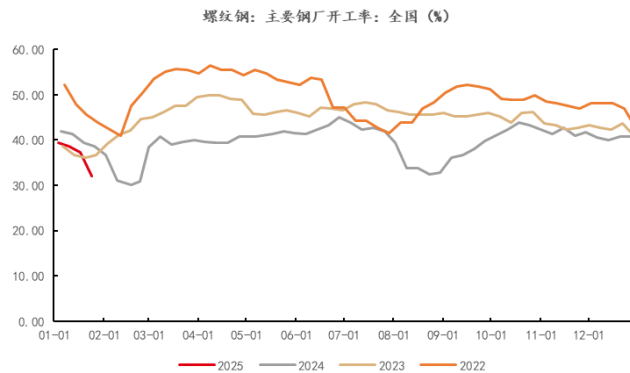
图表2：石油沥青装置开工率（%）

图表3：沥青库存水平（%）


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

资料来源：同花顺, 中邮证券研究所

图表4：乘用车销量（%）


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表5：螺纹钢主要钢厂开工率（%）


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

1.2 生产景气度超季节性回落，促生产稳增长面临挑战

1 月制造业 PMI 生产指数为 49.8%，较前值 52.1% 下降 2.3pct，结束连续四个月处于荣枯线之上的良好趋势，转入荣枯线之下，弱于季节性，环比变动较春节位于 1 月的 2017 年和 2014 年同期变动均值低 1.75pct。根据统计局公布数据，金属制品、专用设备、铁路船舶航空航天设备等行业两个指数均高于 51.5%，位

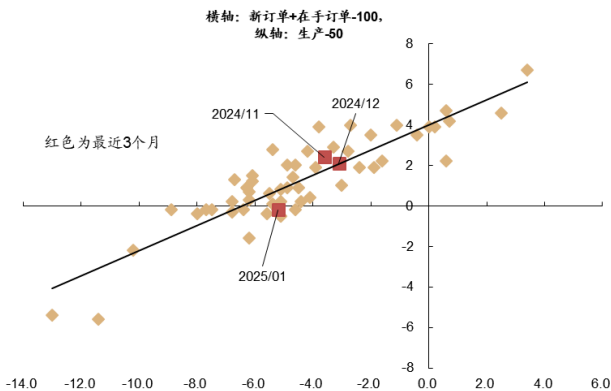
于扩张区间；食品及酒饮料精制茶、纺织、有色金属冶炼及压延加工等行业两个指数均低于临界点，供需活跃度偏弱。

我们理解，在生产与需求背离的背景下，促生产稳增长的做法可实现当期目标，但会推升下一期经济下行压力。2024 年四季度经济增长超预期，呈现出较为明显的促生产稳增长的特点，2024 年 12 月工业增加值同比增长 6.2%，较前值上升 0.8pct，供需缺口进一步扩大（详见报告《关注内外需动能切换，促消费扩内需应具有持续性》），这会增大 1 月经济增长压力。与之对应，生产与需求背离，企业被迫降价去库存，这会导致 PPI 走低。根据 PMI 产成品出厂价格估算，1 月 PPI 同比增速或在 -2.4% 左右，降幅较 2024 年 12 月 -2.2% 或有所扩大，亦是佐证。

1.3 供需向下寻求均衡，关注价格回升的前瞻指示信号

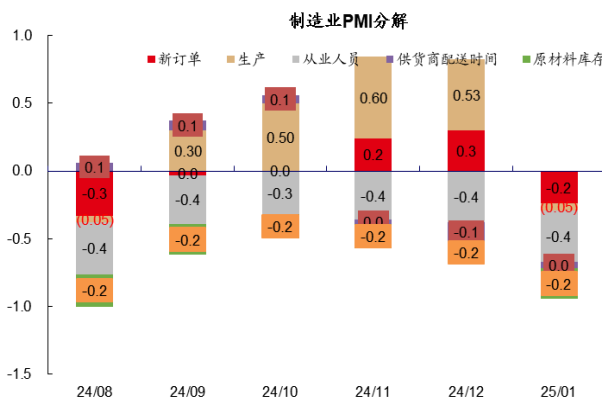
1 月生产和需求均较为明显放缓，且生产下降幅度大于需求下降幅度，生产与需求向下寻求均衡点。1 月 PMI 新订单与 PMI 生产的差值为 -0.6%，较前值 -1.1% 收窄 0.5pct，连续两个月收窄，但本次是向下寻求均衡点。

图表6：供需失衡有所缓解（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表7：制造业 PMI 分解（%）



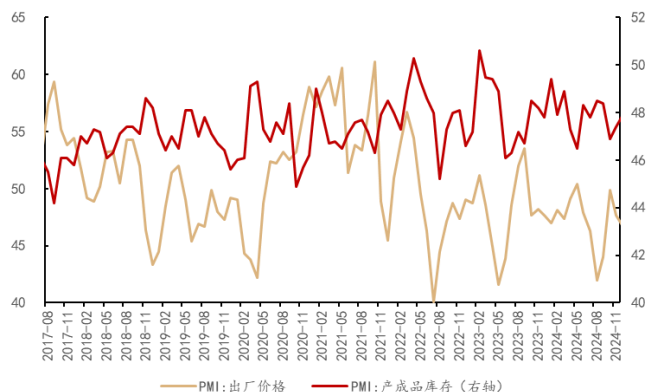
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

我们 12 月 PMI 点评报告中强调，需求改善向生产端的传导仍需加强，目前企业仍处于主动去库阶段，有效需求不足制约盈利能力改善，进而制约生产扩张。站在当前时点，我维持该判断，实现经济良性循环的关键仍是改善有效需求不足，需求改善向生产端传导的前瞻指示信号是价格回升。

从 PMI 产成品库存和出厂价格来看，1 月产成品出厂价格和产成品库存 PMI 指数分别为 47.4% 和 46.5%，虽较前值有小幅改善，但均处于收缩区间，显示出出厂价格和产成品库存环比同步回落，应是企业家信心仍有待修复，尚处于降价主

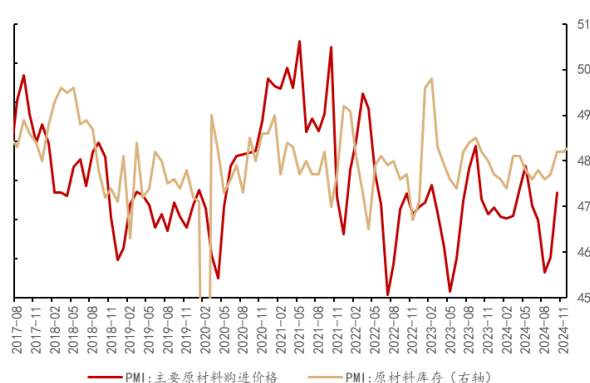
动去库存阶段。12月BCI企业利润前瞻指数为42.15，较前值回落1.15，亦有所印证。

图表8：产成品库存和出厂价格（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表9：原材料库存和价格（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

1.4 市场主体景气度走弱

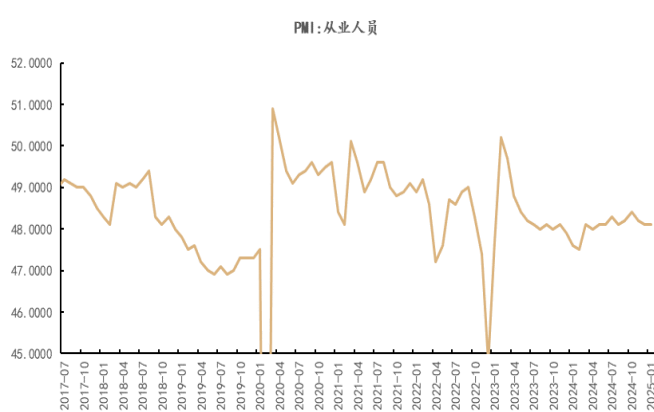
1月制造业景气度较为明显回落的背景下，市场主体景气度均有所放缓，转入荣枯线之下。大型企业、中型企业和小型企业PMI指数为49.9%、49.5%和46.5%，较上月变动分别为-0.6pct、-1.2pct和-2pct，均处于荣枯线之下，其中，小型企业景气度下降幅度尤为明显。制造业景气度短暂下行，尚未传导至就业端，PMI从业指数为48.1%，持平前值。

图表10：市场主体景气度（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表11：就业景气度（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2 非制造业扩张动能放缓，仍处于扩张区间

1月非制造业景气度环比有所回落，但仍处于扩张区间，弱于季节性水平。1月非制造业PMI：商务活动指数为50.2%，较前值下降2pct，较春节位于1月的2017年和2014年同期环比变动-0.55%低1.45pct。

1月服务业景气度处于荣枯线之上，但扩张动能有所放缓。1月服务业PMI为50.3%，较上月下降1.7pct，亦弱于季节性表现，环比变动较2017年和2014年同期环比变动均值低1.35pct；服务业PMI新订单46.7%，较上月回落1.5pct，环比变动较2017年和2014年同期环比变动均值-0.35%低1.15pct。我们理解，一是2025年部分行业“开门红”已经接近尾声，如货币金融服务、保险等行业商务活动指数继续位于55%以上高位景气区间，但较上月下降5pct左右；二是尽管春节效应带动航空运输等行业维持高景气度，但机票价格回落，在一定程度上亦对该行业产生一定冲击。根据1月24日光明网信息，2025年春节机票价格大跳水。三是市场对于政策宽松预期有所下降。业务活动预期指数为56.8%，仍处于较高景气度，但较上月下降0.8pct。

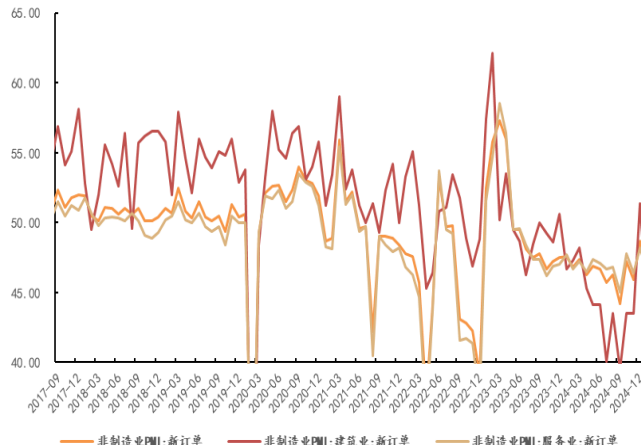
1月建筑业PMI景气度季节性回落，新订单需求景气度环比亦较大幅度下降。1月PMI建筑业49.3%，较上期下降2.9pct，弱于季节性表现，较2017年和2014年同期环比变动均值-1.2%低1.7pct；PMI建筑业新订单44.7%，较上月回落6.7pct。我们理解，部分原因或是受春节假日临近及冬季低温天气等因素影响，建筑业进入传统淡季，与此同时，值得关注的是，房地产市场销售虽有所回暖，但市场处于去库存阶段，保交楼工作顺利推进，销售向投资传导效应并不显著，制约了建筑业开工。

图表12：非制造业保持高景气度（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表13：非制造业PMI分项走弱（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 展望：关注价格企稳回升的信号

2024年12月中央政治局会议和中央经济工作会议定调政策双宽松，提振市场预期，但政策落地节奏相对较为缓慢，形成了较大预期差。尽管近期国家部委较为密集召开新闻发布会，向市场传递积极信号，但因政策宽松预期与实际落地相对缓慢预期差的影响，市场对政策宽松预期有所钝化，或在一定程度上弱化积极信号的提振作用。与此同时，12月存在促生产稳增长的特点，亦会增大1月经济增长压力。1月步入短暂的政策空窗期，制造业景气度回落，供需两端均走弱，向下寻求均衡，PPI跌幅或进一步扩大；非制造业景气度仍处于扩张区间，但扩张动能有所放缓。

站在当前时点，有三点需要重点关注：**一是重点关注就业市场变化**。步入政策空窗期，需求出现较为明显放缓，底层逻辑应是居民需求动能不足，一个可能的解释是，短期促消费政策或带动消费回升，但居民或面临较强预算约束，在控制总支出的条件下，或减少其他消费，这背后则是居民就业和收入预期或有所走弱。而居民收入是消费的关键变量，居民就业和收入预期变化，将直接决定了未来消费持续修复的空间。因此，就业市场变化应是观察经济变化的重要变量，需要密切关注。**二是关注促消费政策扩容内容**，政策效果弹性或较为显著。2024年促消费政策效果显著，考虑边际递减作用，2025年扩容部分商品的政策拉动弹性或更为显著。**三是一季度出口或仍存在较强韧性**。美国总统特朗普贸易政策仍存在较大不确定性，短期“抢出口”行为或仍将持续，同时我国出口商品相对价格优势亦较为明显，支撑短期我国出口韧性。

风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048