

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号：S1500524070002

邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅

大厦B座

邮编：100031

继强生产脉冲之后，PMI 自然回落

2025年1月27日

- 2025年开年，制造业PMI结束了去年四季度的扩张趋势，景气度出现回落。我们认为，这是强生产脉冲后的自然回落，并不全然是春节因素的影响。
- **第一，制造业的供需平衡改善。**1月制造业景气度出现回落，表现最差的是生产，其次才是新订单。我们认为，这背后或是完成2024年全年的经济增长目标之后，强生产的动力减弱，脉冲回落。而非制造业景气度虽有回落，但变化仍在荣枯线之上。继强脉冲之后生产端回落更多，对比供需两端来看，今年1月生产端指数高于新订单指数0.6个百分点，是近10个月以来的最低水平，显示供需关系出现改善。
- **第二，产成品价格抑制作用减弱。**1月强生产脉冲自然回落之下，原本因供需关系不匹配导致的产成品价格抑制也有所松动。观察制造业的诸多分项，多数均有回落，上升的指标分别是生产经营活动预期和两个价格端指标。从近期走势来看，自2024年11月以来，制造业购进价格指数和出厂价格指数均连续运行在收缩区间，和四季度的强生产脉冲相反。自强脉冲自然回落后，原先强生产对产成品价格的抑制作用减弱，企业产销两端价格有所改善，资金压力也不断缓解。
- **第三，企业利润增速出现拐点。**四季度进入强生产脉冲时，工业企业利润也进一步陷入负增长。但12月企业利润已经出现了新的增长变化——企业利润降幅出现收窄。拆分来看，企业利润降幅得以收窄的主力是利润率变化的贡献。在产成品价格抑制作用减弱后，我们认为企业利润增速可能更容易夯实。在经历四季度的一波强生产脉冲后，我们预计一季度会迎来一波自然回落。若经济再次回升，或需要等待至二季度。我们判断今年的增长节奏或是“两头低、中间高”的形态。
- **风险因素：**消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

目录

一、制造业的供需平衡改善.....	3
二、产成品价格抑制作用减弱.....	5
三、企业利润增速出现拐点.....	7
风险因素	8

图目录

图 1: 制造业 PMI 跌破荣枯线.....	3
图 2: 生产依旧明显高于新订单.....	4
图 3: 建筑业活动进入淡季.....	4
图 4: 1 月回升的指标不多, 价格是其中之一.....	5
图 5: 去年四季度价格端和强生产脉冲相反.....	6
图 6: 企业利润同比降幅收窄.....	7

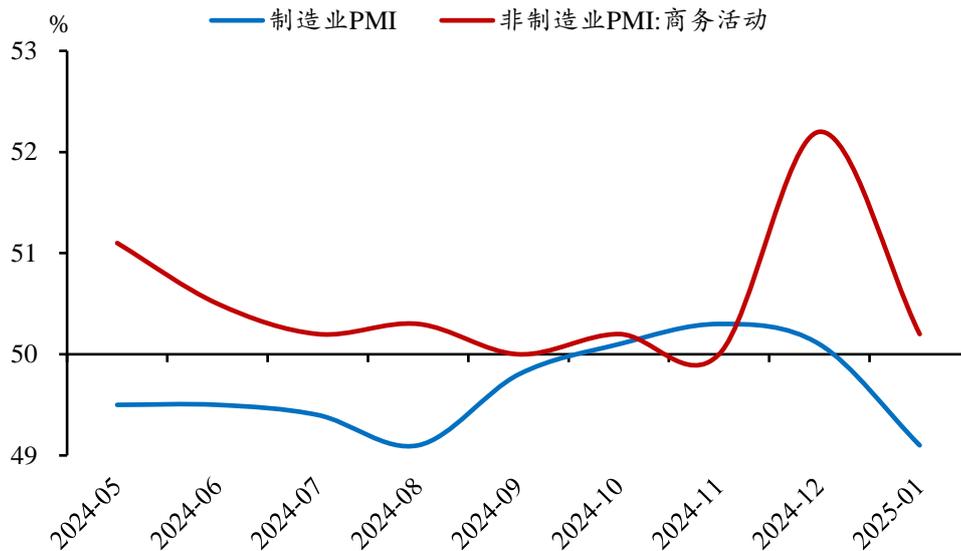
一、制造业的供需平衡改善

2025 年开年，制造业 PMI 结束了去年四季度的扩张趋势，景气度出现回落。

我们认为，这是强生产脉冲后的自然回落，并不全然是春节因素的影响。

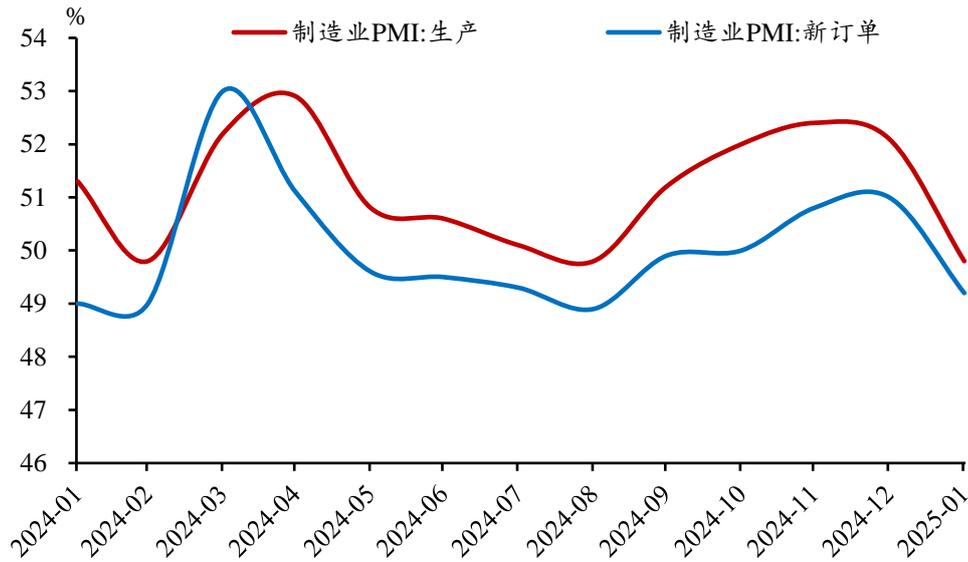
1 月景气度回落不乏春节因素的影响，但不仅限于此。1 月制造业 PMI 为 49.1%，非制造业 PMI 为 50.2%，二者景气度均出现回落。从制造业五大分项上看，表现最差的是生产，其次才是新订单（图 4）。我们认为，这背后或是完成 2024 年全年的经济增长目标之后，强生产的动力减弱，脉冲回落。而非制造业景气度虽有回落，但变化仍在荣枯线之上。1 月制造业景气回落有春节因素，但不仅是春节因素。2024 年四季度经历生产强脉冲之后，我们预计 2025 年一季度会自然回落。

图 1：制造业 PMI 跌破荣枯线



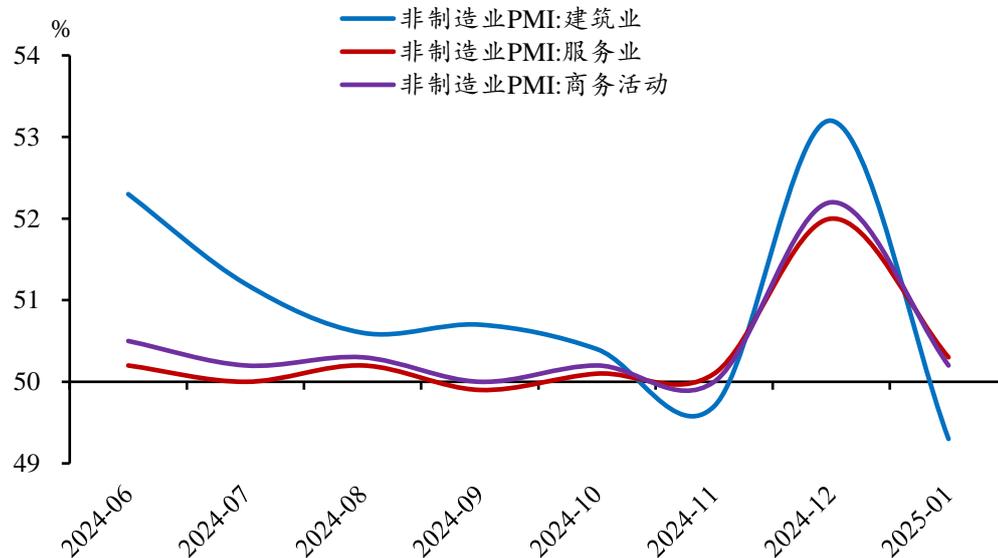
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

继强脉冲之后生产端回落更多，供需平衡关系较前值有改善。欧美节日的消费旺季已经过去，新出口需求在 1 月有所放缓，这才导致新出口订单景气度较去年 12 月下降了 1.9 个百分点（图 4），新订单也因此回落。对比供需两端来看，今年 1 月生产端指数高于新订单指数 0.6 个百分点，是近 10 个月以来的最低水平，显示供需关系出现改善（图 2）。

图 2：生产依旧明显高于新订单


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

受春节假期临近和冬日寒冷天气的影响，建筑业活动景气度回落。分行业看，房屋建筑业和土木工程建筑业商务活动指数和新订单指数较去年 12 月均有不同程度下降。临近春节，包括房屋建筑和基础建设相关行业进入传统淡季，供需活动有所回调。春节后，随着企业加快复工复产，在基建商务活动的带动下，建筑业相关活动有望重回扩张区间。

图 3：建筑业活动进入淡季


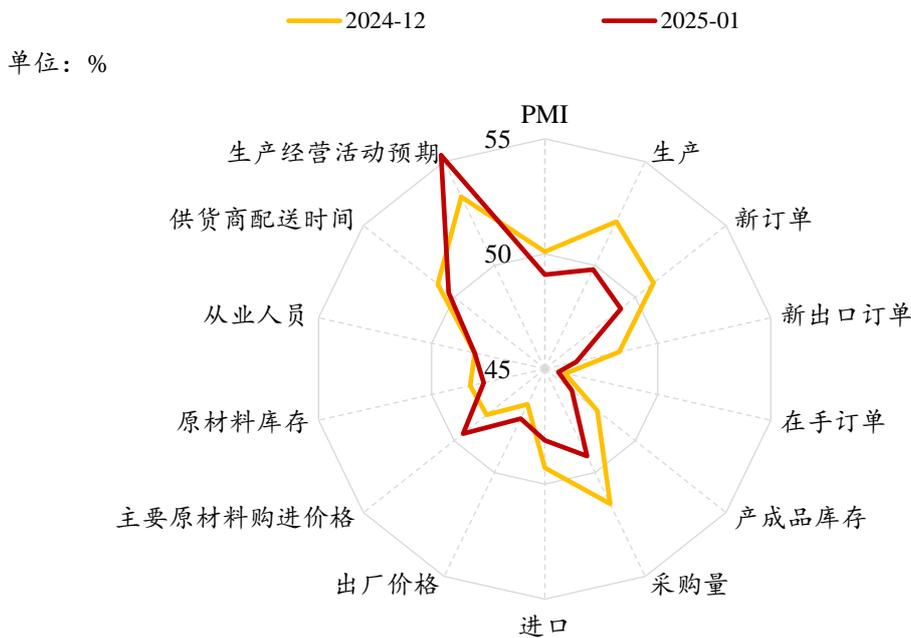
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、产成品价格抑制作用减弱

1月强生产脉冲自然回落之下，原本供需关系不匹配导致的产成品价格抑制也有所松动。

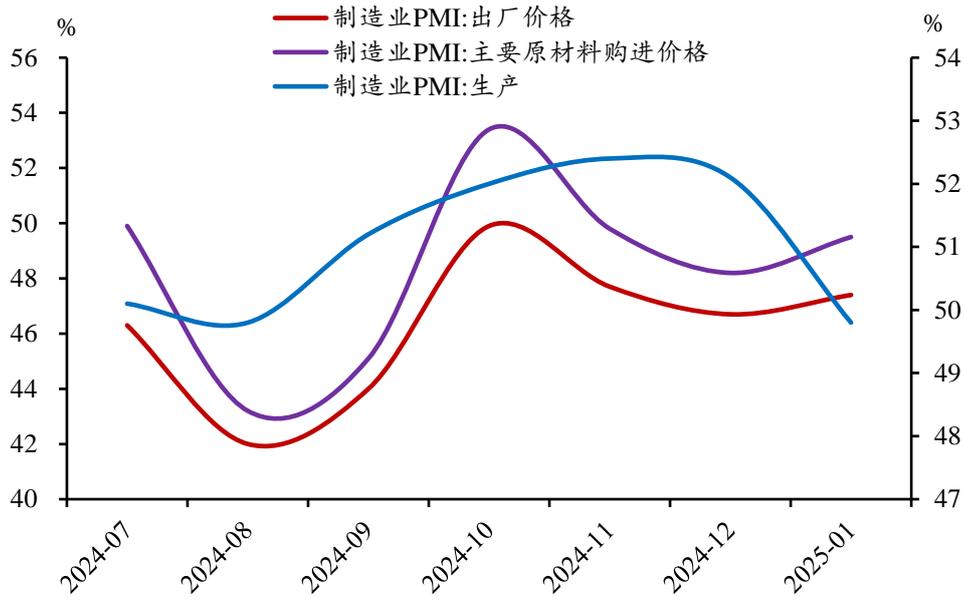
供大于求对产成品的抑制作用减弱。观察制造业的诸多分项，多数均有回落，上升的指标分别是生产经营活动预期和两个价格端指标。从近期走势来看，自2024年11月以来，制造业购进价格指数和出厂价格指数均连续运行在收缩区间，和四季度的强生产脉冲相反。自强脉冲自然回落后，1月制造业出厂指数回升至47.4%，主要原材料购进价格回升至49.5%。原先强生产对产成品价格的抑制作用减弱，企业产销两端价格有所改善，资金压力也不断缓解。企业调查显示，1月反映资金紧张的制造业企业比重为28.5%，较去年12月下降1.1个百分点，不仅在连续多月30%左右波动后明显下降，也创下有本项调查以来最低水平。

图 4：1月回升的指标不多，价格是其中之一



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 5：去年四季度价格端和强生产脉冲相反



资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 生产 PMI 为右轴

三、企业利润增速出现拐点

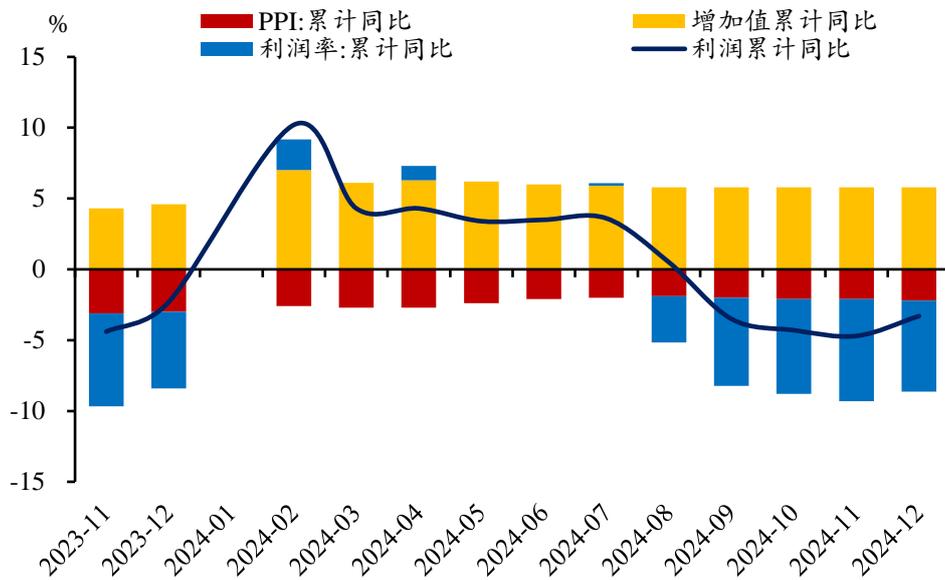
四季度进入强生产脉冲时，工业企业利润也进一步陷入负增长。但 12 月企业利润已经出现了新的增长变化——企业利润降幅出现收窄。

12 月工业企业利润累计同比降幅 3.3%，较 11 月降幅明显出现收窄。拆分来看，企业利润降幅得以收窄的主力是利润率变化的贡献。在产成品价格抑制作用减弱后，我们认为企业利润增速可能更容易夯实。

在经历四季度的一波强生产脉冲后，我们预计一季度会迎来一波自然回落。若经济再次回升，或需要等待至二季度。

正如我们在年度策略报告所指出的，考虑到去年一季度和四季度为增长高峰，基数相对较高，二、三季度为增长低谷，基数相对较低，我们判断今年的增长节奏或是“两头低、中间高”的形态。

图 6：企业利润同比降幅收窄



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券研发中心宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。