

2025年01月27日

短期扰动因素下PMI波动加大，趋势性企稳仍有待政策加力

——国内观察：2025年1月PMI

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

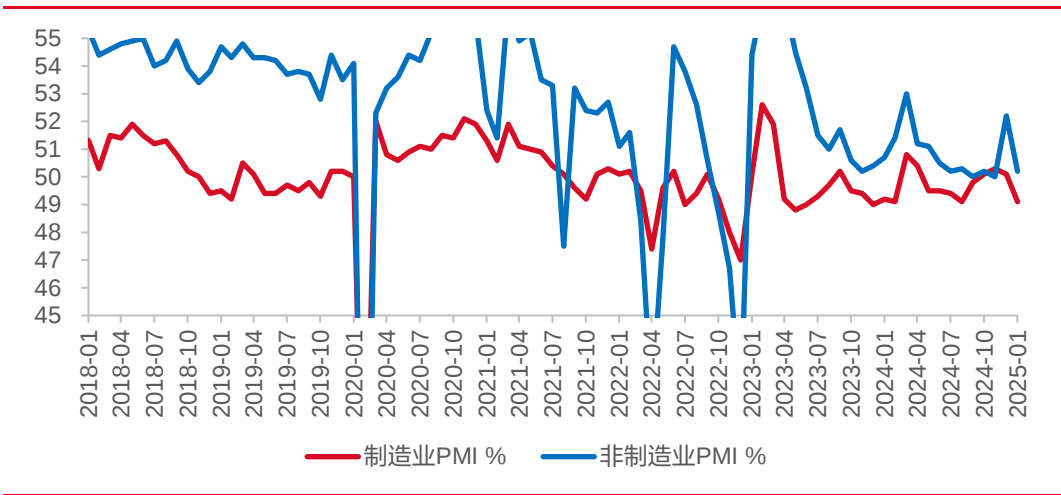
李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**1月27日，国家统计局公布1月官方PMI数据。1月，制造业PMI为49.1%，前值50.1%；非制造业PMI为50.2%，前值52.2%。
- **核心观点：**春节因素影响下，制造业以及非制造业PMI回落，不过回落的幅度要大于以往同期的表现（以春节所在月份来看）。除此以外，“关税大棒”并未在特朗普上任之日当即落地，“抢出口”的强弱可能也放大了前后两个月PMI的波动。总体来看，1月PMI受到的扰动因素较多，但撇开短期因素，当前需求的趋势性企稳仍有待增量政策进一步稳固。
- **PMI受春节影响季节性回落。**从以往春节来看，制造业PMI、非制造业PMI以及主要分项指数均会季节性回落。与2011年以来历年春节所在月份均值比较来看（剔除2023年异常值），从业人员、供应商配送时间指数环比强于季节性，其他指数多数弱于季节性。
- **预期指数处于高位。**1月，生产经营活动指数升至55.3%（+2.0pct）、非制造业活动预期指数略降至56.7%（-0.8pct），均处于相对高位，反映企业对节后信心仍然相对偏强。
- **供需两端除季节性回落外，“抢出口”的放缓可能也有影响。**1月生产指数回落至49.8%（-2.3pct），新订单指数回落至49.2%（-1.8pct），除了季节性回落的因素以外，特朗普对于关税政策的推进并不如此前市场预期的那么快，以及中美关系的阶段性缓和，可能都使“抢出口”现象有所放缓。另一方面，进口指数回落幅度（-1.2pct）小于新订单指数。
- **价格回升，但仍处荣枯线以下。**主要原材料购进价格指数（49.5%，+1.3pct）以及出厂价格指数（47.4%，+0.7pct）连续两个月回落后，1月有所改善，主要贡献或来自于1月国际原油价格的上涨。不过价格指数总体仍处荣枯线以下水平，回升压力仍然存在。
- **2024年12月的高基数对1月非制造业PMI形成压力。**12月非制造业明显的超季节性走强（环比+2.2pct，近5年同期均值-1.2pct），在环比的基数上也容易对1月形成压力。1月非制造业（-2.0pct）、以及分项的服务业（-1.7pct）和建筑业（-3.9pct），分别弱于2011年以来春节同期的均值-0.52pct、-0.35pct、-1.56pct。
- **居民出行消费相关服务业季节性回升。**1月服务业PMI50.3%，虽然有所回落，但仍在荣枯线以上。春节效应下，居民出行消费相关行业升至扩张区间。同时，航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业继续位于55.0%以上较高景气区间。
- **建筑业在年底抢施工以及春节的影响下波动较大。**1月进入传统施工淡季，叠加今年春节较早的影响，建筑业在2024年年底抢施工抓进度的影响下冲高后，景气度在1月明显回落。
- **风险提示：**稳增长政策落地不及预期；特朗普关税政策风险；美联储降息节奏不及预期。

图1 制造业及非制造业 PMI，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 制造业、非制造业 PMI 及主要分项在历年春节所在月份的环比变化，%

年	春节所在月份	制造业						非制造业		
		PMI	生产	新订单	从业人员	供应商配送时间	原材料库存	PMI	服务业	建筑业
2025	1月	-1.00	-2.30	-1.80	0.00	-0.60	-0.60	-2.00	-1.70	-3.90
2024	2月	-0.10	-1.50	0.00	-0.10	-2.00	-0.20	0.70	0.90	-0.40
2023	1月	3.10	5.20	7.00	2.90	7.50	2.50	12.80	14.60	2.00
2022	2月	-0.20	-0.50	-0.40	-0.20	-0.70	-0.10	-1.60	-1.70	-0.90
2021	2月	-0.70	-1.60	-0.80	-0.30	-0.90	-1.30	-1.00	-0.30	-5.30
2020	1月	-0.20	-1.90	0.20	0.20	-1.20	-0.10	0.60	0.10	3.00
2019	2月	-0.30	-1.40	1.00	-0.30	-0.30	-1.80	-0.40	-0.10	-1.70
2018	2月	-1.00	-2.80	-1.60	-0.20	-0.80	0.50	-0.90	-0.60	-3.00
2017	1月	-0.10	-0.20	-0.40	0.30	-0.20	0.00	0.10	0.30	-0.80
2016	2月	-0.40	-1.20	-0.90	-0.20	-0.70	1.20	-0.80	-0.50	-2.60
2015	2月	0.10	-0.30	0.20	-0.10	-0.30	0.90	0.20	0.30	-0.40
2014	1月	-0.50	-0.90	-1.10	-0.50	-0.70	0.20	-1.20	-1.00	-1.60
2013	2月	-0.30	-0.10	-1.50	-0.20	-1.70	-0.60	-1.70	-1.30	-3.60
2012	1月	0.20	0.20	0.60	-1.60	-0.40	1.40	-0.60		0.00
2011	2月	-0.70	-1.50	-0.60	-0.10	-1.30	-2.50	-0.20		-3.00
均值		-0.32	-1.05	-0.41	-0.25	-0.86	-0.18	-0.52	-0.35	-1.56

资料来源：国家统计局，东海证券研究所

备注：均值剔除 2023 年异常值，考虑到 2022 年春节为 2 月 1 日，季节性影响或与 2025 年类似，故以春节所在月份为 1 月纳入统计

图3 制造业 PMI 各分项, %



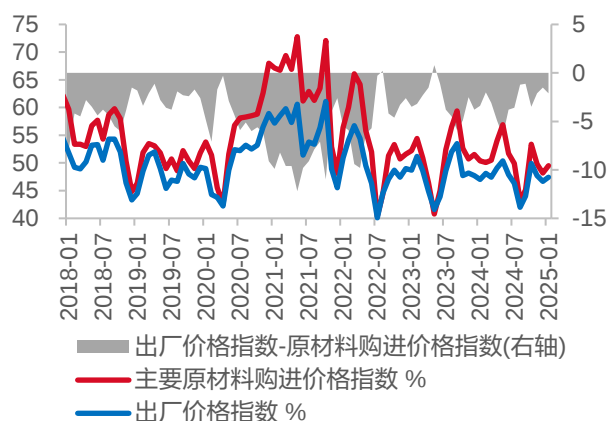
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 制造业 PMI 新出口订单及进口指数, %



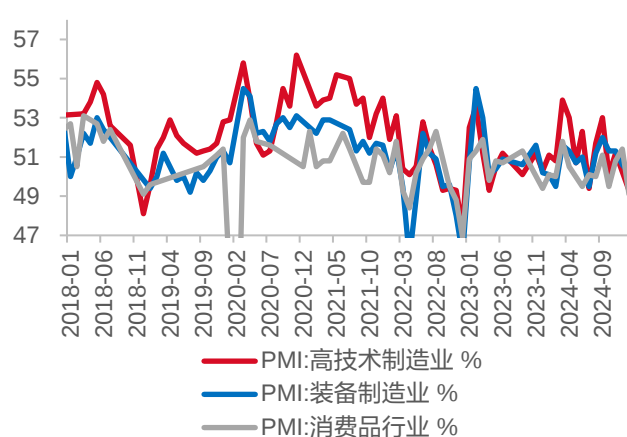
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 主要原材料购进价格、出厂价格指数, %, %



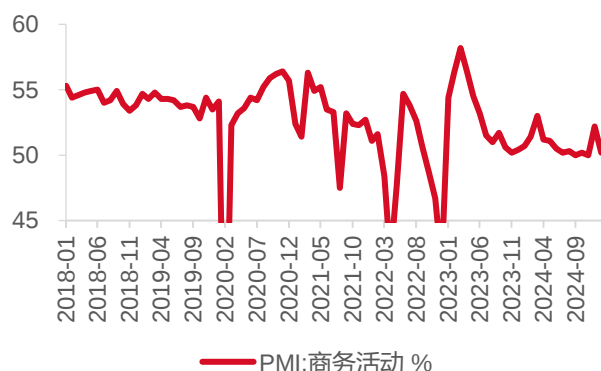
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 高技术制造业、装备制造业、消费品行业 PMI, %



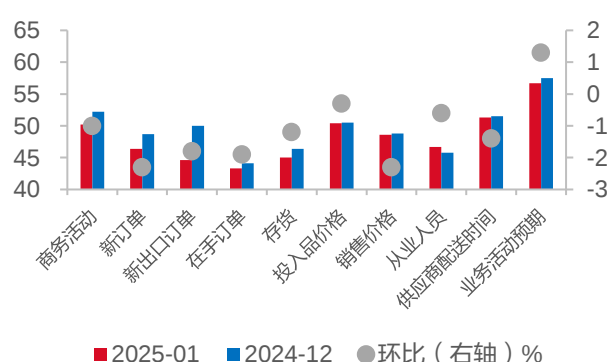
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 非制造业 PMI, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 非制造业 PMI 各分项, %, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数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沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 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沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，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。本报告可能因时间等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。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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”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。

四、资质声明：

东海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，已经具备证券投资咨询业务资格。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。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089