

PMI 指数回落至荣枯线下方

投资观点：

报告日期 2026-01-31

- 国家统计局公布的数据显示，中国 11 月官方制造业 PMI 为 49.2，预期 49.3，前值 49.0。中国 11 月非制造业 PMI 为 49.5，预期 50.0，前值 50.1。中国 11 月综合 PMI 为 49.7%，前值 50.0。
- 综合来看，11 月制造业 PMI 小幅回升，主要是受稳增长政策发力、外部不确定性缓和，以及季节性等因素综合作用。不过，11 月服务业 PMI 指数降幅较大，年内首次降至收缩区间，整体宏观经济景气度稳中有降，这拖累 11 月综合 PMI 产出指数也在年内首次进入荣枯平衡线以下。这表明，11 月宏观经济运行延续了三季度以来的稳中趋弱态势。
- 展望未来，国内需求依旧疲软——基建和制造业投资双双走弱、房地产持续深度调整、消费存在透支效应等问题或继续拖累经济走势，不过，得益于上年的超预期表现，全年“保 5%”有惊无险。12 月密切关注 3 大会议：12 月上中旬政治局会议和中央经济工作会议对 2026 年政策的定调，12 月 10 日美联储议息会议是否降息也很关键。

宏观

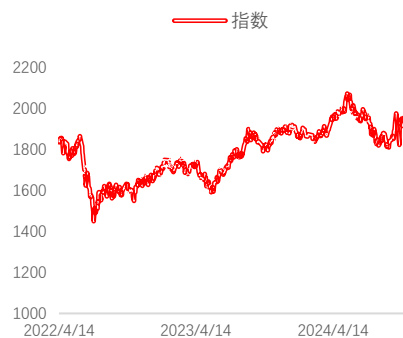
专题报告

国贸期货研究院：郑建鑫

从业资格证号：F3014717

投资咨询证号：Z0013223

国贸商品指数



数据来源：国贸期货

往期相关报告

- 1、【ITF-宏观】前高后低，顺利收官——12 月经济数据解读 20260119
- 2、【ITF-宏观】多因素共振，通胀温和修复——12 月通胀数据解读 20260109
- 3、【ITF-宏观】制造业 PMI 指数小幅回升——11 月 PMI 数据解读 20251130

1 1月制造业PMI指数小幅回落

2026年1月31日，国家统计局公布的数据显示，中国1月官方制造业PMI为49.3，预期50.1，前值50.1。中国1月非制造业PMI为49.4，预期50.3，前值50.2。中国1月综合PMI为49.8%，前值50.7。

解读如下：

供需双双回落，制造业PMI指数回落至荣枯线下方。1月官方制造业PMI指数录得49.3%，较上月回落0.8个百分点，供需两端的指标均出现回落。具体来看，生产方面，生产指数回落1.1个百分点；需求方面，新订单指数回落1.6个百分点；进出口方面，新出口订单回落1.2个百分点、进口订单回升0.3个百分点；库存方面，产成品库存回升0.4个百分点、原材料库存回落0.4个百分点；价格方面，主要原材料购进价格回升3.0个百分点，出厂价格回升1.7个百分点。总的来看，随着春节临近，部分制造业行业进入传统淡季，建筑业景气下降，1月经济活动相较上月总体放缓。

具体来看：

一、供需两端分项指标同步回落

(1) 制造业生产指数、新订单指数双双回落。生产端来看，1月生产指数为50.6%，较前值回落1.1个百分点，仍处于扩张区间，表明制造业生产活动保持扩张，此外，生产相关的原材料库存量回落、用工景气平稳。1月生产指数下降的首要原因是消费品制造业生产指数较上月下降超过4个百分点至50%以下，拖累整体生产指数运行，显示消费品制造业生产活动短期明显放缓，主要是纺织业、纺织服装服饰业市场供需偏弱运行。

内需端来看，1月新订单指数为49.2%，较前值回落1.6个百分点，内需出现了明显的放缓，主要原因是由于多地气温进一步下降，叠加春节假期临近，大量工地、工厂等的施工作业活动有所放缓，带动相关需求趋于收缩。此外，2025年12月部分行业冲击全年目标，在一定程度上透支了部分需求，从而影响了1月份市场需求释放。

从行业看，农副食品加工、铁路船舶航空航天设备等行业生产指数和新订单指数均高于56.0%，供需释放较快；石油煤炭及其他燃料加工、汽车等行业两个指数均低于临界点，相关行业市场需求放缓，企业生产有所回落。

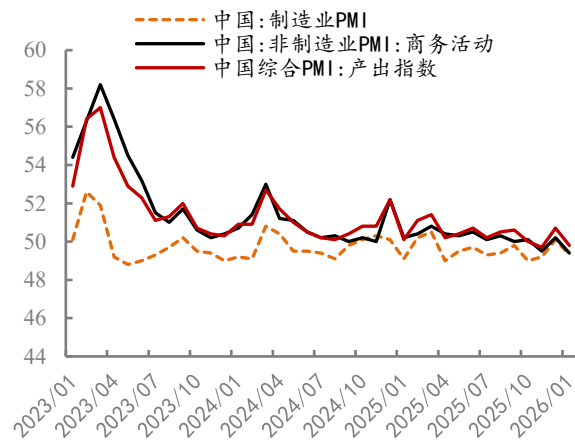
(2) 出口订单明显回落。从出口端来看，1月新出口订单指数回落1.2个百分点至47.8%，仍处于荣枯线下方；进口端，1月进口订单指数回升0.3个百分点至47.3%，继续处于荣枯线下方。海外圣诞节消费旺季已过，或对制造业出口订单表现有所拖累。

二、库存指数走势分化，价格指数双双回升

(1) 产成品库存继续回升，原材料库存指数回落。1月份，产成品库存指数回升0.4个百分点至48.6%，原材料库存指数回落0.4个百分点至47.4%。订单需求下降、工业生产放缓是库存走势分化的主要原因。

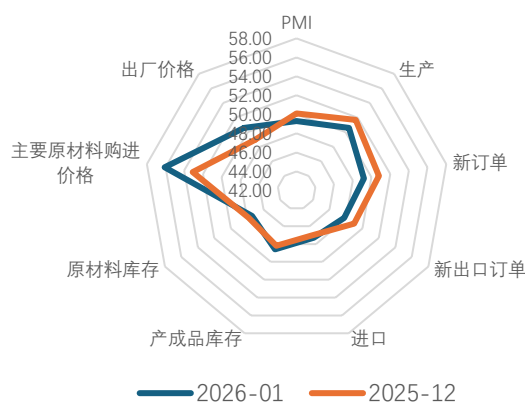
(2) 出厂价格指数和原材料购进价格指数双双回升。1月PMI出厂价格指数和原材料购进价格指数分别上涨1.7个百分点和3.0个百分点至50.6%和56.1%，价格指数保持涨势，重回荣枯线上方。价格数据双双迎来回升，尤其是原材料购进价格指数涨势明显，主因是“扩内需”、“反内卷”政策共同收效。预计随着部分大宗商品价格抬升，需求趋稳，“反内卷”惩治恶性低价竞争，价格仍有回升空间。

图表 1、中国官方 PMI 指数



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 2、制造业 PMI 的分项指标



资料来源：Wind、国贸期货研究院

三、非制造业 PMI 指数回落

1月非制造业PMI商务活动指数回落0.8个百分点至49.4%，其中，服务业PMI指数较前值回落0.2个百分点至49.5%，建筑业PMI回落4.0个百分点至48.8%。

1) 服务业景气水平小幅回落。服务业方面，1月服务业PMI为49.5%、较前值下滑了0.2个百分点，服务业新订单亦有小幅转弱。分行业来看，金融业位于高位景气区间，但房地产业商务活动指数降至40.0%以下。

2) 建筑业商务活动指数明显回落。受近期低温天气及春节假日临近等因素影响，建筑业生产施工放缓，商务活动指数为 48.8%，比上月下降 4.0 个百分点，建筑业景气水平明显回落。从市场预期看，建筑业业务活动预期指数为 49.8%，降至临界点以下，表明建筑业企业对行业发展预期谨慎。

四、PMI 指数回落至荣枯线下方

综合来看，1 月综合 PMI 产出指数为 49.8%，比上月下降 0.9 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体较上月放缓，结构上制造业景气高于非制造业景气。1 月制造业 PMI 有所回落，供需均出现下行，可能是因为 12 月高基数、春节临近和铜油涨价等因素共振下的结果，此外房地产拖累尚未收窄。

展望未来，经济数据进入真空期，需密切跟踪春节消费、返乡复工人流强度、节后地方一季度重大项目开工、百年建筑开复工率等“软数据”的成色。预计宏观政策将更加积极有为，托底总需求。近期财政部表态，确保总体支出力度“只增不减”、重点领域保障“只强不弱”。大力压减低效无效支出，把更多的财政资金用在提振消费、“投资于人”、民生保障等方面。2026 年首场国务院常务会议中，财政金融促内需一揽子政策推出，旨在扩大内需。

分析师介绍

郑建鑫，国贸期货研究院宏观金融研究中心经理，宏观金融首席分析师，厦门大学财务学硕士。负责宏观和大宗商品研究，擅长 FICC 类资产研究，熟悉宏观对冲及套利交易。曾获期货日报“最佳宏观策略分析师”称号。

附：品种观点评价体系

观点评级	短期（1个月以内）	中期（1-3个月）	长期（3个月以上）
强烈看多	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看多	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%	振幅-5%-5%
看空	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%	下跌 5%-15%
强烈看空	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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。分析师对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和意见不会发生任何变化，本报告中的信息和意见仅供参考。

免责声明

国贸期货有限公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2012】31号。

本报告由国贸期货有限公司撰写及发布。本报告中的信息均来源于公开资料或合规渠道，国贸期货力求准确、客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，国贸期货不承诺交易者一定获利，不与交易者分享交易收益，也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。交易者务必注意，其据此做出的任何交易决策与国贸期货无关。

本报告仅供特定客户作参考之用，国贸期货不会因接收人收到本报告而视其为国贸期货的当然客户。未经国贸期货书面授权，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权。如欲引用或转载本报告，务必联络国贸期货并获得书面许可，并需注明出处为国贸期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用或删改。如未经国贸期货授权，私自转载或者引用本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或引用者承担，国贸期货保留追究其法律责任的权利。

风险提示

期货市场具有潜在风险，交易者在进行期货交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险，建议交易者应当充分深入地了解期货市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对交易者的任何交易建议及入市依据，交易者应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。

期市有风险，投资需谨慎