

宏观 | 点评报告

证券研究报告

2025/3/3

2月PMI数据点评——

春节及政策效应共助数据回升

证券分析师： 徐超
分析师登记编号： S1190521050001

证券分析师： 万琦
分析师登记编号： S1190524070001

目录

- 1、春节因素叠加政策效应，制造业PMI季节性反弹
- 2、建筑业及服务业表现分化，非制造业扩张不及预期

- 中国2月官方制造业PMI50.2，预期49.9，前值49.1。
- 中国2月非制造业PMI50.4，预期50.5，前值50.2。

图表1：PMI数据主要分项

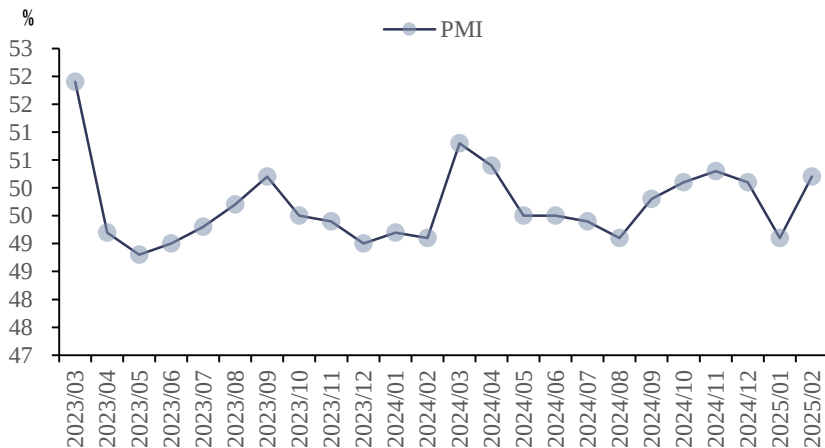
项目	较前值	2025/2	2025/1	2024/12	2024/11	2024/10	2024/9	2024/8	2024/7	2024/6	2024/5	2024/4	2024/3	2024/2
制造业PMI	1.1	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1	49.8	49.1	49.4	49.5	49.5	50.4	50.8	49.1
生产	2.7	52.5	49.8	52.1	52.4	52.0	51.2	49.8	50.1	50.6	50.8	52.9	52.2	49.8
新订单	1.9	51.1	49.2	51.0	50.8	50.0	49.9	48.9	49.3	49.5	49.6	51.1	53.0	49.0
新出口订单	2.2	48.6	46.4	48.3	48.1	47.3	47.5	48.7	48.5	48.3	48.3	50.6	51.3	46.3
进口	1.4	49.5	48.1	49.3	47.3	47.0	46.1	46.8	47.0	46.9	46.8	48.1	50.4	46.4
原材料库存	-0.7	47.0	47.7	48.3	48.2	48.2	47.7	47.6	47.8	47.6	47.8	48.1	48.1	47.4
从业人员	0.5	48.6	48.1	48.1	48.2	48.4	48.2	48.1	48.3	48.1	48.1	48.0	48.1	47.5
供应商配送时间	0.7	51.0	50.3	50.9	50.2	49.6	49.5	49.6	49.3	49.5	50.1	50.4	50.6	48.8
采购量	2.9	52.1	49.2	51.5	51.0	49.3	47.6	47.8	48.8	48.1	49.3	50.5	52.7	48.0
主要原材料购进价格	1.3	50.8	49.5	48.2	49.8	53.4	45.1	43.2	49.9	51.7	56.9	54.0	50.5	50.1
出厂价格	1.1	48.5	47.4	46.7	47.7	49.9	44.0	42.0	46.3	47.9	50.4	49.1	47.4	48.1
产成品库存	1.8	48.3	46.5	47.9	47.4	46.9	48.4	48.5	47.8	48.3	46.5	47.3	48.9	47.9
在手订单	0.4	46.0	45.6	45.9	45.6	45.4	44.0	44.7	45.3	45.0	45.3	45.6	47.6	43.5
生产经营活动预期	-0.8	54.5	55.3	53.3	54.7	54.0	52.0	52.0	53.1	54.4	54.3	55.2	55.6	54.2
非制造业PMI	0.2	50.4	50.2	52.2	50.0	50.2	50.0	50.3	50.2	50.5	51.1	51.2	53.0	51.4
建筑业	3.4	52.7	49.3	53.2	49.7	50.4	50.7	50.6	51.2	52.3	54.4	56.3	56.2	53.5
服务业	-0.3	50.0	50.3	52.0	50.1	50.1	49.9	50.2	50.0	50.2	50.5	50.3	52.4	51.0

资料来源：iFinD，太平洋证券

1、春节因素叠加政策效应，制造业PMI季节性反弹

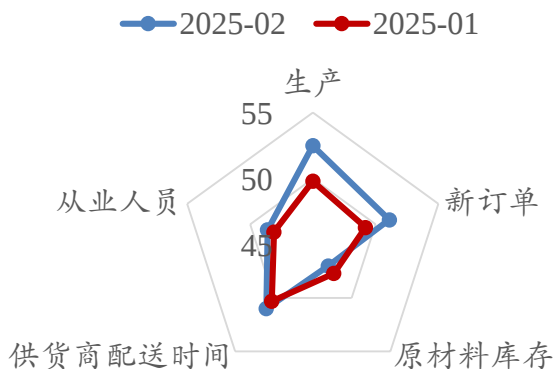
- 制造业PMI季节性回升。**2月制造业PMI为50.2%，较上月上升1.1个百分点，在上月短暂向下调整后本月重回扩张区间，回升幅度略超市场预期。这一反弹是季节性因素与前期政策综合作用的结果。一方面春节后复工复产会带动PMI出现季节性上行，可以看到过去10年春节同在1月的年份（2017、2020年、2023年），当年2月PMI环比基本均有上行（2017年环比上行0.3个百分点，2023年环比上行2.5个百分点，2020年因疫情影响数据向下异常波动）。2015年至2024年（剔除2020、2022年）春节假期开始月份的下一月较前值平均回升1.1个百分点。另一方面本月稳增长政策持续落地显效也有助于内需修复。
- 供需构成主要拉动。**本月制造业PMI的13个分项指数中，除原材料库存指数和生产经营活动预期指数较前值下降外，其余分项相比上月均出现不同程度的上升，权重较大的生产指数与新订单指数升幅相对明显，是本月制造业PMI回升的重要支撑。

图表2：制造业PMI



资料来源：Wind，太平洋证券

图表3：制造业PMI分项

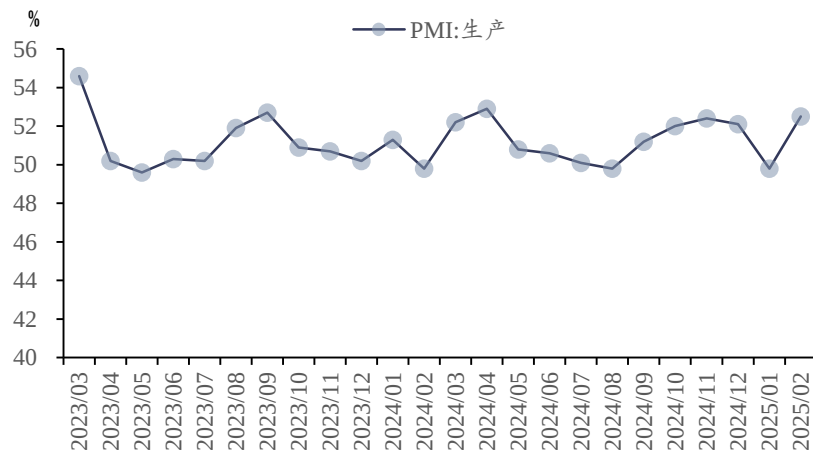


资料来源：Wind，太平洋证券

1、春节因素叠加政策效应，制造业PMI季节性反弹

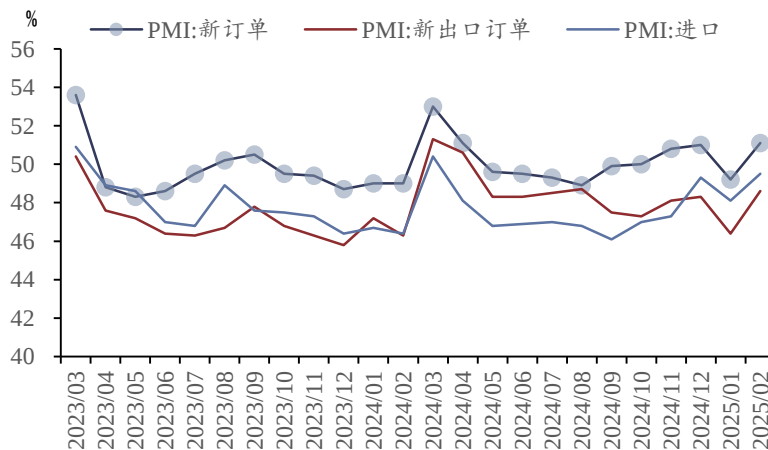
➤ **产需均现明显修复。**2月生产指数和新订单指数分别为52.5%和51.1%，比上月上升2.7和1.9个百分点，均升至荣枯水平以上，产需均有所改善，供给回升程度好于需求。春节因素对这两月产需指数的影响举足轻重，一是节前企业放缓生产节奏拉低基数，二是节后复工复产的推进则支撑数据反弹，因此春节前后月份PMI产需数据波动往往有所加大。除了上述季节性因素之外，本月数据可能也是国内稳增长政策显效的反映，去年四季度以来国内政策面的重大转向为经济筑底回升提供动能，消费、地产及投资等方面政策协同发力，积极的政策效应在本月或有延续。

图表4：生产指数



资料来源：Wind，太平洋证券

图表5：新订单指数



资料来源：Wind，太平洋证券

1、春节因素叠加政策效应，制造业PMI季节性反弹

➤结构上看，本月制造业的供需还表现出以下特点：一是需求回升带动生产采购活跃度上行。本月采购量指数为52.1%，比上月上升2.9个百分点；二是“抢出口”现象可能还未退潮。本月新出口订单指数为48.6%，比上月上升2.2个百分点，尽管尚未上行至扩张区间，这一回升幅度并不算小。关税加征背景下，“抢出口”可能仍在持续；三是产需修复并非全面性。一方面企业对于补库还是比较谨慎，本月原材料库存指数为47%，比上月下降0.7个百分点。另外从业人员指数虽然在节后出现季节性上行，但仅上升0.5个百分点，弱于季节性水平，除了节后返岗节奏较缓外，也不排除企业对后续需求持观望态度，因而招工方面较为保守。另一方面，本月需求不足的问题仍较为明显，本月反映需求不足的企业占比依旧在6成以上。

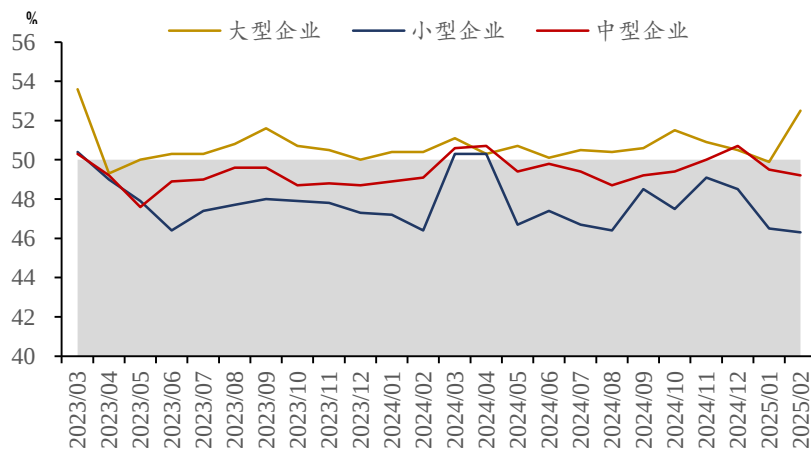
1、春节因素叠加政策效应，制造业PMI季节性反弹

► **新动能行业支撑相对显著。**分行业来看，新动能行业产出增长较为明显。本月装备制造业和高技术制造业PMI分别为50.8%和50.9%，比上月上升0.6和1.6个百分点，均位于荣枯线以上；高耗能行业和消费品行业PMI分别为49.8%和49.9%，比上月上升2.2和0.8个百分点，景气度较前值均有上行。细分行业看，有色金属冶炼及压延加工、通用设备、电气机械器材等行业产需指数均位于54.0%及以上的高景气度区间，背后逻辑可能在于出口拉动、国内设备更新、新质生产力发展以及国际大宗的波动。

1、春节因素叠加政策效应，制造业PMI季节性反弹

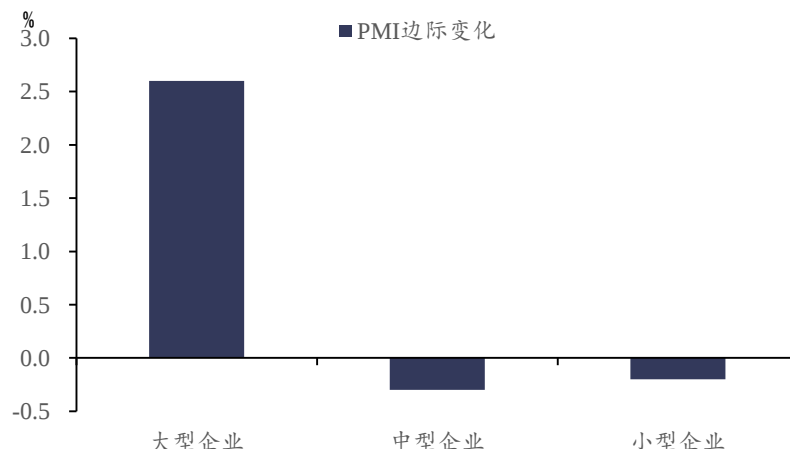
► **大型企业景气度边际改善相对明显。**本月大型企业的生产经营对宏观经济形成不小支撑，PMI为52.5%，比上月上升2.6个百分点，回到扩张区间。中、小型企业PMI分别为49.2%和46.3%，比上月下降0.3和0.2个百分点，复工复产相对滞后，尤其是小型企业，PMI绝对值偏低，承压较大。细分来看，中性企业PMI的压力主要来自需求侧，其新订单指数较上月下降1个百分点以上，低于49%，生产指数则上升至扩张区间。小型企业供需均面临压力，一是生产指数较前值下降近3个百分点，二是新订单指数虽然降势有所缓和，但仍处于46%左右的低位水平。不同企业的分化也为后续中小企业的扶持政策打开了想象空间。

图表6：大中小型企业PMI



资料来源：Wind，太平洋证券

图表7：大中小型企业PMI边际变化

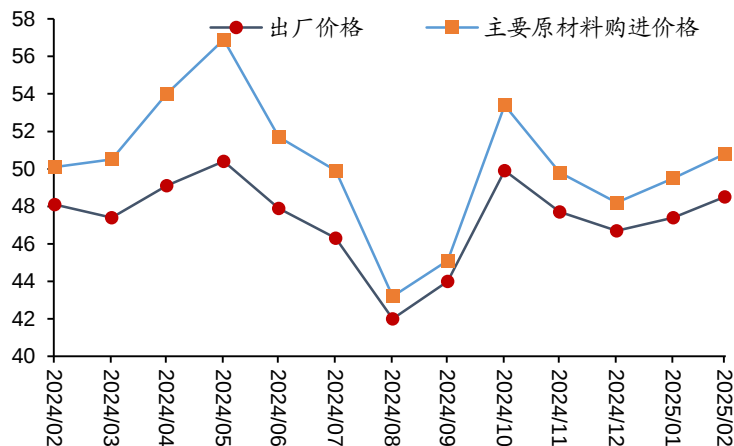


资料来源：Wind，太平洋证券

1、春节因素叠加政策效应，制造业PMI季节性反弹

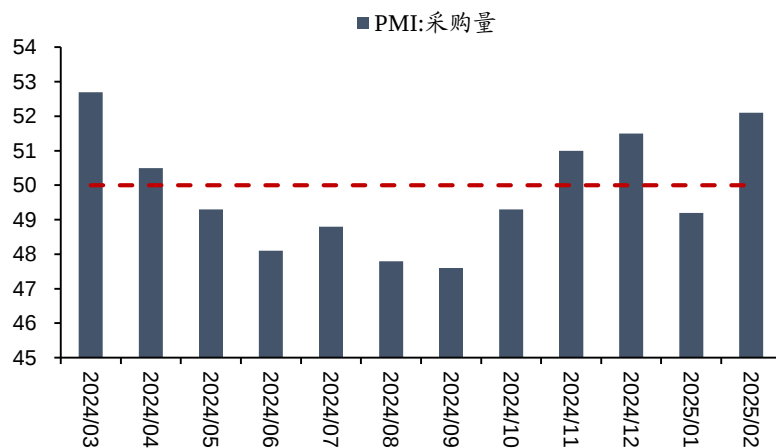
► **价格边际有所回暖。**2月价格相关的两类指数均释放了一定积极信号。一是原材料购进价格指数为50.8%，比上月上升1.3个百分点，再度回到了扩张区间，可能与企业逐渐回归正常节奏，原材料采购量增加有关。具体行业中，装备制造业与高耗能行业原材料购进价格止降回升，由收缩区间上升至荣枯水平以上。此外农副食品加工、化学纤维及橡胶塑料制品、电气机械器材等行业主要原材料购进价格指数均处于较高景气区间，位于55.0%以上。二是出厂价格亦有上行，为48.5%，比上月上升1.1个百分点，可能受前端价格回暖的带动，另外产能优化以及扩内需等政策或在一定程度上缓和了供需矛盾，也有助于价格的修复。不过考虑到前端价格的回暖较终端更为明显，并且产成品出厂价格仍运行在收缩区间，国内物价的修复短时间或维持较为温和的节奏。

图表8：价格指数



资料来源：Wind，太平洋证券

图表9：采购指数

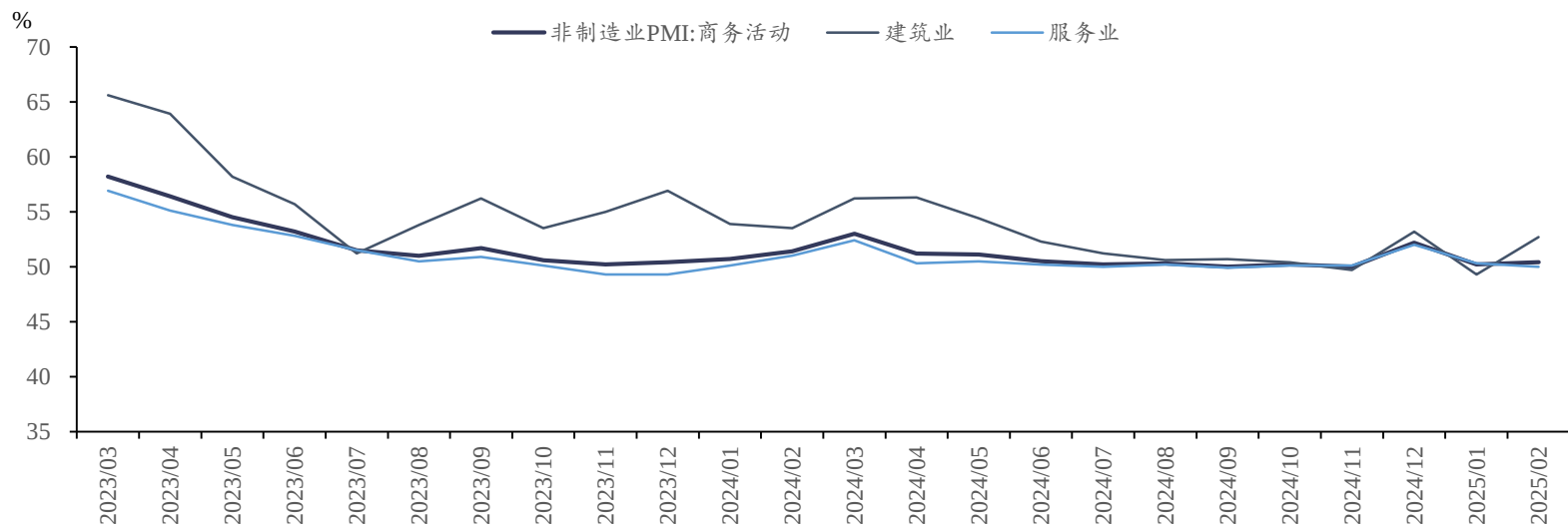


资料来源：Wind，太平洋证券

2、建筑业及服务业表现分化，非制造业扩张不及预期

► **建筑业支撑非制造业加快扩张。** 本月非制造业商务活动指数为为50.4%，比上月上升0.2个百分点，扩张速度加快但小幅低于市场预期。结构上建筑业与服务业呈反向变动，服务业边际下行而建筑业则出现明显回升，两者变动均与春节效应这一短期因素有关。

图表10：非制造业PMI

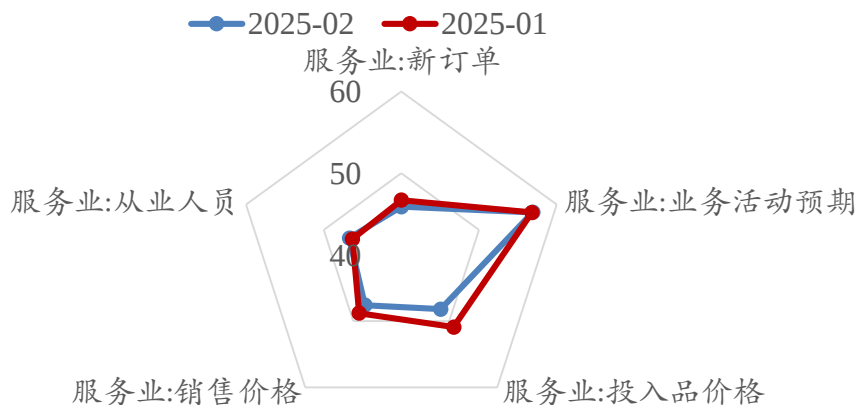


资料来源：Wind，太平洋证券

2、建筑业及服务业表现分化，非制造业扩张不及预期

► **春节效应消退，服务行业景气边际回落。**本月服务业商务活动指数为50.0%，比上月下降0.3个百分点。回落较为明显的行业集中在与居民消费相关的零售、住宿、餐饮等领域。这一结构特征也表明春节假期这一季节性因素是本月服务行业景气下行的主因。国家统计局表示，上述行业的明显回落源于“节后假日效应消退等因素”。尽管整体服务业景气度有所走低，仍有部分细分行业保持扩张，本月航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务等行业商务活动指数均位于55.0%以上较高景气区间。一是反映出金融对于实体经济的支持力度有所加码，二是表明国内经济转型持续推进，新动能行业活跃度持续在较高水平运行。

图表11：服务业分项

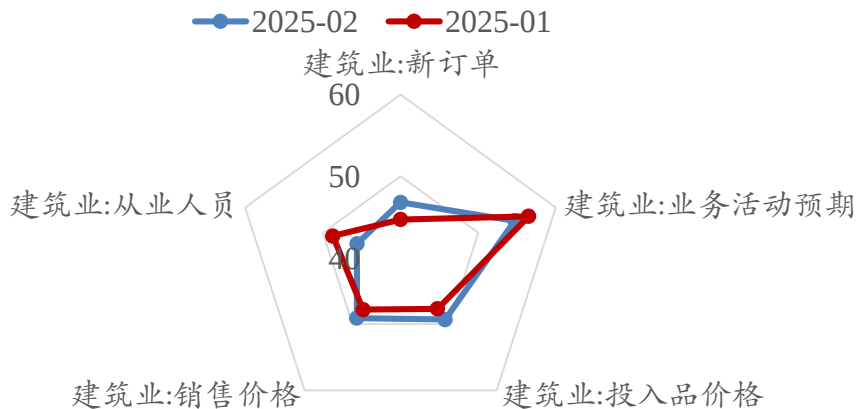


资料来源：iFinD，太平洋证券

2、建筑业及服务业表现分化，非制造业扩张不及预期

➤ **季节性回调结束，建筑业重回扩张区间。** 本月建筑业商务活动指数在季节性回调后重新升至扩张区间，为52.7%，比上月上升3.4个百分点。这一明显升幅的背后是假期效应的消退。春节过后建筑企业逐渐恢复正常施工进度，尤其是基建投资相关活动，复工节奏相对更快，本月与基建密切相关的土木工程建筑业商务活动指数升至60%以上，新订单指数升至50%以上。这也意味着相比地产，基建是本月建筑业商务活动指数回升更为重要的驱动，一季度基建投资或成整体经济增长的一定助力。从市场预期看，土木工程建筑企业对于未来依旧持较为乐观的态度，业务活动预期指数已经连续3个月运行在60%以上。

图表12：建筑业分项



资料来源：iFinD，太平洋证券

风险提示

- 国内增量政策不及预期；
- 出口变化超预期。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。