

2025年03月02日

PMI 节后反弹，投资好于消费

事件点评

PMI 点评（2025.2）

投资要点

- ◆ **节后 PMI 如期明显反弹，投资回暖快于消费。由于 1 月跌幅较深，1-2 月均值仍显偏低。**春节提前的暂时性影响消退后，2 月制造业 PMI 较 1 月明显反弹 1.1 至 50.2，这一幅度稍高于最近 5 个春节在 1 月的年份 2 月的平均反弹幅度（0.9），呈现三点结构特征：1）产销同步改善，新订单指数、生产指数分别大幅回升 1.9、2.7 至 51.1、52.5，均为近 10 个月高位，除春节错位提前后明显反弹的短暂效应之外，也体现出供需循环趋于平稳的总体态势。2）投资回暖快于消费，与投资相关度更高的高耗能行业 PMI 回升达 2.2，显示节后投资稳增长紧锣密鼓，而消费品行业仅回升 0.8 至 49.9，1-2 月平均较 24Q4 均值下滑达 1.1 则显示尽管年初有消费补贴的接续政策，但补贴刺激的效果可能随时间出现了一定的衰减。3）反映出口和外部情形的新出口订单指数也在 1 月明显下滑 1.9 之后在 2 月显著反弹 2.2 至 48.6，特朗普 2 月初宣布对华加征关税 10% 的幅度较市场预期稍偏温和是主要原因，而近日特朗普声称将再度累加对华关税，出口前景仍存较大风险。**PMI 是环比指标，由于 1 月 PMI 回落程度较深，1-2 月均值尚明显低于 24Q4 以及荣枯线，反映制造业企业春节前后整体信心稍趋谨慎。**
- ◆ **产成品库存指数单月小幅反弹，但年化平均仍在底部，补库存周期性特征减弱，企业对未来需求整体信心尚待修复。**2 月产成品库存指数反弹 1.8 至 48.3，尽管单月因生产改善幅度大于需求而有所反弹，但年化仍持平于 47.7 低位，显示近一段时间以来企业对内外需求改善的前景展望仍然较为谨慎。2024 年以来补库存力度较小周期性特征减弱的趋势或将延续。
- ◆ **建筑业 PMI 从底部大幅反弹，年初基建投资稳增长发力靠前；服务业 PMI 再度小幅回落，服务消费增速或持续趋平。**2 月建筑业 PMI 大幅反弹 3.4 至 52.7，其中土木工程建筑业升幅较大，这一方面体现出寒潮过后节后建筑施工复工较快，另一方面也凸显出消费动能有所减弱、出口不确定性提升背景下基建投资稳增长发力有所靠前。这与 1 月金融数据中企业中长贷增长较好相匹配。服务业 PMI 再度小幅回落 0.3 至 50.0，指向服务消费增长趋势平稳。
- ◆ **总结来看，2 月制造业 PMI 反弹幅度稍大于春节在 1 月的历年平均水平，但考虑到 1 月下滑较深，1-2 月均值仍明显低于 24Q4。**结构上来看，基建投资稳增长靠前发力，消费改善动能有所衰减，此外出口企业所面临的特朗普第二任期关税不确定性持续增加的影响尚未完全体现在 PMI 数据之中。**2025 年经济增长或持续受到海外关税风险和国内房地产周期磨底期对出口、投资和居民财富效应及消费的困扰。**在此背景下，大力提振消费、促进有效投资内需，预计将成为即将召开的两会在财政货币政策目标方面的主要导向。我们维持 2025 年赤字率将明显抬升、特别国债扩容并包含 5000 亿左右消费补贴、新增专项债 4.2 万亿并包含 6000-8000 亿用于保障房收储等财政相关预测不变。货币政策方面，近期美元指数小幅回落后重拾升势，稳汇率目标重要性迫切性提升，央行减少基础货币投放力度长期利率趋升，都指向全年货币政策外部限制性因素可能较强，财政扩张对拉动内需和持续改善企业信心或将更为有效。
- ◆ **风险提示：**财政扩张、货币宽松力度低于预期风险。

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

LPR 四度持平，十债利率升至 1.7%，释放何种信号？——华金宏观·双循环周报（第 95 期） 2025.2.21

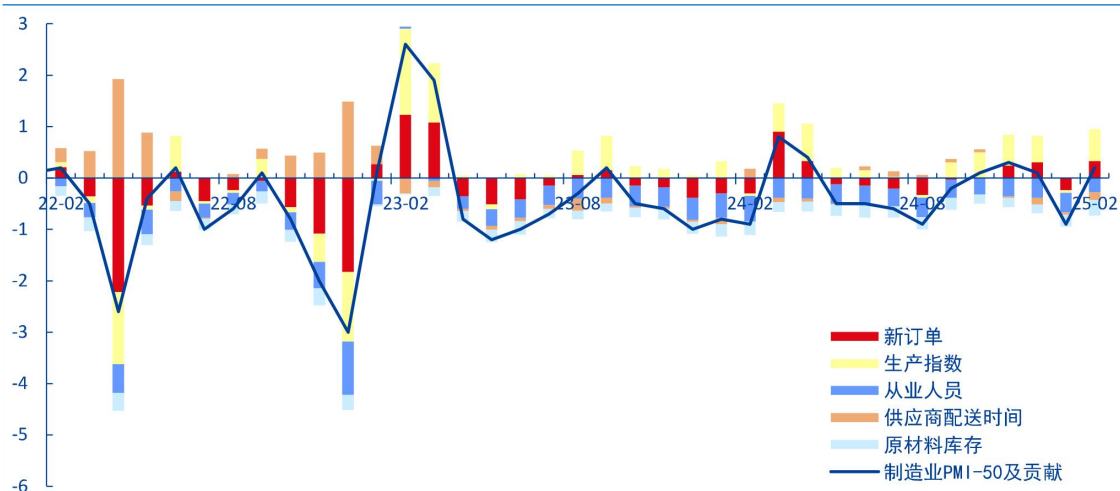
信贷创纪录“开门红”，年初集中还是全年趋高？——金融数据速评（2025.1） 2025.2.14
 内外形势有何变化，货币如何调整优化？——《货币政策执行报告》（2024Q4）解读·周报（第 94 期） 2025.2.14

核心通胀不降反升，美联储还能降息吗？——美国 CPI 点评（2025.1） 2025.2.13

油价回升服务走高，CPI 稍好于预期——CPI、PPI 点评（2025.1） 2025.2.9

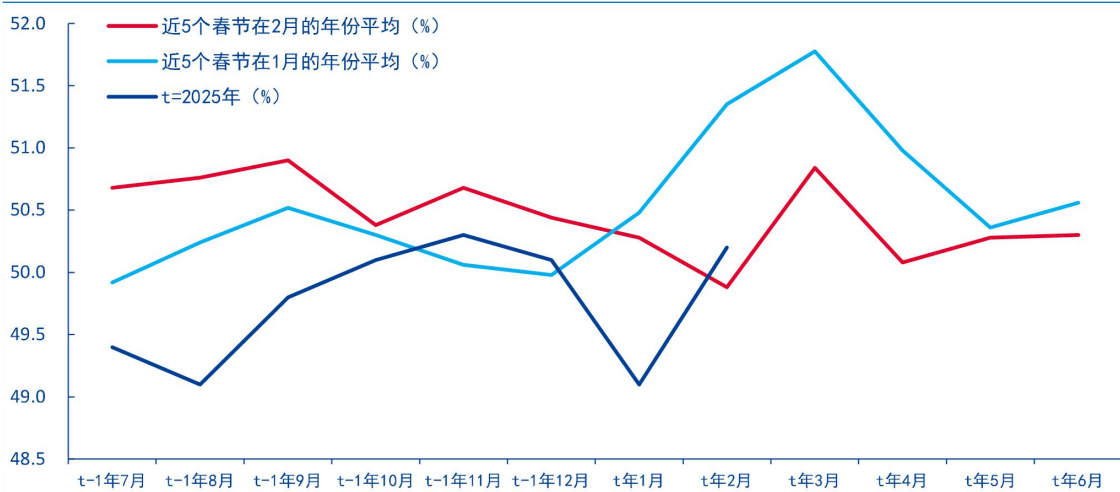


图 1：制造业 PMI 较荣枯线之差与贡献结构（%）



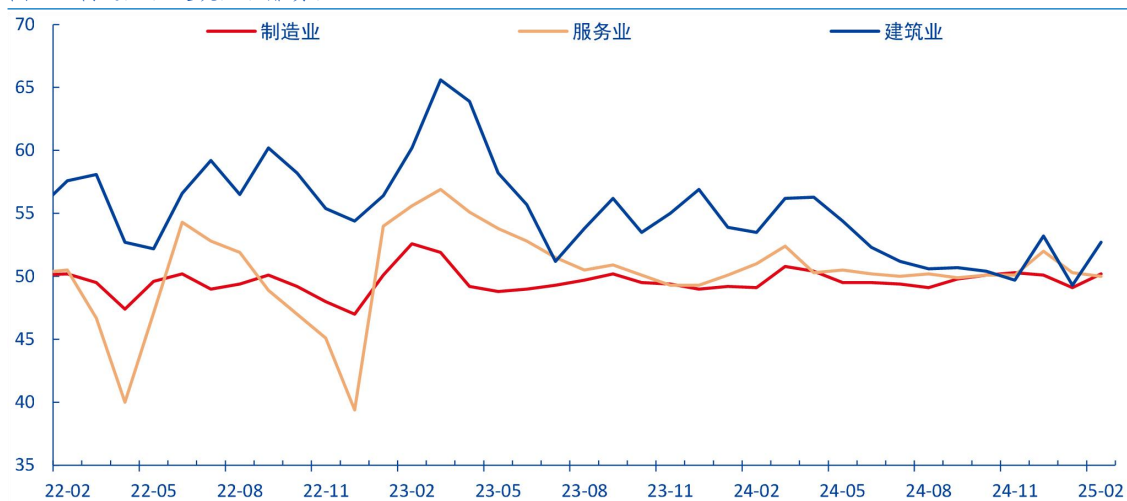
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：制造业 PMI——2025 年及最近 5 个春节在 1 月和 2 月的年份平均值对比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：剔除受疫情大幅冲击的 2020 年 2 月

图 3：制造业、建筑业、服务业 PMI（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 4：产成品库存、实际库存同比与产成品库存指数（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn