

2025年03月02日

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

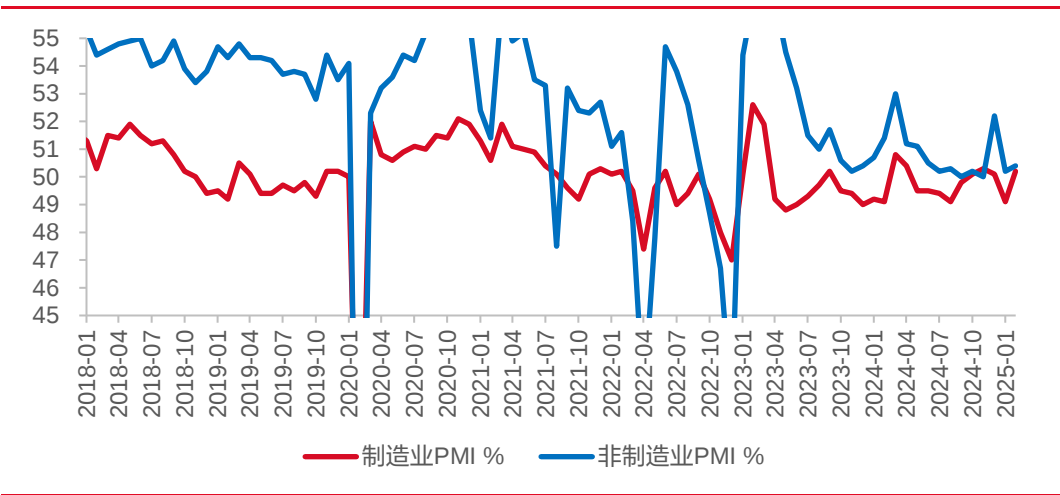
季节性回升下，仍需关注两会增量政策

——国内观察：2025年2月PMI

投资要点

- **事件：**3月1日，国家统计局公布2月官方PMI数据。2月，制造业PMI为50.2%，前值49.1%；非制造业PMI为50.4%，前值50.2%。
- **核心观点：**2月制造业PMI的回升，一方面仍受春节错位的影响，另一方面与高频数据反映的节后生产开工表现不强不同，我们认为主要原因可能在于高频数据对中游装备制造业的体现不足。总体来看，1-2月PMI受到春节假期影响偏大，结合通胀、金融数据来看，虽然取得了开门红，但年内“关税大棒”的影响可能会逐步体现，外需面临不确定性下，扩内需仍是重要任务，关注两会增量政策的出台。
- **PMI春节后季节性回升。**春节后复工通常会推动PMI回升，若剔除春节错位的影响，以当年春节后一个月的PMI作为同一维度比较季节性，今年2月PMI环比1.1%的改善幅度要高于2010年以来的均值0.86%（剔除异常值）。分项指数上，供需表现偏强，从业人员、供应商配送时间、原材料库存弱于季节性。
- **供需季节性回升，结构上供给仍好于需求。**2月生产指数升至52.5%（+2.7pct），新订单指数升至51.1%（+1.9pct），两者均为2024年4月以来最高，且均超季节性，从绝对水平以及环比改善的幅度来看，供给仍然略好于需求。
- **中游行业景气度较高。**虽然各重点行业PMI均有所上升，但装备制造、高技术制造PMI位于荣枯线以上，高耗能行业和消费品行业PMI位于荣枯线以下。细分行业上，上游有色金属加工，中游通用设备、电气机械器材位于高景气度。
- **库存指数表现有差异。**产成品库存指数上升，而原材料库存指数回落，或仍是春节后复工节奏不同的表现，这在历年一季度都较为常见，今年来说中下游可能更强一些。
- **价格指数继续回升，但绝对水平不高。**主要原材料购进价格指数（50.3%，+1.3pct）以及出厂价格指数（48.5%，+1.1pct）连续两个月回升。但需要注意的是，两者的绝对水平都不高，这一点上对PPI来说影响可能偏中性。
- **春节较早影响2月非制造业PMI弱于季节性。**2月非制造业PMI环比上升0.2%，略弱于季节性（2010年以来均值0.99%），分项上服务业拖累，建筑业支撑。主要原因可能在于今年春节较早，2月的工作日整体偏多。
- **服务业景气度季节性回落，但预期指数水平仍高。**2月服务业PMI50.0%（-0.3pct），居民消费相关行业1月支撑，而2月假期结束后有所拖累，据统计局表示，2月与居民消费相关的零售、住宿、餐饮等行业商务活动指数回落较为明显。不过预期指数仍处56.9%的高位，两会对促消费相关的部署尤为关键。
- **基建进度加快带动建筑业商务活动指数走高。**2月建筑业PMI52.7%，环比上升3.4%，高于2010年以来均值2.2%。尤其是土木工程建筑业商务活动指数升至65.1%，基建项目节后进展较快，财政发力节奏在加快。
- **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后一月的环比变化，%

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	1.10	2.70	1.90	0.50	0.70	-0.70	0.20	-0.30	3.40
2024	2月	1.70	2.40	4.00	0.60	1.80	0.70	1.60	1.40	2.70
2023	1月	2.50	6.90	3.20	2.50	4.40	0.20	1.90	1.60	3.80
2022	2月	-0.70	-0.90	-1.90	-0.60	-1.70	-0.80	-3.20	-3.80	0.50
2021	2月	1.30	2.00	2.10	2.00	2.10	0.70	4.90	4.40	7.60
2020	1月	-14.30	-23.50	-22.10	-15.70	-17.80	-13.20	-24.50	-23.00	-33.10
2019	2月	1.30	3.20	1.00	0.10	0.40	2.10	0.50	0.10	2.50
2018	2月	1.20	2.40	2.30	1.00	1.70	0.30	0.20	-0.20	3.20
2017	1月	0.30	0.60	0.20	0.50	0.70	0.60	-0.40	-0.30	-1.00
2016	2月	1.20	2.10	2.80	0.50	1.50	0.20	1.10	0.90	2.80
2015	2月	0.20	0.70	-0.20	0.60	0.20	-0.20	-0.20	-0.90	2.40
2014	1月	-0.30	-0.40	-0.40	-0.20	0.10	-0.40	1.60	2.30	-1.10
2013	2月	0.80	1.50	2.20	2.20	2.80	-2.00	1.10	0.30	4.50
2012	1月	0.50	0.20	0.60	2.40	0.60	-0.90	1.60	56.00	-1.70
2011	2月	1.20	1.90	0.90	2.90	2.20	2.10	2.20		38.30
均值		0.86	1.74	1.29	1.12	1.29	0.20	0.99	0.53	2.18

资料来源：国家统计局，东海证券研究所

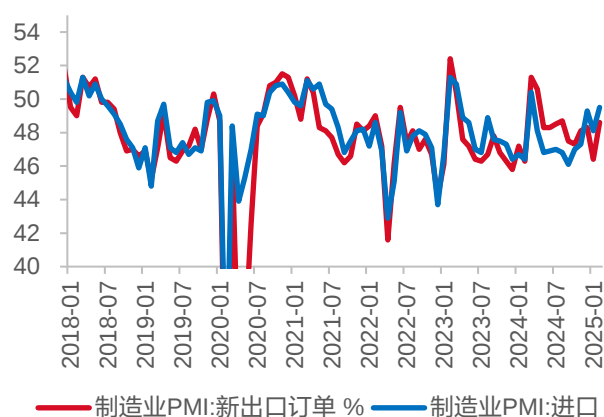
备注：均值剔除 2023 年异常值，考虑到 2022 年春节为 2 月 1 日，季节性影响或与 2025 年类似，故以春节所在月份为 1 月纳入统计

图3 制造业 PMI 各分项, %



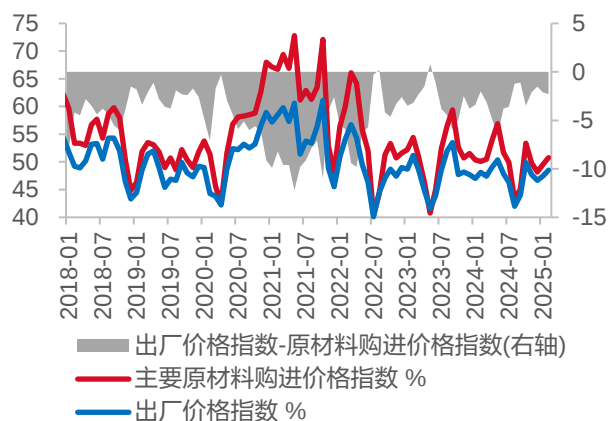
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 制造业 PMI 新出口订单及进口指数, %



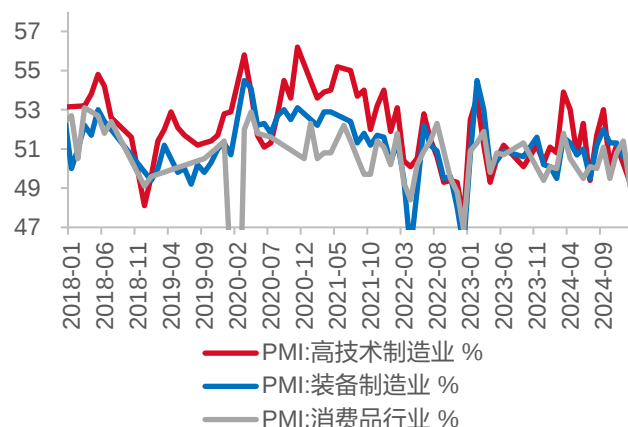
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 主要原材料购进价格、出厂价格指数, %, %



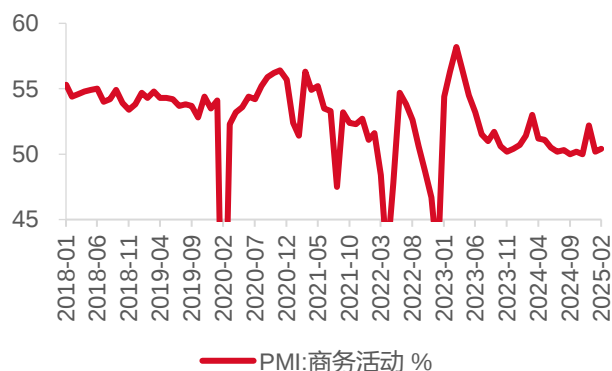
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 高技术制造业、装备制造业、消费品行业 PMI, %



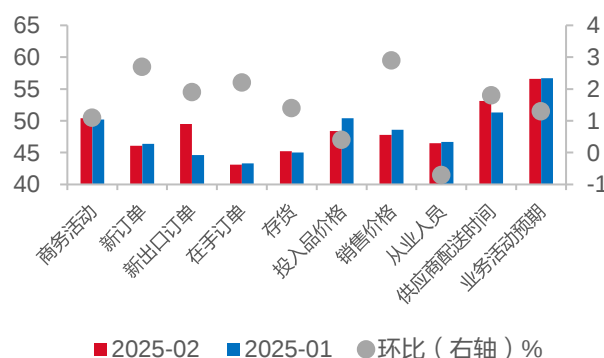
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

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