

宏观点评 20250301

理解经济“开门红”的两条线索——2月 PMI 数据点评

2025年03月01日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

相关研究

《美国1月耐用品订单环比超预期》

2025-02-28

《DOGE is a doge: 马斯克政府效率部

1万亿美元开支削减目标难实现》

2025-02-26

- **数据：**2月制造业PMI为50.2%，比上月上升1.1个百分点；服务业PMI为50.0%，比上月下降0.3个百分点；建筑业PMI为52.7%，比上月上升3.4个百分点。三大行业中，制造业、建筑业景气度都处于扩张区间，服务业景气度处于临界点，整体景气水平较好，节后经济实现开门红。
- **核心观点：**理解2月经济，有两条线索，一是季节性，春节时间越早，通常PMI反弹越强，今年春节处于历史偏早水平；二是趋势，9月以来驱动经济复苏的几个动能还在延续，支撑着1-2月经济走强。
- **首先，从季节性来看，春节的日期越早，节后PMI环比反弹幅度越大（见图1）。今年春节是1月29日，按照正月初八开始返程复工来算，今年2月6日后就进入复工模式，而去年复工日为2月10日（正月初九）。今年2月有效工作日更多，也对应着更强的PMI环比增速。**
- **其次，从趋势来看，2月“开门红”是926以来经济复苏趋势的延续。去年9月以来的经济复苏其实是四个因素驱动的结果，①“以旧换新”带来的商品消费增长，②抢出口，③房地产销售止跌回升，④股票市场成交量带动金融业增加值回升。**
- **春节后这4个因素都还比较强，这意味着上轮稳增长的政策红利还在持续，带来了节后经济开门红：**
- **①“以旧换新”：**春节假期期间通讯器材销售收入同比+181.9%，家电音像同比+166.4%。节后今年有换新补贴，相比去年的同比增速预计仍然较为可观，特别是新纳入补贴范围的手机电脑等品类。
- **②出口：**节后4周港口集装箱吞吐量平均为550万箱，去年同期为478万箱；另一方面，新出口订单从46.4%回升到2月的48.6%，景气水平也高于去年2月的46.3%。
- **③房地产销售：**对齐春节来看，30城在节后30天的平均商品房成交面积为17.2万平，去年同期为13.7万平。
- **④股票市场成交量：**2月股票市场日均成交金额18401亿元，虽然略低于10月20144亿元，但与Q4的18528亿元差别不大。
- **但是我们也注意到，2月经济开门红存在两个分歧点。**
- **一是服务业景气度环比下降，服务消费需求仍然面临一定压力。从季节性来看，服务业2月景气度也有“春节越早、景气越强”的特点（图2），但今年2月服务业PMI却环比走弱0.3个点，降至50%的临界点。生活服务消费需求是主要拖累，国家统计局指出“受节前集中采购，节后假日效应消退等因素影响，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”。去年下半年，生活服务消费需求就偏弱，社零里的餐饮收入增速在7-12月长期维持在3%上下，只有11月达到4%。从2月PMI来看，需要注意今年服务消费需求延续去年偏弱的趋势。**
- **二是建筑业景气度回升，但微观调研数据较弱，二者分歧较大。我们认为今年开年基建投资增速并不弱，高频数据可作为验证。2月建筑业PMI大幅回升3.4个点至52.7%，但从百年建筑网的复工调研数据来看，节后第四周全国13532个工地开工率为64.6%，农历同比减少10.81个点。我们认为两个分歧里建筑业PMI数据更准确，从高频数据来看，螺纹钢、石油沥青开工率等实物工作量指标逐渐超过了去年水平，开年基建仍然能实现开门红。**
- **往后看，接下来的经济走势取决于三方面因素。一是前期政策效果可以持续多久，如房地产销售、商品消费等上轮政策脉冲带来的需求增长能**

否持续到二季度。二是出口情绪何时转变，今年 2 月特朗普对华加征 10% 关税后，国内抢出口效应仍在持续，但近期特朗普宣称要再加 10% 关税，在此情况下，强出口未来能否延续。三是观察政策加码，3 月两会召开在即，扩大投资和促进消费的增量政策将陆续落地，政策落地节奏和效果能否如期兑现。

风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

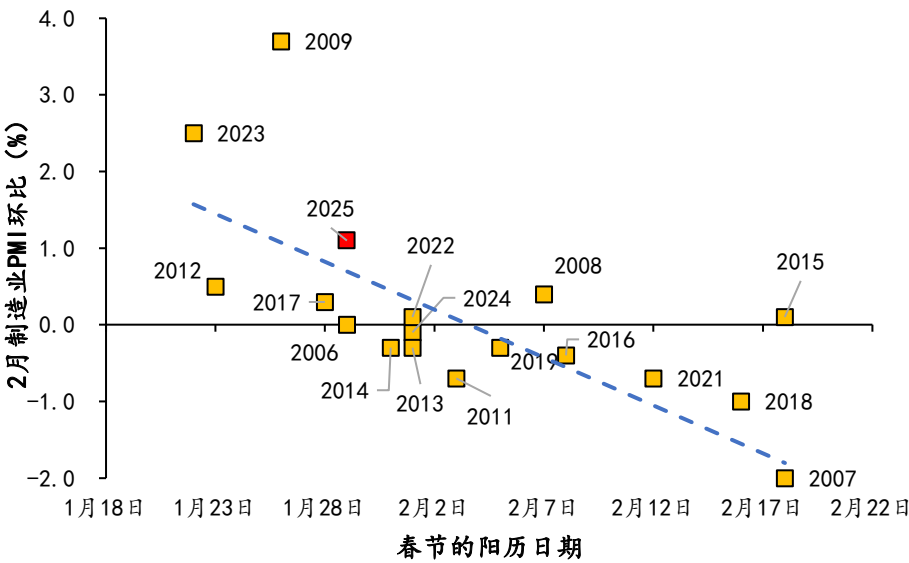
¹ [国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河解读 2025 年 2 月中国采购经理指数 - 国家统计局](#)

表1: 2月 PMI 数据概览

	制造业 PMI	制造业 PMI:生产	制造业 PMI:新订 单	制造业 PMI:新出 口订单	制造业 PMI:产成 品库存	制造业 PMI:出厂 价格	制造业 PMI:主要 原材料购 进价格	制造业 PMI:从业 人员	制造业 PMI:供货 商配送时 间	制造业 PMI:生产 经营活动 预期	非制造业 PMI:服务 业	非制造业 PMI:建筑 业
PMI 指数												
2025-02	50.2	52.5	51.1	48.6	48.3	48.5	50.8	48.6	51.0	54.5	50.0	52.7
2025-01	49.1	49.8	49.2	46.4	46.5	47.4	49.5	48.1	50.3	55.3	50.3	49.3
2024-12	50.1	52.1	51.0	48.3	47.9	46.7	48.2	48.1	50.9	53.3	52.0	53.2
2024-11	50.3	52.4	50.8	48.1	47.4	47.7	49.8	48.2	50.2	54.7	50.1	49.7
2024-10	50.1	52.0	50.0	47.3	46.9	49.9	53.4	48.4	49.6	54.0	50.1	50.4
2024-09	49.8	51.2	49.9	47.5	48.4	44.0	45.1	48.2	49.5	52.0	49.9	50.7
环比												
2025-02	1.1	2.7	1.9	2.2	1.8	1.1	1.3	0.5	0.7	-0.8	-0.3	3.4
2025-01	-1.0	-2.3	-1.8	-1.9	-1.4	0.7	1.3	0.0	-0.6	2.0	-1.7	-3.9
2024-12	-0.2	-0.3	0.2	0.2	0.5	-1.0	-1.6	-0.1	0.7	-1.4	1.9	3.5
2024-11	0.2	0.4	0.8	0.8	0.5	-2.2	-3.6	-0.2	0.6	0.7	0.0	-0.7
2024-10	0.3	0.8	0.1	-0.2	-1.5	5.9	8.3	0.2	0.1	2.0	0.2	-0.3
2024-09	0.7	1.4	1.0	-1.2	-0.1	2.0	1.9	0.1	-0.1	0.0	-0.3	0.1

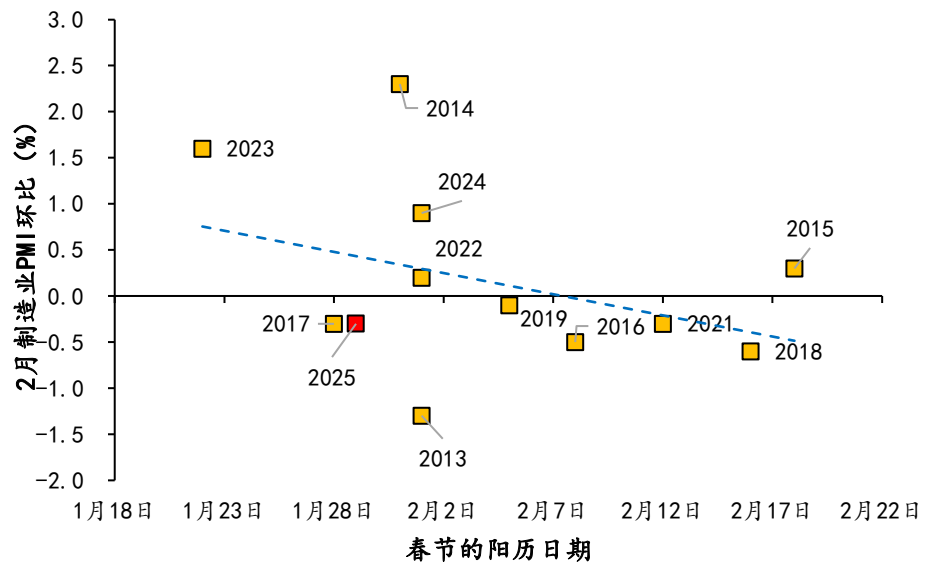
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 春节越早, 2月制造业 PMI 反弹越强



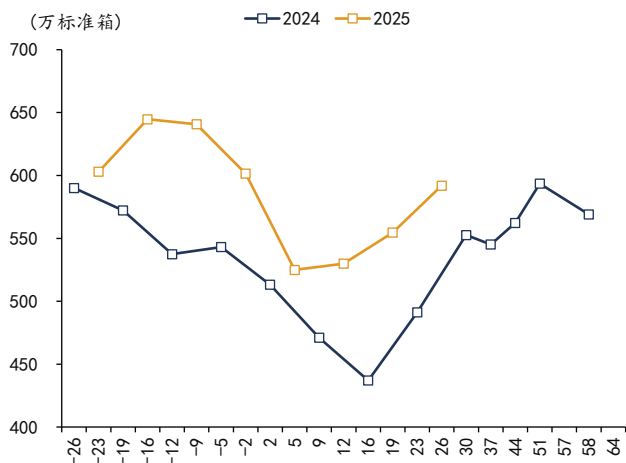
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 春节越早, 2月服务业 PMI 反弹越强



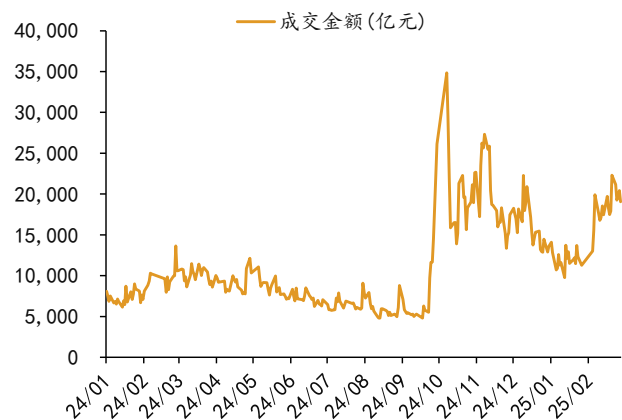
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 节后港口集装箱吞吐量高于去年同期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 横轴为时间, 其中 1 为正月初一, 2 为初二, 以此类推

图4: 2月股市成交额较强



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>