

2月PMI数据解读

“春旺”如期启动

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师： 田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980524090003
 证券分析师： 董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001

事项：

3月1日，2月中国采购经理人指数（PMI）公布，其中制造业PMI为50.2（环比+1.1pct）；非制造业为50.4（环比+0.2pct）。

评论：

图1：中国PMI主要数据一览

		PMI	企业规模			生产	需求		库存		价格		配送	就业	预期
			大型	中型	小型		新订单	新出口	原材料	产成品	投入	产出			
制造	2025-02	50.20	52.50	49.20	46.30	52.50	51.10	48.60	47.00	48.30	50.80	48.50	51.00	48.60	54.50
	2025-01	49.10	49.90	49.50	46.50	49.80	49.20	46.40	47.70	46.50	49.50	47.40	50.30	48.10	55.30
	2024-12	50.10	50.50	50.70	48.50	52.10	51.00	48.30	48.30	47.90	48.20	46.70	50.90	48.10	53.30
	2024-11	50.30	50.90	50.00	49.10	52.40	50.80	48.10	48.20	47.40	49.80	47.70	50.20	48.20	54.70
	2024-10	50.10	51.50	49.40	47.50	52.00	50.00	47.30	48.20	46.90	53.40	49.90	49.60	48.40	54.00
	2024-09	49.80	50.60	49.20	48.50	51.20	49.90	47.50	47.70	48.40	45.10	44.00	49.50	48.20	52.00
	较上月	1.10	2.60	-0.30	-0.20	2.70	1.90	2.20	-0.70	1.80	1.30	1.10	0.70	0.50	-0.80
非制造	2025-02	50.40	45.80	48.50	60.40	-	46.10	49.50	-	45.20	48.40	47.80	53.10	46.50	56.60
	2025-01	50.20	52.80	45.50	55.00	-	46.40	44.60	-	45.00	50.40	48.60	51.30	46.70	56.70
	2024-12	52.20	52.50	50.10	55.40	-	48.70	50.00	-	46.40	50.50	48.80	51.50	45.80	57.50
	2024-11	50.00	53.10	46.10	52.10	-	45.90	48.20	-	45.30	49.10	48.80	51.20	45.40	57.00
	2024-10	50.20	50.80	51.00	48.10	-	47.20	50.00	-	45.70	50.60	48.50	51.20	45.80	56.10
	2024-09	50.00	52.00	49.40	50.10	-	44.20	47.00	-	45.10	48.20	46.10	50.20	44.70	54.40
	较上月	0.20	-7.00	3.00	5.40	-	-0.30	4.90	-	0.20	-2.00	-0.80	1.80	-0.20	-0.10

资料来源：Wind，中采咨询，国信证券经济研究所整理

结论：总体而言，本月PMI数据显示年初宏观数据“空窗期”我国经济总体仍维持去年四季度以来的回升势头。制造业受“春旺”与1月低基数效应带动显著回升，非制造业则在春节后受政府投资带动持续企稳，特别是建筑业与消费性服务业形成对冲。与此同时，短期内，需要持续关注回升向好的可持续性，特别是是否能避免近年出现“二季度陷阱”，以及美国关税对我国外需影响在未来几个月的发酵。

具体来看，2月PMI有以下几点特征：

生产与需求同时修复至荣枯线以上，但需求回升幅度弱于生产，总体看供大于求的格局在一段时间内仍将延续。从相对变化看，“产需差”有所走阔：一方面新订单有所恢复（+1.9pct），另一方面生产显著回升（+2.7pct），“产需差”相应走阔0.8pct至1.4pct。从绝对水平看，节后企业复工带动生产回升至52.5的荣枯线上；而“三大需求”均改善：新订单（+1.9pct至51.1）、新出口订单（+2.2pct至48.6）和现有订单（+0.4至46）同时企稳，但仅有新订单回升至扩张区间。

产成品库存上升，价格指标企稳。库存方面，随着企业加快生产，一方面原材料库存小幅回落（-0.7pct至47），另一方面产成品库存低位回升（+1.8pct至48.3）。与此同时，价格指标连续第二个月修复，但

投入品价格涨幅大于产成品，企业利润压力并未改善。购进价格指数有所上升（+1.3pct至50.8），位于荣枯线上，农副食品、黑色、通用设备等行业回升较多；出厂价格回升幅度略小（+1.1pct至48.5），化纤、黑色、非金属、电气机械、通用设备等回升较多。

非制造业 PMI 边际企稳，韧性主要来自建筑业。服务业 PMI 小幅走弱至荣枯线（-0.3pct至50），内部结构分化明显，受消费性服务业拖累和生产性服务业拉动。建筑业 PMI 显著回升，重新回归到荣枯线上方，主要受到政府投资推动。土木工程出现跳升（+17.8pct至65.1）且明显超出近年同期水平，而房屋建筑业（-3.5pct至42.8）、建筑安装装饰及其它建筑业（-7.2pct至56.2）仍在下行。

中观行业表现分化，制造业与非制造业景气行业数量均有所下降。15个制造业行业中9个（60%）位于景气区间，较前月11个（73%）有所回落，电气机械、医药制造、汽车制造等表现相对较好。19个非制造业行业中7个（36.8%）位于景气区间，较上月的12个（63.2%）显著下降，电信网络（网络软件、电信传输）和运输业（航空、铁路、水上）表现相对较好。

◆ 制造业

2月制造业出现显著回暖，主要得益于春节后企业逐步复工复产，以及上月节日效应带来的低基数。PMI 上升1.1pct至50.2，来到去年11月以来的新高。值得提示的是，本次制造业回升总体强于季节性，主要分项均有所回暖，指向去年4季度以来经济动能仍在延续。从季节性角度观察，一般而言2月属于制造业“春旺”起点，今年2月走势略强于近年平均水平（2022-2024年2月平均环比+0.83），与春节较为靠前有一定关系。分贡献度看，除原料库存和配送时间形成拖累外，其他主要科目均为正贡献。按影响大小分别是生产量（贡献+0.68pct）、新订单（贡献+0.57pct）、雇员（贡献+0.1pct）、原料库存（贡献-0.07pct）、配送（贡献-0.11pct）。

生产与需求同时修复至荣枯线以上，但需求回升幅度弱于生产，总体看供大于求的格局在一段时间内仍将延续。从相对变化看，“产需差”有所走阔：一方面新订单有所恢复（+1.9pct），另一方面生产显著回升（+2.7pct），“产需差”相应走阔0.8pct至1.4pct。从绝对水平看，节后企业复工带动生产回升至52.5的荣枯线上；而“三大需求”均改善：新订单（+1.9pct至51.1）、新出口订单（+2.2pct至48.6）和现有订单（+0.4至46）同时企稳，但仅有新订单回升至扩张区间。

产成品库存上升，价格指数企稳。库存方面，随着企业加快生产，一方面原材料库存小幅回落（-0.7pct至47），另一方面产成品库存低位回升（+1.8pct至48.3）。与此同时，价格指数连续第二个月修复，但投入品价格涨幅大于产成品，企业利润压力并未改善。购进价格指数有所上升（+1.3pct至50.8），位于荣枯线上，农副食品、黑色、通用设备等行业回升较多；出厂价格回升幅度略小（+1.1pct至48.5），化纤、黑色、非金属、电气机械、通用设备等回升较多。

尽管产需两端同时企稳，但企业预期出现波动。制造业预期回落0.8pct至54.5，但总体维持在较好水平。分规模看，大小企业景气度显著分化：大型企业大幅回升（+2.6pct至52.5），也是所有规模中唯一位于荣枯线上的；中型企业、小型企业小幅回落（中型-0.3pct至49.2，小型-0.2pct至46.3）。“大小企业差”走阔2.8pct至6.2pct。分行业看，15个制造业行业中7个（47%）位于景气区间，较前月（29%）有所改善，电气机械、有色、化学原料、专用设备表现相对较好。

◆ 非制造业

2月非制造业 PMI 边际企稳，韧性主要来自建筑业。非制造业景气度环比回升0.2pct至50.4，总体表现弱于近年同期的季节性（2022-2024年2月平均回升1pct）。从结构看，服务业总体小幅走弱但结构分化明显，建筑业显著回升。

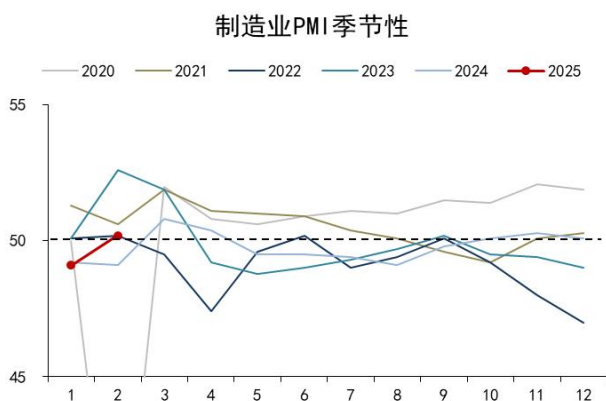
服务业 PMI 小幅走弱至荣枯线（-0.3pct至50），内部结构分化明显，受消费性服务业拖累和生产性服务业拉动。一方面，春节假期结束消费性服务业小幅走弱（-0.6pct至51.3）。另一方面，生产性服务业受制造业复工带动，景气度显著回升（+3.6pct至54.6）。

建筑业 PMI 显著回升，重新回归到荣枯线上方，主要受到政府投资推动。建筑业 PMI 上行3.4pct至52.7，

但仍明显低于过去3年同期平均水平（57.1），新订单同步回升（+2.1pct至46.8），但就业人员仍在持续下滑（-3.1pct至45.6）。具体来看，2月建筑业的支撑主要来自政府端，土木工程出现跳升（+17.8pct至65.1）且明显超出近年同期水平，而房屋建筑业（-3.5pct至42.8）、建筑安装装饰及其它建筑业（-7.2pct至56.2）仍在下行中。

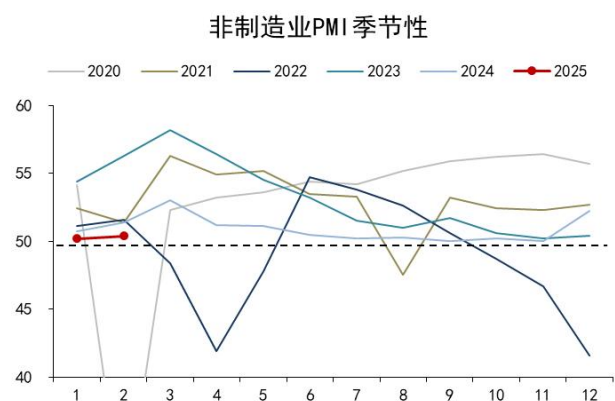
从分项指标看，有三方面值得关注：一是与制造业情况相反，非制造业利润压力有所缓和。当月尽管价格指标双双回落，但产出价格回落幅度（-0.8pct至47.8）明显小于投入价格（-2.0pct至48.4），指向企业利润率指标有所改善（+1.2pct至-0.6pct）。二是不同规模企业景气度表现与制造业同样相反，小、中型企业表现较好，大型企业显著走弱。当月大、中、小型非制造业企业PMI环比分别-7pct、+3pct和+5.4pct。三是分行业看，景气行业占比显著下降。19个非制造业行业中8个（42%）位于景气区间，较上月的13个（68%）显著下降。土木工程、电信传输和运输业（航空、铁路、邮政）表现相对较好。

图2: 制造业 PMI 的季节性



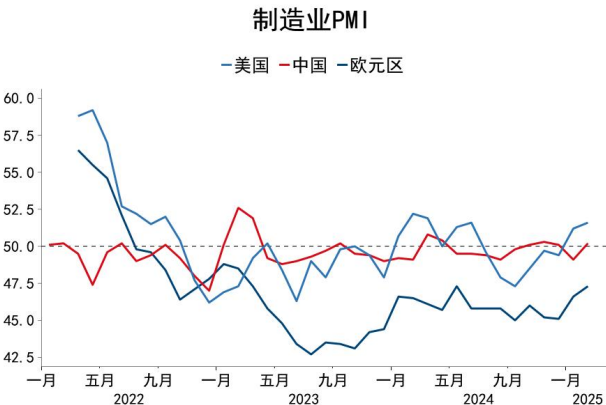
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 非制造业 PMI 的季节性



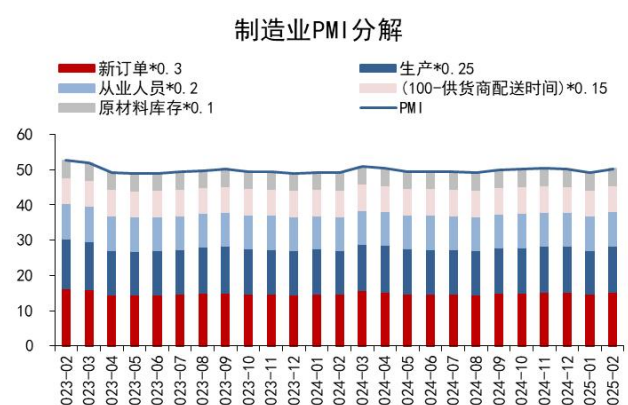
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 美国制造业 PMI 有所企稳



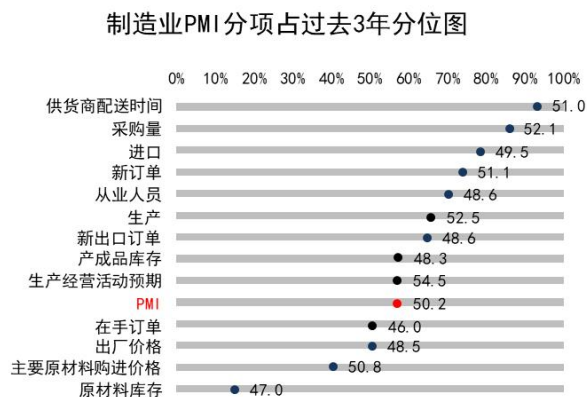
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 制造业 PMI 贡献分解



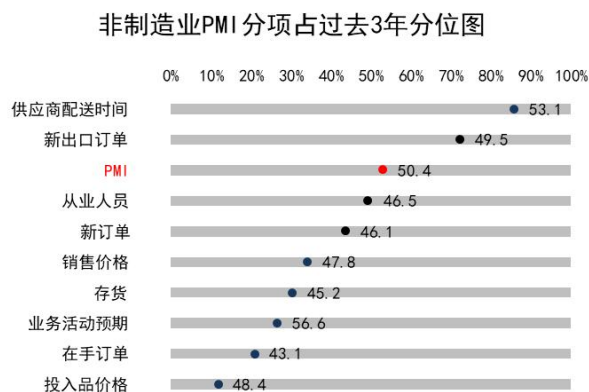
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 制造业主要指标历史分位数



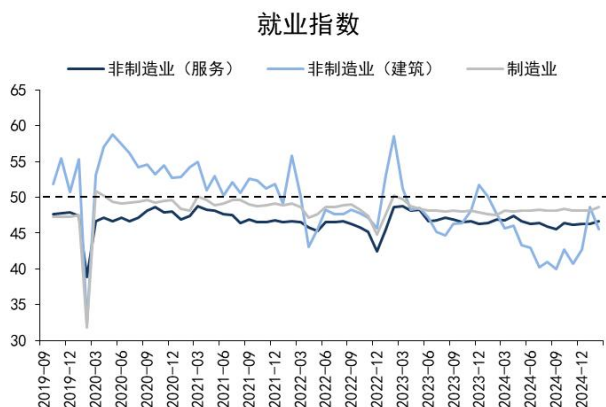
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 非制造业主要指标历史分位数



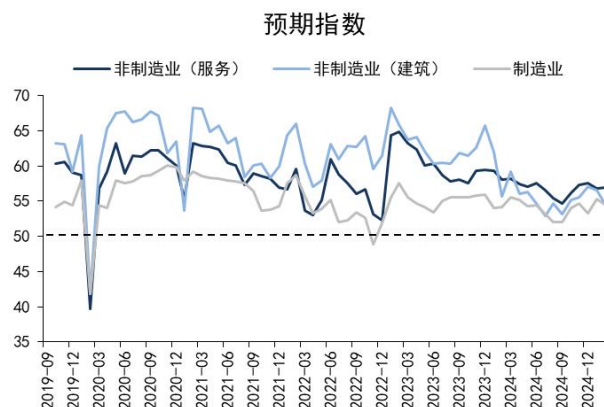
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 建筑业就业出现波动



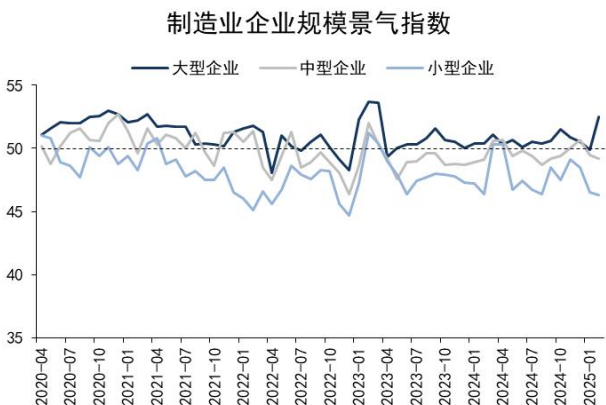
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 服务业预期边际改善



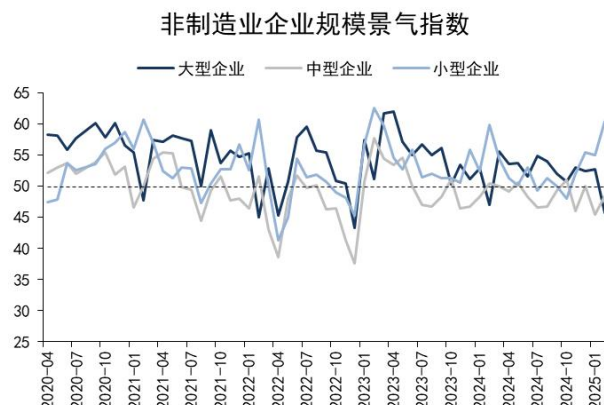
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 大型与中小制造业企业景气度背离



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 中小非制造业企业景气度显著改善



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

海外市场动荡，海外经济进入衰退。

相关研究报告：

《1 月金融数据解读-企业信贷与政府融资“双支柱”》——2025-02-16

《美国 1 月 CPI 数据点评-消费韧性存疑，美国通胀反弹或存在短期性》——2025-02-13

《宏观解读报告-经济增长稳中有进——深圳市 2024 年经济数据跟踪与解读》——2025-02-09

《中国通胀数据快评-1 月国内核心 CPI 延续回暖趋势，内需继续改善》——2025-02-09

《春节假期海外金融市场事项一览-美联储降息进程放缓》——2025-02-04

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032