

2025 年 03 月 01 日

宏观研究团队

## PMI 升幅弱于季节性，逆周期政策或将发力

——兼评 2 月 PMI 数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

**事件：**2025 年 2 月官方制造业 PMI 50.2%，预期 49.9%，前值 49.1%；官方非制造业 PMI 50.4%，前值 50.2%。

### ● 制造业：重回荣枯线上但弱于季节性，价格分项延续改善

1、节后企业陆续复工复产，制造业景气度重回荣枯线上。产需等分项普遍低于季节性规律；分行业来看，有色金属冶炼及压延加工、通用设备、电气机械器材等行业的产需景气度较高，纺织服装服饰、油煤燃料相对承压。

2、工业原材料价格延续回升，预计 2 月 PPI 同比降幅收窄。基于高频指标测算，2 月 PPI 环比可能在 0.2% 左右，同比在 -1.8% 左右。

3、分类型来看，大型企业 PMI 回升，民企呈“弱现实、强预期”姿态。民企预期改善，或受益于 2 月 17 日习近平总书记在京出席民营企业座谈会并发表重要讲话。历史数据显示，过去 5 次民企重要政策发布当月，BCI 指数平均改善 1.2 个百分点，次月则进一步改善 0.8 个百分点。

### ● 非制造业：复工人流缺口拖累建筑业，服务业景气度边际走弱

1、建筑业：基建分项好于房建，人流拖累为主、资金拖累为次，符合我们在《复工偏弱的真相：400 城迁徙数据之启示》的观点。一则，2 月 PMI 就业人员走弱而 1-2 月专项债发行进度快于 2024 年同期；二则，百年建筑数据显示，劳务上工率弱于 2024 年同期而资金到位率强于 2024 年同期。

2、节后复工人流的绝对水平不低，主因节前返乡强度偏高形成一定复工缺口，劳务输出城市较为明显。我们将春运 40 天分为前 15 天的返乡和后 25 天的复工，进而刻画出一条返乡复工曲线，截至春运最后一日（2 月 22 日），复工进度较 2023 年同期下降了 13.0 个百分点，较 2024 年同期下降了 7.5 个百分点。我们使用交通运输部数据交叉验算，数值略有差异但结论一致。对比三类城市来看，传统劳务输出城市“返乡明显强于复工”，20 城迁徙指数合计较 2024 年同期返乡增加 106.8、复工仅增加 22.8，尤其清远、周口、南阳、驻马店等较为明显。

3、服务业：景气度边际走弱。受节后假日效应消退等因素影响，居民消费相关的零售、住宿、餐饮等行业明显回落。

### ● PMI 缓升叠加关税扰动，预计逆周期政策有望发力

2 月 PMI 读数改善的背后，仍需重视制造业、建筑业、服务业的分项普遍低于季节性规律，且节后第四周复工人流缺口仍未有明显补足。叠加 2 月 27 日特朗普拟再挥关税大棒，需扩大内需对冲不确定性。我们维持此前观点，逆周期调节基调不会变，预计宽货币、宽财政等有关政策将适时推出，密切关注 1-2 月经济数据以及 4 月 1 日之后关税可能的变化。

● **风险提示：**政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《复工节奏出现分化—高频数据下的线索—宏观周报》-2025.2.23

《复工偏弱的真相：400 城迁徙数据之启示—宏观经济点评》-2025.2.21

《科技东风起，民企启新程—宏观经济点评》-2025.2.18

## 目 录

|                                    |   |
|------------------------------------|---|
| 1、制造业：重回荣枯线上但弱于季节性，价格分项延续改善.....   | 3 |
| 2、非制造业：复工人流缺口拖累建筑业，服务业景气度边际走弱..... | 5 |
| 3、PMI 缓升叠加关税扰动，预计逆周期政策有望发力.....    | 7 |
| 4、风险提示.....                        | 8 |

## 图表目录

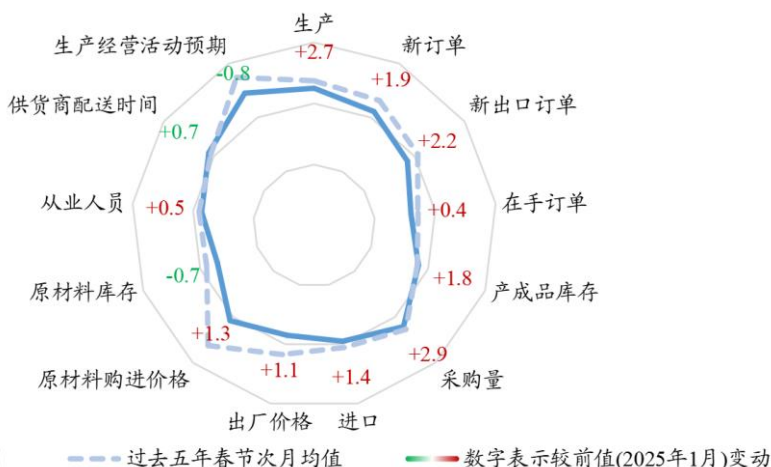
|                                                     |   |
|-----------------------------------------------------|---|
| 图 1：制造业 PMI 重回荣枯线上但弱于季节性 .....                      | 3 |
| 图 2：2 月 PMI 多数分项弱于季节性 .....                         | 3 |
| 图 3：2 月高炉开工略好于 2024 年同期 .....                       | 4 |
| 图 4：汽车半钢胎开工攀至新高 .....                               | 4 |
| 图 5：2 月大型企业 PMI 明显改善 .....                          | 5 |
| 图 6：2 月 BCI 指数回暖，或受益于民营企业座谈会 .....                  | 5 |
| 图 7：2 月建筑业 PMI 小幅改善 .....                           | 5 |
| 图 8：专项债发行快于 2024 年同期 .....                          | 5 |
| 图 9：节后第四周，开复工率低于往年同期.....                           | 6 |
| 图 10：节后第四周，劳务上工率低于往年同期.....                         | 6 |
| 图 11：节后复工人流绝对数值不低，但返乡人流偏强导致复工仍有缺口 .....             | 6 |
| 图 12：基于百度迁徙指数和交通部数据测算的返乡复工进度，结论大体一致 .....           | 6 |
| 图 13：2025 年春节传统劳务输出城市“返乡强、复工弱”，旅游城市和其他城市相对不明显 ..... | 7 |
| 图 14：节后假日效应消退，2 月服务业 PMI 小幅回落.....                  | 7 |

事件：2025 年 2 月官方制造业 PMI 50.2%，预期 49.9%，前值 49.1%；官方非制造业 PMI 50.4%，前值 50.2%。

## 1、制造业：重回荣枯线上但弱于季节性，价格分项延续改善

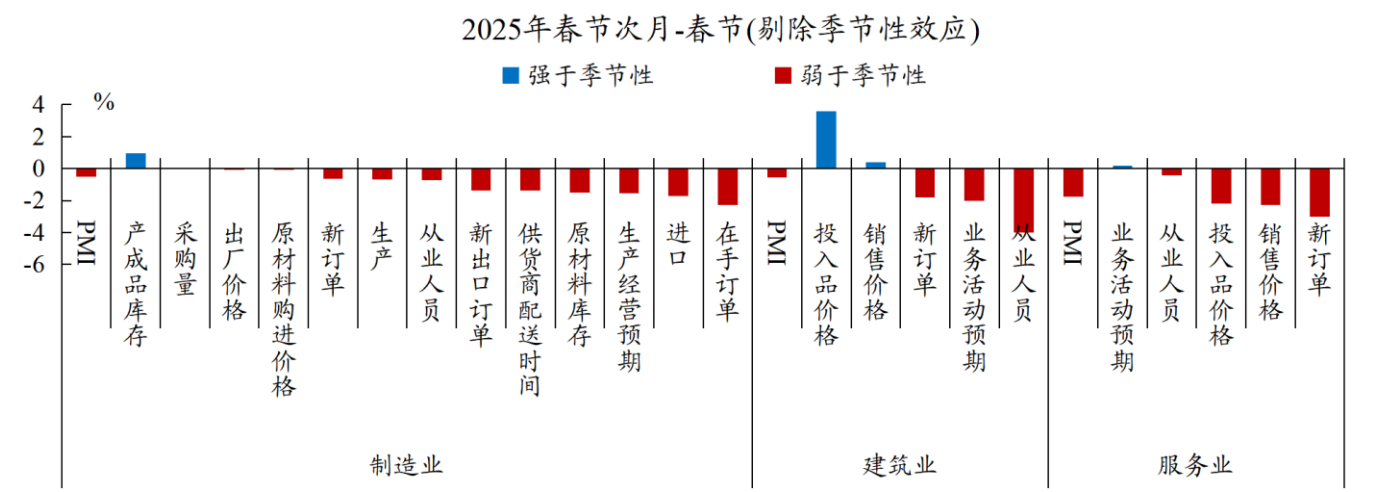
(1)节后企业陆续复工复产，制造业景气度重回荣枯线上，库存、采购与价格分项相对较强。2 月制造业 PMI 为 50.2%、环比改善 1.1 个百分点，但低于季节性规律（过去五年春节次月均值为 51.5%，较春节平均回升 1.6 个百分点）。生产端，2 月 PMI 生产上行 2.7 个百分点至 52.5%；需求端，PMI 新订单、PMI 新出口订单、PMI 进口均改善，分别提高了 1.9、2.2、1.4 个百分点至 51.1%、48.6%、49.5%，弱于季节性的+2.5、+3.6、+3.1 个百分点；分行业来看，有色金属冶炼及压延加工、通用设备、电气机械器材等行业的产需景气度较高，纺织服装服饰、油煤燃料相对承压。

图1：制造业 PMI 重回荣枯线上但弱于季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：除疫情等特殊期间，供应商配送时间通常为反向指标

图2：2 月 PMI 多数分项弱于季节性

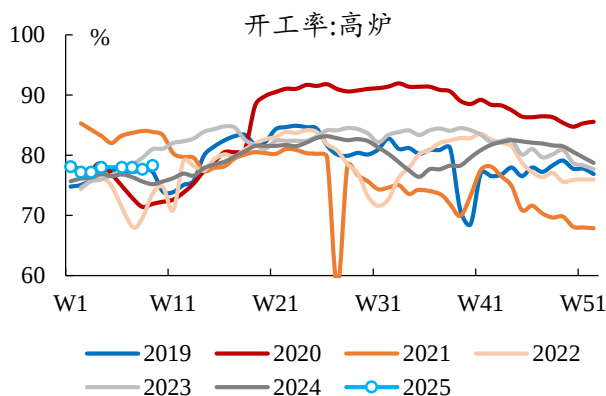


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)生产端具体而言，汽车景气度创新高、化工链开工回升。内需链来看，2 月

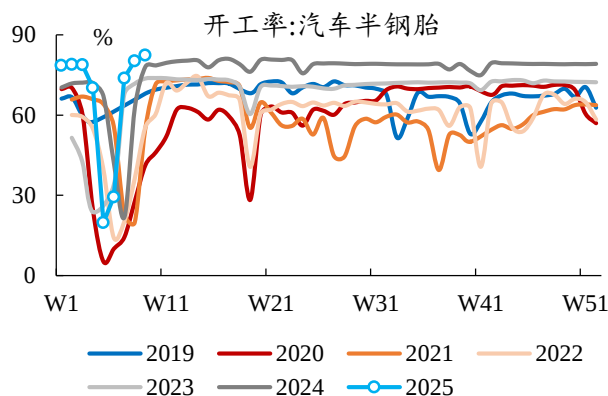
高炉、焦炉开工略高于 2024 年同期，螺纹钢表观需求量和价格均弱，水泥价格自 2 月下旬以来小幅回升。外需链来看，2 月汽车半钢胎开工创近年来新高，化工链中 PX、涤纶长丝、涤纶短纤开工均强于 2024 年同期水平。

图3：2 月高炉开工略好于 2024 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：汽车半钢胎开工攀至新高

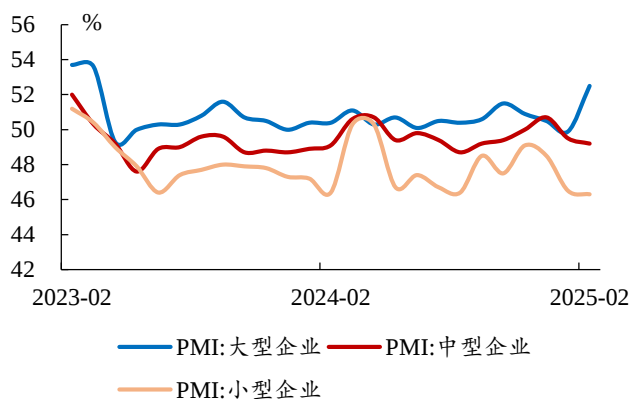


数据来源：Wind、开源证券研究所

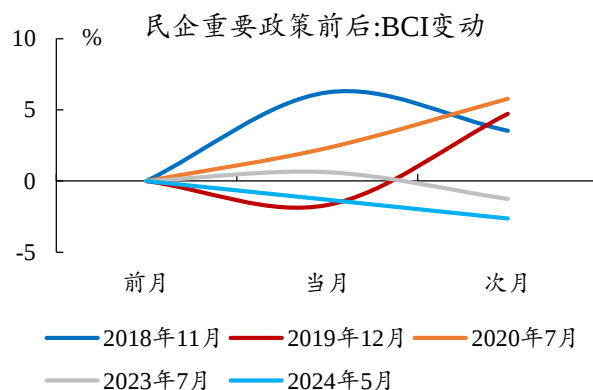
**(3)工业原材料价格延续回升，预计 2 月 PPI 同比降幅收窄。**2 月 PMI 原材料购进价格与 PMI 出厂价格分别为 50.8%、48.5%，分别较前值回升了 1.3、1.1 个百分点。高频指标显示，截至 2 月 21 日的生产资料价格指数环比回升 0.2%，截至 2 月 28 日的南华工业品指数环比回升 0.4%，截至 2 月 27 日的 CRB 工业原料现货指数环比回升 2.6%，我们预计 2 月 PPI 环比可能在 0.2% 左右，同比在 -1.8% 左右，较前值回升。

**(4)分类型来看，大型企业 PMI 回升、民企预期显著改善。**2 月大型企业、中型企业、小型企业 PMI 分别为 52.5%、49.2%、46.3%，大型企业较前值改善了 2.6 个百分点。中小企业 PMI 偏弱，但表征景气预期的 BCI 指数提高了 3.4 个百分点至 52.8%。综合来看描绘了民企生产经营“弱现实、强预期”的姿态。2 月 17 日习近平总书记在京出席民营企业座谈会并发表重要讲话，指出“民营经济发展前景广阔、大有可为，民营企业和民营企业家大显身手正当其时”。历史数据显示，过去 5 次民企重要政策<sup>1</sup>发布当月，BCI 指数平均改善 1.2 个百分点，次月则进一步改善 0.8 个百分点。

<sup>1</sup> 民企重要政策节点包括 2018 年 11 月 1 日民营企业座谈会，2019 年 12 月 22 日《关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》，2020 年 7 月 21 日企业家座谈会，2023 年 7 月 19 日《关于促进民营经济发展壮大的意见》，2024 年 5 月 26 日企业和专家座谈会。

**图5：2月大型企业 PMI 明显改善**


数据来源：Wind、开源证券研究所

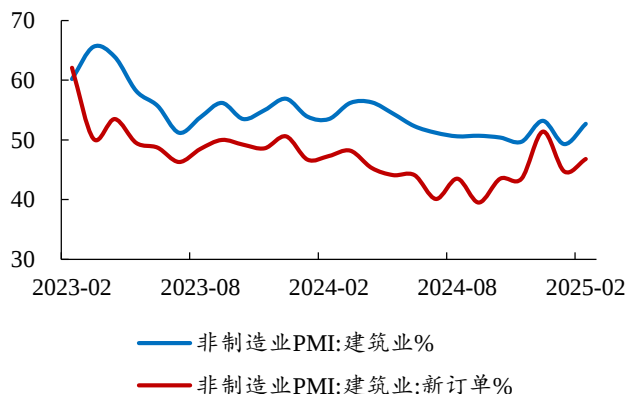
**图6：2月BCI指数回暖，或受益于民营企业座谈会**


数据来源：Wind、开源证券研究所

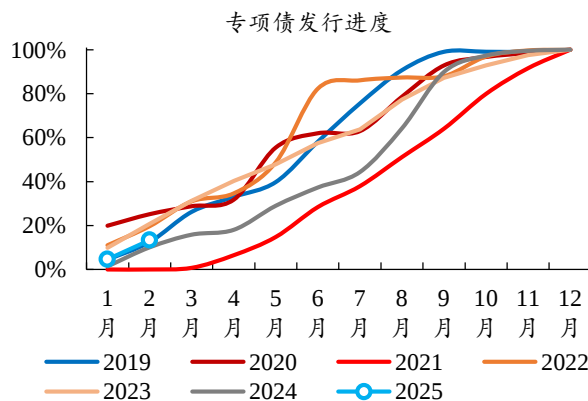
## 2、非制造业：复工人流缺口拖累建筑业，服务业景气度边际走弱

**(1)建筑业：人流拖累为主、资金拖累为次，基建分项好于房建。**2月建筑业PMI改善了3.4个百分点至52.7%，弱于季节性的+4.0个百分点；其中土木工程建筑业商务活动指数为65.1%，升幅较大。

在《复工偏弱的真相：400城迁徙数据之启示》中，我们已提示劳务输出城市“返乡强复工弱”，形成的复工人流缺口为建筑业主要拖累，而并非部分观点认为的“资金拖累”。一则，2月PMI就业人员环比下滑3.1个百分点、弱于季节性的+0.9个百分点，但资金端1-2月专项债发行进度约13.3%、快于2024年同期，即人流明显弱于资金；二则，百年建筑数据指向相同结论，节后第四周劳务上工率61.7%、农历同比减少10.7个百分点，而资金到位率49.1%、农历同比增加1.4个百分点。

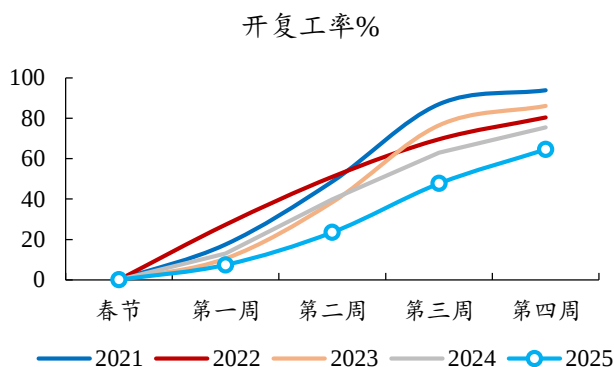
**图7：2月建筑业 PMI 小幅改善**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：专项债发行快于2024年同期**


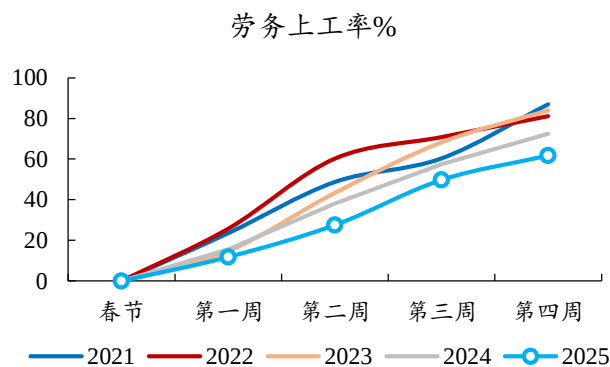
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：节后第四周，开复工率低于往年同期



数据来源：百年建筑、开源证券研究所

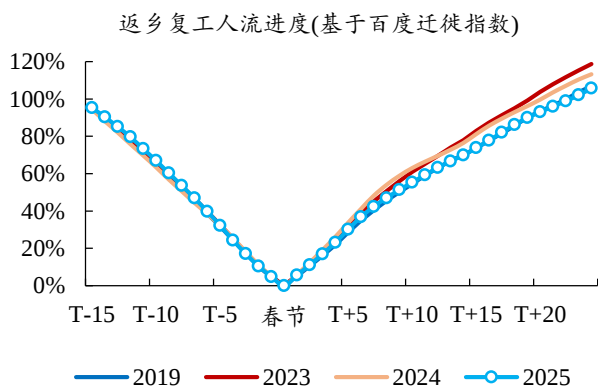
图10：节后第四周，劳务上工率低于往年同期



数据来源：百年建筑、开源证券研究所

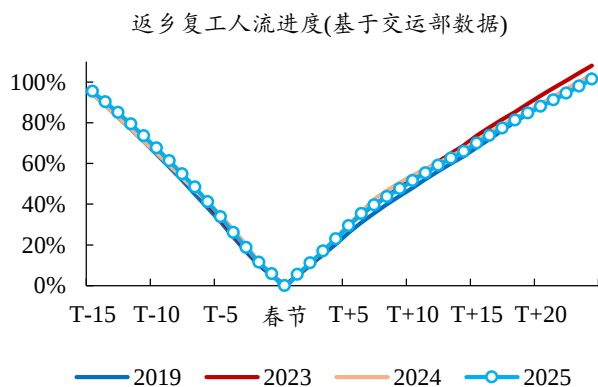
节后复工人流的绝对水平不低，主因节前返乡强度偏高形成一定复工缺口，**劳务输出城市较为明显**。我们将春运40天分为前15天的返乡和后25天的复工，进而刻画出一条返乡复工曲线，截至春运最后一日（2月22日），复工进度较2023年同期下降了13.0个百分点，较2024年同期下降了7.5个百分点。我们使用交通运输部数据交叉验算，数值略有差异但结论一致，截至2月22日，复工进度较2023年同期下降了6.7个百分点，较2024年同期下降了2.0个百分点。对比三类城市<sup>2</sup>2024、2025的返乡复工人流来看，传统劳务输出城市处于散点图的左上区域，即“返乡明显强于复工”，20城迁徙指数合计较2024年同期返乡增加106.8、复工仅增加22.8，尤其清远、周口、南阳、驻马店等较为明显。

图11：节后复工人流绝对数值不低，但返乡人流偏强导致复工仍有缺口



数据来源：百度地图慧眼、开源证券研究所

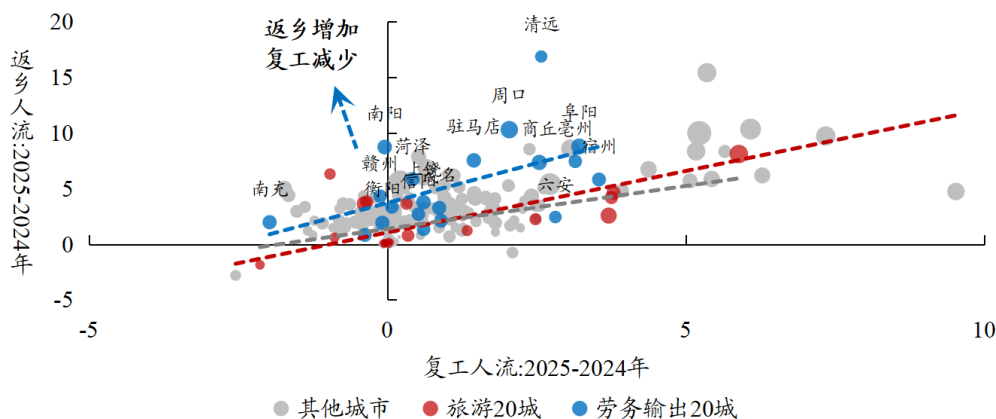
图12：基于百度迁徙指数和交通部数据测算的返乡复工进度，结论大体一致



数据来源：百度地图慧眼、开源证券研究所

<sup>2</sup> 劳务输出20城：茂名市、邵阳市、上饶市、信阳市、赣州市、玉林市、阜阳市、周口市、清远市、亳州市、湛江市、衡阳市、商丘市、南阳市、黄冈市、驻马店市、菏泽市、宿州市、南充市、六安市。旅游20城：哈尔滨市、厦门市、青岛市、大连市、宁波市、珠海市、苏州市、无锡市、三亚市、桂林市、延安市、遵义市、黄山市、张家界市、承德市、秦皇岛市、昆明市、丽江市、乐山市、大理白族自治州。

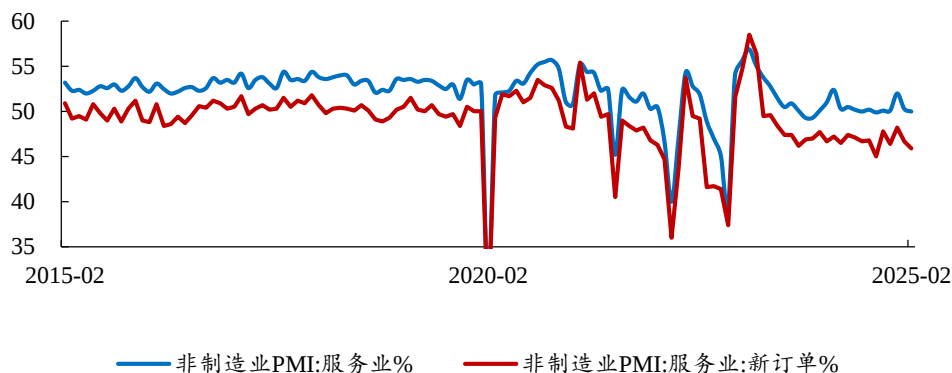
**图13：2025年春节传统劳务输出城市“返乡强、复工弱”，旅游城市和其他城市相对不明显**



数据来源：百度地图慧眼、开源证券研究所

**(2)服务业：**2月服务业PMI为50.0%、较前值下行了0.3个百分点，服务业新订单PMI下行了0.8个百分点至45.9%。主要受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。

**图14：节后假日效应消退，2月服务业PMI小幅回落**



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、PMI 缓升叠加关税扰动，预计逆周期政策有望发力

2月PMI读数改善的背后，仍需重视制造业、建筑业、服务业的分项普遍低于季节性规律，且节后第四周复工人流缺口仍未有明显补足。叠加2月27日特朗普在此前对中国商品加征10%关税的基础上，威胁再额外加征10%的关税，则我国出口面临较大不确定性，需要扩大内需予以对冲。因此我们维持此前观点，逆周期调节基调不会变，预计宽货币、宽财政等有关政策将适时推出，密切关注1-2月经济数据以及4月1日之后关税可能的变化。

#### 4、风险提示

政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                    |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）          | 预计相对强于市场表现 20%以上；     |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现 5%~20%；    |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。      |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；         |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。         |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn