

PMI “龙抬头” 的含金量

2025 年 03 月 01 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**3 月 1 日，中国物流与采购联合会、国家统计局服务业调查中心发布的 2025 年 2 月份中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.2%，比上月上升 1.1 个百分点。

➤ **“龙抬头” 这一天公布的 2 月 PMI 重回扩张区间，表明经济延续了四季度以来底部企稳的态势。**一方面，2 月 PMI 大幅回升的背后固然来自春节的季节性因素；另一方面，表现好于季节性的 PMI 生产指数和 PMI 新订单指数，说明年后复工复产和需求复苏其实比往年更强，这也带动了价格指标的回升。不过，在外部不确定性加剧的情况下，企业整体仍处于观望情绪，二季度财政发力的节奏和空间是关键。

➤ **“春节效应” 逐步消散，2 月制造业 PMI 回升。**从历史数据来看，历年春节时点越是前置，2 月制造业 PMI 上升幅度越大——通常春节在 1 月的年份，2 月企业可以更快地进入复工复产，因此 2 月 PMI 大概率会边际上升；反之，春节在 2 月的年份，2 月制造业生产还处于“放假模式”，因此 2 月 PMI 边际下降的概率更高。在今年春节“落脚点”位于 1 月的情况下，2 月制造业的回升符合预期。

➤ **如何解读 2 月制造业 PMI？比起方向，更看幅度。**2025 年 2 月 PMI 环比增速为 1.1pct，其散点位于图 1 虚线上侧，这说明 2 月制造业 PMI 表现好于“春节扰动”下的季节性波动。若剔除春节的季节性影响，我们测算 2 月 PMI 环比增速约为 0.52pct，对应数值为 49.6%。

➤ **从细项数据来看，节后产需两端的好转对 PMI 的拉动不小。**需求端，2 月 PMI 新订单指数为 51.1% (环比+1.9pct)；生产端，2 月 PMI 生产指数为 52.5% (环比+2.7pct)。这两个指标的表现均好于春节效应下的季节性波动，说明今年春节过后，制造业复工复产较快，市场需求也迎来回升。

➤ **产需复苏下，两大价格指标双双回升。**2 月 PMI 两大价格指标都有明显上升，其中 PMI 原材料购进价格指数为 50.8% (环比+1.3pct)、PMI 出厂价格指数为 48.5% (环比+1.1pct)。节后表现好于季节性的产需两侧助力价格指标的回升，这也预告了 2 月 PPI 大概率将会得到修复。

➤ **另一“好消息”是“出口热”的态势还未结束。**2 月 PMI 新出口订单指数为 48.6%，虽然暂未回归到荣枯线之上，但其 2.2pct 的环比增速还是跑赢了季节性。说明节假日影响散去、国内外工业生产逐步回归正轨后，制造业企业“抢出口”的现象可能还在持续。

➤ **不过，也有一些“矛盾”的数据。**比如说，虽然 2 月 PMI 从业人员指数回升了 0.5pct，但它的增幅明显要弱于季节性。一方面，在产需恢复初期，企业可能优先利用现有库存或通过加班等方式提升产能，而非立即扩招员工；另一方面，用工需求可能因节后返岗延迟或企业观望情绪而滞后。

➤ **又如，中小型企业景气度并未修复。**2 月大、中、小型企业 PMI 分别为 52.5%、49.2%、46.3%，环比增速分别为 2.6pct、-0.3pct、-0.2pct，中小型企业仍在

相关研究

1. 海外市场跟踪：美股在交易“滞胀”吗？ -2025/02/26
2. 美国政策跟踪：关税之上：特朗普的“金融棋局”？ -2025/02/25
3. 海外政策跟踪：德国大选：政策转向“美国化”？ -2025/02/24
4. 经济动态点评：两会前瞻：科技的“空中加油” -2025/02/23
5. 美国政策跟踪：就任满月：特朗普的忧虑 -2025/02/20

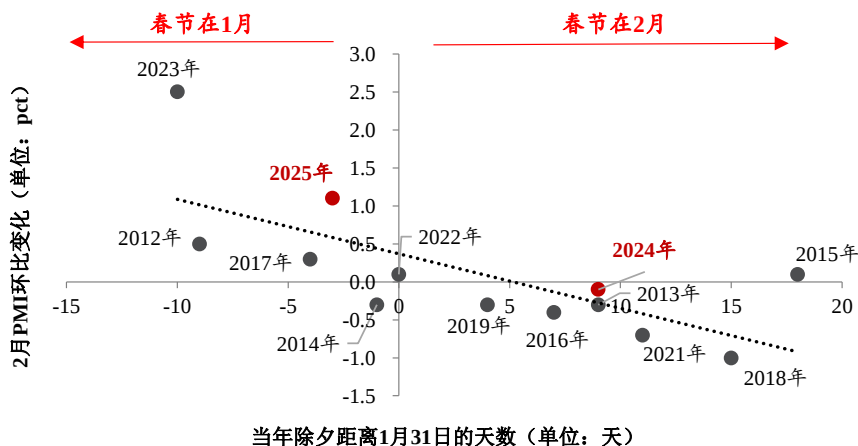
承压运行。对于规模偏小的企业来说，年后一系列“稳科技”举措的实施效果可能还在传导中，中小企业景气度的改善存在滞后性。

➤ **再如，无论是 PMI 生产经营活动预期指数，还是 PMI 库存指数，都证明企业信心还在恢复中。**不同于 PMI 生产指数的上升，2 月 PMI 生产经营活动预期指数环比增速为-0.8pct，说明企业还处于观望情绪。同时，从近期趋势来看，PMI 新订单指数的提升并未强化企业的补库意愿。

➤ **企业的观望情绪来自于外部不确定性，需要政策进一步破局。企业信心整体趋弱的背后，很大部分是来自于对未来不确定性的担忧，尤其是在美国加征 10% 关税的情况下，这需要后续财政的进一步发力去进行对冲，二季度财政发力的节奏和空间是关键。**

➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

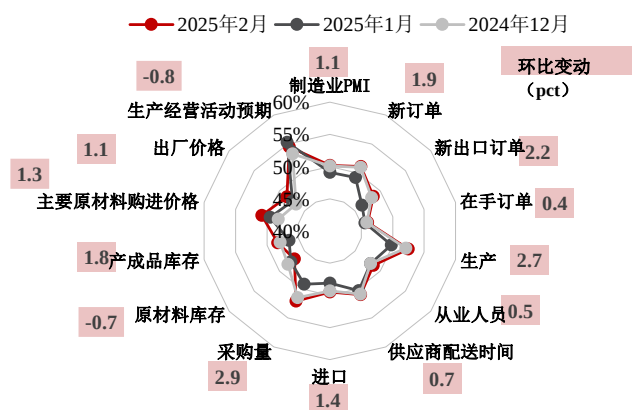
图1：通常2月制造业 PMI 会受到春节错位的扰动



资料来源：Wind，民生证券研究院

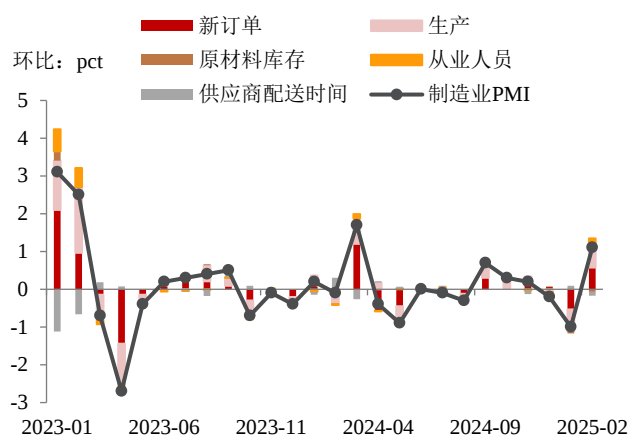
注：散点位于虚线之上的年份表示其2月制造业 PMI 表现好于季节性；反之，位于虚线之下的年份表示其2月制造业 PMI 表现弱于季节性。

图2：PMI 细项数据表现



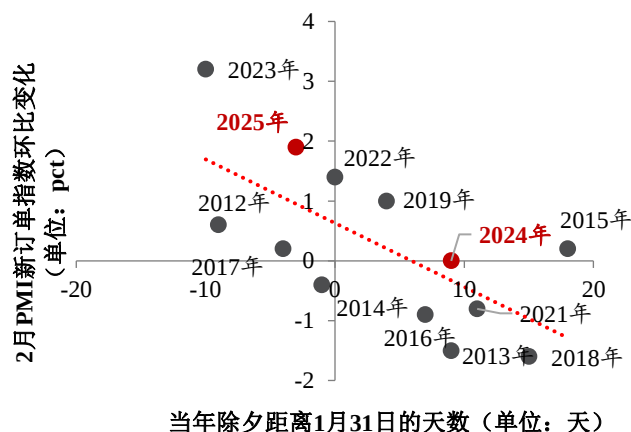
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：2月 PMI 主要是受到新订单和生产指数的拉动



资料来源：Wind，民生证券研究院

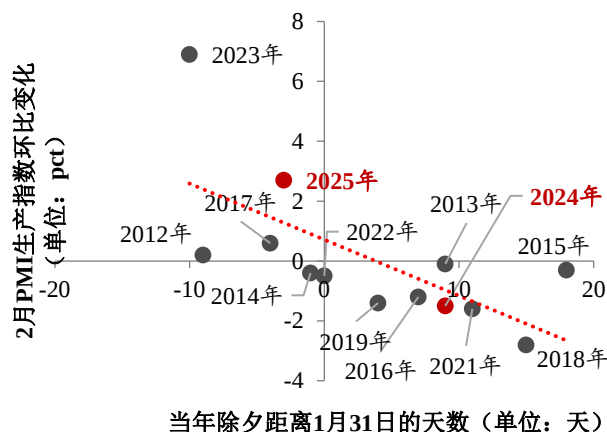
图4：2月PMI新订单指数表现好于季节性



资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 散点位于虚线之上的年份表示其2月制造业PMI表现好于季节性; 反之, 位于虚线之下的年份表示其2月制造业PMI表现弱于季节性。

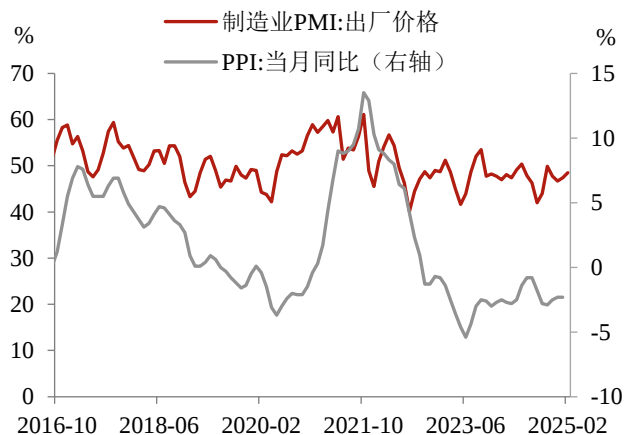
图5：2月PMI生产指数表现同样好于季节性



资料来源: Wind, 民生证券研究院

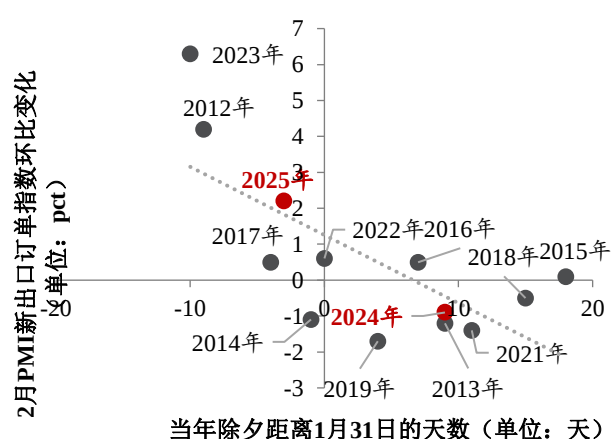
注: 散点位于虚线之上的年份表示其2月制造业PMI表现好于季节性; 反之, 位于虚线之下的年份表示其2月制造业PMI表现弱于季节性。

图6：2月PMI出厂价格指数上升



资料来源: Wind, 民生证券研究

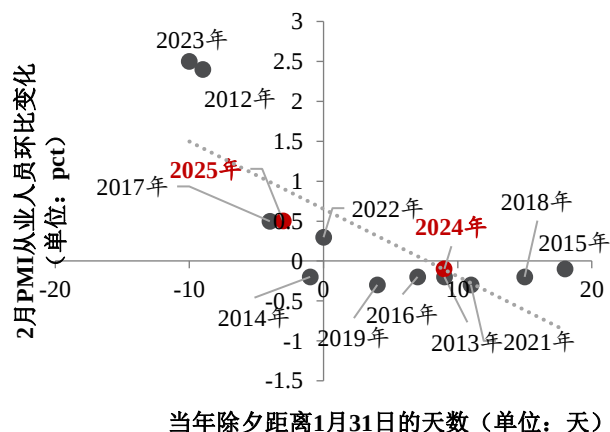
图7：2月PMI新出口订单指数跑赢了季节性



资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 散点位于虚线之上的年份表示其2月制造业PMI表现好于季节性; 反之, 位于虚线之下的年份表示其2月制造业PMI表现弱于季节性。

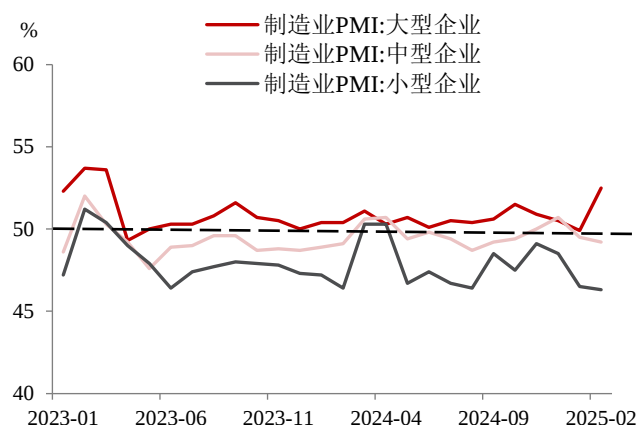
图8：2月PMI从业人员指数表现弱于季节性



资料来源：Wind，民生证券研究院

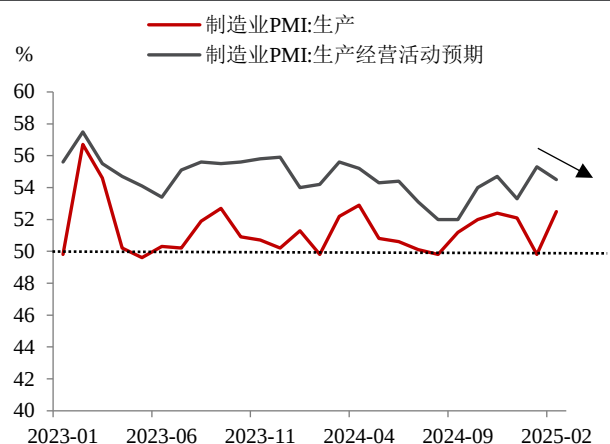
注：散点位于虚线之上的年份表示其2月制造业PMI表现好于季节性；反之，位于虚线之下的年份表示其2月制造业PMI表现弱于季节性。

图9：2月中小型企业PMI指数下滑



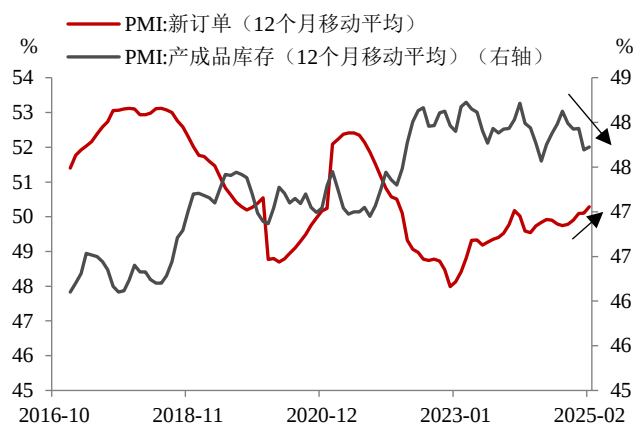
资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：2月PMI生产经营活动预期指数下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

图11：PMI新订单指数表现亮眼的情况下，企业补库意愿并不强



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048