

受春节假期临近等影响，1月宏观经济景气度下行

—— 2025年1月PMI数据点评

王青 闫骏 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2025年1月，中国制造业采购经理指数（PMI）为49.1%，比上月下降1个百分点；1月，非制造业商务活动指数为50.2%，比上月下降2个百分点，其中，建筑业商务活动指数为49.3%，比上月下降3.9个百分点，服务业PMI指数为50.3%，比上月下降1.7个百分点；1月综合PMI产出指数为50.1%，比上月下降2.1个百分点。

1月PMI数据要点解读如下：

2025年1月制造业PMI指数下行1个百分点，再度进入收缩区间，主要是受三个因素影响：一是季节性因素。可以看到，过去10年中，“春节月”的制造业PMI指数“7降3升”，其中生产指数下滑的拖累效应明显。背后是春节临近，员工休假、特别是农民工放假返乡对制造业生产端会形成较强的下拉效应。可以看到，1月主要行业开工率普遍下行，当月制造业PMI中的生产指数为49.8%，较上月大幅下行2.3个百分点。另外，春节长假生产放缓也会对工业品需求端形成下拉效应，1月新订单指数为49.2%，较上月下行1.8个百分点。不过，节前放假会导致物流放缓，供货商配送时间拉长，对整体PMI指数有一定拉升作用。总体上看，“春节月”的季节性因素对PMI指数形成较大扰动，尽管统计部门会进行季节性调整，但很难完全消除这种影响。

二是高基数效应。PMI指数为环比指标，上月基数较高会对本月指数走势带来一定下行压力。由于去年底各地各部门稳增长措施大幅加码，包括提前下达2025年1000亿元中央预算内投资计划和1000亿元“两重”建设项目清单，并要求在2024年四季度形成实物工作量，以及政策面加力支持“两新”等，会造成上月基数偏高，进而压低2025年1月制造业PMI指数。这可能是今年1月制造业PMI指数下行幅度超过季节性的一个原因。

三是1月有效需求不足现象比较突出。根据中国物流与采购联合会数据，1月反映需求不足的企业占比超过60%。另外，今年春节前物价走势偏弱，也显示市场需求不足现象比较明显。值得注意的是，剔除“春节月”影响，1月房地产销量数据也在较快下行。这或是今年1月制造业PMI指数下行幅度较大的另一个原因。

其他主要指标方面，1月制造业PMI中的两个价格指数在收缩区间有所反弹，其中主要原材料购进

价格指数上升 1.3 个百分点至 49.5%，主要是受近期国际原油价格上涨等推动，而出厂价格指数回升 0.7 个百分点至 47.4%，主要是当月生产指数降幅较大，对产成品价格形成一定支撑。1 月新出口订单指数回落 1.9 个百分点至 46.4%，符合季节性波动规律。我们预计，短期内“抢出口”现象还会比较突出，开年前两个月出口数据有望保持同比正增长。

1 月制造业 PMI 指数中的生产经营预期指数为 55.3%，较上月上升 2 个百分点。前期一揽子增量政策陆续出台，2024 年四季度宏观经济增长动能显著改善，以及 2025 年宏观政策定调“更加积极有为”，有效提振了市场信心。

1 月服务业 PMI 指数为 50.3%，较上月回落 1.7 个百分点，符合季节性规律。一方面，受假期消费带动，与居民出行消费相关的道路运输、住宿、餐饮等行业商务活动指数升至扩张区间，市场活跃度增强。另一方面，1 月金融业商务活动指数较上月有所下降，但仍在 55% 以上，显示金融支持实体经济力度仍然较强；另外，根据楼市走势判断，1 月房地产行业商务活动指数可能也有所下降。这是拖累当月服务业 PMI 指数较快下行的一个原因。

1 月建筑业 PMI 指数为 49.3%，较上月大幅下降 3.9 个百分点，符合季节性规律，主要是临近春节，房屋建设和基础建设相关行业进入传统淡季，供需活动会有季节性回调。春节后，随着企业加快复工复产，建筑业相关活动有望重回扩张区间。就建筑业景气度而言，当前广义基建投资增速持续处于高位，而 2024 年楼市回暖尚未传导至房地产投资端，两个因素对冲后，建筑业景气度中枢呈稳中有降趋势。

整体上看，“春节月”的季节性因素是 1 月制造业 PMI 指数回落的主要原因。与此同时，上月基数偏高，当前市场需求不足，导致当月制造业 PMI 指数回落幅度超出季节性。往后看，2 月制造业 PMI 指数大概率会继续处于收缩区间。一方面，春节长假主要落在 2 月，还会对生产端形成较大影响；另一方面，当前宏观经济运行中存在的有效需求不足、房地产市场活跃度下降等现象还会进一步显现。不过，在美国新政府加征关税措施落地之前，“抢出口”效应仍在，将继续对国内制造业景气度带来拉动效应。我们判断，一季度末前后稳增长政策力度有望加大，包括降息降准在内的逆周期调节政策工具将全面发力。

今年外部经贸环境变数加大，无疑会对制造业景气度走势带来重要影响。不过，今年对制造业 PMI 指数影响更大的仍是国内房地产市场走势，即 2024 年四季度出现的房地产市场止跌回稳势头能否在 2025 年延续。今年提振制造业景气度的主要发力点有两个：一是全方位扩大国内需求，有效对冲外需波动可能带来的影响。这包括落实更加积极的财政政策，提高目标赤字率，扩大新增地方政府专项债和

超长期特别国债发行规模，加力支持“两新”，特别是要拿出更大规模的财政资金，支持耐用消费品以旧换新，必要时可在全国层面发放消费券和消费补贴，将支持范围从耐用消费品扩大到一般消费品和服务消费。2025 年适度宽松的货币政策要实施有力度的降息降准，扭转新增信贷和新增社融同比少增势头。这是今年逆周期调节中不可或缺的一个发力点，也是扭转物价水平持续偏低、工业企业利润连续 3 年下滑势头的关键。二是有效利用现有政策空间，推动房地产市场止跌回稳，其中的关键是把仍然偏高的实际居民房贷利率（名义居民房贷利率-GDP 平减指数同比）降下来。