

季节性叠加需求前置，景气度表现偏弱 ——2025年1月PMI数据点评

点评

- **制造业 PMI：景气度季节性走低，但企业预期较为乐观。**由于春节假期临近，企业开工季节性放缓，加之部分消费品备货需求提前释放，2025年1月制造业 PMI 较 2024 年 12 月回落 1 个百分点至 49.1%，低于市场预期。从季节性表现来看，2015-2024 年 1 月制造业 PMI 平均约为 50.2%，2025 年 1 月制造业 PMI 较历史同期均值偏低。**从需求端看**，内外需均边际走低，新订单指数下滑 1.8 个百分点至 49.2%，在连续三个月扩张后再度回落至荣枯线下；**从生产端看**，由于需求下滑以及春节假期将至，1 月生产指数回落 2.3 个百分点至 49.8%，在连续 4 个月扩张后再次收缩。1 月，生产指数高于新订单指数 0.6 个百分点，生产指数的下滑幅度大于新订单指数。**从企业预期来看**，尽管季节性因素下制造业景气度边际走低，但 2025 年逆周期政策力度不减，企业对后市较为乐观，1 月生产经营活动预期指数较上月回升 2 个百分点至 55.3%，维持在高位景气区间。**从就业情况看**，就业市场保持平稳，1 月从业人员指数持平于上月为 48.1%。预计春节过后各地企业复工复产，加之“两新”“两重”等政策效应持续释放，制造业景气度有望逐步回升，但特朗普的关税政策可能会对国内制造业景气度恢复有所扰动。
- **从进出口情况来看，新出口订单指数、进口指数均走低。**新出口订单指数和进口指数分别为 46.4%和 48.1%，分别较上月回落 1.9、1.2 个百分点，新出口订单指数跌至 2024 年 2 月以来的最低水平，进口指数高于新出口订单指数 1.7 个百分点，连续两个月超过新出口订单指数，进口表现相对具有韧性。1 月出口下滑较多或与欧美节日消费旺季已过，以及前期抢出口使得需求前置有关。目前欧美日制造业景气走势分化，2025 年 1 月美国 Markit 制造业 PMI 意外回升至 50.3%，创 2022 年 10 月份以来新高，欧元区 1 月 Markit 制造业 PMI 初值为 46.1%，虽高于市场预期但仍在持续收缩，日本 1 月制造业 PMI 则从 49.6% 下滑至 48.8%，仍低于荣枯线。当地时间 1 月 21 日，特朗普声称美国政府正在讨论从 2 月 1 日起对从中国进口的商品加征 10% 的关税。目前出口面临的外需前景尚不明朗，特朗普关税政策目前较预期相对温和，“抢出口”效应边际或有所回落，但仍需关注特朗普关税政策的变化。随着国内企业节后复工复产，进口或有所改善。
- **从行业情况来看，四大行业景气度均边际回落，装备制造业保持扩张。**由于今年春节时点靠前，消费品贸易商提前备货，订单在 2024 年 11-12 月已经大量释放，2025 年 1 月，消费品行业 PMI 较上月回落 2.3 个百分点至 49.1%，在连续两个月扩张后再次收缩，其中新订单指数降至收缩区间，降幅超过 4 个百分点，生产指数仍保持在略高于 50% 的水平，但较上月下降 3 个百分点，另外由于欧美节日消费旺季已过，消费品出口也有所放缓；新动能行业供需稳定运行，1 月装备制造业 PMI 为 50.2%，虽较上月下降 0.4 个百分点，仍保持在扩张区间，高技术制造业 PMI 为 49.3%，较上月下降 0.4 个百分点，但其中生产指数保持在 50% 水平，新订单指数也接近 50%；部分重工业行业进入淡季，基础原材料行业 PMI 回落 1.2 个百分点至 47.6%。从行业看，金属制品、专用设备、铁路船舶航空航天设备等两个行业两个指数均高于 51.5%，位于扩张区间；食品及酒饮料精制茶、纺织、有色金属冶炼及压延加工等行业两个指数均低于临界点，产需活跃度偏弱。1 月 8 日，国家发展改革委与财政部联合发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，家电产品补贴产品种类由去年的 8 类增加到 12 类，并首次实施手机等数码产品

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-57631106

邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏

执业证号：S1250523030002

电话：010-57631106

邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

1. 中长期资金将入市，特朗普关税一波三折 (2025-01-24)
2. 乘胜追击“5%”，增量政策效应显著——2024 年 12 月经济数据点评 (2025-01-20)
3. 稳汇率信号持续释放，美国核心通胀回落 (2025-01-17)
4. 社融稳中有升，结构中有喜有忧——12 月社融数据点评 (2025-01-15)
5. 贸易顺差继续扩大，“抢出口”效应正显现——12 月贸易数据点评 (2025-01-14)
6. 通胀低位波动，但回升或可期——12 月通胀数据点评 (2025-01-10)
7. 降息后美国地产该如何展望？——需求、供给以及房价的三维解析 (2025-01-06)
8. 央行持续释放流动性，俄罗斯又断供天然气 (2025-01-03)
9. 制造业平稳收官，非制造业超预期改善——12 月 PMI 数据点评 (2025-01-02)
10. 地方专项债管理优化，美国政府再次避免停摆 (2024-12-27)

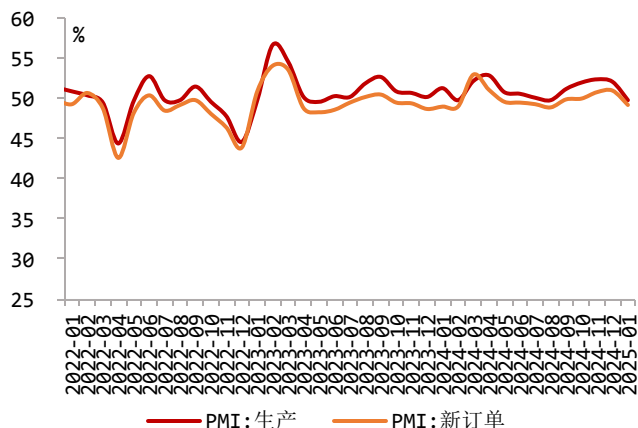
购新补贴，而且发改委表示 2025 年超长期特别国债用于支持“两新”的资金总规模将比去年大幅增加。随着“两新”加力扩围，“两重”项目持续推进，消费品制造业、装备制造业景气度有望持续恢复。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

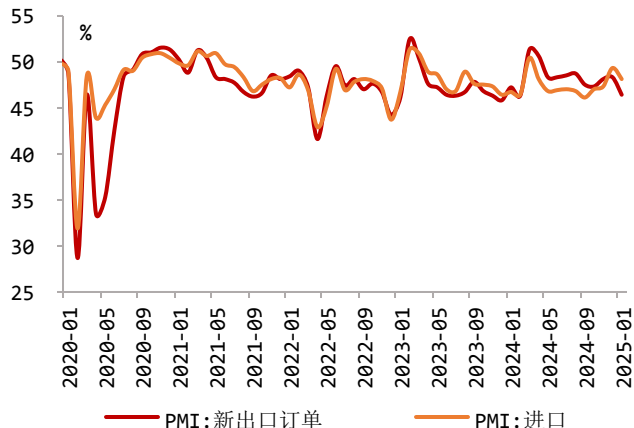
- **不同规模企业景气度均边际走低，大型企业起到稳定器作用。**分企业规模看，1 月，大、中、小型企业 PMI 分别下滑 0.6、1.2 和 2.0 个百分点至 49.9%、49.5%和 46.5%，大型企业景气度在连续 20 个月扩张后跌入荣枯线下，中型企业也在连续 2 个月扩张后跌回收缩区间，小型企业连续 9 个月收缩。其中大型企业生产指数和新订单指数分别为 51.3%和 50.6%，持续位于扩张区间，显示大型企业保持稳中有增，继续起到经济稳定器作用，而中、小型企业生产指数和新订单指数较上月均回落。1 月 21 日，工信部表示将进一步加大对中小企业的支持力度，抓紧修订出台《保障中小企业款项支付条例》，随着年后企业账款拖欠问题得到解决，中小企业景气度有望逐步恢复。
- **两个价格指数在收缩区间回升，产成品库存指数继续走低。**1 月，由于需求边际走低，采购量指数较上月下降 2.3 个百分点至 49.2%，连续 2 个月扩张后重回荣枯线下。价格方面，主要原材料购进价格指数回升 1.3 个百分点至 49.5%，连续 3 个月收缩，但在收缩区间略微环比上行；出厂价格指数也回升 0.7 个百分点至 47.4%，连续 8 个月处于临界线之下。国际上看，此前油价因美国寒潮叠加俄罗斯伊朗制裁担忧而出现一波上行，但随后随着寒潮结束以及特朗普表态需要“弱原油”，原油价格连续回调，同时当前全球制造业依然偏弱运行，预计短期国际油价或延续震荡态势；国内来看，春节假期临近，部分地区开工放缓，基础原材料行业进入淡季，部分受内需驱动的商品价格回落，但在年后积极财政政策效应释放下，国内工业品价格有望回升。1 月，BCI 企业销售前瞻指数回升 2.58 个百分点至 59.91，利润、总成本前瞻指数分别回落 1.15、1.72 个百分点至 42.15、60.78。1 月，配送方面，供应商配送时间指数为 50.3%，较上月回落 0.6 个百分点，连续 3 个月扩张，由于需求下滑，供应商配送小幅加快。库存方面，1 月，产成品库存指数为 46.5%，较上月下降 1.4 个百分点，连续 23 个月位于荣枯线之下，原材料库存指数为 47.7%，较上月小幅回落 0.6 个百分点。工业企业在 2024 年上半年呈弱补库态势，然而在 24 年 7 月份之后再度去库，库存依然保持在低位。12 月工业企业产成品存货同比增长 3.3%，较上月持平，增速依然处于历史相对较低位，后续若政策带动内需回暖，企业有望再次开启补库。
- **非制造业 PMI：服务业、建筑业景气度走低。**1 月，非制造业商务活动指数为 50.2%，较上月下降 2.0 个百分点，低于市场预期，但景气水平仍保持在荣枯线上。服务业方面，服务业商务活动指数为 50.3%，比上月下降 1.7 个百分点。从行业看，在春节效应带动下，与居民出行消费相关的道路运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等行业商务活动指数升至扩张区间，市场活跃度有所增强；航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数继续位于 55.0%以上较高景气区间，业务总量保持较快增长。从具体指标来看，服务业新订单指数为 46.7%，比上月下降 1.5 个百分点，市场需求有所下降；服务业业务活动预期指数为 56.8%，比上月下滑 0.8 个百分点。后续在春节消费释放、节后复工带动下，服务业景气指数有望回升。建筑业方面，1 月，建筑业商务活动指数为 49.3%，比上月下降 3.9 个百分点，由上月扩张转为收缩，或主要受到春节前淡季因素影响，且弱于季节性表现（2015-2024 年同期建筑业 PMI 约为 58.26%）。分项指标看建筑业新订单指数为 44.7%，比上月下降 6.7 个百分点，降至荣枯线以下。分行业看，房屋建筑业业务活动预期指数较上月上升，且在 56%以上，土木工程建筑业业务活动预期指数虽较上月下降，但仍在 61%以上。房屋建筑业和土木工程建筑业商务活动指数和新订单指数较上月均有不同程度下降，临近春节，包括房屋建筑和基础建设相关行业进入传统淡季，供需活动有所回调。基建投资方面，截至 1 月 22 日，1 月石油沥青装置平均开工率约为 27.31%，较 2024 年 12 月的 28.25%有下降，且低于去年 1 月的 28.90%；房地产方面，截至 1 月 26 日，1 月 30 大中城市商品房成交面积为 666.52 万平方米，较上月下降 878.5 万平方米，较去年 1 月同期下降 6.51 万平方米。春节后，随着企业复工复产加之财政持续发力，建筑业相关活动有望重回扩张区间。
- **风险提示：**海外需求超预期下降，政策落地不及预期。

图 1：2025 年 1 月生产、新订单指数均走低



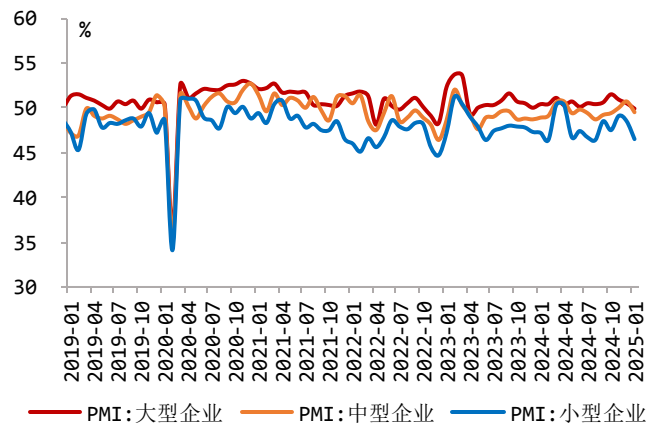
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：新出口订单指数、进口指数回落



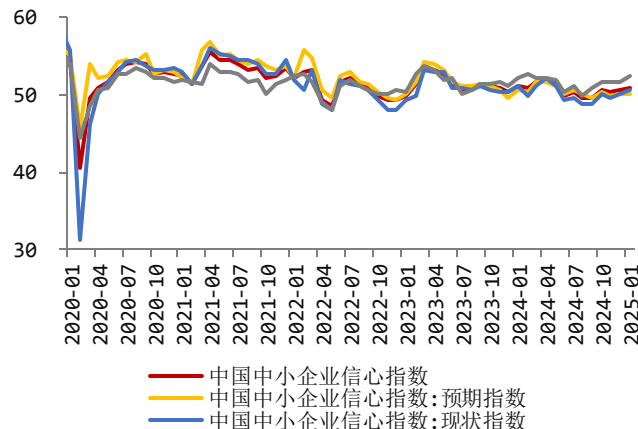
数据来源：wind、西南证券整理

图 3：大、中、小型企业 PMI 均回落



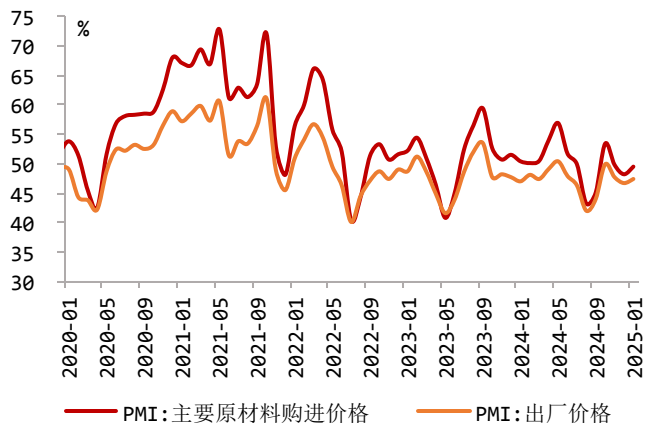
数据来源：wind、西南证券整理

图 4：中小企业信心指数有所回升



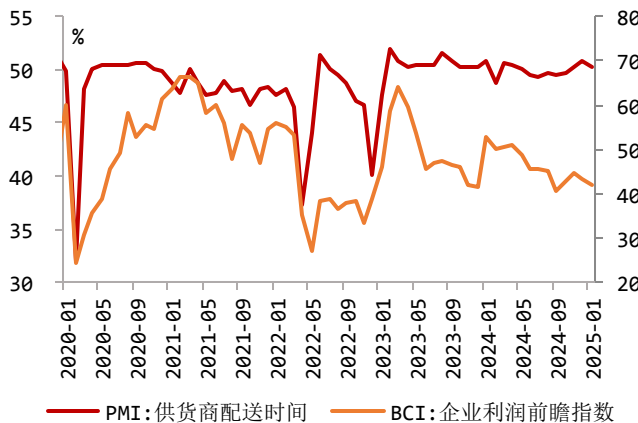
数据来源：wind、西南证券整理

图 5：主要原材料购进价格、出厂价格指数回升



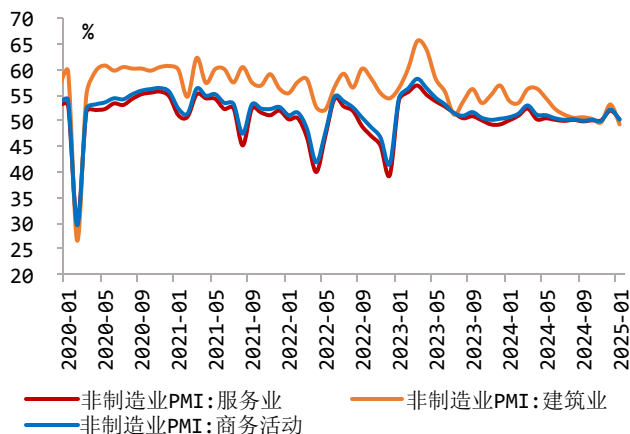
数据来源：wind、西南证券整理

图 6：供应商配送时间指数、企业利润前瞻指数回落



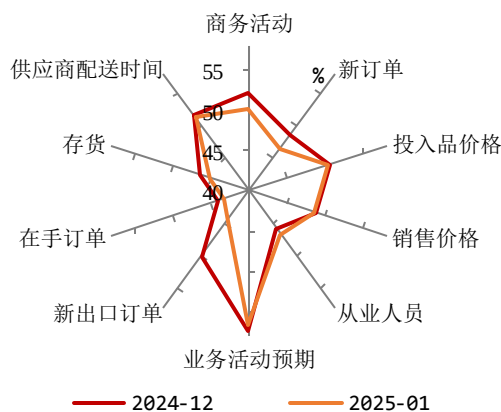
数据来源：wind、西南证券整理

图 7：服务业 PMI、建筑业 PMI 指数回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：非制造业 PMI 各分项变动



数据来源：wind、西南证券整理

表 1：PMI 情况

指标	2023-12	2024-1	2024-2	2024-3	2024-4	2024-5	2024-6	2024-7	2024-8	2024-9	2024-10	2024-11	2024-12	2025-1
中采制造业PMI														
PMI 总指数	49.0	49.2	49.1	50.8	50.4	49.5	49.5	49.4	49.1	49.8	50.1	50.3	50.1	49.1
生产量	50.2	51.3	49.8	52.2	52.9	50.8	50.6	50.1	49.8	51.2	52.0	52.4	52.1	49.8
雇员	47.9	47.6	47.5	48.1	48.0	48.1	48.1	48.3	48.1	48.2	48.4	48.2	48.1	48.1
新订单	48.7	49.0	49.0	53.0	51.1	49.6	49.5	49.3	48.9	49.9	50.0	50.8	51.0	49.2
出口订单	45.8	47.2	46.3	51.3	50.6	48.3	48.3	48.5	48.7	47.5	47.3	48.1	48.3	46.4
现有订货	44.5	44.3	43.5	47.6	45.6	45.3	45.0	45.3	44.7	44.0	45.4	45.6	45.9	45.6
产成品库存	47.8	49.4	47.9	48.9	47.3	46.5	48.3	47.8	48.5	48.4	46.9	47.4	47.9	46.5
原材料库存	47.7	47.6	47.4	48.1	48.1	47.8	47.6	47.8	47.6	47.7	48.2	48.2	48.3	47.7
采购量	49.0	49.2	48.0	52.7	50.5	49.3	48.1	48.8	47.8	47.6	49.3	51.0	51.5	49.2
购进价格	51.5	50.4	50.1	50.5	54.0	56.9	51.7	49.9	43.2	45.1	53.4	49.8	48.2	49.5
供应商配送时间	50.3	50.8	48.8	50.6	50.4	50.1	49.5	49.3	49.6	49.5	49.6	50.2	50.9	50.3
进口	46.4	46.7	46.4	50.4	48.1	46.8	46.9	47.0	46.8	46.1	47.0	47.3	49.3	48.1
中采服务业PMI														
中采服务业PMI	49.3	50.1	51.0	52.4	50.3	50.5	50.2	50.0	50.2	49.9	50.1	50.1	52.0	50.3
中采建筑业PMI														
中采建筑业PMI	56.9	53.9	53.5	56.2	56.3	54.4	52.3	51.2	50.6	50.7	50.4	49.7	53.2	49.3
综合PMI产出指数	50.3	50.9	50.9	52.7	51.7	51.0	50.5	50.2	50.1	50.4	50.8	50.8	52.2	50.1
非制造业商务活动指数	50.4	50.7	51.4	53.0	51.2	51.1	50.5	50.2	50.3	50.0	50.2	50.0	52.2	50.2
财新制造业PMI	50.8	50.8	50.9	51.1	51.4	51.7	51.8	49.8	50.4	49.3	50.3	51.5	50.5	-

数据来源：wind、西南证券整理

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn