

极目宏观 系列报告
2025 年 01 月 27 日

春节因素下的常规和反常信号 —— 中国 1 月 PMI 观察

研究员：王鹏

期货从业证号：F03127257 投资咨询资格编号：Z0020170

中国制造业PMI及分项														
指标名称	制造业PMI	生产	新订单	新出口订单	在手订单	产成品库存	采购量	进口	出厂价格	主要原材料	原材料库存	从业人员	供货商配送	生产经营预期
2025-01	49.1	49.8	49.2	46.4	45.6	46.5	49.2	48.1	47.4	49.5	47.7	48.1	50.3	55.3
2024-12	50.1	52.1	51	48.3	45.9	47.9	51.5	49.3	46.7	48.2	48.3	48.1	50.9	53.3
变化	-1	-2.3	-1.8	-1.9	-0.3	-1.4	-2.3	-1.2	0.7	1.3	-0.6	0	-0.6	2

中国非制造业PMI及分项												
指标名称	商务活动	新订单	新出口订单	业务活动预期	投入品价格	销售价格	从业人员	在手订单	存货	供应商配送	建筑业	服务业
2025-01	50.2	46.4	44.6	56.7	50.4	48.6	46.7	43.3	45	51.3	49.3	50.3
2024-12	52.2	48.7	50	57.5	50.5	48.8	45.8	44.1	46.4	51.5	53.2	52
变化	-2	-2.3	-5.4	-0.8	-0.1	-0.2	0.9	-0.8	-1.4	-0.2	-3.9	-1.7

一、中国 1 月制造业 PMI 大部分分项下降，其中春节因素是原因之一

2025 年 1 月制造业 PMI 49.1，较上月下降 1，低于市场预期，3 个月之后再度回到 50 荣枯线之下。制造业 PMI 大部分分项下降，其中生产和采购量均下降 2.3，下滑幅度最大；新出口订单，新订单分别下降 1.9 和 1.8，下降幅度也较大；产成品库存和原材料库存分别下降 1.4、0.6。出厂价格、主要原材料购进价格、从业人员和生产经营预期四项上涨，生产经营预期上行 2，达到 55.3，上行幅度最大。

目前，制造业 PMI、生产分项等分项处于 2017 年以来季节性最低水平；新订单、新出口订单、采购量、主要原材料购进价格等等分项处于 2017 年以来季节性次低水平。各类型企业制造业 PMI 均下降，其中大型企业 1 月制造业 PMI 数据 2013 年起，首次处于 50 以下；高技术制造业企业、消费品行业、基础原材料行业 PMI 均处于 2020 年以来季节性最低水平。

历史上春节因素对制造业 PMI 部分分项存在季节性影响，参考 2025 年 1 月数据可以发现：

- (1) 从 2015 年起，除 2020、2021、2022、2023 年外，生产分项在春节所在月份均是全年最低值，预计 2025 年 1 月生产分项也可能触底；
- (2) 从 2006 年起，除 2019、2020、2022 年外，从业人员分项在春节所在月份是全年最低值或上半年最低，预计 2025 年 1 月从业人员分项至少是上半年最低；
- (3) 从 2006 年起，除 2014、2020 年外，春节在 1 月的年份，1 月的新出口订单分项是全年最低

值或上半年最低。如果 2025 年中美贸易冲突并不非常激烈，预计 2025 年 1 月新出口订单至少是上半年最低；

(4) 从 2006 年起，除 2014、2020 年外，春节在 1 月的年份，1 月内需分项是全年最高值或上半年最高，预计 2025 年 1 月内需分项至少是上半年最高；

(5) 从 2013 年起，春节在 1 月的年份，生产经营活动预期均较上一年 12 月增长，2025 年也增长；

(6) 从 2014 年起，春节在 1 月的年份，产成品库存均较上一年 12 月增长，但 2025 年下降；

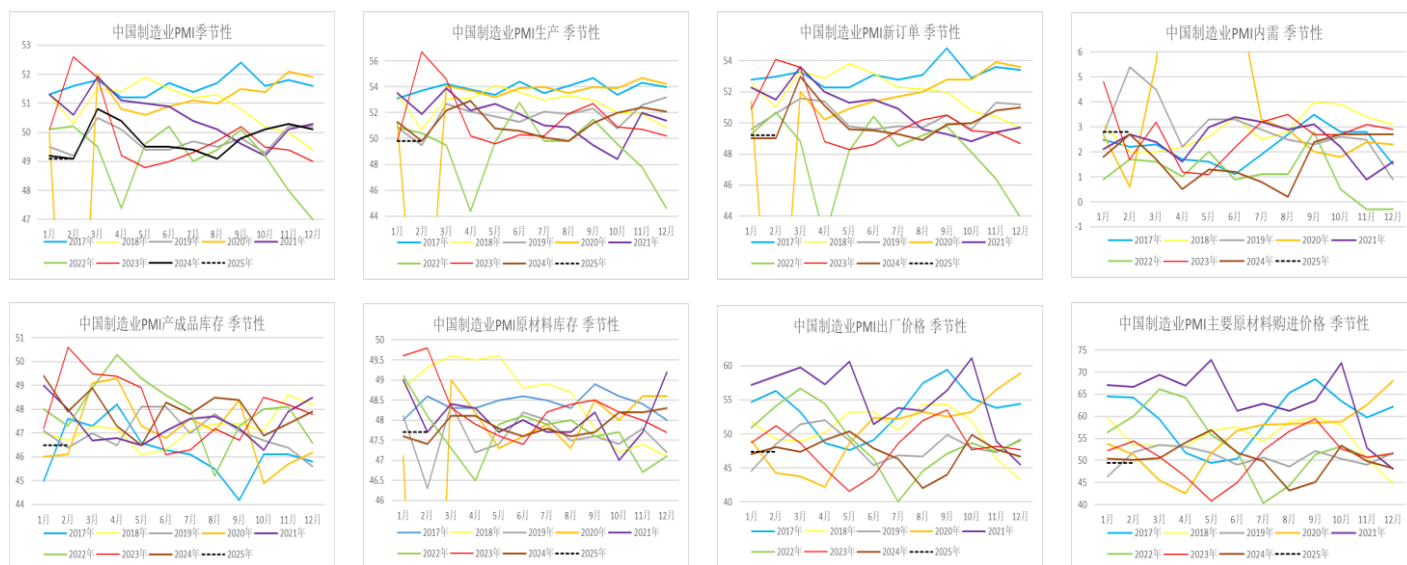
(7) 从 2017 年起，春节在 1 月的年份，采购量均较上一年 12 月增长，但 2025 年下降；

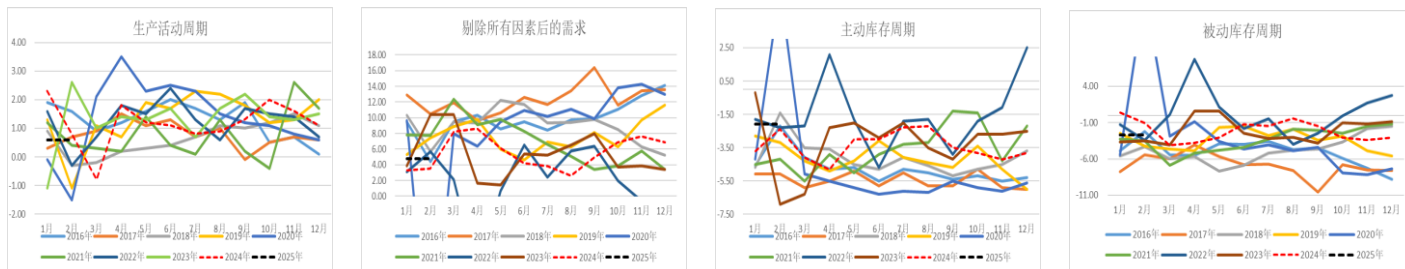
(8) 从 2017 年起，春节在 1 月的年份，出厂价格均较上一年 12 月下降，但 2025 年上升；

1 月以来，在季节性因素、抢出口支撑进一步减弱等因素影响下，国内经济有所转弱，生产活动和净需求双双下滑，主被动库存继续累积，不同规模企业和不同行业企业表现均较弱。采购量的反常下降或许也说明：目前经济主体预期仍弱，说明未来经济仍需政策的进一步支持，同时，内需高位和产成品库存去化带来价格上行，但内需的高位和出口的不确定性也要求支持政策不能放松。有利的信号是 1 月生产、从业、新出口订单分项可能的触底，这预示经济恢复仍具有持续性。

目前看，政策预期等因素带来的大宗商品价格回升和国内净需求下滑出现劈叉，未来，支持商品价格的短期可能减弱，并使得市场再度进入预期和现实博弈的阶段。工业企业利润预计继续改善。

图1：1月制造业PMI数据走势





数据来源：Wind、银河期货

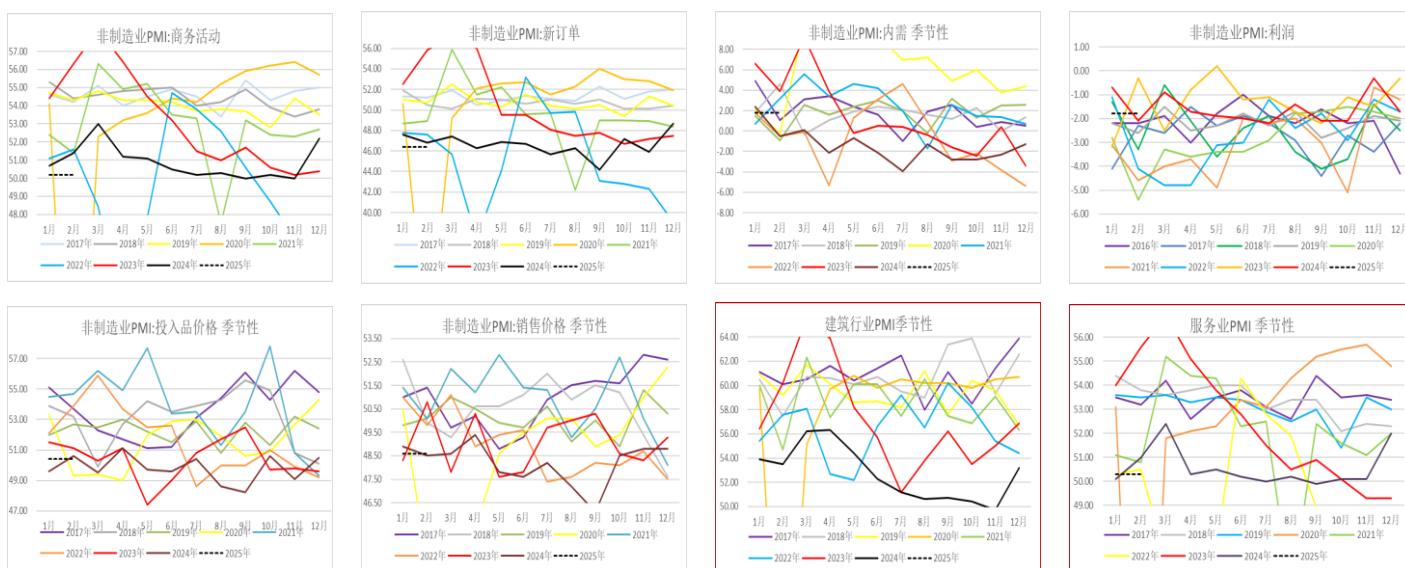
二、中国 1 月非制造业 PMI 大部分下降，但内需改善

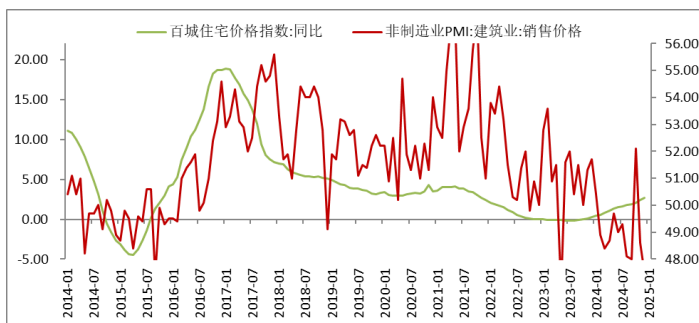
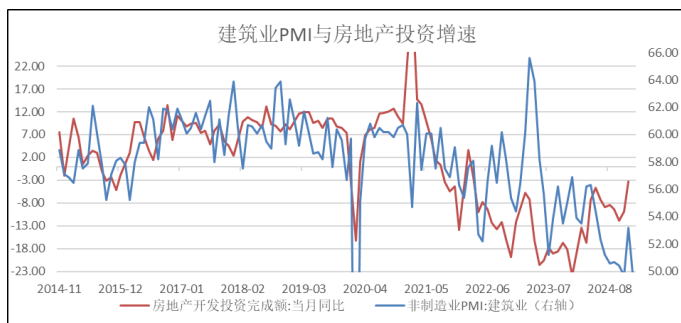
2025 年 1 月非制造业 PMI 商务活动 50.2，较上月下降 2.0。其他绝大部分分项也下跌，其中新订单下降 2.3、新出口订单下跌 5.4，下跌较大，从业人员上行 0.9 是唯一上行分项。1 月的商务活动、新订单、新出口订单、存货等分项均创 2007 年以来，季节性最低；在手订单分项创 2010 年以来，季节性最低；投入品价格等分项创 2007 年以来，除 2015、2016 年以外季节性最低。

非制造业 PMI 中，服务业 PMI 和建筑业 PMI 双双下降，服务业 PMI 创 2013 年以来，除 2024 年以外季节性最低；建筑业 PMI 创 2013 年以来，季节性最低。

非制造业 PMI 走势体现出经济仍弱的现实，可能也与春节因素和抢出口进一步减弱有关。但新出口订单走弱支持内需回升，从航班数据看，春节因素正在支持航班数据走强。

图2：1月非制造业PMI数据走势





数据来源：Wind、银河期货

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街8号北京IFC国际财源中心A座31/33层

上海：上海市虹口区东大名路501号上海白玉兰广场28楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799