

PMI 开年走低，主因春节提前和出口风险

事件点评

PMI 点评（2025.1）

投资要点

- ◆ **春节提前导致的暂时性影响，叠加外部政策环境不确定性提升出口展望风险较大，1月制造业 PMI 出现较大幅度回落。**受春节较早企业员工集中返乡生产活动暂时降温 and 出口风险提升的共同影响，1月制造业 PMI 大幅回落 1.0 至 49.1，时隔三个月再度下滑至景气区间以下，呈现以下结构性特征：1）生产指数大幅回落 2.3 至 49.8 的近 20 个月来最低，主要反映春节假期前部分企业员工集中返乡导致的生产偏弱，但回落幅度较以往春节所在月份更大，或与订单展望变化亦有关联。2）新订单指数和新出口订单指数分别回落 1.8、1.9 至 49.2、46.4，均降至最近 11 个月新低，侧重内需的新订单指数的回落一方面主要源于春节提前导致的订单推迟效应，另一方面也与消费补贴接续政策自 1 月 20 日开始正式实施，从而部分消费需求释放以及向企业端的传导亦有所延迟有关；同时注意到新出口订单指数自疫情以来春节前后季节性波动已经大幅减弱，年初较大幅度的下滑可能更多与特朗普第二任期可能快速推动加征关税并可能对我国出口造成一定影响、以及 2024 年底“抢出口”之后出口展望自然回落有关。
- ◆ **最近 5 个春节提早至 1 月的年份平均来看，1 月制造业 PMI 并未显著低于前一年四季度平均水平，同时当年 2 月制造业 PMI 平均回升幅度达 0.9 左右，而当年二季度 PMI 或较一季度峰值有所降温。**对比这一季节性规律，2025 年初制造业 PMI 回落程度较深，2 月可能因春节暂时性因素而以更大幅度反弹，此外 2025 年刺激消费等有效内需的政策亦需保持 2024 年 9 月以来的力度强度以上，以保证对企业信心形成稳定支持。
- ◆ **产成品库存指数再度大幅回落至阶段性低点，尽管消费补贴方案已经明确且在去年的范围上有所扩大，但因投资需求长期受化债压制，企业的补库存力度也受此影响而大幅偏弱。**1 月产成品库存指数大幅回落 1.4 至 46.5 的近一年半最低水平，年化亦回落 0.2 至 47.7，结合同日公布的 12 月工业企业产成品库存实际增速下滑态势，再度凸显本轮补库存过程罕见呈现“L”型右侧的峰值偏低特征且迅速扭转为降温，体现出企业在外部环境不确定性提升的背景下，补库存意愿持续谨慎，亟需相当大力度的消费促进政策给予明确信心推动。
- ◆ **建筑业 PMI 受季节性因素和投资偏弱的共同压制再度回落至历史低点；服务业稳定增长，PMI 尽管小幅回落但仍处于扩张区间。**1 月建筑业 PMI 在短暂回升后再度大幅回落 3.9 至 49.3 的历史性新低，一方面，春节假期和冬季低温对建筑施工产生影响，建筑业进入传统淡季；另一方面，本轮化债强调快速置换存量隐债，政策意图并非给地方政府打开基建债务杠杆空间，加之房地产开发商普遍受限于流动性约束而尚未完成预售交付，最新一轮需求放松政策效果也已经开始衰减，房地产周期尚未完全筑底，在此双重背景下预计建筑业 PMI 或将在节后有所反弹之后低位徘徊一段时间。服务业 PMI 尽管回落 1.7 至 50.3 但仍连续维持在景气区间，尤其是春节假期临近与出行服务相关的交通运输、住宿、餐饮等行业均处于扩张区间，当前服务业处于稳定增长阶段。
- ◆ **总结来看，1 月制造业 PMI 较大幅度的回落，既体现了春节提前的暂时性、季节性扰动效应，也不可忽视地包含有对特朗普第二任期出口不确定性的担忧升温的影响。**尽管特朗普在正式就职后并未急于落实其对华剧烈加征关税的前期政策主张，对华展现一定的交流沟通意愿，但其对墨加等国的拟加征关税方案仍提醒我们其政策主张的本质思路或并未发生动摇。为对冲外循环风险，夯实国内先进制造业供需循环质量，预计 2025 年国内政策的主要抓手仍将是大力补贴消费。叠加地方政府快速推进化债置换方案可能带来地方债务结构优化的积极效果，基建投资增速预计 2025 年与 2024 年基本持平；此外预计房地产市场或在 2025 年底附近呈现更加明确的 L 型底部止跌回稳信号，总体上我们预计制造业 PMI 有望在 2-3 月获得明显的季节性回升，并有望在二季度及以后维持在景气区间。2025 年货币政策预计受到国内信用需求增速降温 and 美元震荡冲高稳汇率目标优先的共同约束，财政政策预计在扩张赤字增加支出、大力实施“两新”补贴、专项债用于保障房收储等方面同步发挥更加突出的积极作用。
- ◆ **风险提示：**财政货币政策加码力度低于预期风险。

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

财政：2024 三大特征，2025 三大方向——

财政数据点评（2024.12） 2025.1.25

关税疑云之下，人民币升值会否持续？——

华金宏观·双循环周报（第 92 期） 2025.1.24

24Q4 经济增长回升，净出口和补贴刺激消

费或为两大动能——经济数据点评

（24Q4/12 月）暨双循环周报（第 91 期）

2025.1.17

美核心 CPI：回落原因是暂时的，薪资推升

是强化的——美国 CPI 点评（2024.12）

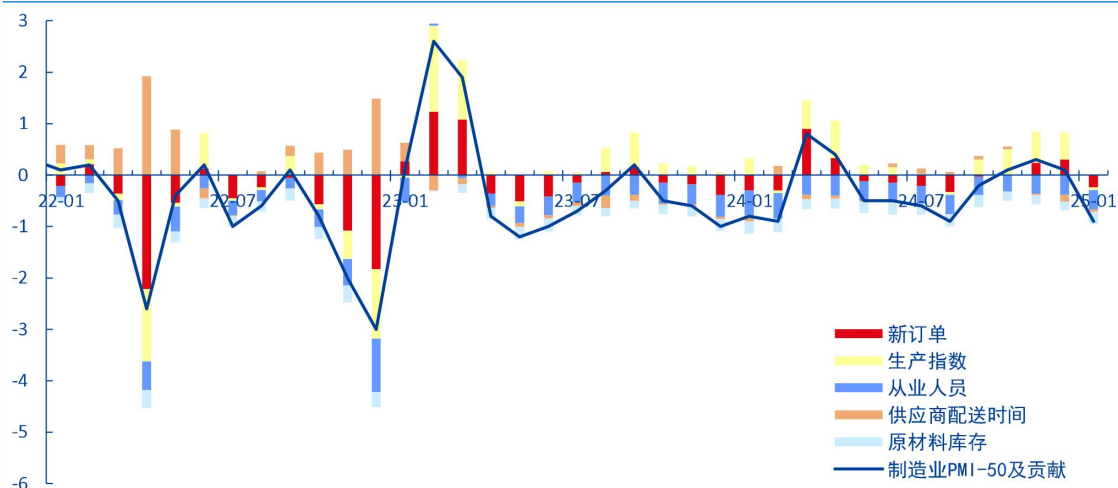
2025.1.16

置换坚决压制长贷，利率走低短融提前——

金融数据速评（2024.12） 2025.1.14

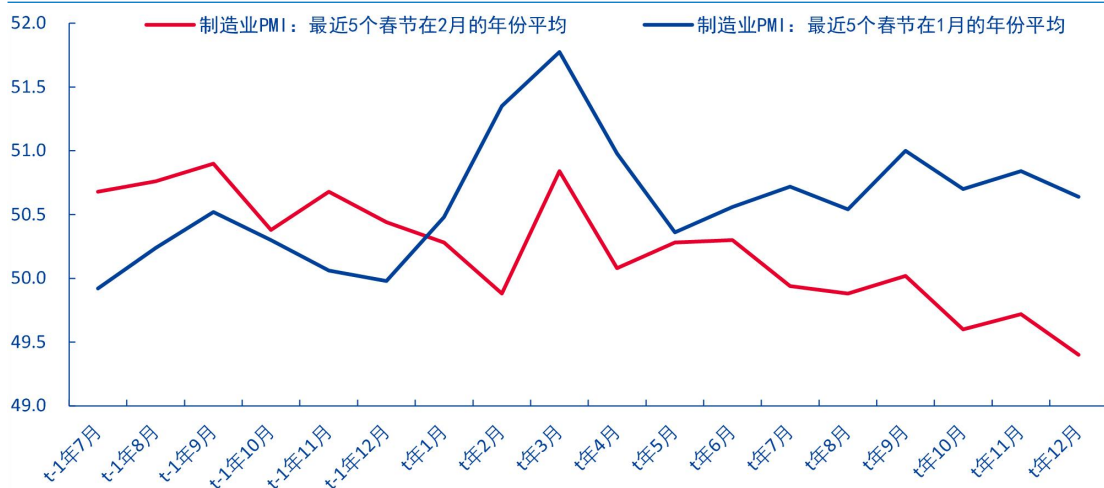


图 1：制造业 PMI 较荣枯线之差与贡献结构（%）



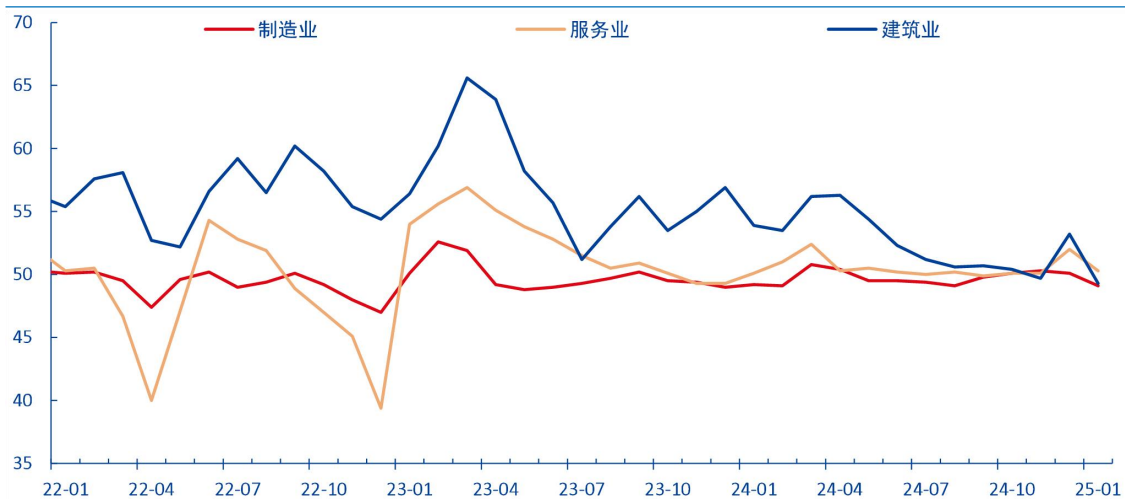
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：制造业 PMI——最近 5 个春节在 1 月和 2 月的年份平均值对比（%）



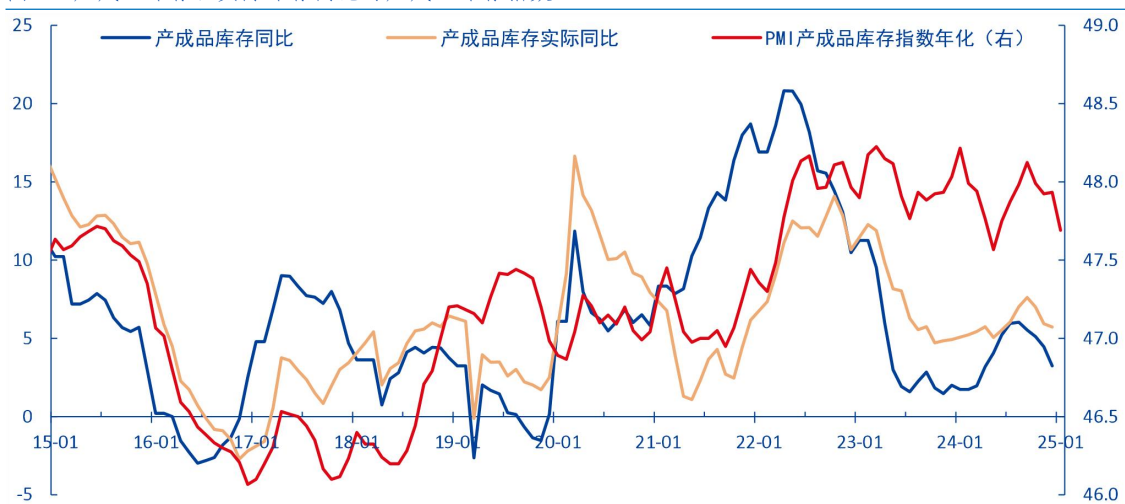
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 3：制造业、建筑业、服务业 PMI（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 4：产成品库存、实际库存同比与产成品库存指数（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn