

制造业 PMI 扩张，宏观支撑股指持稳

研究院 FICC 组

研究员

汪雅航

✉ wangyahang@htfc.com

从业资格号: F03099648

投资咨询号: Z0019185

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3063489

投资咨询号: Z0014617

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

2 月份，国内制造业景气度重返扩张区间，非制造业温和复苏，经济景气度边际改善。

核心观点

■ 市场分析

2025 年 2 月，中国制造业 PMI 环比上升 1.1 个百分点至 50.2，重回扩张区间，呈现产需协同回暖、库存周期结构性调整、价格传导非对称性回升的特征。生产、采购与价格指标的系统性回升，反映了春节前后季节性补库效应及宏观政策托底效果。大型企业 PMI 快速回暖，彰显龙头企业强劲的复苏动能，而中小企业景气度继续下滑且处在收缩区间，凸显中小企业在需求疲软与成本压力下的经营压力。行业方面，2 月份中有 47% 的行业处在扩张区间，设备制造占据主导地位，基建投资及设备更新补贴拉动通用设备、专用设备需求，汽车制造业则受益于新能源渗透率提升与出口韧性。有色金属行业受“新三样”消费的拉动，化学原料行业因节后复工复产加速及市场预期回暖，供需两端同步改善，有色金属、化学原料维持强劲。

非制造业 PMI 较上个月回升 0.2 个百分点至 50.4，连续 26 个月保持扩张。服务业 PMI 为 50，保持温和扩张态势，春节后旅游、餐饮等消费场景回归常态，居民服务消费从脉冲式增长转向平稳修复。建筑业 PMI 环比大幅增长 3.4 个百分点至 52.7，经营活动预期指数长期大于 50，显示出行业主体对中长期政策托底效应的稳定信心。行业方面，建筑安装、土木工程、航空运输、电信传输和邮政业 PMI 均高于 55，显示出生产性服务业保持较强韧性，住宿业、餐饮业、批发业等消费关联型服务业景气度低于 45，一定程度上拖累服务业景气度。建筑安装、土木工程、互联网及软件行业的新订单指数环比增幅超过 4 个百分点，反映基建链条和数字服务需求回暖。

■ 策略

基于总量指标测算，制造业 PMI 对股指的指引强于非制造业 PMI。当制造业 PMI 位于荣枯线上时，四大指数月度收益率多为正，尤其是中证 1000 指数近五年上涨概率达 69%。动态分析方面，当制造业 PMI 从荣枯线下方升至扩张区间时，中证 1000 指数在数据公布后一个月继续上涨的达 75%，平均涨幅为 3.2%。结合当前制造业扩张趋势，若其他经济指标稳定，预计 3 月中证 1000 指数或延续上涨。

■ 风险

若国内政策落地不及预期、海外货币政策超预期、地缘风险升级，股指有下行风险

目录

策略摘要	1
核心观点	1
制造业 PMI.....	4
综述.....	4
行业.....	5
非制造业 PMI.....	8
综述.....	8
行业.....	10
股指策略	12
指数.....	12

图表

图 1: 制造业 PMI 单位: %.....	4
图 2: 制造业 PMI 主要分项情况 单位: %.....	4
图 3: 生产和新订单指数 单位: %.....	5
图 4: 产需比例 单位: %.....	5
图 5: 原材料库存和产成品库存指数 单位: %.....	5
图 6: 购进价格和出厂价格指数 单位: %.....	5
图 7: 各规模企业制造业 PMI 单位: %.....	6
图 8: 制造行业 PMI 单位: %.....	6
图 9: PMI 处于扩张区间的行业数量 单位: 个	7
图 10: 制造行业 PMI 分位数 (近四年) 单位: %.....	7
图 11: 制造行业 PMI 环比 单位: %.....	7
图 12: 制造行业 PMI3 月均同比 单位: %.....	7
图 13: 非制造业 PMI 单位: %	9
图 14: 非制造业 PMI 主要分项情况 单位: %.....	9
图 15: 服务业 PMI 和建筑业 PMI 单位: %.....	9
图 16: 服务业和建筑业新订单指数 单位: %.....	9
图 17: 服务业 PMI 分项 单位: %.....	9
图 18: 建筑业 PMI 分项 单位: %.....	9
图 19: 非制造行业 PMI 分位数 (近四年) 单位: %.....	10
图 20: 非制造行业 PMI 单位: %.....	10
图 21: 非制造行业 PMI 环比变动 单位: %.....	11
图 22: 非制造行业 PMI3 月均同比 单位: %.....	11
图 23: 制造业 PMI 和中证 1000 指数走势 单位: %, 点	13
图 24: 制造业 PMI 和中证 1000 指数涨跌幅 单位: %.....	13

表 1: 制造业 PMI 高于 50 时, 四大指数上涨概率	12
表 2: 制造业 PMI 从收缩区间升至扩张区间时, 四大指数下月上涨的概率	13
表 3: 制造业 PMI 从收缩区间升至扩张区间时, 四大指数下月上涨的平均幅度	13

制造业 PMI

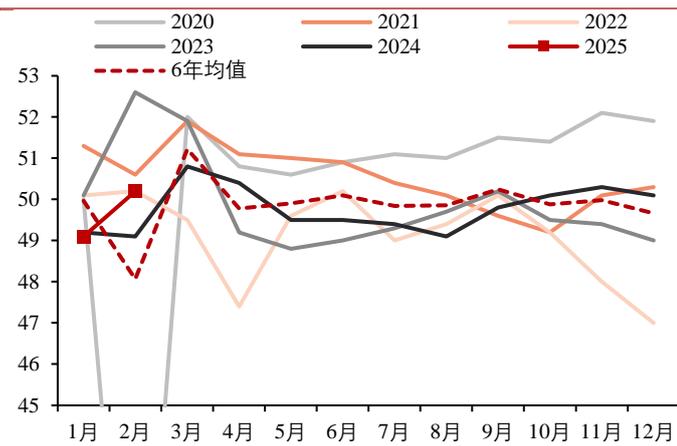
综述

2月份，中国制造业 PMI 为 50.2，较前值 49.1 提升 1.1 个百分点，时隔一月重返荣枯线上方。

从主要分项来看，**产需两端呈现协同回暖态势**。生产指数大幅反弹 2.7 个百分点至 52.5，创 2023 年 3 月以来最大单月升幅，新订单指数提升 1.9 个百分点至 51.1，两个指标均回至扩张区间，生产端的修复力度明显强于需求端，显示当前产能释放节奏快于终端需求恢复速度，但供需差值尚处合理区间。**库存周期显现结构性调整**。原材料库存指数小幅下滑 0.7 个百分点至 47.0，而产成品库存指数回升 1.8 个百分点至 48.3，显示产业链中下游企业正进行库存策略调整，整体呈现被动补库特征，推动库存结构动态平衡。**价格传导呈现非对称性回升**。主要价格指标中，购进价格指数上涨 1.3 个百分点至 50.8 的扩张区间，出厂价格指数虽同步回升 1.1 个百分点至 48.5，但连续九个月处在收缩区域，这种价格剪刀差现象表明，上游成本压力有所加大，但向终端市场的传导仍显不畅。

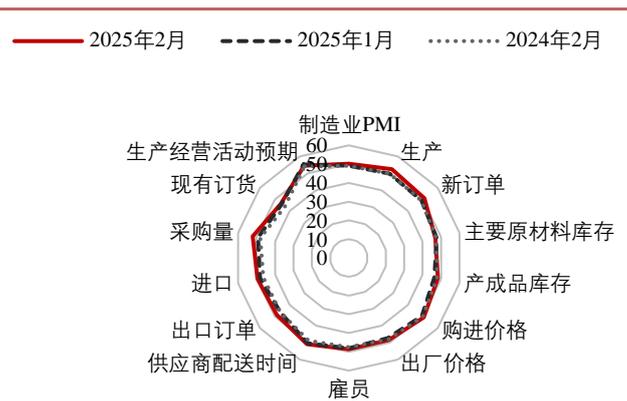
政策效应与季节性因素叠加。生产、采购与价格指标的系统性回升，既体现春节前后季节性补库效应，也印证宏观政策持续发力对实体经济的托举作用。当前制约因素仍在于需求端复苏基础尚不稳固，预计即将召开的两会或聚焦消费扩容、设备更新等领域强化政策供给，通过需求侧改革与供给侧升级协同发力，巩固经济回升向好态势。

图1： 制造业 PMI | 单位：%



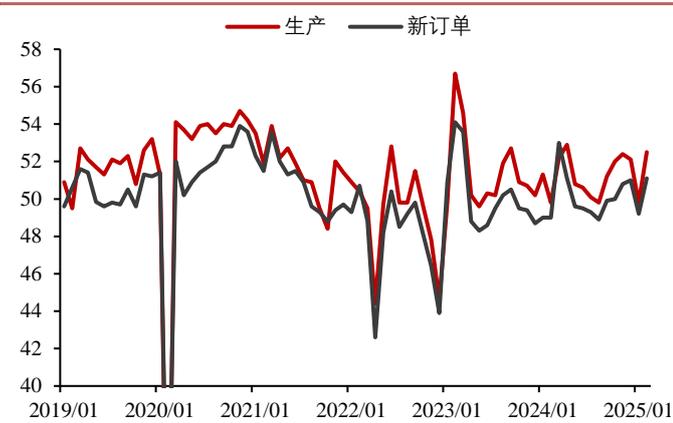
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图2： 制造业 PMI 主要分项情况 | 单位：%



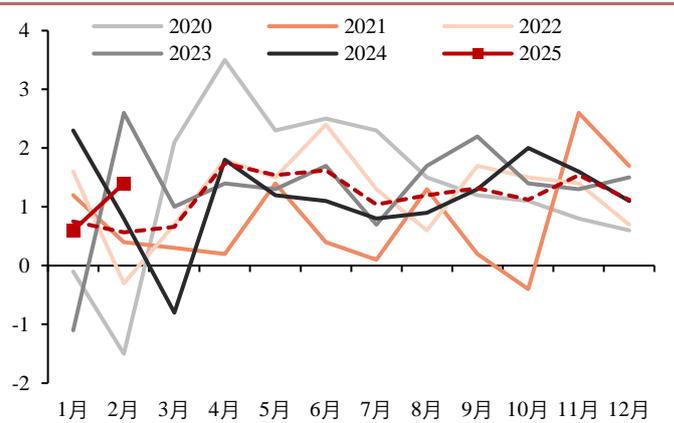
数据来源：中采咨询 华泰期货研究院

图3：生产和新订单指数 | 单位：%



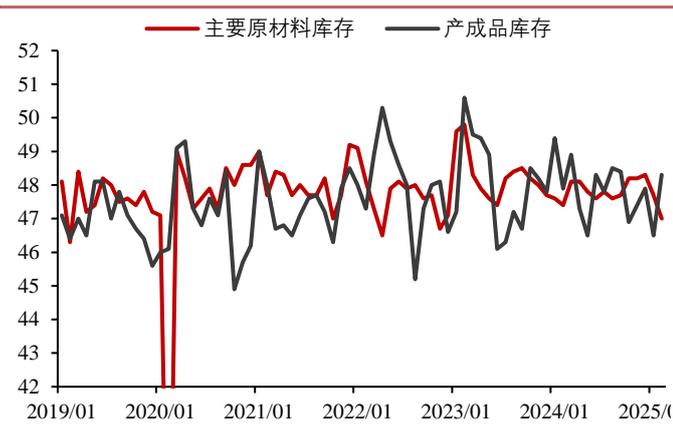
数据来源：中采咨询 华泰期货研究院

图4：产需比例 | 单位：%



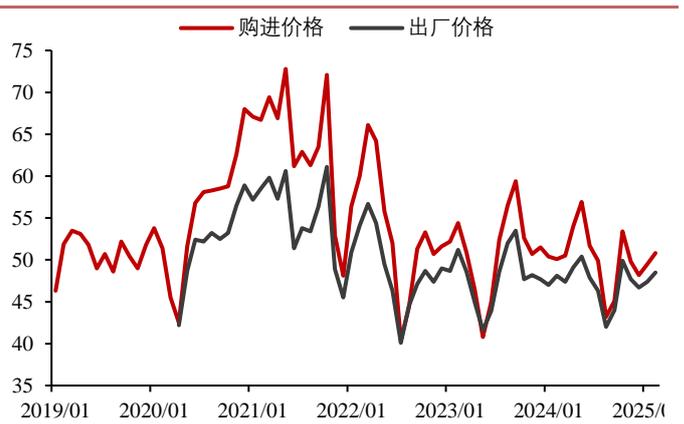
数据来源：中采咨询 华泰期货研究院

图5：原材料库存和产成品库存指数 | 单位：%



数据来源：中采咨询 华泰期货研究院

图6：购进价格和出厂价格指数 | 单位：%



数据来源：中采咨询 华泰期货研究院

行业

不同规模企业景气度呈现分化。2月数据显示，大型企业制造业 PMI 跃升 2.6 个百分点至 52.5，时隔仅一个月便重归扩张区间，彰显出龙头企业强劲的复苏动能。而中小型企业方面，中型企业 PMI 微降 0.3 个百分点至 49.2，小型企业下行 0.2 个百分点至 46.3，两者持续处于收缩区间，凸显出中小企业在市场需求疲软、成本压力攀升等多重因素下的经营困境，这种结构性差异反映出当前经济复苏进程中不同市场主体的冷热不均现象。

行业层面，2月处于荣枯线上方的 7 个行业中，设备制造占据主导地位，政策推动的基建投资及设备更新补贴直接拉动通用设备、专用设备需求，汽车制造业受益于新能源

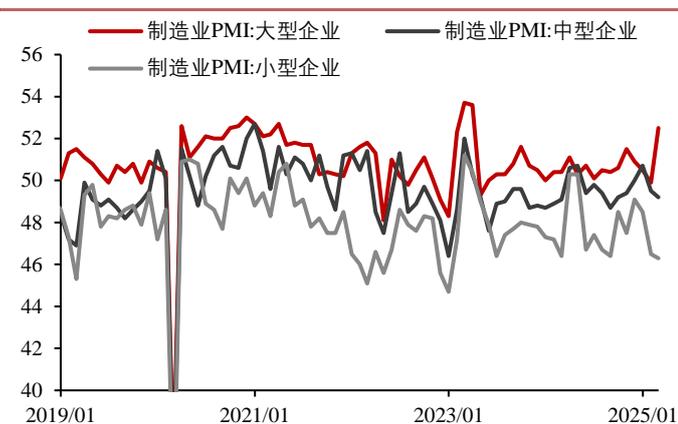
汽车渗透率提升及出口韧性，成为工业经济重要支撑，电气机械（57.1）、专用设备（54.5）、汽车制造（53.1）三大行业构筑增长引擎。上游原材料领域中，有色金属行业受“新三样”消费的拉动，化学原料行业因节后复工复产加速及市场预期回暖，供需两端同步改善，有色金属（56.7）、化学原料（55）维持强劲；中间品类中的化学纤维（50.6）与下游消费品中的纺织服装（51.1）维持复苏势头，反映出消费场景恢复带动终端需求回暖，同时政策对消费品以旧换新的支持进一步提振市场活力。这一分布特征反映出当前制造业复苏由设备投资驱动、中间品传导、基础原材料托底的三重动力结构。

分板块来看，原料内部“冷热交替”，非金属、石油行业景气度回落，黑色金属、有色金属、化学原料行业回升，其中有色金属行业大幅回升至 56.7 的高位。设备类涨势明显，仅计算机行业逆势收缩，电气机械行业表现突出，大幅回升 12.3 个百分点至 57.1。中间品增速小幅回升，其中化纤底部回升。消费类行业全线回落，食品加工行业跌幅达 13.2 个百分点，反映出内需修复仍需政策持续发力。

15 个细分制造业中，位于景气扩张区间的行业个数较上个月增加 1 个，其中电气设备、有色行业的景气度高于 55，纺织服装、化学原料行业保持扩张，电气机械、化学纤维、汽车制造、有色金属、专用设备行业景气度由收缩区间回升至扩张区间。8 个行业景气度低于 50，非金属、黑色金属、金属制品、通用设备行业持续低迷，石油炼焦、食品加工、计算机、医药制造行业则从扩张区间回落至收缩区间，其中石油炼焦行业仅为 42.6，环比降幅达 16 个百分点。

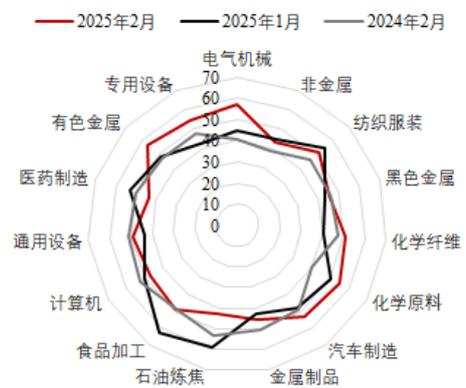
从过去四年的分位数来看，2 月份，资源类行业占优，有色金属（87.5%）、化学原料（84.8%）的景气度分位数处于较高水平，显示出较高增长动能；医药制造行业处于历史最低水平。

图7： 各规模企业制造业 PMI | 单位：%



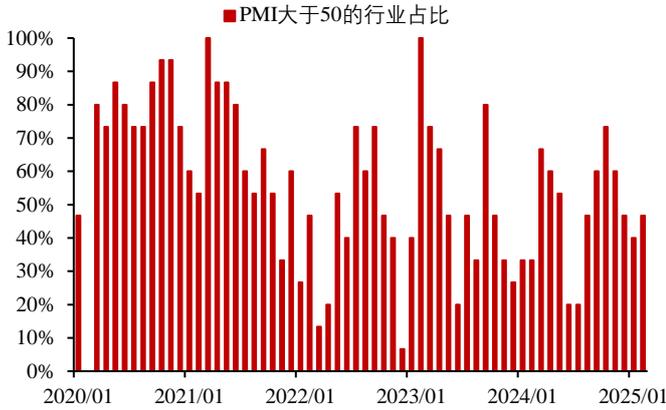
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图8： 制造业 PMI | 单位：%



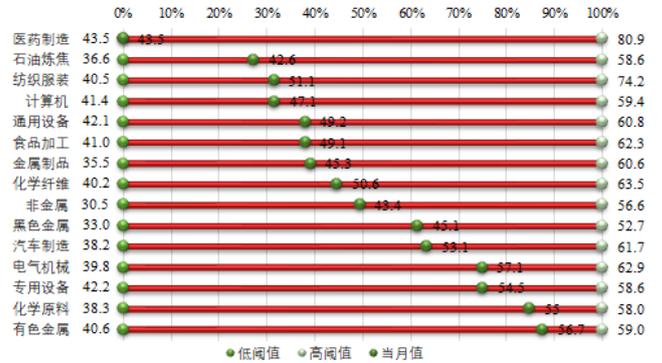
数据来源：中采咨询 华泰期货研究院

图9: PMI处于扩张区间的行业数量 | 单位: 个



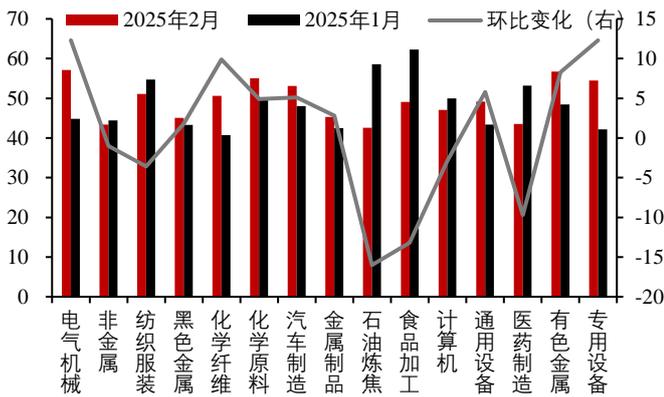
数据来源: 中采咨询 华泰期货研究院

图10: 制造业 PMI 分位数 (近四年) | 单位: %



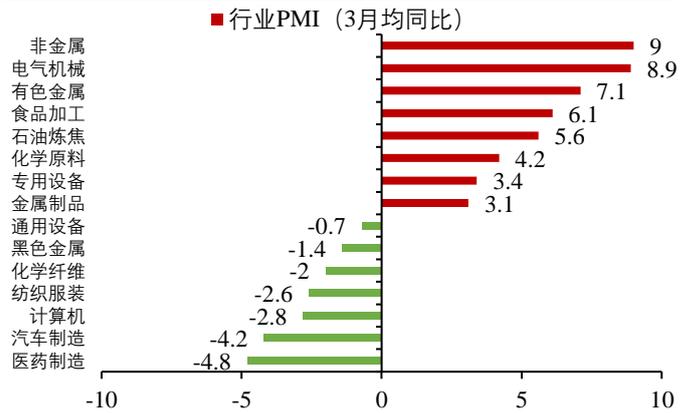
数据来源: 中采咨询 华泰期货研究院

图11: 制造业 PMI 环比 | 单位: %



数据来源: 中采咨询 华泰期货研究院

图12: 制造业 PMI 3 月均同比 | 单位: %



数据来源: 中采咨询 华泰期货研究院

非制造业 PMI

综述

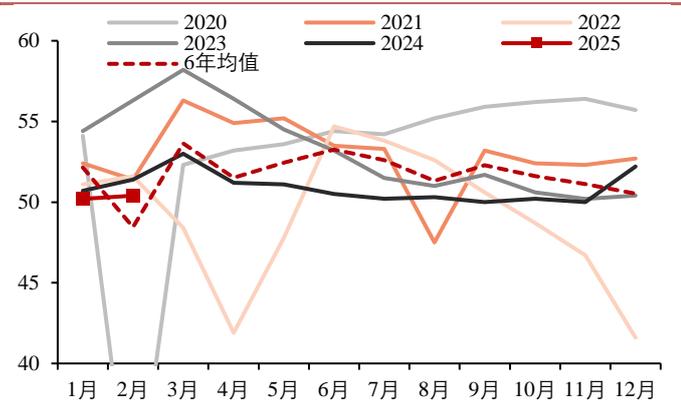
中国 2 月非制造业 PMI 较上个月回升 0.2 个百分点至 50.4，自 2023 年 1 月起，连续 26 个月处在扩张区间。

从分项表现看，**需求端承压**，新订单指数回落 0.3 个百分点至 46.1，反映出内需修复动能减弱；国外新订单指数虽显著回升 4.9 个百分点至 49.5，但依然低于荣枯线，**显示外需边际改善尚未形成实质性突破**。价格体系显现双重压力释放，收费价格指数环比下滑 0.8 个百分点至 47.8，反映终端市场竞争加剧背景下企业定价能力受限；中间投入价格下降 2 个百分点至 48.4，形成“售价-成本”双降的市场调节特征。预期管理面临微妙平衡：经营活动预期指数小幅下降 0.1 个百分点至 56.6，虽长期稳居扩张区间，但边际走弱趋势值得关注，可能反映企业对需求回暖持续性的审慎态度。当前仅经营活动预期与供应商配送指数维持景气，凸显市场主体的防御性经营策略。

服务业景气度持稳。服务业 PMI 回落 0.3 个百分点至 50，连续五个月站在荣枯线上方，显示行业整体保持温和扩张态势。需求端稍显不足，春节后旅游、餐饮等消费场景回归常态，居民服务消费从脉冲式增长转向平稳修复，新订单指数较上个月下滑 0.8 个百分点至 45.9；经营活动预期指数上升 0.1 个百分点至 56.9，表明市场对政策红利释放仍存较强信心。

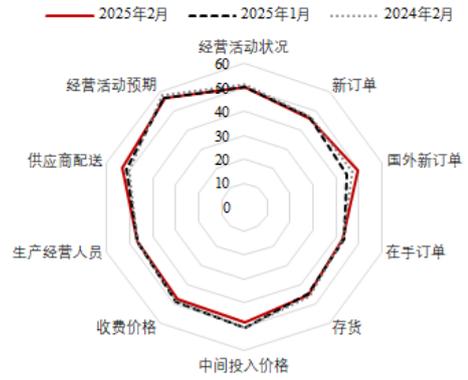
建筑业景气度快速回升。2 月建筑业 PMI 录得 52.7，较上月大幅增长 3.4 个百分点。新订单指数回升 2.1 个百分点至 46.8，该指标近两年长期处在收缩区间，表明市场需求仍有待进一步提振；经营活动预期指数长期大于 50，当月为 54.7，显示出行业主体对中长期政策托底效应的稳定信心，特别是新型城镇化与城市更新等战略部署形成的项目储备预期。

图13： 非制造业 PMI | 单位：%



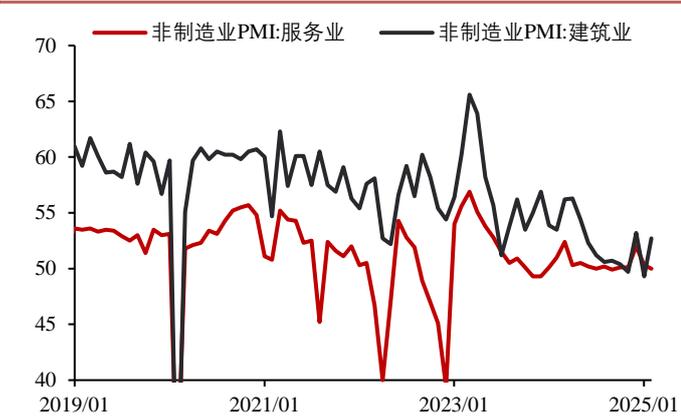
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图14： 非制造业 PMI 主要分项情况 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图15： 服务业 PMI 和建筑业 PMI | 单位：%



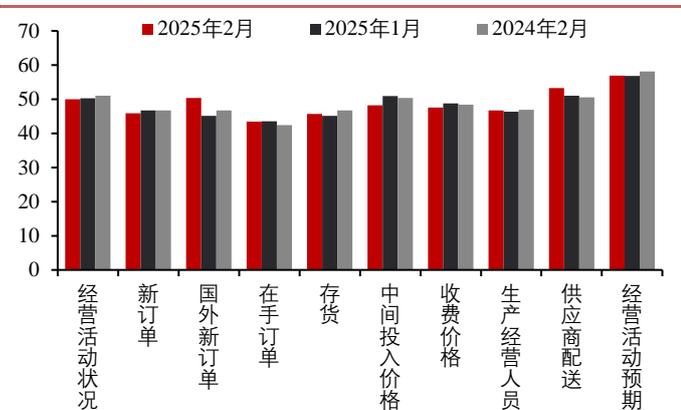
数据来源：中采咨询 华泰期货研究院

图16： 服务业和建筑业新订单指数 | 单位：%



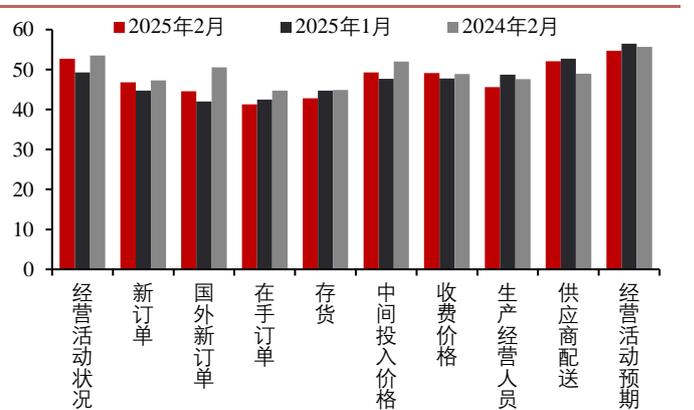
数据来源：中采咨询 华泰期货研究院

图17： 服务业 PMI 分项 | 单位：%



数据来源：中采咨询 华泰期货研究院

图18： 建筑业 PMI 分项 | 单位：%



数据来源：中采咨询 华泰期货研究院

行业

从细分行业 PMI 运行态势看，2 月荣枯线上方行业共 7 个，其中土木工程（65.1）以显著优势居首，住宿业（41.3）最低，行业分化特征凸显。具体来看，建筑安装、土木工程、航空运输、电信传输和邮政业 PMI 均高于 55，显示生产性服务业保持较强韧性；房地产（48.6）、房屋建筑（48.4）等周期性行业仍处收缩区间，连同住宿业（41.3）、餐饮业（40.8）、批发业（40.5）等消费关联型服务业，共同拖累服务业景气度。环比变动方面，仅土木工程从荣枯线下方跃升至上方（+3.4 个百分点），而水上运输、道路运输、住宿业、餐饮业和商务服务则从扩张区间滑入收缩区间，表明部分接触性和传统服务领域面临较大压力。

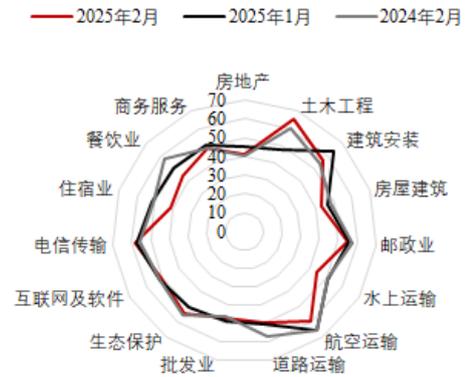
分项方面，新订单指数呈现一定差异，建筑安装、土木工程、互联网及软件行业环比增幅超过 4 个百分点，反映基建链条和数字服务需求回暖；房地产新订单指数大幅降至 35.7，显示市场需求持续低迷。经营活动预期指数方面，电信传输、水上运输和住宿业增速居前，航空运输、餐饮业和房屋建筑指标大幅下滑，可能与春节后错峰调整及市场预期走弱有关。长期观察，邮政、航空等现代服务业保持相对稳健，房地产、房屋建筑等行业则延续低迷态势，折射出经济转型期新旧动能转换的阵痛与分化。

图19：非制造行业 PMI 分位数（近四年） | 单位：%



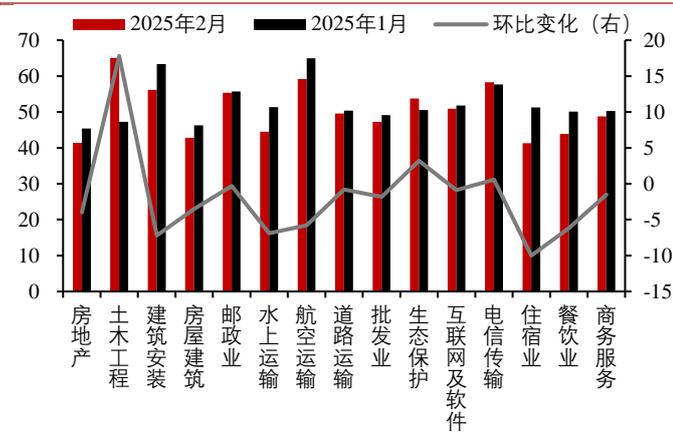
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图20：非制造行业 PMI | 单位：%



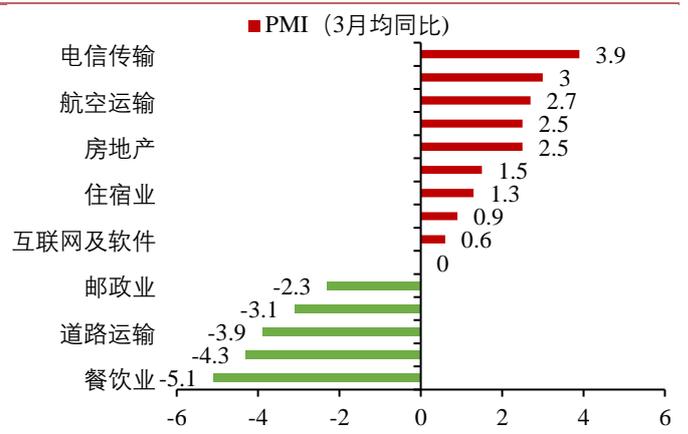
数据来源：中采咨询 华泰期货研究院

图21：非制造业 PMI 环比变动 | 单位：%



数据来源：中采咨询 华泰期货研究院

图22：非制造业 PMI 3月均同比 | 单位：%



数据来源：中采咨询 华泰期货研究院

股指策略

国内经济状况是股指的内在驱动力，对股指的波动具有显著影响。作为衡量经济动态的关键指标，我们通过分析 PMI 数据与股指走势的关联，来把握宏观视角下的股市策略。

指数

指数方面，我们主要通过总量指标进行测算，结果显示，制造业 PMI 指标的宏观指引作用强于非制造业 PMI，因此指数层面主要介绍基于制造业 PMI 的策略分析。

从历史数据分析，当制造业 PMI 在荣枯线上方运行时，上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 指数的月度收益率往往为正。特别是自 2020 年以来，中证 1000 指数的对应概率达 69%，表明经济复苏对中小盘指数的支撑作用。反之，当制造业 PMI 低于荣枯线时，四大指数月度收跌的概率均超 65%，尤其是中证 500 指数的下跌概率高达 70%。

进一步分析动态变化，当制造业 PMI 从荣枯线下方升至扩张区间时，四大指数当月普遍收涨，但数据公布时，在股指市场已不具备可操作性。鉴于此，我们进一步测算数据公布后一个月的指数表现，结果显示，四大指数在下月上涨概率存在较大差异，上证 50 指数延续涨幅的概率相对较小，中证 500 和中证 1000 指数继续上涨的概率均超过 60%，尤其是中证 1000 指数的相应概率达到 75%。从涨幅的角度来看，当中证 1000 指数在上述情况下上涨时，其平均涨幅为 3.2%，最小、最大涨幅分别为 1% 和 15.9%，中位数为 2.7%，或表明其具备更强的动量延续性。

最新公布的 2 月份制造业 PMI 已从荣枯线下方回升至扩张区间，这一积极变化与当月四大指数的整体上行走势形成有效验证。根据以上分析策略，中证 1000 指数在 3 月份或能延续上涨。

表 1：制造业 PMI 高于 50 时，四大指数上涨概率

	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000
2005 年以来	54.3%	58.1%	57.0%	56.5%
2010 年以来	48.9%	53.4%	54.1%	53.4%
2015 年以来	52.6%	59.2%	51.3%	52.6%
2020 年以来	51.4%	54.3%	62.9%	68.6%

资料来源：Wind 华泰期货研究所

表 2：制造业 PMI 从收缩区间升至扩张区间时，四大指数下月上涨的概率

	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000
2005 年以来	47.1%	52.9%	52.9%	52.9%
2010 年以来	46.7%	53.3%	53.3%	53.3%
2015 年以来	46.2%	53.8%	53.8%	61.5%
2020 年以来	37.5%	50.0%	62.5%	75.0%

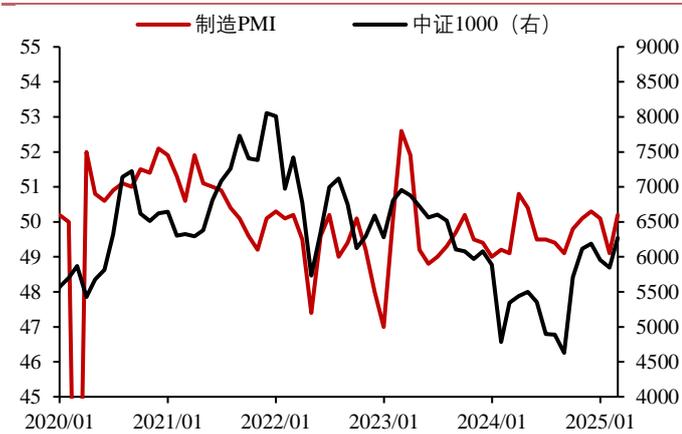
资料来源：Wind 华泰期货研究所

表 3：制造业 PMI 从收缩区间升至扩张区间时，四大指数下月上涨的平均幅度

	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000
2005 年以来	6.4%	5.1%	4.9%	4.9%
2010 年以来	6.8%	5.2%	4.8%	4.8%
2015 年以来	6.6%	5.2%	5.4%	4.8%
2020 年以来	4.3%	3.2%	3.5%	3.2%

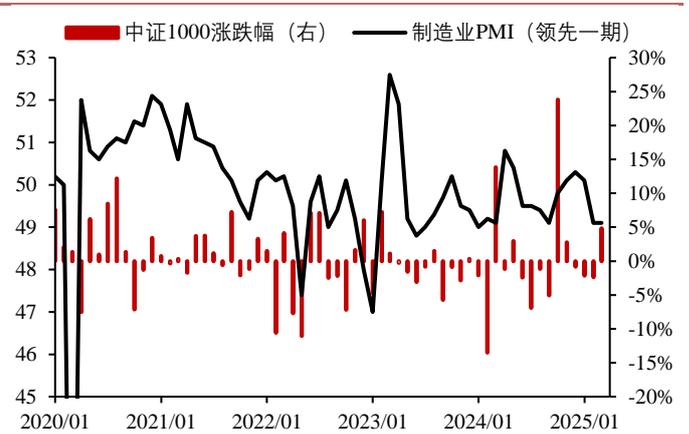
资料来源：Wind 华泰期货研究所

图23： 制造业 PMI 和中证 1000 指数走势 | 单位：%，点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图24： 制造业 PMI 和中证 1000 指数涨跌幅 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com