中航证券 AVIC SECURITIES

2026 年 01 月 06 日

证券研究报告|宏观研究|宏观点评

制造业和建筑业超季节性回暖

2025 年 12 月官方 PMI 点评

报告摘要

12 月制造业 PMI 为 50.1%，时隔 8 个月重回荣枯线之上，环比+0.9PCTS，环比强于季节性 1.2PCTS。具体看五大分项，生产指数和新订单指数，均较上月有明显提升，二者合计贡献了 12 月制造业 PMI 涨幅的 100%左右，显示出中央经济工作会议定调扩内需与贸易环境相对稳定背景下，制造业供需两端的同步回暖是 12 月制造业 PMI 重回荣枯线之上的核心原因。除 PMI 新订单指数和生产指数外，12 月 PMI 原材料库存指数为 47.8%，环比+0.5PCTS，反映出制造业企业增加采购，主动备货意愿增强。

五大指标外的其余重要指标方面，新出口订单指数、PMI 采购量、产成品库存、在手订单及生产经营活动预期指数较 11 月均有上升。这表明，在中央经济工作会议明确扩内需政策导向、叠加外贸形势趋稳带动外需扩张的双重推动下，制造业信心显著修复，行业生产与需求超季节性反弹，呈现主动补库存态势。

除了景气度的改善，12 月 PMI 价格指数亦有改善，反映反内卷政策持续见效。12 月 PMI 原材料购进价格指数为 53.1%，环比-0.5PCTS，主要受煤炭、黑色金属等大宗商品价格下行影响，显示中下游企业成本压力有所缓解。12 月 PMI 出厂价格指数为 48.9%，环比+0.7PCTS，连续两个月回升，创 4 个月新高。

12 月建筑业商务活动指数为 52.8%，环比+3.2PCTS，重回扩张区间。更加值得注意的事，12 月建筑业景气度的修复具有超季节性特征，其主要原因在于：其一，南方部分省份气温偏高，利于冬季施工；其二，四季度 5000 亿元用于补充项目资本金的新型政策性金融工具资金已全部投放完毕资金端充裕有利于基础设施项目建设提速。

12 月服务业商务活动指数为 49.7%，环比+0.2PCTS。分行业看，电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务等行业商务活动指数均高于 60.0%，处于高位景气区间，业务总量增长较快；而零售、餐饮等行业商务活动指数则位于收缩区间，行业景气水平相对偏低。从市场预期看，服务业业务活动预期指数为 56.4%，较上月上升 0.5 个百分点，反映出服务业企业对未来市场发展的信心有所增强。

12 月综合 PMI 录得 50.7%，环比+1.0PCTS。主要原因是制造业 PMI、建筑业商务活动指数分别时隔 8 个月和 4 个月再次回到荣枯线之上，服务业商务活动指数亦有改善。年末经济运行企稳回升态势明显，呈现出供需改善、预期向好的积极变化，叠加近期央行四季度例会、全国财政工作会议等明确 2026 年稳增长政策接续发力，2026 年一季度经济有望实现开门红。

风险提示：政策力度不及预期，国际突发地缘事件。

主要数据

上证指数	4023.4167
沪深 300	4717.7457
深证成指	13828.6296

主要指数走势图



作者

刘庆东 分析师

SAC 执业证书：S0640520030001

联系电话：010-59219572

邮箱：liuqd@avicsec.com

郭鑫 分析师

SAC 执业证书：S0640522090002

联系电话：010-59562534

邮箱：guoxjr@avicsec.com

相关研究报告

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

一、制造业：供需双回暖，预期提振

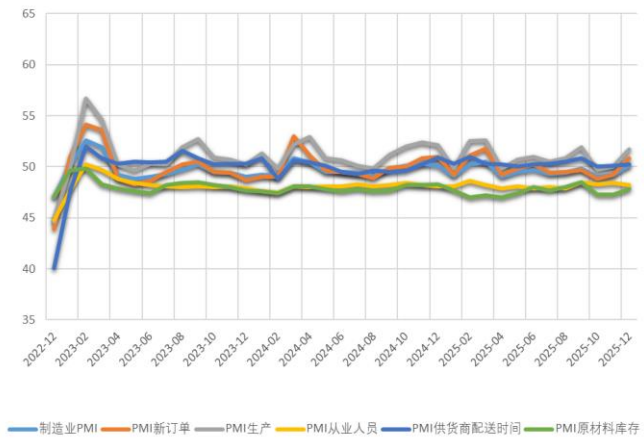
12 月制造业 PMI 为 50.1%，时隔 8 个月重回荣枯线之上，环比+0.9PCTS，环比强于季节性1.2PCTS。具体看五大分项，生产指数和新订单指数分别为51.7%和50.8%，环比分别为+1.7PCTS 和+1.6PCTS，均较上月有明显提升，二者合计贡献了 12 月制造业 PMI 涨幅的 100%左右，显示出中央经济工作会议定调扩内需与贸易环境相对稳定背景下，制造业供需两端的同步回暖是 12 月制造业 PMI 重回荣枯线之上的核心原因。除 PMI 新订单指数和生产指数外，12 月 PMI 原材料库存指数为 47.8%，环比+0.5PCTS，反映出制造业企业增加采购，主动备货意愿增强。从业人员和供货商配送时间分别为 48.2%和 50.2%，环比分别为-0.2PCTS 和+0.1PCTS，变化不明显。

五大指标外的其余重要指标方面，新出口订单指数、PMI 采购量、产成品库存、在手订单及生产经营活动预期指数分别较 11 月上升 1.4、1.6、0.9、0.5 和 2.4 个百分点。这表明，在中央经济工作会议明确扩内需政策导向、叠加外贸形势趋稳带动外需扩张的双重推动下，制造业信心显著修复，行业生产与需求超季节性反弹，呈现主动补库存态势。

除了景气度的改善，12 月 PMI 价格指数亦有改善，反映反内卷政策持续见效。12 月 PMI 原材料购进价格指数为 53.1%，环比-0.5PCTS，主要受煤炭、黑色金属等大宗商品价格下行影响，显示中下游企业成本压力有所缓解。12 月 PMI 出厂价格指数为 48.9%，环比+0.7PCTS，连续两个月回升，创 4 个月新高。

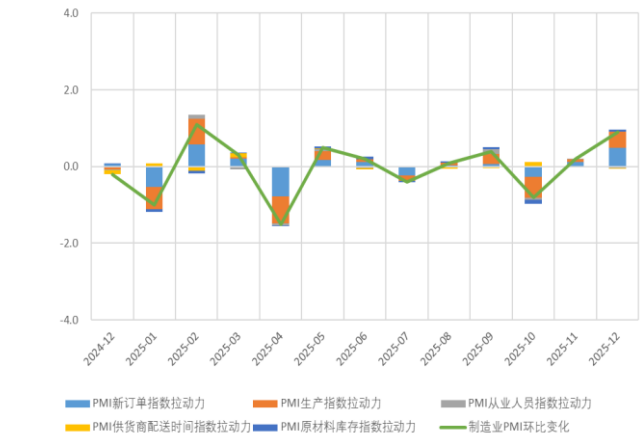
在制造业景气度总体回升之外，其内部景气度也呈分化格局。12 月大型企业 PMI 为 50.8%，环比+1.5PCTS，重返扩张区间；中型企业为 49.8%，环比+0.9PCTS；但小型企业 PMI 为 48.6%，环比-0.5PCTS，显示出大中小型企业复苏情况不均衡。

图1 制造业 PMI 及其五大分项指数走势（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图2 近 12 个月分项对制造业 PMI 拉动（PCTS）



资料来源：wind，中航证券研究所

二、非制造业：建筑业强势反弹

12 月建筑业商务活动指数为 52.8%，环比+3.2PCTS，重回扩张区间，同时，12 月建筑业新订单指数为 47.4%，环比+1.3PCTS，已达年初以来高点。更加值得注意的事，12 月建筑业景气度的修复具有超季节性特征，高于过去 10 个次年春节假期主要分布在 2 月的年份 12 月建筑业环比变化均值近 3 个百分点。

我们认为，12 月建筑业景气度的超季节性修复，其主要原因在于：其一，南方部分省份气温偏高，利于冬季施工；其二，四季度 5000 亿元用于补充项目资本金的新型政策性金融工具资金已全部投放完毕资金端充裕有利于基础设施项目建设提速；

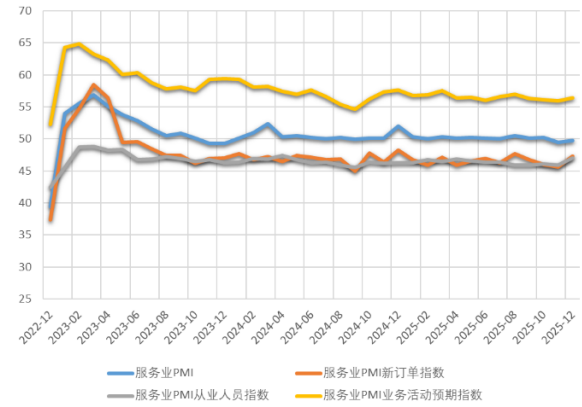
12 月服务业商务活动指数为 49.7%，环比+0.2PCTS。分行业看，电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务等行业商务活动指数均高于 60.0%，处于高位景气区间，业务总量增长较快；而零售、餐饮等行业商务活动指数则位于收缩区间，行业景气水平相对偏低。从市场预期看，服务业业务活动预期指数为 56.4%，较上月上升 0.5 个百分点，反映出服务业企业对未来市场发展的信心有所增强。

图3 建筑业 PMI 及其主要分项指数走势（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图4 服务业 PMI 及其主要分项指数走势（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

陈艺丹，18611188969，chenyd@avicsec.com，S0640125020003
李裕淇，18674857775，liyuq@avicsec.com，S0640119010012
李友琳，18665808487，liyoul@avicsec.com，S0640521050001
李若熙，17611619787，lirx@avicsec.com，S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558
传　　真：010-59562637