

2025年10月31日

制造业受短期贸易摩擦扰动，建筑业预期指数明显走高

——国内观察：2025年10月PMI

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

李嘉豪 S0630525100001

lijiah@longone.com.cn

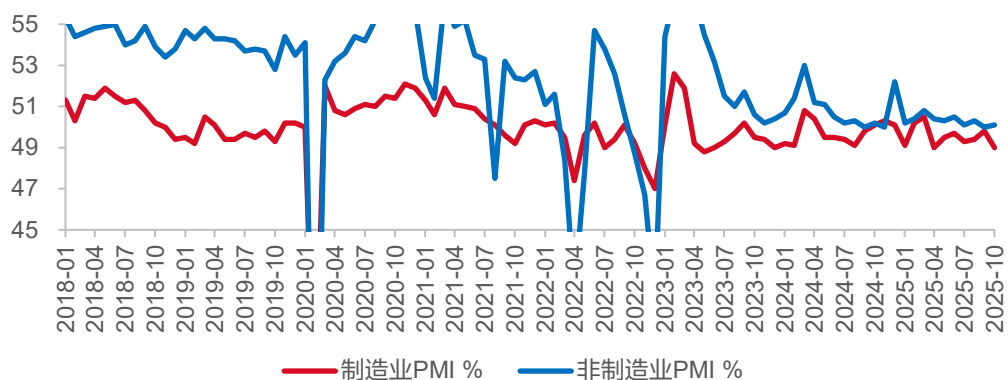
投资要点

- **事件：**10月31日，国家统计局公布10月官方PMI数据。10月，制造业PMI为49.0%，前值49.8%；非制造业PMI为50.1，前值50.0%。
- **核心观点：**10月制造业PMI受贸易摩擦升级的影响较为明显，供需指数均明显回落，与今年4月的表现类似。但本轮摩擦从升级到缓和的节奏较快，中美吉隆坡磋商成果积极，预计11月供需指数将迎来明显的反弹，且斜率要高于今年5月。10月，准财政工具投放的速度较快，5000亿元已落实到具体项目，总投资约7万亿元，包含新老基建及高端制造，此外地方政府债务结存限额中的2000亿元也将用于支持部分省份投资建设，导致10月建筑业业务活动预期指数的明显走高。拖累三季度经济的固投，从剔除房地产的角度来看，在四季度可能逐步企稳。
- **制造业PMI符合季节性。**由于工作日的数量少于9月，10月制造业PMI通常呈现季节性回落。但当期环比-0.8pct，明显低于近5年同期均值的-0.4pct，弱于季节性。这一变化主要来自于月内中美贸易摩擦的升温影响。
- **贸易摩擦升级导致供需同步回落，11月有望迎来明显反弹。**供给方面，生产指数回落至49.7%（-2.2pct）；需求方面，新订单指数回落至48.8%（-0.9pct）。两者的环比变化均弱于季节性。外需层面，新出口订单指数也出现了明显回落，降至45.9%（-1.9pct）。供需指数的回落，与今年4月关税冲击时可比，不过相对于4月后PMI逐步修复的过程来说，本次中美吉隆坡磋商成果积极，且从摩擦升级至缓和的节奏相对较快，预计11月供需指数均会迎来明显修复。
- **价格指数连续两个月回落。**10月，主要原材料购进价格指数（52.5%，-0.7pct）与出厂价格指数（47.5%，-0.7pct）连续两个月回落。“反内卷”推动的这一轮价格回升中，原材料购进价格指数自7月起连续4个月维持在荣枯线以上，而出厂价格指数同期一直低于荣枯线，分化始终存在，有效需求仍然不足。这也是“十四五”规划建议中提到的当前发展环境面临的主要问题之一。
- **主要行业景气指数均有所回落，不过中游部分行业供需两端仍较为活跃。**10月装备制造业PMI（50.2%，-1.7pct）、消费品行业PMI（50.1%，-0.5pct）、高耗能行业PMI（47.3%，-0.2pct）均较上月有所回落。分大中小型PMI来看，10月也均有所回落，都低于荣枯线水平。不过，细分行业中，农副食品加工、汽车、铁路船舶航空航天设备等行业生产指数和新订单指数均位于52.0%及以上，供需两端较为活跃。
- **非制造业PMI强于季节性。**贸易摩擦对非制造业的扰动较小，10月非制造业PMI较前值回升0.1pct，表现强于5年同期均值的-0.7pct。分项上服务业、建筑业均强于季节性。
- **假期效应下，居民出行相关服务再次走强。**10月服务业PMI 50.2%，环比+0.1pct。分行业来看，假期效应带动下，居民出行相关的行业时隔1个月再次走强。铁路运输、航空运输、住宿、文化体育娱乐等行业景气指数均高于60.0%。
- **建筑业季节性回落，但预期指数明显走高。**10月建筑业PMI 49.1%，环比-0.2pct，但强于近5年同期均值的-1.2pct，或是反映剔除季节性因素后基建实物工作量的形成已在提速。此外，建筑业业务活动预期指数升至56.0%，为今年1月以来新高。一是由于“十四五”

收官之年，部分项目的推进速度可能有所加快；二是5000亿元政策性金融工具在1个月内已投放完毕，虽然实物工作量形成存在时滞，但对预期的提升较为明显。

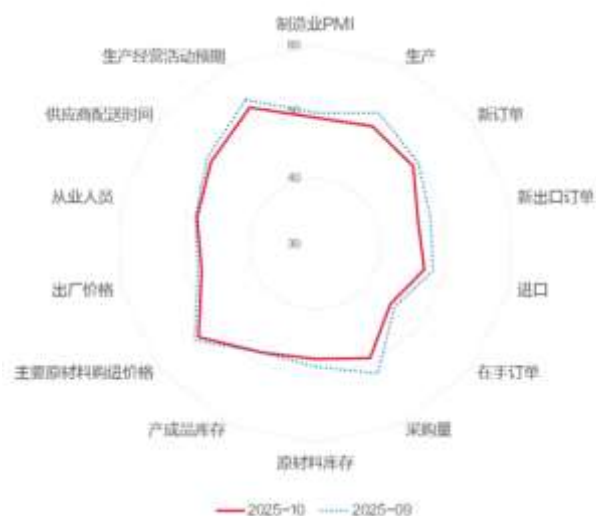
- 风险提示：稳增长政策落地不及预期；房地产下行风险；美联储降息节奏不及预期。

图1 制造业及非制造业 PMI, %



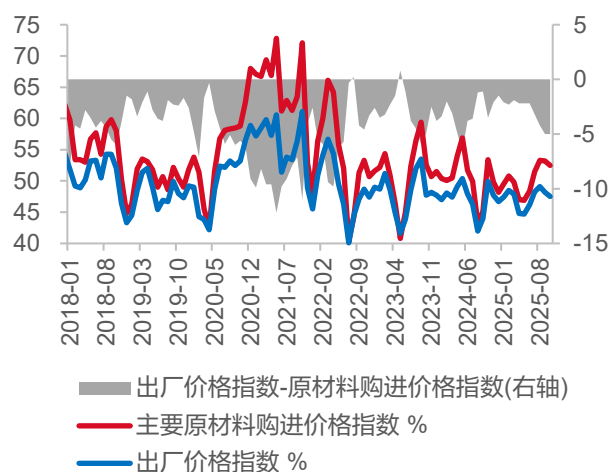
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 制造业 PMI 各分项, %



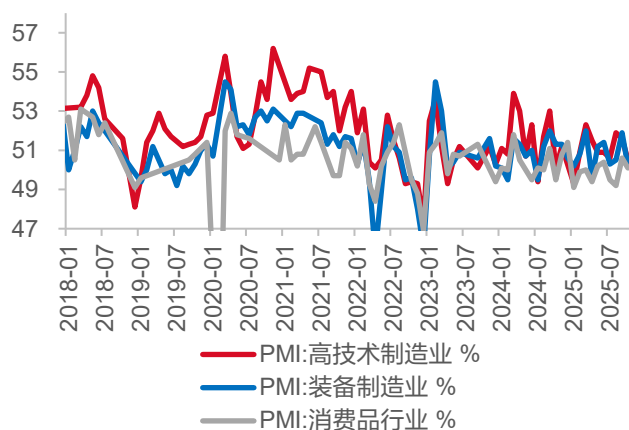
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 主要原材料购进价格、出厂价格指数, %, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 高技术制造业、装备制造业、消费品行业 PMI, %



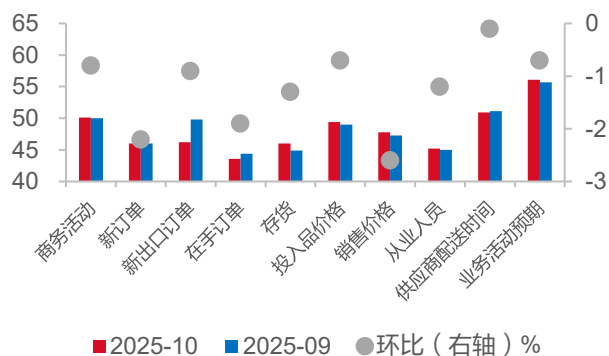
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 非制造业 PMI 商务活动指数, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 非制造业 PMI 各分项, %, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 建筑业业务活动预期指数, %, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089