

10 月 PMI：转跌的微妙信号

2025 年 10 月 31 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：钟渝梅

执业证号：S0100525070001

邮箱：zhongyumei@glms.com.cn

➤ **事件：**10 月 31 日，国家统计局公布 10 月中国采购经理指数运行情况。10 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.0%，比上月下降 0.8 个百分点，制造业景气水平有所回落。

➤ **10 月 PMI 打破“两连升”到年内低点，有何微妙信号？10 月制造业 PMI 的下跌并不意外——**随着“十一”节假日放假、工作日天数边际减少，以及节前部分需求已前置释放等因素的共同影响下，通常 10 月 PMI 都会季节性走弱，2015 年以来仅有 2016 年和 2024 年成为“例外”。2016 年正值供给侧结构性改革之际；而 2024 年主要跟“924”一揽子政策下带来的市场信心提振相关。

➤ **然而比起 10 月制造业 PMI 的回落，其背后反映的结构性矛盾更值得深入剖析。**自 2015 年以来，10 月 PMI 的环比增速均值约为-0.3pct，而今年 0.8pct 的跌幅略大于季节性，**反映出当前经济运行仍存在结构性矛盾，具体来看：**

➤ **10 月生产转弱幅度大于需求，显示企业信心有待提振。**参考历史走势，相较于代表需求的 PMI 新订单指数，10 月代表生产的 PMI 生产指数降幅更超越季节性。与此同时，10 月 PMI 生产经营活动预期指数也下降了 1.3pct、录得 52.8%，年内降幅仅次于 4 月美方“对等关税”时期，**反映出企业预期趋于谨慎、扩产积极性不高的现状。**

➤ **究其原因，我们认为生产的转弱，后续需要内外有效需求的提高加以提振。**内需方面，除了 PMI 新订单指数的下降，PMI 进口指数也在 10 月降至 46.8%，处于年内较低位，反映国内市场需求尚未完全复苏。外需方面，10 月 PMI 新出口订单指数下降 1.9pct 至 45.9%，体现出全球经贸环境不确定性导致的即期外需边际收缩。不过，昨日中美元首会晤已传递出积极信号，为下一阶段企业信心的改善作铺垫。

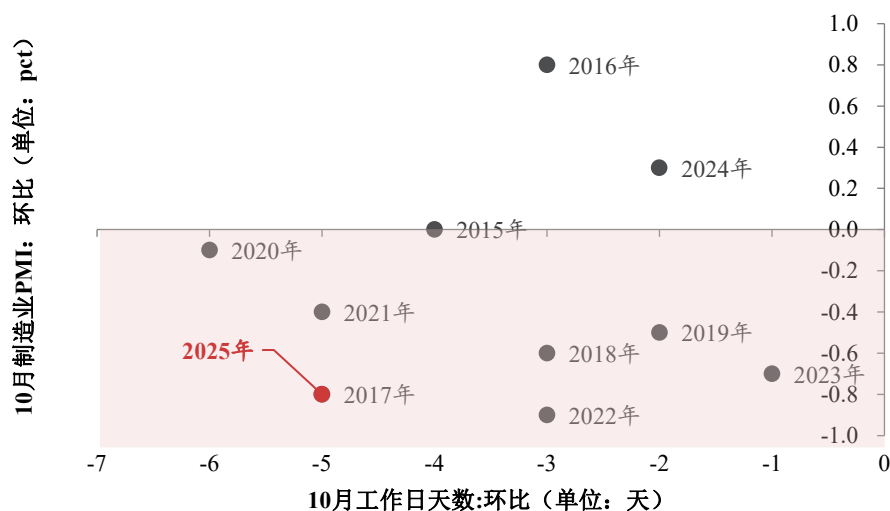
➤ **同时，非制造业的运行压力也暂未完全缓解。**10 月建筑业 PMI、服务业 PMI 分别录得 49.1%、50.2%，环比增速分别为-0.2pct、0.1pct。建筑业 PMI 的下降反映出四季度基建及地产下行压力仍具，后续需要重点观察新一轮政策性金融工具的落地效果。结合改善幅度受限的服务业 PMI 来看，**虽然全年完成“5%左右”增速目标的难度不大，但仍需注重四季度政策的连续性**，同时可适当前瞻部署明年政策，以巩固经济回升基础。

➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

相关研究

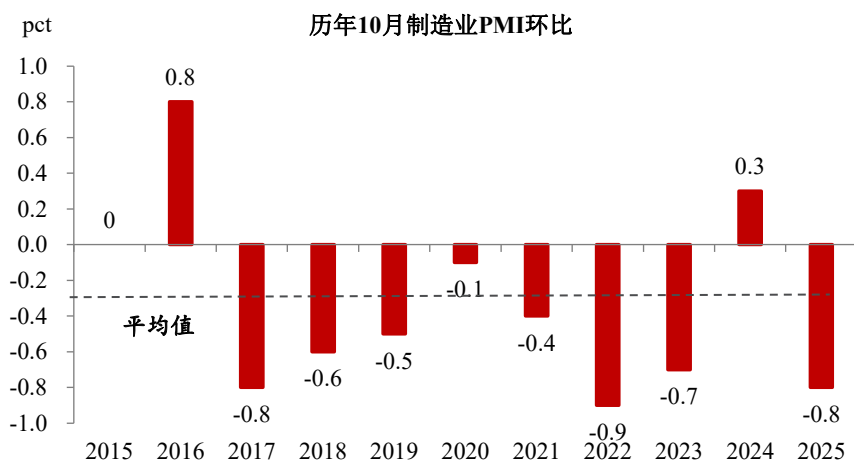
1. 中美元首会晤点评：高层会晤：预期和现实 -2025/10/30
2. 美联储政策观察：10 月议息：降息外的宽松信号 -2025/10/29
3. “十五五”规划系列报告（七）：提高消费率：愿景路径各几何？ -2025/10/29
4. “十五五”规划《建议》点评：“十五五”建议稿：哪些新热度？ -2025/10/28
5. 2025 年 9 月工业企业利润点评：利润高增可持续性几何？ -2025/10/27

图1：工作日天数减少会导致 10 月 PMI 下降，2016、2024 年成为“例外”



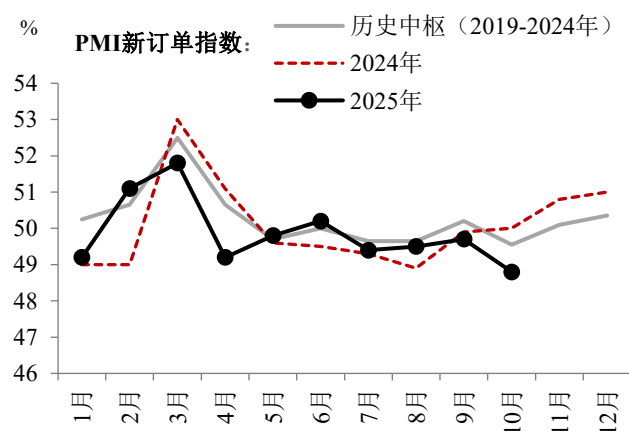
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：今年 10 月制造业 PMI 的下滑幅度超过季节性



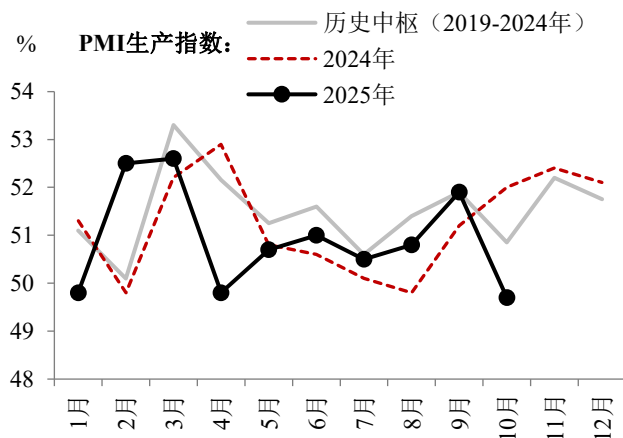
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：10月PMI新订单指数降幅与历史中枢基本相符



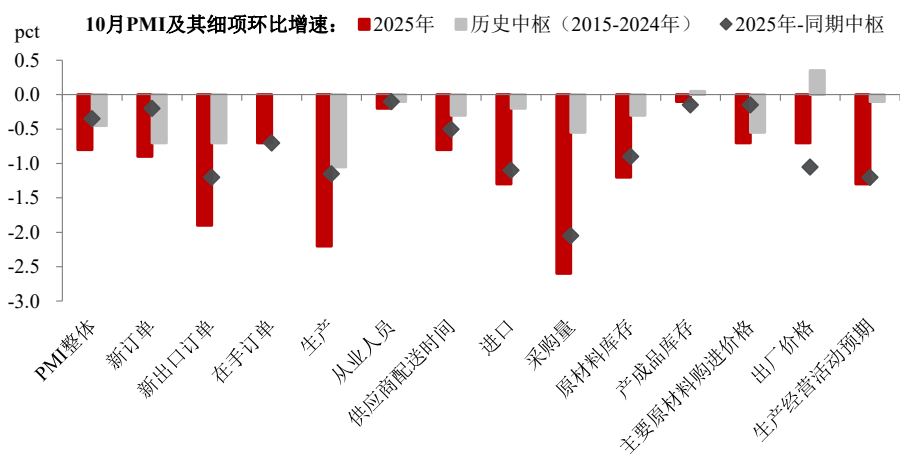
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：而10月PMI生产指数降幅超过季节性



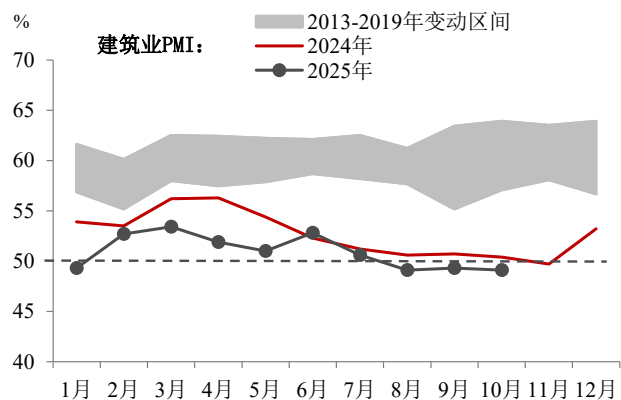
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：10月PMI进口指数及PMI新出口订单指数降幅均大于历史中枢



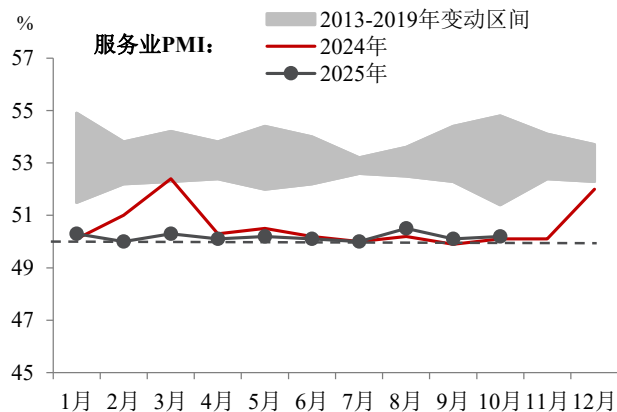
资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：10月建筑业 PMI 并非显现改善



资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：10月服务业 PMI 小幅提升



资料来源：iFind，民生证券研究院

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048