

内外部因素共振带动 10 月制造业 PMI 指数下行，年底前稳增长政策有望进一步加码

—— 2025 年 10 月 PMI 数据点评

王青 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2025 年 10 月，中国制造业采购经理指数（PMI）为 49.0%，比 9 月回落 0.8 个百分点；10 月非制造业商务活动指数为 50.1%，比 9 月上升 0.1 个百分点，其中，建筑业商务活动指数为 49.1%，比 9 月下降 0.2 个百分点，服务业 PMI 指数为 50.2%，比 9 月上升 0.1 个百分点；10 月综合 PMI 产出指数为 50.0%，比 9 月下降 0.6 个百分点。

10 月 PMI 数据要点解读如下：

10 月制造业 PMI 指数比上月下降 0.8 个百分点至 49.0%，弱于市场普遍预期。当月制造业 PMI 指数下行，存在一定季节性因素。在过去十年中，10 月该指数“7 降 2 升 1 平”，环比 9 月平均下降 0.29 个百分点。值得一提的是，今年中秋节落在 10 月，导致当月工作日进一步减少，也会对 10 月制造业 PMI 指数、特别是其中的生产指数有更大影响。这是 10 月生产指数大幅下降 2.2 个百分点至 49.7%，4 月以来首次进入收缩区间的一个重要原因。

不过，剔除季节性因素和中秋节错期因素，10 月制造业 PMI 指数仍然偏弱，主要是在内外部因素共振影响下，当月制造业供需两端同步下行。其中，反映市场需求的新订单指数环比下降 0.9 个百分点至 48.8%。我们分析，除季节性因素外，主要源于 10 月“两新”政策对制造业市场需求的拉动效应有所减弱。此外，近期房地产市场延续调整，也会对制造业市场需求有一定影响。外部方面，10 月美国高关税对全球贸易和我国出口的冲击进一步显现，当月新出口订单指数大幅下行 1.9 个百分点至 45.9%。值得注意的是，除了市场需求下行拖累生产外，当前一些行业实施反内卷，也会对产能释放形成约束，这可能也是 10 月制造业生产指数下行幅度偏大的一个原因。

需要指出的是，9 月末以来 5000 亿元新型政策性金融工具加快推进。据国家发改委，截至 10 月底，5000 亿元新型政策性金融工具资金已全部投放完毕，这会直接带动基建投资提速。另外，10 月进一步安排 5000 亿元地方政府债务结存限额，用于化解存量债务及扩大有效投资。这意味着年底前会加发 5000 亿元地方债，为地方政府稳增长提供增量财政资源。两个“5000 亿”表明，10 月财政及准财政政

策已开始朝着稳增长方向集中发力，旨在扭转近期投资增速下行偏快势头。这会对当月宏观经济景气度形成一定支撑。另外，市场普遍预期 10 月中美新一轮经贸会谈会取得进展，也对当月市场信心有一定提振作用。

其他方面，近期“反内卷”对上游基础原材料价格的拉动作用减弱，下游消费需求有待进一步提振，是 10 月制造业 PMI 指数中两个价格指数分别下行 0.7 个百分点，连续两个月走低的主要原因。其中，10 月主要原材料价格指数为 52.5%，仍在扩张区间，这主要受煤炭等行业反内卷政策显效支撑，而当月出厂价格指数降至 47.5%，在收缩区间进一步下探，主要受消费需求不振拖累。不过，考虑到上年同期基数下沉等影响，我们预计 10 月 PPI 同比会在 -2.1% 左右，降幅较上月收窄 0.2 个百分点。需要指出的是，当前工业品价格低迷主要是受消费需求不振和房地产投资下滑拖累，后期“反内卷”推进对工业品价格及整体物价的推升作用有待进一步观察。

10 月制造业 PMI 指数的主要亮点在于，尽管代表新质生产力发展的高新技术制造业 PMI 指数较上月下行 1.1 个百分点至 50.5%，但继续处于扩张区间。在政策支持和市场需求较强带动下，当前高技术制造业不仅增速领先，而且具有很强的抗冲击能力。10 月装备制造业 PMI 指数回落 1.4 个百分点至 50.2%，也继续处于扩张状态。背后是大规模设备更新政策的拉动效应持续显现；另外，当前机电产品出口保持较快增长，也对装备制造业景气度有一定支撑作用。最后，10 月消费品行业 PMI 指数回落 0.5 个百分点至 50.1%。这一方面表明当月消费需求增长动能有所减弱，但该指数连续两个月处在扩张区间，主要是第三批和第四批国补资金相继在 8 月和 10 月下达，对覆盖范围内的汽车、电子等耐用消费品销售有拉动作用。这表明，当前促消费政策效应依然较为明显，后期有进一步加力空间。

10 月服务业 PMI 指数为 50.2%，较 9 月回升 0.1 个百分点。今年中秋节错期，10 月长假增加 1 天，带动居民旅游出行需求增加，是当月服务业景气度上升的主要原因。另外，当前数字经济和人工智能发展较快，信息服务业等新动能行业持续处于较高景气水平，对当月服务业 PMI 指数保持在扩张区间有支撑作用。不过，近期楼市降温，居民消费整体偏弱，对整体服务业景气度有一定拖累。从对经济增长的贡献来看，年初以来服务业 PMI 指数持续处于扩张状态，而制造业 PMI 指数除 2 月和 3 月之外都在收缩区间，这意味着今年经济增长动能正在向服务业切换。

10 月建筑业 PMI 指数为 49.1%，较上月回落 0.2 个百分点，连续三个月处于收缩区间，主要是近期楼市降温对房地产项目施工有较大拖累。不过，中国物流与采购联合会数据显示，当月土木工程建筑业商务活动指数较上月明显上升，环比升幅超 5 个百分点，至 55% 以上。我们分析，背后主要是受 5000 亿元新型政策性金融工具较快投放推动。往后看，伴随 5000 亿元新型政策性金融工具扩投资效应进一步显现，以及 10 月进一步安排 5000 亿元地方政府债务结存限额，用于化解存量债务及扩大有效

投资，后期建筑业 PMI 指数有望升至扩张区间。

整体上看，受内外部因素共振影响，10 月制造业 PMI 指数出现一定幅度回落，宏观经济景气度整体下行，延续了三季度以来的稳中见弱态势。我们判断，继两个“5000 亿”稳增长政策加码后，年底前财政促消费力度有可能加大，央行还可能实施新一轮降息降准。这是当前促消费、扩投资、推动房地产市场止跌回稳的一个重要发力点。

往后看，新一轮中美经贸磋商取得积极成果，对稳定市场预期有积极作用。但伴随美国高关税政策对全球贸易及我国出口冲击的进一步显现，以及当前国内需求有待进一步提振，11 月制造业 PMI 指数仍将运行在收缩区间。不过，伴随稳增长政策进一步发力显效，特别是货币政策有较为充裕的加力空间，都会对宏观经济景气度形成重要支撑。另外，11 月还将面临有利的季节性因素——过去十年中，11 月制造业 PMI 指数“7 升 3 降”，平均环比上升 0.2 个百分点。综合经济走势和季节性因素影响，我们预计 11 月制造业 PMI 指数会回升至 49.4% 左右。总体上看，年底前宏观经济景气度将主要取决于稳增长政策的力度和节奏。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。