2026 年 11 月 02 日

固定收益研究团队

季节性因素影响下制造业 PMI 回落

——2026 年 10 月 PMI 数据点评

陈曦（分析师）
chenxi2@kysec.cn
证书编号：S0790521100002

王帅中（联系人）
wangshuaizhong@kysec.cn
证书编号：S0790125070016

事件：国家统计局公布 2026 年 10 月采购经理指数运行情况，制造业 PMI 为 49.3%（前值为 50.1%，下同），环比下降 0.8pct；非制造业 PMI 为 49.7%（50.2%），环比下降 0.5pct；综合 PMI 为 49.7%（50.7%），环比下降 1.0pct。

● **10 月 PMI 数据关注点**

受十一假期影响，10 月为传统制造业淡季，制造业 PMI 回落至荣枯线以下。制造业 PMI 为 49.3%，环比下降 0.8pct，若观察均值，2021-2025 年 10 月制造业 PMI 均值为 49.4%，环比均值为-0.5pct。**但需要注意的是，2021-2025 年中仅有 2024 年 10 月制造业 PMI 较 9 月回升，其他年份均为回落，2024 年 10 月是“924”出台增量政策影响下的第一个月，因此环比回升，观察其他年份的变化，2022 年 10 月制造业 PMI 环比回落 0.9pct，2023 年回落 0.7pct，2025 年回落 0.8pct，本次回落幅度基本符合季节性水平。**

制造业 PMI 不及市场预期，Wind 统计的 3 家机构预测中位数为 50.0%，平均数为 50.0%。一方面是受假期错位影响，中秋节假期落在 9 月，而 2025 年中秋节假期与国庆假期相连位于 10 月，部分生产提前于 9 月释放，另一方面或与 10 月国际油价中枢不断抬升，原材料成本高涨下对生产端的抑制有关。

从分类指数看，制造业生产端与需求端同步回落导致制造业 PMI 回落，10 月生产回落速度快于需求，海外需求回落至收缩区间。生产指数环比下降 1.9pct、新订单指数环比下降 1.1pct、新出口订单指数环比下降 1.3pct。新出口订单回落至收缩区间，除过受假期因素影响外，或与近期海外科技股调整下 AI 景气有所下降相关。本次生产端与需求端同步回落，但生产端回落幅度更大，主要受假期因素影响，对生产活动产生扰动，而新订单指数同样回落到收缩区间，一定程度上反应当前内需仍偏弱，需要持续观察政策落地后的传导效果。生产经营活动预期指数为 53.4%，环比下降 0.4pct，制造业企业对后续市场信心保持稳定。

分行业来看，“K”型分化特征仍较为明显，新动能保持较快增长。非制造业新订单指数为 44.4%，环比下降 2.1pct，回落至 45%水平以下，且已连续 42 个月处于收缩区间。从行业上看，四大行业 PMI 较前值均有所回落，高技术制造业与装备制造业 PMI 仍处扩张区间，相关行业企业生产经营保持扩张，环比分别下降 1.2pct 和 0.4pct，消费品行业和基础原材料行业 PMI 处于收缩区间，环比分别下降 1.9pct 和 0.7pct。建筑业、服务业新订单指数均处于收缩区间，短期内市场内需不足或将持续，需求的提振仍需观察政策落地后的传导效果。

建筑业、服务业 PMI 环比均有所下降，非制造业 PMI 为 49.7%，环比下降 0.5pct，非制造业景气水平回落至收缩区间。建筑业 PMI 为 48.0%，较前值下降 2.3pct；服务业 PMI 为 50.0%，较前值下降 0.2pct。建筑业业务活动预期指数为 52.3%，环比下降 3.1pct，仍处扩张区间，行业仍对后续发展的预期保持稳定，近期地产政策频出，对需求端有所提振，从经济数据来看，地产投资仍在持续寻底。

● **债市观点：债券收益率或将上行，警惕债市的反转风险**

对于债市，我们认为债券收益率或将上行，警惕债市的反转风险。

第一，市场大多观点认为，后续 DR001 将围绕 1.25%运行，这存在落空的可能性，或有利多出尽的风险。

第二，金融时报连发两文指出“央行研究切换公开市场操作主力品种，属于货币政策框架改革的一项举措，不同于通常讲的货币政策降息加息…市场各方要避免将央行操作机制改革举措当作降息来炒作”，或指明监管对当前债市的态度趋于谨慎。

第三，拥挤度层面，当前公募等非银机构债券久期已达近年高位，特别是经过这轮换锚发酵后，拥挤度再次提升，当前存在拥挤度调整、估值回调风险。

第四，基本面层面，从 9 月经济数据来看，国内经济有触底回升迹象，9 月社融同比 2025 年 9 月正增，政府债发行速度加快，政策逐渐落地下经济动能边际修复，当前债市的定价尚未反应基本面的边际修复，这也是潜在的风险。

● **风险提示：**政策变化超预期；经济变化超预期。

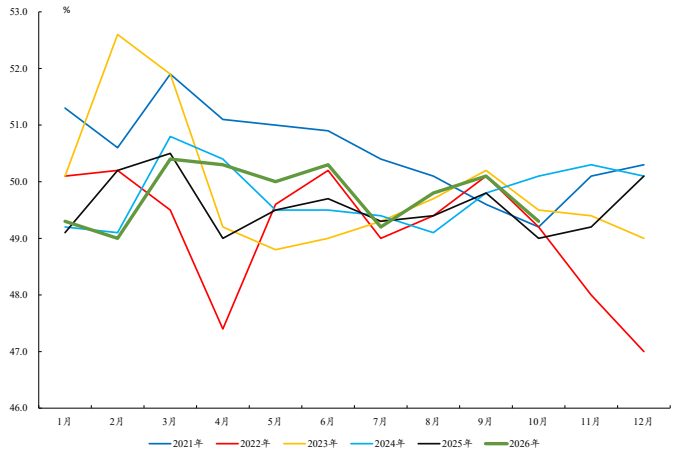
相关研究报告

《工业企业营收、利润延续高位增长—2026 年 9 月工业企业利润点评》-2026.10.28

《财政支出增速有所改善—2026 年 9 月财政数据点评》-2026.10.27

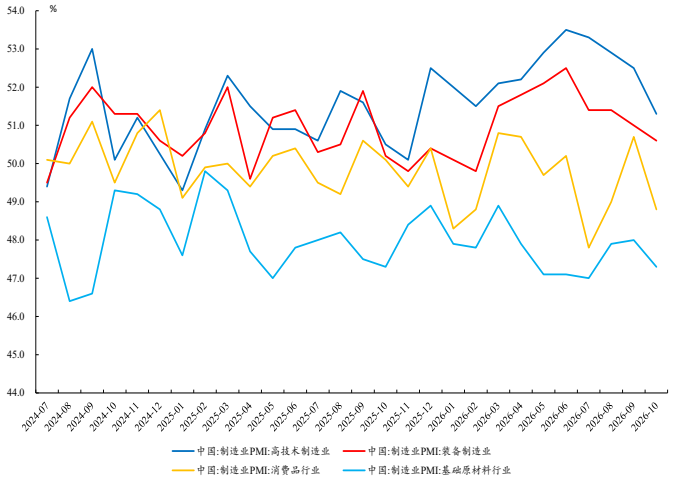
《对央行的政策利率择机切换到隔夜的理解—事件点评》-2026.10.22

附图 1：10 月制造业 PMI 环比下降 0.8pct



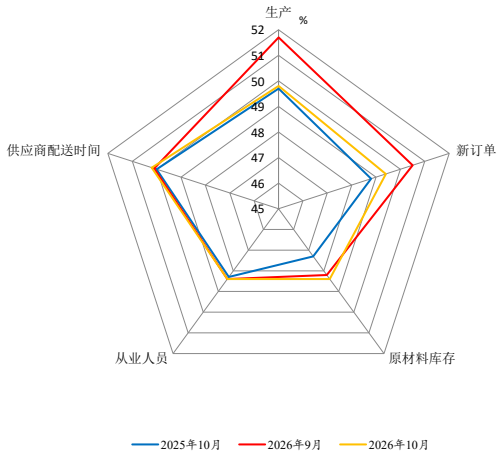
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

附图 2：10 月消费品行业 PMI 环比下降 1.9pct



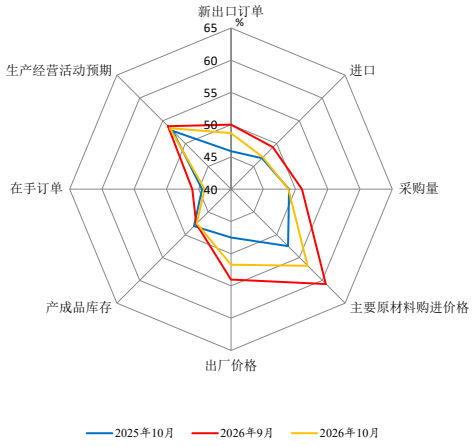
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：10 月制造业生产指数环比下降 1.9pct



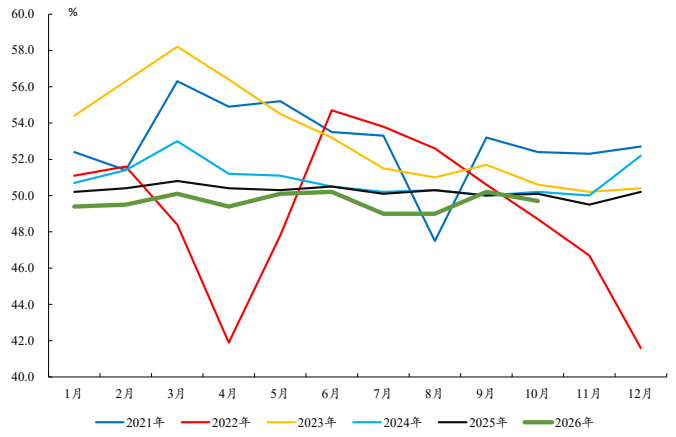
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

附图 4：10 月制造业生产经营活动预期仍处扩张区间



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

附图 5：10 月非制造业 PMI 环比下降 0.5pct



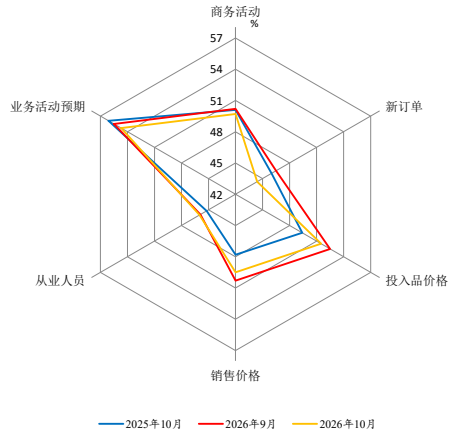
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

附图 6：10 月服务业 PMI 环比下降 0.2pct



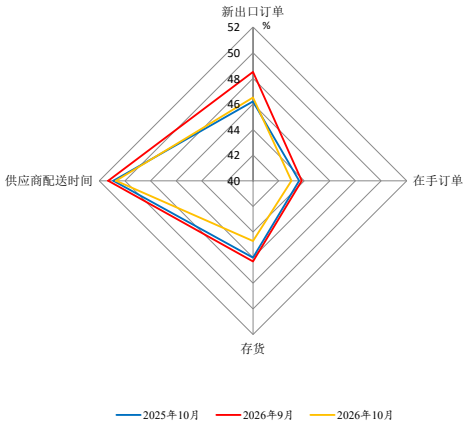
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

附图 7：10 月非制造业对业务活动预期较为乐观



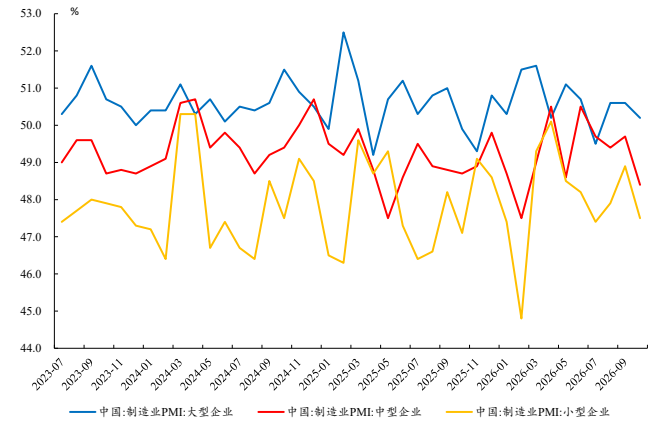
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

附图 8：10 月非制造业新出口订单环比下降 2.0pct



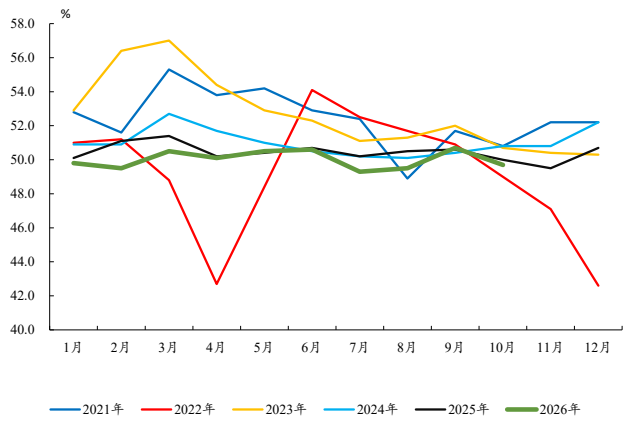
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

附图 9：10 月大型企业制造业 PMI 环比下降 0.4pct



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

附图 10：10 月综合 PMI 产出指数环比下降 1.0pct



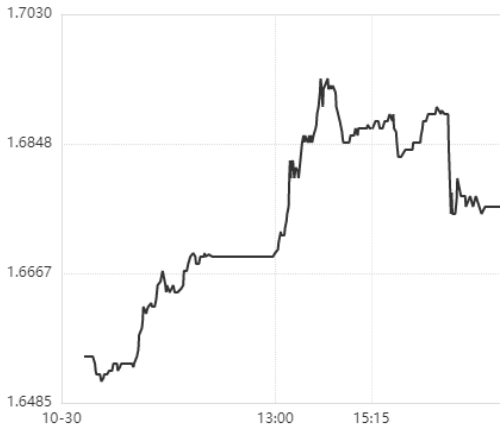
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

附图 11：10 月 30 日 10Y 国债活跃券收益率上行



资料来源：Wind

附图 12：10 月 30 日 10Y 国开活跃券收益率上行



资料来源：Wind

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn