

## 10 月宏观数据延续下行走势，年底前稳增长政策有望进一步加力

——2025 年 10 月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 研究发展部执行总监 冯琳

**事件：**据国家统计局 2025 年 11 月 14 日公布的数据，10 月规模以上工业增加值同比实际增长 4.9%，前值为 6.5%；前 10 个月规模以上工业增加值累计同比实际增长 6.1%，2024 年全年累计同比为 5.8%；10 月社会消费品零售总额同比增长 2.9%，前值为 3.0%；前 10 个月社会消费品零售总额累计同比增长 4.3%，2024 年全年累计同比为 3.5%；2025 年 1-10 月全国固定资产投资累计同比下降 1.7%，前值为下降 0.5%，2024 年全年累计同比增长 3.2%。

### 基本观点：

总体上看，受外需放缓，国内消费、投资增长动能减弱，以及稳增长政策需要传导时间等影响，10 月宏观经济运行延续三季度以来的稳中见弱态势。不过，当前高技术制造业生产和投资增速继续保持领先，显示新质生产力发展对宏观经济运行有较明显的拉动作用；另外，10 月耐用消费品以旧换新、大规模设备更新政策对宏观经济供需两端仍有重要支撑，显示促消费、扩投资政策效应依然较为明显，后期可进一步发力。

往后看，着眼于稳定四季度及明年一季度宏观经济运行，在顺利完成今年经济增长目标的同时，推动“十五五”实现良好开局，年底前稳增长政策有望进一步加力，重点是扩大国内需求，释放消费潜力，增加有效投资，有效对冲外需放缓带来的影响，同时着力推动房地产市场止跌回稳。我们判断，在“两个 5000 亿”政策之后，接下来财政政策在促消费方面会进一步加码，货币政策则有可能实施新一轮降息降准。当前我国政府负债率较低，现阶段国内物价也处于偏低水平，财政政策和货币政策在稳增长方向都有充足的发力空间。

### 具体解读如下：

**一、工业生产：**10 月工业增加值增速较快下行，一个原因是 9 月拉动工业生产加速的工作日变化影响逆转，另外，当月出口转负，国内消费、投资动能偏弱，以及“两新”等促内需政策拉动效应减弱等导致需求承压，进而向工业生产传导，也是 10 月工业增加值增速较快回落的重要原因。

10月规上工业增加值同比实际增长4.9%，增速较上月大幅放缓1.6个百分点。三大门类中，采矿业和制造业增加值增速均有明显回落，当月同比增速为4.5%和4.9%，较上月分别下行1.9和2.4个百分点，仅电力燃气及水的生产和供应业增加值同比增速较上月加快4.8个百分点至5.4%。

10月工业生产增速较快下行，一个原因是9月拉动工业生产加速的工作日变化影响逆转——9月工作日比上年同期多2天，而10月少1天。同时，需求承压向工业生产传导也是10月工业增加值增速较快回落的重要原因。一方面，10月出口增速转负，此前支撑工业生产较快增长的外需韧性偏强因素转弱。10月规上工业企业出口交货值同比下降2.1%，增速较上月大幅回落5.9个百分点，单月增速创年内新低。另一方面，近期国内消费、投资动能偏弱，“两新”等促内需政策拉动效应减弱，对工业生产也有一定压制。可以看到，10月“两新”政策相关的通用机械、专用机械、电气机械及器材制造等行业增加值同比增速较上月分别放缓2.4、4.7和3.0个百分点。此外，7月以来反内卷政策推进，也会对部分行业生产形成约束。值得一提的是，10月装备制造业增加值同比增长8.0%，高技术制造业增加值增长7.2%，分别快于全部规模以上工业增加值3.1和2.3个百分点，显示当前大规模设备更新政策及国内制造业转型升级对工业生产仍有较强的拉动作用。

往后看，11月出口同比有可能小幅反弹，而两个“5000亿”财政及准财政稳增长政策对投资的拉动效应会逐步释放，这均将对11月工业生产形成一定支撑。但需求偏弱和部分行业反内卷对工业生产的约束仍将存在，预计11月规上工业增加值同比增速仅将小幅反弹至5.1%。我们判断，全年工业生产增速将在5.5%左右，较去年全年回落0.3个百分点。总体上看，接下来经济增长动能将从制造业向服务业切换，这是今年经济增长结构与去年的一个显著区别。

**二、消费：10月社零同比增速延续下滑，主要原因是以旧换新补贴政策效应有所减弱，叠加上年同期基数抬升，导致政策范围内的部分商品零售增速大幅放缓。另外，10月楼市加速下滑，拖累房地产相关消费，也对当月社零总体表现产生一定下拉作用。**

10月社零同比增长2.9%，增速较上月小幅下行0.1个百分点。其中，商品零售增速下滑幅度较大，当月同比为2.8%，较上月下行0.5个百分点；餐饮收入增速则明显反弹，较上月加快2.9个百分点至3.8%，我们判断这主要与中秋节错期、假期延长有关。

10月商品零售增速放缓，主要原因是补贴政策效应减弱叠加上年同期基数抬升，导致政策范围内的部分商品零售增速大幅回落。可以看到，尽管10月第四批690亿元以旧换新资金已下达，但受剩余额度限制，补贴领取难度加大影响，政策对相关商品零售的拉动效应减弱。加之上年同期以旧换新政策实施

大幅推升基数，10月家电、家具、汽车等补贴范围内商品销售增速明显下行。从限额以上单位零售情况看，10月家电、家具、汽车零售额同比分别录得-14.6%、9.6%和-6.6%，增速较上月分别放缓17.9、6.6和8.2个百分点。其中，家电、家具零售额增速大幅下行还与当月商品房销售降幅走阔拖累房地产相关消费有关，这也反映于10月建筑装饰材料零售额同比下降8.3%，降幅较上月扩大8.2个百分点。另外，10月体育娱乐用品零售额同比增速较上月下滑1.8个百分点至10.1%，主要受基数抬升影响。

除上述商品外，10月限额以上单位其他类别商品零售额增速则普遍有所加快。当月粮油食品、日用品、中西药品等必需消费品零售额同比增速稳中有升，化妆品、服装鞋帽、金银珠宝、文化办公用品、通讯器材等耐用消费品零售额增速也有不同程度加快。我们判断这可能主要受今年各大电商“双十一”促销提前至10月上旬启动，导致部分商品消费需求从11月前移到10月释放提振。值得一提的是，10月金银珠宝零售额同比增速高达37.6%，比前值骤然加快27.9个百分点，主要受国际金价上冲带动，也不排除受黄金税收政策调整影响。另外需要指出的是，当前以旧换新政策对手机、文化办公用品的拉动力依然较为明显，10月通讯器材和文化办公用品零售额同比增速分别高达23.2%、13.5%，持续处于高增状态，显示未来可进一步发挥促消费政策效应。

总体来看，10月物价水平仍然偏低，折射出当前整体消费需求不振局面在延续。往后看，伴随上年同期高基数影响减弱，预计11月社零同比增速会有所反弹。但考虑到今年“双十一”提前启动造成的消费前移等因素，11月社零增速反弹幅度将较为有限，预计当月同比仅在3.0%左右。全年来看，社零累计增速有望达到4.0%左右，较上年全年加快0.5个百分点。这是今年宏观政策以促消费为核心，大力提振内需的具体体现。我们也认为，当前除了以旧换新补贴等消费刺激政策需进一步加码外，促消费的关键仍是尽快推动楼市回暖，有效提振消费信心。

**三、投资：1-10月固定资产投资同比增速为-1.7%，较前值回落1.2个百分点，连续两个月出现历史罕见的累计同比负值。主要是基建、制造业、房地产三大投资板块全面减速。需要指出的是，固定资产投资统计的是实际增长水平，由于前10个月PPI累计为-2.7%，因此剔除价格因素，1-10月固定资产投资仍然保持正增长。这表明当前投资仍然对经济增长起到正向拉动作用。**

基建投资方面，受国有土地使用权出让金收入下行等因素影响，当前地方政府财政偏紧，再加上10月5000亿新型政策性金融工具从投放完毕到形成实物工作量还需要一段时间，1-10月基建投资（不含电力）同比增速为-0.1%，较前值回落1.2个百分点。我们判断，三季度以来基建投资增速下行比较快，也与上半年经济增长稳中偏强，基建投资稳增长需求减弱有关。展望未来，年底前基建投资有可能转向提速。主要是伴随美国高关税冲击效应进一步显现，以及外需整体走弱，四季度出口有可能明显减弱，基

建投资的宏观经济“稳定器”作用会受到进一步倚重。其中，5000 亿新型政策性金融工具对基建投资的拉动作用会逐步显现，年底前加发 5000 亿地方政府专项债，会有 2000 亿用于项目建设，也会对基建投资形成重要支撑。

1-10 月制造业投资同比增长 2.7%，增速比前值回落 1.3 个百分点，延续 4 月以来的下行势头。背后主要是外部环境波动加剧，短期内国内制造业投资信心受到一定冲击；另外，7 月开始实施反内卷，一些产能过剩行业的投资可能也会受到影响。最后，去年同期大规模设备更新政策发力，导致设备工器具投资基数抬高，也不可避免地会对今年同期制造业投资同比增速有一定影响。不过，前 10 个月制造业中长期贷款余额增速继续领先整体贷款余额增速，年初以来大规模设备更新政策加码，对制造业投资形成有力支撑，这是制造业投资在整体投资盘子中表现较强的主要原因。值得注意的是，1-10 月航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业投资同比分别增长 19.7%、4.1%，高于整体制造业投资增速，显示当前新质生产力发展对制造业投资有较强拉动作用。

展望未来，外部经贸环境波动对国内制造业投资的影响还有可能进一步显现，反内卷政策推进也可能对产能过剩行业投资产生抑制效应，预计年底前制造业投资增速将延续下行态势，全年增速将在 2.0% 左右，比去年全年增速下行 7.2 个百分点。值得注意的是，2018-19 年第一轮中美贸易战期间，制造业投资增速也曾下行 6.1 个百分点。我们判断，四季度大规模设备更新支持资金规模有望上调，进而对制造业投资形成有力支撑。最后，今年宏观政策还会着力促进新质生产力发展，推动新旧增长动能转换，年底前高技术制造业投资会延续高增状态。

1-10 月房地产投资同比下降 14.7%，降幅比前值扩大 0.8 个百分点。二季度以来，以 70 个大中城市二手房价格环比加速下跌为标志，房地产市场调整态势有所加剧，前期京沪深楼市政策调整影响有限。这是近期房地产投资下滑幅度加大的主要原因。10 月楼市调整仍在延续，影响房地产投资同比降幅继续扩大。值得注意的是，当前房地产“白名单”项目贷款额度已达 7 万亿，较上年末增加 2 万亿，但 10 月银行对房企信贷投放再度出现同比负增长，显示政策落实方面还需要进一步加力。

往后看，综合考虑房地产市场运行态势，以及楼市支持政策影响等因素，房地产投资会延续下行态势，全年累计同比降幅会达到-14.0%左右。我们判断，年底前宏观政策稳增长加力，有可能出台新一轮稳楼市政策，加之年底前房地产“白名单”项目贷款会加快投放，未来两个月房地产投资同比降幅将有所收敛。总体上看，今年房地产投资降幅会较去年全年的-10.6%有所扩大，背后是今年前三季度宏观经济整体稳中偏强，楼市支持政策加码幅度不及去年，房地产市场处于持续调整过程。



总体上看，受外需放缓，国内消费、投资增长动能减弱，以及稳增长政策需要传导时间等影响，10月宏观经济运行延续三季度以来的稳中见弱态势，但高技术制造业生产和投资增速继续保持领先，显示新质生产力发展对宏观经济运行有较明显的拉动作用；另外，10月耐用消费品以旧换新、大规模设备更新政策对宏观经济供需两端仍有重要支撑，显示促消费、扩投资政策效应依然较为明显，后期可进一步发力。

展望未来，着眼于稳定四季度及明年一季度宏观经济运行，在顺利完成今年经济增长目标的同时，推动“十五五”实现良好开局，年底前稳增长政策有望进一步加力，重点是扩大国内需求，释放消费潜力，增加有效投资，有效对冲外需放缓带来的影响，同时着力推动房地产市场止跌回稳。我们判断，在“两个5000亿”政策之后，接下来财政政策在促消费方面会进一步加码，货币政策则有可能实施新一轮降息降准。当前我国政府负债率较低，现阶段国内物价也处于偏低水平，财政政策和货币政策在稳增长方向都有充足的发力空间。

#### 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、引用或以其他方式传播。

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。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。