



2025 年 11 月 10 日

美国政府停摆结束在即，

中国“十五五”聚焦科技与内需

核心观点

- **全球经济：**2025年11月，全球央行政策利率中枢继续下移，但节奏明显分化，缩表周期亦步入尾声。美联储9-10月连续降息两次，12月将正式结束缩表，但是否继续降息仍存不确定；欧央行降息周期阶段性结束；日本央行处于加息周期初期，进程温和谨慎。10月全球制造业延续温和复苏，区域分化格局未改：美国领涨，欧元区温和扩张，印度维持强劲势头，日韩趋弱，东盟持续扩张，多数新兴经济体仍处收缩区间，复苏基础偏弱。总体上，主要经济体的通胀与增长分化延续，景气强弱顺序为：美国>日本≈欧洲>中国。
- **美国经济：**10月美国政府陷入创纪录的长期停摆，CPI、非农、零售等关键数据缺位，目前参议院两党已就结束停摆达成一致，预计本周内正式开门。受停摆与月末因素叠加影响，回购利率一度大幅上行、流动性短暂趋紧后缓解。10月FOMC会议上，鲍威尔表态偏鹰，市场对12月进一步降息的预期有所降温，同时宣布自12月起正式结束缩表。此外，特朗普政府援引《国际紧急经济权力法》(IEEPA)征收关税的合法性仍待最高法院裁决，结果或对市场、财政和通胀产生重要影响。
- **中国经济：**三季度GDP增速符合预期，投资成为主要拖累，GDP平减指数已连续十个季度为负，虽产能利用率环比改善，但仍低于往年同期水平，“反内卷”政策传导效果尚需时间。10月制造业、建筑业与服务业景气普遍偏弱，物价端则出现积极信号，CPI与PPI同步回升。《十五五规划》正式落地，强调“科技自强、内需扩张”两大主线。展望后市，全年实现约5%的增长目标压力不大，年内出台增量政策可能性减弱，政策取向正由短期稳增长转向中期衔接与经济结构优化。
- **风险因素：**美国政治风险升温，国内经济复苏不及预期，美国经济降温风险，全球贸易摩擦反复。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

从业资格号：F0297587
投资咨询号：Z0011509

黄蕾

从业资格号：F0307990
投资咨询号：Z0011692

高慧

从业资格号：F03099478
投资咨询号：Z0017785

王工建

从业资格号：F3084165
投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

从业资格号：F03112296
投资咨询号：Z0021040

何天

从业资格号：F03120615
投资咨询号：Z0022965

焦鹏飞

从业资格号：F03122184
投资咨询号：Z0023260

目录

一、全球主要经济体景气循环	4
1、【美国】政府停摆创纪录，经济数据缺位，12月降息预期松动.....	5
2、【中国】景气低温、通胀回升、《十五五》规划聚焦科技与消费	7
3、【欧洲】延续温和复苏，年内不再降息，宽财政兑现仍需时日	9
4、【日本】经济复苏不均衡，新首相主张宽财政，日央行谨慎观望	10
二、全球主要央行政策节奏	12
三、全球制造业景气温和向上	14

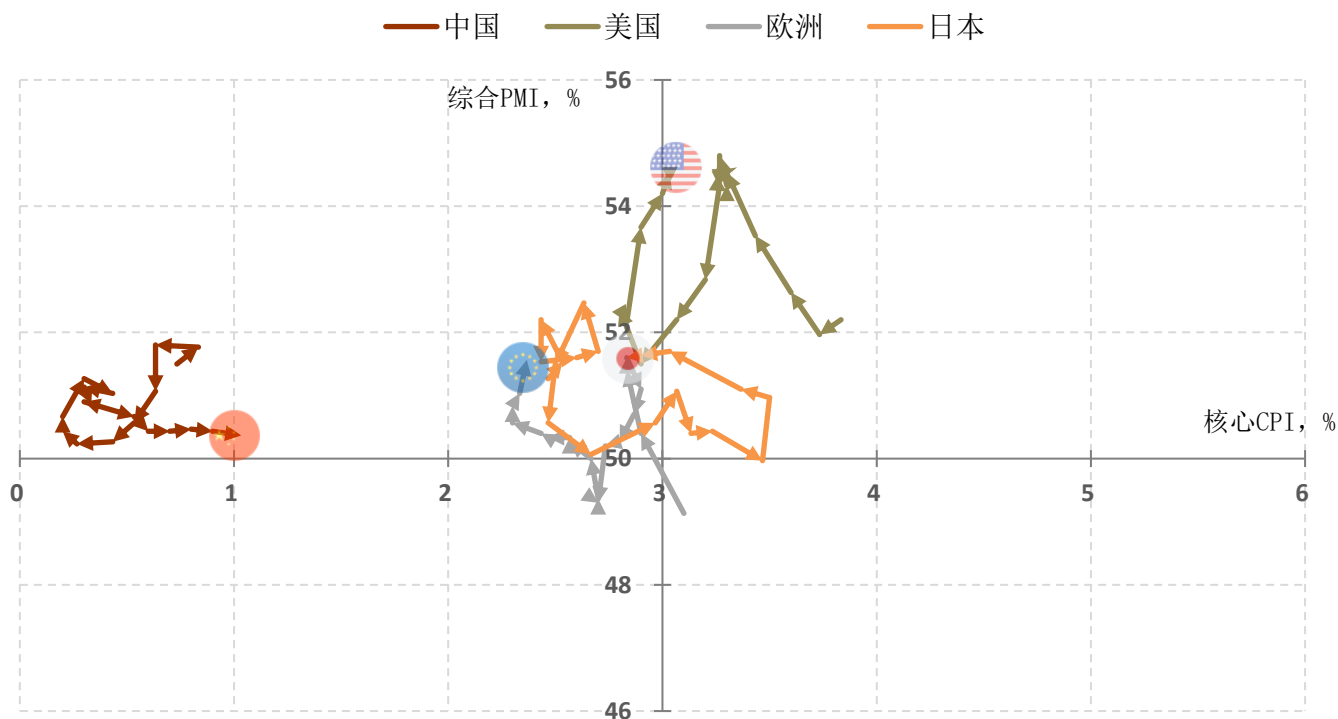
图表目录

图表 1 主要经济体景气循环	4
图表 2 美国 CPI 及核心 CPI.....	6
图表 3 密歇根大学通胀预期	6
图表 4 美国非农就业人数及失业率	6
图表 5 美国 ISM 制造业分项指标.....	6
图表 6 美国联邦基金目标利率	6
图表 7 芝商所 FedWatch 工具	6
图表 8 “法院会迫使特朗普退还关税”的概率定价.....	7
图表 9 美联储回购操作规模（十亿美元）	7
图表 10 中国经济指标 9 月同比增速概览.....	8
图表 11 GDP 平减指数.....	8
图表 12 社会消费品零售	8
图表 13 30 城商品房成交面积.....	9
图表 14 对主要国家出口增速（美元计价）	9
图表 15 欧元区 PMI	10
图表 16 欧元区失业率	10
图表 17 欧元区 CPI	10
图表 18 欧元区基准利率	10
图表 19 日本 CPI	11
图表 20 日本出口数据	11
图表 21 日本政策目标利率及国债利率	11
图表 22 日本利率期货定价	11
图表 23 全球主要央行总资产规模及同比增速	13
图表 24 全球央行净降息比例	13
图表 25 美联储 FED SPEAK NLP 鹰鸽指数.....	13
图表 26 欧央行 ECB SPEAK NLP 鹰鸽指数.....	13
图表 27 全球主要国家制造业 PMI（标普口径）	14

一、全球主要经济体景气循环

截至 2025 年 10 月，全球主要经济体仍处于“通胀与增长分化”的宏观格局。我们以核心 CPI 为横轴、综合 PMI 为纵轴，构建景气坐标图，用以刻画中、美、欧、日四大经济体的相对位置与演变路径。从当前坐标点看，美国>日本≈欧洲>中国，各国景气、通胀均有好转迹象。

图表 1 主要经济体景气循环



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货（截至 2025 年 10 月，均取 3 个月均值，日本及美国 CPI 截至 9 月）

1、【美国】政府停摆创纪录，经济数据缺位，12月降息预期松动

10月美国综合PMI小幅回落至54.6，前值53.9，其中制造业PMI显著回升至52.5（前值52.2），服务业小幅降温至54.8（前值55.2）、仍处于高位景气区间，9月核心CPI已回落至3.0%，整体呈现经济景气偏高、通胀仍在降温趋势的局面。

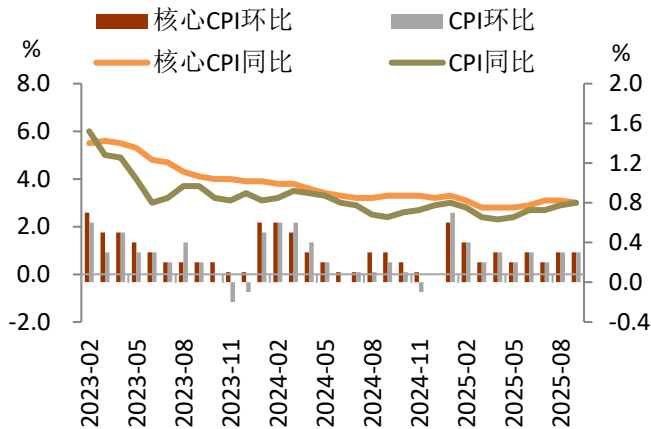
政府停摆数据真空，回购利率月末上行，流动性担忧扰动市场。美国政府自10月初起持续陷入停摆，10月CPI、非农、零售等重要经济数据仍缺位。与此同时，财政拨付延迟导致TGA余额在10月末升至逾1万亿美元，叠加ON RRP余额接近耗尽，银行体系超额准备金明显下行。受此及月末季节性扰动影响，回购利率一度快速上行、SOFR与政策利率利差扩大，市场流动性担忧骤升，但近期已明显缓和。截至11月10日，美媒报道美国参议院已就结束联邦政府停摆达成一致，后续流程仅待参众两院表决并由特朗普签署，预计本周内停摆将正式结束。

10月FOMC鲍威尔放鹰，12月降息预期松动、同时结束缩表。10月FOMC以10比2通过降息25bp的决议，将基准利率调整至3.75%~4.00%区间。特朗普新提名的委员米兰主张应进行更大幅度的50BP降息，而另一位鹰派官员则支持维持利率不变，显示委员间对政策方向分歧依旧。与此同时，美联储首次宣布将于12月1日正式停止缩表，对市场流动性进行呵护。鲍威尔会后记者会要点：①12月是否继续降息尚未决定，委员间对通胀黏性与就业放缓风险分歧明显。②尽管政府停摆致数据延迟，初领失业金、职位空缺及褐皮书等指标显示就业市场温和降温。③通胀略低于预期，上行主要受关税与股市估值推升影响，剔除关税影响后核心PCE约2.3%-2.4%，已接近2%目标。

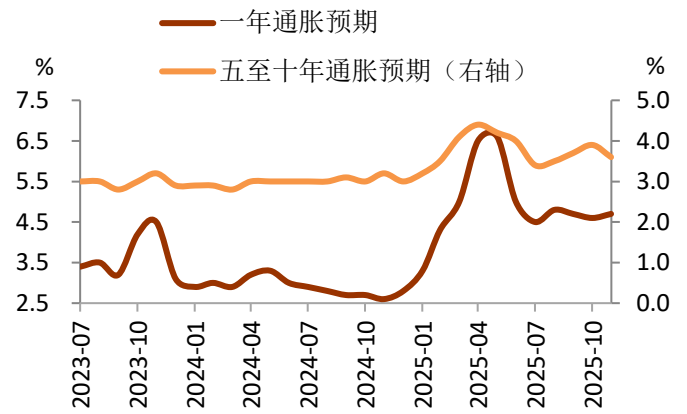
特朗普IEEPA关税合法性裁决仍存变数。2025年初，特朗普政府以“国家紧急状态”为由援引《国际紧急经济权力法》（IEEPA），对包括中国、墨西哥、加拿大在内的多数国家征收“解放日”关税，几乎覆盖所有进口商品。5月至8月间，国际贸易法院及联邦巡回上诉法院相继裁定该举措超越总统权限。案件目前已进入最高法院审理阶段，核心争点在于总统是否有权在IEEPA框架下单方面设定关税，以及此举是否违反国会授权原则。11月5日，最高法院就该案进行了公开口头辩论，多位大法官（保守派与自由派皆有）对政府主张表达了明显质疑。若法院最终否定特朗普以《国际紧急经济权力法案》（IEEPA）征收关税的合法性，先前关税可能被判需退回。短期来看，退税将减轻企业与居民负担、压低通胀；中长期则削弱美国财政可持续性与关税威慑力，迫使特朗普政府改以301、232或122条款重新设税，灵活性与持续性显著下降，关注12月上诉法院审理结果。

美国经济正处于“韧性与脆弱并存”阶段。韧性在于消费需求相对稳健、服务业支出支撑增长、制造业温和回暖，通胀虽高于目标但回落趋势确立；脆弱性则体现为劳动市场降温、企业招聘放缓、政府停摆创下历史记录、两党分歧日益加剧，放大经济不确定性。后续若特朗普政策影响边际减弱、增长动能放缓，结构性脆弱环节或将被放大。

图表 2 美国 CPI 及核心 CPI

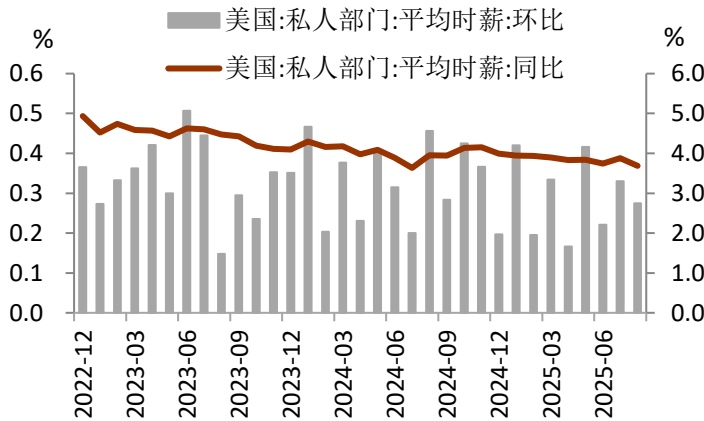


图表 3 密歇根大学通胀预期

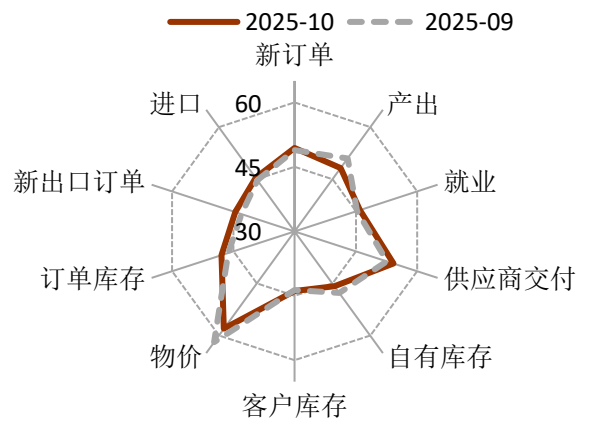


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 4 美国非农就业人数及失业率

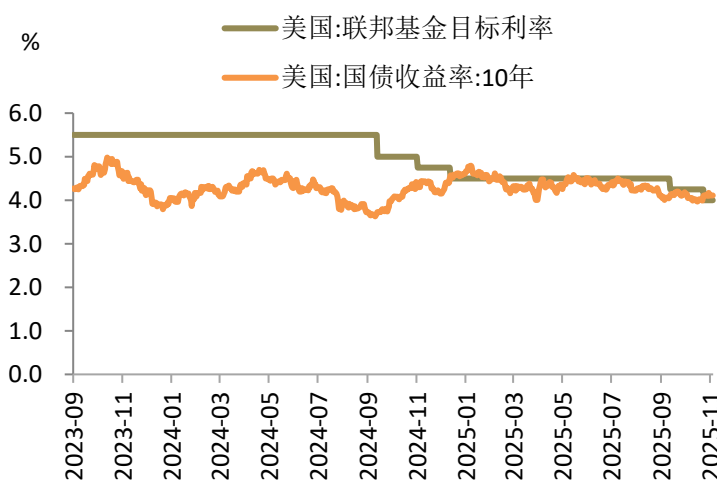


图表 5 美国 ISM 制造业分项指标



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 6 美国联邦基金目标利率



图表 7 芝商所 FedWatch 工具

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/12/10				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	62.9%	37.1%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.7%	53.2%	23.2%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.8%	34.6%	42.0%	14.5%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	15.0%	36.4%	35.5%	11.1%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	9.4%	27.2%	35.9%	21.6%	4.8%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.4%	3.8%	15.1%	30.0%	31.3%	16.2%	3.2%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	1.6%	7.9%	20.5%	30.4%	25.8%	11.5%	2.1%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.4%	2.7%	10.1%	22.3%	29.6%	23.3%	9.8%	1.7%	0.0%
2026/12/9	0.1%	0.8%	4.1%	12.4%	23.6%	28.5%	20.8%	8.3%	1.4%	0.0%
2027/1/27	0.1%	1.0%	4.5%	12.9%	23.8%	28.1%	20.2%	8.0%	1.3%	0.0%
2027/3/17	0.2%	1.1%	4.7%	13.2%	24.0%	27.9%	19.9%	7.8%	1.3%	0.0%
2027/4/28	0.5%	2.3%	7.5%	16.8%	25.3%	25.2%	15.9%	5.7%	0.9%	0.0%
2027/6/9	0.4%	1.8%	6.3%	14.5%	23.2%	25.2%	18.2%	8.2%	2.0%	0.2%
2027/7/28	0.3%	1.6%	5.6%	13.2%	21.8%	24.9%	19.3%	9.7%	3.0%	0.5%
2027/9/15	0.3%	1.6%	5.5%	13.2%	21.8%	24.9%	19.3%	9.8%	3.0%	0.5%
2027/10/27	0.3%	1.5%	5.2%	12.5%	21.0%	24.6%	19.8%	10.7%	3.7%	0.7%

资料来源：iFinD，CME FedWatch，铜冠金源期货

图表 8 “法院会迫使特朗普退还关税”的概率定价



Will the Court Force Trump to Refund Tariffs?

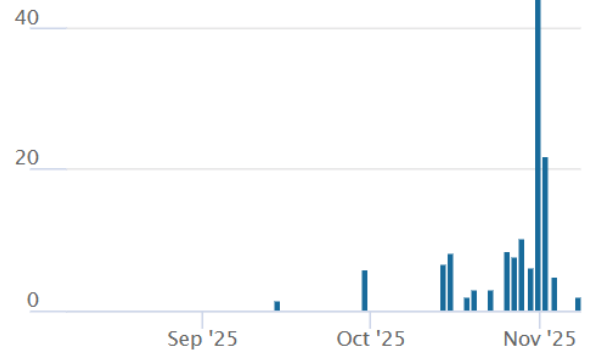
20% chance ▲ 12%

Polymarket



图表 9 美联储回购操作规模（十亿美元）

\$Billions



资料来源：Polymarket，纽约联储，铜冠金源期货

2、【中国】景气低温、通胀回升、《十五五》规划聚焦科技与消费

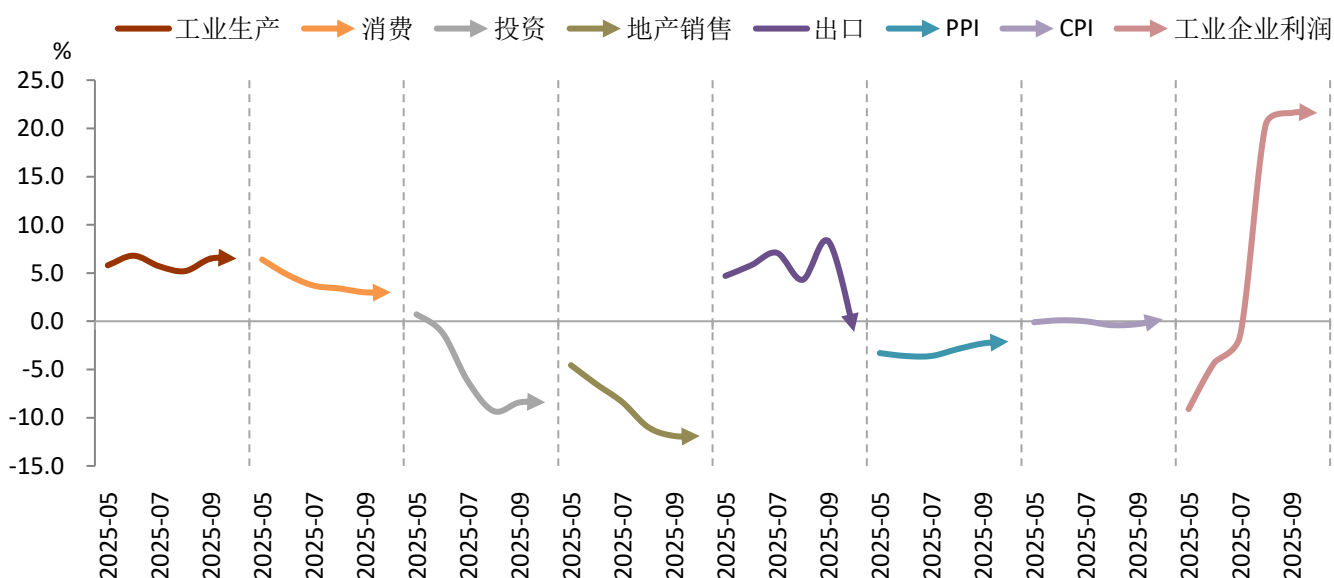
10 月中国综合 PMI 回落至 50.0，前值 50.6，其中制造业 PMI 回落至 49.0、仍处于收缩区间，服务业小幅回升至 50.2，建筑业继续回落至 49.1，两者均处于历年同期低位；核心 CPI 回升至 1.2%、创下 20 个月来新高。总体而言，国内整体呈现通胀修复、景气度偏低的局面。

三季度 GDP 增长符合预期，投资拖累增长，政策重心转向中期衔接。2025 年三季度 GDP 同比增长 4.8%，略低于市场预期的 5.1%，前三季度累计增长 5.2%。分产业看，第一产业同比增长 4.0%（前值 3.8%），第二产业 4.2%（前值 4.8%），第三产业 5.4%（前值 5.7%），结构上服务业仍为主要支撑。按需求分项，三季度消费、投资和净出口对 GDP 的拉动分别为 2.7%、0.9%和 1.2%，其中消费与净出口贡献与上季度持平，投资项较第二季度的 1.3%明显回落，成为增速放缓的核心拖累。展望后市，全年完成 5%左右的目标压力不大，年内出台大规模新增刺激政策的可能性较低，宏观政策重心正由短期托底逐步转向中期衔接与结构优化。

GDP 平减指数已连 10 季度为负，产能利用率环比好转，反内卷显著见效仍需时间。2025 年前三季度名义 GDP 同比增长 4.1%，明显低于实际 GDP 增速 5.2%，GDP 平减指数同比录得-1.08%，较第二季度的-1.0%进一步走弱，已连续 10 个季度为负。二季度产能利用率为 74.6%，环比走高，仍处于 2017 年来历年同期低位，三季度“反内卷”政策已由顶层定调进入行业落实阶段，但政策传导与见效仍需时间，后续重点跟踪该指标的变化。

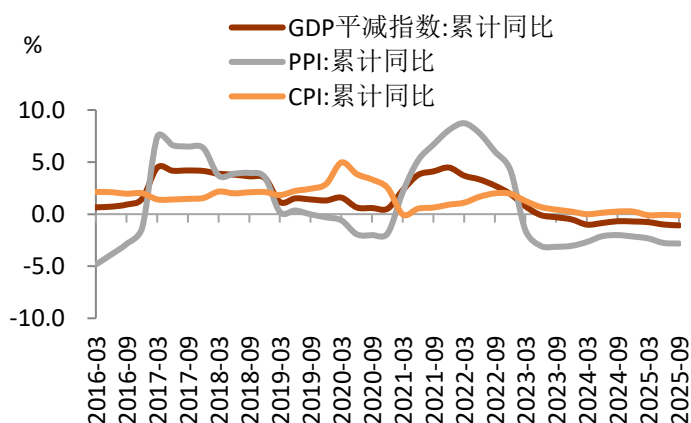
《十五五规划》落地，聚焦“科技自强、内需扩张”。2025 年 10 月四中全会顺利召开，《十五五规划纲要》全文发布，整体基调呈现“科技、内需”的双驱格局：①科技自立自强（强度显著上升）：文件明确要求“完善新型举国体制，采取超常规措施，全链条推动集成电路、工业母机、高端仪器、基础软件、先进材料、生物制造等关键核心技术取得决定性突破”，并首次把基础软件、加大政府采购自主创新产品力度写入。②内需被抬升为核心驱动力：强调“居民消费率明显提高”“内需主导、消费拉动、内生增长”——并通过“投资于（教育、医疗、养老、育幼）与收入分配调整”来支撑消费。

图表 10 中国经济指标 9 月同比增速概览

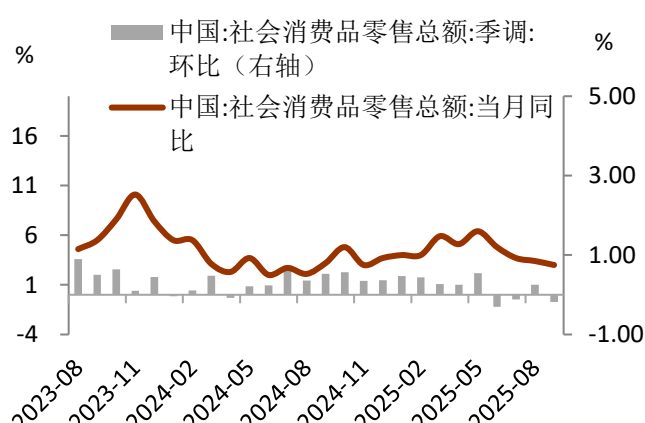


资料来源：iFinD，铜冠金源期货（出口、通胀数据截至 2025 年 10 月）

图表 11 GDP 平减指数

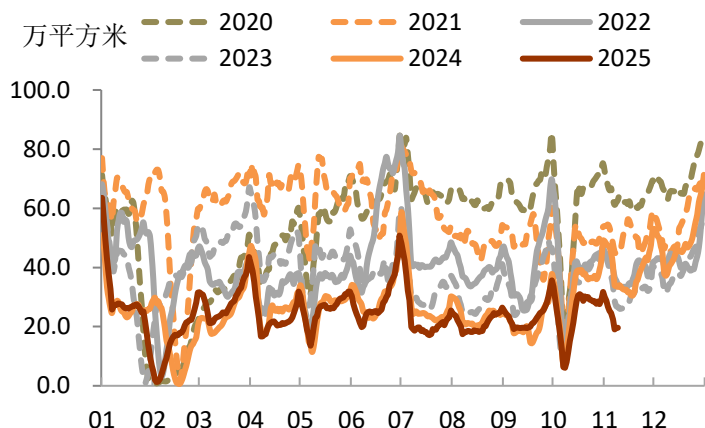


图表 12 社会消费品零售

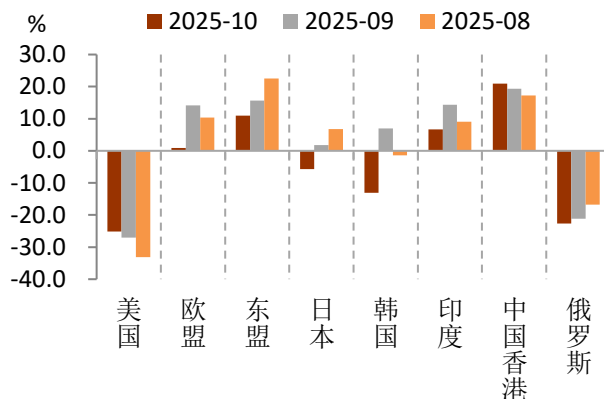


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 13 30 城商品房成交面积



图表 14 对主要国家出口增速（美元计价）



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

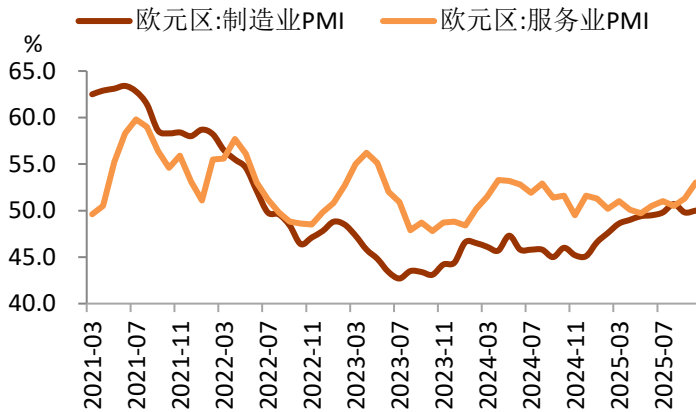
3、【欧洲】延续温和复苏，年内不再降息，宽财政兑现仍需时日

10 月欧洲综合 PMI 继续回升至 52.5，前值 51.2，其中制造业 PMI 小幅回升至 50.0、服务业 PMI 显著升至 53.0，核心 CPI 连续 2 个月持平在 2.4%，整体呈现通胀偏低、经济景气持续修复的局面。

低通胀、弱增长、稳就业，欧央行降息拐点已现。三季度欧元区 GDP 环比增长 0.2%、同比增长 1.3%，较 Q2 有所加快，反映整体经济动能正缓慢修复。10 月服务业 PMI 升至 53.0，继续主导扩张，而制造业 PMI 回升至 50.0 荣枯线，显示工业活动虽止跌企稳但复苏基础仍弱。通胀方面，10 月 HICP 初值为 2.1%，较 9 月的 2.2%略有下降，核心通胀（剔除能源与食品）维持在 2.4%，其中服务通胀高达 3.4%，能源项同比下降 1.0%，显示总体物价已接近欧洲央行 2%的目标，但服务价格粘性仍强。劳动力市场表现稳健，9 月失业率维持在 6.3%的低位，与上月持平。总体而言，欧元区处于“低通胀、弱增长、稳就业”的温和修复阶段。10 月欧央行如期按兵不动、连续 3 次维持存款利率在 2.0%，强调通胀已接近 2%中期目标，明确未来政策将“以数据为依托、逐次会议决定”，且不承诺利率路径，目前市场定价半年内欧央行不再降息。

欧元区财政扩张尚未兑现。截至 11 月，欧洲财政扩张并未兑现年初的“大幅扩张”预期。欧委会最新预测显示，2025 - 2026 年欧元区财政立场仍偏紧，新增支出主要集中在防务和绿色转型中长期规划，对短期增长拉动有限。欧盟虽通过 2028 - 2034 年约 1.85 万亿欧元长期预算，但 2025 年仍以执行旧项目为主，缺乏新增刺激。德国方面，财政扩张已从制度铺垫转向初步落地：防务支出突破债务刹车、5000 亿欧元基础设施基金启动、2025 - 2029 年约 3800 亿欧元特别借贷额度确。综合来看，欧洲及德国财政扩张在制度与预算层面均已启动，但资金释放节奏更慢，刺激效应集中在 2026 年以后，2025 年的实际拉动有限，财政扩张更多向中长期“铺路”。

图表 15 欧元区 PMI

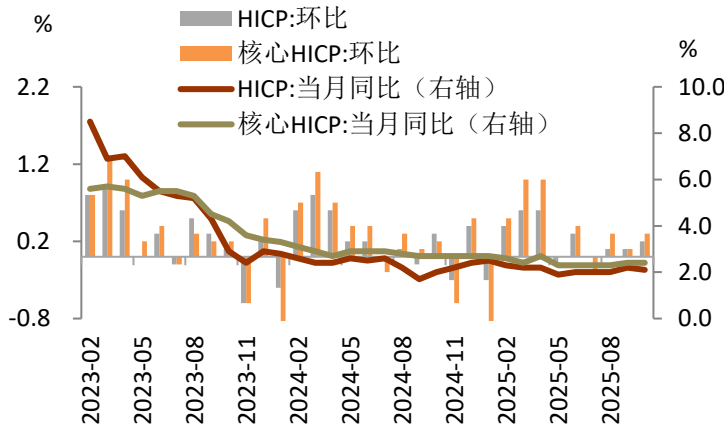


图表 16 欧元区失业率

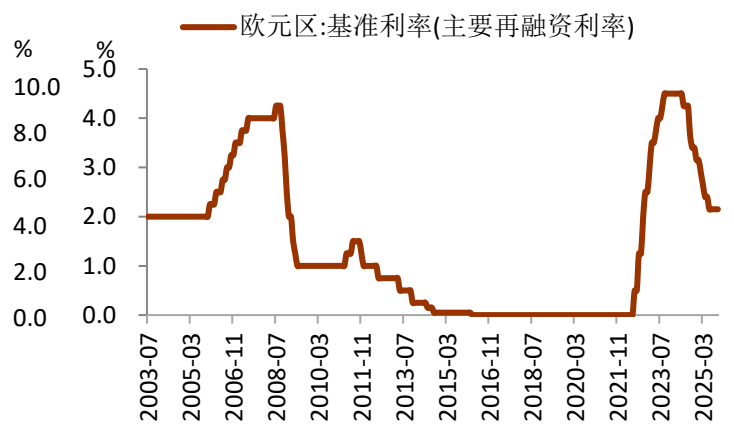


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 17 欧元区 CPI



图表 18 欧元区基准利率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、【日本】经济复苏不均衡，新首相主张宽财政，日央行谨慎观望

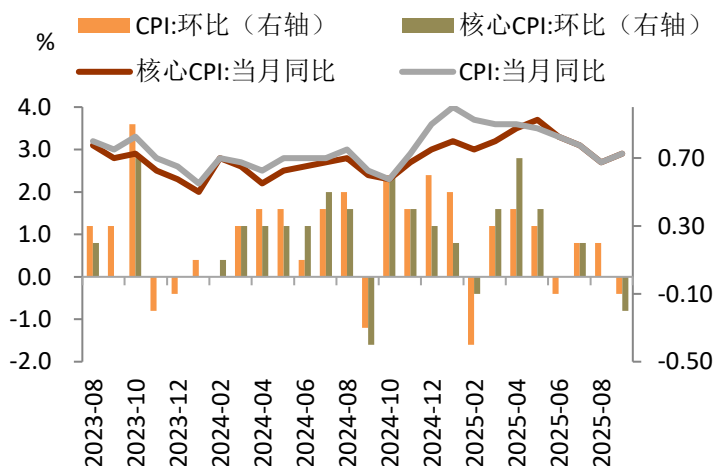
10月日本综合 PMI 继续扩张至 51.5，其中制造业 PMI 继续回落至 48.2、服务业仍处于至 53.1 高位景气区间，9月核心 CPI 小幅回升至 2.9%，整体呈现通胀脱离高位、经济景气服务业热、制造业冷的格局。

10月新首相上任，宽财政驱动“强经济、强安全”政策主张。日本新首相高市早苗于 2025 年 10 月上任，其主张以积极财政政策和国家主导的战略投资推动经济增长，同时在安全与外交上延续“安倍路线”，强化美日同盟并将防卫预算提前至 2026 财年达到 GDP 的 2%，整体政策取向为“强经济+强安全”，通过公共投资与产业升级带动企业盈利和居民收入的改善。11 月政府草案显示，内阁正筹备面向 2026 财年的综合刺激计划，重点包括：①战略产业投资（半导体、AI、电池、绿色能源）；②企业减税与家庭补贴；③防卫支出与能源安

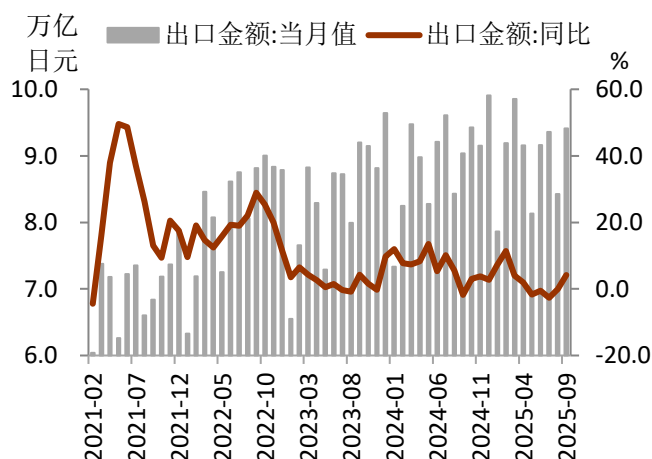
全投入。

名义改善快于实际增长，制造业服务业复苏不均衡，日央行加息渐近、仍在观望。9月日本CPI同比上升2.9%，剔除食品与能源后的核心CPI为3.0%，连续数月高于日本央行2%的目标。同期家庭支出同比仅增1.8%，已连续四个月低于通胀水平，显示居民实际购买力持续走弱。制造业景气继续收缩，10月PMI降至48.2，创近19个月新低，新订单与出口需求同步下滑；服务业则保持稳健扩张，10月PMI录得53.1，虽较9月略降但仍处于高景气区间。外需方面，9月出口同比增长4.2%，为五个月来首次转正，其中对华出口增长5.8%，对美出口下降13.3%。整体而言，日本经济呈现“名义改善、实际疲软”的特征：物价上升掩盖了消费动能不足，工资增速仍未能抵御通胀冲击，内需修复仍需依托财政刺激与企业加薪的持续传导。日本央行仍保持谨慎观望态度，利率期货显示年内加息概率不足50%，但已充分计价明年3月前加息1次。

图表 19 日本 CPI

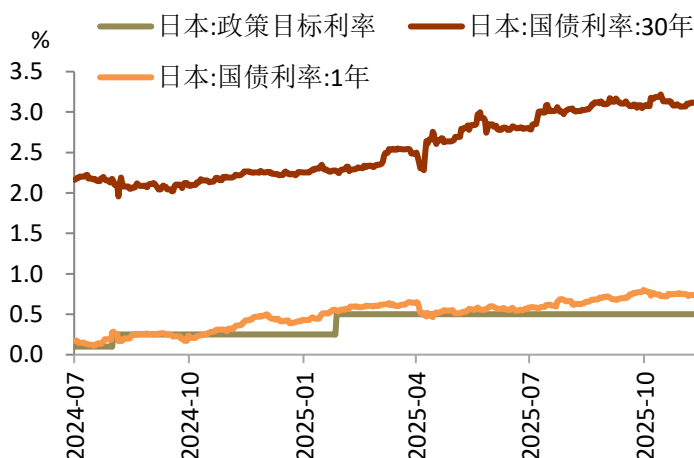


图表 20 日本出口数据

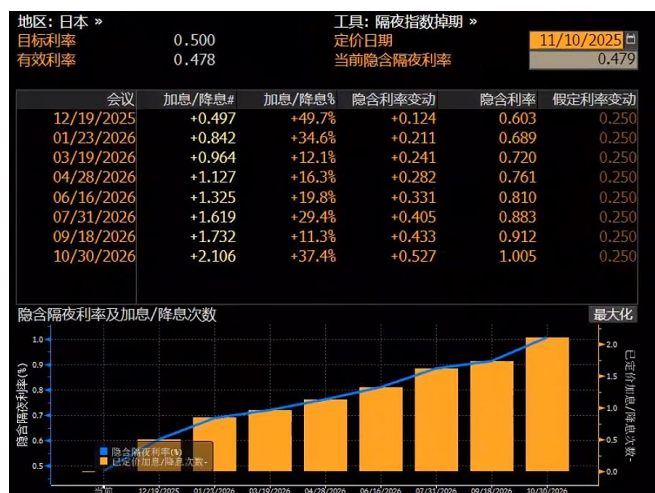


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 21 日本政策目标利率及国债利率



图表 22 日本利率期货定价



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

二、全球主要央行政策节奏

截至 2025 年 11 月，全球主要央行货币政策路径发生边际变化：美联储 9-10 月连续降息 2 次、12 月利率决议仍不确定；欧央行降息周期已告一段落；日本央行则处于加息周期初期，步伐依旧谨慎。整体而言，全球政策利率重心下移趋势延续，但势头偏缓、主要央行节奏分化。

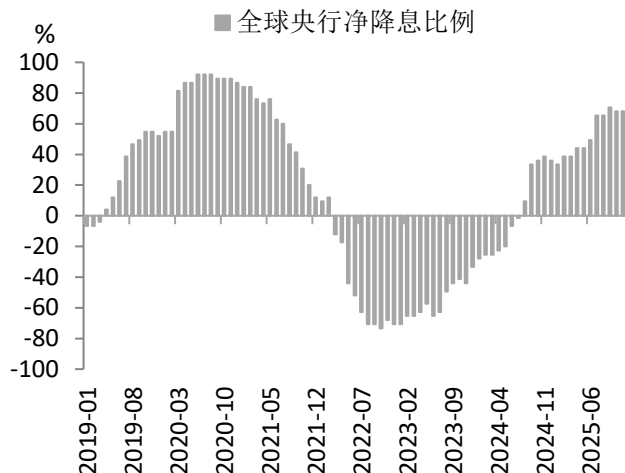
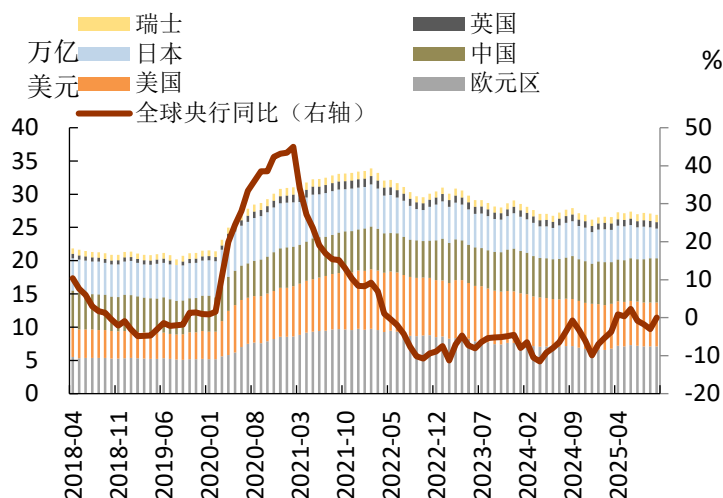
从“价”的维度上看，2022 年初至 2023 年中，受高通胀压力推动，全球主要经济体同步加息、收紧流动性，全球央行净降息比例一度维持在-70%左右的历史极低区间。自 2023 年下半年起，降息央行占比逐步回升，货币政策环境边际转松。2024 年下半年，净降息比例由负转正，截至 2025 年 11 月录得 68.0%，持平 10 月，处于近三年高位，反映全球央行货币政策边际宽松趋势延续。

从“量”的维度上看，全球主要央行自 2022 年初起进入长周期的缩表和去杠杆阶段，其总资产持续回落。2024 年起，美联储缩表节奏放缓，欧洲央行可预期的被动缩表，日本进程更为缓慢，中国央行则相对稳定。截至 2025 年 10 月，全球央行资产同比增速录得 0.0%，较 9 月-3.0%回升，目前“量”的收缩总体结束，10 月 FOMC 美联储宣布 12 月起暂停缩表，欧央行正主要靠停止再投资自然缩表，日央行 6 月宣布 2026 财年开始放慢国债购买削减步伐。

美联储连续降息，欧央行暂停降息，日央行加息在即。美联储 2025 年已降息 2 次、共 50BP，10 月 FOMC 以 10:2 通过降息 25BP，将联邦基金利率区间下调至 3.75%-4.00%。特朗普新任命委员米兰主张应降息 50BP，堪萨斯联储主席则倾向按兵不动，显示内部分歧仍存。鲍威尔在会后表示，12 月未必继续降息，受政府停摆影响，关键数据缺失令前景更趋不确定，但当前经济仍具韧性、就业未现明显放缓，反映本次降息更具“预防性”，目前 CME 利率期货定价 12 月降息概率约为 69%。此外，美联储宣布 12 月 1 日结束缩表，表明其在美国政府停摆和 ON RRP 即将耗尽的背景下，呵护市场流动性的意图。**欧央行** 10 月如期第三次暂停降息，继 2024、2025 年分别累计降息 100BP 后，宽松周期已告一段落。行长拉加德指出：①欧央行当前政策立场“处于适宜水平”，将依据数据表现逐次会议作出决策，暂不预设降息路径；②尽管通胀已接近目标，但上行风险仍存，而制造业低迷及外部需求走弱使经济复苏基础依然脆弱。缩表方面，欧央行继续采取“停止再投资、资产自然到期退出”的方式被动、逐步收缩资产负债表。**日央行**处于加息周期初期，10 月议息会议连续第六次维持政策利率在 0.5%，多数委员认为加息条件已基本具备，八成意见支持近期上调利率，以确保企业加薪势头得以延续，若全球经济未出现明显负面因素且工资增长持续，最早可能在 12 月或明年 1 月加息。缩表方面，BOJ 目前维持至 2026 年 3 月前的既定缩表计划，每季度削减国债购买 4000 亿日元；自 2026 财年起将减半至每季度 2000 亿日元，使月度购债于 2027 年降至约 2 万亿日元，整体节奏偏温和、渐进。

图表 23 全球主要央行总资产规模及同比增速

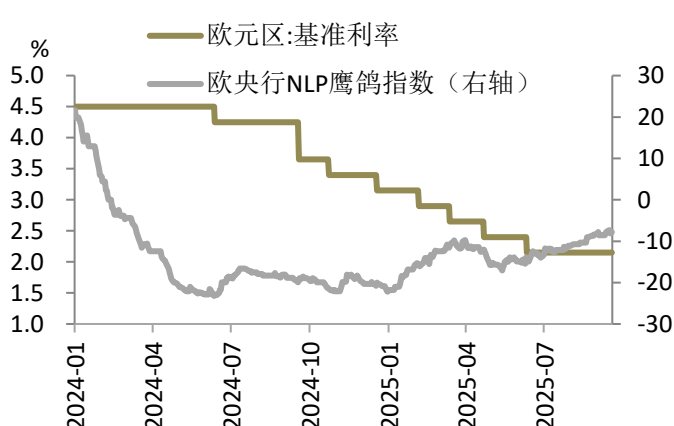
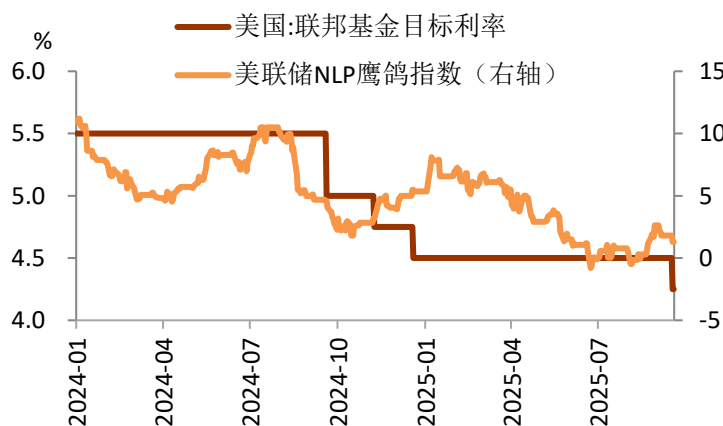
图表 24 全球央行净降息比例



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货（全球央行净降息比例=降息央行占比-加息央行占比）

图表 25 美联储 FED SPEAK NLP 鹰鸽指数

图表 26 欧央行 ECB SPEAK NLP 鹰鸽指数



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货（鹰鸽指数越低，代表政策立场越偏鸽，倾向于货币宽松）

三、全球制造业景气温和向上

全球制造业在 2025 年 10 月继续温和复苏、地区依旧呈现分化，标普全球制造业 PMI 从 9 月 50.8 微升至 10 月 50.9，连续 3 个月处于扩张区间。

欧美：美国保持领先，欧元区延续温和扩张。美国制造业 PMI（52.5）连续 3 月保持在扩张区间，生产与新订单同步改善，但出口疲弱、价格上行；欧元区（50.0）整体维持扩张边缘，生产扩张，但内外需求略显疲软。分国别看，德国（49.6）仍略低于荣枯线但企稳迹象增强，法国（48.8）温和回升，意大利（49.9）继续接近扩张，希腊（53.5）保持强劲领先；英国（49.7）生产好转带动景气回升。

亚洲：印度高位稳定，日韩趋弱，东盟持续扩张。印度制造业景气（59.2）保持近年高位，内需与出口订单双强；日本（48.2）与韩国（49.4）小幅下滑，回落至收缩区间；中国台湾（50.3）重回荣枯线上方，东盟（52.7）延续扩张势头，但区域分化仍在：越南（54.5）制造业景气度高，泰国（56.6）大幅回升创年内新高，印尼（51.2）稳健扩张，马来西亚（49.5）略低于荣枯线。

新兴市场：整体偏弱，拉美承压，南非回升。巴西 PMI（48.2）再度跌入收缩区间，内需疲软；墨西哥（49.5）略低于荣枯线，复苏不稳；俄罗斯（48.0）温和回落，制造业仍承压；南非（53.1）强劲反弹至扩张区间。

总体而言，全球制造业保持回升趋势，其中美国、印度和东盟处于增长领先地位，欧元区及日韩则呈现温和和收缩，新兴市场整体表现较弱。特朗普关税政策的扰动逐渐消退，美联储降息周期延续，预计全球制造业景气向上动能犹存。

图表 27 全球主要国家制造业 PMI（标普口径）

国家	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11
美国	52.5	52.0	53.0	49.8	52.9	52.0	50.2	50.2	52.7	51.2	49.4	49.7
欧元区	50.0	49.8	50.7	49.8	49.5	49.4	49.0	48.6	47.6	46.6	45.1	45.2
德国	49.6	49.5	49.8	49.1	49.0	48.3	48.4	48.3	46.5	45.0	42.5	43.0
法国	48.8	48.2	50.4	48.2	48.1	49.8	48.7	48.5	45.8	45.0	41.9	43.1
英国	49.7	46.2	47.0	48.0	47.7	46.4	45.4	44.9	46.9	48.3	47.0	48.0
希腊	53.5	52.0	54.5	51.7	53.1	53.2	53.2	55.0	52.6	52.8	53.2	50.9
意大利	49.9	49.0	50.4	49.8	48.4	49.2	49.3	46.6	47.4	46.3	46.2	44.5
日本	48.2	48.5	49.7	48.9	50.1	49.4	48.7	48.4	49.0	48.7	49.6	49.0
韩国	49.4	50.7	48.3	48.0	48.7	47.7	47.5	49.1	49.9	50.3	49.0	50.6
中国台湾	50.3	48.3	47.9	48.0	49.6	51.0	48.9	54.2	54.0	48.7	50.8	51.4
东盟	52.7	51.6	51.0	50.1	48.6	49.2	48.7	50.8	51.5	50.4	50.7	50.8
越南	54.5	50.4	50.4	52.4	48.9	49.8	45.6	50.5	49.2	48.9	49.8	50.8
泰国	56.6	54.6	52.7	51.9	51.7	51.2	49.5	49.9	50.6	49.6	51.4	50.2
印尼	51.2	50.4	51.5	49.2	46.9	47.4	46.7	52.4	53.6	51.9	51.2	49.6
马来西亚	49.5	49.8	49.9	49.7	49.3	48.8	48.6	48.8	49.7	48.7	48.6	49.2
印度	59.2	57.7	59.3	59.1	58.4	57.6	58.2	58.1	56.3	57.7	56.4	56.5
巴西	48.2	46.5	47.7	48.2	48.3	49.4	50.3	51.8	53.0	50.7	50.4	52.3
墨西哥	49.5	49.6	50.2	49.1	46.3	46.7	44.8	46.5	47.6	49.1	49.8	49.9
俄罗斯	48.0	48.2	48.7	47.0	47.5	50.2	49.3	48.2	50.2	53.1	50.8	51.3
南非	53.1	52.1	49.8	48.0	45.3	43.1	41.4	50.3	46.0	42.5	45.1	55.8

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B1 栋 9 楼 910、911 室

电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。