

9 月 PMI 数据点评

年内扩内需政策或仍值得期待

9 月制造业产、需环比小幅上升。9 月非制造业 PMI 指数环比小幅下滑。金属制品业、汽车制造业景气度环比明显回升。

- 9 月制造业产、需环比小幅上升。9 月制造业 PMI 指数为 49.8%，环比（8 月，下同）回升 0.4 个百分点；制造业景气度在收缩区间继续回升。着眼重要细分项，9 月新订单指数 49.7%，环比小幅上升 0.2 个百分点，其中，新出口订单指数环比上升 0.6 个百分点，实现 47.8%。生产指数实现 51.9%，环比上升 1.1 个百分点；原材料库存指数为 48.5%，环比上升 0.5 个百分点；产成品库存指数为 48.2%，环比上升 1.4 个百分点；从业人员指数为 48.5%，环比上升 0.6 个百分点；供货商配送时间指数为 50.8%，环比上升 0.3 个百分点。企业预期方面，制造业生产经营活动预期指数实现 54.1%，环比上升 0.4 个百分点，制造业经营预期延续回暖。
- 制造企业采购备货意愿有所回升。9 月生产指数环比上升，制造业生产活动维持活跃。从细分指标看，月内采购和原材料库存指数环比分别上升 1.2 和 0.5 个百分点，其中采购指数仍处于扩张区间，制造企业采购备货意愿有所回升。
- 年内扩内需政策或仍值得期待。从价格表现看，9 月制造业价格指数有所下滑，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别较上月下滑 0.1 和 0.9 个百分点，但主要原材料购进价格指数仍维持在较高景气区间，当月值为 53.2%。

“反内卷”政策对部分制造业子行业价格表现仍有提振：一方面，“反内卷”政策仍对部分中游设备制造业出厂价格有所支撑，9 月电气机械及通用设备制造业出厂价格指数均处于荣枯线以上水平，其中，专用设备制造业出厂价格指数环比上升 2.2 个百分点。另一方面，“反内卷”政策对部分原材料加工业的购进、出厂价格指数也有支撑，9 月黑色金属、非金属矿物制品业原材料购进价格指数均仍处于荣枯线以上水平；9 月黑色金属冶炼及压延加工业出厂价格指数环比明显上升，“反内卷”政策或带动当月行业盈利改善。

需求不振或将对制造业产业链整体表现有所掣肘。9 月，尽管部分中游设备制造业出厂价格指数仍在扩张区间，但当月电气机械及通用设备制造业产成品库存及新订单指数环比均有下滑，国内需求仍待修复，年内扩内需政策或仍值得期待。

- 9 月非制造业 PMI 指数环比小幅下滑。9 月非制造业 PMI（商务活动）指数实现 50.0%，环比下滑 0.3 个百分点，持平于荣枯线水平。从需求端看，9 月新订单指数为 46.0%，环比下滑 0.6 个百分点。外需方面，新出口订单指数实现 49.8%，环比回升 1.0 个百分点。9 月非制造业从业人员指数实现 45.0%，环比下滑 0.6 个百分点，仍处于收缩区间。供应商配送时间指数实现 51.1%，环比下降 0.2 个百分点。
- 风险提示：海外通胀韧性超预期；地缘关系的不确定性。

相关研究报告

《中银量化多策略行业轮动周报 - 20251009》20251013
《策略周报》20251013
《中银量化大类资产跟踪》20251013

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

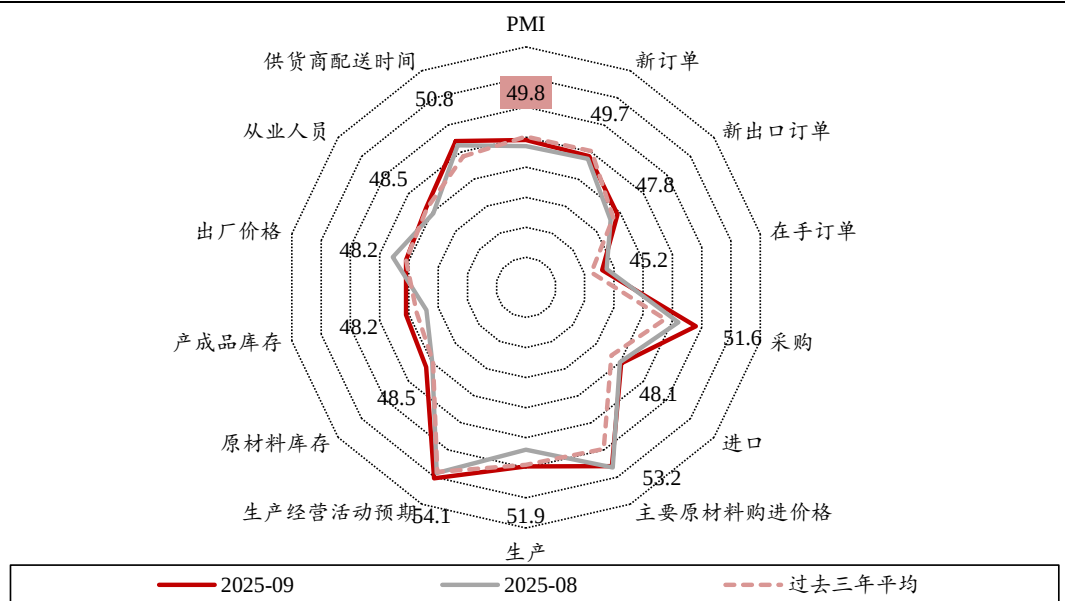
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

制造业景气度在收缩区间继续回升

9月制造业产、需环比小幅上升。9月制造业PMI指数为49.8%，环比（8月，下同）回升0.4个百分点；制造业景气度在收缩区间继续回升。着眼重要细分项，9月新订单指数49.7%，环比小幅上升0.2个百分点，其中，新出口订单指数环比上升0.6个百分点，实现47.8%。生产指数实现51.9%，环比上升1.1个百分点；原材料库存指数为48.5%，环比上升0.5个百分点；产成品库存指数为48.2%，环比上升1.4个百分点；从业人员指数为48.5%，环比上升0.6个百分点；供货商配送时间指数为50.8%，环比上升0.3个百分点。企业预期方面，制造业生产经营活动预期指数实现54.1%，环比上升0.4个百分点，制造业经营预期延续回暖。

制造企业采购备货意愿有所回升。9月生产指数环比上升，制造业生产活动维持活跃。从细分指标看，月内采购和原材料库存指数环比分别上升1.2和0.5个百分点，其中采购指数仍处于扩张区间，制造企业采购备货意愿有所回升。

图表 1. 制造业 PMI 与历史同期相比 (%)



资料来源: wind, 中银证券

年内扩内需政策或仍值得期待。从价格表现看，9月制造业价格指数有所下滑，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别较上月下滑0.1和0.9个百分点，但主要原材料购进价格指数仍维持在较高景气区间，当月值为53.2%。

“反内卷”政策对部分制造业子行业价格表现仍有提振：一方面，“反内卷”政策仍对部分中游设备制造业出厂价格有所支撑，9月电气机械及通用设备制造业出厂价格指数均处于荣枯线以上水平，其中，专用设备制造业出厂价格指数环比上升2.2个百分点。另一方面，“反内卷”政策对部分原材料加工业的购进、出厂价格指数也有支撑，9月黑色金属、非金属矿物制品业原材料购进价格指数均仍处于荣枯线以上水平；9月黑色金属冶炼及压延加工业出厂价格指数环比明显上升，“反内卷”政策或带动当月行业盈利改善。

需求不振或将对制造业产业链整体表现有所掣肘。9月，尽管部分中游设备制造业出厂价格指数仍在扩张区间，但当月电气机械及通用设备制造业产成品库存及新订单指数环比均有下滑，国内需求仍待修复，年内扩内需政策或仍值得期待。

图表 2. 9 月制造业 PMI 变动情况 (%)

订单	进货	生产	销售
新订单	采购量	生产	出厂价格
49.70	51.60	51.90	48.20
0.20	1.20	1.10	(0.90)
(新出口订单)	(进口)	(生产经营活动预期)	产成品库存
47.80	48.10	54.10	48.20
0.60	0.10	0.40	1.40
在手订单	主要原材料购进价格	原材料库存	
45.20	53.20	48.50	
(0.30)	(0.10)	0.50	
	供应商配送时间	从业人员	
	50.80	48.50	
	0.30	0.60	

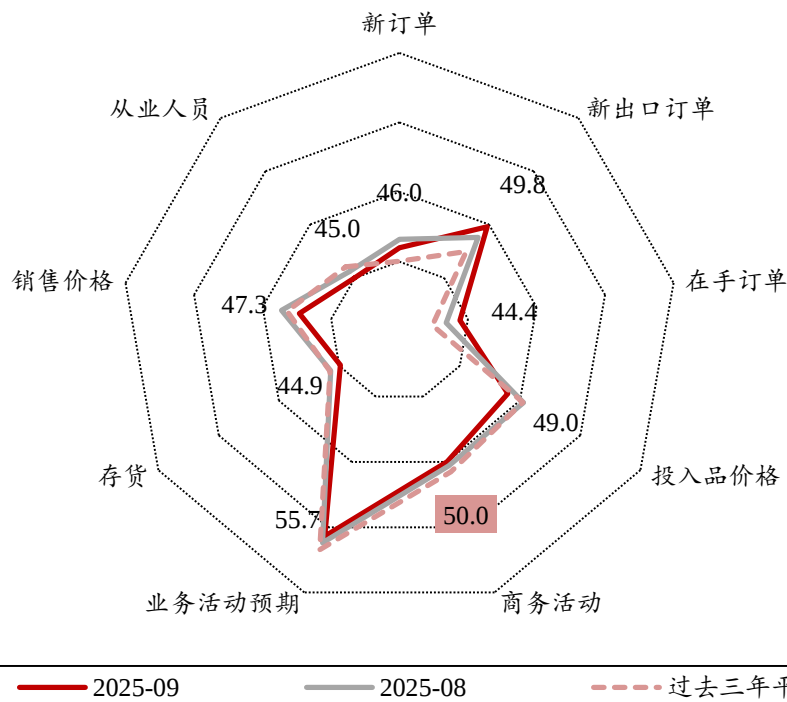
资料来源: wind, 中银证券

从企业规模看, 9 月大型制造业企业 PMI 持续扩张, 支撑持续凸显, 大型企业 PMI 为 51.0%, 环比上升 0.2 个百分点。中小型制造业企业仍处于收缩区间, 9 月中型企业 PMI 为 48.8%, 环比下滑 0.1 个百分点; 9 月小型企业 PMI 为 48.2%, 环比上升 1.6 个百分点。

9 月非制造业 PMI 指数环比小幅下滑

9 月非制造业 PMI 指数环比小幅下滑。9 月非制造业 PMI (商务活动) 指数实现 50.0%, 环比下滑 0.3 个百分点, 持平于荣枯线水平。从需求端看, 9 月新订单指数为 46.0%, 环比下滑 0.6 个百分点。外需方面, 新出口订单指数实现 49.8%, 环比回升 1.0 个百分点。9 月非制造业从业人员指数实现 45.0%, 环比下滑 0.6 个百分点, 仍处于收缩区间。供应商配送时间指数实现 51.1%, 环比下降 0.2 个百分点。

图表 3. 非制造业 PMI 与历史同期相比 (%)

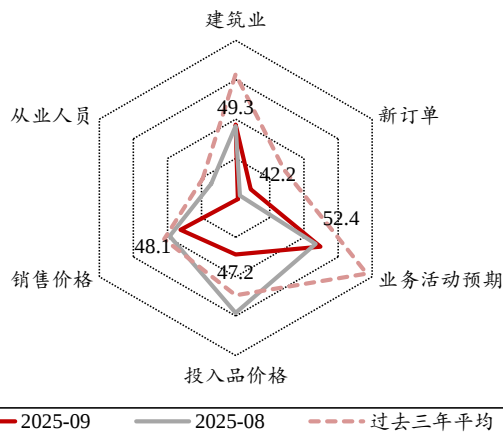


资料来源: wind, 中银证券

9月建筑业景气度仍处于收缩区间。建筑业 PMI 指数实现 49.3%，环比上升 0.2 个百分点，建筑业景气度仍处于收缩区间。9 月新订单指数实现 42.2%，环比回升 1.6 个百分点。从业人员指数实现 39.7%，环比下滑 3.9 个百分点。此外，业务活动预期指数实现 52.4%，环比上升 0.7 个百分点。9 月建筑业需求、预期指数均有回升，假期因素或对建筑业从业人员有所影响。

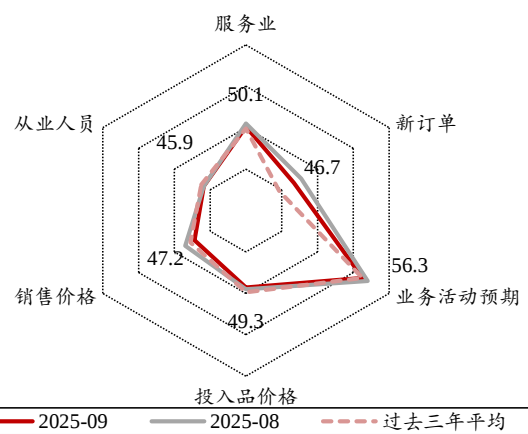
服务业景气度仍维持在扩张区间。9 月服务业 PMI 指数实现 50.1%，环比下滑 0.4 个百分点，服务业景气度仍维持在扩张区间。新订单指数实现 46.7%，环比下降 1.0 个百分点；销售价格指数环比下降 1.3 个百分点至 47.2%；从业人员指数与上月持平，实现 45.9%。

图表 4. 建筑业 PMI 与历史同期相比 (%)



资料来源: wind, 中银证券

图表 5. 服务业 PMI 与历史同期相比 (%)



资料来源: wind, 中银证券

金属制品业、汽车制造业景气度环比明显回升。9 月制造业中，PMI 处于扩张区间的行业个数为 8 个，高技术产业、部分机械设备、消费品及原材料加工业景气度处于扩张区间，其中金属制品业、汽车制造业景气度环比明显回升。非制造业中，9 月经营活动状况指数处于扩张区间的行业个数为 7 个，高技术服务业、部分运输及建筑子行业景气度处于扩张区间，其中，邮政业经营活动状况指数环比上升明显，或与节假日因素有关。

风险提示：海外通胀韧性超预期；地缘关系的不确定性。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371