



作者：
中诚信国际 研究院

院 长 袁海霞
hxyuan@ccxi.com.cn
研 究 员 张 堃
kzhang02@ccxi.com.cn
研 究 员 汪苑晖
yhwang@ccxi.com.cn
研 究 员 赵皓月
hyzhao@ccxi.com.cn



PMI 供给修复强于需求，反内卷促进价格连续回升，2025 年 8 月

PMI 供需均走弱，“反内卷”促进价格回升，2025 年 7 月

PMI 延续回升，供需持续修复但力度减弱，2025 年 6 月

关税冲击回补下供需均有修复，但内需和价格仍偏弱，2025 年 5 月

关税冲击下 PMI 回落，提振内需尤为关键。2025 年 4 月

新动能持续蓄势，价格仍是 PMI 的主要拖累，2025 年 3 月

PMI 延续扩张，产需修复动能有待加强，2024 年 12 月

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵 耿 010-66428731

gzhaog@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

PMI 供需分化加剧，关注价格下行压力

——9 月 PMI 数据点评



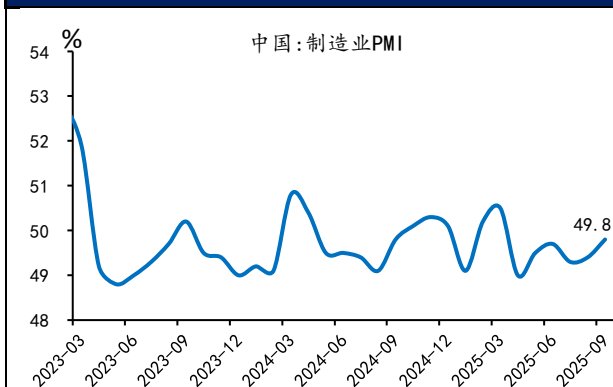
事件：9 月制造业 PMI 为 49.8%，较上月上升 0.4 个百分点；非制造业 PMI 为 50.0%，较上月下降 0.3 个百分点，其中建筑业 PMI 为 49.3%，较上月上升 0.2 个百分点；服务业 PMI 为 50.1%，较上月下降 0.4 个百分点。综合 PMI 产出指数为 50.6%，较上月上升 0.1 个百分点。

- **9 月制造业供需缺口延续扩张，价格下行加剧产成品库存积压。**9 月制造业 PMI 为 49.8%，较上月上升 0.4 个百分点，“PMI 新订单-产成品库存”指数下降 1.2 个百分点至年内最低水平，表明经济增长动能走弱，9 月制造业 PMI 表现基本持平于季节性（2021-2024 年 9 月制造业 PMI 均值为 49.9%）。

➤ **生产显著改善，供需缺口进一步扩大。**9 月制造业 PMI 供需分项均有所改善，新订单和生产分项分别较上月上升 0.2 和 1.1 个百分点，生产改善显著好于需求下，“新订单-生产”指数较上月下降 0.9 个百分点至-2.2%，供需缺口扩张至 2024 年初以来的最高水平。**从需求端来看**，9 月新订单分项较上月上升 0.2 个百分点至 49.7%，虽然连续两个月改善，但改善幅度较小，目前仍处于收缩区间，且略低于季节性（2021-2024 年 9 月制造业 PMI 新订单分项均值为 49.9%）；新出口订单较上月上升 0.6 个百分点，改善幅度大于新订单分项，表明内需仍然是需求改善的主要拖累。**从生产端来看**，9 月极端高温和降水天气消退后制造业生产加快，制造业 PMI 生产分项较上月上升 1.1 个百分点至 51.9%，读数与改善幅度均高于季节性（2021-2024 年 9 月制造业 PMI 生产分项均值为 51.2%，较 8 月的改善幅度均值为 0.7 个百分点）；采购量和从业人员分项分别较上月上升 1.2 和 0.6 个百分点，改善较为显著，表明制造业采购和招工意愿增强。

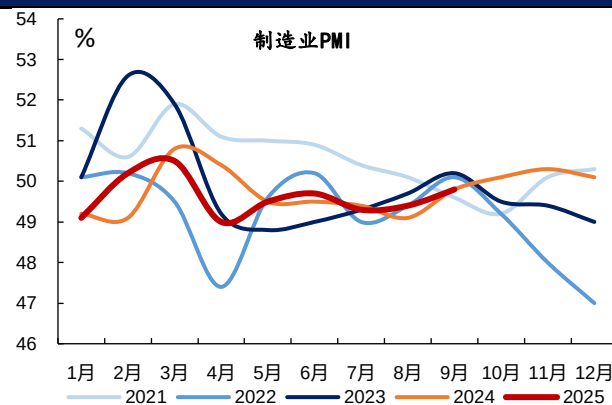
- **产成品库存上升、出厂价格下降，产成品库存积压。**从原材料来看，9月原材料购进价格分项较上月下降0.1个百分点，原材料库存分项较上月上升0.5个百分点，6月以来原材料库存和价格分项基本呈上升趋势，表明“反内卷”效果在上游持续显现，原材料涨价预期下企业加大原材料采购力度。从产成品来看，供需失衡加剧下9月出厂价格分项较上月大幅下降0.9个百分点，产成品库存分项则较上月大幅上升1.4个百分点，或表明“反内卷”效果尚未传递至下游，生产旺盛但需求修复较弱导致产成品出厂价格下降、库存积压。
- **装备制造业和消费品行业扩张较快。**9月装备制造业和消费品行业PMI分别较上月上升1.5和1.4个百分点，高技术制造业PMI较上月微降0.3个百分点，上述三大重点行业PMI均处于扩张区间（分别为51.9%、50.6%、51.6%），且均高于制造业总体水平，产业结构持续优化，新动能和消费对经济的拉动作用增强。9月基础原材料行业PMI较上月下降0.7个百分点至47.5%，结束连续修复态势。
- **小型企业制造业PMI显著修复。**9月大型企业制造业PMI较上月上升0.2个百分点，持续高于临界点，保持平稳扩张态势；中型企业制造业PMI较上月微降0.1个百分点，景气水平较为平稳；小型企业制造业PMI较上月大幅上升1.6个百分点，景气水平改善明显，消费和出口改善或是主要原因（9月制造业PMI出口分项和消费品行业制造业PMI均有所改善），但景气度仍处于收缩区间。

图 1：9 月制造业 PMI 指数较上月上升 0.4 个百分点



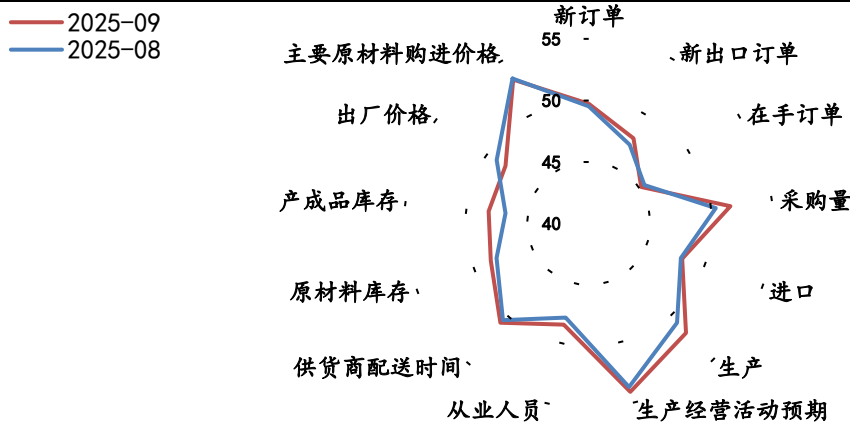
数据来源：Wind, 中诚信国际

图 2：9 月制造业 PMI 表现基本持平于季节性



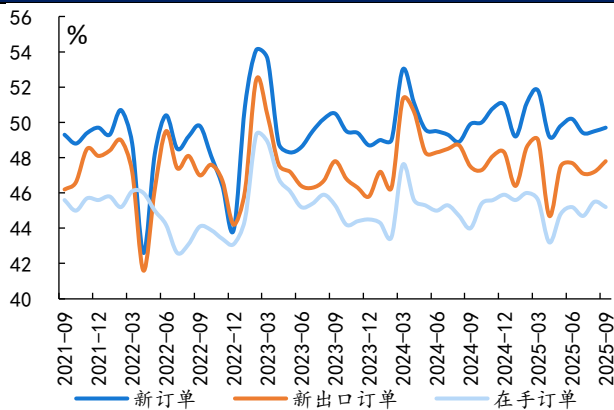
数据来源：Wind, 中诚信国际

图 3：9 月制造业生产端修复强于需求端



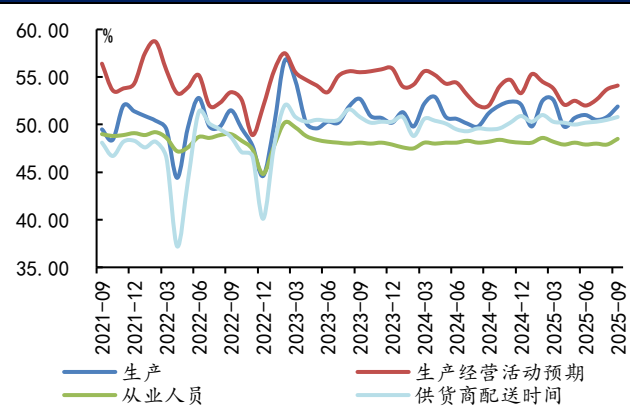
数据来源：Wind, 中诚信国际

图 4：9 月新订单、新出口订单小幅修复



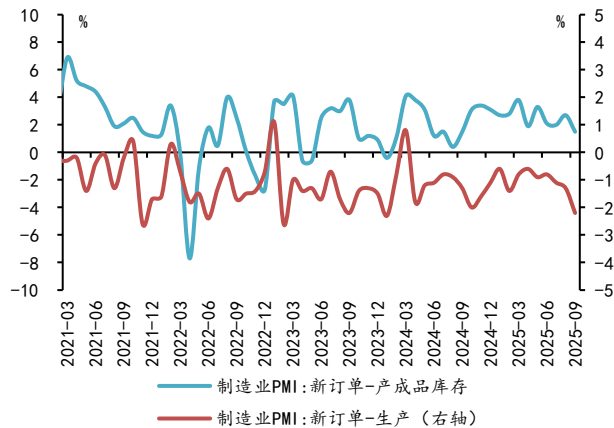
数据来源：Wind, 中诚信国际

图 5：9 月制造业 PMI 生产分项均有所修复



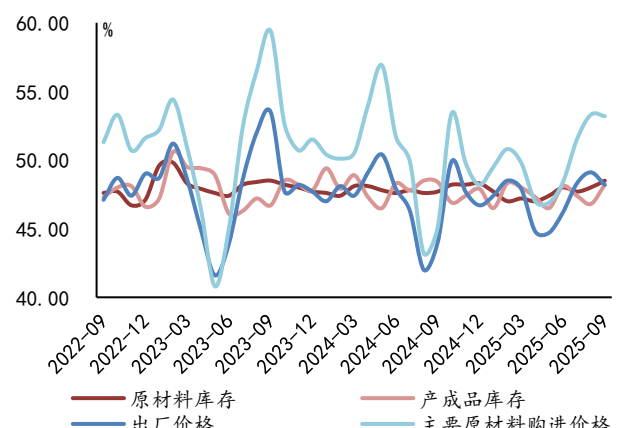
数据来源：Wind, 中诚信国际

图 6：9 月经济动能边际下降，供需缺口扩大



数据来源：Wind, 中诚信国际

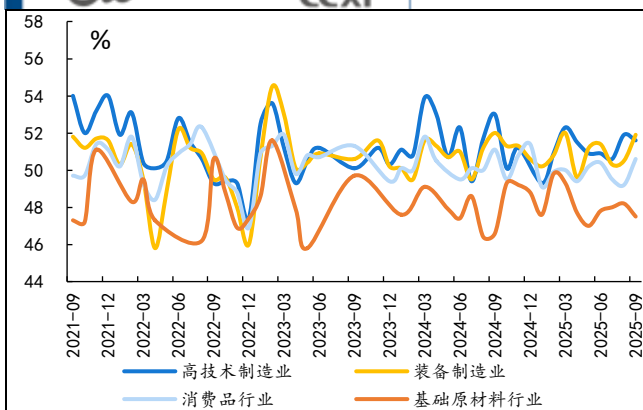
图 7：产成品库存上升，出厂价格下降



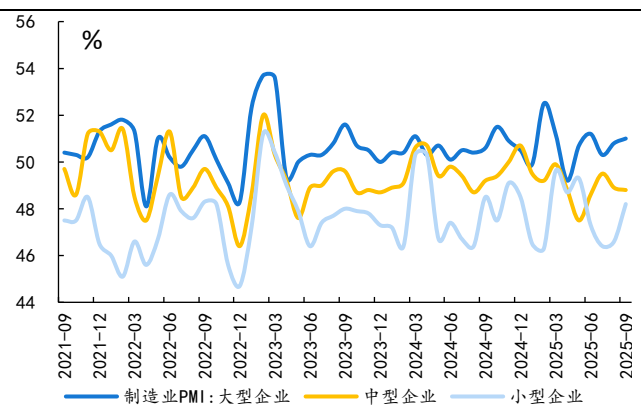
数据来源：Wind, 中诚信国际

图 8：9 月新动能和消费发挥引领作用

图 9：9 月小型企业景气度显著修复



数据来源：Wind, 中诚信国际



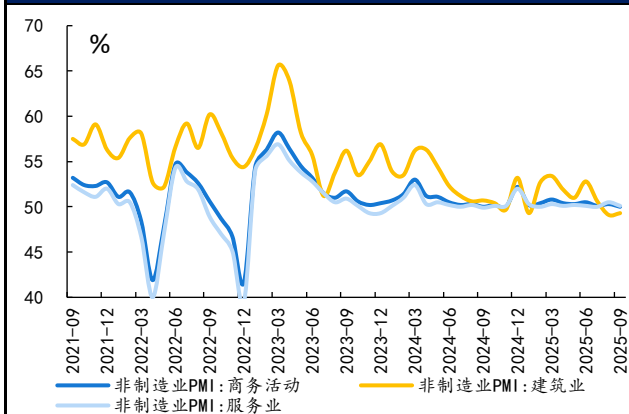
数据来源：Wind, 中诚信国际

■ **非制造业商务活动指数回落至临界点。**9 月非制造业商务活动指数为 50.0%，较上月下降 0.3 个百分点，为年内最低值，且低于季节性（2021-2024 年 9 月非制造业商务活动指数均值为 51.4%）。9 月非制造业新订单、从业人员、投入品价格、销售价格分项均下滑，较上月下降 0.6-1.3 个百分点不等，显示服务业供需、价格均边际走弱。

➤ **建筑业 PMI 小幅回升，但仍处于荣枯线以下。**9 月建筑业商务活动指数较上月上升 0.2 个百分点至 49.3%，景气度小幅回升，但仍处于荣枯线以下，并大幅低于季节性（2021-2024 年 9 月建筑业 PMI 均值为 56.2%），地产修复和基建投资压力依然较大。9 月建筑业 PMI 新订单分项较上月上升 1.6 个百分点，在全国大部分地区高温多雨天气消退、资金到位率小幅提升（据百年建筑调研，截至 9 月 24 日，样本建筑工地资金到位率为 62.5%，较月初上升 0.26 个百分点）等因素影响下，9 月新开工有所恢复，助推本月建筑业 PMI 修复；但销售价格和投入品价格分项分别较上月下降 1.6 和 7.4 个百分点，地产价格仍处于磨底阶段，是建筑业 PMI 修复的主要拖累。

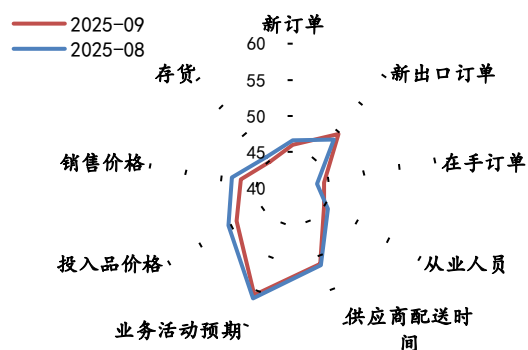
➤ **服务业 PMI 环比下降，需求和价格是主要拖累。**9 月服务业商务活动指数为 50.1%，较上月下降 0.4 个百分点，略低于季节性（2021-2024 年 9 月服务业 PMI 均值为 50.4%），其中，新订单和销售价格分项分别较上月下降 1.0 和 1.3 个百分点。不同行业表现分化，受暑期效应消退、中秋节后移等季节性因素影响，与居民出行消费密切相关的餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数落至临界点以下，拖累服务业 PMI 景气度扩张，但预期随着国庆假期来临，相关行业景气仍有支撑；而新动能相关行业，如邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数均位于 60.0% 以上高位景气区间，业务总量保持较快增长，新动能行业表现向好。

图 10：9 月非制造业 PMI 小幅下降



数据来源：Wind, 中诚信国际

图 11：9 月非制造业 PMI 供需、价格分析边际走弱



数据来源：Wind, 中诚信国际

- **整体来看，9 月制造业 PMI 供需分化加剧，供需失衡下价格下行压力加大。**9 月制造业 PMI 供需两端均边际修复，但供给端修复情况显著好于需求端，供需缺口已经连续三个月扩大，预计 9 月经济数据也将呈现供给强、需求弱的特征，此外，9 月制造业和非制造业 PMI 新出口订单读数均明显边际改善，预计 9 月出口增速将有所回升。价格方面，虽然“反内卷”推动原材料和出厂价格自 6 月起呈上行趋势，但由于当前“反内卷”主要作用于上游原材料，上游原材料价格的上行尚未传导至下游产成品，叠加下游产成品需求依然疲弱，价格下行压力依然较大。如果不能畅通价格由上游原材料到下游产成品的传导机制，则中下游企业将同时面临产成品价格下降、原材料价格上升对利润的“挤出”，进而收缩生产、降低原材料采购，导致上游原材料价格上升也将难以持续。考虑到之前几轮产能过剩治理都配有需求端的扩张政策，在当前供需失衡的背景下，“反内卷”治理可加强与提振需求相关政策的配合，例如提振消费尤其是服务消费、扩大有效投资、加强对外经贸合作等，以推动实现供需平衡、价格企稳回升。此外，9 月底 5000 亿新型政策性金融工具落地，可能对四季度基建投资提供一定支撑，可关注项目衔接以及资金落地使用进度等。

附表：

表 1：综合 PMI、制造业 PMI、非制造业商务活动指数情况（季调后）

指标名称(单位:%)		2025 年 9 月	2025 年 8 月	涨幅
综合 PMI		50.6	50.5	0.1
制造业 PMI		49.8	49.4	0.4
需求	新订单	49.7	49.5	0.2
	在手订单	45.2	45.5	-0.3
	新出口订单	47.8	47.2	0.6
供给	进口	48.1	48.0	0.1
	采购量	51.6	50.4	1.2
	生产	51.9	50.8	1.1
	从业人员	48.5	47.9	0.6
	生产经营活动预期	54.1	53.7	0.4
	供货商配送时间	50.8	50.5	0.3
供求关系	原材料库存	48.5	48.0	0.5
	产成品库存	48.2	46.8	1.4
	原材料购进价格	53.2	53.3	-0.1
	出厂价格	48.2	49.1	-0.9
非制造业 PMI		2025 年 9 月	2025 年 8 月	涨幅
商务活动		50.0	50.3	-0.3
建筑业		49.3	49.1	0.2
服务业		50.1	50.5	-0.4
需求	新订单	46.0	46.6	-0.6
	新出口订单	49.8	48.8	1.0
	在手订单	44.4	43.4	1.0
供给	从业人员	45.0	45.6	-0.6
	业务活动预期	55.7	56.2	-0.5
	供应商配送时间	51.1	51.3	-0.2
供求关系	存货	44.9	45.7	-0.8
	投入品价格	49.0	50.3	-1.3
	销售价格	47.3	48.6	-1.3

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>