

9月PMI数据解读

“秋旺”如期而至

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师： 田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980524090003
联系人： 王奕群 wangyiqun1@guosen.com.cn

事项：

9月份，制造业PMI、非制造业PMI分别为49.8%和50.0%，分别环比上升0.4个百分点和下降0.3个百分点。

评论：

图1：中国PMI主要数据一览

		PMI	企业规模			生产	需求		库存		价格		配送	就业	预期
			大型	中型	小型		新订单	新出口	原材料	产成品	投入	产出			
制造	2025-09	49.80	51.00	48.80	48.20	51.90	49.70	47.80	48.50	48.20	53.20	48.20	50.80	48.50	54.10
	2025-08	49.40	50.80	48.90	46.60	50.80	49.50	47.20	48.00	46.80	53.30	49.10	50.50	47.90	53.70
	2025-07	49.30	50.30	49.50	46.40	50.50	49.40	47.10	47.70	47.40	51.50	48.30	50.30	48.00	52.60
	2025-06	49.70	51.20	48.60	47.30	51.00	50.20	47.70	48.00	48.10	48.40	46.20	50.20	47.90	52.00
	2025-05	49.50	50.70	47.50	49.30	50.70	49.80	47.50	47.40	46.50	46.90	44.70	50.00	48.10	52.50
	2025-04	49.00	49.20	48.80	48.70	49.80	49.20	44.70	47.00	47.30	47.00	44.80	50.20	47.90	52.10
	较上月	0.40	0.20	-0.10	1.60	1.10	0.20	0.60	0.50	1.40	-0.10	-0.90	0.30	0.60	0.40
非制造	2025-09	50.00	52.40	48.40	50.10	-	46.00	49.80	-	44.90	49.00	47.30	51.10	45.00	55.70
	2025-08	50.30	52.90	48.40	50.90	-	46.60	48.80	-	45.70	50.30	48.60	51.30	45.60	56.20
	2025-07	50.10	54.10	46.30	50.90	-	45.70	48.80	-	45.30	50.30	47.90	51.20	45.60	55.80
	2025-06	50.50	52.40	47.10	53.50	-	46.60	49.80	-	44.80	49.90	48.80	51.20	45.50	55.60
	2025-05	50.30	53.30	49.10	50.10	-	46.10	48.00	-	46.10	48.20	47.30	51.10	45.50	55.90
	2025-04	50.40	52.20	49.10	50.90	-	44.90	42.20	-	45.10	47.80	46.60	50.80	45.50	56.00
	较上月	-0.30	-0.50	0.00	-0.80	-	-0.60	1.00	-	-0.80	-1.30	-1.30	-0.20	-0.60	-0.50

资料来源：Wind，中采咨询，国信证券经济研究所整理

结论：制造业PMI继续弱反弹，一定程度反映“秋旺”行情，然而制造业PMI已经连续六个月低于荣枯线。非制造业PMI环比转跌，建筑业和服务业走势分化，消费性服务业回落。“反内卷”政策效果正在显现，生产经营活动的预期在持续转暖，制造业PMI连续第二个月反弹。三季度经济增速或较上半年有显著下行，面对四季度的高基数，政策支持已在路上：一是日前下达5000亿政策性金融工具，或将撬动1.5到2.5万亿基建投资，助力基建和固投增速回升；二是四季度或将提前下达2026年新增专项债和化债再融资债额度，明年政策靠前发力；三是目前已下达第四批690亿“国补”资金，今年3000亿以旧换新资金已全部下达。

具体看，9月PMI有以下几点特征：

9月制造业景气度环比继续回升，连续第六个月位于荣枯线下。PMI回升0.4pct至49.8，连续第六个月位于荣枯线下，同比持平去年9月，低于近三年同期均值。生产与需求同步上行，生产上行幅度仍大于需求。从相对变化看，“产需差”继续扩大。“三大需求”中：新订单(+0.2pct至49.7)、新出口订单(+0.6pct至47.8)上行，现有订单(-0.3pct至45.2)下行。

库存回升，价格回落。库存方面，原材料库存上行（+0.5pct 至 48.5），产成品库存上行更多（+1.4pct 至 48.2）。与此同时，价格指数结束反弹开始回落，且出厂价格比投入价格回落更多，企业利润压力未改善。企业预期继续提升，反内卷政策效果正在显现。分行业看，15 个制造业行业中 8 个（53%）位于景气区间，高于 8 月的 7 个，石油加工、专用设备、汽车制造、计算机通信等行业表现相对较好。

9 月非制造业 PMI 小幅下行，服务业回落，建筑业回升。非制造业景气度环比下行 0.3pct 至 50.0，总体表现显著弱于近年同期（2022-2024 年 9 月均值 50.8）。从结构看，建筑业回升，同时非建筑服务业下行。服务业 PMI 小幅下行（-0.4pct 至 50.1），内部结构分化明显，生产性服务业显著上升。建筑业上行 0.2pct 至 49.3，低于过去 3 年同期平均水平（55.7）。

与制造业情况类似，非制造业价格同样下行。当月价格指数中，产出价格下行（-1.3pct 至 47.3）同时投入价格下行（-1.3pct 至 49.0）。分行业看，非制造业景气行业占比减少。20 个非制造业行业中 9 个（45%）位于景气区间，低于上月。邮政、铁路运输、电信广播、互联网等行业表现相对较好。

◆ 制造业

9 月制造业景气度环比继续回升，连续第六个月位于荣枯线下。PMI 回升 0.4pct 至 49.8，连续第六个月位于荣枯线下，同比持平去年 9 月，低于近三年同期均值。本次制造业的回升幅度小于季节性，环比变化低于过去三年环比均值。从季节性角度观察，历年 9 月相较 8 月有所上行，今年 9 月环比略弱于近年平均水平（2022-2024 年 9 月平均环比+0.63）。分贡献度看，各科目贡献程度分化。按贡献大小分别是生产（贡献+0.275pct）、新订单（贡献+0.06pct）、原料库存（贡献+0.05pct）、雇员（贡献+0.12pct）、配送（贡献-0.045pct）。

生产与需求同步上行，生产上行幅度仍大于需求。从相对变化看，“产需差”继续扩大：新订单小幅回升（+0.2pct），同时生产回升更多（+1.1pct），“产需差”扩大 0.9pct 至 2.2pct，随着“反内卷”政策落地，产需差或转向收窄。从绝对水平看，季节性带动生产回升至 51.8；而“三大需求”中：新订单（+0.2pct 至 49.7）、新出口订单（+0.6pct 至 47.8）上行，现有订单（-0.3pct 至 45.2）下行。

库存回升，价格回落。库存方面，原材料库存上行（+0.5pct 至 48.5），产成品库存上行更多（+1.4pct 至 48.2）。与此同时，价格指数结束反弹开始回落，且出厂价格比投入价格回落更多，企业利润压力未改善。购进价格指数下行 0.1pct 至 53.2，仍位于荣枯线上，黑色、电器机械、通用设备等行业表现较好；出厂价格下行 0.9pct 至 48.2，通用设备、专用设备、医药制造等行业表现较好。

企业预期继续提升，反内卷政策效果正在显现。制造业预期提高 0.4pct 至 54.1，较上月上行。分规模看，大、小企业景气度回升，中型企业回落：大型企业和小型企业上行（大型+0.2pct 至 51.0，小型+1.6pct 至 48.2）；中型企业下行（-0.1pct 至 48.8）。“大小企业差”收窄 1.4pct 至 2.82pct。分行业看，15 个制造业行业中 8 个（53%）位于景气区间，高于 8 月的 7 个，石油加工、专用设备、汽车制造、计算机通信等行业表现相对较好。

◆ 非制造业

9 月非制造业 PMI 小幅下行，服务业回落，建筑业回升。非制造业景气度环比下行 0.3pct 至 50.0，总体表现显著弱于近年同期（2022-2024 年 9 月均值 50.8），2025 年至今波动性较往年减弱。从结构看，建筑业回升，同时非建筑服务业下行。总体非制造业新订单下行（-0.6pct 至 46.0），就业人员下行（-0.6pct 至 45.0）。

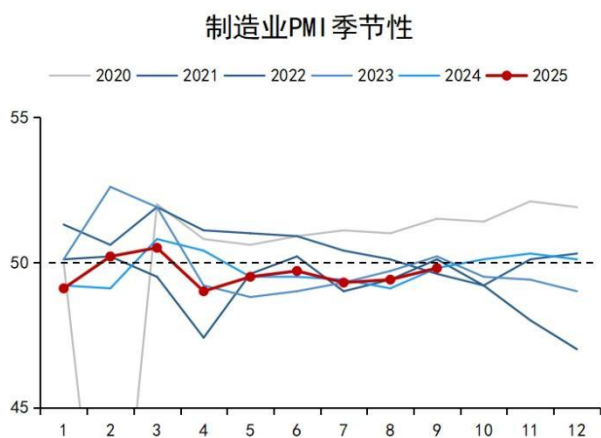
服务业 PMI 小幅下行（-0.4pct 至 50.1），内部结构分化明显，生产性服务业显著上升。一方面，消费性服务业下行（-0.2pct 至 49.0），仍位于荣枯线下。另一方面，生产性服务业显著提高（+1.9pct 至 54.7）。

建筑业上行 0.2pct 至 49.3，低于过去 3 年同期平均水平（55.7）。具体来看下行主要来自土木工程（-4.2pct 至 49.0），均低于去年和过去三年同期水平；建安装饰（+3.8pct 至 52.0）和房地产建筑（+1.6pct 至 48.4）有所回升，高于去年同期水平。

从分项指标看，有三方面值得关注：一是与制造业情况类似，非制造业价格同样下行。当月价格指数中，

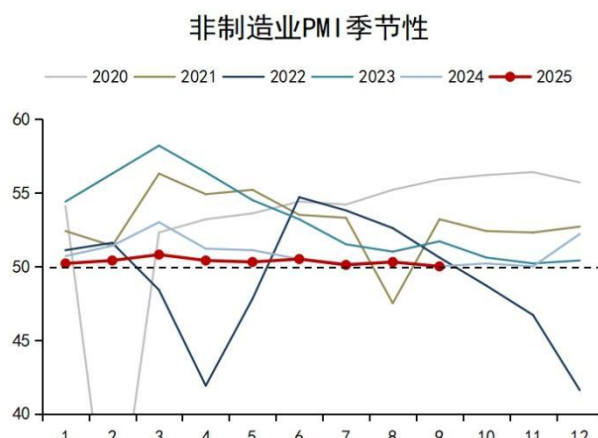
产出价格下行（-1.3pct 至 47.3）同时投入价格下行（-1.3pct 至 49.0），指向企业利润率指标不变（产出价格与投入价格之差-1.7pct）。二是不同规模企业景气度表现与制造业有所区别，中型企业持平，大型和小型企业走弱。当月大、中、小型非制造业企业 PMI 环比分别-0.5pct、0pct 和-0.8pct。三是分行业看，景气行业占比减少。20 个非制造业行业中 9 个（45%）位于景气区间，低于上月。邮政、铁路运输、电信广播、互联网等行业表现相对较好。

图2: 制造业 PMI 的季节性



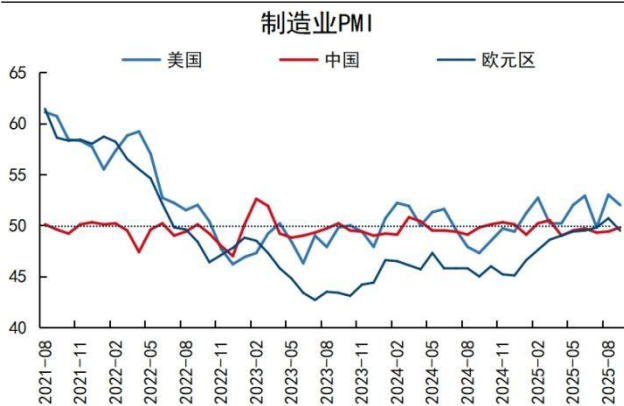
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 非制造业 PMI 的季节性



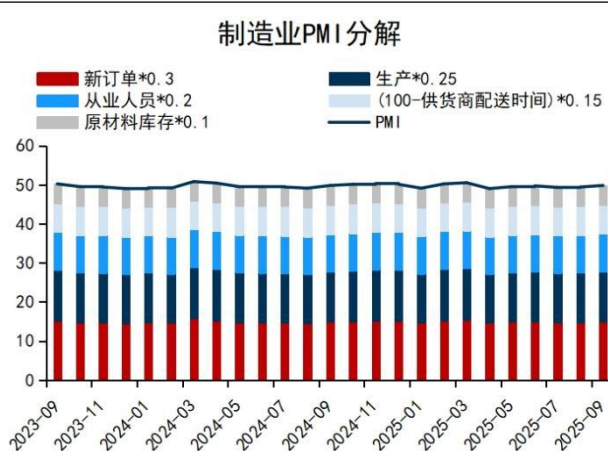
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 制造业 PMI 国际比较



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

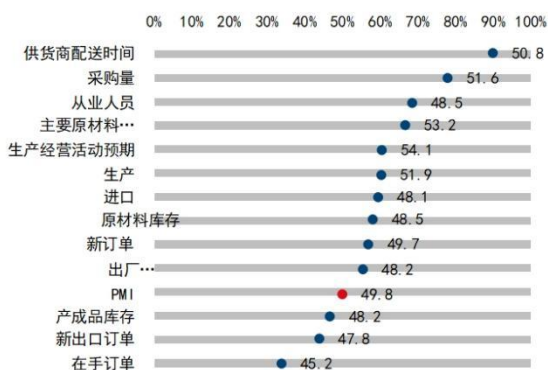
图5: 制造业 PMI 贡献分解



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 制造业主要指标历史分位数

制造业PMI分项占过去3年分位数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 非制造业主要指标历史分位数

非制造业PMI分项占过去3年分位数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 非制造业就业指数

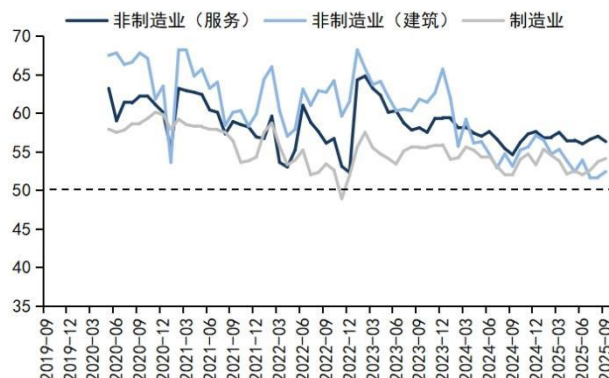
就业指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 非制造业预期指数

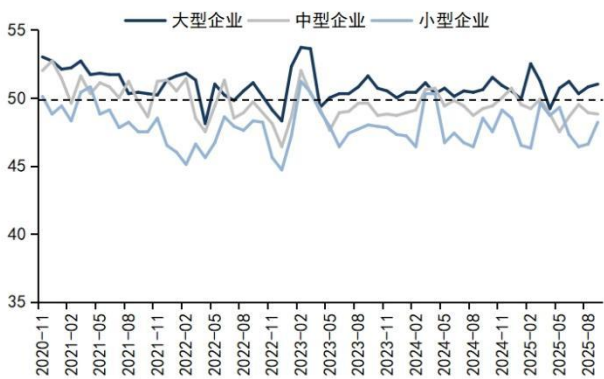
预期指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 大中小制造业企业景气度

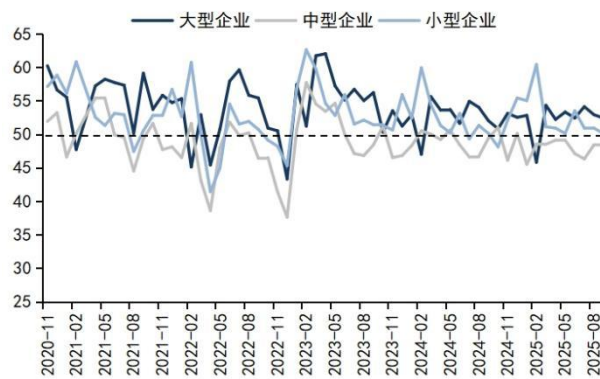
制造业企业规模景气指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 大中小非制造业企业景气度

非制造业企业规模景气指数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

海外市场动荡，海外经济进入衰退。

相关研究报告：

《美国 9 月 FOMC 会议点评-两难中的“中庸之道”》——2025-09-21
《2025 年 8 月财政数据快评-又到政策蓄力时》——2025-09-18
《美国 8 月 CPI 点评-通胀略高预期，宽松基调难改》——2025-09-14
《8 月金融数据解读-社融降温，稳增长诉求再起》——2025-09-13
《通胀数据快评-PPI 环比止跌》——2025-09-11

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032