

景气小幅改善，但低于季节性表现 ——2025 年 9 月 PMI 数据点评

点评

- **制造业 PMI：景气指数小幅回升，生产端回升更快。**2025 年 9 月制造业 PMI 较 8 月回升 0.4 个百分点至 49.8%，高于预期 0.1 个百分点，但仍低于季节性表现（2015-2024 年 8 月制造业 PMI 平均为 50.19%）。从三季度运行情况来看，制造业 PMI 呈上升态势。三季度制造业 PMI 均值为 49.5%，相比上季度和 2024 年同季度均值均上升了 0.1 个百分点，显示三季度经济恢复趋势较二季度和 2024 年同期有所巩固。从需求端看，随着高温多雨极端天气影响基本消退，叠加扩内需促增长政策继续发力，制造业市场需求端有所恢复，9 月新订单指数较上月上升 0.2 个百分点至 49.7%，但仍处于收缩区间；从生产端看，9 月生产指数上升 1.1 个百分点至 51.9%。9 月，生产指数回升幅度继续大于新订单指数，且高于新订单指数 2.2 个百分点，二者之间差距继续增大。从企业预期来看，9 月生产经营活动预期指数较上月上升 0.4 个百分点至 54.1%，处于较高景气区间。从就业情况看，9 月从业人员指数较上月上升 0.6 个百分点至 48.5%，就业景气度较好。外需方面，尽管全面关税战暂缓，但行业性关税政策频出。9 月 25 日，特朗普宣布自 10 月 1 日起对厨房橱柜及相关建材征收 50% 关税，对进口家具征收 30% 关税；26 日，欧盟计划对中国钢铁及相关产品加征 25% 至 50% 的关税，外部环境仍然存在不确定性。内需方面，9 月 29 日，国家发展改革委召开 9 月份新闻发布会，指出将投放新型政策性金融工具规模共 5000 亿元，全部用于补充项目资本金。该举有利于督促地方项目加快开工建设，扩大有效投资，对内需形成有力支撑。
- **从进出口情况来看，新出口订单、进口指数持续回升。**9 月，新出口订单指数和进口指数分别为 47.8% 和 48.1%，分别较上月上升 0.6 和 0.1 个百分点。出口端向好主要由于“新三样”优势持续巩固、传统出口重点装备行业稳定发力，以及出口市场多元化策略继续推进等因素的带动，出口需求下降势头有所收窄。从基本面来看，9 月欧美日制造业景气度回落。9 月美国 Markit 制造业 PMI 初值为 52%，低于前值 53%；欧元区制造业 PMI 初值为 49.5%，再次回到收缩区间，低于市场预期；日本制造业 PMI 初值降至 48.4%，创半年来最大降幅。全球制造业 PMI 持续处于收缩区间，外需复苏动能仍显不足。9 月 24 日，商务部等 8 部门联合印发《关于促进服务出口的若干政策措施》，政策聚焦资金、保险、便利化、知识产权、国际市场拓展五大方向，或对我国四季度出口形成支撑。进口方面，随着国内扩内需政策不断释放效能，进口或将继续稳步回升。
- **从行业情况来看，消费品制造业景气走高，新动能行业延续扩张态势。**新动能行业保持稳定扩张，高技术制造业 PMI 较上月回落 0.3 个百分点至 51.6%，其中生产指数保持在 53% 的水平，新订单指数运行在 51% 以上，供需两个指数均连续 8 个月运行在扩张区间，显示高技术制造业运行在持续上升轨道。装备制造业迎来“金九”旺季，行业扩张势头短期有所加快，装备制造业 PMI 为 51.9%，较上月上升 1.4 个百分点，其中生产指数运行在 55% 的较好水平，新订单指数运行在 53% 以上，显示装备制造业产销两端均相对旺盛。消费品制造业 PMI 较上月上升 1.4 个百分点至 50.6%。由于国补恢复领取，叠加长假和开学季拉动居民消费意愿，消费品制造业短期呈现扩张态势。基础原材料行业 PMI 为 47.5%，较上月回落 0.7 个百分点。9 月 4 日，工信部、市场监管总局

西南证券研究院

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

1. 激活服务贸易发展动能，欧美制造业景气回落（2025-09-26）
2. 服务消费提质升级，美联储开启预防式降息（2025-09-19）
3. 经济数据偏冷，稳增长诉求增大——2025 年 8 月经济数据点评（2025-09-16）
4. 社融增速如期回落，存款搬家仍在继续——2025 年 8 月社融数据点评（2025-09-14）
5. 要素市场改革试点开启，美国 CPI 温和走高（2025-09-14）
6. 食品价格拖累 CPI，PPI 降幅如期收敛——2025 年 8 月通胀数据点评（2025-09-11）
7. “抢出口”暂歇，加快拓展非美市场——2025 年 8 月贸易数据点评（2025-09-09）
8. 加快智能化、信息化发展，美国降息预期升温（2025-09-06）
9. 景气小幅走高，回升趋势有望延续——2025 年 8 月 PMI 数据点评（2025-08-31）
10. “人工智能+”落地提速，特朗普与美联储斗争升级（2025-08-31）

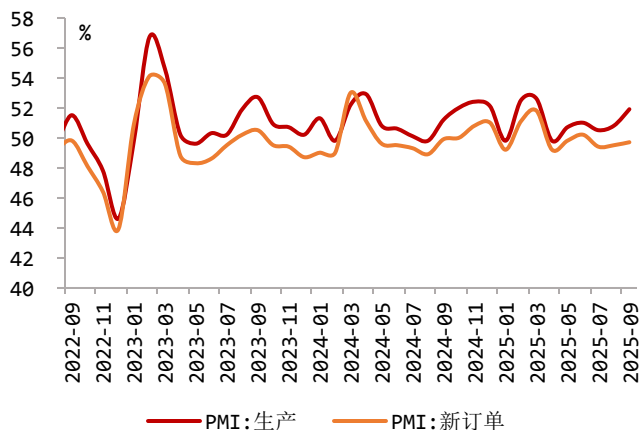
发布《电子信息制造业 2025-2026 年稳增长行动方案》，提出了针对计算机、光伏制造和服务器产业等多领域的发展路线，有助于支撑高技术和装备制造业景气度，10 月新动能行业或将延续扩张态势。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

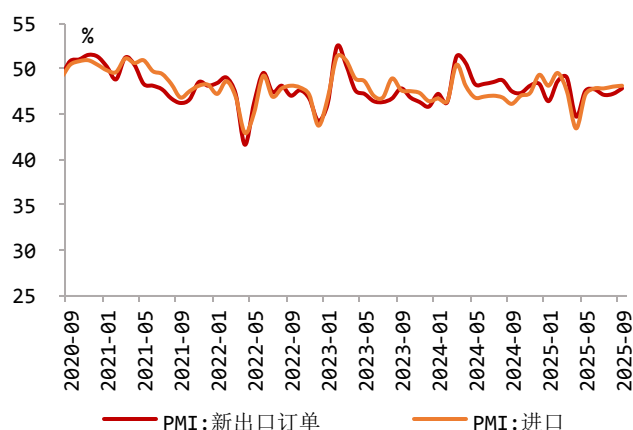
- **小型企业扩张趋势明显，中型企业景气持续走低。**9月，不同规模企业分化显著，大型企业 PMI 回升 0.2 个百分点至 51.0%，连续 2 个月上升，连续 5 个月运行在扩张区间，显示大型企业供需两端较快扩张，较好稳住制造业基本盘；中型企业 PMI 下降 0.1 个百分点至 48.8%，虽较上月小幅下降 0.1 个百分点，但生产指数较上月上升 1 个百分点至接近 51% 的水平，新订单指数也仅较上月下降 0.1 个百分点，显示中型企业需求端偏弱，生产端有所回升；小型企业 PMI 上升 1.6 个百分点至 48.2%，其中生产指数较上月上升 1.9 个百分点至 49% 以上，新订单指数较上月上升 2.7 个百分点至 47% 以上，显示小型企业降势收窄，供需两端收缩势头明显放缓。9 月份大、中、小企业运行均有亮点，企业活力有所好转。
- **价格指数有所回落，产成品库存指数小幅回升。**9月，由于需求改善，采购量指数回升 1.2 个百分点至 51.6%，连续两个月在荣枯线以上。价格方面，主要原材料购进价格指数下降 0.1 个百分点至 53.2%，边际小幅走低，但仍然运行在扩张区间；出厂价格指数为 48.2%，较上月下降 0.9 个百分点，在连续 3 个月上升后出现回落，仍在收缩区间运行。9 月，BCI 企业销售指数上升 13.9 个百分点至 60.9，利润前瞻指数上升 7.2 个百分点至 48.2，总成本前瞻指数上升 6.7 个百分点至 65.9。在配送方面，供应商配送时间指数为 50.8%，较上月回升 0.3 个百分点，表明制造业原材料供应商交货时间持续加快。库存方面，原材料库存指数为 48.5%，较上月上升 0.5 个百分点，产成品库存指数为 48.2%，较上月上升 1.4 个百分点。在冲刺“十四五”收官经济目标，以及完成全年经营目标等因素的带动下，制造业生产活动将持续稳中有增，带动原材料采购扩张。
- **非制造业景气边际走低，金融和新动能行业持续向好。**9月，非制造业商务活动指数为 50.0%，较上个月回落 0.3 个百分点，与去年同期持平，显示非制造业经营活动增速较上月稍有放缓，但整体仍保持平稳。服务业方面，9 月服务业 PMI 为 50.1%，较上月下降 0.4 个百分点。分行业看，货币金融服务业和资本市场服务业的商务活动指数均在 60% 以上，较去年同期均有上升，金融业支持实体经济作用持续强化。9 月，新动能相关行业保持较快增长。电信广播电视和卫星传输服务业商务活动指数连续 2 个月稳定在 60% 以上，互联网及软件技术服务业商务活动指数在 55% 以上，有效推动传统产业数字化转型。从分项指标来看，服务业分项指标均有下降，新订单、业务活动预期指数、投入品价格和销售价格指数分别下降 1.0、0.7、0.2 和 1.3 个百分点至 46.7%、56.3%、49.3% 和 47.2%。随着提振经济相关金融政策的持续显效，金融支持实体经济、稳定市场预期和激发经济活力的作用将继续显现。9 月 6 日，商务部发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》，提出 19 条具体措施，有助于引导公共财政与市场资本共同流向服务消费领域的关键基础设施和新兴业态，支撑国内消费增速。国庆与中秋的“节日效应”也将带动投资和消费相关需求集中释放，预计 10 月服务消费景气度将有所回升。
- **地产市场略有回暖，建筑业景气度小幅回升。**建筑业商务活动指数 9 月上升 0.2 个百分点至 49.3%，景气度有所回升，但仍低于去年同期 1.4 个百分点。从分项指标看，新订单指数上升 1.6 个百分点至 42.2%，今年以来新订单指数持续运行在 50% 以下，显示建筑需求接续能力有待加强；从市场预期来看，建筑业业务活动预期指数为 52.4%。较上月环比上升 0.7 个百分点；从业人员指数降低 3.9 个百分点至 39.7%；投入品价格指数较上月降低 7.4 个百分点至 47.2%，回落到荣枯线以下；销售价格指数环比降低 1.6 个百分点至 48.1%，仍在收缩区间。分行业看，房屋建筑业和土木工程建筑业商务活动指数均在 50% 以下，投资相关建筑活动短期增长仍显乏力。地产方面，9 月地产成交边际改善，截至 9 月 30 日，9 月 30 大中城市商品房成交面积为 685 万平方米，环比上月上升 5.9%。预计四季度，随着重点建筑项目和专项债资金加快落地，建筑业景气度将有所回升。
- **风险提示：**国内政策落地不及预期，海外经济波动超预期。

图 1：2025 年 9 月生产、新订单指数均回升



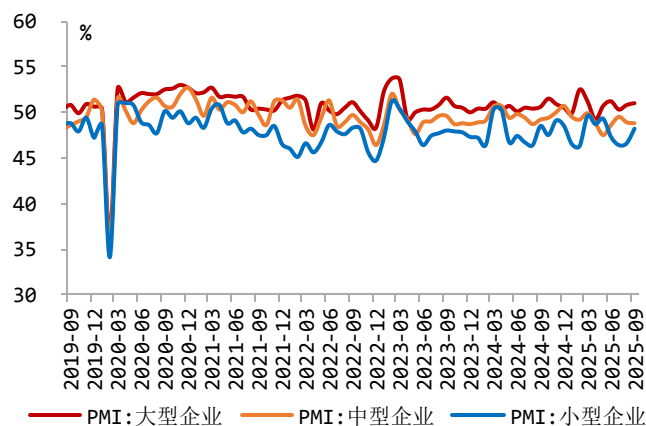
数据来源: wind、西南证券整理

图 2：新出口订单指数和进口指数均走高



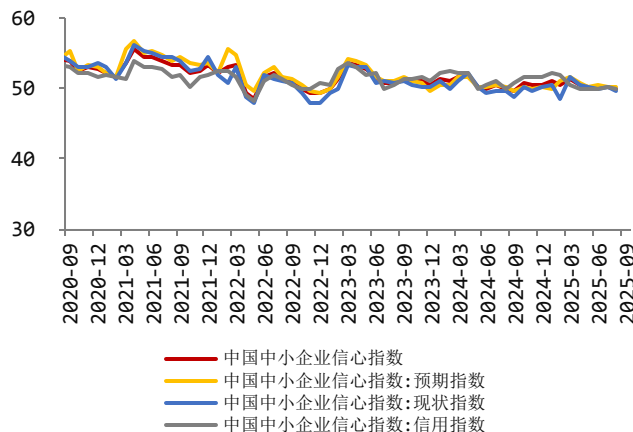
数据来源: wind、西南证券整理

图 3：大、小型企业 PMI 上升，中型企业 PMI 回落



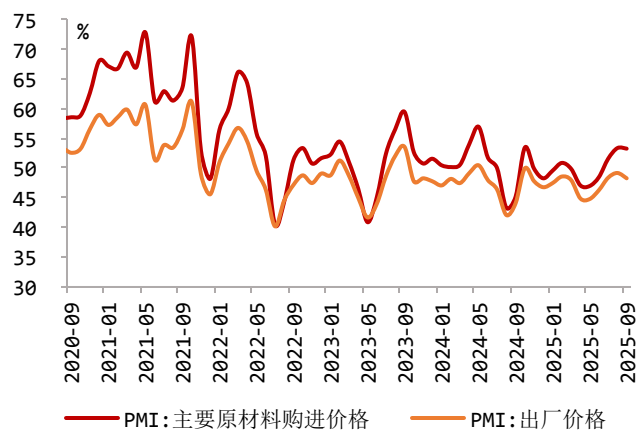
数据来源: wind、西南证券整理

图 4：中小企业信心指数小幅走低



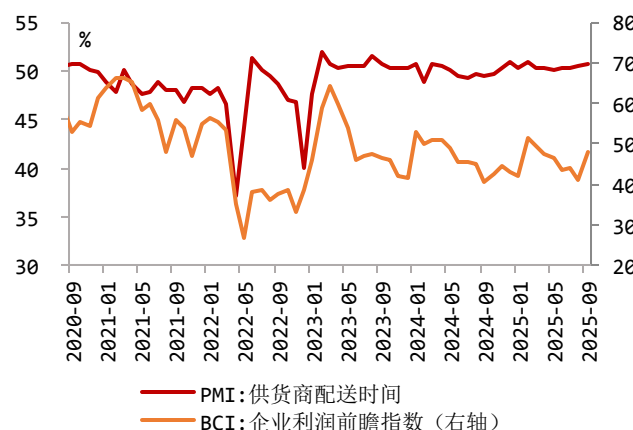
数据来源: wind、西南证券整理

图 5：主要原材料购进价格、出厂价格指数回落



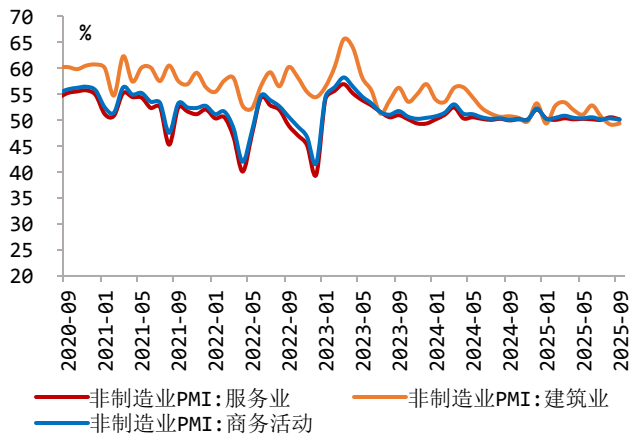
数据来源: wind、西南证券整理

图 6：供应商配送时间指数和企业利润前瞻指数略升



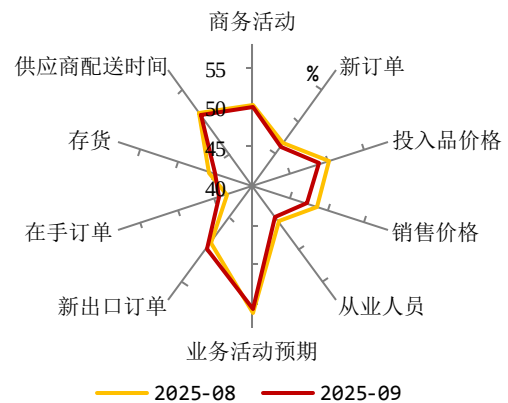
数据来源: wind、西南证券整理

图 7：服务业和建筑业 PMI 均走低



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：非制造业 PMI 各分项变动



数据来源：wind、西南证券整理

表 1：PMI 情况 (%)

指标	2024-7	2024-8	2024-9	2024-10	2024-11	2024-12	2025-1	2025-2	2025-3	2025-4	2025-5	2025-6	2025-7	2025-8	2025-9
中采制造业 PMI															
PMI 总指数	49.5	49.4	49.1	49.8	50.3	50.1	49.1	50.2	50.5	49.0	49.5	49.7	49.3	49.4	49.8
生产量	50.6	50.1	49.8	51.2	52.4	52.1	49.8	52.5	52.6	49.8	50.7	51.0	50.5	50.8	51.9
雇员	48.1	48.3	48.1	48.2	48.2	48.1	48.1	48.6	48.2	47.9	48.1	47.9	48.0	47.9	48.5
新订单	49.5	49.3	48.9	49.9	50.8	51.0	49.2	51.1	51.8	49.2	49.8	50.2	49.4	49.5	49.7
出口订单	48.3	48.5	48.7	47.5	48.1	48.3	46.4	48.6	49.0	44.7	47.5	47.7	47.1	47.2	47.8
现有订单	45.0	45.3	44.7	44.0	45.6	45.9	45.6	46.0	45.6	43.2	44.8	45.2	44.7	45.5	45.2
产成品库存	48.3	47.8	48.5	48.4	47.4	47.9	46.5	48.3	48.0	47.3	46.5	48.1	47.4	46.8	48.2
原材料库存	47.6	47.8	47.6	47.7	48.2	48.3	47.7	47.0	47.2	47.0	47.4	48.0	47.7	48.0	48.5
采购量	48.1	48.8	47.8	47.6	51.0	51.5	49.2	52.1	51.8	46.3	47.6	50.2	49.5	50.4	51.6
购进价格	51.7	49.9	43.2	45.1	49.8	48.2	49.5	50.8	49.8	47.0	46.9	48.4	51.5	53.3	53.2
供应商配送时间	49.5	49.3	49.6	49.5	50.2	50.9	50.3	51.0	50.3	50.2	50.0	50.2	50.3	50.5	50.8
进口	46.9	47.0	46.8	46.1	47.3	49.3	48.1	49.5	47.5	43.4	47.1	47.8	47.8	48.0	48.1
中采服务业 PMI	50.2	50.0	50.2	49.9	50.1	52.0	50.3	50.0	50.3	50.1	50.2	50.1	50.0	50.5	50.1
中采建筑业 PMI	52.3	51.2	50.6	50.7	49.7	53.2	49.3	52.7	53.4	51.9	51.0	52.8	50.6	49.1	49.3
综合 PMI 产出指数	50.5	50.2	50.1	50.4	50.8	52.2	50.1	51.1	51.4	50.2	50.4	50.7	50.2	50.5	50.6
非制造业商务活动指数	50.5	50.2	50.3	50.0	50.0	52.2	50.2	50.4	50.8	50.4	50.3	50.5	50.1	50.3	50.0
财新制造业 PMI	51.8	50.4	49.3	50.3	51.5	51.5	50.5	50.1	51.2	50.4	48.3	50.4	49.5	50.4	51.2

数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn