



## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 联系人

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

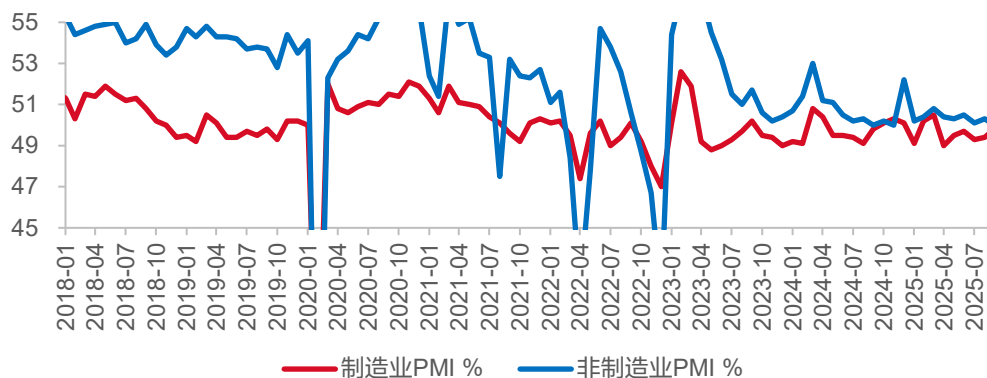
## 季节性回升后关注政策落实

——国内观察：2025年9月PMI

## 投资要点

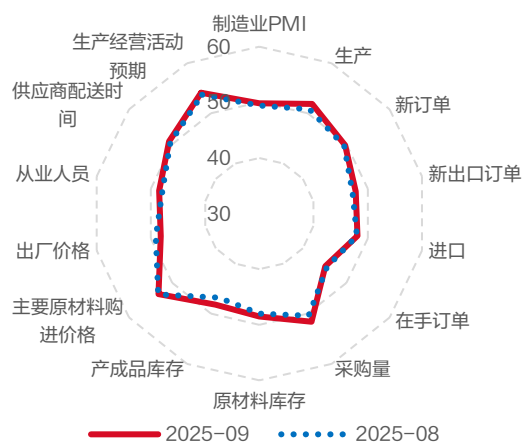
- **事件**:9月30日,国家统计局公布9月官方PMI数据。9月,制造业PMI为49.8%,前值49.4%;非制造业PMI为50.0%,前值50.3%。
- **核心观点**:9月制造业PMI延续小幅回升的趋势,符合季节性规律。生产指数回升幅度明显大于新订单指数,反映供强于需的格局不变。此外,价格指数的回落且延续分化,反映出“反内卷”政策的预期对价格的影响可能边际弱化,后续关注点可能转向政策的实际落地情况。较为积极的是中下游制造业景气度有所改善,不过持续性上仍有待关注。非制造业方面,出行消费相关需求季节性回落,但资本市场服务维持高景气度,建筑业可能仍受到台风等天气影响,回升的幅度弱于季节性。从近期来看,新一轮重点行业稳增长方案密集出台,5000亿元新型政策性金融工具将抓紧投放到具体项目上,《关于扩大服务消费的若干政策措施》也在9月印发,后续关注需求端政策的落实情况。
- **制造业PMI符合季节性**。9月制造业PMI延续小幅回升的趋势。环比来看,9月较前值回升0.4pct,与近5年同期均值持平,基本符合季节性。
- **供需回升,供强于需的格局不变**。供给方面,生产指数回升至51.9%(+1.1pct),略超季节性。需求方面,9月新订单指数小幅回升至49.7%(+0.2pct),略低于季节性;新出口订单指数47.8%(+0.6pct),显示外需仍有一定韧性。不过总体上,供强于需的格局不变。
- **价格指数回落且延续分化**。价格指数在三连升后出现回落,主要原材料购进价格指数(53.2%,-0.1pct)与出厂价格指数(48.2%,-0.9pct)的分化延续,前者虽然回落,但仍在荣枯线以上,后者仍处于荣枯线以下。这主要反映出两点:一是“反内卷”政策的预期对上游原材料价格的提振边际上弱化,关注点或转向政策实际落地情况;二是受需求端影响,价格自上而下的传导仍然不畅。
- **中下游景气度改善**。9月装备制造业PMI延续回升(51.9%,+1.4pct),为近年3月以来高点,汽车、航天设备等行业供需指数均高于54.0%;消费品行业PMI重新回升至荣枯线以上(50.6%,+1.4pct),临近双节,相关消费品的需求增加,食品及酒饮料精制茶行业生产与新订单指数也同样高于54.0%,而此前8月利润数据中,该行业利润也出现了明显的高增;高耗能行业PMI结束了三连升(47.5%,-0.7pct),符合我们在价格指数中的判断。
- **非制造业PMI略低于季节性**。9月非制造业PMI较前值回落0.3pct,表现略低于5年同期均值的-0.2pct(剔除2021年异常值)。分项上服务业略强于季节性、建筑业略弱于季节性。
- **服务业中,出行消费相关行业季节性回落,货币金融服务维持高景气度**。9月服务业PMI50.1%,环比-0.4pct。分行业来看,暑期效应减退,出行消费相关的餐饮、文化体育娱乐行业景气度回落至荣枯线以下,符合季节性规律;受益于资本市场的较高的景气度,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。
- **天气影响仍存,建筑业回升弱于季节性**。9月建筑业PMI49.3%,环比+0.2pct。高温等短期因素有所减退,但9月台风天偏多,仍可能影响建筑项目开工,导致回升幅度略弱于季节性。不过9月石油沥青装置开工率连续环比回升,或反映实物工作量形成的速度在提升。
- **风险提示**:稳增长政策落地不及预期;特朗普关税政策风险;美联储降息节奏不及预期。

图1 制造业及非制造业 PMI, %



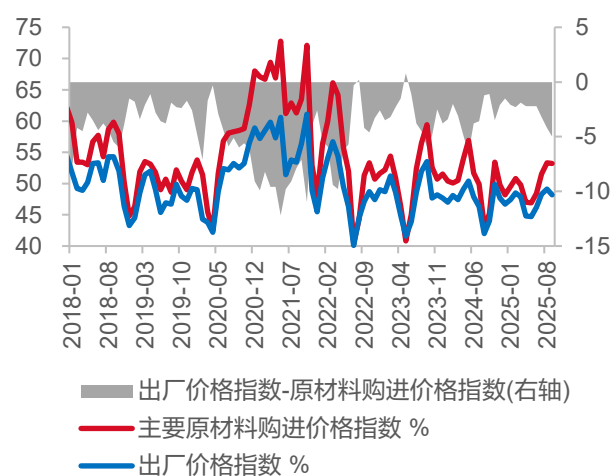
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 制造业 PMI 各分项, %



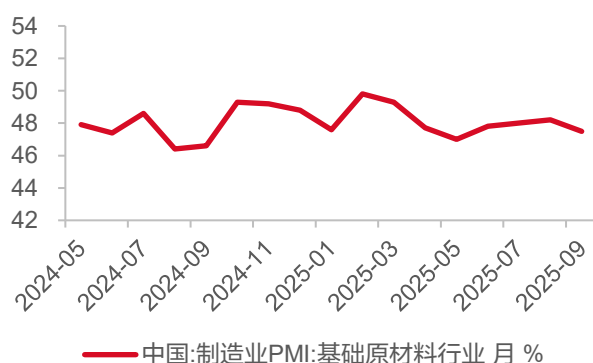
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 主要原材料购进价格、出厂价格指数, %, %



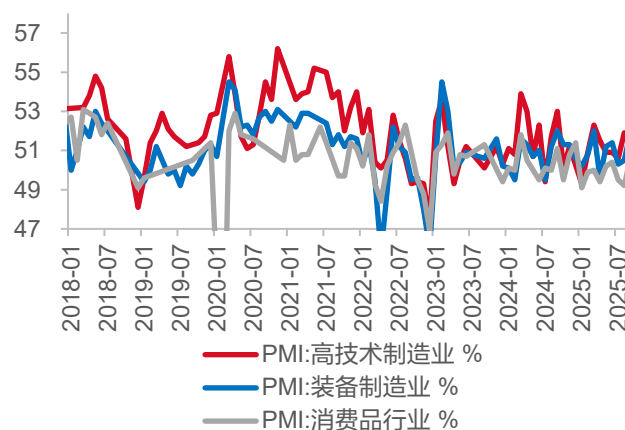
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 基础原材料行业 PMI, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 高技术制造业、装备制造业、消费品行业 PMI, %



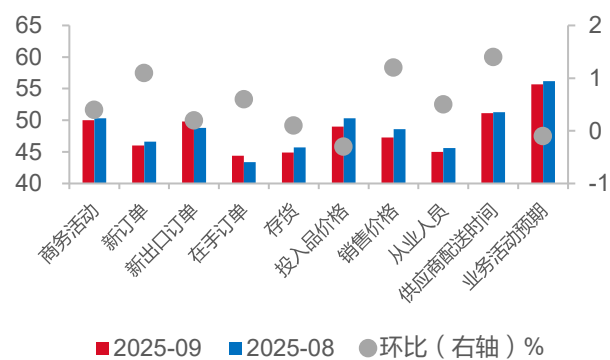
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 非制造业 PMI, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 非制造业 PMI 各分项, %, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 一、评级说明

|        | 评级 | 说明                                 |
|--------|----|------------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%     |
|        | 看平 | 未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间   |
|        | 看空 | 未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%     |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10% |
|        | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间 |
|        | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%   |
|        | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间  |
|        | 中性 | 未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间     |
|        | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间   |
|        | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%   |

## 二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：( 8621 ) 20333275  
 手机：18221959689  
 传真：( 8621 ) 50585608  
 邮编：200125

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：( 8610 ) 59707105  
 手机：18221959689  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089