

季节性回升下的弱势 — 中国 9 月 PMI 观察

研究员：王鹏

期货从业证号：F03127257 投资咨询资格编号：Z0020170

中国制造业PMI及分项														
指标名称	制造业PMI	生产	新订单	新出口订单	在手订单	产成品库存	采购量	进口	出厂价格	主要原材料	原材料库存	从业人员	供货商配送	生产经营活
2025-09	49.8	51.9	49.7	47.8	45.2	48.2	51.6	48.1	48.2	53.2	48.5	48.5	50.8	54.1
2025-08	49.4	50.8	49.5	47.2	45.5	46.8	50.4	48	49.1	53.3	48	47.9	50.5	53.7
变化	0.4	1.1	0.2	0.6	-0.3	1.4	1.2	0.1	-0.9	-0.1	0.5	0.6	0.3	0.4

中国非制造业PMI及分项												
指标名称	商务活动	新订单	新出口订单	业务活动预期	投入品价格	销售价格	从业人员	在手订单	存货	供应商配送	建筑业	服务业
2025-09	50	46	49.8	55.7	49	47.3	45	44.4	44.9	51.1	49.3	50.1
2025-08	50.3	46.6	48.8	56.2	50.3	48.6	45.6	43.4	45.7	51.3	49.1	50.5
变化	-0.3	-0.6	1	-0.5	-1.3	-1.3	-0.6	1	-0.8	-0.2	0.2	-0.4

一、中国 9 月制造业 PM 按季节性回升，但结构显示经济仍弱

2025 年 9 月制造业 PMI49.8，较上月上升 0.4，略高于市场预期的 49.7，连续 6 个月维持在 50 以下。各主要分项中生产分项回升 1.1 达到 51.9，连续处于 50 以上；产成品库存分项回升 1.4 达到 48.2；采购量分项回升 1.2 达到 51.6，上述三个分项是 9 月回升较为显著的分项。出厂价格分项下降 0.9 达到 48.2；在手订单分项下降 0.3 达到 45.2；主要原材料购进价格分项下降 0.1 达到 53.2，上述三个分项是 9 月下降较为显著的分项。

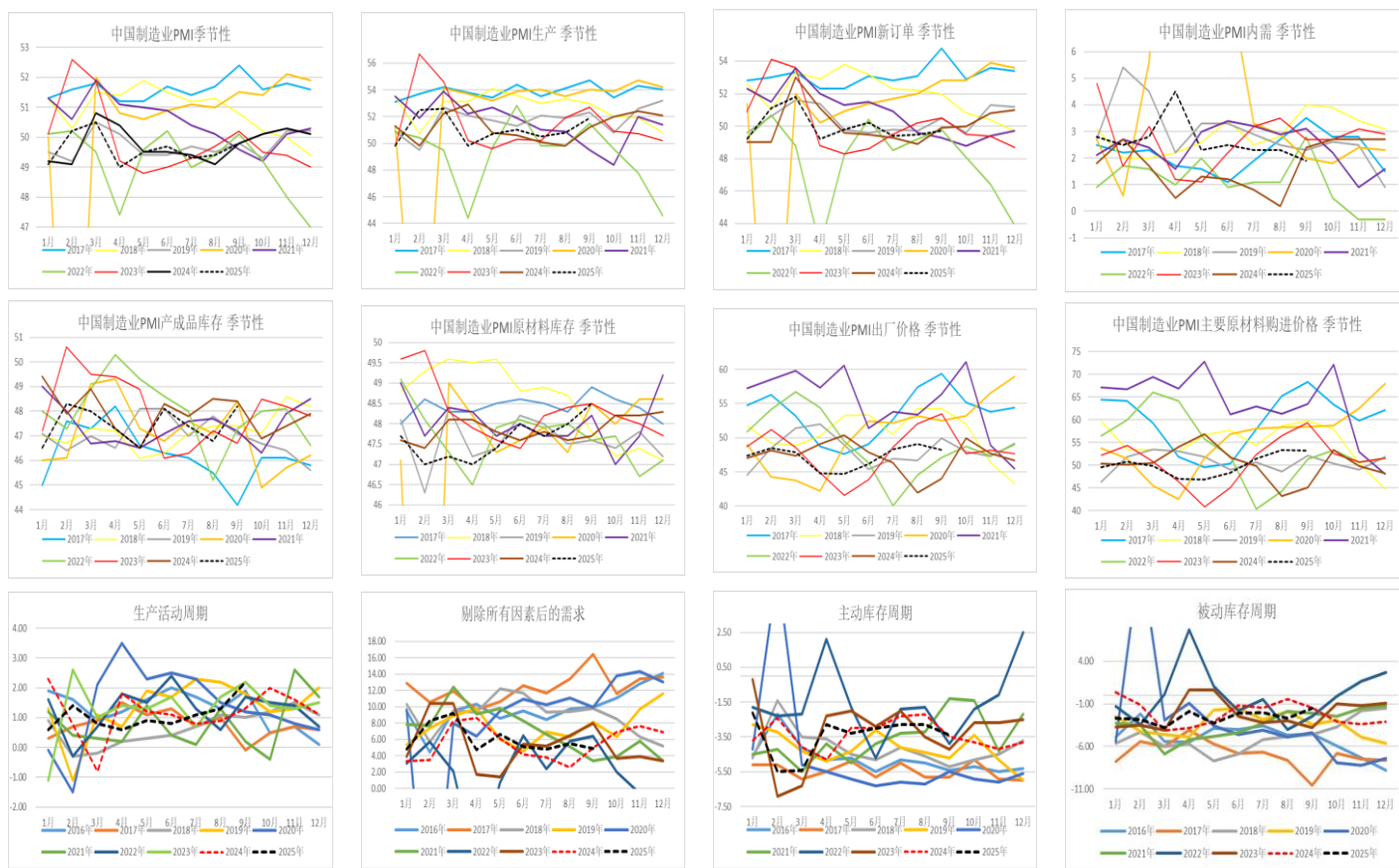
因 9 月是季节性旺季，制造业 PMI 有一定季节性回升的动力，但从结构特征看，9 月制造业 PMI 回升力度较低，制造业 PMI、新订单分项均仅比 2021 年同期略高，处于 9 年历史同期次低水平。产成品价格和原材料价格逆季节性下滑，其原因不仅仅因为产成品库存分项和原材料库存分项均处于历史同期高位，更由于内需处于 9 年来，历史同期最低水平。从经济循环看，9 月经济处于生产周期扩张、净需求下降、主动库存去化、被动库存累积、经济预期走弱的状态中。上述特征均显示出季节性回升走势下，经济仍弱的现实。

各类型企业 PMI 表现有所差异，大型企业和小型企业 PMI 上升，中型企业 PMI 继续下滑，但只有大型企业 PMI 处于 50 以上，中小型企业持续处于 50 以下。从行业数据看，基础原材料行业和高技术

制造业 PMI 下降，装备制造业和消费品行业 PMI 反弹，也反映出不同行业的差异。

从制造业 PMI 分项看，9 月中国进出口有韧性，工业企业利润可能仍弱，PPI 可能有压力。美国关税政策调整对包括中国在内的全球经济的影响仍需时间消化。净需求下滑可能拖累商品指数走势，季节性因素和低基数作用消失后，支撑商品价格的更多因素来源于“反内卷”等因素对商品价格的支撑值得谨慎观察。

图1：9月制造业PMI数据走势



数据来源：Wind、银河期货

二、中国 9 月非制造业 PMI 商务活动下滑，持续弱内需显示经济压力

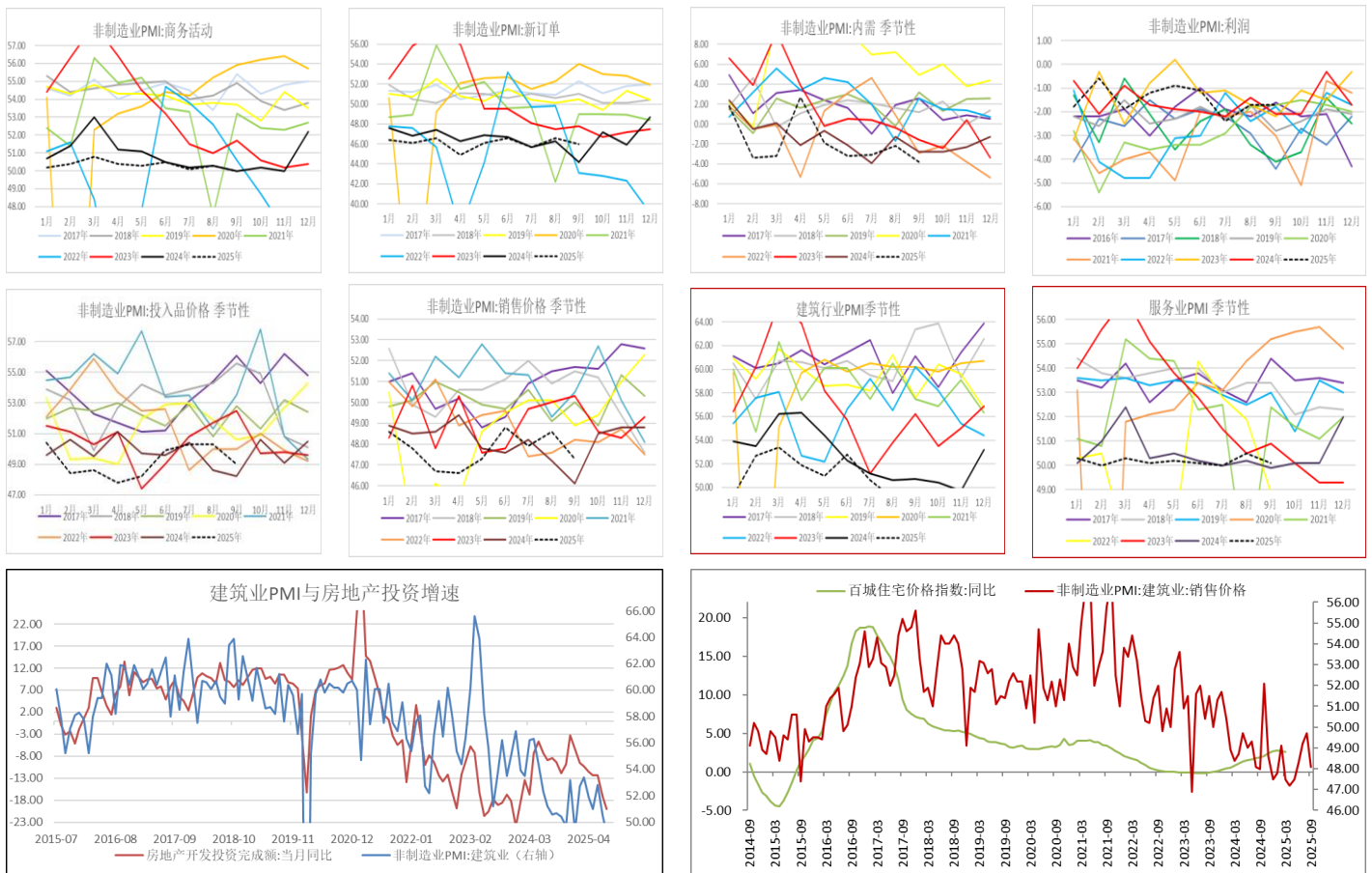
2025 年 9 月非制造业 PMI 商务活动 50，较上月下滑 0.3，低于市场预期。非制造业 PMI 大部分分项下滑，其中新出口订单和在手订单反弹 1，是唯二的反弹分项；内需下滑 1.6、投入品价格下滑 1.3 达到 49、销售价格分项下滑 1.3 达到 47.3，上述三个分项是 9 月非制造业 PMI 下滑较显著的分项。此外，尽管 9 月建筑业 PMI 反弹 0.2 达到 49.3，当仍持续处于历史同期最低水平；9 月服务业下滑 0.4，

处于历史同期次低。

9月非制造业PMI商务活动分项、价格相关分项、建筑业和服务业分项显示出的逆季节性下滑，或也源于内需的持续走弱，也反映出经济的弱势。

建筑业PMI显示建筑业仍在下滑中，但整体趋缓，地产投资增速也将处于稳定状态。未来服务业PMI走势仍需观察政策支撑程度。

图2：9月非制造业PMI数据走势



数据来源：Wind、银河期货

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799