

9 月 PMI：两连升成色几何？

2025 年 09 月 30 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：钟渝梅

执业证号：S0100525070001

邮箱：zhongyumei@glms.com.cn

➤ **事件：**9 月 30 日，国家统计局公布 2025 年 9 月中国采购经理指数运行情况。9 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.8%，比上月上升 0.4 个百分点，制造业景气水平继续改善。

➤ **“反内卷”及“稳外贸”双重压力下，制造业 PMI 却成功迎来了“两连升”，背后有何不寻常？** 作为环比指标，通常 9 月制造业 PMI 会随着极端天气的消退、节前“抢工补产”等效应而季节性回升，今年亦不例外。然而值得关注的是，9 月制造业 PMI 0.4pct 的环比增速略逊色于历史平均季节性水平（2005 年以来制造业 PMI 9 月环比增速平均增幅为 0.86pct），折射出经济运行依旧存在结构性矛盾。具体来看：

➤ **有“两股力量”推动 9 月制造业 PMI 的季节性回升。** 自中采 PMI 发布（即 2005 年）以来，9 月制造业 PMI 环比增速大多为正，仅有 2018 年（中美经贸摩擦 1.0）和 2021 年（限电限产措施的密集推出）9 月 PMI 是环比向下的。**9 月制造业 PMI 的回升主要受“两股力量”推动：**

➤ **其一，短期扰动的消退。** 通常 9 月气温都会较 8 月明显降低，为工业生产恢复正常创造条件，推动 PMI 向常态回归。

➤ **其二，长假前的“抢工补产”效应。** 从历史数据来看，中秋及国庆双节长假开启的时间越晚，9 月的有效工作日就越长，这也为节前赶工和需求前置创造了更充足的时间窗口，从而对生产端形成提振，利好 PMI 的环比上升。

这也在一定程度上解释了为何在“反内卷”政策下，9 月 PMI 生产指数却逆势上升 1.1pct 至 51.9%。同时为了应对长假前的“抢工补产”以及长假后即将到来的“双十一”，制造业企业的用工需求明显上升，PMI 从业人员指数也上升 0.6pct 至 48.5%。

➤ **除此之外，9 月出口形势不宜过分低估。** 刚出炉的 PMI 数据，有三条线索均指向 9 月出口压力边际缓解：**其一**，9 月 PMI 新出口订单指数环比上升 0.6pct 至 47.8%，这也是 4 月底“对等关税”以来 PMI 新出口订单指数录得最高值；**其二**，相较于大中型企业，9 月与外贸景气度联系更紧密的小型企业 PMI 指数，其弹升幅度最为明显；**其三**，调查样本以沿海地区小微企业居多的 RatingDog 制造业 PMI，从 8 月的 50.5% 上升至 9 月的 51.2%。

➤ **不过，经济运行的结构性压力，在 9 月 PMI 成绩单中仍有显现。** 最主要的矛盾莫过于有效需求尚未完全复苏：**一方面**，不同于处于荣枯线之上的 PMI 生产指数，9 月 PMI 新订单指数仅小幅上升 0.2pct 至 49.7%，供过于求的形势依旧存在；**另一方面**，从 PMI 两大价格指标表现来看，PMI 原材料购进价格指数表现明显强于 PMI 出厂价格指数，这表明“反内卷”对上游价格的改善更为显著，然而受限于有效需求不足，价格向下游的传导并非一帆风顺。

➤ **非制造业的运行压力也暂未完全缓解。** 9 月建筑业 PMI、服务业 PMI 分别录得 49.3%、50.1%，环比增速分别为 0.2pct、-0.4pct。建筑业 PMI 的改善也与极端天气扰动的褪去有一定关系，但整体上 9 月建筑业 PMI 依旧处于历史同

相关研究

1. 2025 年 8 月工业企业利润点评：8 月工业企业利润：缘何强势反弹？-2025/09/27

2. 海外市场点评：降息生变：警惕非农上修风险？-2025/09/26

3. 2025 年 9 月经济数据前瞻：9 月经济：如何影响四季度政策布局？-2025/09/25

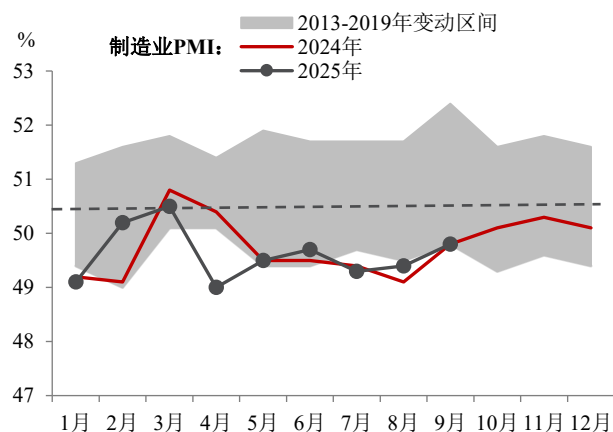
4. 人民币汇率跟踪：汇率贬值股市涨，这次不一样？-2025/09/25

5. 海外市场点评：元首通话后的市场叙事-2025/09/20

期低位，结合 9 月小幅下滑的服务业 PMI 来看，四季度需求侧增量政策的适时推出仍具可能。

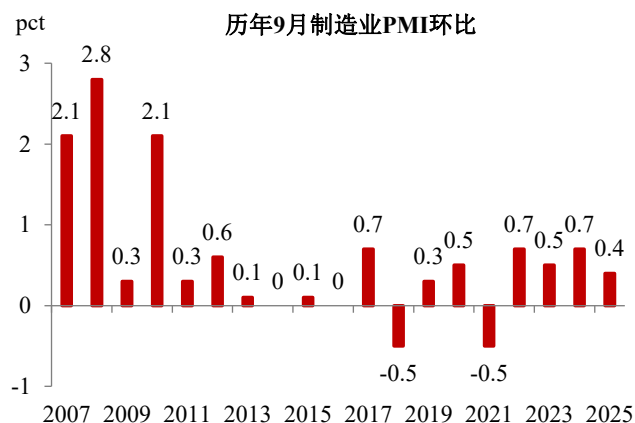
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：9月制造业PMI季节性回升



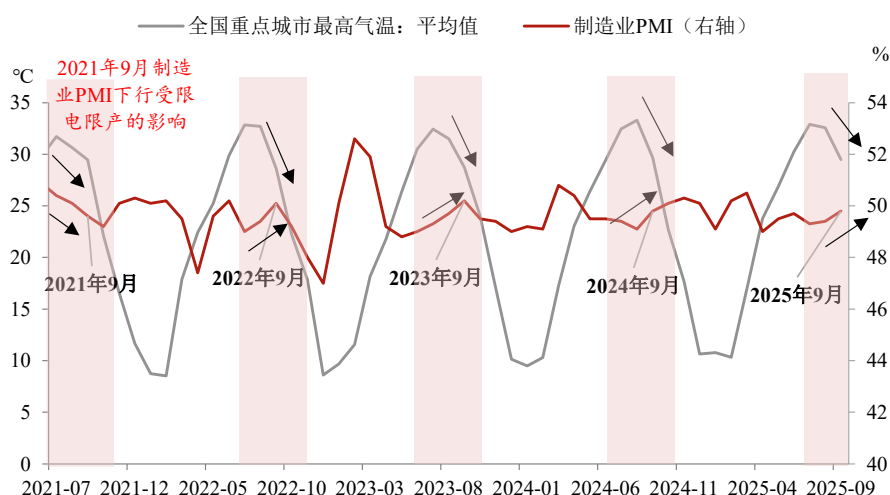
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：历史上9月PMI环比上升的概率较大



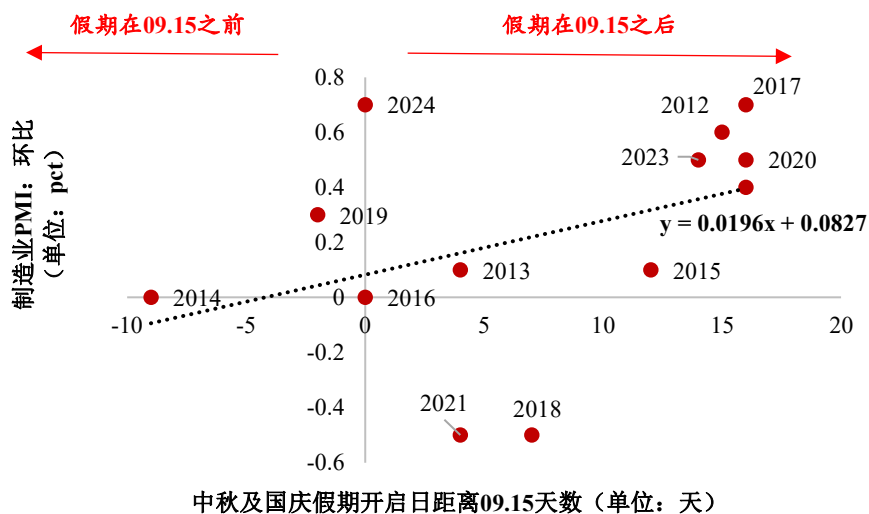
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：9月随着高温等季节性扰动因子的消退，制造业PMI多往上走



资料来源：Wind，民生证券研究院

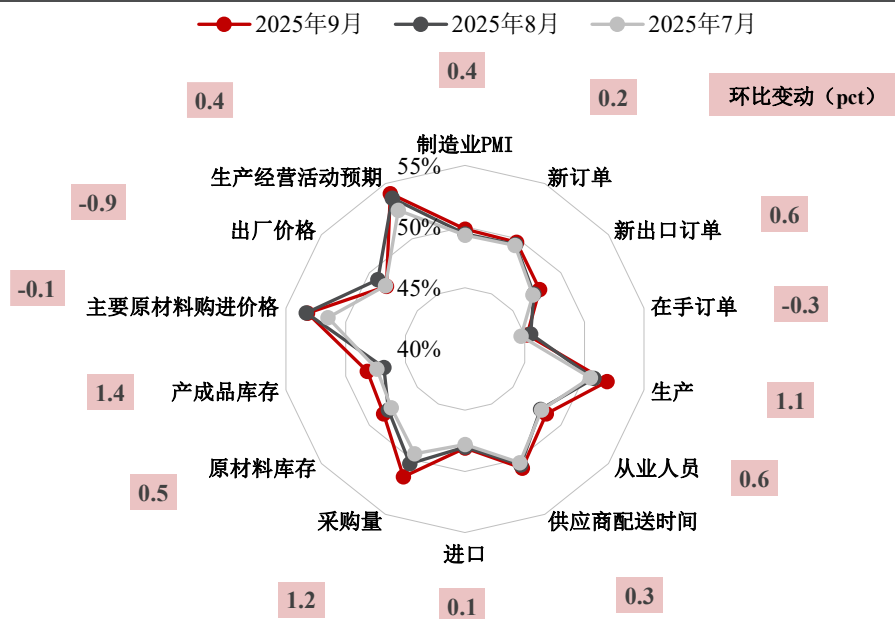
图4：中秋及国庆长假开启的时间越晚，9月PMI上升空间越大



资料来源：iFind，民生证券研究院

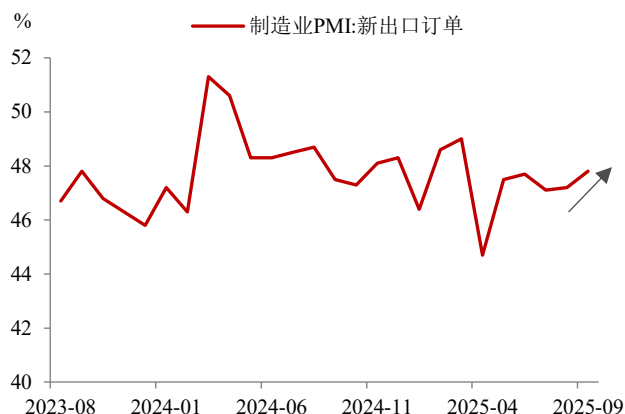
注：部分年份中秋和国庆分开放假，此处以中秋假期开启时间为准

图5：9月制造业PMI及其细项数据表现



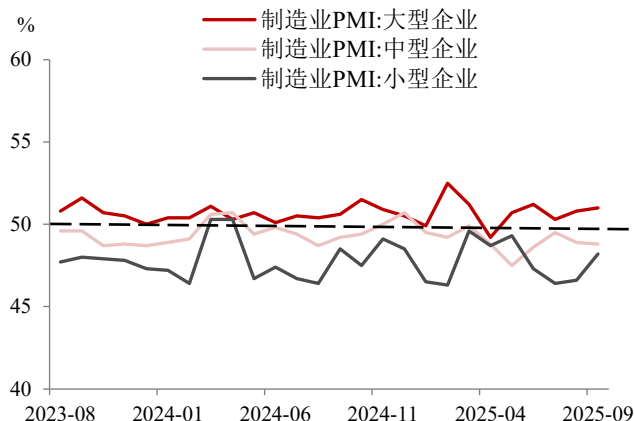
资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：PMI 新出口订单指数录得 4 月以来的最高值



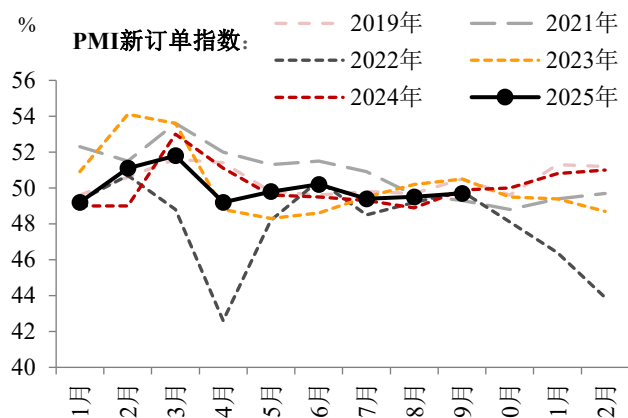
资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：9 月小型企业 PMI 的弹升幅度最为显著



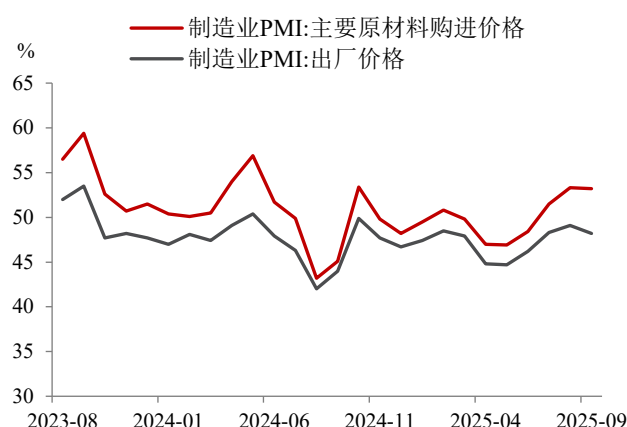
资料来源：iFind，民生证券研究院

图8：9 月 PMI 新订单指数改善幅度有限



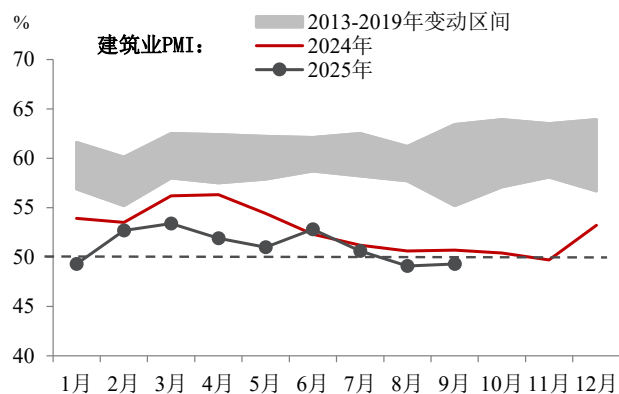
资料来源：iFind，民生证券研究院

图9：9 月 PMI 原材料购进价格指数表现更强



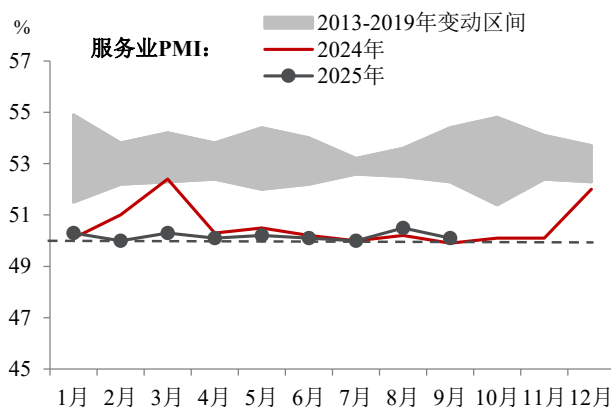
资料来源：iFind，民生证券研究院

图10：9 月建筑业 PMI 仍处于历史同期较低位



资料来源：iFind，民生证券研究院

图11：9 月服务业 PMI 小幅下降



资料来源：iFind，民生证券研究院

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048