仅供内部参考，请勿外传

宏观专题研究

报告日期：2026 年 09 月 30 日

9 月 PMI：重返扩张区间，“金九”成色兑现

——2026 年 9 月 PMI 数据解读

分析师：李超
执业证书号：S1230520030002
lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜
执业证书号：S1230522080006
linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

1 《一端稳投资，一端降月供》 2026.09.30

2 《美债 5.1%时代的全球资产重估》 2026.09.29

3 《8 月利润增速明显收窄，名义库存仍处高位》 2026.09.29

核心观点

9 月制造业 PMI、非制造业商务活动指数、综合 PMI 产出指数分别为 50.1%、50.2%、50.7%，分别较上月增长 0.3、1.2 和 1.2 个百分点，三大指数自三季度以来首次同步站在荣枯线以上，经济景气在三季度收官月明显回升，结构上呈现“价格大涨、生产加快、需求企稳、中小企业改善”的特征。

一是生产强于新增需求。生产指数升至 51.7%，新订单却由 50.6%略降至 50.5%，新出口订单由 50.1%降至 50.0%。更像前期订单带动排产恢复，尚未形成新增需求持续加速的局面。

二是价格修复快于需求修复。购进价格指数 60.8%、出厂价格指数 54.0%，意味着工业品价格上涨的扩散程度增强，但成本推动明显，不能直接等同于企业盈利普遍改善。

三是就业传导仍不充分。制造业从业人员指数降至 48.4%，企业生产恢复尚未转化为普遍扩招。

我们认为当前生产活动的修复，比居民收入和终端需求的修复更明确。名义收入改善的可能性上升，但利润率仍会分化。如果订单后续不能跟上，生产扩张可能逐步转化为库存压力。因此，9 月数据支持上调对短期经济稳定性的判断，不能支持明显上调中期增长预期。

从债市角度看，综合产出恢复、建筑活动改善及出厂价格上涨，会削弱市场对经济持续走弱、利率单边下行的定价。对于权益市场，景气修复的受益范围有扩展机会，科技板块、装备制造、医药具有相对景气优势。

一、 供需：8 月订单拉动，9 月生产接力

8 月新订单大幅回升、领先生产，9 月则出现明显切换，生产加快而新增需求扩张的广度略有回落。按制造业 PMI 权重粗算，生产回升对总指数贡献约 0.33 个百分点，新订单贡献约-0.03 个百分点，就业贡献约-0.06 个百分点。这说明本月总指数回升主要由生产端推动。

一是生产兑现。生产与新订单的差值，从 8 月的-0.2 个百分点变成 9 月的+1.2 个百分点。我们认为，企业在 8 月接单改善后增加排产，9 月生产有所兑现；但新增订单没有同步加速，后续生产继续上行需要新的需求支撑。

二是补库和用工扩张仍偏谨慎。采购量回升、原材料库存仅小幅改善，说明企业围绕当前生产增加采购，尚未确认全面主动补库。制造业就业反而下降，说明企业仍倾向于利用现有人员和产能完成订单，对持续扩张保持谨慎。

三是出口小幅回落，进口有所改善。新出口订单指数由 50.1%降至 50.0%，环比下降 0.1 个百分点；进口指数由 48.6%上升至 49.2%，环比增长 0.6 个百分点。

仅供内部参考，请勿外传

二、 行业：修复从技术装备向消费品、建筑业扩散，地产和传统工业仍是拖累项

一是消费品制造业与非制造业回暖。高技术制造业和装备制造业 PMI 分别为 52.5%和 51.0%，仍是制造业的支撑，但两个行业 PMI 均小幅下降 0.4 个百分点。消费品制造业由 49.0%升至 50.7%，意味着改善开始向此前偏弱的领域延伸。不过，生产端回暖还可能包含节前备货，需要终端零售和库存消化验证。

二是建筑业年内首次回到景气区间。建筑业商务活动回升至 50.3%，但新订单仍只有 45.7%。建筑业恢复施工的信号强于新增项目需求的信号，建筑业回暖可能包含天气扰动消退、既有项目施工恢复等因素。服务业商务活动指数为 50.2%，服务业新订单也仅 46.7%，房地产服务活动仍低于荣枯线。

三是中小企业有所修复但未摆脱收缩。这比 8 月“大企业明显改善、中型企业回落”的结构更积极，有助于改善微观体感；但就业未同步改善，意味着订单回暖向工资收入、居民消费的传导仍不充分。

三、 价格：工业品提价范围扩大，但成本推动仍强，利润改善会继续分化

9 月原材料购进价格指数升至 60.8%，出厂价格指数升至 54.0%，环比分别上升 4.2 和 3.6 个百分点。这与国际大宗商品涨价及部分行业需求增加有关，其中石油加工、化工相关价格指数处于高位。

一是 PPI 预期边际转好。购进价格、出厂价格指数连续两个月高于临界点，且进一步回升，对 PPI 环比构成向上指引。

二是涨价呈现成本推动特征。本月新订单略降，而价格明显上升，说明涨价并非需求拉动，成本传导是重要力量。若后续订单跟不上，涨价还可能抑制采购和终端需求。

三是向盈利的传导有待观察。购进与出厂价格指数的差值由 6.2 扩大至 6.8 个百分点，表明投入品涨价的扩散程度仍明显高于出厂端，价格上涨是否带来产业链盈利改善仍有待观察。

四、 对后续宏观数据和政策的含义

9 月 28 日国常会提出加快债券发行使用、推进重大项目、实施扩投资和促消费贴息，并部署再贷款及就业增收相关工作，与前文短板具有针对性。下一步还要观察，企业是否从“完成现有订单”转向“获得持续订单”，再从“恢复生产”转向“扩大用工”。

财政政策助力加快形成有效需求。重大项目资金拨付和开工可以直接带动施工、设备和材料订单；清理拖欠企业账款有助于改善现金流。

货币政策兼顾融资成本与融资需求。再贷款、贴息等工具有助于降低成本，但如果企业缺订单、项目缺收益，资金便宜也未必带来新增投资，预计财政金融协同配合度将持续增加。

稳就业、促增收的重要性上升。仅靠生产和上游涨价，难以形成持续的消费回升；居民收入预期改善，才有助于把制造业修复传导至终端需求。

五、 债市面临增长与价格双重扰动，权益仍需区分盈利改善和成本挤压

债券方面，综合产出恢复、建筑活动改善及出厂价格上涨，会削弱市场对经济持续走弱、利率单边下行的定价。如果再叠加政府债发行提速和增量政策预期，长端收益率可能更容易出现上行扰动。

权益方面，景气修复的受益范围有扩展机会，科技板块、装备制造，仍有相对景气优势。

仅供内部参考，请勿外传

六、 风险提示

1) 订单后劲不足。生产恢复快于新增订单，若后续销售不及预期，可能形成库存压力并引发排产回调。

2) 成本上涨挤压中下游利润。出厂提价不足以覆盖投入品成本，可能削弱企业招聘和资本开支意愿。

3) 建筑业回暖持续性不足。天气改善和既有项目赶工可以拉高当期活动，但新增订单不足会制约后续施工。

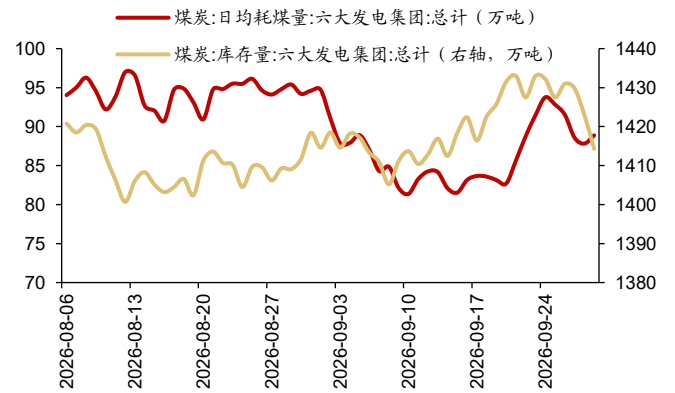
4) 就业修复滞后。制造业用工继续偏弱，可能使“企业生产改善—居民收入增加—消费回升”的传导受阻。

5) 政策落地及外需不及预期。财政资金转化为实物量存在时滞，海外需求、贸易及地缘扰动也可能影响订单。

仅供内部参考，请勿外传

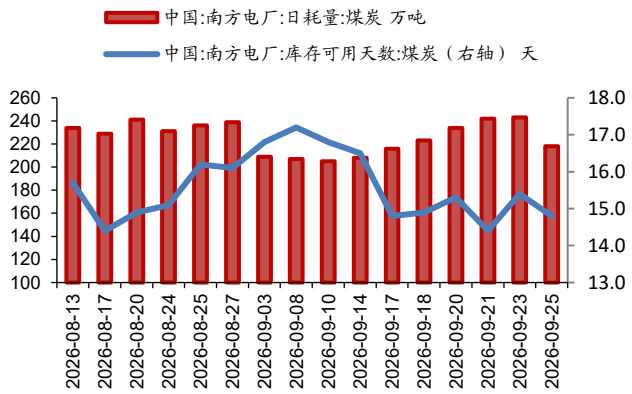
1 近期高频数据汇总

图1： 9 月六大发电集团日均耗煤量有所下降



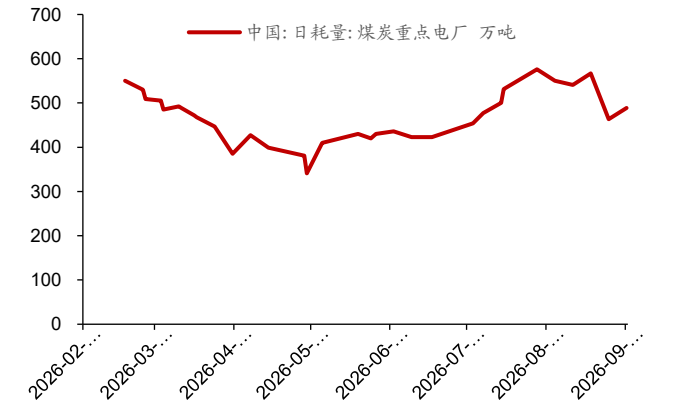
资料来源：iFind，浙商证券研究所

图2： 9 月南方电厂日均电煤耗量有所减少



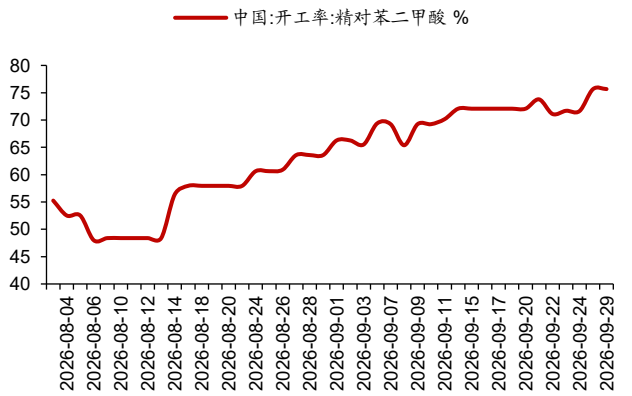
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3： 9 月煤炭重点电厂日均耗煤量有所下降



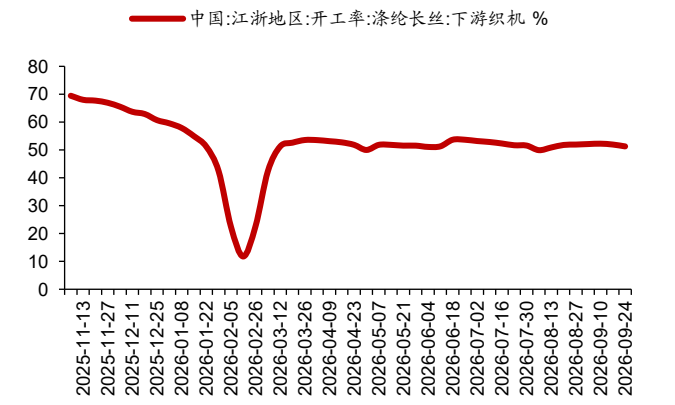
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4： 9 月 PTA 开工率回升



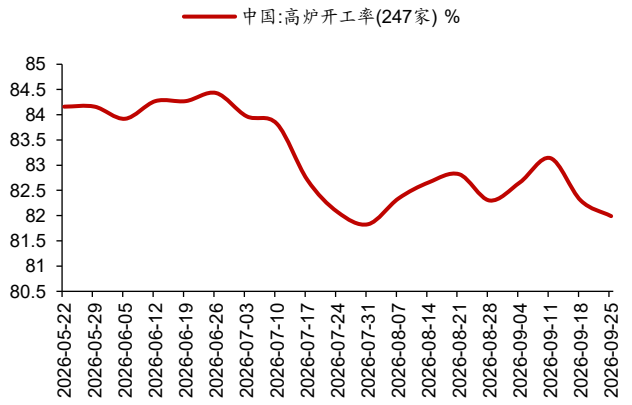
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5： 9 月涤纶长丝下游纺织开工率平稳



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6： 9 月高炉开工率有所回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2 PMI 数据有关的重要图表

图7： 2026 年 9 月制造业采购经理指数有所回升

指标名称	单位	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09
中国:制造业PMI	%	50.10	49.80	49.20	50.30	50.00	50.30	50.40	49.00	49.30	50.10	49.20	49.00	49.80
中国:制造业PMI:生产	%	51.70	50.40	49.90	51.40	51.20	51.50	51.40	49.60	50.60	51.70	50.00	49.70	51.90
中国:制造业PMI:新订单	%	50.50	50.60	48.50	51.20	49.90	50.60	51.60	48.60	49.20	50.80	49.20	48.80	49.70
中国:制造业PMI:新出口订单	%	50.00	50.10	49.60	50.10	48.60	50.30	49.10	45.00	47.80	49.00	47.60	45.90	47.80
中国:制造业PMI:出厂价格	%	54.00	50.40	47.80	48.20	51.90	55.10	55.40	50.60	50.60	48.90	48.20	47.50	48.20
中国:制造业PMI:主要原材料购进价格	%	60.80	56.60	53.20	54.20	60.50	63.70	63.90	54.80	56.10	53.10	53.60	52.50	53.20
中国:制造业PMI:产成品库存	%	47.60	48.40	48.60	47.70	49.30	47.50	46.70	45.80	48.60	48.20	47.30	48.10	48.20
中国:制造业PMI:原材料库存	%	48.20	48.10	48.30	48.40	48.60	49.30	47.70	47.50	47.40	47.80	47.30	47.30	48.50
中国:制造业PMI:从业人员	%	48.40	48.70	49.00	48.50	48.60	48.80	48.60	48.00	48.10	48.20	48.40	48.30	48.50
中国:制造业PMI:供货商配送时间	%	50.10	50.10	49.50	49.90	49.20	49.50	49.50	49.10	50.10	50.20	50.10	50.00	50.80
中国:制造业PMI:生产经营活动预期	%	53.80	53.80	54.10	54.30	53.90	54.50	53.40	53.20	52.60	55.50	53.10	52.80	54.10
中国:制造业PMI:大型企业	%	50.60	50.60	49.50	50.70	51.10	50.20	51.60	51.50	50.30	50.80	49.30	49.90	51.00
中国:制造业PMI:中型企业	%	49.70	49.40	49.70	50.50	48.60	50.50	49.00	47.50	48.70	49.80	48.90	48.70	48.80
中国:制造业PMI:小型企业	%	48.90	47.90	47.40	48.20	48.50	50.10	49.30	44.80	47.40	48.60	49.10	47.10	48.20
中国:制造业PMI:高技术制造业	%	52.50	52.90	53.30	53.50	52.90	52.20	52.10	51.50	52.00	52.50	50.10	50.50	51.60
中国:制造业PMI:装备制造业	%	51.00	51.40	51.40	52.50	52.10	51.80	51.50	49.80	50.10	50.40	49.80	50.20	51.90
中国:制造业PMI:消费品行业	%	50.70	49.00	47.80	50.20	49.70	50.70	50.80	48.80	48.30	50.40	49.40	50.10	50.60
中国:制造业PMI:基础原材料行业	%	48.00	47.90	47.00	47.10	47.10	47.90	48.90	47.80	47.90	48.90	48.40	47.30	47.50

资料来源：Wind，浙商证券研究所

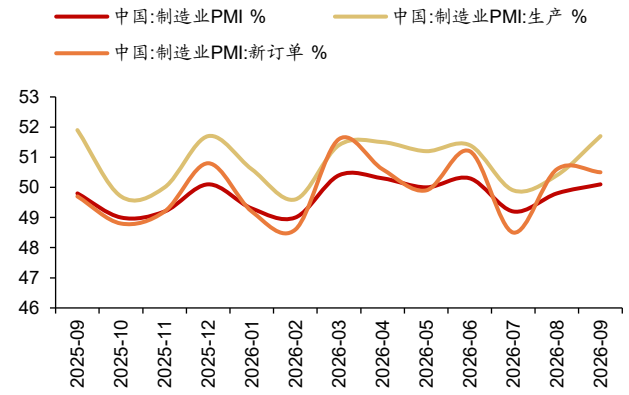
图8： 2026 年 9 月非制造业商务活动指数环比回升

指标名称	单位	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09
中国:非制造业PMI:商务活动	%	50.20	49.00	49.00	50.20	50.10	49.40	50.10	49.50	49.40	50.20	49.50	50.10	50.00
中国:非制造业PMI:新订单	%	46.50	44.10	44.40	48.00	45.00	44.30	45.00	45.20	46.10	47.30	45.70	46.00	46.00
中国:非制造业PMI:新出口订单	%	48.50	47.00	47.00	47.90	48.10	47.30	48.80	44.70	46.90	47.50	47.90	46.20	49.80
中国:非制造业PMI:投入品价格	%	52.50	51.10	49.70	49.70	52.20	51.70	52.30	50.90	50.00	50.20	50.40	49.40	49.00
中国:非制造业PMI:销售价格	%	50.30	49.30	47.90	48.40	48.80	48.10	49.90	48.80	48.80	48.00	49.10	47.80	47.30
中国:非制造业PMI:从业人员	%	45.90	45.40	45.40	45.80	45.60	45.50	45.20	46.00	46.10	46.10	45.30	45.20	45.00
中国:非制造业PMI:存货	%	46.30	45.60	45.10	45.30	45.10	45.30	43.50	45.40	44.80	45.20	44.80	46.00	44.90
中国:非制造业PMI:供应商配送时间	%	51.30	51.20	50.90	51.30	51.20	50.90	51.50	50.50	51.10	51.30	51.20	50.90	51.10
中国:非制造业PMI:业务活动预期	%	55.50	55.00	55.40	55.30	54.80	54.70	54.20	55.00	56.00	56.50	56.20	56.10	55.70

资料来源：Wind，浙商证券研究所

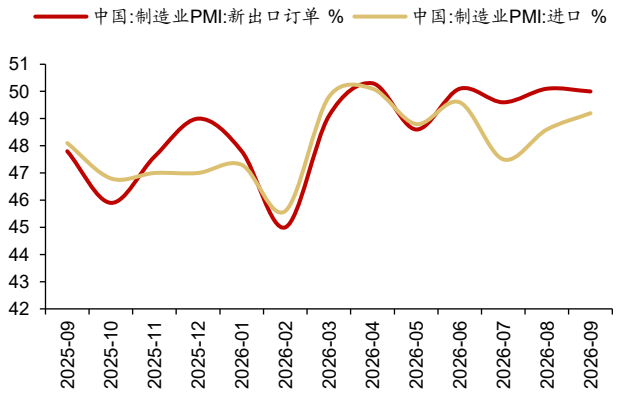
仅供内部参考，请勿外传

图9： 9 月 PMI 明显回升，重回荣枯线以上



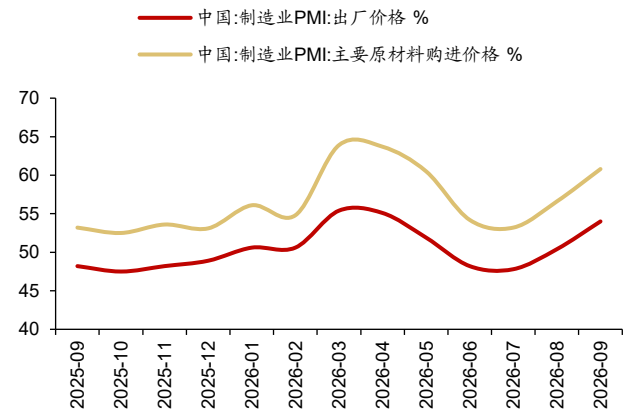
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10： 9 月外贸景气度环比持平



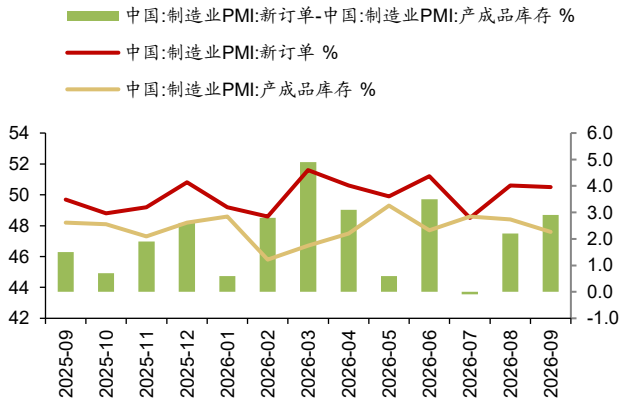
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图11： 9 月制造业价格有所回升



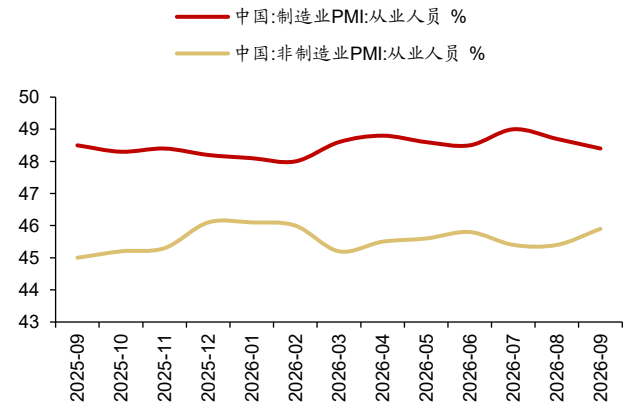
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图12： 9 月产成品库存缺口扩大



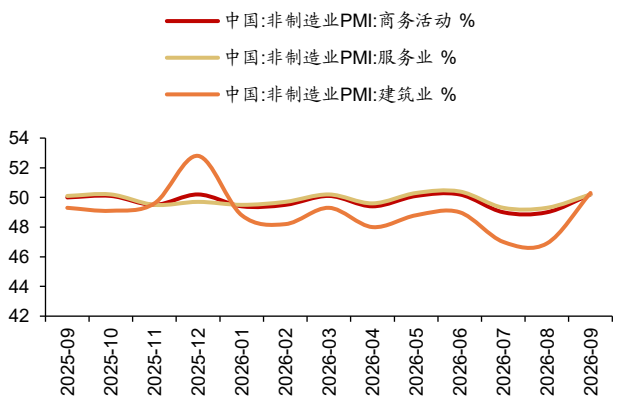
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图13： 9 月制造业用工景气度回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

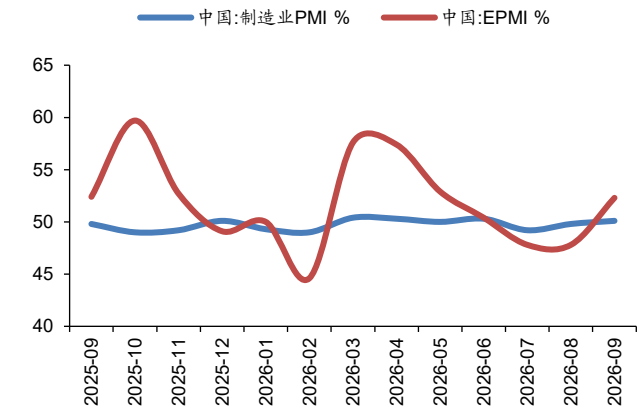
图14： 9 月建筑业商务活动强度回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

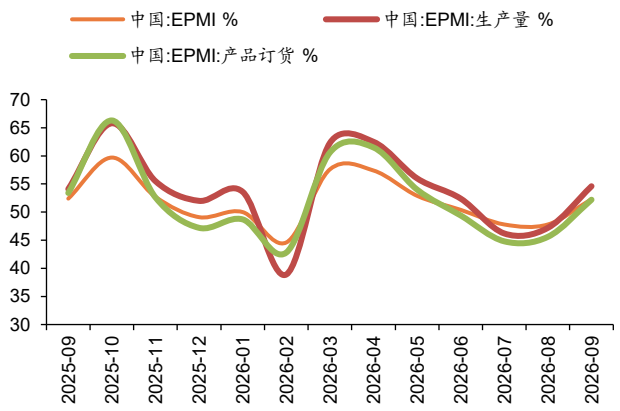
仅供内部参考，请勿外传

图15：9月新兴产业采购经理人指数（EPMI）回升



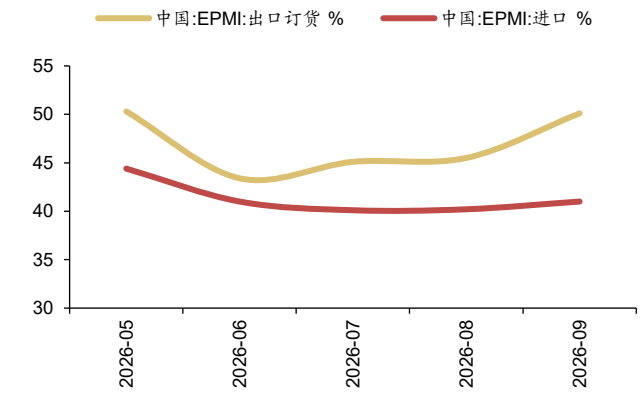
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图16：9月新兴产业生产回升



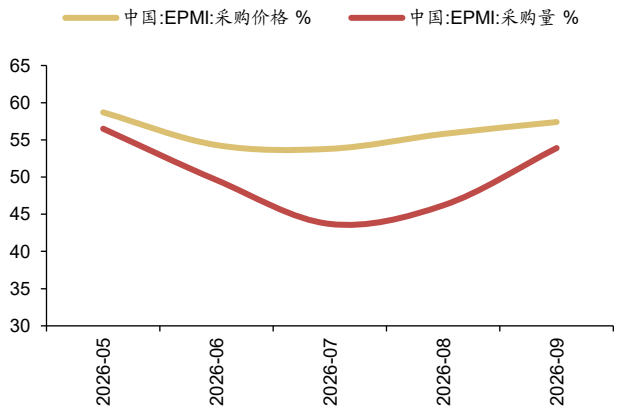
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图17：9月新兴产业出口增长



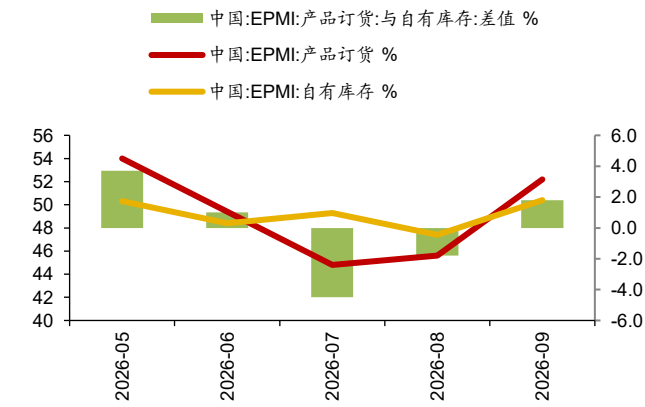
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图18：9月新兴产业采购价格回升



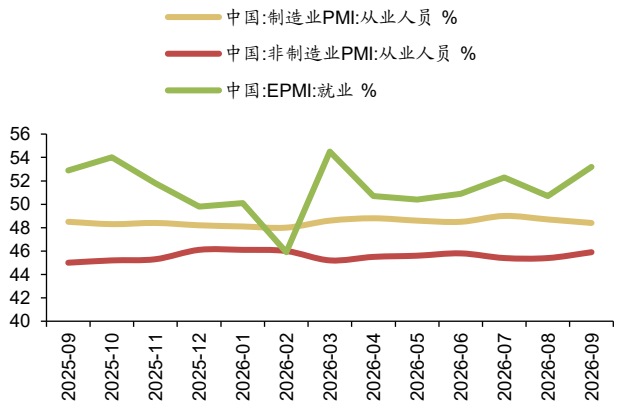
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图19：9月新兴产业自有库存缺口增加



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图20：9月新兴产业就业回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3 风险提示

1) 订单后劲不足。生产恢复快于新增订单，若后续销售不及预期，可能形成库存压力并引发排产回调。

2) 成本上涨挤压中下游利润。出厂提价不足以覆盖投入品成本，可能削弱企业招聘和资本开支意愿。

3) 建筑业回暖持续性不足。天气改善和既有项目赶工可以拉高当期活动，但新增订单不足会制约后续施工。

4) 就业修复滞后。制造业用工继续偏弱，可能使“企业生产改善—居民收入增加—消费回升”的传导受阻。

5) 政策落地及外需不及预期。财政资金转化为实物量存在时滞，海外需求、贸易及地缘扰动也可能影响订单。

仅供内部参考，请勿外传

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10％～ + 20％；
3.中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10％～ + 10％之间波动；
4.减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%～ + 10%以上；
3.看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621)80108518
上海总部传真：(8621)80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn