下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 09 月 30 日
证券研究报告•宏观简评报告
数据点评

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

景气重返扩张区间，需求修复的覆盖面扩大

——2026 年 9 月 PMI 数据点评

点评

- **摘要：**制造业方面，9 月制造业 PMI 回升至 50.1%，重返扩张区间，但略低于季节性水平；生产指数升至 51.7%，而新订单指数回落至 50.5%，供给端修复快于需求端，制造业生产扩张更多依赖前期订单释放，内需改善持续性仍有待观察。后续随着“六张网”等重大项目投资加快落地，叠加科技创新、技术改造等领域信贷支持扩容，制造业投资和订单需求有望获得支撑，制造业 PMI 或延续修复态势；进出口方面，9 月新出口订单和进口指数分别为 50.0%、49.2%，出口仍处于扩张边缘，进口虽有所修复但仍处于收缩区间。中美经贸关系边际缓和有望对出口形成一定支撑，但全球通胀扰动及地缘风险仍可能制约外需修复幅度，预计短期出口 PMI 维持在荣枯线附近，进口 PMI 逐步修复但仍可能处于收缩区间；从制造业细分行业看，高技术制造业 PMI（52.5%）和装备制造业 PMI（51.0%）均处于扩张区间，消费品制造业 PMI 回升至 50.7%，内外需同步改善推动消费品制造业重返扩张。后续随着产业升级、出口需求及新质生产力相关投资延续，高技术制造业景气预计保持扩张；以旧换新资金加快落地有望支撑消费品制造业景气；分企业类型看，大型企业 PMI 持平于 50.6%，中、小型企业 PMI 分别回升至 49.7%、48.9%，企业间修复仍存在分化；价格和库存方面，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别升至 60.8%、54.0%，受能源及原材料价格上涨影响，企业成本压力明显上升，但产成品库存指数降至 47.6%，销售活动仍较为顺畅。后续地缘政治扰动及传统旺季或支撑原材料价格维持高位，但若下游需求修复有限，价格向终端传导仍存在约束，价格上涨斜率或有所放缓；非制造业方面，9 月非制造业商务活动指数和服务业 PMI 均回升至 50.2%，重新进入扩张区间，金融业景气持续改善，交运、旅游等行业受黄金周临近带动提前回暖。后续黄金周消费需求集中释放，叠加金融支持服务业政策逐步落地，服务业景气有望延续修复；建筑业 PMI 回升至 50.3%，年内首次进入扩张区间，传统施工旺季、专项债资金加快落地及城市更新等项目推进共同带动建筑业景气改善。后续随着施工旺季延续及专项债资金持续形成实物工作量，建筑业景气有望保持扩张，住房贷款贴息政策亦有望对地产需求形成一定支撑。

- **制造业：景气重回扩张区间，生产端动能有所增强。**2026 年 9 月，随着极端天气影响基本消退，建筑业及部分消费相关行业进入传统旺季，叠加多项稳经济促增长政策加快形成实物工作量，制造业 PMI 较上月上升 0.3 个百分点至 50.1%，高于万得一致预期（49.88%），但略低于季节性表现（2016-2025 年 9 月制造业 PMI 平均为 50.44%）。**从需求端看，**9 月新订单指数较上月回落 0.1 个百分点至 50.5%，市场需求边际回落；从**生产端看，**9 月生产指数回升 1.3 个百分点至 51.7%。9 月新订单指数边际回落，生产指数显著回升，说明制造业供给端修复快于需求端，生产扩张更多依赖前期订单释放，内需改善的持续性仍有待观察。从企业预期来看，9 月生产经营活动预期指数为 53.8%，持平上月表现。**从就业情况看，**9 月从业人员指数较上月下降 0.3 个百分点至 48.4%，企业用工需求整体仍偏弱。9 月 28 日，国资委在国新办发布会上披露，今年以来国资委组织央企围绕“六张网”靠前谋划，加快实施了一批重大项目和标志性工程，年度计划安排相关投资约 2 万亿元，目前各项工作进展顺利。9

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

联系人：徐小然
邮箱：xuxr@swsc.com.cn

相关研究

1. 北斗产业锚定万亿规模目标，中美经贸磋商拓展沟通机制 (2026-09-25)
2. 香港五年规划锚定长远治理，美联储时隔三年重启加息 (2026-09-18)
3. 新兴产业助力生产回暖，内需修复节奏偏慢——2026 年 8 月经济数据点评 (2026-09-16)
4. 政策性资金对社融的边际支撑或逐步增强——2026 年 8 月社融数据点评 (2026-09-14)
5. 能源主导价格回升，猪价修复与 AI 涨价形成结构性支撑——2026 年 8 月通胀数据点评 (2026-09-10)
6. 破立之间——动能切换下宏观逻辑与资产再定价 (2026-09-09)
7. 外贸景气韧性延续，AI 链与传统需求格局分化——2026 年 8 月贸易数据点评 (2026-09-08)
8. 季节扰动未消，需求端释放景气增量——2026 年 8 月 PMI 数据点评 (2026-08-31)
9. 国内凝练 AI 应用场景，海外再通胀推升加息预期 (2026-08-28)
10. 国内公积金条例修订，美联储纪要立场偏鹰 (2026-08-21)

下载日志已记录，仅供内部参考

月 29 日，央行将一年期 PSL 利率由 1.75%降至 1.5%，并将“六张网”纳入支持范围，同时增加科技创新、技术改造和支农支小再贷款额度。科技创新和技术改造再贷款额度增至 1.4 万亿元，支农支小再贷款和再贴现额度增至 4.85 万亿元，其中民营企业再贷款增至 1.3 万亿元，政策发力由降低融资成本进一步转向扩大重点领域信贷供给。**随着“六张网”等重大项目投资加快落地，叠加科技创新、技术改造等领域信贷支持扩容，制造业投资和订单需求有望获得进一步支撑，10 月制造业 PMI 或延续修复态势。**

- **外贸景气分化运行，进口景气迎来修复。**2026 年 9 月，新出口订单较上月回落 0.1 个百分点至 50.0%，进口指数较上月回升 0.6 个百分点至 49.2%，但仍然处于收缩区间。从海外国家基本面情况看，标普全球数据显示，9 月美国综合 PMI 升至 58.4，创 2021 年 7 月以来新高；欧元区升至 53.1，为 41 个月高点；日本回落至 52.5。经济增长保持韧性。美国和欧元区企业投入成本明显上升，显示能源、运输等供给端因素正在重新影响价格走势。全球经济动能仍有支撑，但通胀回落过程出现新的扰动，货币政策宽松空间面临一定约束。地缘政治层面，9 月底美伊局势仍处于军事对抗与外交博弈并行阶段。9 月下旬双方开始探索以重启霍尔木兹海峡航运、逐步解除经济封锁为核心的分阶段安排，但尚未达成协议。霍尔木兹海峡风险仍是影响全球能源供应与油价的重要变量。中美经贸关系方面，9 月底中美元首会晤达成对等降税安排，双方将对各自约 300 亿美元非敏感商品降低关税，其中超九成商品免除相互加征关税；同时，中美贸易休战延长至 2027 年 1 月 10 日。关税压力边际缓解有助于稳定对美出口订单，短期对我国出口形成一定支撑，但由于涉及商品规模有限，对整体出口增速的直接拉动相对有限。**后续来看，海外需求韧性与中美经贸关系边际缓和有望对出口订单形成一定支撑，但全球通胀扰动及地缘风险仍可能压制外需修复幅度；预计短期新出口订单指数或维持在荣枯线附近。进口方面，随着国内需求边际改善及部分大宗商品价格回升，进口指数有望逐步修复，但短期仍可能处于收缩区间。**

- **高技术行业 PMI 维持扩张，内外需共振下消费品景气重回扩张。**2026 年 9 月，高技术制造业、装备制造业 PMI 分别为 52.5%、51.0%，均较上月回落 0.4 个百分点，但两者仍处于扩张区间。在中秋国庆双节备货、换季以及国外订单收官的带动下，消费市场景气明显回升，消费品制造业 PMI 较上月回升 1.7 个百分点至 50.7%，重新回到扩张区间；消费品制造业新订单指数较上月提高超过 3 个百分点至接近 53%的高位，新出口订单指数回升至接近 52%的水平，内外需同步修复推动消费品需求保持扩张。基础原材料行业 PMI 较上月回升 0.1 个百分点至 48.0%，但仍处于收缩区间，显示中下游需求仍偏弱。9 月 30 日，发改委披露今年 2500 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金已全部下达。随着补贴资金加快落地，汽车、家电及数码产品等耐用品消费有望获得支撑，消费品 PMI 有望保持在扩张区间。**后续看，随着产业升级、出口需求及新质生产力相关投资延续，高技术制造业景气度预计仍将保持扩张。随着以旧换新资金落地、节后补库需求延续，消费品制造业 PMI 仍有望保持在扩张区间，需求改善对生产端的带动或进一步显现。**

- **中小企业景气边际改善，输入型因素推升材料价格。**9 月，由于政策支持持续强化，极端天气冲击有所缓解，部分行业步入季节性旺季，中、小型企业 PMI 分别回升 0.3、1.0 个百分点至 49.7%、48.9%，大型企业 PMI 为 50.6%，持平上月表现。企业间修复仍存在分化，大型企业景气度保持扩张，中小企业虽有所改善但仍处于收缩区间，内需修复不足对中小企业经营形成一定制约。采购方面，9 月采购量指数上升 0.5 个百分点至 51.0%，企业采购意愿增强。价格方面，地缘政治因素驱动原油、天然气价格明显上涨，带动作为替代能源的煤炭价格也明显上行，基础原材料产品价格相应上涨。主要原材料购进价格指数、出厂价格指数分别较上月回升 4.2、3.6 个百分点至 60.8%、54.0%，价格指数环比升幅均较为明显。从库存指标看，企业销售活动依然较为顺畅，体现在产成品加快出库，本月产成品库存指数较上月下降 0.8 个百分点至 47.6%。

下载日志已记录，仅供内部参考

从前瞻指标看，9月BCI企业利润、销售指数分别上升6.19、0.14个点至48.31、60.40，总成本前瞻指数下降1.24个点至69.68。**综合来看，短期地缘政治扰动仍可能对能源价格形成支撑，叠加部分原材料进入传统旺季，企业购进价格和出厂价格指数预计维持高位；但若下游需求修复力度有限，价格向终端传导仍存在一定约束，后续价格上涨斜率或有所放缓。**

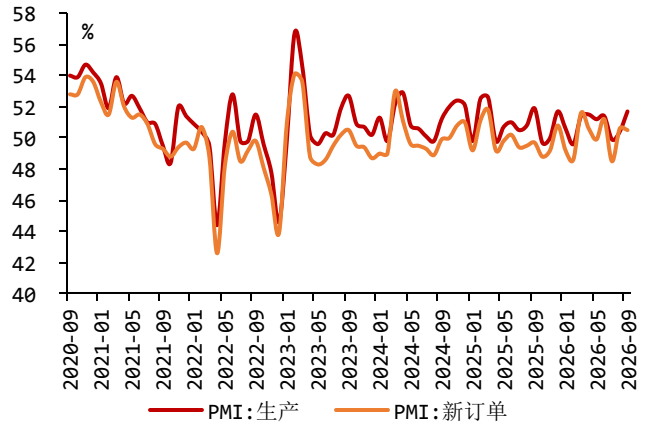
- **非制造业：景气重返扩张区间，金融业向好与假期需求为主要支撑。**9月非制造业商务活动指数上升1.2个百分点至50.2%，重新回到扩张区间。非制造业主要细分景气指标均边际回升，其中回升幅度最大的是新订单指数，相比上月回升2.4个百分点至46.5%。新订单指数虽仍在荣枯线以下，但结束了连续2个月环比下降走势。服务业PMI上升0.9个百分点至50.2%，主要细分景气指标均边际回升，服务业新订单指数回升2.2个百分点至46.7%。从行业表现来看，9月金融业商务活动、新订单指数连续两月环比上行并高于55%；其中货币金融服务业商务活动指数超60%、新订单指数升至58%以上。银行端金融景气明显回暖，三季度末金融赋能实体力度走强。此外，随着十一黄金周临近，9月交运、旅游需求提前回暖。铁路、航空运输新订单指数分别升至60%以上、54%以上，景区服务业新订单指数站上54%以上。假期拉动效应已经显现，黄金周需求集中释放将助推消费行业景气提升。9月28日，八部门联合印发《关于金融支持服务业扩能提质的指导意见》，从信贷、债券、股权融资及REITs等多渠道加大对服务业支持，政策重点由扩大金融供给转向提升金融服务与服务业经营特征的适配度。随着金融支持向轻资产服务业及中小经营主体进一步倾斜，服务业融资约束有望边际缓解，后续服务业景气度或获得一定支撑。**后续看，随着黄金周消费需求集中释放，10月非制造业商务活动指数有望维持在扩张区间。假期出行、文旅等服务消费需求有望在四季度形成阶段性支撑，叠加金融支持服务业政策效果逐步显现，服务业景气度预计延续修复态势，新订单指数也有望进一步回升。**

- **建筑业：年内景气首破荣枯线，行业预期明显改善。**9月建筑业PMI回升3.4个百分点至50.3%，今年以来景气度首次回升到扩张区间，且较去年同期上升1个百分点，显示建筑业景气水平较上月和去年同期均有所提升。随着不利气象因素扰动减弱，建筑业进入传统施工旺季，施工端持续回暖；存量改造、保交楼、保障房及城市更新项目集中开工交付，有力带动建筑行业景气改善。**从分项指标看，**除销售价格指数回落1.3个百分点至48.5%之外，多数分项指标相比上月均边际回升。建筑业分项指标中回升较多的包括业务活动预期指数，景气度较上月回升3.6个百分点至55.4%，创出年内新高。得益于专项债资金加速投放、一揽子支持政策持续推进，建筑行业企业对四季度景气修复抱有较强预期。从细分行业来看，房屋建筑业商务活动指数升至50%以上，较上月和去年同期均有明显上升，是拉动建筑业景气上行的主要动力。**地产方面，**9月地产成交面积同比由上升转为下降。截至9月30日，9月30大中城市商品房成交面积为605.53万平方米，同比下降17.15%，降幅相比上月扩大；9月成交面积环比由上月下降转为上升0.51%。9月29日，财政部宣布自10月1日起由财政直接承担部分利息成本，对符合条件的首套住房贷款按本金给予年化1个百分点、最长5年的贴息，单户贴息贷款上限100万元，有助于降低居民购房的实际融资成本，对住房需求形成一定支撑。**随着传统施工旺季延续、专项债资金加快落地及城市更新等项目持续推进，建筑业施工端景气有望保持扩张；同时，住房贷款贴息政策落地有望对地产需求形成一定支撑，预计四季度建筑业PMI维持在扩张区间，但地产投资修复仍需观察政策向销售端的传导效果。**

- **风险提示：**地缘冲突影响超预期，国内政策效果不及预期。

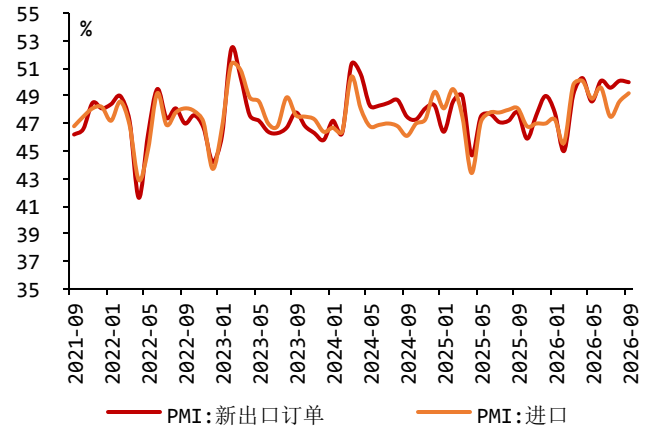
下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：生产指数回升，新订单指数回落



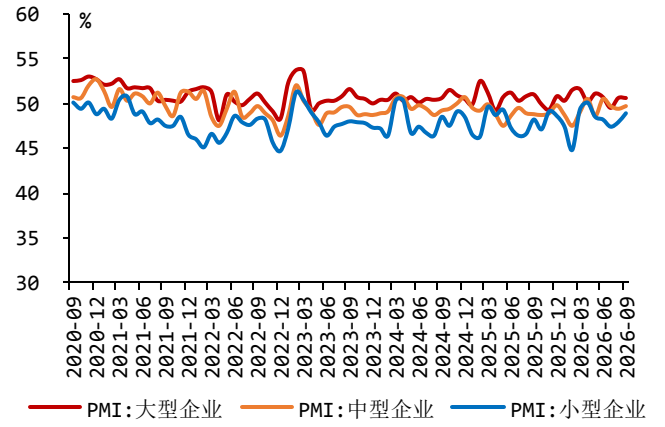
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：新出口订单指数回落，进口指数回升



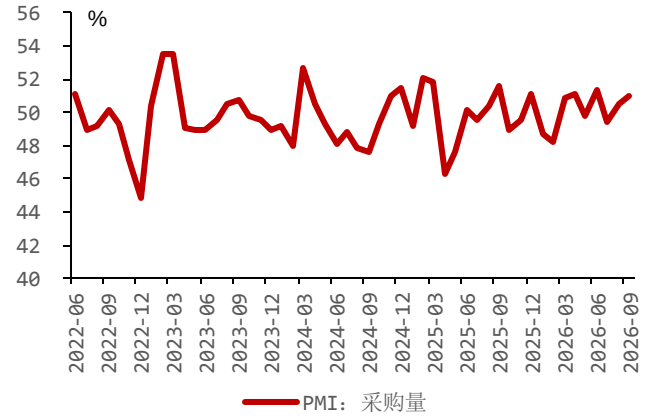
数据来源：wind、西南证券整理

图 3：大型企业 PMI 持平，中型、小型企业 PMI 均回升



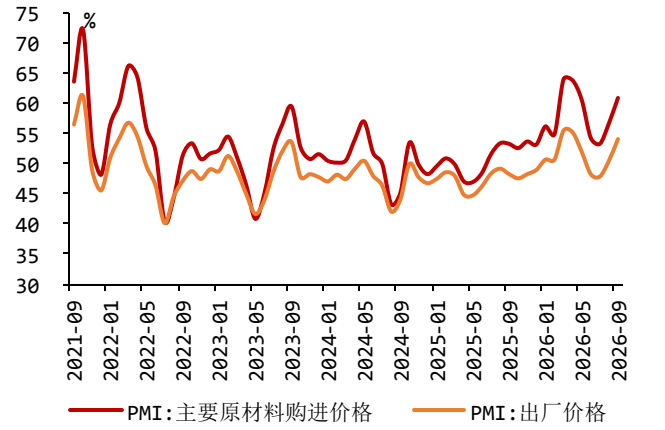
数据来源：wind、西南证券整理

图 4：采购量 PMI 回升



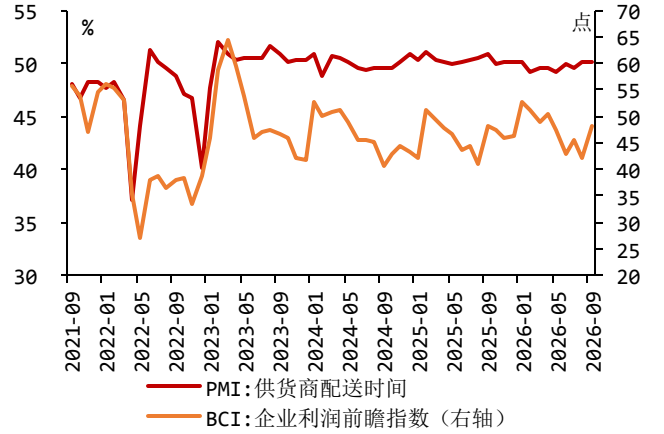
数据来源：wind、西南证券整理

图 5：主要原材料购进价格指数、出厂价格指数均回升



数据来源：wind、西南证券整理

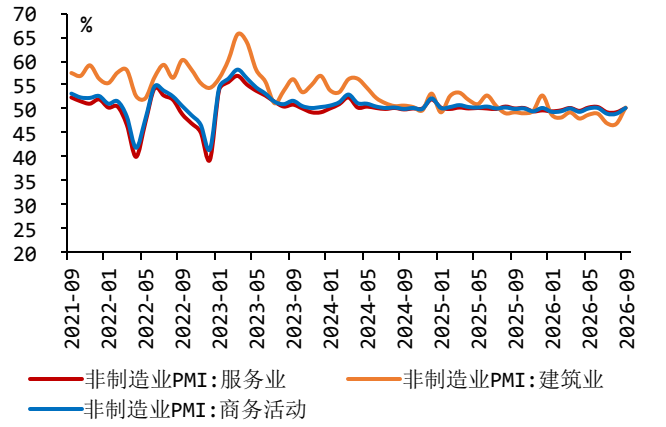
图 6：供应商配送时间指数持平，企业利润前瞻指数回升



数据来源：wind、西南证券整理

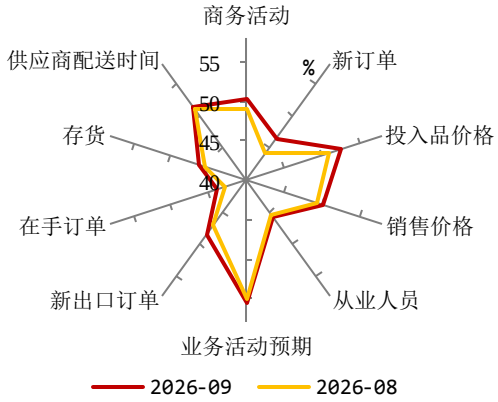
下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：服务业、建筑业 PMI 均回升



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 数据（%）

指标	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05	2026-06	2026-07	2026-08	2026-09
PMI总指数	49.8	49.0	49.2	50.1	49.3	49.0	50.4	50.3	50.0	50.3	49.2	49.8	50.1
生产量	51.9	49.7	50.0	51.7	50.6	49.6	51.4	51.5	51.2	51.4	49.9	50.4	51.7
雇员	48.5	48.3	48.4	48.2	48.1	48.0	48.6	48.8	48.6	48.5	49.0	48.7	48.4
新订单	49.7	48.8	49.2	50.8	49.2	48.6	51.6	50.6	49.9	51.2	48.5	50.6	50.5
出口订单	47.8	45.9	47.6	49.0	47.8	45.0	49.1	50.3	48.6	50.1	49.6	50.1	50.0
现有订货	45.2	44.5	45.5	46.0	45.1	44.0	47.1	46.2	46.8	47.1	45.8	46.7	46.0
产成品库存	48.2	48.1	47.3	48.2	48.6	45.8	46.7	47.5	49.3	47.7	48.6	48.4	47.6
原材料库存	48.5	47.3	47.3	47.8	47.4	47.5	47.7	49.3	48.6	48.4	48.3	48.1	48.2
采购量	51.6	49.0	49.5	51.1	48.7	48.2	50.9	51.1	49.8	51.4	49.4	50.5	51.0
购进价格	53.2	52.5	53.6	53.1	56.1	54.8	63.9	63.7	60.5	54.2	53.2	56.6	60.8
供应商配送时间	50.8	50.0	50.1	50.2	50.1	49.1	49.5	49.5	49.2	49.9	49.5	50.1	50.1
进口	48.1	46.8	47.0	47.0	47.3	45.6	49.8	50.1	48.8	49.6	47.5	48.6	49.2
中采服务业PMI	50.1	50.2	49.5	49.7	49.5	49.7	50.2	49.6	50.3	50.4	49.3	49.3	50.2
中采建筑业PMI	49.3	49.1	49.6	52.8	48.8	48.2	49.3	48.0	48.8	49.0	47.0	46.9	50.3
综合PMI产出指数	50.6	50.0	49.7	50.7	49.8	49.5	50.5	50.1	50.5	50.6	49.3	49.5	50.7
非制造业商务活动指数	50.0	50.1	49.5	50.2	49.4	49.5	50.1	49.4	50.1	50.2	49.0	49.0	50.2

数据来源：wind、西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzr@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn