下载日志已记录，仅供内部参考

PMI 重返扩张，但利率下行仍有空间

9 月 PMI 数据点评

证券研究报告

2026 年 10 月 01 日

分析师

姜珮珊 S0800524020002

jiangpeishan@research.xbmail.com.cn

魏洁 S0800526080002

weijie@research.xbmail.com.cn

相关研究

30-10Y 利差还能压缩吗？—固定收益周报 2026-09-27

银行中报透视：资负变化、指标约束与配债空间—债市角度看上市银行中报系列 2026-09-22

从银行中报看指标约束与债市机会 2026-09-20

科创债的近期表现与投资机会—固定收益周报 2026-09-13

关注次新券交易机会—9 月转债月报 2026-09-10

- **核心结论**

事件：9 月制造业采购经理指数为 50.1%，环比上升 0.3 个百分点；非制造业商务活动指数为 50.2%，环比上升 1.2 个百分点；综合 PMI 产出指数为 50.7%，环比上升 1.2 个百分点。

制造业：供强需格局延续，价格指数继续回升

9 月制造业 PMI 重返扩张区间，环比表现略弱于疫后季节性。

1、需求：内外需扩张放缓，需求复苏势头边际放缓。

2、供给：生产指数扩张加速，供需缺口再度拉大。

3、中小型企业景气改善，三大重点行业较快扩张。

4、价格：价格指数继续上升，主要受国际地缘政治因素影响。

5、库存：企业被动去库，采购意愿增强。

非制造业：服务业和建筑业均超季节性回升

1、**节日效应显现，服务业商务活动指数升至扩张区间。**一方面，十一黄金周逐步临近，交通运输、旅游领域需求出现提前释放迹象。另一方面，金融支持实体经济力度提升。

2、**建筑业商务活动指数升至年内高点。**随着不利天气影响逐步消退，建筑业步入传统旺季。与此同时，存量改造、保交楼、保障房建设、城市更新等各类建设任务进入集中推进与交付周期。分行业看，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。

点评：月末结构性降息和地产贴息政策落地后，止盈情绪升温，叠加制造业 PMI 重返扩张区间，债市回调走弱，收益率普遍上行。“宽货币预期升温+双节前流动性呵护+机构欠配”三重逻辑共振下，节前超长债行情再度启动，30-10Y 国债利差持续压缩至 42BP，仍处于较高水平，尚有空间。9 月 29 日，央行加码结构性工具宽松，PSL 利率年内第二次下调，并以买断式逆回购超量投放呵护流动性。当前市场利率低于政策利率，指向政策利率相对偏高、名义降息空间正在累积，其余期限（尤其短端）的下行空间有望随宽松预期发酵而打开。风险方面，短期内一方面重点关注中美关系改善带来的风偏变化，另一方面需关注机构的阶段性止盈需求。不过当前基本面利好、资金面稳定、基金理财等资金支撑下，利率大幅回调概率不大。

风险提示： 经济复苏预期差，发债节奏超预期，监管政策超预期，出口变化超预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

索引

内容目录

一、 9 月 PMI 数据综述 3
二、 制造业：供强需格局延续，价格指数继续回升 4
三、 非制造业：服务业和建筑业均超季节性回升 6
四、 对债市的影响 7
五、 风险提示 7

图表目录

图 1：制造业 PMI 环比变动（%） 3
图 2：制造业 PMI 指数（%） 3
图 3：服务业 PMI 指数（%） 4
图 4：建筑业 PMI 指数（%） 4
图 5：制造业 PMI 新订单指数（%） 4
图 6：制造业 PMI 新出口订单指数（%） 4
图 7：制造业 PMI 生产指数（%） 5
图 8：制造业 PMI 主要原材料购进价格指数（%） 5
图 9：制造业 PMI 出厂价格指数（%） 5
图 10：制造业 PMI 原材料库存指数（%） 6
图 11：制造业 PMI 产成品库存指数（%） 6
图 12：服务业 PMI 环比变动（%） 6
图 13：建筑业 PMI 环比变动（%） 7

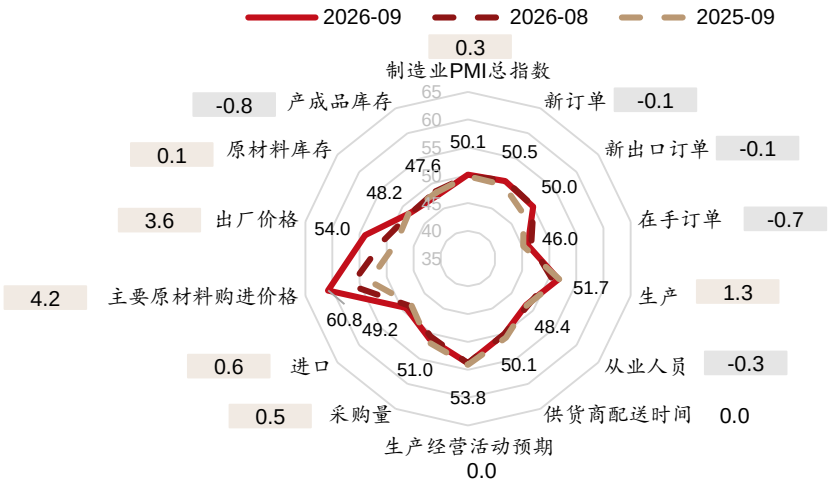
下载日志已记录，仅供内部参考

国家统计局数据显示，中国 9 月制造业 PMI 50.1%，前值 49.8%；非制造业 PMI 50.2%，前值 49.0%；综合制造业 PMI 50.7%，前值 49.5%。我们从以下几个方面解读 9 月 PMI 数据：

一、9月PMI数据综述

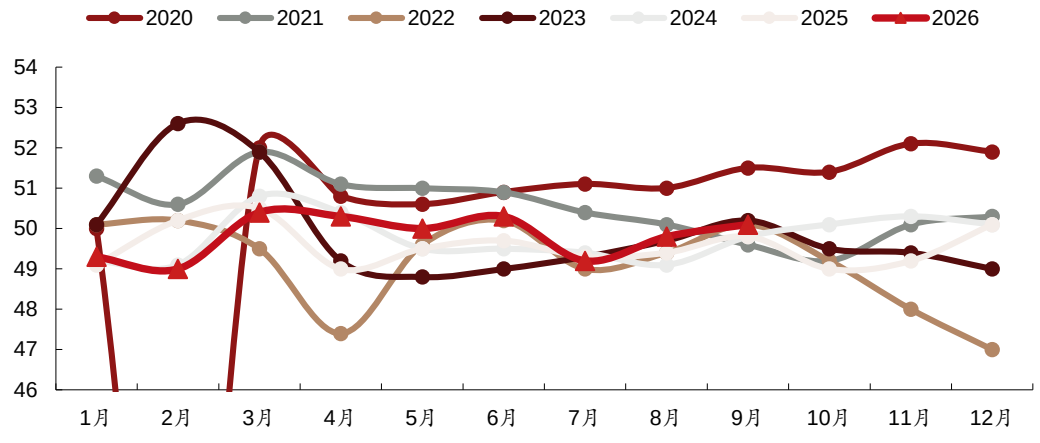
9 月制造业 PMI 重返扩张区间。9 月制造业 PMI 上升 0.3 个百分点至 50.1%，环比表现略弱于疫后季节性（2016-2019 年同期环比均值为 0.1 个百分点，2020-2025 年同期为 0.4 个百分点）。**整体来看，内外需扩张放缓，生产指数扩张加速，供强需格局延续；价格指数继续上升；企业被动去库，采购意愿增强。**

图 1：制造业 PMI 环比变动（%）



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

图 2：制造业 PMI 指数（%）



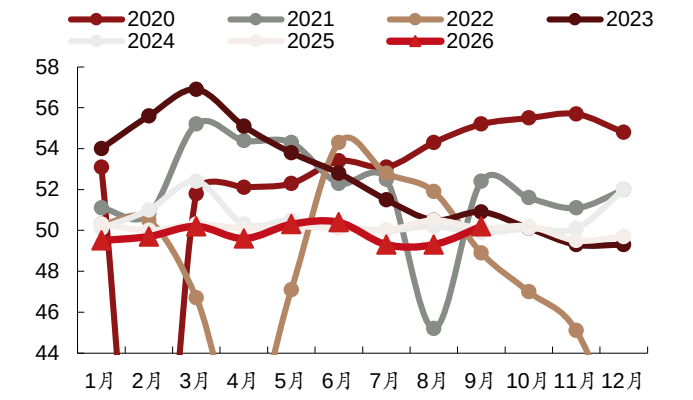
资料来源：iFinD，西部证券研发中心

非制造业方面，服务业和建筑业均超季节性回升。9 月，服务业商务活动指数上升 0.9 个百分点至 50.2%，环比表现强于季节性（2016-2019 年同期环比均值为 0.5 个百分点，2020-2025 年同期为 0.8 个百分点）；建筑业商务活动指数上升 3.4 个百分点至 50.3%，

下载日志已记录，仅供内部参考

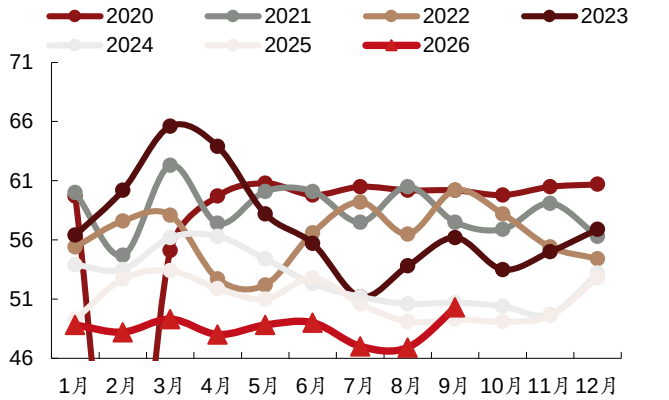
环比表现强于季节性（2016-2019 年同期环比均值为 1.9 个百分点，2020-2025 年同期为 0.6 个百分点）。

图 3：服务业 PMI 指数（%）



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

图 4：建筑业 PMI 指数（%）



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

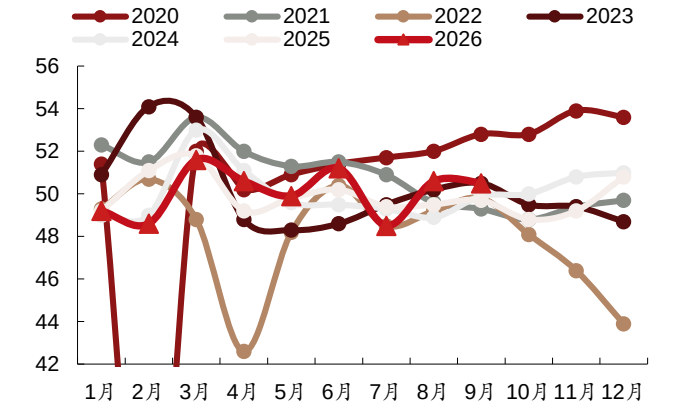
二、制造业：供强需格局延续，价格指数继续回升

需求：内外需扩张放缓。9 月制造业 PMI 新订单指数、新出口订单指数均环比下降 0.1 个百分点；“新订单-新出口订单”指数持平于 0.5%。此外，在手订单环比下降、但进口指数环比上升。整体看，需求复苏势头边际放缓。极端天气对经济的影响基本消退，宏观经济回到正常运行轨道，建筑业与部分消费相关行业迎来传统旺季，叠加多项稳经济促增长政策加速转化实物工作量，制造业市场需求整体稳定扩张。

生产：生产指数扩张加速。9 月制造业 PMI 生产指数为 51.7%，环比上升 1.3 个百分点。带动生产活动加快上升的因素，一是 9 月新订单稳定扩张；二是前期积压的订单加快排产，为企业生产释放积蓄了动能。但值得关注的是，供需缺口再度拉大，供强需弱的格局延续。

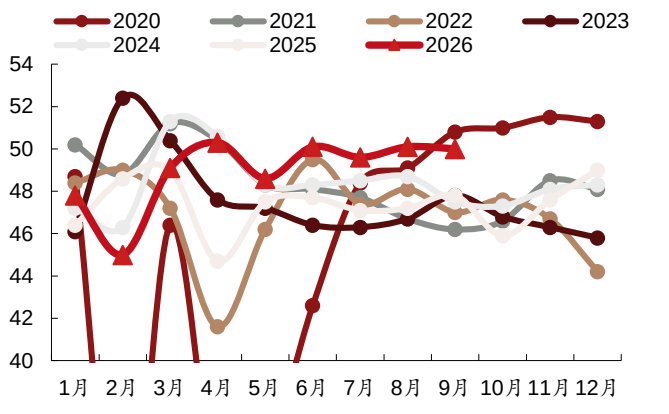
中小型企业景气改善，三大重点行业较快扩张。大、中、小型企业 PMI 环比变动+0.0、+0.3 和+1.0 个百分点，其中大型企业保持扩张、中小型企业仍处于收缩区间；装备制造业、高技术制造业、消费品制造业、基础原材料行业 PMI 环比变动-0.4、-0.4、+1.7、+0.1 个百分点，其中基础原材料行业扩张放缓，其余三大行业保持扩张。

图 5：制造业 PMI 新订单指数（%）



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

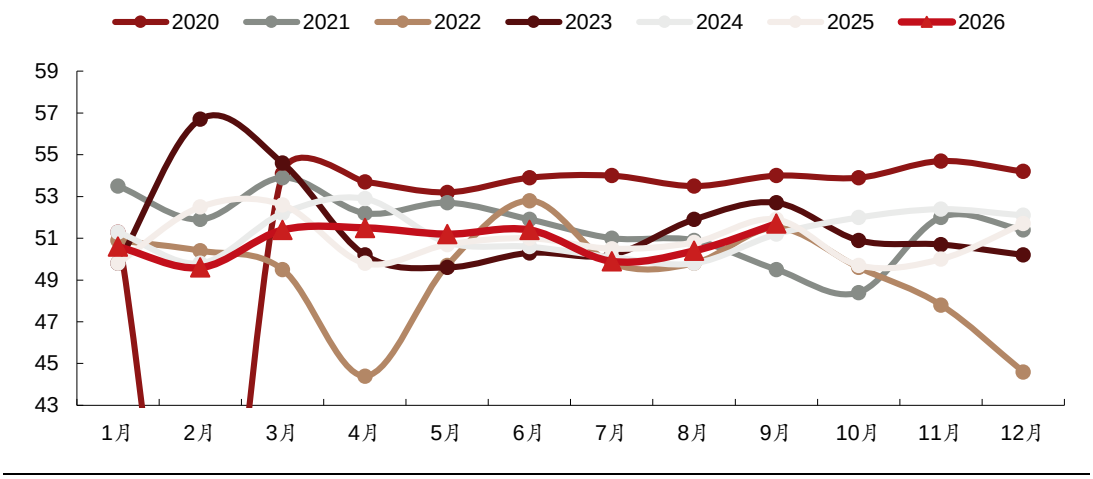
图 6：制造业 PMI 新出口订单指数（%）



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

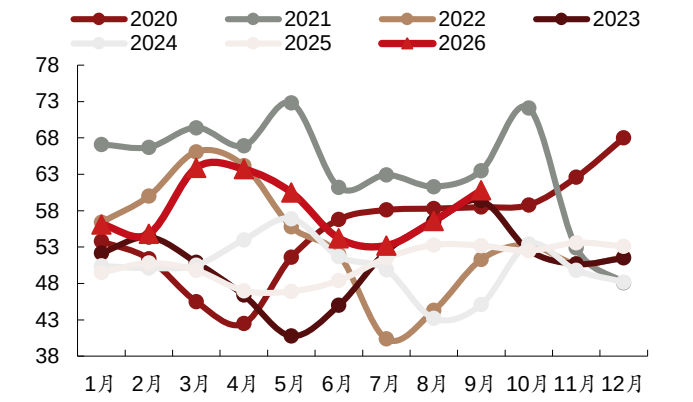
图 7：制造业 PMI 生产指数（%）



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

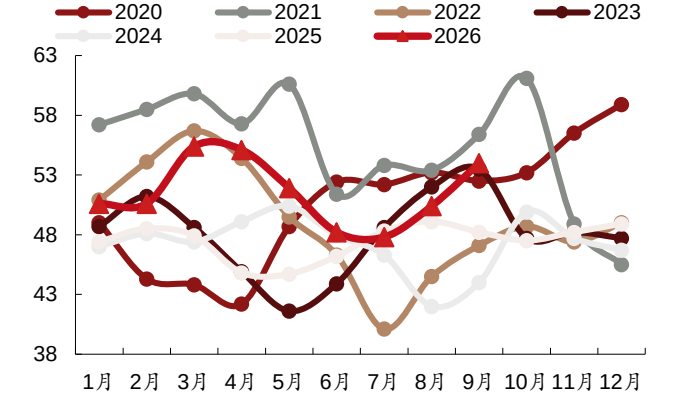
价格：价格指数继续上升。9 月，受近期国际大宗商品价格上涨、部分行业需求增加等因素影响，主要原材料购进价格指数、出厂价格指数分别环比上升 4.2 个百分点、3.6 个百分点至 60.8%、54.0%，均连续两个月回升。月内受国际地缘政治因素影响，原油、天然气价格明显上涨，带动作为替代能源的煤炭价格也明显上行，相关基础原材料产品价格相应上涨，并通过价值链向下游传递，带动产业链中下游行业市场价格联动上升。从行业看，随着国际原油价格大幅上升，石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品等行业两个价格指数均升至 60.0%以上高位。

图 8：制造业 PMI 主要原材料购进价格指数（%）



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

图 9：制造业 PMI 出厂价格指数（%）

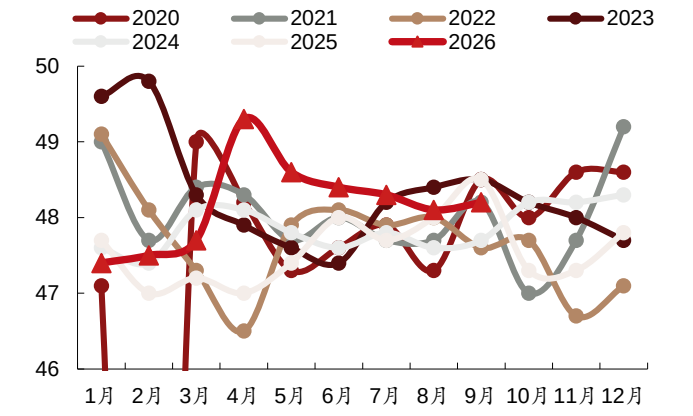


资料来源：iFinD，西部证券研发中心

库存：企业被动去库，采购意愿增强。9 月原材料库存、产成品库存指数分别环比变动 0.1 个百分点、-0.8 个百分点，仍均处于收缩区间；“新订单-产成品库存”反映的经济动能指数上升 0.7 个百分点。企业采购意愿增强，采购量指数上升至 51.0%。

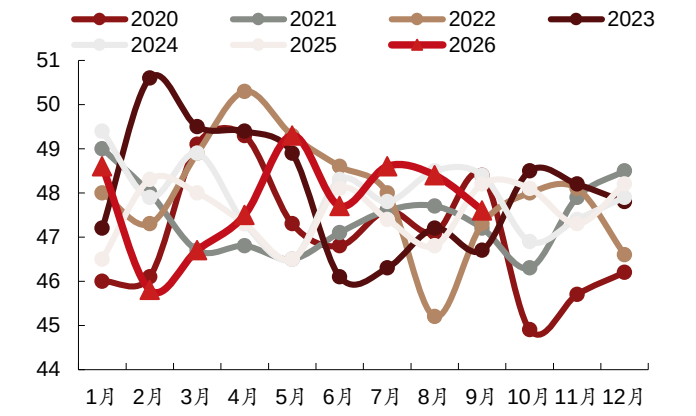
下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：制造业 PMI 原材料库存指数（%）



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

图 11：制造业 PMI 产成品库存指数（%）

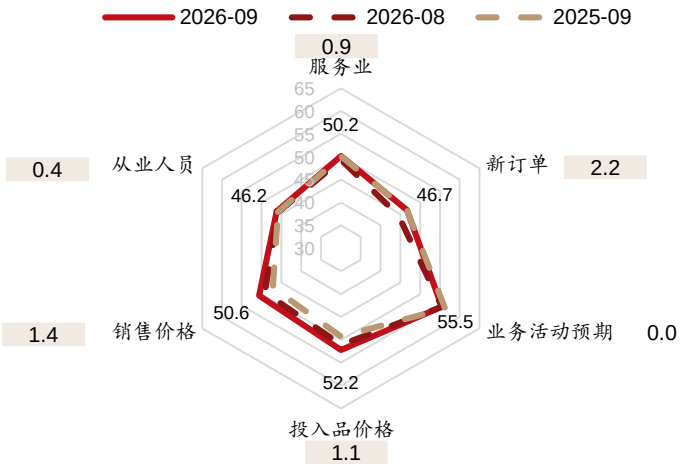


资料来源：iFinD，西部证券研发中心

三、非制造业：服务业和建筑业均超季节性回升

节日效应显现，服务业商务活动指数升至扩张区间。9 月，服务业景气度环比上升 0.9 个百分点。一方面，十一黄金周逐步临近，交通运输、旅游领域需求出现提前释放迹象，其中铁路运输业和航空运输业新订单指数分别升至 60%以上和 54%以上的较高水平，景区服务业和租赁及商务服务业新订单指数较上月和去年同期均上升。另一方面，金融支持实体经济力度提升，金融业商务活动指数和新订单指数均实现连续 2 个月环比上升。往后看，预期十一黄金周需求的集中释放，将有效带动接触型消费相关行业景气水平提升。

图 12：服务业 PMI 环比变动（%）

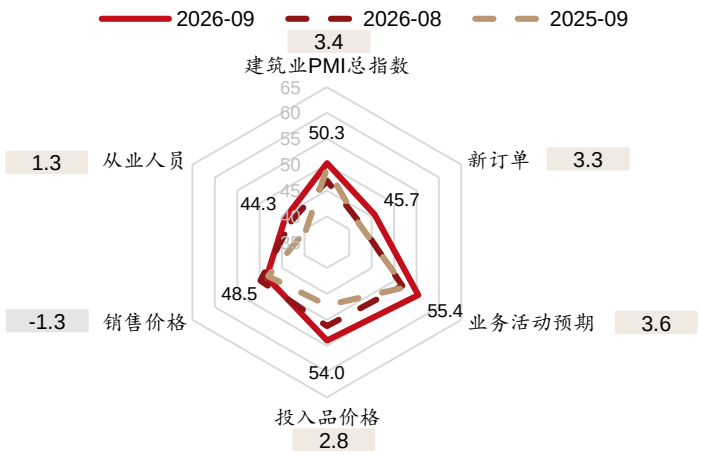


资料来源：iFinD，西部证券研发中心

建筑业商务活动指数升至年内高点。9 月，建筑业商务活动指数环比上升 3.4 个百分点。随着不利天气影响逐步消退，建筑业步入传统旺季。与此同时，存量改造、保交楼、保障房建设、城市更新等各类建设任务进入集中推进与交付周期。分行业看，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。在专项债资金持续落地、稳增长政策效能持续释放，叠加年末市场传统旺季到来的多重利好因素共同驱动下，国内投资市场需求有望回升。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：建筑业 PMI 环比变动（%）



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

四、对债市的影响

9 月制造业 PMI 重返扩张区间，其中生产指数扩张加速，价格指数继续上升，企业采购意愿增强，同时服务业和建筑业均超季节性回升，但内外需扩张放缓，供强需格局延续，后续仍需密切关注国际局势变化与各类稳经济政策举措。

月末结构性降息和地产贴息政策落地后，止盈情绪升温，叠加制造业 PMI 重返扩张区间，债市回调走弱，收益率普遍上行。“宽货币预期升温+双节前流动性呵护+机构欠配”三重逻辑共振下，节前超长债行情再度启动，30-10Y 国债利差持续压缩至 42BP，仍处于较高水平，尚有空间。9 月 29 日，央行加码结构性工具宽松，PSL 利率年内第二次下调，并以买断式逆回购超量投放呵护流动性。当前市场利率低于政策利率，指向政策利率相对偏高、名义降息空间正在累积，其余期限（尤其短端）的下行空间有望随宽松预期发酵而打开。风险方面，短期内一方面重点关注中美关系改善带来的风偏变化，另一方面需关注机构的阶段性止盈需求。不过当前基本面利好、资金面稳定、基金理财等资金支撑下，利率大幅回调概率不大。

五、风险提示

经济复苏预期差，发债节奏超预期，监管政策超预期，出口变化超预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。