下载日志已记录，仅供内部参考

财通证券 CAITONG SECURITIES

9月PMI：出口韧性与供给偏紧并存

证券研究报告

宏观点评/ 2026.09.30

分析师 张伟
SAC 证书编号：S0160525060002
zhangwei04@ctsec.com

联系人 连桐杉
liants@ctsec.com

相关报告

1. 《装备制造业依旧是核心利润支撑》2026-09-28
2. 《主权债务危机期间的大类资产表现》2026-09-28
3. 《美国中选的不同结局》 2026-09-21

核心观点

- **事件：**2026年9月30日，9月制造业采购经理指数披露，录得50.1%，较上月回升0.3个百分点，时隔两个月重返扩张区间，制造业景气水平明显改善。

- **9月PMI主线是“出口韧性—生产扩张—两端低库存—价格上涨”。**9月生产指数由50.4%升至51.7%，新订单指数维持50.5%的扩张区间。更值得关注的是，新出口订单指数录得50.0%，已经连续3个月高于往年同期季节性水平。在全球供应链持续偏紧的背景下，中国制造业供应链完整性和稳定交付能力的相对优势进一步凸显，外需仍是当前制造业需求端的重要支撑。

- **原材料与产成品库存同时偏低，本轮低库存有更多的“被动去库”特征。**9月原材料库存指数仅为48.2%，产成品库存进一步降至47.6%。这一组合与前期明显不同：前期原材料库存下降更多是价格高企后企业主动放缓采购，而当前全球能源、化工等上游产品库存整体偏低，部分原材料可能存在供应偏紧、采购难度上升甚至采购周期拉长的问题。因此，原材料低库存未必完全是企业“不愿买”，也可能存在一定程度的“买不到”。

- **价格端同步上行，也与上游供给偏紧的特征相互印证。**9月主要原材料购进价格指数由56.6%升至60.8%，出厂价格指数由50.4%升至54.0%，分别提高4.2和3.6个百分点。不过，购进价格与出厂价格之差由6.2个百分点进一步扩大至6.8个百分点，说明价格传导虽然增强，但成本上涨仍快于产品提价，企业利润空间短期仍面临一定挤压。

- **展望后续：**当前制造业的主要矛盾可能正在从此前的“需求不足”，逐步转向“外需较强、生产加速与上游供给偏紧并存”。后续一方面需要观察全球供应链偏紧能否继续强化中国制造业的出口竞争优势；另一方面，如果能源、化工等上游产品供给约束持续，原材料低库存可能难以快速修复，并继续通过购进价格向企业成本端传导。

- **风险提示：**国内政策力度或落地效果不及预期；国际地缘政治局势变化超预期；反内卷行业相关PMI指标测算误差。

下载日志已记录，仅供内部参考

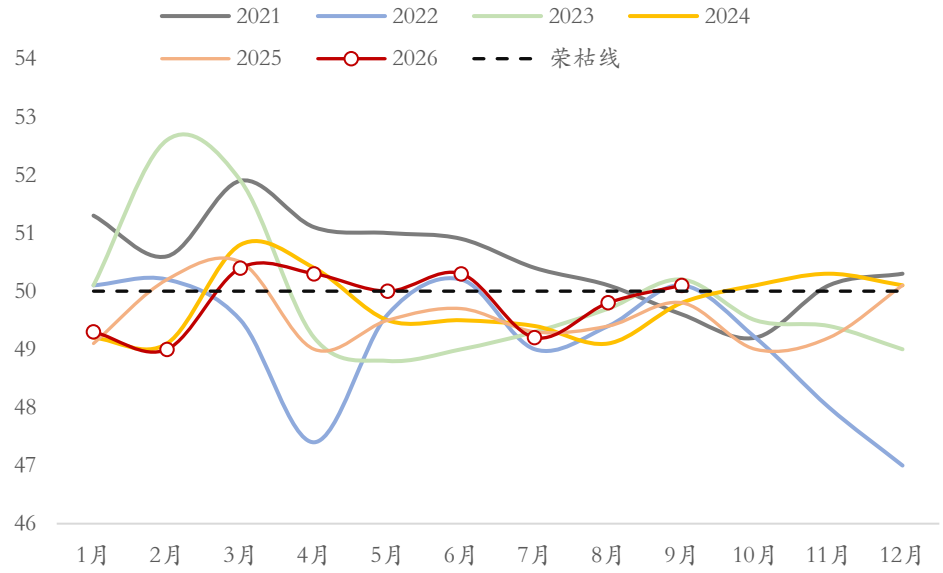
图表目录

图 1： 9 月制造业采购经理指数为 50.1% 3
图 2： 2026 年 9 月，生产经营预期指数处于季节性中游水平 4
图 3： 2026 年 9 月，新订单指数处于季节性较高水平 5
图 4： 2026 年 9 月，新出口订单指数为 50.0% 5
图 5： 2026 年 9 月 PMI 产成品库存指数较上月回落，仍低于季节性水平 6
图 6： 2026 年 9 月 PMI 原材料库存指数较上月回升 7
图 7： 2026 年 9 月 PMI 生产指数较上月回升，位于荣枯线上方 8
图 8： 2026 年 9 月“生产动能”指数为 2.9%，较上月回升 0.7 个百分点 9
图 9： 2026 年 9 月“原材料购进价格-出厂价格”剪刀差较前月回升 10
图 10： 2026 年 9 月 PMI 原材料购进价格指数回升 10
图 11： 2026 年 9 月 PMI 出厂价格指数回升 11
图 12： 9 月仅大型企业采购经理指数位于荣枯线上方 11
图 13： 2026 年 9 月中型企业 PMI 回升 0.3 个百分点 12
图 14： 2026 年 9 月服务业商务活动指数为 50.2% 12

下载日志已记录，仅供内部参考

事件：2026 年 9 月 30 日，9 月制造业采购经理指数（PMI）披露，录得 50.1%，较上月回升 0.3 个百分点，时隔两个月重返扩张区间，制造业景气水平明显改善。

图1： 9 月制造业采购经理指数为 50.1%

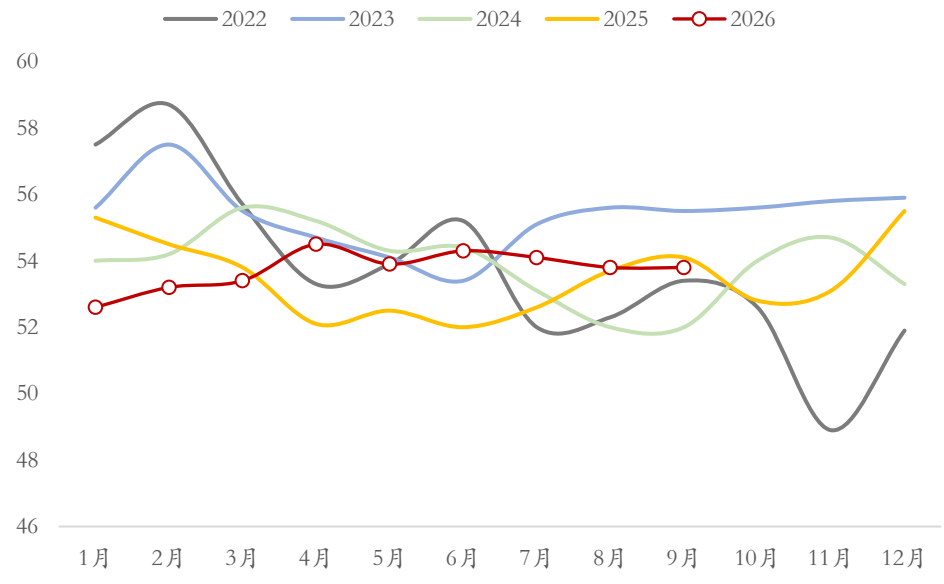


数据来源：Wind，财通证券研究所
单位：%

2026 年 9 月 PMI 数据勾勒出的图景是：生产明显加速，外需韧性突出，同时原材料与产成品库存均处低位。 9 月生产指数由 50.4%升至 51.7%，新订单指数维持 50.5%的扩张区间。更值得关注的是，新出口订单指数录得 50.0%，虽然较 8 月小幅回落，但已经连续 3 个月高于往年同期季节性水平。在全球供应链持续偏紧的背景下，中国制造业供应链完整性和交付能力的相对优势有所凸显，出口竞争力仍强。与此同时，原材料和产成品库存均处于偏低水平，本轮低库存可能不仅反映企业主动去库，或与全球能化产品供给偏紧、部分原材料采购难度上升有关。

下载日志已记录，仅供内部参考

图2： 2026 年 9 月，生产经营预期指数处于季节性中游水平



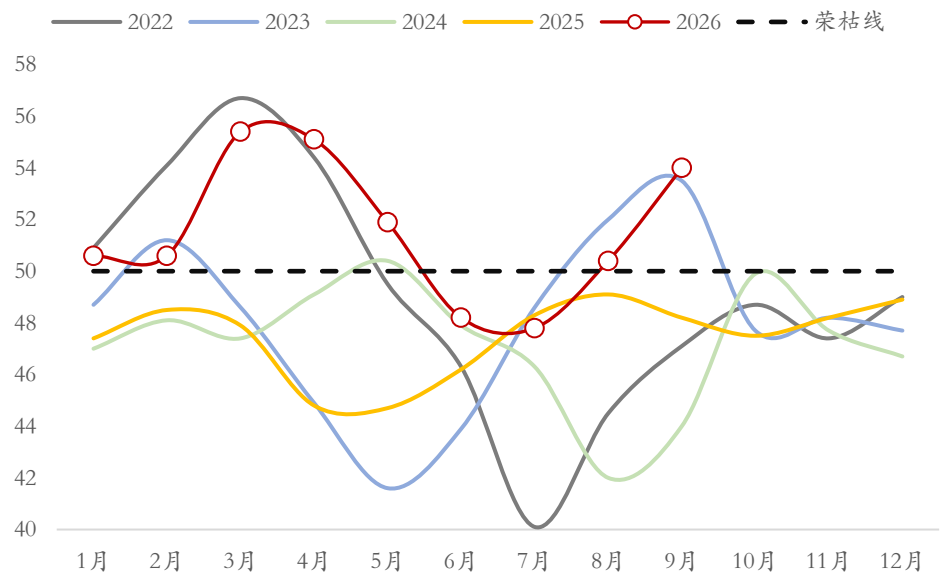
数据来源：Wind，财通证券研究所
单位：%

价格端的改善成为 9 月 PMI 最突出的边际变化。9 月制造业出厂价格指数由 50.4%大幅升至 54.0%，较上月提高 3.6 个百分点，明显高于 2022—2025 年同期水平，也是 2026 年以来仅次于 3 和 4 月的高位；主要原材料购进价格指数则由 56.6%进一步升至 60.8%，提高 4.2 个百分点。价格端“购进—出厂”同步上行，说明前期能源及大宗商品价格上涨正更充分地向制造业产成品价格传导，但购进价格与出厂价格之差由 6.2 个百分点扩大至 6.8 个百分点，上游成本上涨仍快于出厂价格，企业利润空间尚未明显改善。

出口韧性是 9 月 PMI 中另一个值得关注的信号。 9 月新出口订单指数为 50.0%，连续 3 个月处于近年同期较高水平。尤其是在全球能源、化工及部分中间品供应偏紧、国际供应链扰动加大的背景下，中国制造业完整的产业链和较强的稳定交付能力，其相对优势反而有所增强。因而，当前外需并不能简单理解为“荣枯线附近的平稳”，从季节性比较来看，出口订单的表现实际上明显强于往年同期，外需仍是制造业需求端的重要支撑。

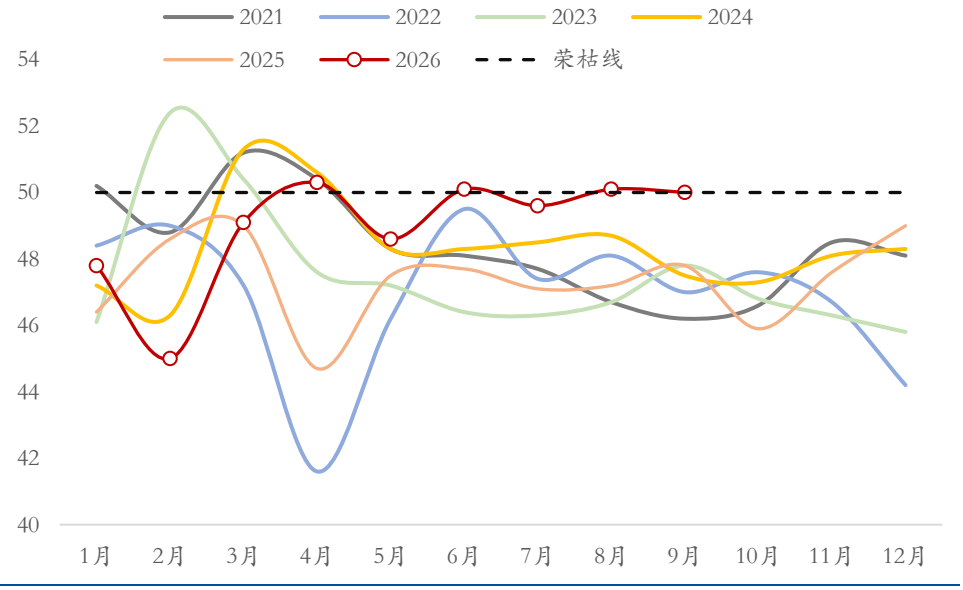
下载日志已记录，仅供内部参考

图3： 2026 年 9 月，新订单指数处于季节性较高水平



数据来源：Wind，财通证券研究所
单位：%

图4： 2026 年 9 月，新出口订单指数为 50.0%

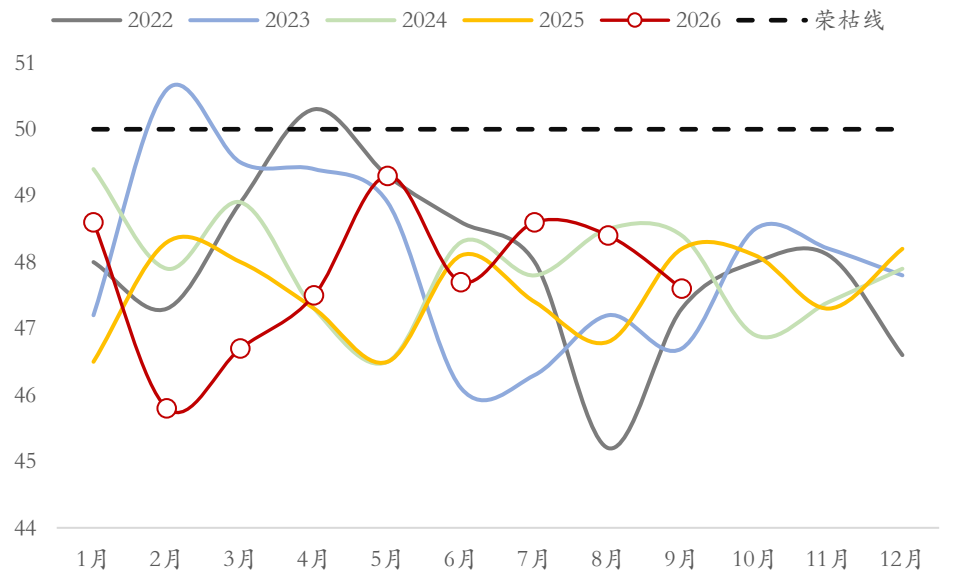


数据来源：Wind，财通证券研究所
单位：%

下载日志已记录，仅供内部参考

原材料与产成品库存同时偏低，可能更多带有一定的“被动去库”特征。 9 月原材料库存指数仅为 48.2%，产成品库存进一步降至 47.6%。这一组合与前期存在明显区别：前期原材料库存下降更多对应价格高企下企业主动放缓采购，而当前主要原材料购进价格重新升至 60.8%，同时全球能源、化工等上游产品库存整体偏低，部分原材料可能面临供应偏紧甚至采购难度上升的问题。因此，本轮原材料低库存未必完全来自企业“不愿买”，也可能存在一定程度的“买不到”或采购周期拉长。与此同时，出口订单保持较强、生产明显加速，使产成品库存继续被消化，最终形成“需求较强—生产加速—原料偏紧—两端低库存”的组合。

图5： 2026 年 9 月 PMI 产成品库存指数较上月回落，仍低于季节性水平

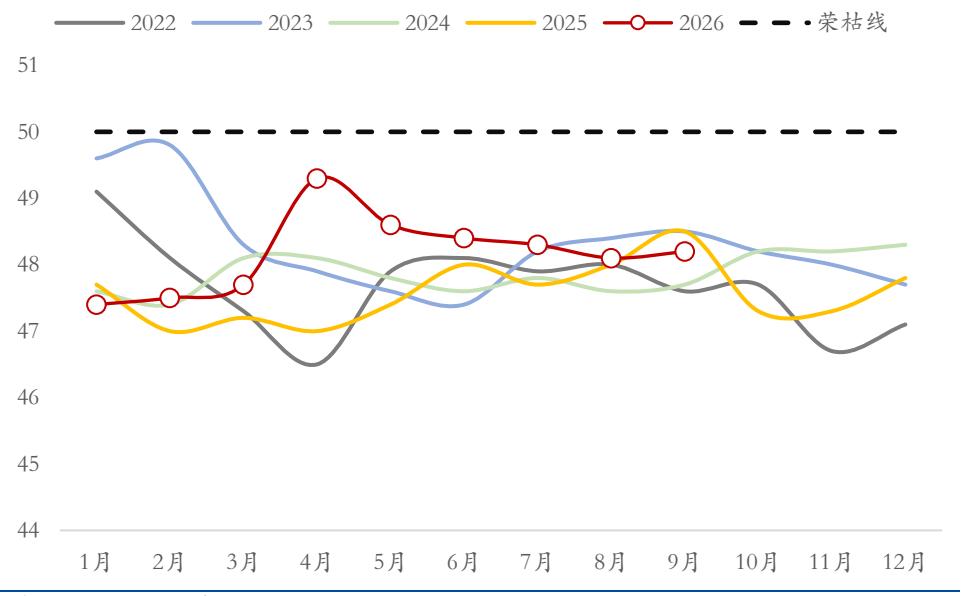


数据来源：Wind，财通证券研究所
单位：%



下载日志已记录，仅供内部参考

图6： 2026 年 9 月 PMI 原材料库存指数较上月回升

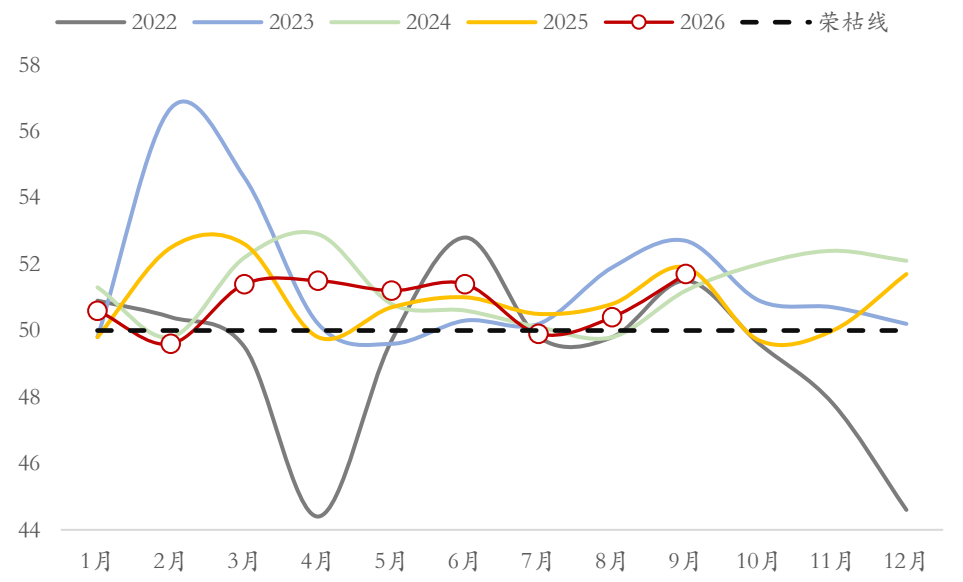


数据来源：Wind，财通证券研究所
单位：%

下载日志已记录，仅供内部参考

生产与需求之间的节奏错位在 9 月再度扩大。9 月新订单指数由 50.6%小幅回落至 50.5%，而生产指数由 50.4%明显升至 51.7%，使“新订单—生产”由 8 月的+0.2 个百分点转为-1.2 个百分点，生产重新快于需求。不过，与前期不同的是，本轮生产加速并未带来产成品累库：产成品库存指数由 48.4%降至 47.6%，使“新订单—产成品库存”由 2.2 个百分点进一步升至 2.9 个百分点。换言之，当前更接近“生产加速、需求平稳、库存去化”的组合，企业正在加快生产并消化库存，短期生产动能有所增强，但需求端尚未出现与生产同等幅度的改善，后续仍需观察订单能否接力生产扩张。

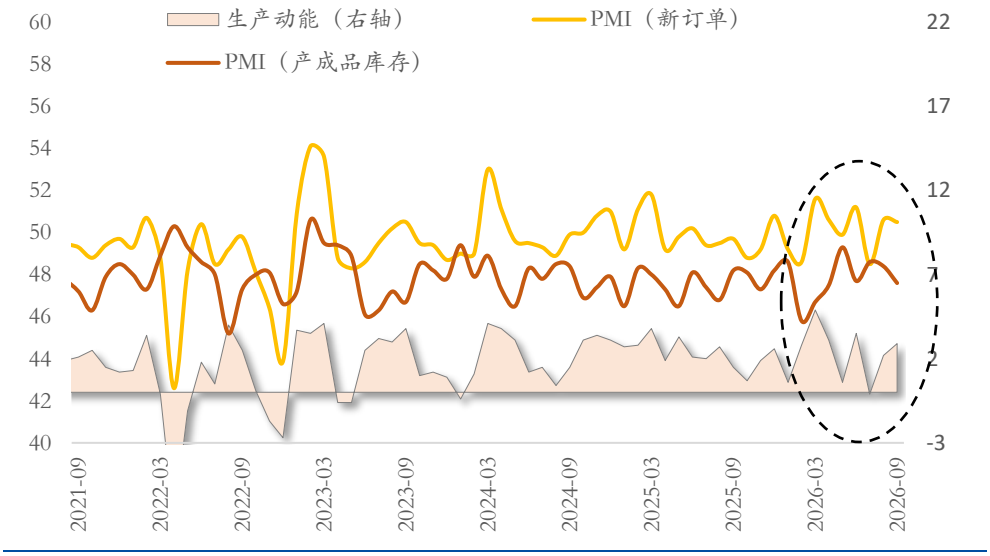
图7： 2026 年 9 月 PMI 生产指数较上月回升，位于荣枯线上方



数据来源：Wind，财通证券研究所
单位：%

下载日志已记录，仅供内部参考

图8： 2026 年 9 月“生产动能”指数为 2.9%，较上月回升 0.7 个百分点



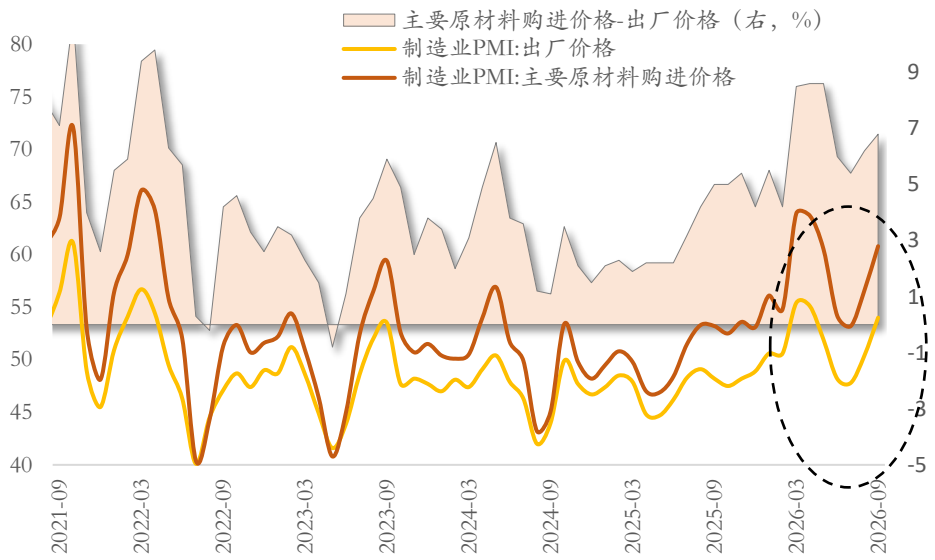
数据来源：Wind，财通证券研究所，左右轴单位：%；注：生产动能=PMI 新订单-PMI 产成品库存

价格端成为 9 月制造业最显著的变化，成本与出厂价格同步加速上行。9 月主要原材料购进价格指数由 56.6%升至 60.8%，提高 4.2 个百分点，重新站上 60%的高位区间；出厂价格指数由 50.4%升至 54.0%，提高 3.6 个百分点，二者均明显高于去年同期。值得注意的是，购进价格与出厂价格之差由 6.2 个百分点进一步扩大至 6.8 个百分点，意味着原材料成本上涨仍快于企业提价速度，价格传导虽然增强，但利润空间仍面临一定挤压。

与前期“需求降温—成本高位—利润承压”的组合不同，9 月已经转向“生产加速—库存去化—价格上涨”。生产指数升至 51.7%，而产成品库存降至 47.6%，新订单仍稳定在 50.5%的扩张区间，说明企业在库存较低的情况下加快生产；与此同时，原材料库存仍只有 48.2%，企业尚未因价格上涨而大规模补库。因此，当前制造业更接近由需求支撑下的生产扩张，但原材料补库尚未启动。若后续订单维持扩张、库存继续处于低位，企业补库需求可能逐步释放；短期来看，“需求尚稳—生产加速—库存去化—价格上涨—成本承压”构成 9 月制造业运行核心链条。

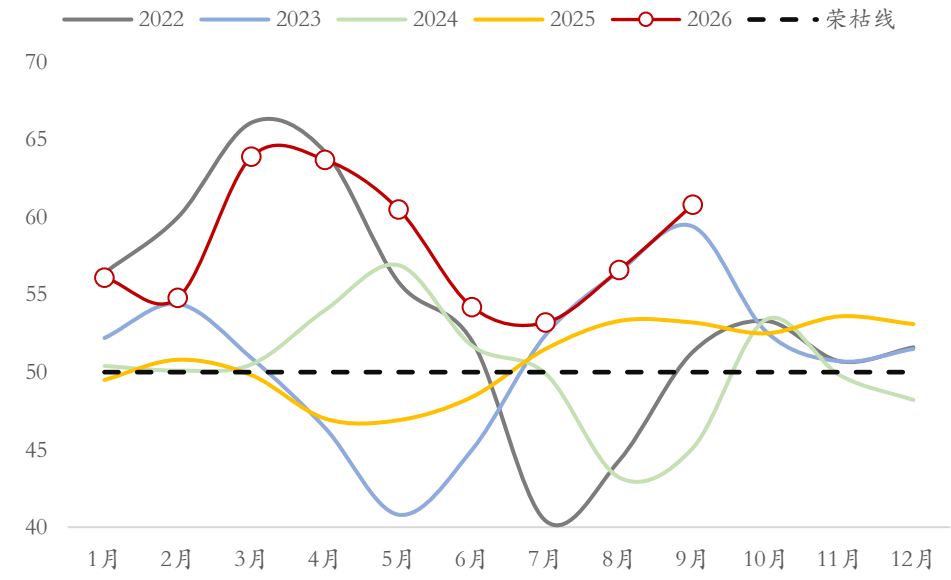
下载日志已记录，仅供内部参考

图9： 2026 年 9 月“原材料购进价格-出厂价格”剪刀差较前月回升



数据来源：Wind，财通证券研究所
单位：%

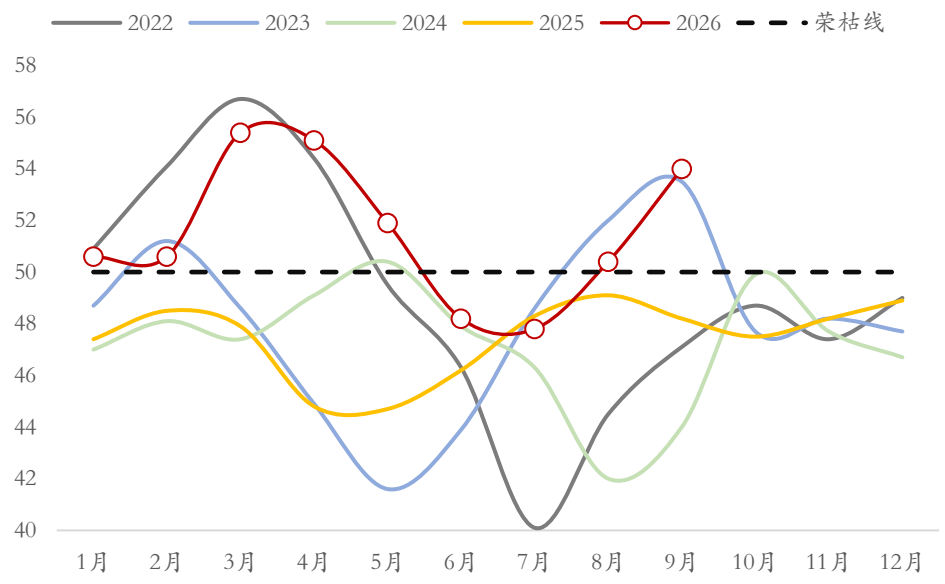
图10： 2026 年 9 月 PMI 原材料购进价格指数回升



数据来源：Wind，财通证券研究所
单位：%

下载日志已记录，仅供内部参考

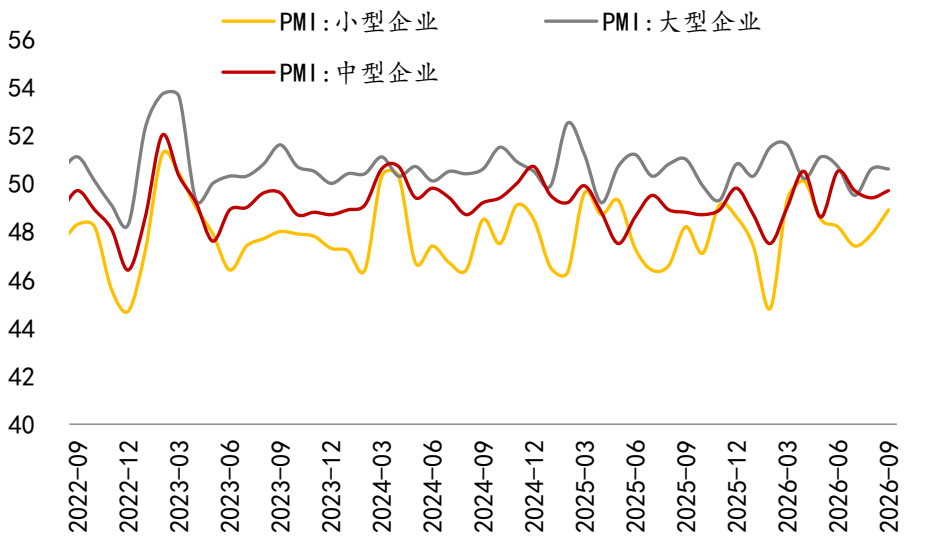
图11： 2026 年 9 月 PMI 出厂价格指数回升



数据来源：Wind，财通证券研究所
单位：%

分企业类型来看，9 月景气修复有所扩散，但不同规模企业之间仍存在明显分化。大型企业 PMI 为 50.6%，与上月持平，连续两个月处于扩张区间，仍是制造业景气的重要支撑；中型企业 PMI 由 49.4%回升至 49.7%，小型企业 PMI 由 47.9%升至 48.9%，分别回升 0.3 和 1.0 个百分点，其中小型企业改善幅度最为明显。9 月中小企业景气同步修复，说明本轮制造业回升并非完全由大型企业驱动。不过，中小企业 PMI 仍低于荣枯线，尤其小型企业已连续多月处于收缩区间，当前景气改善更多体现为大型企业维持扩张、中小企业降幅收窄，修复的广度仍有进一步提升空间。

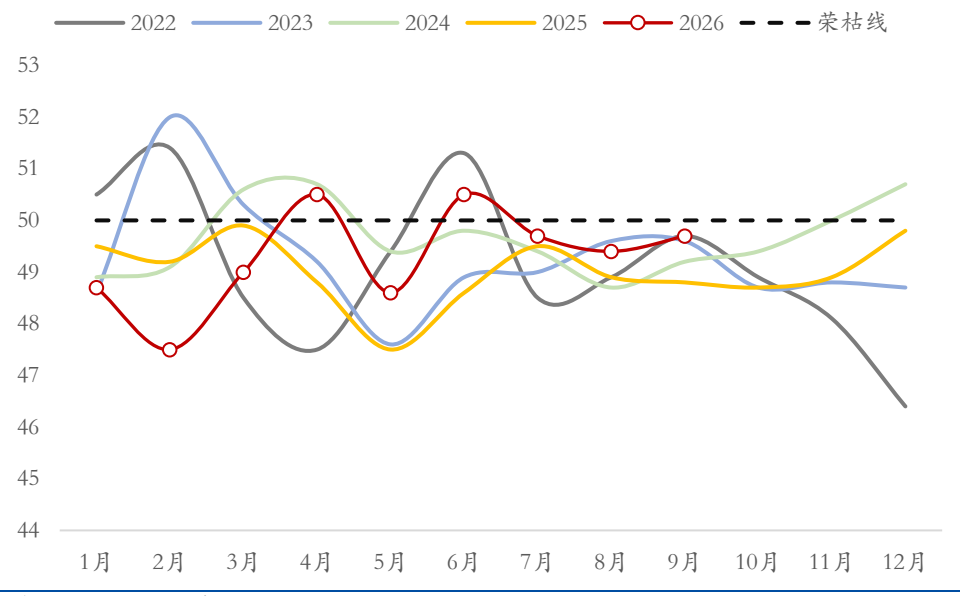
图12： 9 月仅大型企业采购经理指数位于荣枯线上方



数据来源：Wind，财通证券研究所
单位：%

下载日志已记录，仅供内部参考

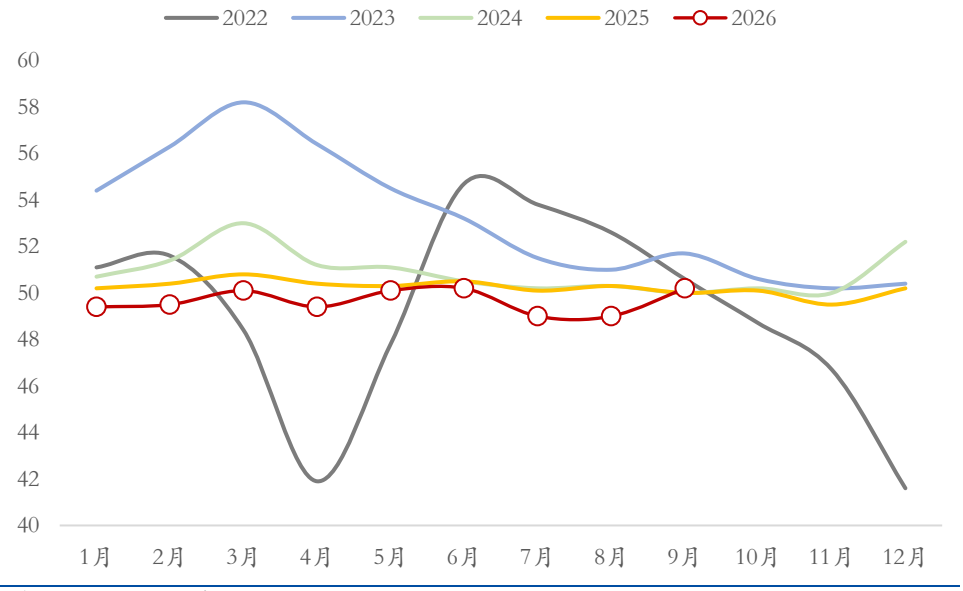
图13： 2026 年 9 月中型企业 PMI 回升 0.3 个百分点



数据来源：Wind，财通证券研究所
单位：%

9 月，非制造业商务活动指数为 50.2%，比上月上升 1.2 个百分点，非制造业景气水平明显回升。

图14： 2026 年 9 月服务业商务活动指数为 50.2%



数据来源：Wind，财通证券研究所
单位：%

下载日志已记录，仅供内部参考

分行业看，非制造业景气同样有所修复。9 月服务业商务活动指数为 50.2%，较上月回升 0.9 个百分点，重新回到扩张区间，电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险等行业商务活动指数均位于 55.0%以上，处于较高景气区间。建筑业商务活动指数为 50.3%，较上月回升 3.4 个百分点，建筑活动虽有边际改善，但地产与建筑链整体仍偏弱。

总体来看，9 月 PMI 呈现“出口韧性—生产扩张—两端低库存—价格上涨”态势。新出口订单已经连续 3 个月强于季节性水平，在全球供应链偏紧的环境下，中国供应链的稳定性和完整性正在转化为出口竞争优势；与此同时，原材料和产成品库存均处低位，与前期企业因价格高企而主动控制采购不同，本轮低库存可能部分来自全球能化产品库存偏低和供应约束。当前制造业面临的主要矛盾正在从此前的“需求不足”转向“外需较强、生产加速与上游供给偏紧并存”。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示：

（1）国内政策力度或落地效果不及预期：本轮“反内卷”政策相对上一轮或更加温和、更加循序渐进，针对不同行业可能采用不同的政策发力方式；

（2）国际地缘政治局势变化超预期：当前，海外经济金融环境较为复杂，地缘政治、关税摩擦、海外主要国家经济政策等都存在不确定性；

（3）反内卷行业相关 PMI 指标测算误差：当前仅有部分行业提出“反内卷”相关指导方案，部分行业自律行为可能漏算，由此可能带来一定的测算误差。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；
无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；
中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；
看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

。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。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。
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价格、价值及投资收入可能会波动。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。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。