下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

Macroeconomic

9 月行业景气分化继续小幅收敛

王丹

SAC 执证号：
S0260521040001
SFC CE.no: BXS434
010-59136677
bjwangdan@gf.com.cn

9 月制造业 PMI 季节性企稳，我们在此前报告《从 9 月 PMI、BCI 看当前基本面与一揽子政策》中有详细分析。在景气度企稳的同时，制造业"景气面"同步改善，17 个细分制造业行业中，位于景气扩张区间的行业个数增加至 9 个，多于 7-8 月年内景气面低点的 6 个。本篇报告进一步拆解这一景气面变化的行业特征。

据中采咨询（下同），17 个细分制造业中，位于景气扩张区间的行业个数为 9 个，多于 7-8 月的 6 个。

新旧行业景气分化延续收敛态势。由于高技术和装备制造行业景气自 6 月高点后连续 3 个月小幅回调，消费品制造和高耗能行业景气自 7 月低位连续 2 个月上行；9 月高技术制造行业与消费、高耗能制造行业 PMI 比值分别为 1.04 和 1.09，新旧经济景气比值进入收敛态势，但当前仍处于去年同期上方的相对偏高位置。

9 月高技术制造业 PMI 环比下降 0.4 个点至 52.5，装备制造业 PMI 环比下降 0.4 个点至 51.0；消费品行业 PMI 环比上行 1.7 个点至 50.7，高耗能行业 PMI 环比上行 0.1 个点至 48.0。

9 月高技术制造业与消费制造行业 PMI 比值为 1.04，前值为 1.08，去年同期比值为 1.02。

9 月高技术制造业与高耗能行业 PMI 比值为 1.09，前值为 1.10，去年同期为 1.09。

消费品行业的景气反弹具有普遍性。除造纸印刷行业景气下降以外，其余行业 PMI 全面改善；食品和医药等非耐用消费品改善幅度大于耐用品。我们理解：（1）中秋假期和国庆假期提前备货是消费行业景气上行因素之一；（2）消费品出口改善是因素之一，汽车行业出口订单连续 3 个月环比改善，纺服行业 9 月出口订单大幅上行 16.2 个点；（3）可能包含促消费政策升温的影响，[1]8 月 17 日《关于进一步做好财政金融协同促内需政策有关工作的通知》包括提高个人消费贷款和信用卡分期业务贴息上限等政策。

消费品制造行业中，9 月汽车（环比上行 1.8 个点，下同）、医药（3.0 pct）、农副食品（6.9pct）、纺服（1.0 pct）、纺织（1.7 pct），造纸印刷景气环比下降 3.2 个点。

原材料行业景气反弹主要集中在黑色冶炼、石化和化纤橡塑行业。（1）石化产业链整体景气的反弹与油价趋势较为一致，布伦特原油价格 7-9 月均价分别为 84、88.1 和 102 美元/桶；（2）黑色冶炼行业景气改善，这与前期上游大宗价格反弹、以及建筑业经营活动状况指数环比上行 3.4 个点等信息吻合；（3）供给约束同样支撑原材料行业景气改善，9 月 15 日钢铁工业协会发布《钢铁行业全面开展自律控产降库存的倡议书》[2]，提出"坚决落实产量调控要求，谴责超产行为，确保完成全年目标"。

原材料行业中，9 月黑色冶炼、石油加工及炼焦、化纤橡塑景气环比分别上行 2.0、7.1、2.7 个点；化工行业景气环比小幅下降 0.8 个点，有色冶炼

下载日志已记录，仅供内部参考

PMI 环比下降 1.8 个点，非金属矿制品行业 PMI 环比下降 2.1 个点。

装备制造景气内部呈现分化。（1）计算机通信电子、电气机械、专用设备景气环比分别上行 3.2、2.2 和 6.1 个点，尤其是电子和电气机械此前分别连续 4 个月、3 个月环比回调，9 月的单月反弹可能包含“秋旺”的季节性，也可能和产业链供求关系的调整阶段性到位有关；（2）通用设备、金属制品景气度环比分别下降 2.8 和 2.3 个点，其中通用设备或受原材料价格反弹影响；金属制品下游高度集中于建筑装饰、管道、结构件等领域，或受地产开工施工偏弱的影响。

装备制造行业中，9 月计算机通信电子、电气机械、专用设备景气环比分别上行 3.2、2.2 和 6.1 个点；通用设备、金属制品景气环比分别下降 2.8 和 2.3 个点。

新兴产业方面，高端装备、新一代信息技术景气领先，节能环保环比表现超季节性，新材料、新能源汽车和新能源景气度则低于季节性中枢。我们理解政策性金融工具落地、“六张网”（尤其是算力网、新一代通信网、新型电网等“新基建”）投资进度加快是高端装备和新一代信息技术产业的主要带动。

细分行业方面，9 月 7 大新兴产业景气均位于荣枯线上方；高端装备制造、新一代信息技术、新能源汽车景气领先，位于 53 以上；节能环保、新能源、生物产业、新材料景气由高到低，位于 50-52 的景气区间内。

从环比看，9 月各行业景气均呈现季节性改善，高端装备（环比上行 6.5 个点，下同）、生物产业（6.7pct）、新能源汽车（7.6 pct）、新一代信息技术（7.3 pct）上行幅度较大；节能环保（2.8 pct）、新材料（3.3 pct）、新能源（0.3 pct）上行幅度相对偏小。

与季节性均值（过去 5 年 9 月均值）相比，高端装备、节能环保、新一代信息技术分别高于季节性均值 7.3、0.9 和 0.2 个点；生物产业、新材料、新能源汽车、新能源分别低于季节性均值 0.6、1.6、1.8 和 4.8 个点。（详见报告《9 月 EPMI 的几点积极信息》）

建筑业同样呈现出一定的“秋旺”反弹，建筑业商务活动指数环比大幅上行 3.4 个点至 50.3，结束了 7-8 月的连续两个月下行，土木工程和建安是主要支撑。结构上，房屋建筑小幅上行 1.0 个点，对应土木工程和建安景气环比上行幅度应大于整体建筑业的 3.4 个点。我们理解，一则户外施工条件好转利好土木工程建筑；二则基建项目受益于政策性金融工具落地和“六张网”建设。

9 月建筑业商务活动指数环比上行 3.4 个点至 50.3，结束此前连续 2 个月环比下行。

其中，房屋建筑景气环比上行 1.0 个点，对应土木工程建筑和建安行业景气是支撑建筑业景气上行的主力。

新订单方面，建筑业新订单环比上行 3.3 个点，房屋建筑上行 1.6 个点。

服务业中，除假期出行带动交运等行业季节性改善之外，值得注意的是货币金融和保险服务景气度处于相对高位区间。（1）受益于假期出行的交运服务景气环比上行 1.5 个点；相反，假期期间信息与商务服务景气小幅下降 0.6 个点；（2）货币金融服务、保险服务景气位于 55 以上的高景气区间；（3）居民服务、资本市场服务、房地产景气度偏低。

9 月服务业商务活动指数环比上行 0.9 个点至 50.2。

细分行业看，交通运输服务环比上行 1.5 个点，信息与商务服务环比下降 0.6 个点，居民服务环比下降 2.6 个点；绝对景气水平仍然是信息和商务、交运服务好于居民服务。

统计局解读称“货币金融服务、保险等行业商务活动指数均位于 55.0 以上，资本市场服务、房地产等行业商务活动指数低位运行”[3]。

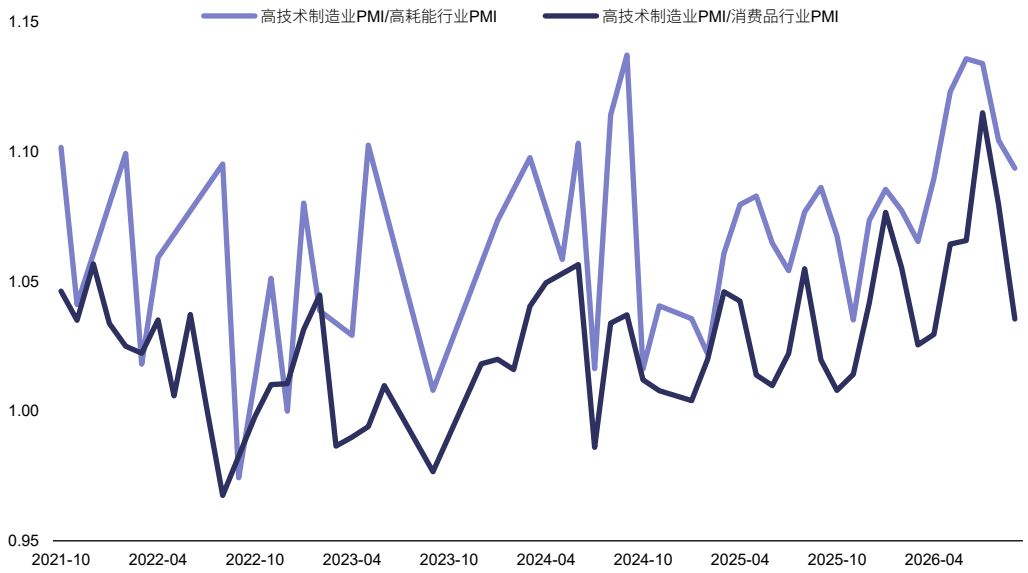
整体来看，9 月数据给我们的主要提示是行业间景气度的分化继续收敛、广谱性有所提升，这对应着资产端也应观测多条线的机会：一是消费品行业的景气度有弱改善迹象，市场对于消费增速的基准预期较低，对应边际变化所带来的影响往往较大。“929”房贷贴息政策对消费倾向也会带来后续的增量影响。二是政策性金融工具落地、“六张网”推进、“929”下调 PSL 利率等政策对于原材料行业、基建行业和一些周期品的影响；三是服务业中，金融保险行业景气度相对偏高，通胀环境改善也有利于其基本面的改善。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示：国内稳增长政策不及预期，稳增长政策落地效果不及预期；外部地缘政治风险冲击程度超预期；外部关税或贸易环境变化超预期；行业 PMI 与整体 PMI 由于季调、行业构成权重等原因出现背离；行业数据不全面导致与制造业 PMI 整体出现背离；对行业景气变化的理解有误。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：9 月制造业“新旧动能”景气分化继续回落



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

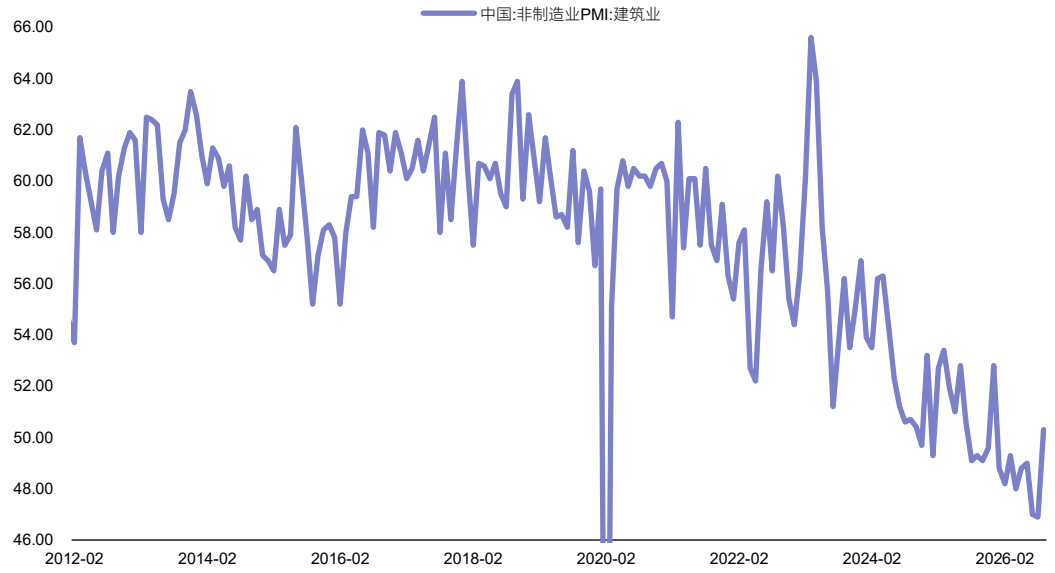
图 2：各分项对行业 9 月 PMI 环比变动的拉动（pct）

	2026年9月份PMI环比变化	各分项对9月PMI环比变化的拉动				
		新订单	生产	从业人员	供应商配送时间	主要原材料库存
全国	0.3	0.0	0.3	-0.1	0.0	0.0
石油加工及炼焦	7.1	3.9	2.1	0.7	-0.6	1.1
农副食品	6.9	3.4	2.0	0.1	0.3	1.1
专用设备	6.1	3.7	2.0	0.5	-0.3	0.3
计算机通信电子	3.2	2.6	0.6	1.0	-0.6	-0.3
医药	3	0.5	2.0	1.1	-0.2	-0.4
化纤橡塑	2.7	0.1	0.4	1.9	-0.1	0.3
电气机械	2.2	0.4	0.2	0.9	0.3	0.4
黑色冶炼	2	0.1	0.3	-0.2	1.1	0.8
汽车	1.8	0.4	0.8	-0.4	0.8	0.1
纺织	1.7	2.3	0.2	-0.4	0.3	-0.7
纺服	1	-0.3	-0.4	0.7	-0.4	1.3
化工	-0.8	0.8	-0.5	-0.8	0.1	-0.4
有色冶炼	-1.8	-1.7	-1.5	0.2	1.1	0.1
非金属矿制品	-2.1	-1.0	-1.4	-0.5	0.2	0.5
金属制品	-2.3	-0.8	-2.2	1.1	-0.6	0.2
通用设备	-2.8	-0.8	-1.2	0.0	-1.1	0.4
造纸印刷	-3.2	-1.0	-0.3	-0.9	-0.6	-0.5

数据来源：中采咨询、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：9 月建筑业 PMI 底部反弹



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心



下载日志已记录，仅供内部参考

广发宏观研究小组

郭 磊 ：广发证券首席经济学家、首席分析师，2016 年加入广发证券发展研究中心。

陈礼清 ：联席首席分析师，金融学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

吴棋滢 ：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

贺骁柬 ：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

钟林楠 ：资深分析师，经济学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

王 丹 ：资深分析师，经济学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

陈嘉荔 ：资深分析师，理学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

文永恒 ：资深分析师，经济学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



王丹

SAC 执证号：S0260521040001
SFC CE No. BXS434
bjwangdan@gf.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。