



## 9 月数据有喜有忧，PPI、M1 增速持续回升

### ——9 月宏观数据分析

研究员：万亮

邮箱：xnqh\_wl@swfutures.com

期货从业证书号：F03116714

交易咨询从业证书号：Z0019298

报告时间：2025.10.21

我们梳理了 9 月国内重要的宏观经济数据，以增加对当前宏观经济运行节奏的理解。总的来说，9 月宏观数据喜忧参半，复苏动能仍待增强。制造业环比回升，进出口保持高增速，CPI 和 PPI 价格指标有改善信号，M1 增速继续回升，但消费、固定资产投资增速继续回落，房地产市场仍处在下行趋势中。

对此，我们认为，需要理性客观的看待当前宏观经济，国内经济的复苏不能一蹴而就。当前经济呈现出向下有底，但向上不足的态势，仍待宏观政策加大支持力度，增强市场信心。未来“促内需、反内卷”将是重要的、长期的、持续的政策抓手。当前金融市场处在“弱现实、强预期”状态，市场情绪持续好转。尽管节奏上充满波折，2025 年宏观经济和资产价格，均有望延续向上修复的整体趋势，在此过程中需保持耐心。

## 一、制造业 PMI 环比回升，但仍低于荣枯线

9 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.8%，比上月上升 0.4 个百分点，制造业景气水平继续改善。从企业规模看，大型企业 PMI 为 51.0%，比上月上升 0.2 个百分点，高于临界点；中型企业 PMI 为 48.8%，比上月下降 0.1 个百分点，低于临界点；小型企业 PMI 为 48.2%，比上月上升 1.6 个百分点，仍低于临界点。

从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数和供应商配送时间指数均高于临界点，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。生产指数为 51.9%，比上月上升 1.1 个百分点，表明制造业生产扩张加快。新订单指数为 49.7%，比上月上升 0.2 个百分点，表明制造业市场需求景气水平继续改善。原材料库存指数为 48.5%，比上月上升 0.5 个百分点，

表明制造业主要原材料库存量降幅继续收窄。从业人员指数为 48.5%，比上月上升 0.6 个百分点，表明制造业企业用工景气度改善。供应商配送时间指数为 50.8%，比上月上升 0.3 个百分点，表明制造业原材料供应商交货时间持续加快。



9 月份，非制造业商务活动指数为 50.0%，比上月下降 0.3 个百分点，位于临界点，非制造业业务总量总体稳定。分行业看，建筑业商务活动指数为 49.3%，比上月上升 0.2 个百分点；服务业商务活动指数为 50.1%，比上月下降 0.4 个百分点。

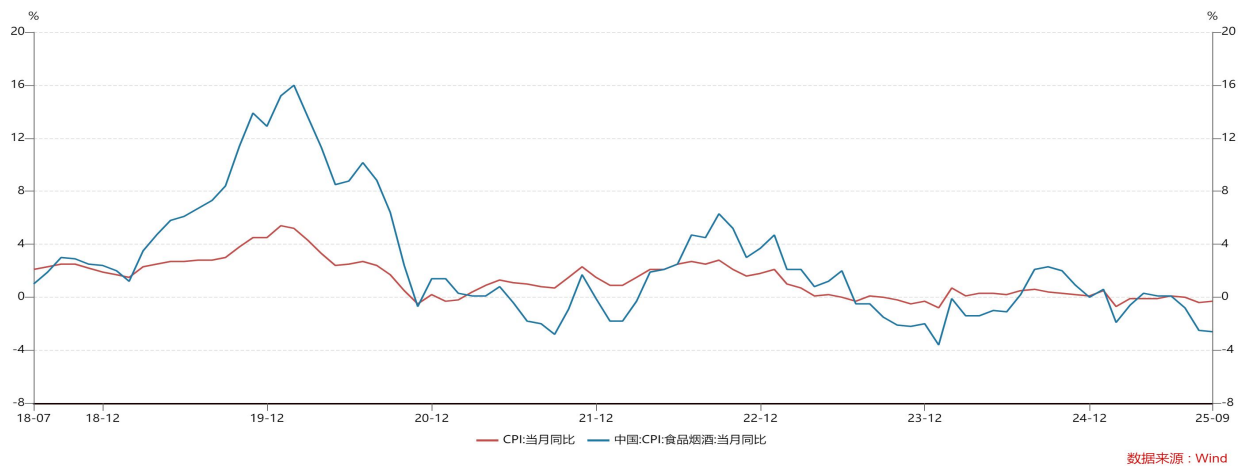
9 月制造业 PMI 环比回升 0.4 个百分点，生产指数和新订单指数均环比回升，但整体仍处在荣枯线以下，表明制造业景气水平仍然不高，需求收缩拖累明显，经济恢复动能仍显不足。

## 二、9 月 CPI 同比下降 0.3%，PPI 同比下跌 2.9%，均有所改善

2025 年 9 月份，全国居民消费价格同比下降 0.3%。其中，城市下降 0.2%，农村下降 0.5%；食品价格下降 4.4%，非食品价格上涨 0.7%；消费品价格下降 0.8%，服务价格上涨 0.6%。1-9 月平均，全国居民消费价格比上年同期下降 0.1%。

9 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.1%。其中，城市持平，农村上涨 0.2%；食品价格上涨 0.7%，非食品价格下降 0.1%；消费品价格上涨 0.3%，服务价格下降 0.3%。

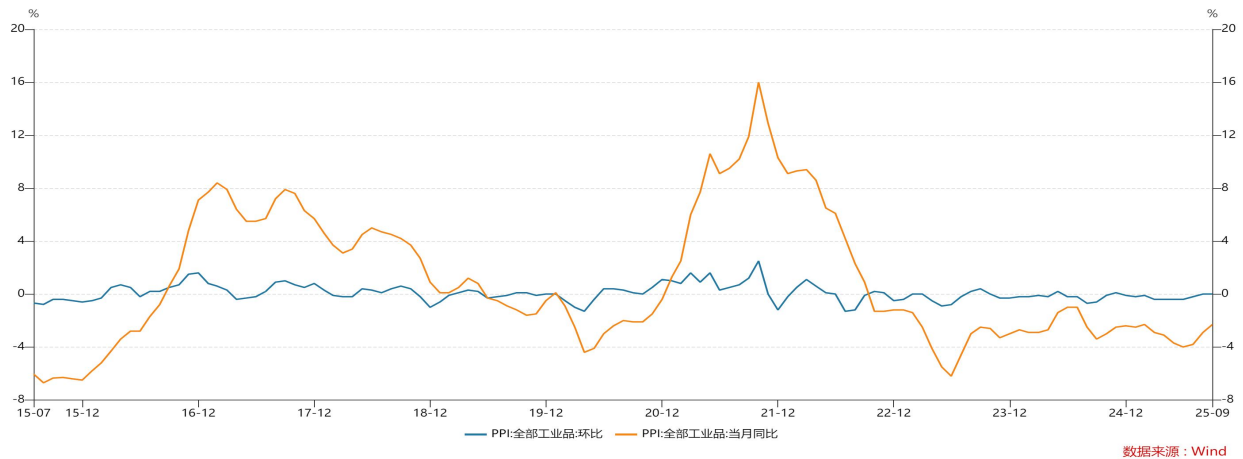
9 月份，食品烟酒类价格同比下降 2.6%，影响 CPI（居民消费价格指数）下降约 0.74 个百分点。其他七大类价格同比六涨一降。其中，其他用品及服务、生活用品及服务、衣着价格分别上涨 9.9%、2.2%和 1.7%，医疗保健、教育文化娱乐、居住价格分别上涨 1.1%、0.8%和 0.1%；交通通信价格下降 2.0%。



2025 年 9 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.3%，降幅比上月收窄 0.6 个百分点，环比继续持平。工业生产者购进价格同比下降 3.1%，降幅比上月收窄 0.9 个百分点，环比上涨 0.1%。1-9 月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降 2.8%。具体行业中，煤炭、黑色金属、石油化工等同比跌幅较大，仍然对 PPI 形成较大拖累。有色金属等 PPI 同比增速保持较高增长。

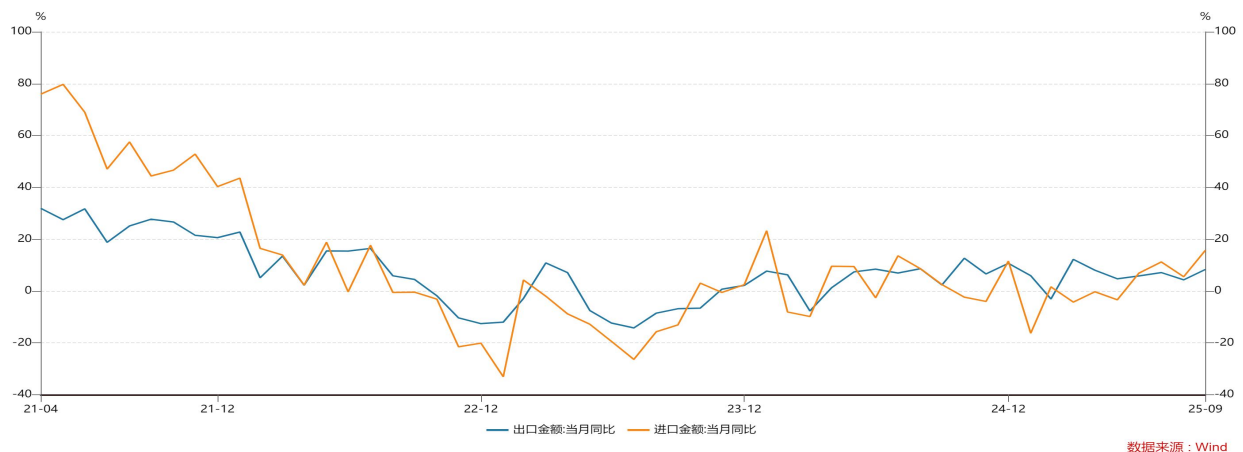
7 月中央财经委员会第六次会议提出，要依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出。9 月 PPI 环比持平，同比下降 2.3%，降幅进一步收窄 0.6 个百分点，取得一定成效，但仍然需要“反内卷”政策的长期发力。





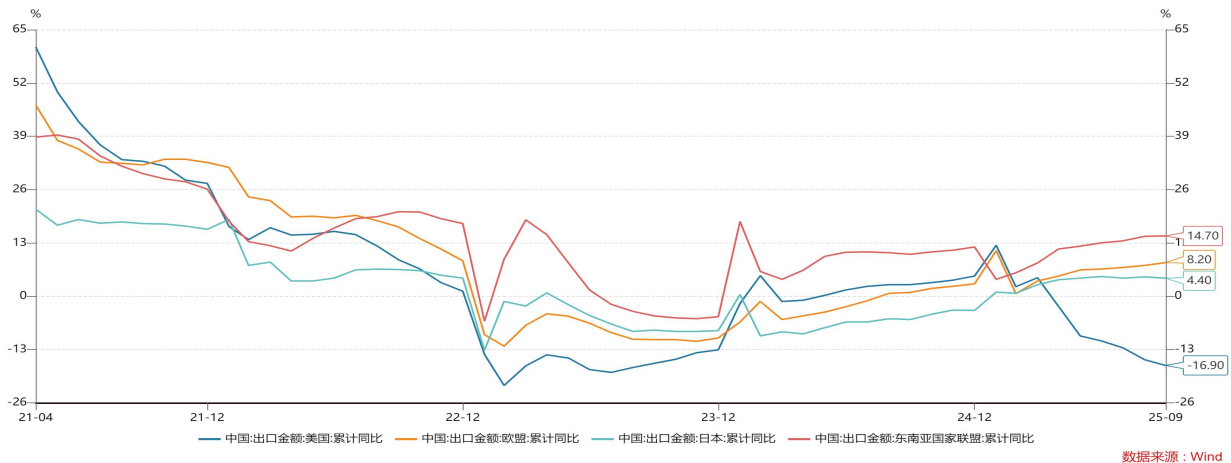
### 三、9月进出口保持高增速

以美元计价，9月份，我国进出口总额 5666.8 亿美元，同比增长 7.9%；其中出口 3285.7 亿美元，同比增长 8.3%，较 8 月的 4.4% 回升 3.9 个百分点，高于市场预期，且出口规模创年内新高；进口 2381.2 亿美元，同比增长 7.4%，较 8 月的 1.3% 大幅回升 6.1 个百分点；贸易顺差 904.5 亿美元，较去年同期增加 86.9 亿美元，净出口对经济增长持续形成拉动。



分国别来看，9月中国对美出口 343.08 亿美元，同比增速为-16.1%；对欧盟的出口额为 492.20 亿美元，出口增速为 7.6%；对东盟国家的出口额为 582.35 亿美元，同比增长 16.9%；对日本的出口金额为 134.35 亿美元，当月同比增速为 6.6%。对美出口进一步被对东盟出口所替代。

尽管市场一度担心，关税冲击下，中国出口面临较大的下行压力，但二季度以来，出口始终强于预期，显示出很强的韧性。这可能得益于中国产业很强的竞争力。尽管面临外部环境的不确定性，但 2025 年出口大概率保持偏强局面。展望未来，中国外贸真正的风险不在于美国关税的增加，而在于美国经济衰退风险加大，全球经济增速放缓导致的需求下降。



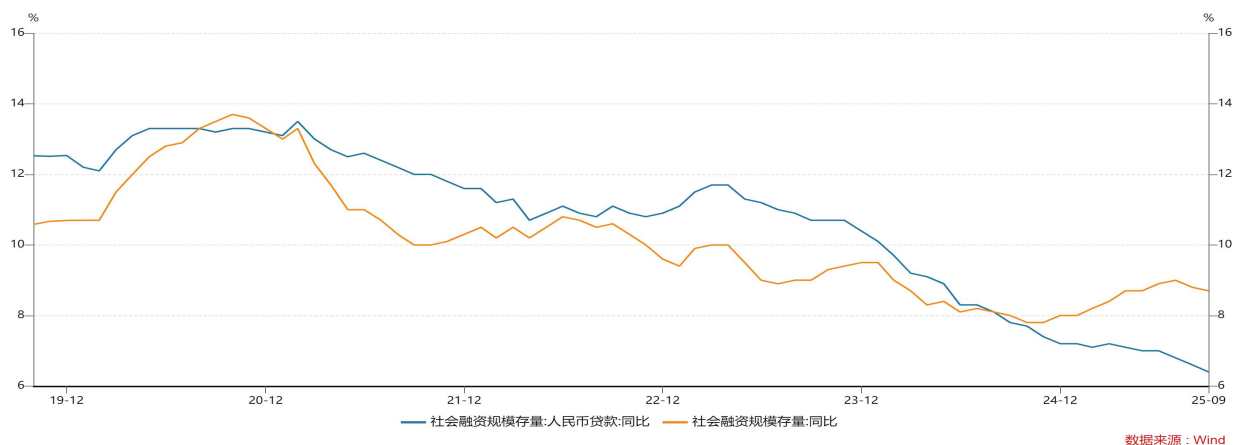
#### 四、信贷需求偏弱，M1、M2 增速进一步回升

初步统计，2025 年 9 月末社会融资规模存量为 437.08 万亿元，同比增长 8.7%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 267.03 万亿元，同比增长 6.4%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 1.18 万亿元，同比下降 18%；委托贷款余额为 11.17 万亿元，同比下降 0.7%；信托贷款余额为 4.5 万亿元，同比增长 5.7%；未贴现的银行承兑汇票余额为 2.44 万亿元，同比增长 4.4%；企业债券余额为 33.5 万亿元，同比增长 4.5%；政府债券余额为 92.55 万亿元，同比增长 20.2%；非金融企业境内股票余额为 12.04 万亿元，同比增长 3.8%。

初步统计，2025 年前三季度社会融资规模增量累计为 30.09 万亿元，比上年同期多 4.42 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 14.54 万亿元，

同比少增 8512 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 946 亿元，同比少减 1117 亿元；委托贷款减少 572 亿元，同比多减 417 亿元；信托贷款增加 2004 亿元，同比少增 1558 亿元；未贴现的银行承兑汇票增加 3011 亿元，同比多增 4487 亿元；企业债券净融资 1.57 万亿元，同比少 151 亿元；政府债券净融资 11.46 万亿元，同比多 4.28 万亿元；非金融企业境内股票融资 3168 亿元，同比多 1463 亿元。

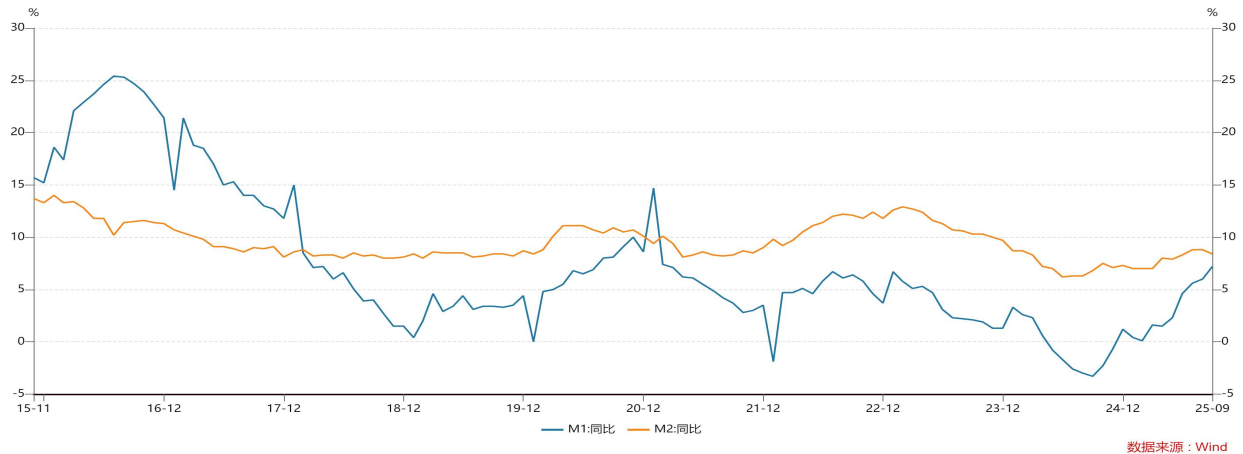
居民信贷结构上，9 月居民短期贷款增加 1421 亿元，同比减少 1279 亿；中长期贷款增加 2500 亿元，同比多增 200 亿。短期贷款显著减少，显示居民消费信贷需求较弱。



企业信贷结构上，9 月短期贷款增加 7100 亿元，同比多增 2500 亿；中长期贷款增加 9100 亿元，同比减少 500 亿；票据融资减少 4026 亿元，同比减少 4712 亿。企业长期贷款同比少增，表明企业信心和预期偏弱，企业融资需求不强。

9 月政府债券发行增加 11893 亿，同比少增 3464 亿，政府债券发行放缓。但 2025 年财政扩张对冲了信贷需求的下降。9 月社融存量增速 8.7%，高于人民币贷款增速 6.4%，两者增速均有所下降。

9月末，广义货币(M2)余额 335.38 万亿元，同比增长 8.4%。狭义货币(M1)余额 113.15 万亿元，同比增长 7.2%。M1 增速回升，M2 增速回落，M1-M2 剪刀差进一步收窄至-1.2%，表明宏观流动性有所改善。



2025 年 9 月信贷整体仍然较弱，显示居民和企业的信贷信心和信贷需求不足，验证了企业投资和房地产市场的需求疲软，但 M1 增速显著回升，企业现金流明显改善，M1-M2 剪刀差进一步收窄。

## 五、工业生产加速，消费和投资增速持续回落

9 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 6.5%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），增速有所加快。从环比看，9 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.64%。1-9 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.2%。

9 月份，社会消费品零售总额 41971 亿元，同比增长 3.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额 37260 亿元，增长 3.2%。1-9 月份，社会消费品零售总额 365877 亿元，增长 4.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 329954 亿元，增长 4.9%。

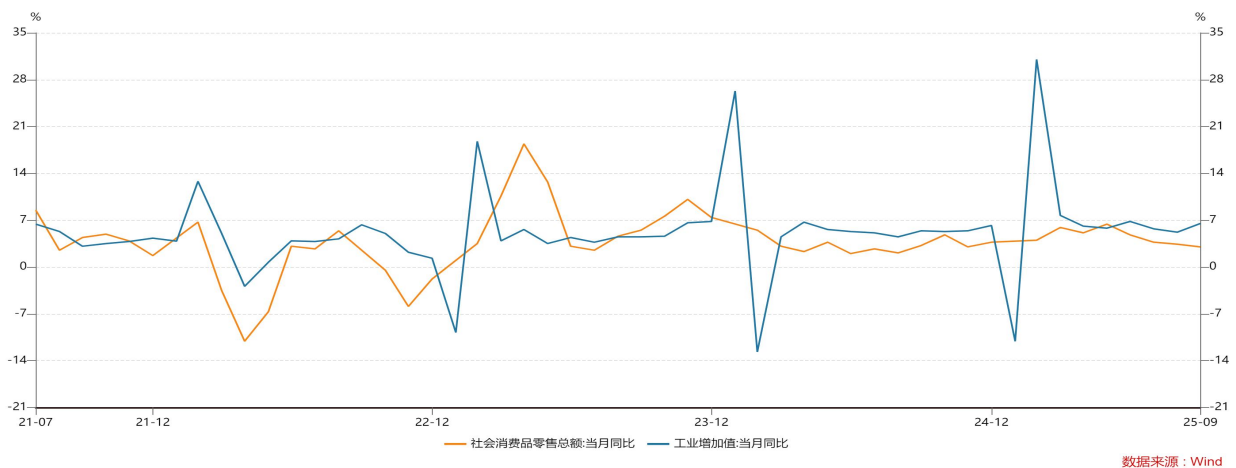
按经营单位所在地分，9 月份，城镇消费品零售额 35783 亿元，同比增长



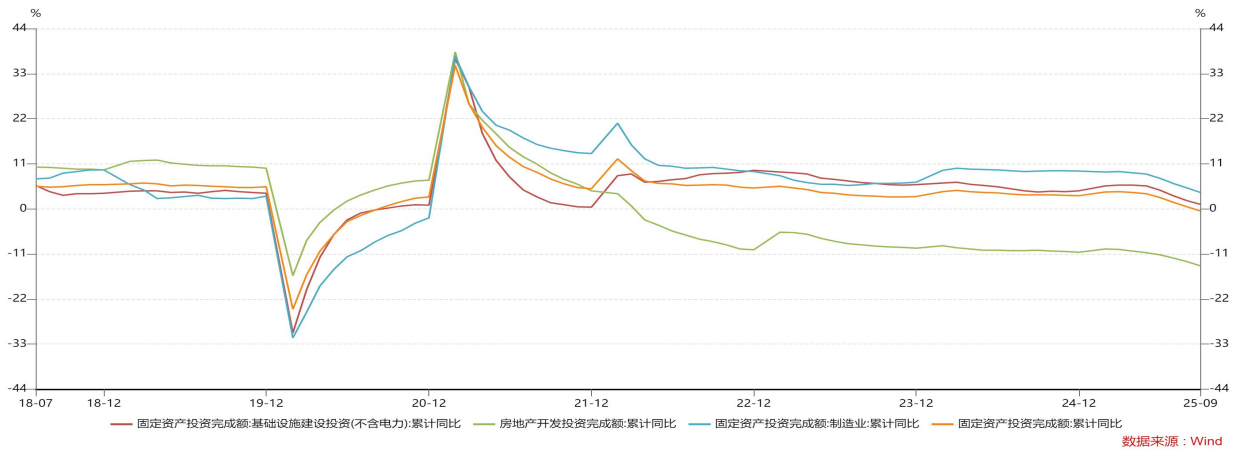
2.9%；乡村消费品零售额 6188 亿元，增长 4.0%。1-9 月份，城镇消费品零售额 316838 亿元，增长 4.4%；乡村消费品零售额 49039 亿元，增长 4.6%。

9 月消费增速进一步回落。其中，受政策影响，餐饮消费增速进一步下降至 0.9%，拖累较大。补贴退坡后，家电、家具、通讯器材类消费增速均有所回落，但受原油价格下跌影响，9 月石油及制品类同比-7.1%，也形成较大拖累。

整体来看，9 月消费表现疲软，除餐饮收入受政策环境影响，以旧换新补贴力度减小外，也表明国内需求依然不足的现状。扩内需、反内卷是当前重要的政策抓手，需要促消费政策的进一步发力。国内消费复苏，仍有较大的空间。

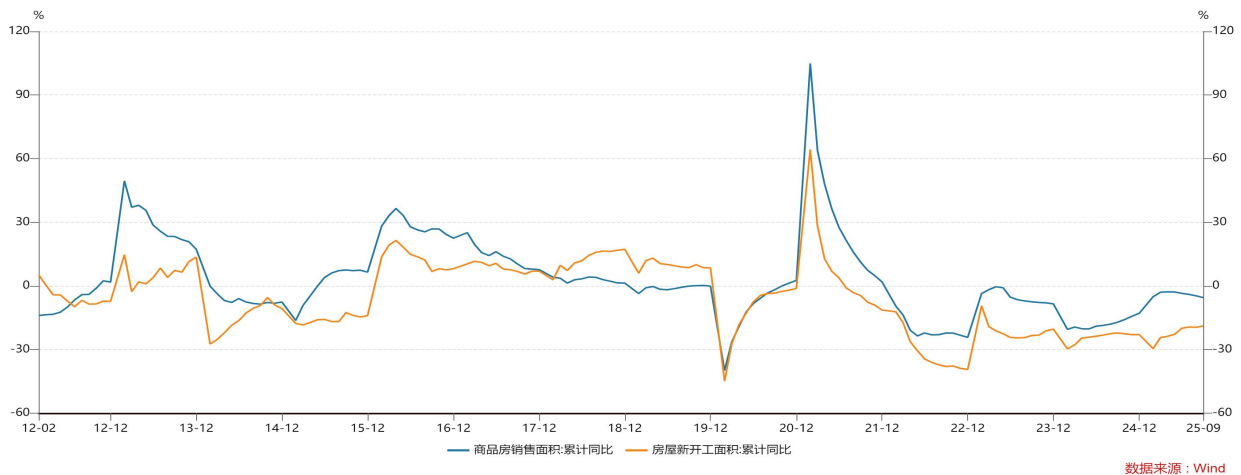


2025 年 1-9 月份，全国固定资产投资（不含农户）371535 亿元，同比下降 0.5%。其中，民间固定资产投资同比下降 3.1%。从环比看，9 月份固定资产投资（不含农户）下降 0.07%。采矿业投资增长 3.7%，制造业投资增长 4.0%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 1.1%。全国房地产开发投资 67706 亿元，同比下降 13.9%；其中，住宅投资 52046 亿元，下降 12.9%。制造业投资、基建投资和房地产开发投资增速继续回落。



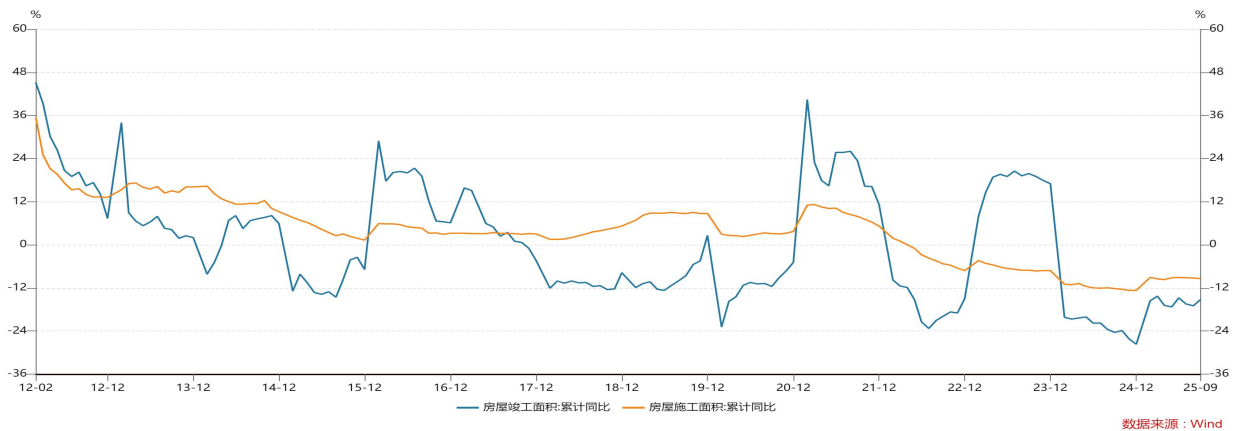
## 六、房地产销售增速继续回落，朝着止跌回稳迈进

1-9 月份，新建商品房销售面积 65835 万平方米，同比下降 5.5%；其中住宅销售面积下降 5.6%。新建商品房销售额 63040 亿元，下降 7.9%；其中住宅销售额下降 7.6%。9 月房地产销售额、销售面积增速继续回落，房地产市场仍处在调整阶段。

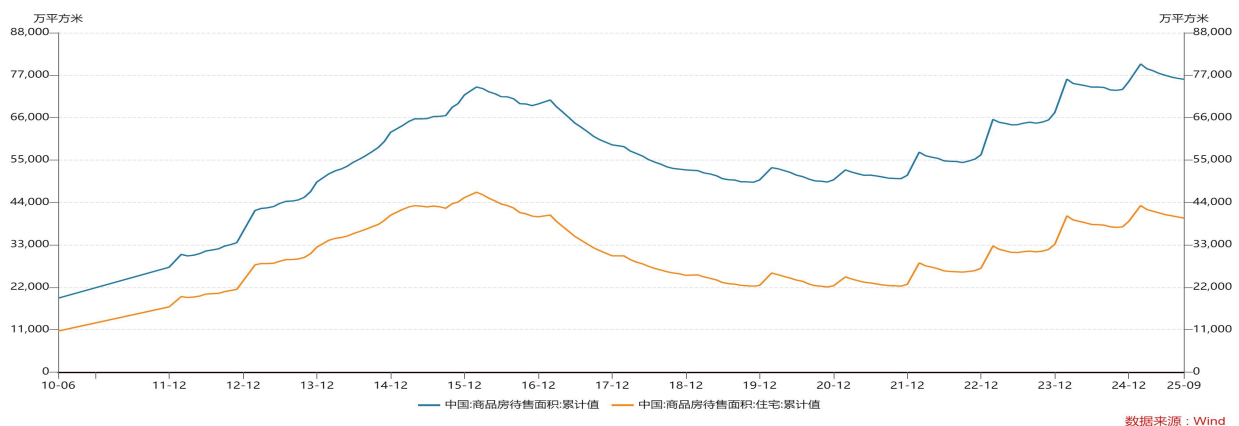


房地产新开工、施工和竣工也处在低位。1-9 月份，房地产开发企业房屋施工面积 648580 万平方米，同比下降 9.4%。其中，住宅施工面积 452165 万平方米，下降 9.7%。房屋新开工面积 45399 万平方米，下降 18.9%。其中，住宅新开工面积 33273 万平方米，下降 18.3%。房屋竣工面积 31129 万平方米，下降 15.3%。其中，住宅竣工面积 22228 万平方米，下降 17.1%。

9月末，商品房待售面积 75928 万平方米，比 8 月末减少 241 万平方米。其中，住宅待售面积减少 292 万平方米。狭义的商品房待售库存略微下降。



9 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 92.78，环比继续略微回落。



9 月房地产市场延续了二三季度的下行趋势，房地产销售面积、销售额同比增速继续回落，房地产市场继续降温。但我们仍然认为，正如统计局表示，“要看到目前房地产销售面积和价格同比还都在下降，房地产筑底转型是一个过程，这是正常现象，要以更大力度来推进房地产止跌回稳。”“房地产市场虽然有所波动，但是商品房销售和住宅价格同比降幅还是在收窄，去库存的成效在继续显现，房地产市场仍然朝着止跌回稳的方向在迈进。”

随着基数的下降，商品房销售面积、销售额同比增速降幅将进一步收窄。

后续房地产政策仍有进一步加码的空间，包括调控政策、收储政策、城市更新仍有优化空间。我们认为，继 2024 年 9 月的“政策底”之后，本轮房地产下行周期的“市场底”正在出现。2026 年上半年，有望成为房地产市场止跌回稳的关键节点。尽管存在反复，本轮经济下行的最大变量——房地产对宏观经济的整体拖累将显著收窄。

## 七、总结与展望

总的来说，9 月宏观数据喜忧参半，复苏动能仍待增强。制造业环比回升，进出口保持高增速，CPI 和 PPI 价格指标有改善信号，M1 增速继续回升，但消费、固定资产投资增速继续回落，房地产市场仍处在下行趋势中。M1、PPI 等先行指标表现出改善信号，投资、消费、房地产等需求指标仍表现低迷。

当前，宏观经济体感较差和资产价格修复面临的主要制约在于，市场整体需求不足和多个行业产能结构性过剩，导致物价指数下行压力和企业盈利回升乏力。物价指数的压力高于实际 GDP。这既需要宏观政策加大支持力度，增强市场信心，扩大有效需求，也需要供给端的出清。因此，“扩内需、反内卷”将成为未来长期的、重要的政策抓手。

对于资产定价，当前金融市场处在“弱现实、强预期”状态，市场情绪持续好转。尽管节奏上充满波折，2025 年宏观经济和资产价格，均有望延续向上修复的整体趋势，在此过程中需保持耐心。如果国内经济见底回升的信号被逐渐验证，本轮行情的演绎将更具向上空间和持续性。

跟踪后续政策的落地细节，观察物价端的回升力度，耐心等待宏观经济的向上信号。

## 免责声明

西南期货有限公司具有期货交易咨询业务资格和经营期货业务资格（许可证号：91500000202897127J）。本报告仅供西南期货有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告中的信息来源于公开的资料或实地调研，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，本公司没有义务和责任去及时更新本报告并通知客户。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，不作为客户的直接投资依据，本公司不因客户使用本报告而产生的损失承担任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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。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“西南期货”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进行交易。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。



地址：上海市浦东新区世纪大道 210 号 10 楼 1001

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号 23 层

电话：023-67071029

邮箱：xnqhyf@swfutures.com