

宏观经济专题研究

旧尺子量不出新经济

核心观点

三季度我们基于传统生产法构建的月度 GDP 测算值与官方公布值出现模型运行以来罕见的显著偏差，差距达到 0.5 个百分点以上。通过深入分析，我们认为模型“失效”背后，揭示了国民经济统计口径的微妙变化，对判断后续宏观政策调控方向具有显著的指征意义。即：传统以地产、基建投资为抓手的财政“逆周期”模式可能逐步淡出。

关键发现：

(1) 建筑业是主要偏差来源。三季度与生产法 GDP 中建筑业相挂钩的基建与房地产开发投资增速大幅下滑，按历史模型本应拖累 GDP 约 0.7 个百分点，但实际拖累仅为 0.13 个百分点。

(2) 经济结构已发生深刻变化。数据分析显示，2023 年后基建和房地产开发投资与建筑业 GDP 的相关性显著减弱。

(3) 建筑业主引擎正在逐渐切换。与房屋更新活动（装修、改造、维护）相关的建筑业占比正快速提升，预计 2025 年已升至约 40%，而传统“首次开发”占比相应明显下降。

启示：“铁公基”时代也许一去不返

三季度月度 GDP 同比“失灵”的测算结果，恰恰印证了我国经济正在经历一场静默的结构转型。随着中央明确城市发展进入“存量提质”新阶段，仅靠跟踪传统基建和房地产开发投资已无法准确判断经济真实走势。我们需要新的“尺子”来丈量这个正在告别“大拆大建”、迈向“精耕细作”的新经济。

与此同时，这一结构性变化也意味着政府宏观调控手段将出现深刻变化。

首先，未来政策重心将从“投资于物”向“投资于人”倾斜，居民财富永远不会“过剩”。

此外，在“投资于物”范畴内，传统基建和房地产开发转向支持城市更新、存量提质及相关服务业发展。财政资金与激励政策会更多向建筑装饰、节能改造、老旧小区改建等“轻量级”建筑活动倾斜，并加快建立能够准确捕捉更新活动贡献的新统计体系。

随着经济发展进入新阶段和新征程，在当前和今后一个时期，唯有与时俱进调整政策工具箱，才能有效引导并支撑我国经济实现从“规模扩张”到“质量提升”的平稳过渡。

风险提示：模型失效，海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

经济研究 · 宏观专题

证券分析师：李智能
0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

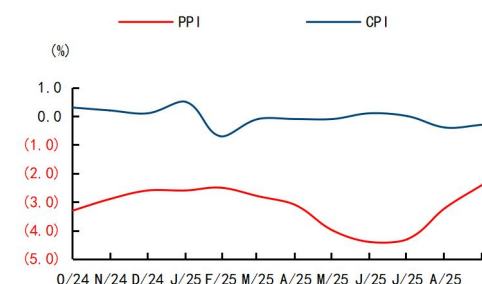
证券分析师：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-0.50
社零总额当月同比	3.00
出口当月同比	8.30
M2	8.37

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济专题研究-世界货币变迁史》——2025-10-28
- 《宏观经济专题研究-“十五五”的三条经济线索》——2025-10-22
- 《宏观经济专题研究-贸易冲突再起，资产价格如何演绎？》——2025-10-11
- 《宏观经济专题研究-小商品、大市场：义乌外贸启示录》——2025-10-10
- 《宏观经济专题研究-收入分配与政府支出结构如何催生通缩压力？》——2025-10-10

内容目录

旧尺子量不出新经济	4
意外：三季度月度 GDP 增速显著低于官方值	4
归因：三季度月度 GDP 同比测算值的主要拖累在于建筑业	5
溯源：建筑业领域的相关系数大幅走弱	5
小结：建筑更新占比提升是主因	6
启示：“铁公基”时代也许一去不返	7
风险提示	8

图表目录

图1：今年三季度月度 GDP 同比测算值显著低于官方公布值	4
图2：根据模型测算结果，三季度拖累经济的主要是建筑业	5
图3：2023 年以来基建和房地产投资与建筑业 GDP 的相关性走弱或源于经济结构变化	6
图4：随着我国逐渐从增量进入存量优化时代，更新需求在建筑业中的占比越来越大	7

旧尺子量不出新经济

三季度我们基于传统生产法构建的月度 GDP 测算值与官方公布值出现模型运行以来罕见的显著偏差，差距达到 0.5 个百分点以上。通过深入分析，我们认为模型“失效”背后，揭示了国民经济统计口径的微妙变化，对判断后续宏观政策调控方向具有显著的指征意义。即：传统以地产、基建投资为抓手的财政“逆周期”模式可能逐步淡出。

意外：三季度月度 GDP 增速显著低于官方值

为了满足以更高频率跟踪经济运行情况和结构特征，我们将生产法 GDP 拆成第一产业 GDP、工业 GDP、建筑业 GDP、服务业 GDP，根据统计局公布的月度数据，用于拟合月度 GDP 增速。

为了保持跟踪体系的稳健性，我们使用增速的变化量进行建模，而非直接使用同比增速建模。此外，由于第一产业 GDP 同比变化量以及占比权重均较小，对整体 GDP 同比变化量的影响很小，因此可以忽略不计，只需将工业、建筑业与服务业三个板块的 GDP 同比变化纳入考核体系。

具体而言，我们使用月度工业增加值同比变化量拟合工业 GDP 同比变化量、服务业生产指数同比变化量拟合服务业 GDP 同比变化量、基建和房地产开发投资同比变化量拟合建筑业 GDP 同比变化量，再按往年同期 GDP 结构权重加权，得到月度 GDP 同比的变化量，由此拟合得到月度 GDP 增速。

根据测算结果，2024 年一季度至 2025 年二季度，月度不变价 GDP 同比测算值的保持了较好的稳定性，平均值与官方公布值非常接近，大部分时期误差小于 0.2 个百分点。然而，2025 年三季度的测算值却异常地低于官方公布值。

图1：今年三季度月度 GDP 同比测算值显著低于官方公布值



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

归因：三季度月度 GDP 同比测算值的主要拖累在于建筑业

从分项来看，今年三季度 GDP 同比测算值的主要拖累在于建筑业，背后是三季度基建和房地产开发投资增速的大幅下滑。

根据测算，三季度国内基建投资增速较二季度回落 13.3 个百分点，房地产开发投资增速回落 7.2 个百分点，二者合计值同比回落约 11.2 个百分点。根据以往的相关性，基建和房地产开发投资增速回落 11.2 个百分点，将拖累建筑业 GDP 同比回落约 11.0 个百分点，而建筑业 GDP 占比约为 7.4%，进而拖累整体 GDP 同比回落 0.7 个百分点。

然而，统计局数据显示，今年三季度国内建筑业 GDP 同比仅回落 1.7 个百分点，拖累整体 GDP 约 0.13 个百分点，导致根据历史数据评估的 GDP 增速较实际结果低了约 0.5-0.6 个百分点。

图2：根据模型测算结果，三季度拖累经济的主要是建筑业



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

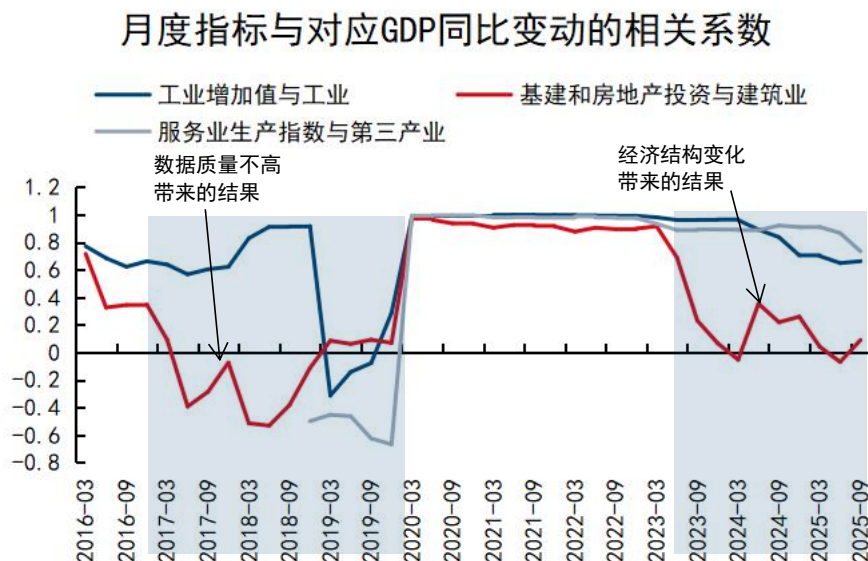
溯源：建筑业领域的相关系数大幅走弱

在此基础上，我们“顺藤摸瓜”，进一步测算了三对关键指标（即：工业增加值与工业 GDP 同比变动量、基建和房地产投资与建筑业 GDP 同比变动量、服务业生产指数与第三产业 GDP 同比变动量）的两年移动相关系数，发现 2020 年之前三者的相关系数均不稳定；2020-2022 年非常稳定；2023 年之后工业、服务业领域的相关系数有所走弱但仍处于较高水平，但建筑业领域的相关系数大幅走弱。

2020 年之前三者的相关系数均不稳定，一个可能的原因是月度统计数据的质量不高所带来的。2018 年起，国家统计局大力推动建立统计数据质量全员全程追溯责任制，由此统计数据质量明显提升，这应当是 2020-2022 年三者相关系数持续稳定在高位的关键影响因素。

但 2023 年之后三者的相关系数再次出现走弱的现象，特别是建筑业领域的相关系数走弱最显著，我们认为背后是经济结构变化对统计指标的映射。

图3：2023 年以来基建和房地产投资与建筑业 GDP 的相关性走弱或源于经济结构变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

小结：建筑更新占比提升是主因

国家统计局发布的投入产出表中披露的 2017、2018、2020 年建筑业细项 GDP 数据显示，建筑业包括了房屋建筑、土木工程建筑、建筑安装、建筑装饰装修和其他建筑服务四个分项。其中房屋建筑无疑和房地产开发投资相关，土木工程建筑和基建投资相关，剩下的建筑安装、建筑装饰装修和其他建筑服务这两个分项既和房地产开发投资、基建投资有关，也和房屋的更新活动相关。

从 2017-2020 年的走势来看，与首次开发相关的建筑业占比在逐渐下降，与房屋更新活动相关的建筑业占比逐渐上升，这符合我国城镇化进程不断推进下的经济客观规律。

2018 年相较 2017 年，房屋更新活动相关的建筑业占比上升 1.3 个百分点；2020 年相较 2018 年，房屋更新活动相关的建筑业占比上升 4.0 个百分点，平均每年上升 2.0 个百分点，上升速度较 2017-2018 年几乎翻倍。

尽管 2020 年之后细项数据未披露，但随着我国城镇化进程趋缓，当前首次开发投资占比继续下降、房屋更新占比继续上升难以避免。

更进一步看，2020-2025 年房屋更新相关的建筑业占比上升速度大概率快于 2018-2020 年，特别是 2021 年房地产开发投资同比转负后更应如此。假定 2020 年之后房屋更新相关的建筑业 GDP 占比上升速度较 2018-2020 年翻倍，则到了 2025 年，房屋更新相关的建筑业 GDP 占比将上升至四成左右，首次开发投资相关的建筑业 GDP 占比则降至六成附近。

这就不难理解为何基建与房地产开发投资的统计影响大幅减弱了。

今年 7 月中央城市工作会议明确指出，我国城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段，预计未来政府的财政资金也将逐渐从首次开发向更新活动倾斜，推动更新活动更快地发展，这无疑会使得基建和房地产开发投资对

建筑业 GDP 的影响权重更快地下降，未来对建筑业 GDP 的评估仅采用基建和房地产开发投资明显是不充分的，必须考虑纳入房屋更新活动指标以评估其对建筑业的贡献和影响。

图4：随着我国逐渐从增量进入存量优化时代，更新需求在建筑业中的占比越来越大



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

启示：“铁公基”时代也许一去不返

三季度月度 GDP 同比“失灵”的测算结果，恰恰印证了我国经济正在经历一场静默的结构转型。随着中央明确城市发展进入“存量提质”新阶段，仅靠跟踪传统基建和房地产开发投资已无法准确判断经济真实走势。我们需要新的“尺子”来丈量这个正在告别“大拆大建”、迈向“精耕细作”的新经济。

与此同时，这一结构性变化也意味着政府宏观调控手段将出现深刻变化。

首先，未来政策重心将从“投资于物”向“投资于人”倾斜，居民财富永远不会“过剩”。

此外，在“投资于物”范畴内，传统基建和房地产开发转向支持城市更新、存量提质及相关服务业发展。财政资金与激励政策会更多向建筑装饰、节能改造、老旧小区改建等“轻量级”建筑活动倾斜，并加快建立能够准确捕捉更新活动贡献的新统计体系。

随着经济发展进入新阶段和新征程，在当前和今后一个时期，唯有与时俱进调整政策工具箱，才能有效引导并支撑我国经济实现从“规模扩张”到“质量提升”的平稳过渡。

风险提示

模型失效，海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。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口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032