

经济边际走弱，生产端强于需求端

——2025 年 9 月及 Q3 经济数据点评

核心观点

综合来看，三季度以来我国经济扩张步伐有所放缓，表现为消费、基建投资及制造业投资增速回落，房地产投资降幅扩大。上述变化主要源于外部环境更趋复杂严峻与国内结构调整压力持续显现的叠加影响。从全年目标观察，2025 年 GDP 增速预期设定在 5% 左右，前三季度已实现+5.2%的同比增长。尽管四季度受去年同期高基数影响，单季增速或有所回落，但完成全年目标的压力并不大。展望四季度，针对消费边际走弱、房地产周期持续筑底及基建投资受抑等突出短板，政策层面是否推出新的增量举措，将成为决定经济走势的关键变量，需重点关注：

(1) Q3 经济增速下降，但年度增速目标实现难度不大

2025 年三季度，国内生产总值（GDP）不变价同比+4.8%，与市场预期一致。从生产法视角观察，第三季度第二产业与第三产业增加值同比分别+4.2%和+5.4%，后者显著高于整体 GDP 增速。分行业观察，增加值实际增速低于总体 GDP 增速的主要为第二产业的建筑业，以及第三产业的住宿和餐饮业、房地产业，具体情况如下：三季度，建筑业增加值同比—2.3%，降幅较二季度扩大 1.7PCTS，主要受房地产周期持续筑底、地方政府债务化解背景下基建项目推进节奏放缓的双重制约；房地产业增加值同比-0.2%，由二季度+1.0%转为负增，除行业景气度延续低迷外，去年同期基数抬升亦形成拖累；住宿和餐饮业增加值同比+3.6%，增速较二季度回落 1.6PCTS，或与消费补贴政策集中于实物消费、对服务消费形成一定挤出，以及假期分布错位等因素相关。

支出法角度：三季度表现最好的是出口，7 月到 9 月出口增速分别录得+7.1%、+4.3%和+8.3%，增速总体较二季度边际改善，带动今年前 3 个季度出口累计同比增速为+6.1%，在美国掀起新一轮贸易战的背景下仍然高于去年全年的+5.8%；表现最差的仍然是房地产投资，7 到 9 月单月同比增速持续下滑，带动今年前 3 个季度房地产开发投资同比录得-13.9%，较去年全年的-10.6%降幅加深；制造业投资和基建投资三季度均呈现逐步降速，带动前 3 个季度二者同比增速分别为+4.0%和+3.3%，较去年全年的+9.2%和+9.2%增速明显下降；Q3 消费总体走弱，7 月到 9 月社零同比分别录得+3.7%、+3.4%和+3.0%，但受前两个季度消费表现良好的带动，前三季度社零累计增速仍达到+4.5%，高于去年全年的+3.5%。

(2) 9 月消费边际走弱

2025 年 9 月，社零同比录得+3.0%，低于 8 月的+3.4%和去年全年的+3.5%。分商品零售和餐饮收入看，2025 年 9 月，商品零售同比为+3.3%，增速低于 8 月的+3.6%但略高于去年全年的+3.2%，餐饮收入同比为+0.9%，增速低于 8 月的

主要数据

上证指数	3916.3322
沪深 300	4607.8715
深证成指	13077.3164

主要指数走势图



作者

刘庆东 分析师
SAC 执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

+2.1%和去年全年的+5.3%。9月社零环比-0.18%，为近10年同月唯一负值。总量数据层面，9月社零相比8月边际走弱。

今年上半年，得益于消费补贴政策的支持以及居民消费意愿的回升，社会消费品零售总额（社零）总体增速保持回升态势。然而，进入三季度后，随着补贴力度减弱，加之前期补贴政策在一定程度上提前释放了部分消费需求，社零增速出现放缓，特别是9月，叠加去年基数抬升后，放缓态势更加明显。若今年四季度未推出增量消费补贴政策，四季度各月社零增速可能延续边际放缓趋势。但从全年视角来看，消费对经济增长的支撑作用预计将较去年显著增强。据国家统计局数据显示，今年前三季度，最终消费支出对经济增长的贡献率达到53.5%，较上年全年提升9.0个百分点，继续发挥经济增长主引擎的作用。

（3）9月固投增速继续边际放缓

今年一季度，在经济动能逐步修复及逆周期调节政策前置发力的共同推动下，我国投资实现良好开局，固投及其主要分项（制造业、基建和房地产投资）增速全面超越去年全年水平。进入二季度后，受房地产持续探底、地方政府债务化解以及外部贸易摩擦等因素影响，固定资产投资及其主要分项增速出现边际放缓。至三季度，前期拖累因素持续存在，加之稳增长政策进入相对真空期，固定资产投资增速及其中制造业、基础设施与房地产三大分项增速呈现回落态势。

9月制造业固定资产投资完成额单月同比增速降至-1.9%，降幅较8月再度走阔0.6个百分点。除全球贸易环境不确定性居高不下因素持续扰动外，核心拖累在于“大规模设备更新和消费品以旧换新”政策对制造业投资的即期拉动效应边际走弱。今年共安排了2000亿元超长期特别国债资金支持大规模设备更新。据国家发展改革委最新披露，截至8月13日，已有1880亿元资金下达完毕，对应实际撬动设备更新投资约1万亿元，资金撬动倍数约5.3倍，与2024年1500亿元超长期特别国债带动8000亿元项目总投资所形成的5.3倍杠杆率基本一致，显示政策工具乘数效应相对稳定。但按现有节奏测算，8月下旬后新下达用于设备更新的资金仅120亿元左右，若全部于9—12月形成实物工作量，对应增量投资规模大概率低于1000亿元，对制造业投资的支撑力度相对有限。展望四季度，随着“十五五”规划编制进入冲刺阶段，中央与地方层面会否再次追加超长期特别国债额度、或通过定向金融工具为设备更新领域提供增量资金，需进一步观察。

9月当月房地产投资录得-21.3%，降幅较8月加深1.8PCTS，延续了4月以来持续走弱的趋势，带动前9个月房地产投资累计同比为-13.9%，对固投的拖累作用依然较大。从数据角度，9月房地产行业在筑底，房价、新房销售、房地产投资等数据全线走弱，唯一的亮点是在去年同期低基数的影响下房屋竣工面积时隔18个月首次转正，后续能否持续仍需观察。

9月大口径基建投资同比-8.0%，降幅较8月扩大1.6个百分点，带动前9月累计增速降至+3.3%，为2022年以来新低。基建投资的下行，与化债背景下地方政府决策谨慎有关。代表地方基建的道路运输业和公共设施管理业前9月累计投资增速分别为-2.7%和-2.8%，对基建投资形成拖累。根据发改委8月初的公告，支持两重项目建设的8000亿资金在7月底前已经下达完毕，考虑到项目资金下达到形成实际工作量需要一定时间，预计后续基建项目仍有一定支撑。针对化债对基建的拖累，

中央已出台政策应对。9月29日，发改委宣布推出5000亿元新型政策性金融工具，用于补充项目资本金。10月17日，财政部宣布，从地方政府债务结存限额中安排5000亿元下达地方，用于化解存量政府投资项目债务、清欠企业账款及支持有效投资。除以上政策外，针对进一步激活基建的目标，年内是否尚有增量政策出台，仍需持续关注。

(4) 9月工业生产回升

2025年9月规模以上工业增加值同比+6.5%，较8月+1.3PCTS。今年前3个季度规模以上工业增加值累计同比+6.2%，较去年全年+0.4PCTS，显示今年工业生产总体较去年有所扩张。分三大门类看，9月采矿业增加值同比+6.4%（较上月+1.3PCTS），公用事业同比+0.6%（较上月-1.8PCTS），制造业+7.3%（较上月+1.6PCTS），是9月当月工业生产增速上升的主要支撑项。从产能利用率角度，工业子行业中，三季度产能利用率较二季度提升的有公用事业（+2.8PTS）、汽车制造业（+2.0PCTS）、计算机通信和其他电子设备制造业（+1.7PCTS）和电气机械和器材制造业（+1.4PCTS），在体现出反内卷成果的同时，也与工业增加值增速靠前的行业重合度较高。总体来说，得益于出口增速的上行和产业升级的加速，9月生产端的表现优于需求端，工业增加值增速较8月上行，后续的关注点主要在基建、房地产等需求端堵点进一步修复后，供需的再平衡。

风险提示：中美贸易谈判进展低于预期；全球经济衰退超预期；内需恢复速度不及预期；国际地缘格局超预期变动。

一、Q3 经济增速下降，但年度增速目标实现难度不大

2025 年三季度，国内生产总值（GDP）不变价同比+4.8%，与市场预期一致。从生产法视角观察，第三季度第二产业与第三产业增加值同比分别+4.2%和+5.4%，后者显著高于整体 GDP 增速。年初以来产业结构变动呈现以下特征：一季度，第二产业、第三产业增加值同比分别+5.9%和+5.3%，双轮驱动下 GDP 实现+5.4%的高增速；二季度，受工业增加值回落、建筑业增加值同比由正转负影响，第二产业增速降至+4.8%，而第三产业增速升至+5.7%，综合作用下 GDP 同比+5.2%，仍处相对高位；三季度，在工业增加值进一步放缓、建筑业降幅扩大的共同拖累下，第二产业增速回落至+4.2%，第三产业增速亦较二季度下滑 0.3PCTS 至+5.4%，由此拉动 GDP 增速较二季度回落 0.4PCTS 至+4.8%。

分行业观察，增加值实际增速低于总体 GDP 增速的主要为第二产业的建筑业，以及第三产业的住宿和餐饮业、房地产业，具体情况如下：三季度，建筑业增加值同比-2.3%，降幅较二季度扩大 1.7PCTS，主要受房地产周期持续筑底、地方政府债务化解背景下基建项目推进节奏放缓的双重制约；房地产业增加值同比-0.2%，由二季度+1.0%转为负增，除行业景气度延续低迷外，去年同期基数抬升亦形成拖累；住宿和餐饮业增加值同比+3.6%，增速较二季度回落 1.6PCTS，或与消费补贴政策集中于实物消费、对服务消费形成一定挤出，以及假期分布错位等因素相关。

支出法角度：三季度表现最好的是出口，7 月到 9 月出口增速分别录得+7.1%、+4.3%和+8.3%，增速总体较二季度边际改善，带动今年前 3 个季度出口累计同比增速为+6.1%，在美国掀起新一轮贸易战的背景下仍然高于去年全年的+5.8%；表现最差的仍然是房地产投资，7 到 9 月单月同比增速持续下滑，带动今年前 3 个季度房地产开发投资同比录得-13.9%，较去年全年的-10.6%降幅加深；制造业投资和基建投资三季度均呈现逐步降速，带动前 3 个季度二者同比增速分别为+4.0%和+3.3%，较去年全年的+9.2%和+9.2%增速明显下降；Q3 消费总体走弱，7 月到 9 月社零同比分别录得+3.7%、+3.4%和+3.0%，但受前两个季度消费表现良好的带动，前三季度社零累计增速仍达到+4.5%，高于去年全年的+3.5%。

综合来看，三季度以来我国经济扩张步伐有所放缓，表现为消费、基建投资及制造业投资增速回落，房地产投资降幅扩大。上述变化主要源于外部环境更趋复杂严峻与国内结构调整压力持续显现的叠加影响。从全年目标观察，2025 年 GDP 增速预期设定在 5%左右，前三季度已实现+5.2%的同比增长。尽管四季度受去年同期高基数影响，单季增速或有所回落，但完成全年目标的压力并不大。展望四季度，针对消费边际走弱、房地产周期持续筑底及基建投资受抑等突出短板，政策层面是否推出新的增量举措，将成为决定经济走势的关键变量，需重点关注。

图1 近3年GDP生产法计各项目各季度实际增速(%)

	2025-09	2025-06	2025-03	2024-12	2024-09	2024-06	2024-03	2023-12	2023-09	2023-06	2023-03	2022-12	2022-09
GDP	4.80	5.20	5.40	5.40	4.60	4.70	5.30	5.30	5.00	6.50	4.70	3.00	4.00
第一产业	4.00	3.80	3.50	3.70	3.20	3.60	3.30	4.20	4.20	3.70	3.70	4.00	3.40
第二产业	4.20	4.80	5.90	5.20	4.60	5.60	6.00	5.10	4.30	4.90	2.90	1.90	3.40
工业	5.80	6.20	6.30	5.80	5.10	5.90	6.00	4.80	3.80	4.20	2.50	1.40	3.10
制造业	6.30	6.50	6.80	6.20	5.00	6.20	6.40	4.80	4.10	4.40	2.30	0.60	1.90
建筑业	-2.30	-0.60	3.10	3.40	3.00	4.30	5.80	6.70	6.70	8.80	6.80	4.40	5.30
第三产业	5.40	5.70	5.30	5.80	4.80	4.20	5.00	5.70	5.60	7.90	5.90	3.60	4.40
批发和零售业	4.90	6.00	5.80	5.70	5.00	5.30	6.00	7.60	6.10	8.60	6.60	2.90	4.20
交通运输、仓储和邮政业	4.80	5.60	7.20	7.90	6.60	6.50	7.30	9.50	8.60	8.90	5.00	-2.40	4.30
住宿和餐饮业	3.60	5.20	5.10	6.60	5.90	5.90	7.30	16.50	14.50	19.30	15.40	-4.70	3.90
金融业	5.20	5.80	3.80	6.50	6.20	4.30	5.20	4.40	4.90	6.10	5.40	1.90	1.50
房地产业	-0.20	1.00	1.00	2.00	-1.20	-3.80	-4.30	-2.20	-2.10	-0.60	1.80	-4.90	-2.10
信息传输、软件和信息技术服务业	11.70	11.80	10.30	9.60	10.00	10.20	13.70	11.60	10.80	15.20	11.80	13.60	11.60
租赁和商务服务业	8.60	9.00	10.20	11.00	10.80	8.70	10.80	11.00	11.00	17.20	8.40	8.90	8.70
其他行业	5.50	4.40	4.10	3.80	3.00	3.10	3.80	3.60	4.80	7.10	4.90	7.40	6.00

资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 月度经济数据情况

	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025年前2月	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
社零(当月同比)	3.0%	3.4%	3.7%	4.8%	6.4%	5.1%	5.9%	4.0%	3.7%	3.0%	4.8%	3.2%
社零: 商品零售(当月同比)	3.3%	3.6%	4.0%	5.3%	6.5%	5.1%	5.9%	3.9%	3.9%	2.8%	5.0%	3.3%
社零: 餐饮(当月同比)	0.9%	2.1%	1.1%	0.9%	5.9%	5.2%	5.6%	4.3%	2.7%	4.0%	3.2%	3.1%
固投(累计同比)	-0.5%	0.5%	1.6%	2.8%	3.7%	4.0%	4.2%	4.1%	3.2%	3.3%	3.4%	3.4%
制造业投资(累计同比)	4.0%	5.1%	6.2%	7.5%	8.5%	8.8%	9.1%	9.0%	9.2%	9.3%	9.3%	9.2%
基建投资(累计同比)	3.3%	5.4%	7.3%	8.9%	10.4%	10.9%	11.5%	10.0%	9.2%	9.4%	9.4%	9.3%
房地产开发投资(累计同比)	-3.9%	-2.9%	-2.0%	-1.2%	-0.7%	-0.3%	-9.9%	-9.8%	-10.6%	-10.4%	-10.3%	-10.1%
固投(当月同比)	-7.1%	7.1%	5.3%	0.1%	2.7%	3.5%	4.3%	4.1%	3.2%	2.3%	3.4%	3.4%
制造业投资(当月同比)	-1.9%	1.3%	0.3%	5.1%	7.8%	8.2%	9.2%	9.0%	9.2%	9.3%	10.0%	9.7%
基建投资(当月同比)	-8.0%	6.4%	1.9%	5.3%	9.2%	9.6%	12.6%	10.0%	9.2%	9.7%	10.0%	17.5%
房地产开发投资(当月同比)	-21.3%	-9.5%	-17.0%	-12.9%	-12.0%	-11.3%	-10.0%	-9.8%	-10.6%	-11.6%	-12.3%	-9.4%
出口金额(美元, 当月同比)	8.3%	4.3%	7.1%	5.8%	4.7%	8.0%	12.2%	2.1%	10.7%	6.6%	12.6%	2.3%
进口金额(美元, 当月同比)	7.4%	1.2%	4.1%	1.1%	3.4%	-0.3%	4.3%	-8.3%	0.8%	4.0%	2.4%	0.1%
工业增加值(当月同比)	6.5%	5.2%	5.7%	6.8%	5.8%	6.1%	7.7%	5.9%	6.2%	5.4%	5.3%	5.4%
服务业生产指数(当月同比)	5.6%	5.6%	5.8%	6.0%	6.2%	6.0%	6.3%	5.6%	6.5%	6.1%	6.3%	5.1%

资料来源: wind, 中航证券研究所

二、9月消费边际走弱

2025年9月,社零同比录得+3.0%,低于8月的+3.4%和去年全年的+3.5%。分商品零售和餐饮收入看,2025年9月,商品零售同比为+3.3%,增速低于8月的+3.6%但略高于去年全年的+3.2%,餐饮收入同比为+0.9%,增速低于8月的+2.1%和去年全年的+5.3%。9月社零环比-0.18%,为近10年同月唯一负值。总量数据层面,9月社零相比8月边际走弱。

分商品类别,9月社零数据具有如下特征:其一,食品、饮料、日用品及中西药品等必选消费品增速相对平稳。其二,因去年9月消费补贴开始发力导致的基数抬升,以及今年9月消费补贴力度的相对退坡,四大补贴类商品总体上对社零增速形成拖累。通讯器材类商品因9月为多个手机品牌新品发布月,带动其同比增速录得+16.2%,较上月上行8.9PCTS,是四大补贴类商品中唯一增速较上月上行的商品类别。家用电器和音像器材、文化办公用品和家具类商品同比增速分别较上月下降11.0PCTS、8.0PCTS和2.4PCTS。其三,金银珠宝类消费因金价继续上行,仍然录得+9.7%的相对高增速,但增速较上月有所下行。其四,石油类商品消费增速因油价下行仍然录得负值,为-

7.1%。其五，汽车类消费额边际提升，录得+1.6%，较上月+0.8PCT。

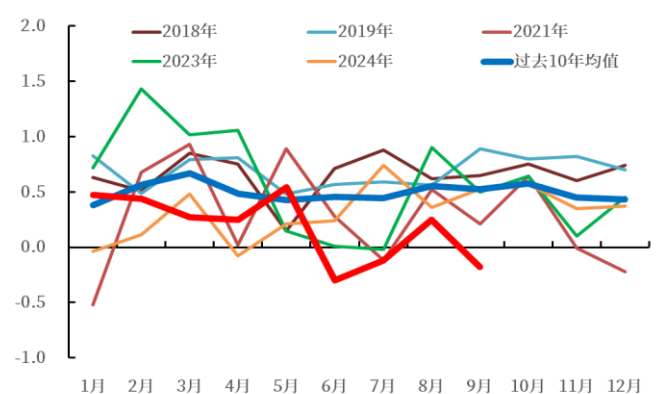
今年上半年，得益于消费补贴政策的支持以及居民消费意愿的回升，社会消费品零售总额（社零）总体增速保持回升态势。然而，进入三季度后，随着补贴力度减弱，加之前期补贴政策在一定程度上提前释放了部分消费需求，社零增速出现放缓，特别是9月，叠加去年基数抬升后，放缓态势更加明显。7月、8月及9月社零同比增速分别为+3.7%、+3.4%和+3.0%。尽管如此，受前两个季度消费表现良好的带动，前三季度社零累计增速仍达到+4.5%，高于去年全年的+3.5%。截至2025年9月，在限额以上社零中，家用电器和音像器材、通讯器材、家具以及文化办公用品等四类受补贴商品销售额合计占比为15.6%，为近五年同期最高水平，并显著高于近五年同期均值的13.2%，反映出前三季度消费补贴政策对消费的支撑作用依然较为明显。考虑到去年四季度因补贴政策见效导致社零基数抬升，若今年四季度未推出增量消费补贴政策，四季度各月社零增速可能延续边际放缓趋势。但从全年视角来看，消费对经济增长的支撑作用预计将较去年显著增强。据国家统计局数据显示，今年前三季度，最终消费支出对经济增长的贡献率达到53.5%，较上年全年提升9.0个百分点，继续发挥经济增长主引擎的作用。

图3 社零同比走势（%）



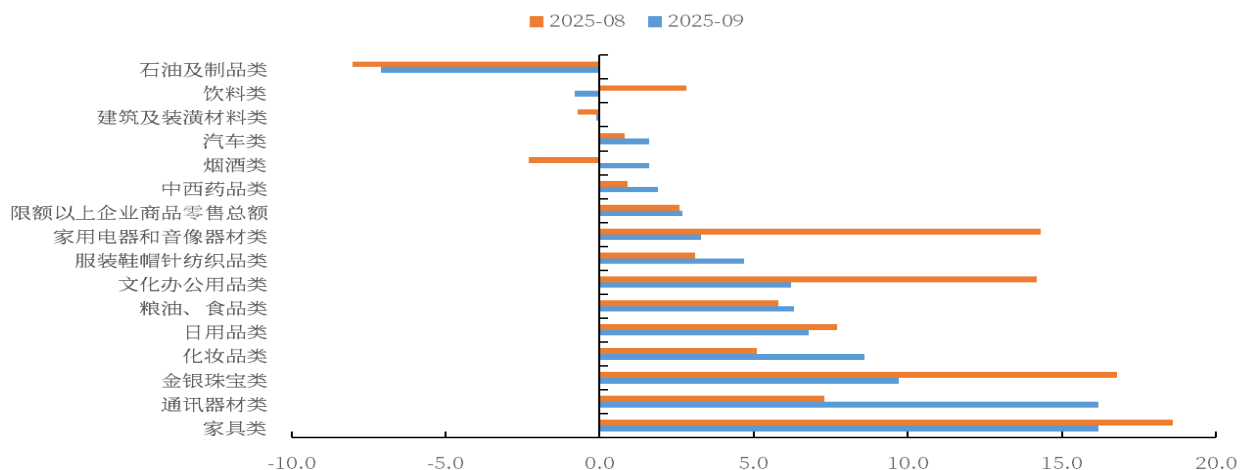
资料来源：wind，中航证券研究所

图4 历年各月社零环比（%）



资料来源：wind，中航证券研究所（注：过去10年均值排除2020、2022年）

图5 各商品类别零售额当月同比增速（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

三、9 月固投增速继续边际放缓

今年一季度，在经济动能逐步修复及逆周期调节政策前置发力的共同推动下，我国投资实现良好开局，固投及其主要分项（制造业、基建和房地产投资）增速全面超越去年全年水平。进入二季度后，受房地产持续探底、地方政府债务化解以及外部贸易摩擦等因素影响，固定资产投资及其主要分项增速出现边际放缓。至三季度，前期拖累因素持续存在，加之稳增长政策进入相对真空期，固定资产投资增速及其中制造业、基础设施与房地产三大分项增速呈现回落态势。截至 2025 年 9 月，今年前三季度固定资产投资增速为-0.5%，较去年全年下降 3.7 个百分点；制造业累计投资+4.0%，较去年全年回落 5.2 个百分点；基础设施累计投资+3.3%，较去年全年下降 5.9 个百分点；房地产开发累计投资同比-13.9%，降幅较去年全年扩大 3.3 个百分点。单独 9 月数据看，制造业投资同比-1.9%，较 8 月-0.6PCTS；基建投资同比-8.0%，较 8 月-1.6PCTS；房地产开发投资同比-21.3%，较 8 月-1.8PCTS。

（1）9 月制造业投资增速受到贸易争端压制

2025 年 9 月，制造业固定资产投资完成额单月同比增速降至-1.9%，降幅较 8 月再度走阔 0.6 个百分点。除全球贸易环境不确定性居高不下因素持续扰动外，核心拖累在于“大规模设备更新和消费品以旧换新”政策对制造业投资的即期拉动效应边际走弱。

今年共安排了 2000 亿元超长期特别国债资金支持大规模设备更新。据国家发展改革委披露，截至 8 月 13 日，已有 1880 亿元资金下达完毕，对应实际撬动设备更新投资约 1 万亿元，资金撬动倍数约 5.3 倍，与 2024 年 1500 亿元超长期特别国债带动 8000 亿元项目总投资投资所形成的 5.3 倍杠杆率基本一致，显示政策工具乘数效应相对稳定。但按现有节奏测算，8 月下旬后新下达用于设备更新的资金仅 120 亿元左右，若全部于 9—12 月形成实物工作量，对应增量投资规模大概率低于 1000 亿元，对制造业投资的支撑力度相对有限。

展望四季度，随着“十五五”规划编制进入冲刺阶段，中央与地方层面会否再次追加超长期特别国债额度、或通过定向金融工具为设备更新领域提供增量资金，需进一步观察。

（2）9 月房地产投资继续筑底

9 月当月房地产投资录得-21.3%，降幅较 8 月加深 1.8PCTS，延续了 4 月以来持续走弱的趋势，带动前 9 个月房地产投资累计同比为-13.9%，对固投的拖累作用依然较大。从销售角度，9 月商品房销售额和销售面积同比分别为-11.8%和-10.5%，继续呈现量价齐跌、价跌幅度更大的状态。从建设角度，9 月当月新开工面积同比-14.4%、施工面积同比-19.8%、房屋竣工面积同比录得+1.5%，为 2024 年 2 月以来单月同比首次转正。资金角度，9 月房地产开发资金来源同比-11.0%，较 8 月跌幅收窄 1.5PCTS，改善相对有限。房价角度，统计局数据显示，2025 年 9 月全部纳入统计的 70 个大中城

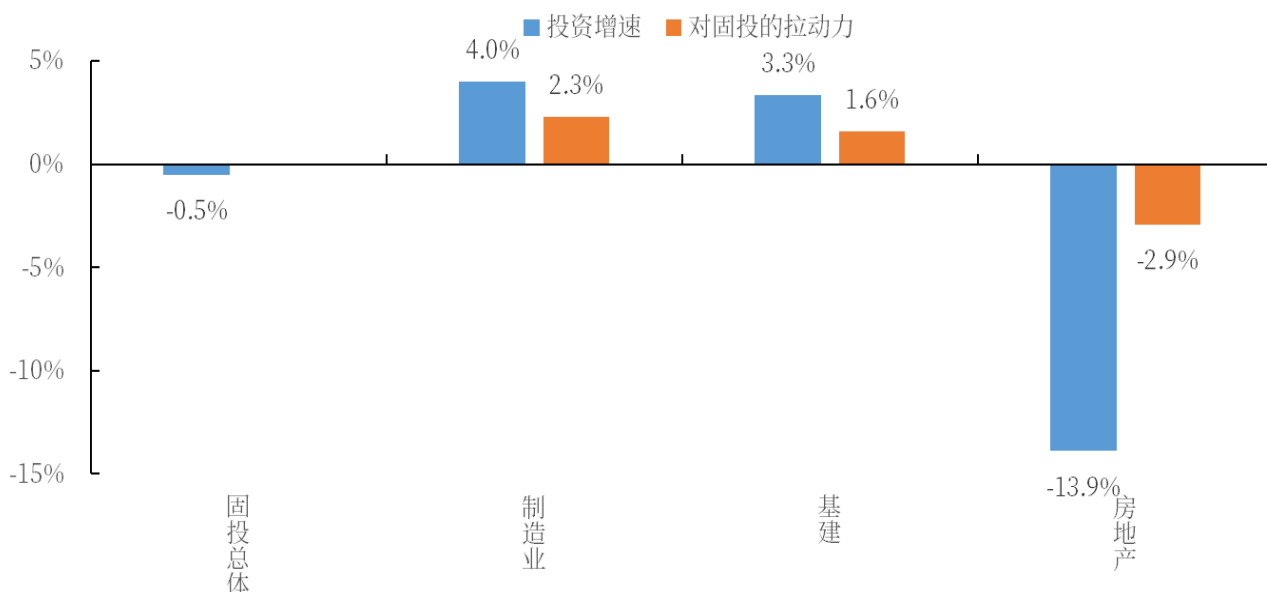
市二手房价格 9 月同比出现下跌。从数据角度，9 月房地产行业在筑底，房价、新房销售、房地产投资等数据全线走弱，唯一的亮点是在去年同期低基数的影响下房屋竣工面积时隔 18 个月首次转正，后续能否持续仍需观察。

(3) 9 月基建投资增速边际放缓

9 月大口径基建投资同比-8.0%，降幅较 8 月扩大 1.6 个百分点，带动前 9 月基建累计增速降至+3.3%，为 2022 年以来新低。基建投资的下行，与化债背景下地方政府决策谨慎有关。代表地方基建的道路运输业和公共设施管理业前 9 月累计投资增速分别为-2.7%和-2.8%，对基建投资形成拖累。根据发改委 8 月初的公告，支持两重项目建设的 8000 亿资金在 7 月底前已经下达完毕，考虑到项目资金下达到形成实际工作量需要一定时间，预计后续基建项目仍有一定支撑。

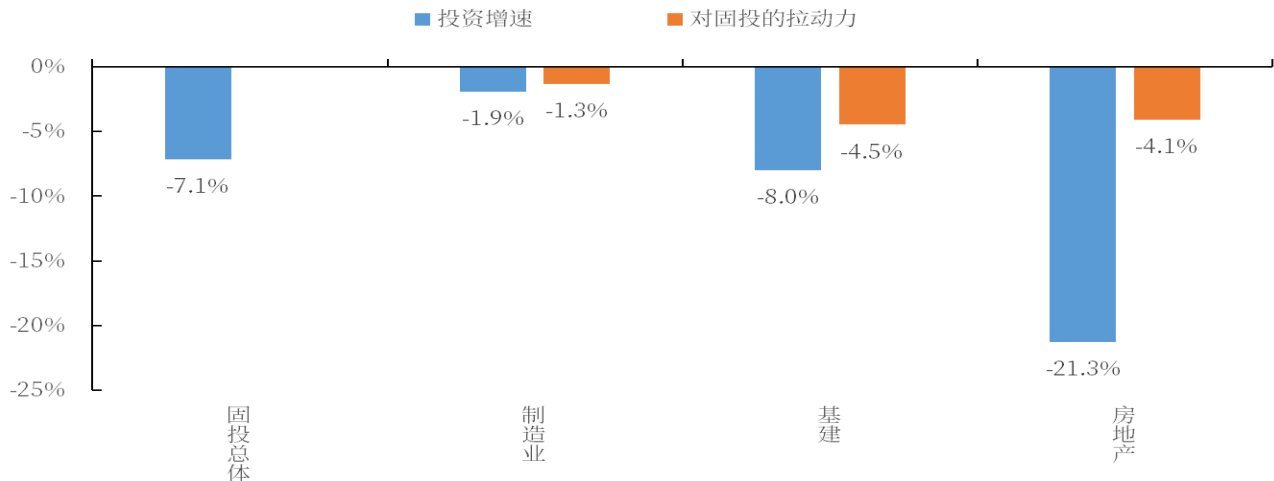
针对化债对基建的拖累，中央已出台政策应对。9 月 29 日，发改委宣布推出 5000 亿元新型政策性金融工具，用于补充项目资本金。10 月 17 日，财政部宣布，从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方，用于化解存量政府投资项目债务、清欠企业账款及支持有效投资。除以上政策外，针对进一步激活基建的目标，年内是否尚有增量政策出台，仍需持续关注。

图6 2025 年前 9 月固投及主要分项投资增速及拉动力



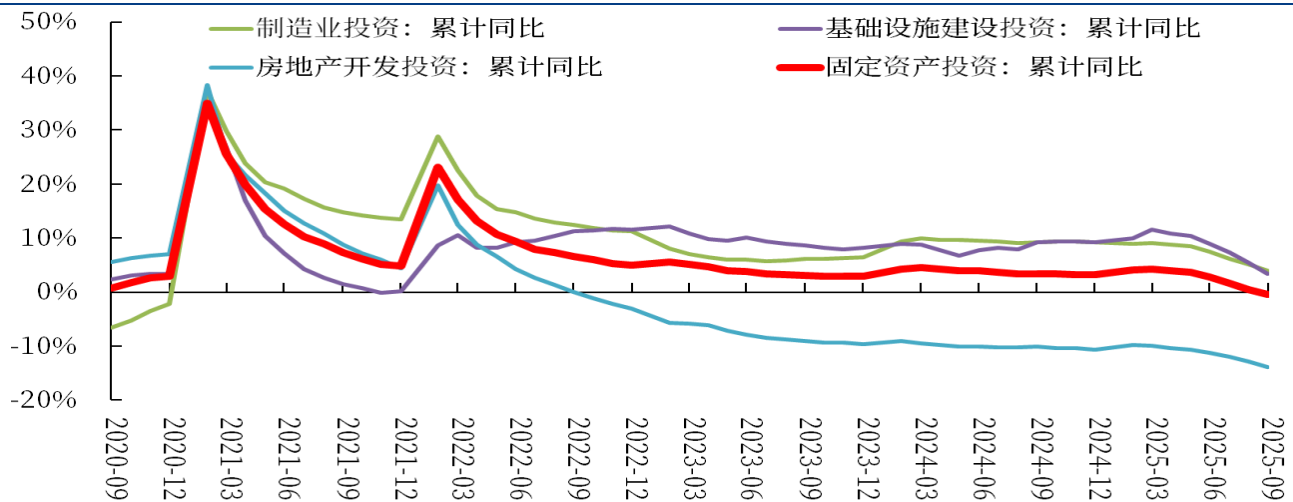
资料来源：wind，中航证券研究所

图7 2025年9月固投及主要分项投资增速及拉动力



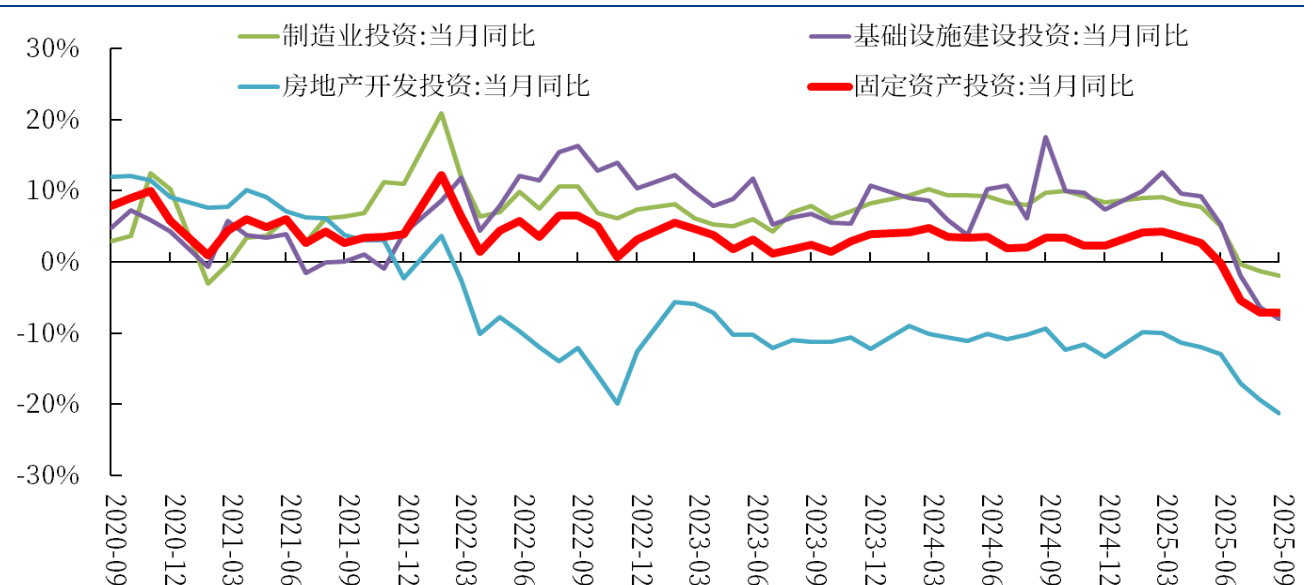
资料来源：wind，中航证券研究所

图8 固投及主要分项累计同比走势



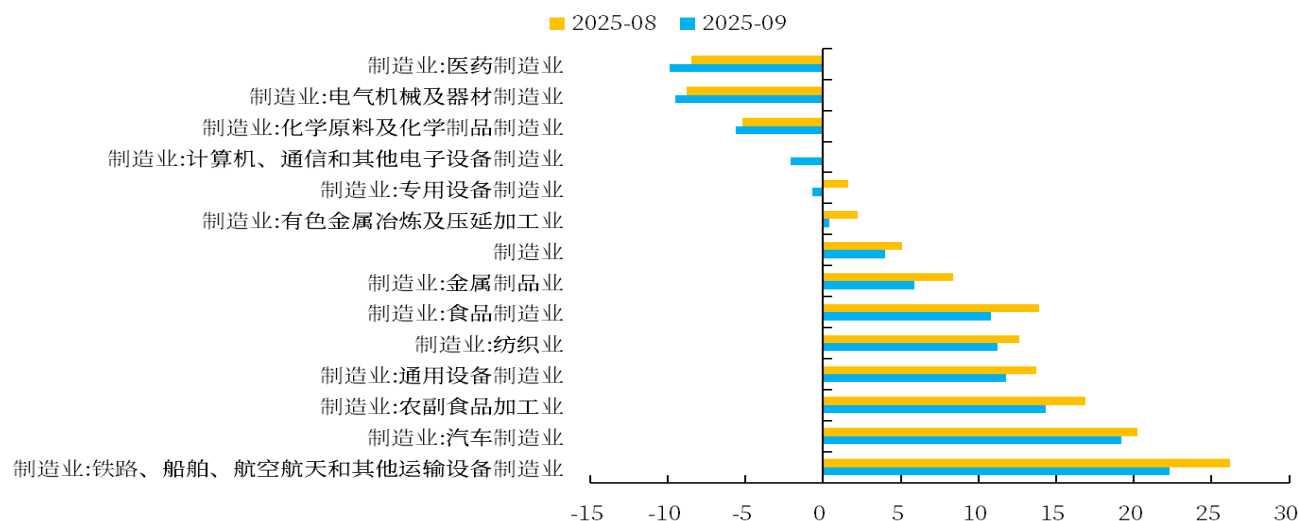
资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图9 固投及主要分项当月同比走势



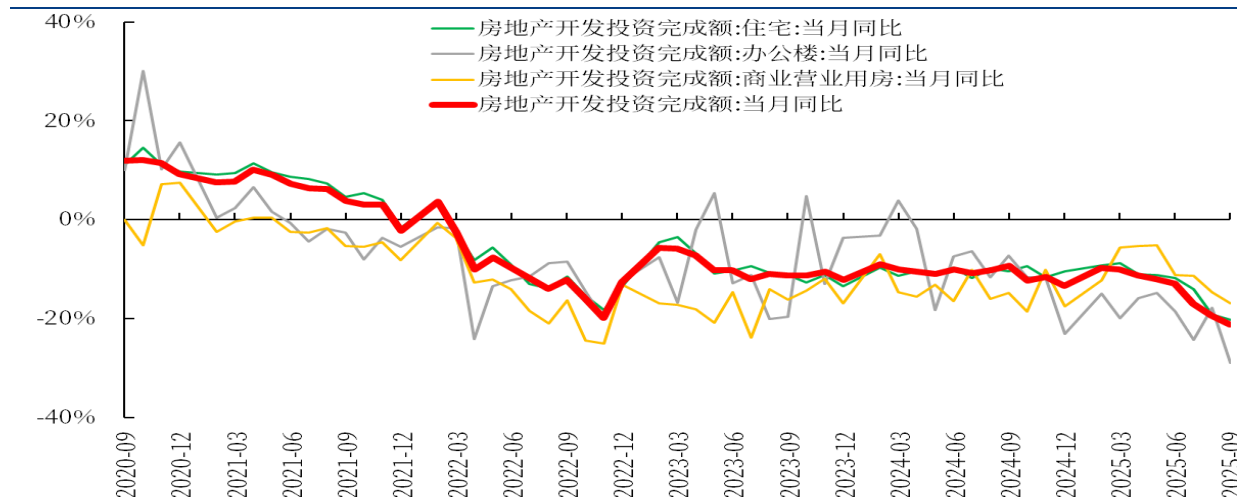
资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图10 制造业分行业累计投资增速 (%)



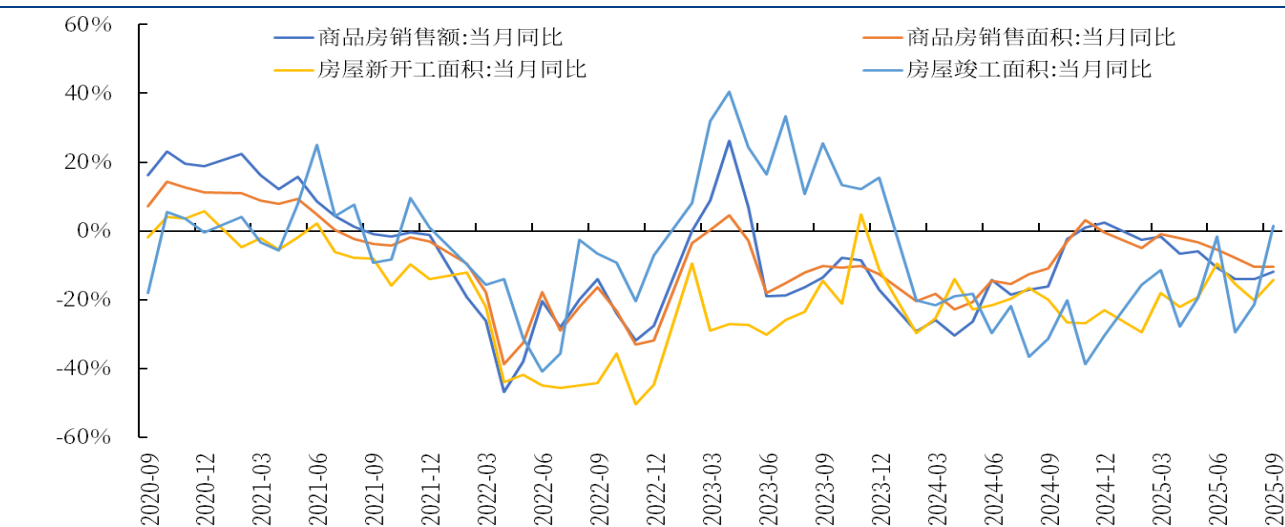
资料来源: wind, 中航证券研究所

图11 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图12 房屋销售、施工及土地购置同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

三、9月工业生产回升

2025年9月规模以上工业增加值同比+6.5%，较8月+1.3PCTS。今年前3个季度规模以上工业增加值累计同比+6.2%，较去年全年+0.4PCTS，显示今年工业生产总体较去年有所扩张。分三大门类看，9月采矿业增加值同比+6.4%（较上月+1.3PCTS），公用事业同比+0.6%（较上月-1.8PCTS），制造业+7.3%（较上月+1.6PCTS），是9月当月工业生产增速上升的主要支撑项。从子行业角度，9月工业子行业总体呈现高新制造行业增速较快、传统行业增速较低的特征。9月增加值增速高于总体工业增加值增速的行业主要是汽车制造、计算机通信和其他电子设备制造业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业和化学原料及化学制品制造业，而非金属矿物、黑色金属、纺织业以及橡胶和塑料制造业增速低于制造业总体增速较多。

从产能利用率角度，工业子行业中，三季度产能利用率较二季度提升的有公用事业（+2.8PTS）、汽车制造业（+2.0PCTS）、计算机通信和其他电子设备制造业（+1.7PCTS）和电气机械和器材制造业（+1.4PCTS），在体现出反内卷成果的同时，也与工业增加值增速靠前的行业重合度较高。

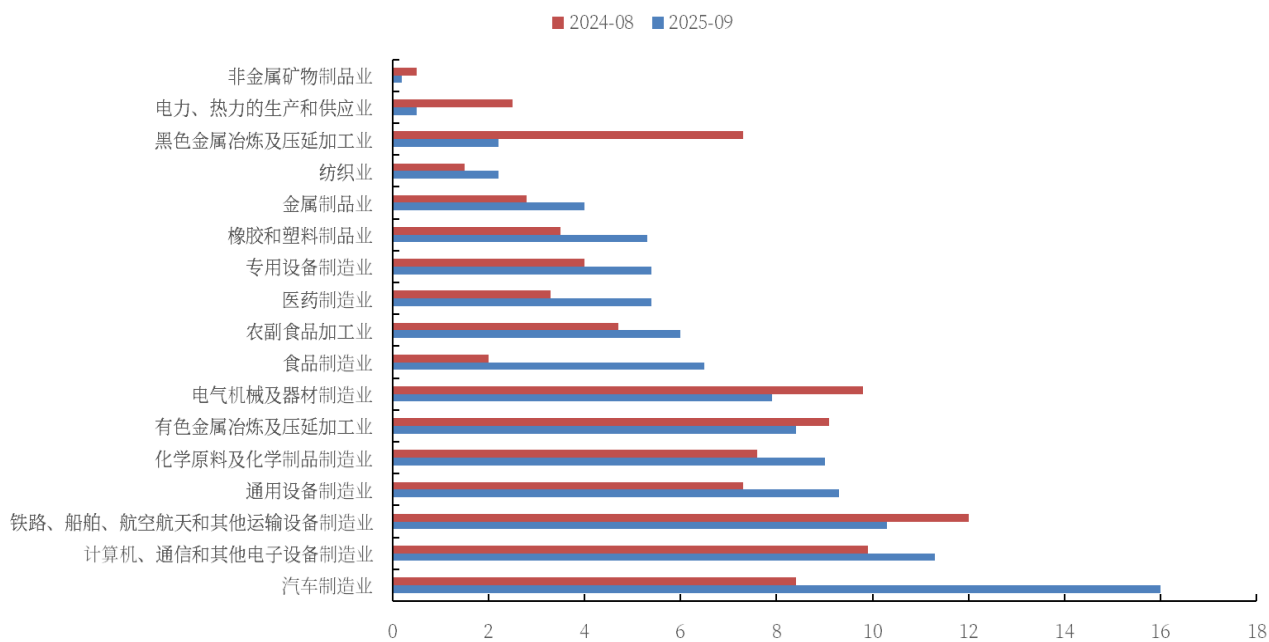
总体来说，得益于出口增速的上行和产业升级的加速，9月生产端的表现优于需求端，工业增加值增速较8月上行，后续的关注点主要在基建、房地产等需求端堵点进一步修复后，供需的再平衡。

图13 工业增加值分行业累计同比数据（%）

	2023年Q1以来分位数	2025-09	2025-06	2025-03	2024-12	2024-09	2024-06	2024-03	2023-12	2023-09
制造业	45.5%	74.80	74.30	74.10	76.40	75.20	75.20	73.76	76.00	75.80
食品制造业	45.5%	70.10	69.10	69.30	70.70	70.70	68.80	69.07	71.25	71.10
纺织业	36.4%	77.20	77.80	77.80	78.80	77.90	79.10	78.01	76.15	76.90
化学原料及化学制品制造业	9.1%	72.50	71.90	73.50	76.40	76.00	76.40	76.40	76.68	74.60
医药制造业	0.0%	71.90	72.60	72.50	75.90	73.80	75.30	75.97	75.36	72.70
化学纤维制造业	63.6%	85.60	85.60	86.30	85.60	85.50	85.00	85.64	85.69	85.10
非金属矿物制品业	36.4%	62.00	62.30	60.90	61.10	61.70	64.20	61.97	64.68	65.00
黑色金属冶炼及压延加工业	81.8%	80.10	80.80	79.30	78.10	77.40	79.70	77.33	76.41	79.10
有色金属冶炼及压延加工业	27.3%	77.80	77.70	77.50	79.30	78.40	79.10	78.21	79.64	80.20
通用设备制造业	45.5%	78.90	78.30	78.10	79.60	78.70	79.40	78.16	79.24	78.70
专用设备制造业	0.0%	75.50	76.50	75.60	76.70	75.80	76.50	77.01	77.52	77.50
汽车制造业	63.6%	73.30	71.30	71.90	77.20	73.20	73.00	64.87	76.90	75.60
电气机械和器材制造业	36.4%	74.90	73.50	71.70	76.80	75.60	74.70	72.74	77.12	77.80
计算机、通信和其他电子设备制造业	81.8%	79.00	77.30	74.70	79.40	77.90	76.20	74.72	77.63	76.50

资料来源：wind，中航证券研究所

图14 工业子行业增加值累计增速 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10% 之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5% 之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券策略团队: 站在总量研究的高度, 以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维, 对实际投资更具指导意义。

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕洪, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637