



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

生产提速，需求回落

——2025年9月经济数据点评

日期：2025年10月27日

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《价格双双改善》

——2025年10月16日

《进出口双双发力，外贸仍强》

——2025年10月15日

《充分释放政策效应，经济仍偏平稳》

——2025年09月16日

■ 主要观点

生产提速，需求回落

作为经济成效综合体现的工业生产增速本月明显加快。三大门类产业除公共事业外均有所回升。各行业生产除运输设备、黑色金属冶炼、有色金属冶炼之外均有所回升，汽车生产明显加快，在主要行业中表现突出。

固定资产投资增速连续下滑后转负。分项来看，制造业投资增长4.0%，增速下降1.1个百分点，拉动全部投资增长1.0个百分点；基础设施投资同比增长1.1%，下降0.9个百分点，拉动全部投资增长0.2个百分点。整体来看，固定资产投资的下滑更多受到房地产投资的拖累。扣除房地产开发投资，项目投资同比增长3.0%，仍偏平稳。房地产投资在经历年初的大幅改善之后加速回落，地产投资仍待企稳。为促进房地产市场止跌回稳，土地、财税、金融等政策相继出台，而当前地产投资仍处在磨底阶段。

9月份，社会消费品零售总额同比增长3.0%，增速比上月下降0.4个百分点，缓慢回落。具体来看，除了家具、金银珠宝外均有所回升，其中上月大幅增长的金银珠宝本月有所下滑，汽车消费持续增长。今年国庆、中秋假期重叠，我们认为一方面或导致9月缺少节日消费，同时去年同期基数也相对偏高，10月在双节假期刺激下，以及电商平台的促销开启，消费表现值得期待。

三季度GDP为4.8%，较二季度下降0.4个百分点。从GDP的贡献率来看，消费支出、资本形成总额贡献率上升，净出口的贡献率下降。受出口的影响，三季度经济运行有所放缓。

实现全年预期目标有基础有支撑

在外部环境变化的背景下，上半年经济仍然实现了平稳运行，但三季度以来经济运行有所放缓。出口在外部压力下表现仍具韧性。固定资产投资持续下滑，主要受到地产投资的拖累，制造业投资与基建投资也有所下滑。而消费方面，促消费各项政策措施共同作用下，表现相对稳定。我们认为四季度仍然要继续释放内需潜力。我们认为在“两重”建设推进下，未来基建投资仍有支撑，房地产投资在政策助力下有望止跌回稳，减少对固定资产投资的拖累。我们认为投资有望平稳增长，加上消费的刺激政策显效，以及中美会谈再度推进，就妥善解决多项重要经贸议题形成初步共识，前三季度GDP为5.2%，实现全年预期目标有基础有支撑。

■ 风险提示

地缘政治事件恶化，国际金融形势改变，中美政策超预期变化。

目 录

1 事件：9 月份宏观数据公布.....	3
2 事件解析：数据特征和变动原因.....	3
2.1 工业生产明显加快	3
2.2 主要行业生产均有所回升	4
2.3 基建、制造业投资继续放缓.....	4
2.4 地产投资跌幅加深	5
2.5 消费缓慢回落.....	6
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 生产提速，需求回落.....	7
4 事件预测：趋势判断.....	8
4.1 实现全年预期目标有基础有支撑	8
5 风险提示：	8

图

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 3：固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	5
图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	6
图 5：城镇与乡村消费品零售额增速（同比，%）	6
图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）	7

表

表 1：本期经济数据增速（%）	3
-----------------------	---

1 事件：9 月份宏观数据公布

工业生产提速。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）。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%。

固定资产投资转负。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%（按可比口径计算）。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%。

消费继续下滑。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%。

表 1：本期经济数据增速（%）

	本期值	前值
工业增加值（当月）	6.5	5.2
固定资产投资（不含农户，累计）	-0.5	0.5
社会消费品零售（当月）	3.0	3.4
GDP（当季）	4.8	5.2

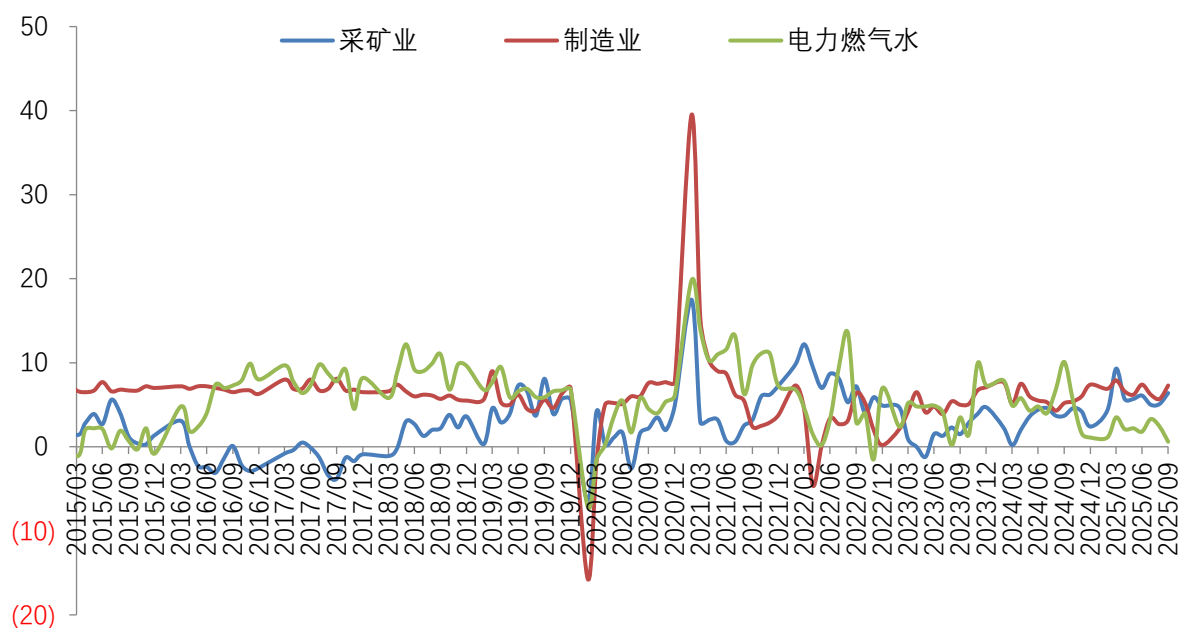
资料来源：IFIND，国家统计局，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 工业生产明显加快

9 月工业生产明显提速，同比增速回升 1.3 个百分点。分三大门类看，9 月份，采矿业增加值同比增长 6.4%，制造业增长 7.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 0.6%。三大门类产业除公共事业外均有所回升。从产量的增速来看，原煤、原油产量均有所回升；制造业方面，工业机器人、汽车、集成电路、计算机有所回升，尤其工业机器人增长较快；公共事业方面，发电量下滑，天然气产量回升。另外出口交货值也由负转正。

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）

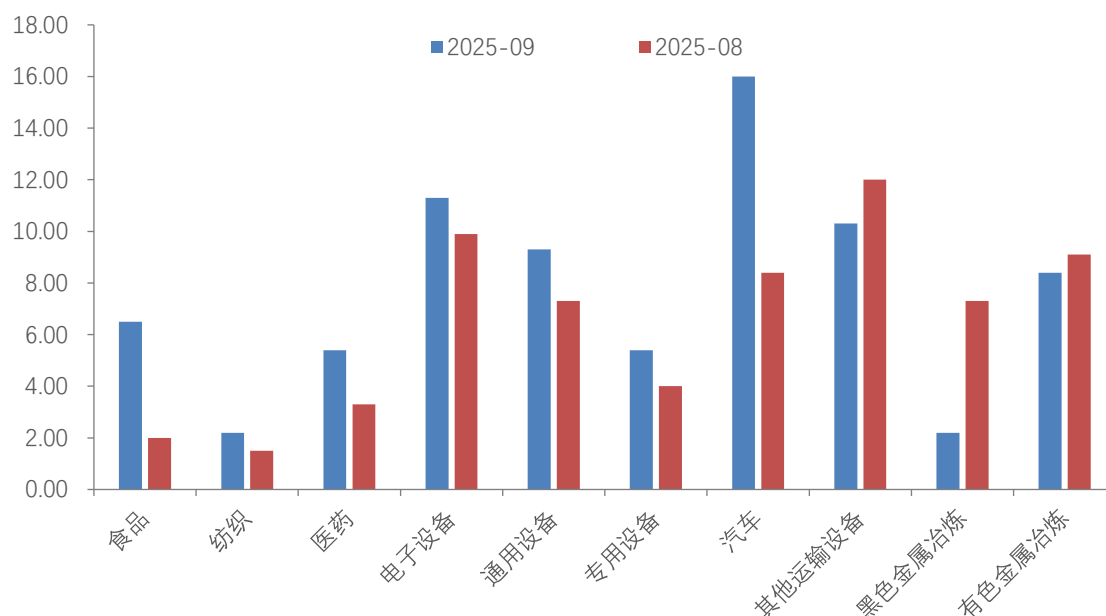


资料来源：IFIND，上海证券研究所

2.2 主要行业生产均有所回升

分行业看，与 8 月相比，9 月各行业生产除运输设备、黑色金属冶炼、有色金属冶炼之外均有所回升，汽车生产明显加快，在主要行业中表现突出。

图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）



资料来源：IFIND，上海证券研究所

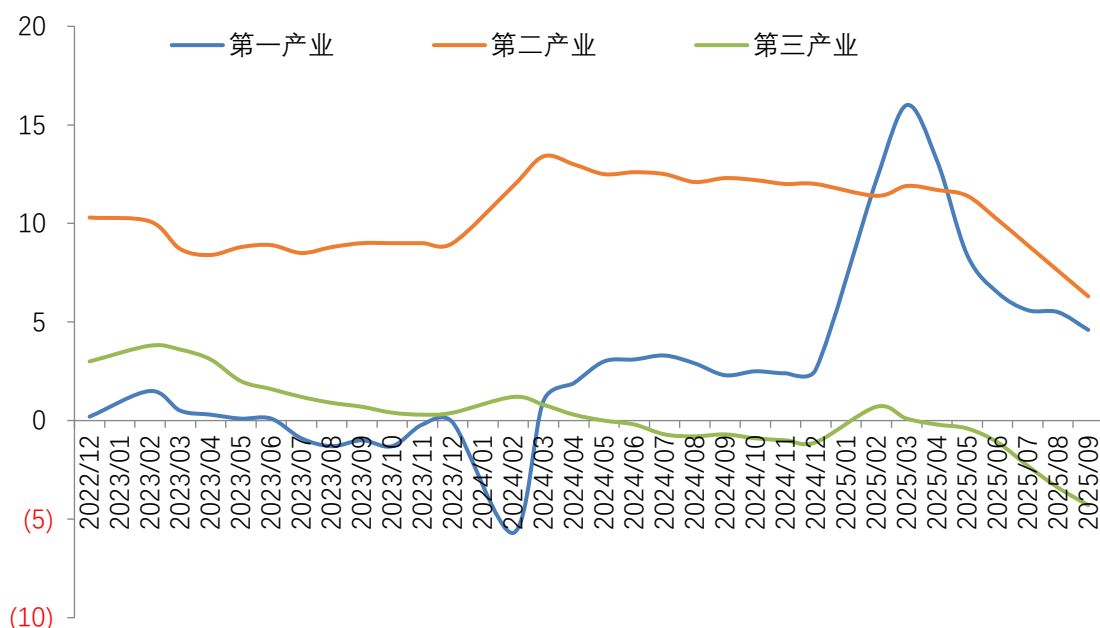
2.3 基建、制造业投资继续放缓

2025 年 1—9 月份，全国固定资产投资同比增长-0.5%，由正转

负。其中，第一产业投资 7344 亿元，同比增长 4.6%；第二产业投资 134063 亿元，增长 6.3%；第三产业投资 230128 亿元，下降 4.3%。三大产业累计投资增速均有所下滑，第二产业下降幅度较大。

固定资产投资增速二季度以来持续下滑，在本月转负。分项来看，制造业投资增长 4.0%，增速下降 1.1 个百分点，拉动全部投资增长 1.0 个百分点；基础设施投资同比增长 1.1%，下降 0.9 个百分点，拉动全部投资增长 0.2 个百分点。整体来看，固定资产投资的下滑更多受到房地产投资的拖累。扣除房地产开发投资，项目投资同比增长 3.0%，仍偏平稳。

图 3：固定投资完成额增速（累计同比，%）

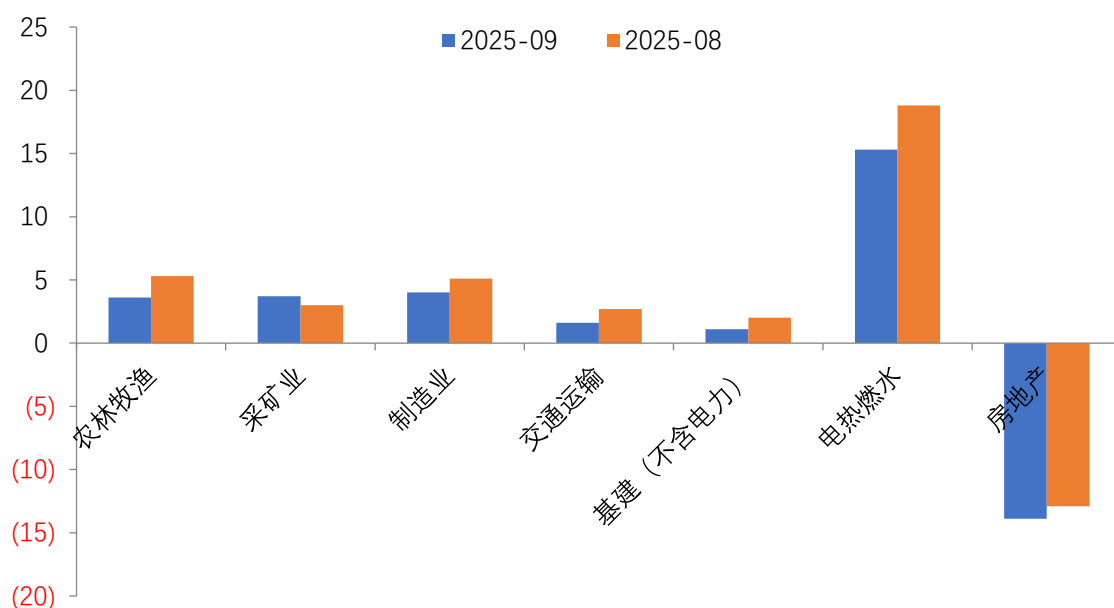


资料来源：IFIND，上海证券研究所

2.4 地产投资跌幅加深

1—9 月份，全国房地产开发投资 67706 亿元，同比下降 13.9%，降幅扩大 1 个百分点。分项来看，地产销售面积跌幅持续扩大；供给端新开工跌幅收窄，施工面积跌幅均略有扩大。从房企开发资金的来源来看，房地产资金跌幅有所扩大，其中除定金及预付款外跌幅均有不同程度扩大，尤其是国内贷款降幅再度转负。我们认为房地产投资在经历年初的大幅改善之后加速回落，地产投资仍待企稳。为促进房地产市场止跌回稳，土地、财税、金融等政策相继出台，而当前地产投资仍处在磨底阶段。

图 4：主要行业固定投资完成额增速（累计同比，%）

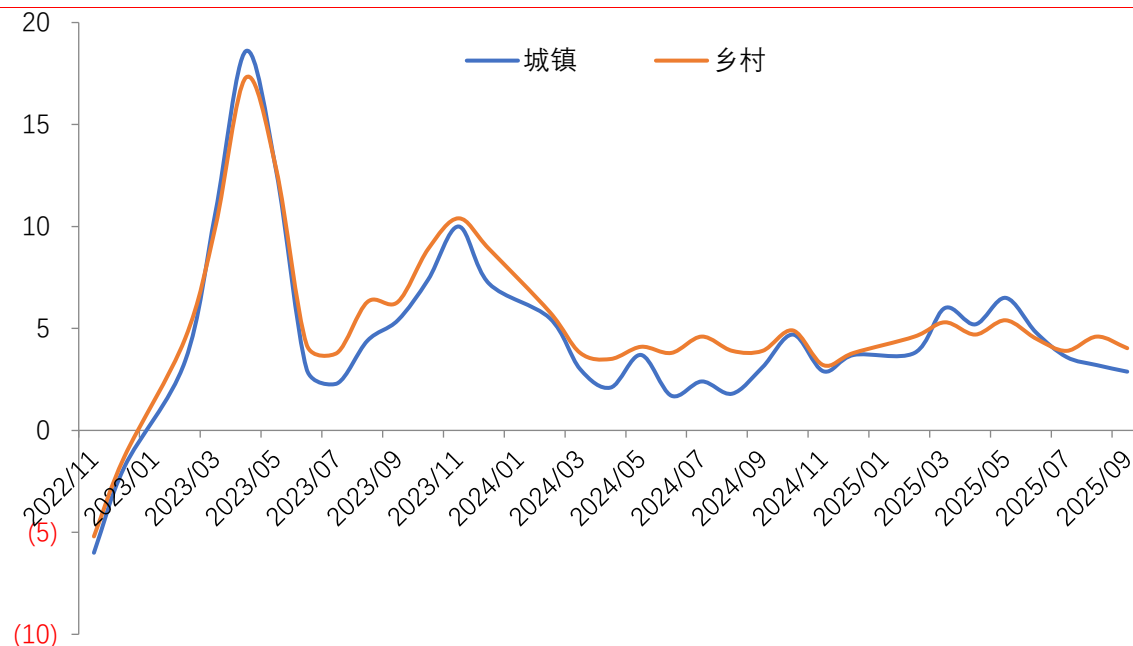


资料来源：IFIND，上海证券研究所

2.5 消费缓慢回落

9 月份，社会消费品零售总额 41971 亿元，同比增长 3.0%，增速比上月下降 0.4 个百分点，缓慢回落。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额同比增长 2.9%；乡村消费品零售额增长 4.0%。城镇、乡村消费均有所回落。

图 5：城镇与乡村消费品零售额增速（同比，%）



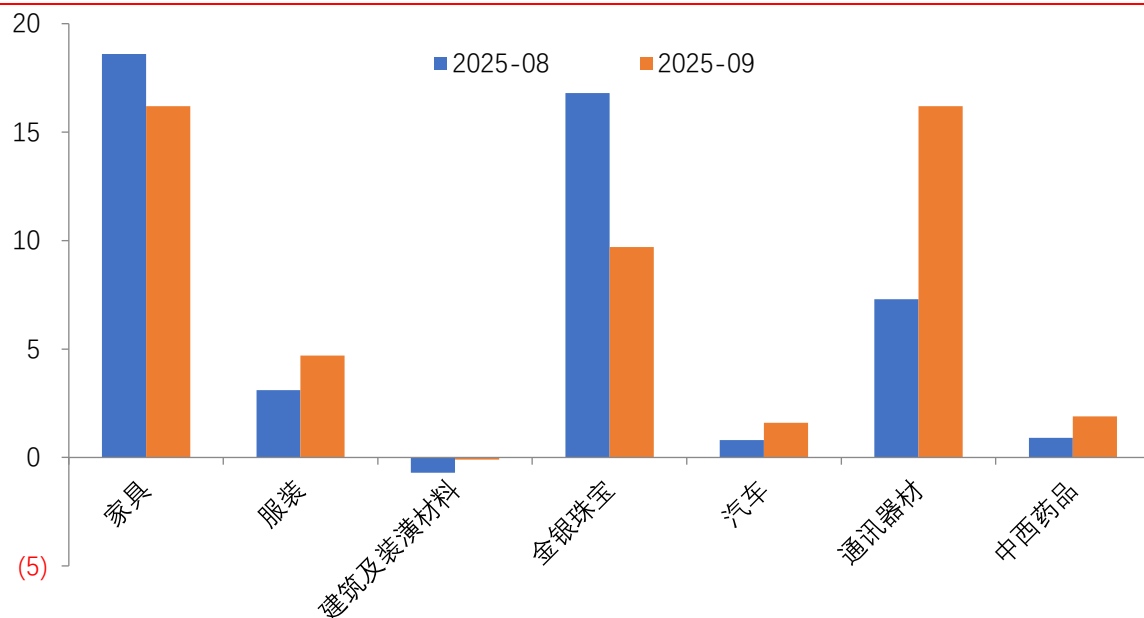
资料来源：IFIND，上海证券研究所

具体来看，除了家具、金银珠宝外均有所回升，其中上月大幅增长的金银珠宝本月有所下滑，汽车消费持续增长。9 月商品零售

请务必阅读尾页重要声明

售增速小幅下滑，餐饮消费增速下滑较多，说明消费增速的下滑更多受到餐饮消费下滑的影响。今年国庆、中秋假期重叠，我们认为一方面或导致9月缺少节日消费，同时去年同期基数也相对偏高，10月在双节假期刺激下，以及电商平台的促销开启，消费表现值得期待。

图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）



资料来源：IFIND，上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 生产提速，需求回落

作为经济成效综合体现的工业生产增速本月明显加快。三大门类产业除公共事业外均有所回升。各行业生产除运输设备、黑色金属冶炼、有色金属冶炼之外均有所回升，汽车生产明显加快，在主要行业中表现突出。

固定资产投资增速连续下滑后转负。分项来看，制造业投资增长4.0%，增速下降1.1个百分点，拉动全部投资增长1.0个百分点；基础设施投资同比增长1.1%，下降0.9个百分点，拉动全部投资增长0.2个百分点。整体来看，固定资产投资的下滑更多受到房地产投资的拖累。扣除房地产开发投资，项目投资同比增长3.0%，仍偏平稳。房地产投资在经历年初的大幅改善之后加速回落，地产投资仍待企稳。为促进房地产市场止跌回稳，土地、财税、金融等政策相继出台，而当前地产投资仍处在磨底阶段。

9月份，社会消费品零售总额同比增长3.0%，增速比上月下降0.4个百分点，缓慢回落。具体来看，除了家具、金银珠宝外均有

请务必阅读尾页重要声明

所回升，其中上月大幅增长的金银珠宝本月有所下滑，汽车消费持续增长。今年国庆、中秋假期重叠，我们认为一方面或导致9月缺少节日消费，同时去年同期基数也相对偏高，10月在双节假期刺激下，以及电商平台的促销开启，消费表现值得期待。

三季度GDP为4.8%，较二季度下降0.4个百分点。从GDP的贡献率来看，消费支出、资本形成总额贡献率上升，净出口的贡献率下降。受出口的影响，三季度经济运行有所放缓。

4 事件预测：趋势判断

4.1 实现全年预期目标有基础有支撑

在外部环境变化的背景下，上半年经济仍然实现了平稳运行，但三季度以来经济运行有所放缓。出口在外部压力下表现仍具韧性。固定资产投资持续下滑，主要受到地产投资的拖累，制造业投资与基建投资也有所下滑。而消费方面，促消费各项政策措施共同作用下，表现相对稳定。我们认为四季度仍然要继续释放内需潜力。我们认为在“两重”建设推进下，未来基建投资仍有支撑，房地产投资在政策助力下有望止跌回稳，减少对固定资产投资的拖累。我们认为投资有望平稳增长，加上消费的刺激政策显效，以及中美会谈再度推进，就妥善解决多项重要经贸议题形成初步共识，前三季度GDP为5.2%，实现全年预期目标有基础有支撑。

5 风险提示：

地缘政治事件恶化，国际金融形势改变，中美政策超预期变化。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
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	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。