

宏观经济宏观周报

三季度经济的两大惊喜

核心观点

第一个意料之外的惊喜：增速水平达到 4.8%。

4.8%这个数字，与我们模型的测算结果出现了显著偏差。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。根据历史数据模型测算，基建和地产投资如此大幅度的下滑，本该拖累经济增长 0.7 个百分点，由此我们内部测算的三季度 GDP 增速仅为 4.1%。

这个差距揭示了一个重大变化：传统上被认为是经济命脉的房地产和基建，在国民经济统计中的重要性正在显著下降。换句话说，中国经济肌体正在发生结构性变化——旧肌肉虽然在萎缩，但新肌肉的生长速度超出了所有人的想象。这个意外让人欣喜，因为它意味着政府可以更从容地推进新旧动能转换，未来的政策重心或将更多“投资于”而非“投资于钢筋水泥”。

第二个意料之外的惊喜：出口的超级韧性。

另一个意外来自外部需求。在二季度经历强劲的“抢出口”后，市场普遍预期三季度出口将明显回落。然而现实是，三季度出口增速达到 6.6%，甚至比二季度的 6.2%还要高。

如何理解这种韧性？常见的解释是新兴市场需求崛起弥补了欧美市场的缺口。但实际上美欧日韩等发达经济体仍占据全球需求的七成左右，其他经济体的需求总量仍然有限。因此，在全球贸易冲突加剧的大背景下，中国出口的真正底气，不仅在于市场多元化，更在于我们重建全球供应链的速度超出了所有人的想象。

当贸易战的关税壁垒竖起时，中国制造依然能够通过重新布局的供应链网络，相对顺畅地流向全球主要市场。这种强大的供应链自适应能力，或许是市场对中美关税战逐渐“脱敏”的根本原因。

启示：换挡时刻的新逻辑

三季度的经济数据给我们最大的启示是：中国经济正在经历深刻的“换挡”——传统引擎的噪音虽然仍大，但新动能的推力已不容忽视。理解当下的中国经济，需要跳出传统的“基建地产”思维定式，更多关注新兴产业的发展韧性和供应链的重构能力。

这个换挡过程或许会伴随阵痛，但三季度的“意外”告诉我们：中国经济的自适应能力，可能比我们想象的更为强大。在居民部门完成资产负债表修复之前，这种“政府托底+出口韧性+新动能成长”的组合，或将持续为我们提供平稳过渡的宝贵时间窗口。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

经济研究·宏观周报

证券分析师：李智能

0755-22940456

lizn@guosen.com.cn

S0980516060001

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

证券分析师：田地

0755-81982035

tiandi2@guosen.com.cn

S0980524090003

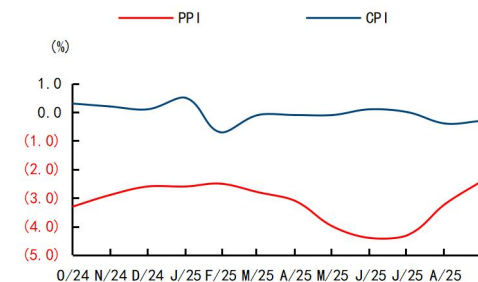
联系人：王奕群

wangyiqun1@guosen.com.cn

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



相关研究报告

《多资产周报-PPI 企稳下的资产价格含义》——2025-10-20

《宏观经济宏观周报-价格回暖的热预期与冷现实》——

2025-10-18

《宏观经济宏观周报-高频指标继续提示经济回暖》——

2025-09-28

《政府债周报-四季度地方债发行计划已披露七千三百亿》——

2025-09-25

《宏观经济宏观周报-高频指标出现回暖信号》——2025-09-21

内容目录

思考：三季度经济的两大惊喜	4
生产：基建领域延续高景气	4
消费：总体平稳，结构分化	5
进出口：运价回落，出口动能趋稳	6
财政：广义赤字已发行超过 10 万亿	7
货币：货币市场延续宽松格局	8
房地产：下行压力仍然较大	9
风险提示	11

图表目录

图1：螺纹钢指向房地产投资仍偏弱	5
图2：中厚板与水泥指向基建投资延续高景气	5
图3：冷轧板指向机电产品的生产景气有所回落	5
图4：PTA 指向纺织服装和包装领域的生产景气有所回升	5
图5：市内流动：一线城市地铁	6
图6：商品消费：物流投递	6
图7：服务消费：电影票房	6
图8：大宗消费：汽车销量	6
图9：中国港口货物吞吐量	7
图10：出口集装箱运价指数	7
图11：中国航线运力投放情况	7
图12：外贸恐慌指数与美股波动率指数	7
图13：广义赤字与财政支出	8
图14：广义赤字进度	8
图15：赤字工具余额	8
图16：特殊新增专项债发行	8
图17：DR007 与逆回购利率差值指向货币宽松	9
图18：存单与逆回购利率差值亦指向货币宽松	9
图19：OMO 存量金额低于过去两年同期均值	9
图20：银行间待购回债券余额回落但高于过去两年同期均值	9
图21：一手房成交	10
图22：二手房成交	10
图23：土地成交	10
图24：土地成交均价与溢价率	10

思考：三季度经济的两大惊喜

本周出炉的三季度经济数据，像一份详尽的体检报告，让我们得以把脉中国经济的真实脉动。细读这份报告，我们的感受可以用“一个预期之中”和“两个意料之外”来概括。

预期之中的放缓

首先，三季度经济增速放缓，是一场“达标后的减速”，完全在市场预期之内。上半年以 5.3% 的增速超额完成任务后，政府强力刺激的动力自然减弱。三季度基建投资大幅回落，正是这一逻辑的直接体现——政府适度收力，经济增长也随之回调。

第一个意外：增速水平达到 4.8%

然而，4.8% 这个数字，与我们模型的测算结果出现了显著偏差。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。根据历史数据模型测算，基建和地产投资如此大幅度的下滑，本该拖累经济增长 0.7 个百分点，由此我们内部测算的三季度 GDP 增速仅为 4.1%。

这个差距揭示了一个重大变化：传统上被认为是经济命脉的房地产和基建，在国民经济统计中的重要性正在显著下降。换句话说，中国经济肌体正在发生结构性变化——旧肌肉虽然在萎缩，但新肌肉的生长速度超出了所有人的想象。这个意外让人欣喜，因为它意味着政府可以更从容地推进新旧动能转换，未来的政策重心或将更多“投资于人”而非“投资于钢筋水泥”。

第二个意外：出口的超级韧性

另一个意外来自外部需求。在二季度经历强劲的“抢出口”后，市场普遍预期三季度出口将明显回落。然而现实是，三季度出口增速达到 6.6%，甚至比二季度的 6.2% 还要高。

如何理解这种韧性？常见的解释是新兴市场需求崛起弥补了欧美市场的缺口。但实际上美欧日韩等发达经济体仍占据全球需求的七成左右，其他经济体的需求总量仍然有限。因此，在全球贸易冲突加剧的大背景下，中国出口的真正底气，不仅在于市场多元化，更在于我们重建全球供应链的速度超出了所有人的想象。

当贸易战的关税壁垒竖起时，中国制造依然能够通过重新布局的供应链网络，相对顺畅地流向全球主要市场。这种强大的供应链自适应能力，或许是市场对中美关税战逐渐“脱敏”的根本原因。

启示：换挡时刻的新逻辑

三季度的经济数据给我们最大的启示是：中国经济正在经历深刻的“换挡”——传统引擎的噪音虽然仍大，但新动能的推力已不容忽视。理解当下的中国经济，需要跳出传统的“基建地产”思维定式，更多关注新兴产业的发展韧性和供应链的重构能力。

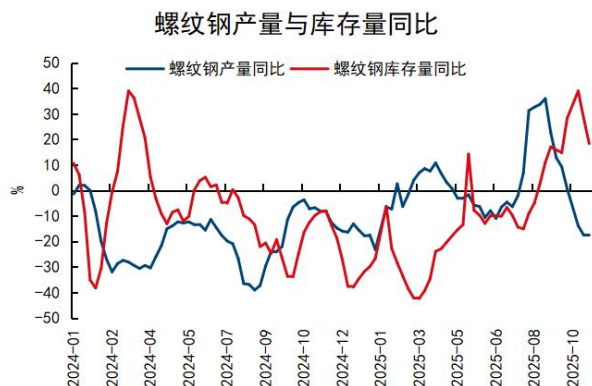
这个换挡过程或许会伴随阵痛，但三季度的“意外”告诉我们：中国经济的自适应能力，可能比我们想象的更为强大。在居民部门完成资产负债表修复之前，这种“政府托底+出口韧性+新动能成长”的组合，或将持续为我们提供平稳过渡的宝贵时间窗口。

生产：基建领域延续高景气

本周，与房地产投资相关的螺纹钢产量同比降幅持平，库存同比继续小幅回落，但整体产量同比仍然处于低位，库存同比仍然处于历史高位；与基建投资相关的中厚板产量同比继续小幅回落但仍处于高位，水泥熟料产能利用率同比继续上升；与机电产品生产相关的冷轧板产量和库存同比均有所回落；与纺织服装和包装领域生产相关的 PTA 产量和库存天数同比处于较低水平但有所回升。

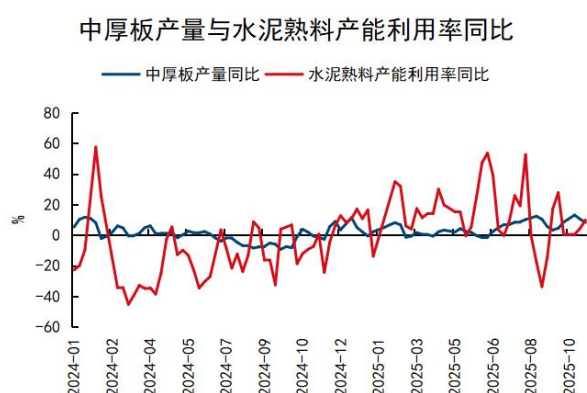
上述生产高频数据指向本周房地产投资仍偏弱、基建投资延续高景气、机电产品的生产景气有所回落、纺织服装和包装领域的生产景气有所回升。

图1：螺纹钢指向房地产投资仍偏弱



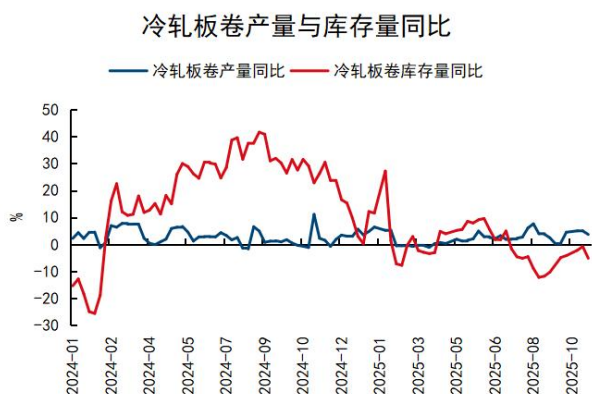
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中厚板与水泥指向基建投资延续高景气



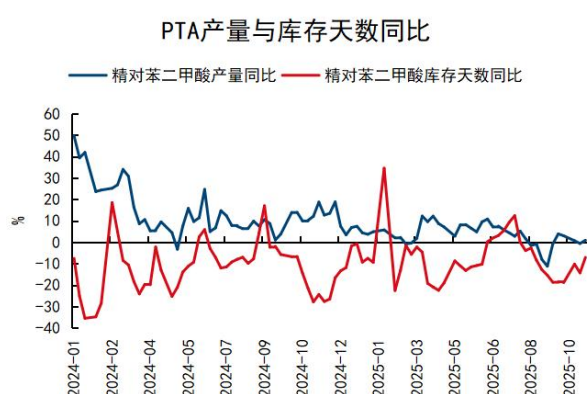
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：冷轧板指向机电产品的生产景气有所回落



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：PTA 指向纺织服装和包装领域的生产景气有所回升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

消费：总体平稳，结构分化

近期高频数据显示，消费总体运行平稳，但内部结构有所分化。

市内出行数据总体稳定，从一线城市地铁流量观察，随着“双节”后延长假期人群返程，地铁流量持续增加，滚动一周（10月15日-21日）日均流量约3990.7万，环比增加8.5%，同比较去年的3937.9万人增加1.3%。

从反映商业活动和消费的物流高频数据看，今年中枢较去年同期整体有肉眼可见的上移，但节后起步似乎较缓。从上周（10月12日-19日）开始，“双十一”等消费旺季预热阶段起步热度开始改善（同比+9.0%），显示出较强的增长趋势。

此外，从电影和汽车两类消费观察：电影票房数据表现持续偏弱，10月17日-23日日均票房3378.9万元，是22年以来新低，但不必然反映居民服务消费水平，总体可能受当前档期影片数量和火热程度影响更多。汽车销售表现尚可，仍是近年同期最好水平，但同比增幅较前一周大幅收敛。从中枢水平看，年初至今（10

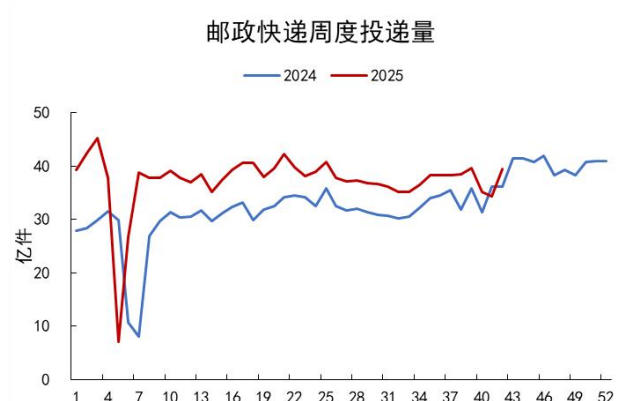
月 19 日) 较去年同期约增加 7.7%，较截至前一周的 8.5% 显著回落。

图5: 市内流动: 一线城市地铁



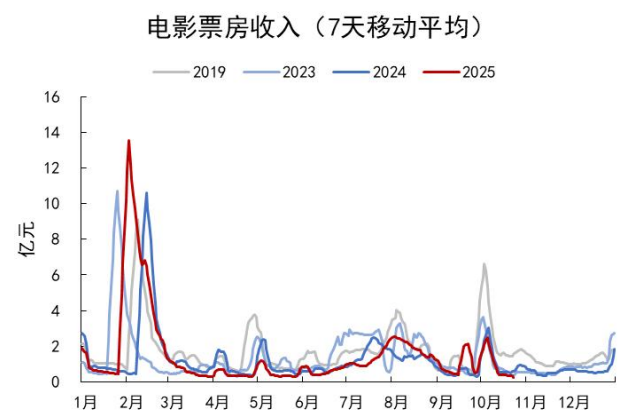
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 商品消费: 物流投递



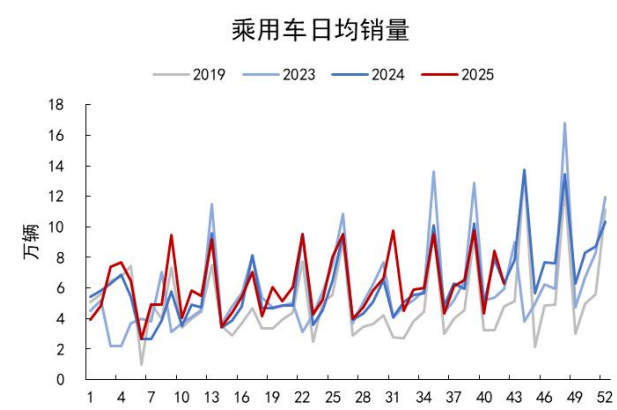
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 服务消费: 电影票房



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 大宗消费: 汽车销量



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

进出口: 运价回落, 出口动能趋稳

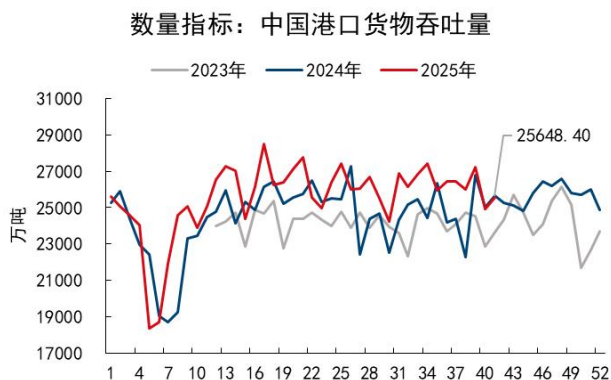
近期高频数据显示, 中国出口货物吞吐量在 10 月中旬出现小幅回落, 本周小幅反弹至 2.56 亿吨, 节奏延续, 出口活动并未出现明显收缩。

从价格端看, 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 自 6 月高点 1369.34 持续回落, 至 10 月中旬降至 973.11, 累计下跌逾 25%。运价下行反映海运供需阶段性再平衡, 尤其是欧美市场需求进入季节性淡季, 部分航线舱位利用率下滑。

从运力配置看, 东南亚及欧洲方向运力继续增加, 而美线在经历前期压缩后有所回升, 整体航运供给趋于宽松。

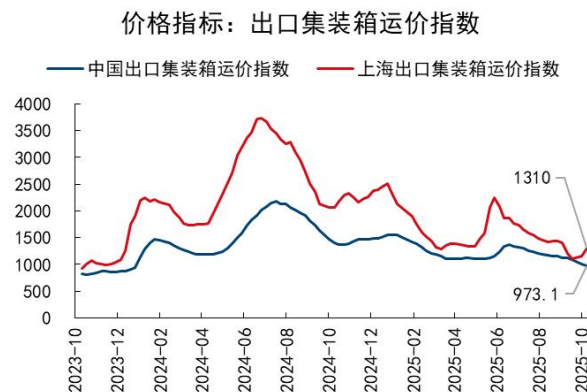
从外部环境来看, 本周与外贸及关税相关的市场恐慌情绪明显回落, 美股波动率指数 (VIX) 同步下行, 后续仍需关注月底中美经贸谈判的进展及政策取向, 若谈判预期改善, 有望进一步稳定外贸预期与市场情绪。

图9：中国港口货物吞吐量



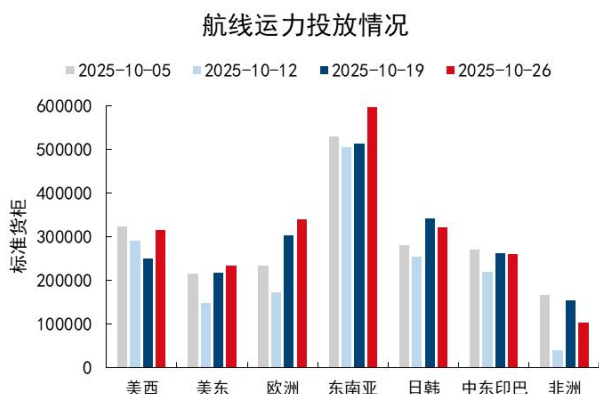
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：出口集装箱运价指数



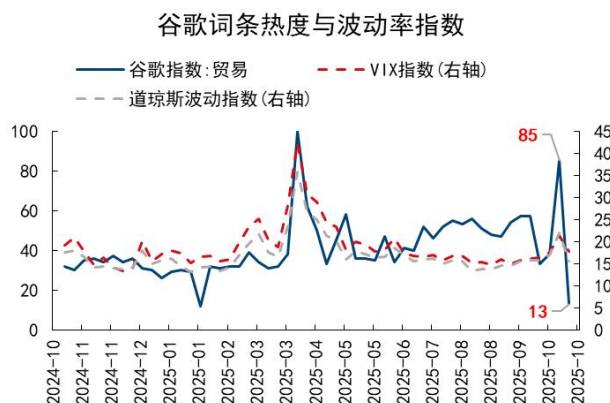
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：中国航线运力投放情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：外贸恐慌指数与美股波动率指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

财政：广义赤字已发行超过 10 万亿

广义赤字（国债净融资+新增地方债发行）第 43 周（10/20-10/26）1372 亿，第 44 周（10/27-11/2）1719 亿。截至第 43 周（10/20-10/26）广义赤字累计 10.1 万亿，进度 81.8%（分母由 11.86 万亿调增为 12.36 万亿），落后于去年同期。近几个月广义赤字融资速度下滑，也导致广义财政支出累计增速掉头向下。

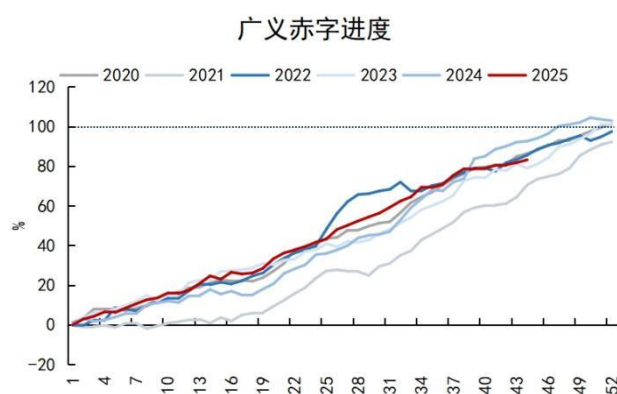
到下周新增专项债发行达到 4.0 万亿，其中 1.3 万亿为特殊新增专项债，土地储备专项债约 3858 亿。1.8 万亿特别国债和 2 万亿化债再融资专项债已基本发行完毕，到下周年的一般国债净融资理论余额剩下约 1.1 万亿。

图13: 广义赤字与财政支出



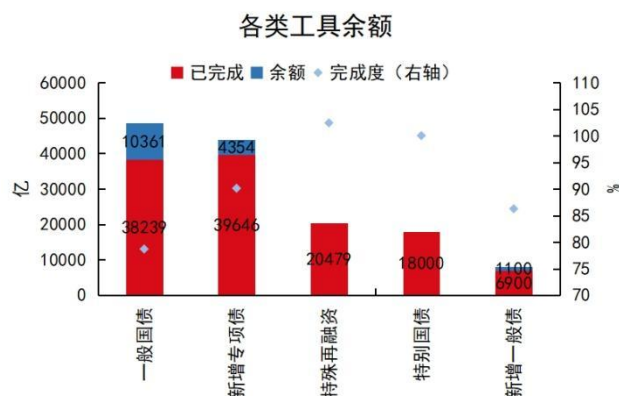
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 广义赤字进度



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 赤字工具余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 特殊新增专项债发行



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

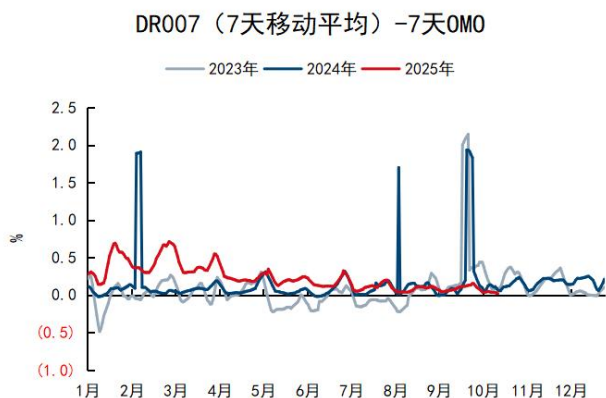
注: 新增的 5000 亿限额尚未明确在一般债与专项债间如何分配。

货币：货币市场延续宽松格局

本周，DR007 与逆回购利率差值处于低位且继续小幅回落；1 年同月存单与逆回购利率差值小幅扩张但仍处于历史较低水平；OMO 存量金额季节性回升，本周末存量金额低于 2023、2024 年同期水平；银行间待购回债券余额季节性回落，本周余额高于 2023 年同期水平但略低于 2024 年同期水平，高于过去两年同期均值。

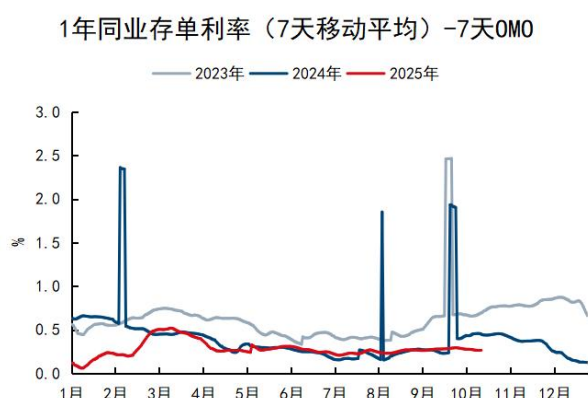
上述高频数据指向本周货币市场延续宽松格局，央行 OMO 投放较去年略有缩量，债券市场的加杠杆意愿继续下降但仍然处于较高水平。

图17: DR007 与逆回购利率差值指向货币宽松



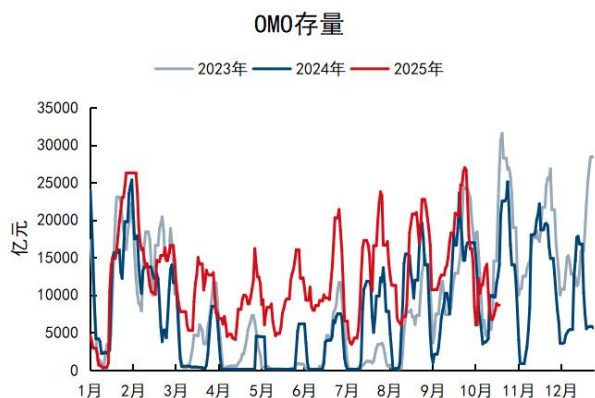
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 存单与逆回购利率差值亦指向货币宽松



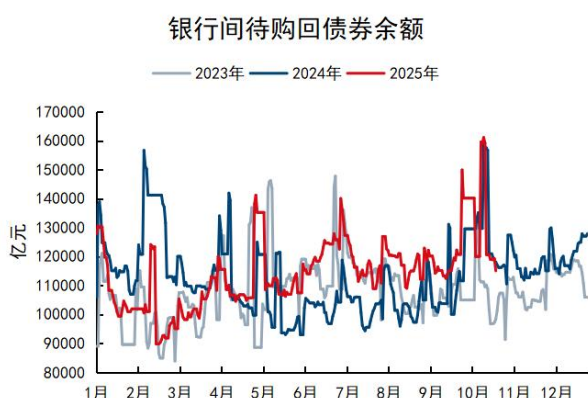
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图19: OMO 存量金额低于过去两年同期均值



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 银行间待购回债券余额回落但高于过去两年同期均值



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

房地产：下行压力仍然较大

从房地产交易数据来看，30 大中城市商品房成交套数继续低位运行，随季节性在绝对水平上有所回升。18 城二手房成交则相对较好，仍然仅次于2024 年同期水平，去年同期在一揽子政策下成交中枢有明显抬升，同比基数较高。

从土地市场数据来看，土地成交面积未见明显起色，国庆后的季节性反弹斜率继续较平。成交土地溢价率 2%，环比略有抬升。

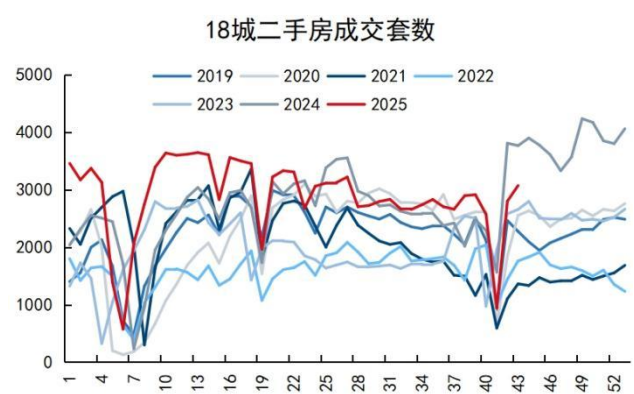
高频数据均显示出房价仍有较大下行压力。

图21：一手房成交



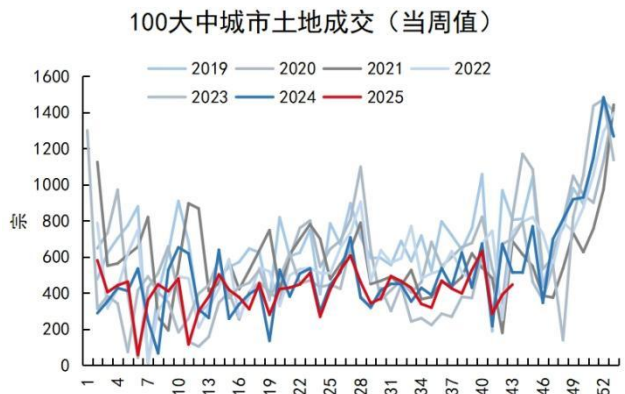
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图22：二手房成交



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图23：土地成交



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图24：土地成交均价与溢价率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

海外市场动荡，存在不确定性。

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