

内需进一步走弱，政策稳增长力度增强

——9 月宏观数据点评

分析师：陈建华

执业证书编号:S1470512090001

邮箱: chenjh@ytzq.com

相关研究报告

1. 《8月国内经济延续放缓趋势》——2025 年 9 月 16 日
2. 《多重扰动背景下经济有所放缓》——2025 年 8 月 18 日
3. 《二季度经济增长整体保持稳定，6 月边际放缓》——2025 年 7 月 16 日

事件：2025 年 10 月 20 日，国家统计局发布前三季度 GDP 及 9 月份经济增长数据。前三季度国内 GDP 同比+5.2%，其中第三季度+4.8%；9 月份，规模以上工业增加值同比+6.5%，社会消费品零售总额同比+3.0%；1-9 月全国固定资产投资（不含农户）同比-0.5%，全国房地产开发投资同比-13.9%。

核心观点：

- ❖ 三季度国内 GDP 同比+4.8%，持平于 WIND 一致预期，增速较一季度的 5.4%、二季度的 5.2%进一步放缓。前三季度国内 GDP 累计+5.2%，仍高于全年“5%左右”的目标增速，但考虑到上年四季度的高基数，要实现全年目标仍需必要的政策支持。
- ❖ 9 月份全国规模以上工业增加值同比+6.5%，继续体现出较强韧性，出口带来的支撑依然是一个重要原因，此外中秋假期错位也带来一定影响。社会消费品零售总额同比+3.0%，为年内以来新低，背后主要缘于以旧换新政策的退坡和去年同期基数抬升。1-9 月全国固定资产投资（不含农户）同比-0.9%，结构上制造业、基建投资增速均进一步放缓。房地产市场延续疲态，房地产开发投资、销售、房价等均继续走弱。伴随经济的进一步放缓，近期政策稳增长力度明显增强，包括 5000 亿新型政策性金融工具、5000 亿元地方债限额结转、提前下达下一年度新增地方政府债务限额等相继落地，其将有望对四季度经济形成支撑。
- ❖ 风险提示：中美贸易紧张关系升级；国内宏观刺激政策不及预期。

目录

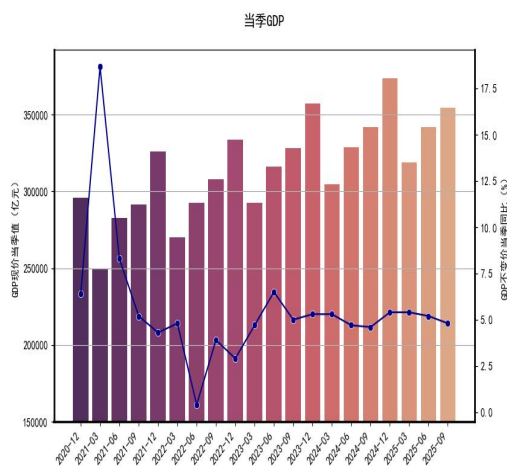
1、三季度 GDP 增速进一步放缓	3
2、出口带来支撑，工业生产继续体现韧性	4
3、以旧换新退坡叠加假期错位，社零增速延续回落	6
4、多因素拖累，固定资产投资增长转负	8
5、房地产市场继续走弱	9
信息披露	12

1、三季度 GDP 增速进一步放缓

三季度国内 GDP 同比+4.8%，持平于 WIND 一致预期，增速较一季度的 5.4%、第二季度的 5.2%进一步放缓。前三季度国内 GDP 累计+5.2%，仍高于全年“5%左右”的目标增速，但考虑到上年四季度的高基数，要实现全年目标仍需必要的政策支持。

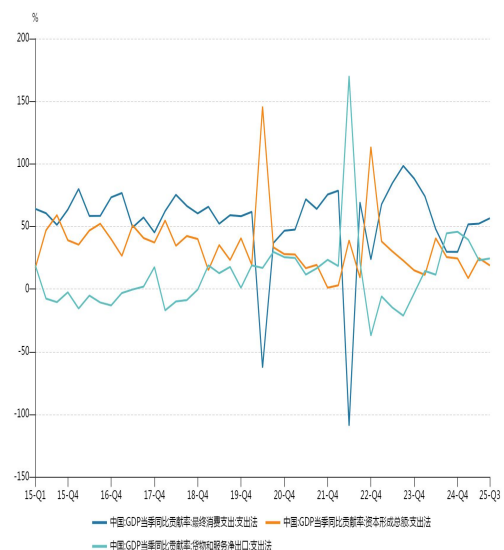
从三大需求的贡献率看，三季度消费、净出口对经济增长的贡献率有所提升，投资贡献率下降，其中最终消费支出对经济增长贡献率为 56.6%，较二季度提升 4.3 个百分点，货物和服务净出口贡献率为 24.5%，较二季度提升 1.5 个百分点；资本形成总额贡献率 18.9%，较二季度下降 5.8 个百分点。

图表 1 GDP 增速（%）



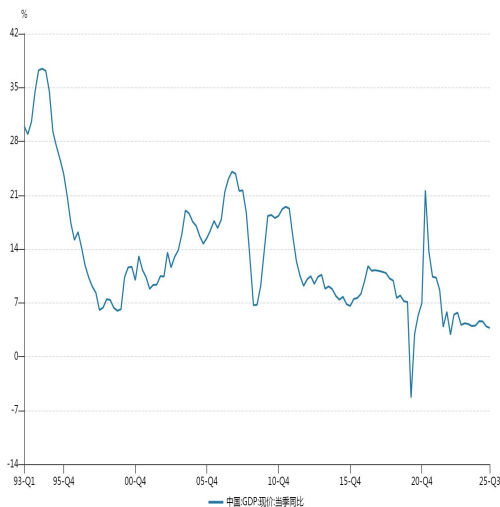
数据来源：Wind、银泰证券研究所

图表 2 三大需求对 GDP 贡献率（%）



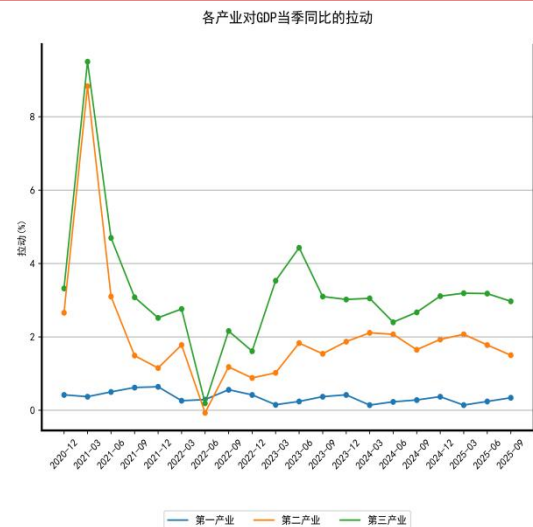
三季度名义 GDP 增速为+3.7%，平减指数为-1.0%，较二季度的-1.2%有所收窄，“反内卷”效果初步显现。但 2023 年二季度以来，国内 GDP 平减指数已经连续十个季度为负，促进物价合理回归的必要性和紧迫性依然较强。

图表 3 GDP 名义增速（%）



数据来源：Wind、银泰证券研究所

图表 4 三大产业对 GDP 拉动（%）



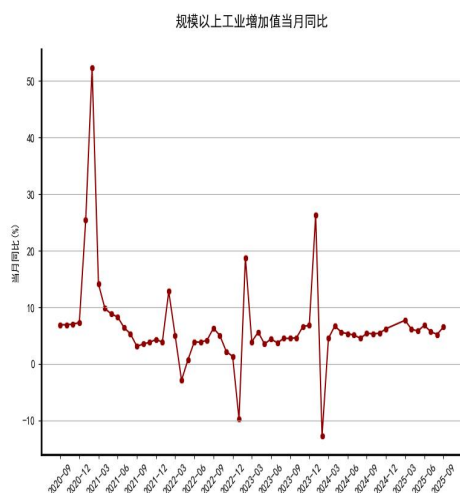
2、出口带来支撑，工业生产继续体现韧性

9 月份全国规模以上工业增加值同比+6.5%，较上月加快 1.3 个百分点，明显好于 WIND 一致预期的 +5.2%。1—9 月份，规模以上工业增加值同比+6.2%，增速较上月持平。

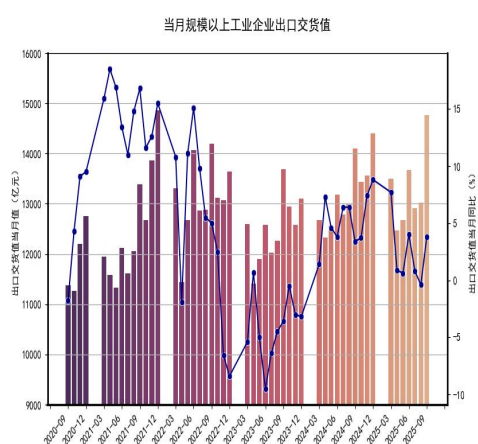
9 月规上工业增加值增速明显加快，出口带来的支撑依然是一个重要原因。9 月规模以上工业企业实

现出口交货值同比名义增长 3.8%，增速较 8 月份的 -0.4%明显回升。除此之外，由于今年中秋假期落在 10 月份，9 月工作日比去年同期多 2 天，假期错位也对工业生产带来一定影响。

图表 5 规模以上工业增加值增速（%）



图表 6 规上工业企业出口交货值增速（%）



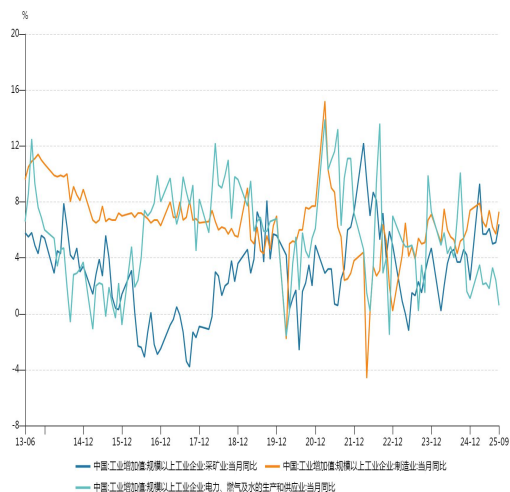
数据来源：Wind、银泰证券研究所

三大门类看，9 月份采矿业增加值同比+6.4%，制造业+7.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业+0.6%，较上月分别+1.3、+1.6、-1.8 个百分点。制造业增速进一步加快对工业生产形成主要贡献。

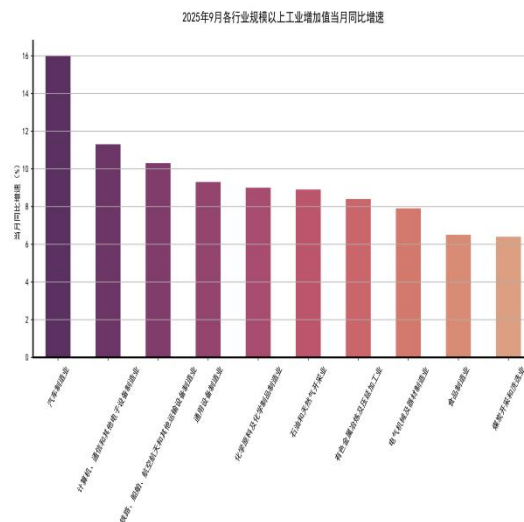
分行业看，9 月份 41 个大类行业中有 36 个行业增加值保持同比增长。其中，酒、饮料和精制茶制造业（+0.8%）、食品制造业（+6.5%）、石油和天然气开采业（+8.9%）、汽车制造业（+16%）、医药制造业（5.4%）等增速较 8 月边际上升较多；黑色金属冶炼及压延加工业（+2.2%）、电力、燃气及水的生产

和供应业(+0.6%)、电气机械及器材制造业(+7.9%)等边际增速下降较多。

图表 7 工业三大门类增速 (%)



图表 8 规上工业企业行业增速 (%)



数据来源：Wind、银泰证券研究所

3、以旧换新退坡叠加假期错位，社零增速延续回落

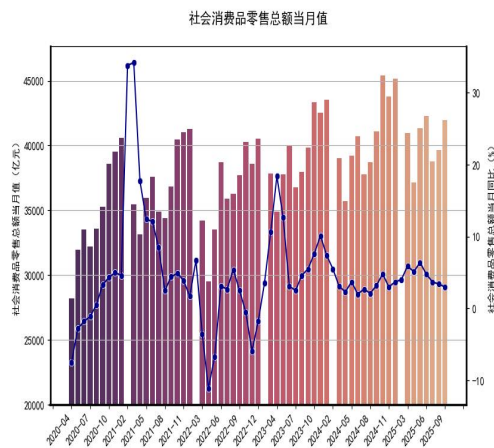
9 月份社会消费品零售总额同比+3.0%，增速较上月放缓 0.4 个百分点，为年内以来新低，WIND 一致预期+3.1%。1—9 月份，社会消费品零售总额同比+4.5%。按消费类型分，9 月份商品零售额同比+3.3%，餐饮收入+0.9%，较上月分别放缓 0.3 和 1.2 个百分。

9 月社零增速进一步放缓主要受两方面因素影响。一是以旧换新政策的退坡和去年同期基数抬升，以旧换新分项零售额增长趋于放缓，带动总体社零增速下行；另一方面中秋节期限错位同样带来一定影

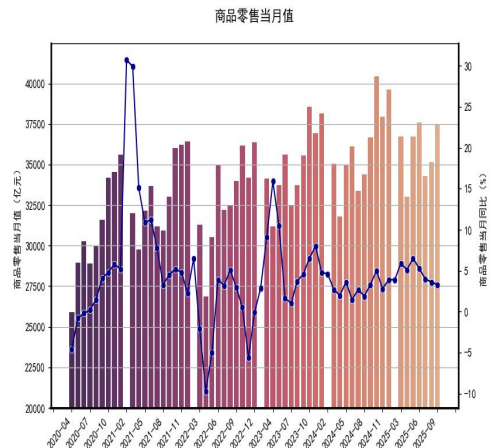
响，去年中秋节落在9月，今年在10月，假期因素影响下商品消费、餐饮消费均受到一定程度的拖累。

就各商品类别看，9月份限额以上商品零售中，家电零售同比+3.3%（前值+14.3%），家具类+16.2%（前值+18.6%）、体育、娱乐用品类+11.9%（前值+16.9%）等均有不同程度的放缓；餐饮增速承压背景下，饮料类、烟酒类延续弱增长。

图表9 社会消费品零售总额增速（%）

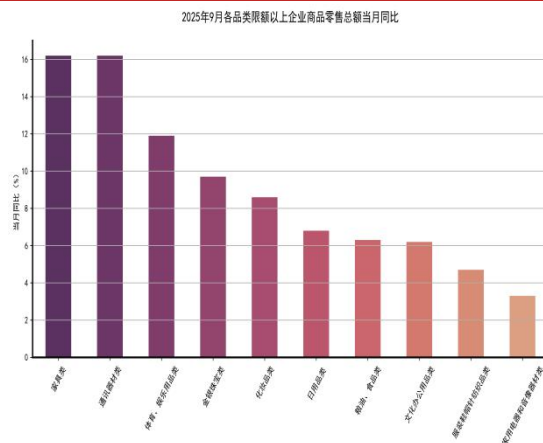


图表10 商品零售增速（%）



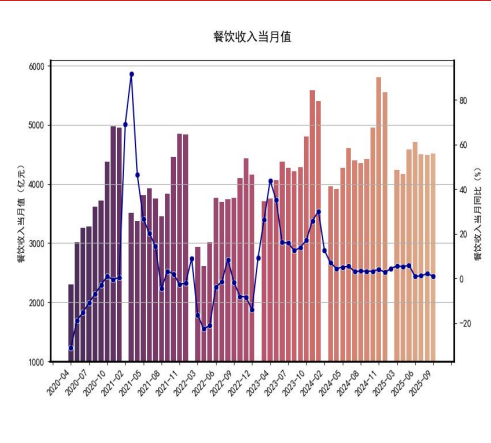
数据来源：Wind、银泰证券研究所

图表11 限额以上商品零售增速（%）



数据来源：Wind、银泰证券研究所

图表12 餐饮收入增速（%）



4、多因素拖累，固定资产投资增长转负

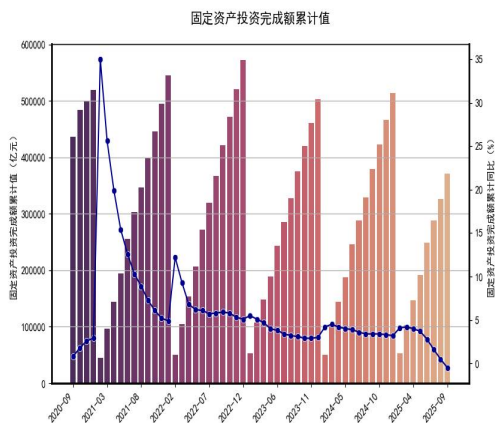
1-9 月全国固定资产投资(不含农户)同比-0.9%，较上月放缓 1.0 百分点，WIND 一致预期为 0%。固定资产投资增速延续延续二季度以来增速逐月放缓的趋势，且呈现负增长态势，结构上制造业、基建、房地产投资增速均进一步放缓。

制造业投资+4.0%，较上月-1.1 个百分点，增速创出近年来新低。行业层面看，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业(+22.3%，上月为+26.2%)、食品制造业(+10.8%，上月为+13.9%)、金属制品业(+5.9%，上月为+8.4%)、专用设备制造业(-0.7%，上月为+1.6%)边际上降幅较大，背后一方面与上年设备更新带来的高基数有关，另一方面或受反内卷政策影响。

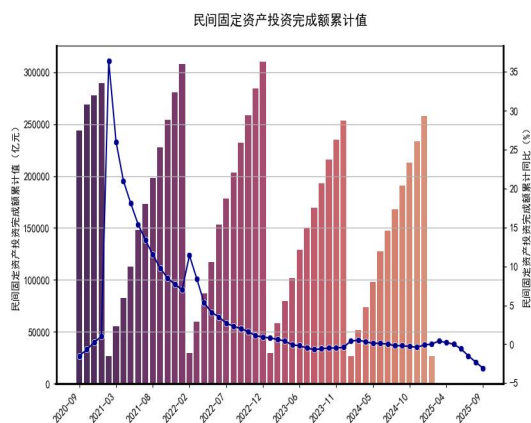
广义基建投资+3.3%，较上月放缓 2.0 个百分点，分项上，1-9 月公用事业、交运、水利环保公共设施管理业分别同比+15.3%、+1.6%和-2.4%（1-8 月为+18.8%、+2.7%和-0.2%）均呈放缓趋势，水利环保和公共设施管理业为最大拖累项。基建投资的放缓一方面与政策节奏有关，今年各项稳增长政策前置发力，导致当前力度有所减弱；另一方面地方政府化债、

房地产市场持续调整导致土地出让金收入下降等，也对地方财力形成制约。

图表 9 固定资产投资增速 (%)

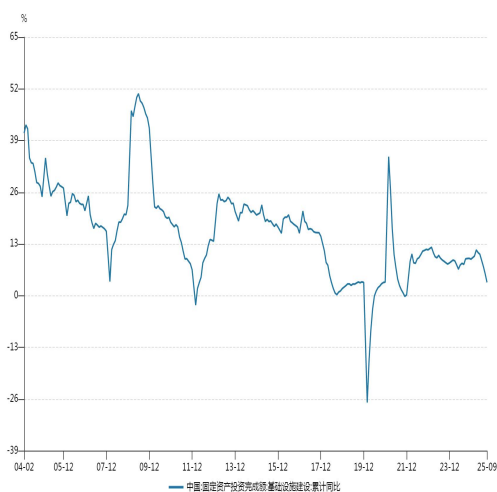


图表 10 民间固定资产投资增速 (%)



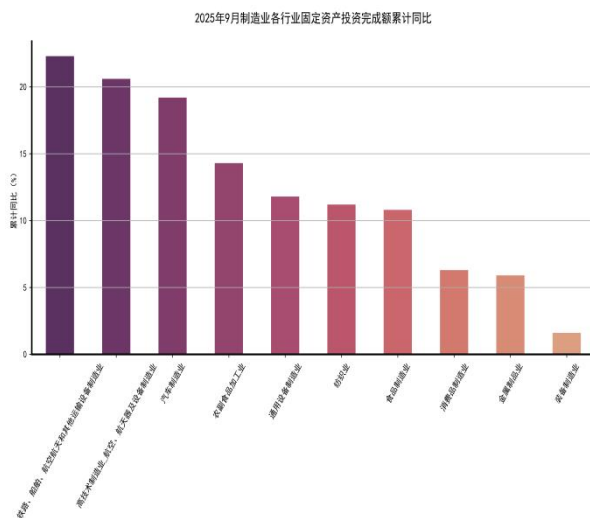
数据来源：Wind、银泰证券研究所

图表 11 基建投资增速 (%)



数据来源：Wind、银泰证券研究所

图表 12 制造业各行业固定资产投资增速 (%)



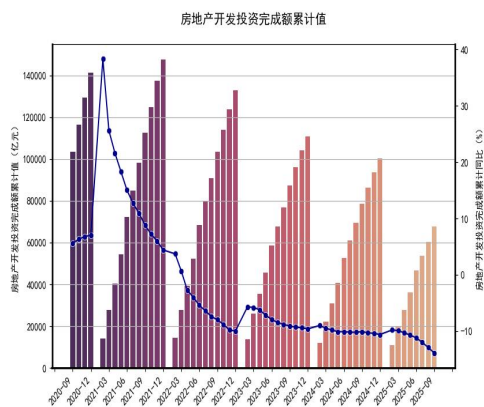
5、房地产市场继续走弱

房地产市场延续疲态，房地产开发投资、销售、房价等均继续走弱。1-9 月全国房地产开发投资同比-13.9%，降幅较上月扩大 1.0 个百分点，市场预期-13.4%。1-9 月房地产开发企业房屋施工面积同比-9.4%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点；房屋新开工面积-18.9%，较上月收窄 0.6 个百分点；房屋竣工面积-15.3%，较上月收窄 1.7 个百分点。

销售方面，1—9 月份，新建商品房销售面积同比-5.5%，销售额-7.9%，均创出年内以来最大降幅。

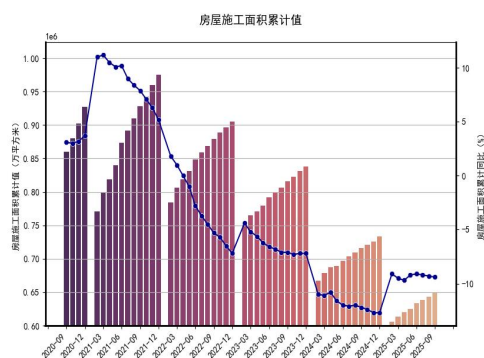
价格方面，根据国家统计局公布的数据，9 月 70 大中城市新建商品住宅销售价格指数环比-0.4%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点，跌幅进一步加剧。其中一线城市新建商品住宅销售价格环比-0.3%，二、三线城市新建商品住宅销售价格环比均-0.4%。二手房价格方面，9 月 70 个大中城市二手住宅房屋销售价格指数环比-0.6%，跌幅较上月持平，其中一线城市环比-1.0%，二线城市环比-0.7%，三线城市环比均-0.6%。

图表 13 房地产开发投资



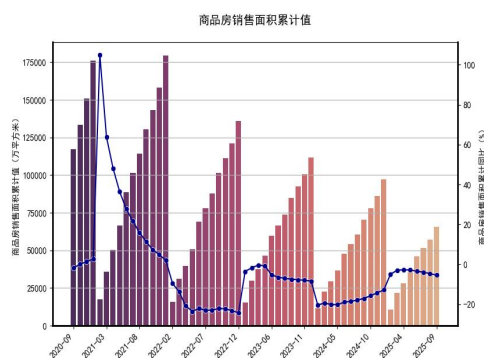
数据来源: Wind、银泰证券研究所

图表 15 房屋施工面积



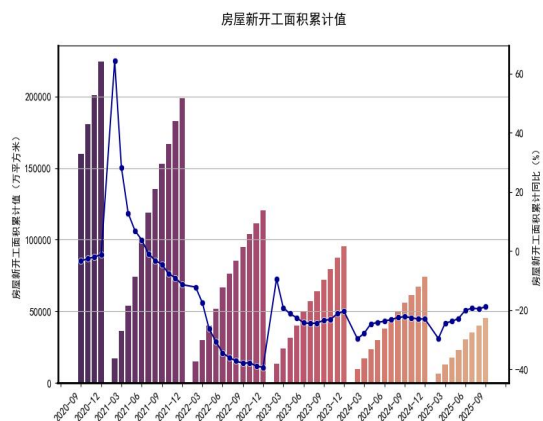
数据来源: Wind、银泰证券研究所

图表 17 商品房销售面积

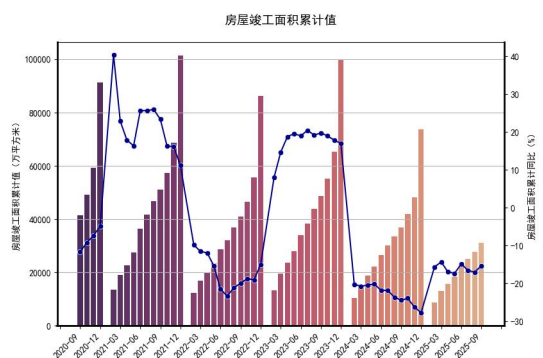


数据来源: Wind、银泰证券研究所

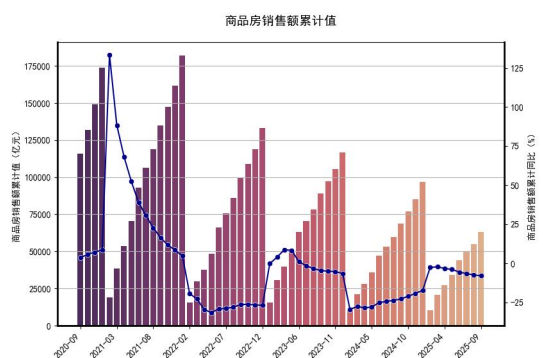
图表 14 房地产新开工面积



图表 16 房屋竣工面积



图表 18 商品房销售金额



信息披露

研究员承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位研究员，在此申明，本报告清晰、准确反映了研究员本人的研究观点。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。

免责条款

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归银泰证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。