

宏观经济宏观季报

减速提质，中国经济换挡前行

核心观点

2025年10月20-21日国家统计局发布三季度GDP相关数据：

- 1、三季度，国内现价GDP约为35.5万亿元，不变价GDP同比增长4.8%，较二季度回落0.4个百分点；
- 2、三季度，第一、第二、第三产业现价GDP分别约为2.7、12.5、20.3万亿元，不变价同比分别增长4.0%、4.2%、5.4%；
- 3、三季度最终消费、资本形成总额、货物和服务净出口对GDP当季同比的拉动分别为2.7、0.9、1.2个百分点，对GDP同比的贡献率分别为56.6%、18.9%、24.5%。

减速提质，中国经济换挡前行。

2025年前三季度，中国经济在复杂环境中展现出强劲韧性与结构优化的积极态势。尽管三季度GDP增速较前两季度有所回落，但4.8%的增长率仍高于去年同期水平，且前三季度累计增速达5.2%，持续高于全年目标，显示经济运行基本盘稳固。

三季度国内经济增长动力延续结构性转换：工业增加值保持中高速增长，新经济部门持续发力，而建筑业等传统领域深度调整，印证了新旧动能转换正在扎实推进。需求侧呈现出“消费稳、出口韧、投资调”的均衡格局，尤其在外环境复杂多变之际，净出口拉动保持稳定，对全球南方市场出口快速增长，凸显中国制造在全球供应链中不可替代的竞争力进一步增强。

值得关注的是，当前经济增速的温和回落，并非动能的减弱，而是转型进程中的主动调整与质量提升。随着房地产与基建投资在经济统计中的权重逐步下降，政策重心正更多转向“投资于人和激发内生活力”。三季度出现的生产与需求短期分化，恰恰反映了企业在全局贸易格局重塑中积极“抢出口”、开拓新市场的微观活力。与此同时，“反内卷”与“稳增长”之间的动态平衡，体现出宏观政策在护航短期平稳与推动中长期改革之间的精准拿捏。这种调整有助于为高质量发展积蓄更多政策空间与结构动能。

展望四季度，中国经济具备充足潜力实现全年增长目标。当前财政政策仍有较大空间，存量工具将进入集中发力期，配合货币政策的适时支持，内需有望获得有效提振。随着出口市场多元化战略持续显效，以及消费基本盘在低失业率与服务向好支撑下稳步复苏，中国经济“以内补外、以质换速”的特征将更加凸显。在“十四五”收官之际，我们看到的不仅是一个数字上的达标，更是一个更具韧性、更富活力、也更可持续的中国经济新图景正在全面展开。

风险提示：政策刺激力度减弱，海外经济政策不确定性。

经济研究·宏观月报

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

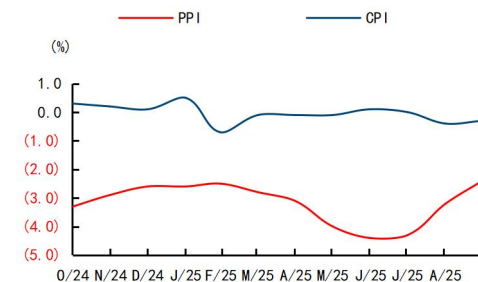
证券分析师：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

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	8.40

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

- 《宏观经济宏观月报-9月经济“预期之中”与“意料之外”》——2025-10-21
- 《宏观经济宏观月报-8月经济超预期回落，政策加码窗口打开》——2025-09-15
- 《宏观经济宏观月报-短期波动不改内需韧性基础，政策发力将引领经济回升》——2025-08-15
- 《宏观经济宏观季报-内需支撑中国经济稳健前行》——2025-07-17
- 《宏观经济宏观月报-6月国内内需背离加剧》——2025-07-16

内容目录

减速提质，中国经济换挡前行	4
三季度中国经济增速有所回落但仍高于去年同期水平	4
经济的“预期之中”与“意料之外”	6
三季度核心 CPI 同比继续上升	7
“反内卷”政策催化下，三季度 PPI 同比反弹	7
四季度，存量政策将集中“清仓使用”	8
风险提示	9

图表目录

图1：中国三季度不变价 GDP 同比有所回落但仍高于去年同期水平	4
图2：三季度中国二产和三产 GDP 增速均回落	5
图3：中国三季度建筑业 GDP 同比降幅进一步扩大	5
图4：三季度中国消费和净出口保持韧性，资本形成总额增速明显回落	5
图5：中国实际 GDP 月度同比增速测算一览	6
图6：中国 CPI、核心 CPI 同比当季均值一览	7
图7：中国消费品 CPI、服务品 CPI 同比当季均值一览	7
图8：中国 PPI 当季同比走势一览	8
图9：中国 PPI 生产资料和生活资料价格同比一览	8
图10：中国 PPI 生产资料各分项同比一览	8
图11：中国 2025 年四季度 GDP 预测	9
图12：中国 2025 年四季度 CPI 增速预测	9

减速提质，中国经济换挡前行

三季度中国经济增速有所回落但仍高于去年同期水平

2025 年前三季度中国实际 GDP 同比为 5.2%，高于全年 GDP 增速目标值，经济运行良好。其中一季度中国实际 GDP 同比增长 5.4%，持平 2024 年四季度，略高于去年同期水平；二季度实际 GDP 同比增长 5.2%，较一季度小幅回落 0.2 个百分点，仍高于全年经济增速目标值，明显高于去年同期水平；三季度 4.8%，回落 0.4 个百分点，略低于全年经济增速目标值，仍高于去年同期水平，三季度国内经济增长仍保持较强的韧性。

图1：中国三季度不变价 GDP 同比有所回落但仍高于去年同期水平

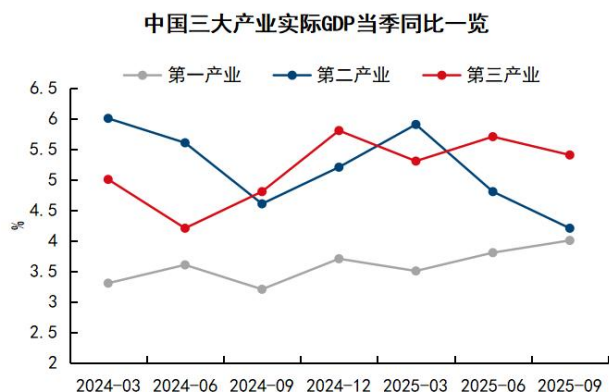


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

从三大产业的 GDP 增速来看，2025 年三季度中国第一产业 GDP 增速继续小幅上升，第二产业和第三产业 GDP 增速均有所回落。

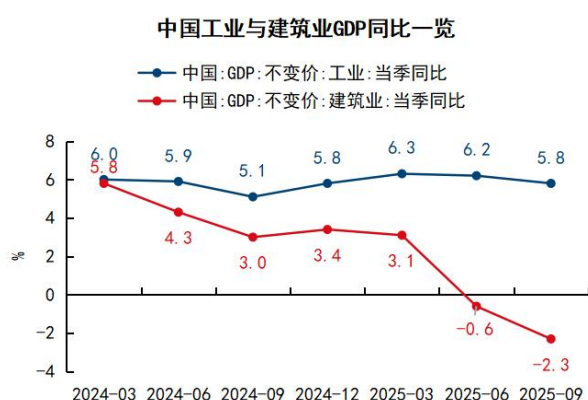
第二产业中，三季度中国工业 GDP 增速小幅回落至 5.8%，仍处于较高水平；而建筑业 GDP 同比回落幅度明显大于工业。由此可见，三季度中国经济的增长动力仍然主要来自新经济部门，而与基建和房地产相关的传统产业仍在调整过程中。

图2：三季度中国二产和三产 GDP 增速均回落



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中国三季度建筑业 GDP 同比降幅进一步扩大



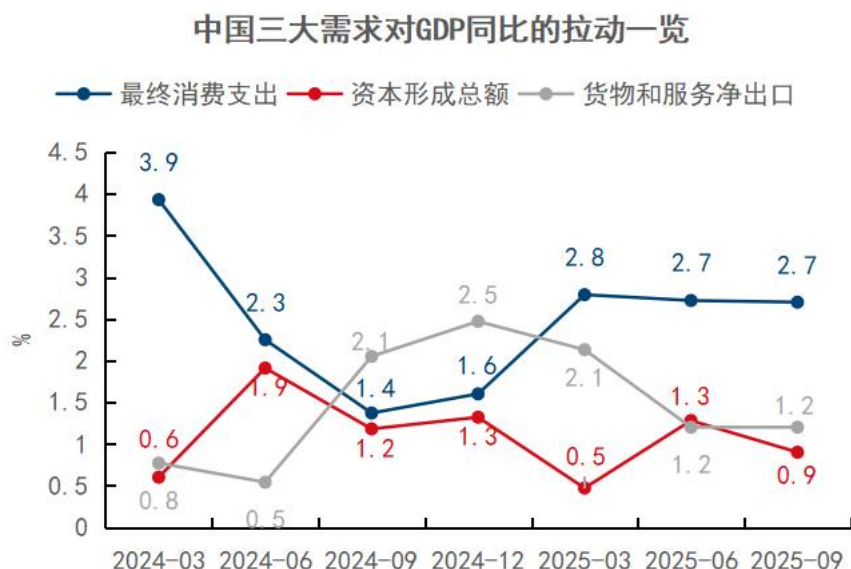
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从需求角度来看，2025 年三季度资本形成总额明显向下拖累经济增速，最终消费和净出口的拉动基本稳定。三季度最终消费对 GDP 当季同比的拉动幅度约为 2.7 个百分点，持平二季度，维持稳定状态；三季度资本形成总额对 GDP 当季同比的拉动幅度约为 0.9 个百分点，较二季度回落 0.4 个百分点，预计主要来自基建和房地产开发投资的拖累；三季度货物和服务净出口对 GDP 当季同比的拉动幅度约为 1.2 个百分点，持平二季度，维持稳定状态。

整体来看，三季度中国内需（消费+投资）对 GDP 当季同比的拉动较二季度回落 0.4 个百分点至 3.6%，低于历史平均水平，其中最终消费基本持平历史平均水平，资本形成总额低于历史平均水平。

三季度净出口对 GDP 同比的拉动维持稳定状态且处于历史偏高水平，体现即使处于全球贸易冲突较为剧烈的时期，国内净出口的韧性仍然非常强。

图4：三季度中国消费和净出口保持韧性，资本形成总额增速明显回落



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

经济的“预期之中”与“意料之外”

随着统计局披露今年9月和三季度经济数据，市场得以更为全面地审视过去一个季度我国经济运行实际情况。

总体说，数据是“预期之中”的。万得统计显示，12家机构对Q3经济增速预测的中位数和算术平均值分别为4.8%和4.76%。然而，我们认为本次起码有三点显著的“意料之外”。

一是增速水平。此前，在7-8月经济数据发布后，我们拟合的月度GDP增速较上半年显著回落至4%附近，即使考虑9月的季末效应，三季度增速应为4.5%附近。测算中，拖累的主要因素是固定资产投资，特别是房地产投资从6月末的-12.9%滑落至9月末的-21.2%，以及基建投资从5.3%滑落至-8.1%。两者在三季度较去年同期合计萎缩9.8个百分点，按历史关系，应拖累季度GDP增速约0.7个百分点。然而，以往成立的这一关系，并未体现在实际数据中，说明GDP的建筑业统计口径可能已出现调整，同时也意味着三季度4.8%增速的含金量十足。

图5：中国实际GDP月度同比增速测算一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

更重要的是，地产和基建投资在国民经济统计中重要性的显著下降，意味着未来政策重心可能也会出现显著调整。未来重心有望进一步向“投资于人”倾斜，对地产和基建这“老两位”的关注逐渐淡化。

二是“反内卷”阶段性搁置。以7月1日中财委会议为标志，三季度本是推进“反内卷”关键起步期。然而，随着经济下行压力加大，似乎“拉生产”而非“匀供需”重回调控重心。9月PMI显示“生产-新订单”差扩大0.9个百分点至1.1%，随后工业增加值数据较跳升1.3个百分点至6.5%，同时社零中的商品零售数据回落0.3个百分点至3.3%，供需差距显著扩大1.6个百分点。

三是外需突围。9月外贸超预期，当然有基数效应，但更多反映我国出口正在迅速找到新的均衡点，即“由西向南”：即全球南方国家成为外贸韧性的新来源。国庆假期后，我国在贸易交锋中取得主导权，这与2018年以来相对被动的局面显著不同，底气来源于两方面：一是对美依赖度持续下降，对美直接出口比重已下

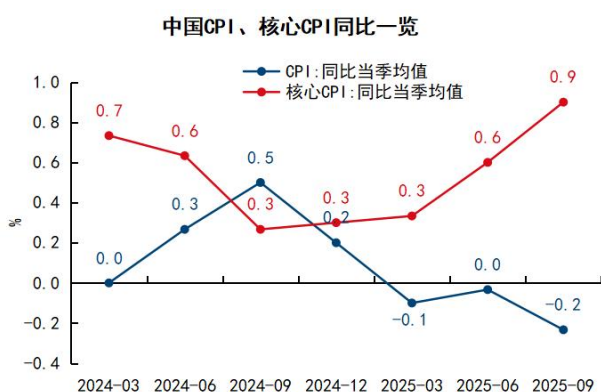
降到约 9%，而对非洲出口大增 56%，东盟 16%，巴西 15%，印度 14%。换言之，只要全球真实需求在，不论关税如何重塑贸易流通，最终仍然“条条大路通罗马”。二是中国制造不可替代性显著加强，船舶，集成电路，通用器械，汽车，医疗器械等高端工业品和高附加值产品成为我国外贸的“拳头”。

三季度核心 CPI 同比继续上升

三季度国内 CPI 同比较二季度小幅回落，其中消费品 CPI 同比回落幅度较大，服务品 CPI 同比继续上升。

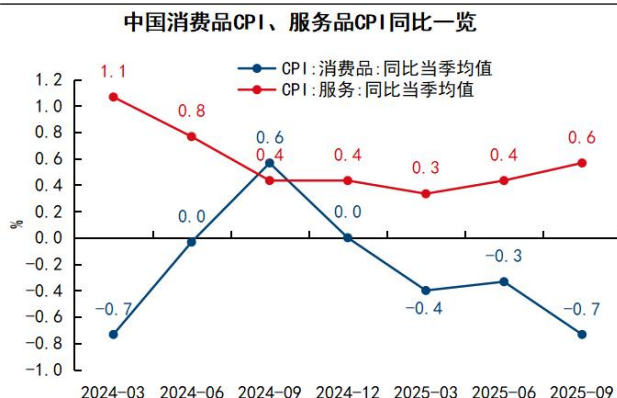
三季度国内核心 CPI 同比较二季度继续上升，考虑到三季度服务品 CPI 同比上升幅度小于核心 CPI，由此可见三季度核心商品 CPI 同比很可能继续明显上行。

图6: 中国 CPI、核心 CPI 同比当季均值一览



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 中国消费品 CPI、服务品 CPI 同比当季均值一览

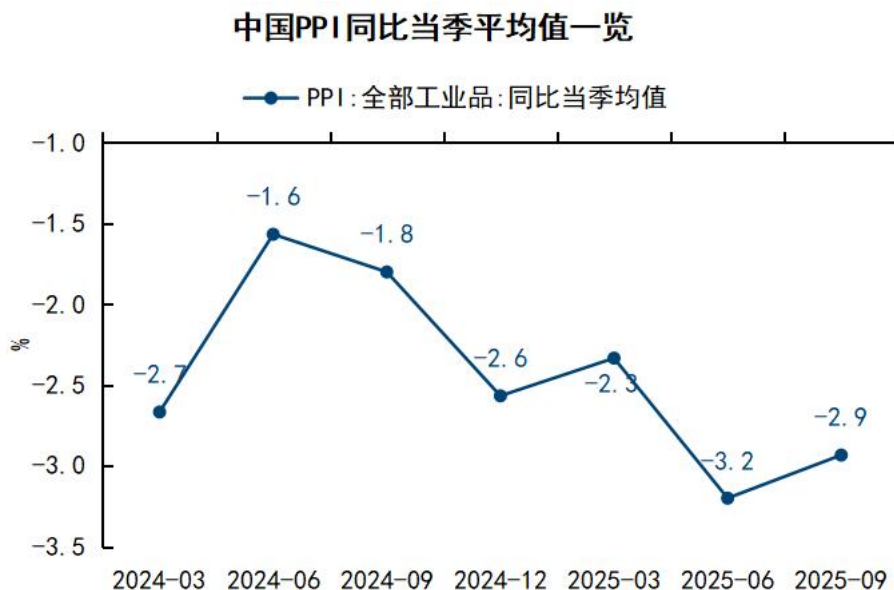


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

“反内卷”政策催化下，三季度 PPI 同比反弹

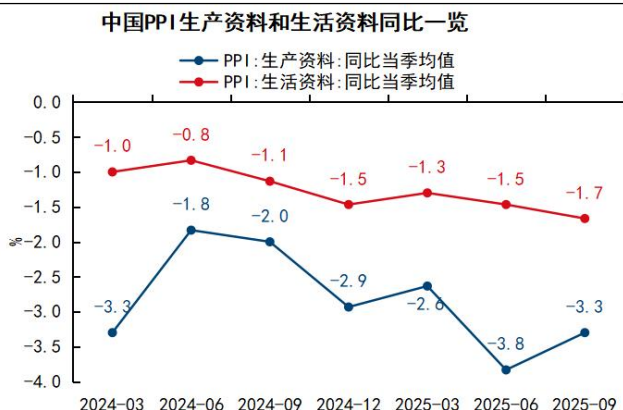
受益于“反内卷”政策，三季度中国 PPI 同比再次反弹，其中偏中游的原材料工业和偏下游的加工工业价格同比上升，偏上游的采掘工业价格同比较为稳定。

图8: 中国 PPI 当季同比走势一览



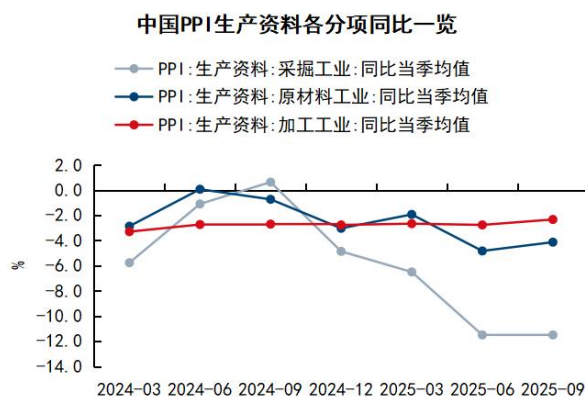
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图9: 中国 PPI 生产资料和生活资料价格同比一览



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 中国 PPI 生产资料各分项同比一览



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

四季度，存量政策将集中“清仓使用”

整体来看，2025 年前三季度中国经济运行良好，新旧动能转换取得进一步进展。其中一季度中国经济表现强劲，实现了开门红；二、三季度出口保持较强的韧性，因此政府适度调整短期刺激节奏（基建投资步伐放缓），为“反内卷”相关的结构性改革腾挪空间。

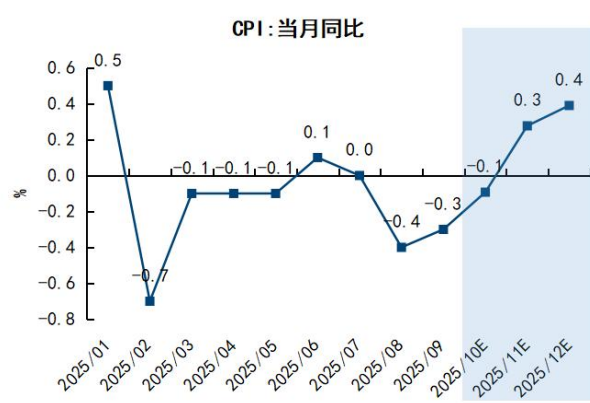
展望四季度，存量政策将集中“清仓使用”。特别是财政仍有 1 万亿以上的超额存款，新增 5000 亿元的结存限额虽然主要用于“化债清欠”，但也有一小部分属于增量，叠加 11 月央行可能迎来操作窗口，四季度经济有望在去年高基数下继续企稳，保障全年经济目标和“十四五”规划目标的顺利达成。

图11: 中国 2025 年四季度 GDP 预测



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及测算

图12: 中国 2025 年四季度 CPI 增速预测



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及测算

风险提示

政策刺激力度减弱，海外经济政策的不确定性。

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所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