



光期研究 见微知著

1-9月经济数据点评

2025年10月20日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

1-9月经济数据点评

要点

今年前三季度GDP增长5.2%，四季度达到4.8%可实现“保5”目标。9月经济数据，除了工业增加值和出口数据小幅回暖以外，其他分项延续降温。社零增速连续回落，商品消费明显降温，服务消费“接力”后动力不足；房地产同比跌幅扩大，基建、制造业同比增速持续放缓。

偏暖的是通胀预期升温。虽然整体CPI表现偏弱，CPI的结构显示好转的迹象。核心CPI同比上涨1.0%，涨幅连续第5个月扩大，为近19个月以来涨幅首次回到1%。服务消费价格的上涨的幅度比商品消费更高，服务价格同比涨幅自3月份起逐步扩大，本月上涨0.6%，涨幅较为稳定。物价稳定是央行的货币政策目标，央行一季度货币政策报告专栏提到，价格调控思路上，要从以前的管高价转向管低价，从支持规模扩张转向高质量发展，从防垄断转向防无序竞争。疏通货币政策传导，为支持物价合理回升营造良好的货币金融环境。考虑到央行的表态和“反内卷”政策预期的升温，未来通胀将处于企稳回升的格局。从领先指标M1来看，M1领先核心CPI同比12个月，领先PPI同比9个月。四季度通胀将处于“弱现实和强预期”，数据上的回升可能等到明年上半年。

投资方面，投资行业无一例外对资金尤其依赖，资金方面各有隐忧。基建方面，截至10月19日，新增专项债投向土地储备领域的比例为13.2%。在2017年至2019年间，土储专项债三年累计发行规模占比在三成左右。若今年土储专项债规模持续增加，基建的资金面临“逆风”，增速可能持续下滑。制造业方面，反内卷”不简单等同于去产能，因为新兴行业近几年新增的是先进产能，所以新兴行业“反内卷”更多是限制资本开支、限制产能扩张，制造业投资增速会相应放缓。房地产投资跌幅继续扩大，刺激需求端政策效果不及预期，收储政策出台加快。但是收储方、被收储方、商业银行之间的“不可能三角”，导致收储进展缓慢，中央财政资金是破局关键。无论是房地产收储需要中央通过国债资金注入来解决收储难点，还是基建资金面临逆风，都指向了固定资产投资增速的止跌回升需要中央加大财政杠杆。整体来看，稳增长仍有压力，关注近期召开的四中全会。

宏观经济数据总览

图表：宏观经济数据总览

宏观指标		2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
GDP (%)	当季	4.80			5.20			5.40			5.40			4.60
工业增加值 (%)	当月	6.50	5.20	5.70	6.80	5.80	6.10	7.70	5.90		6.20	5.40	5.30	5.40
社零 (%)	当月	3.00	3.40	3.70	4.80	6.40	5.10	5.90	4.00		3.50	3.00	4.80	3.20
固定资产投资 (%)	累计	-0.50	0.50	1.60	2.80	3.70	4.00	4.20	4.10		3.20	3.30	3.40	3.40
制造业投资 (%)	累计	4.00	5.10	6.20	7.50	8.50	8.80	9.10	9.00		9.20	9.30	9.30	9.20
基建投资 (%)	累计	1.10	2.00	3.20	4.60	5.60	5.80	5.80	5.60		4.40	4.20	4.30	4.10
房地产投资 (%)	累计	-14.90	-12.90	-12.00	-11.20	-10.70	-10.30	-9.90	-9.80		-10.60	-10.40	-10.30	-10.10
出口 (%)	当月	8.30	4.40	7.20	5.80	4.80	8.10	12.40	-3.00		10.70	6.70	12.70	2.40
CPI (%)	当月	-0.40	-0.40	0.00	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.70	0.50	0.10	0.20	0.30	0.40
PPI (%)	当月	-2.90	-2.90	-3.60	-3.60	-3.30	-2.70	-2.50	-2.20	-2.30	-2.30	-2.50	-2.90	-2.80
社融 (%)		8.70	8.80	9.00	8.90	8.70	8.70	8.40	8.20	8.00	8.00	7.80	7.80	8.00
人民币贷款 (%)		6.40	6.60	6.80	7.00	7.00	7.10	7.20	7.10	7.20	7.20	7.40	7.70	7.80
M1 (%)		7.20	6.00	5.60	4.60	2.30	1.50	1.60	0.10	0.40	1.20	-0.70	-2.30	-3.30
M2 (%)		8.40	8.80	8.80	8.30	7.90	8.00	7.00	7.00	7.00	7.30	7.10	7.50	6.80

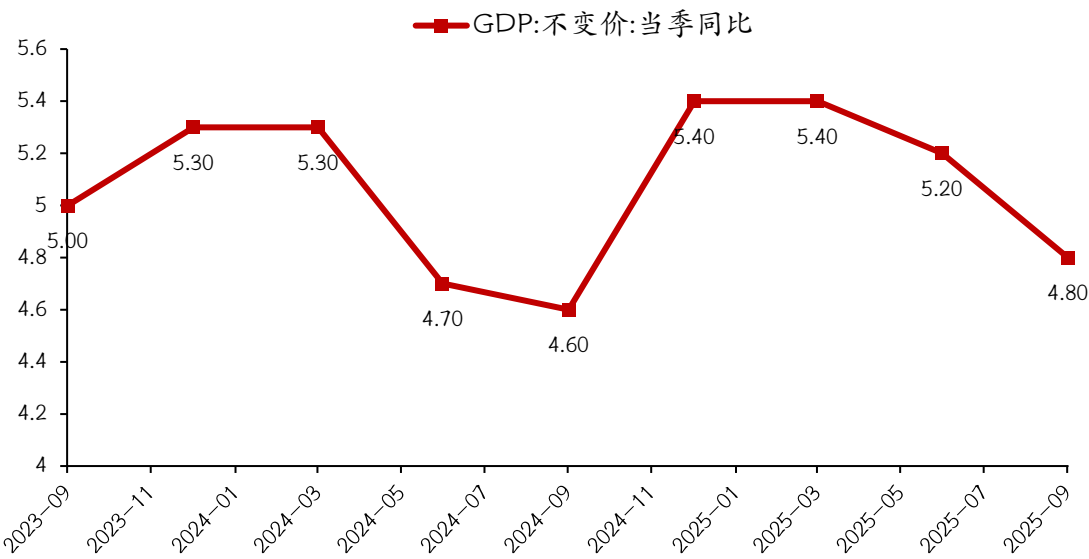
资料来源：Wind，光大期货研究所

一、1-9月经济数据



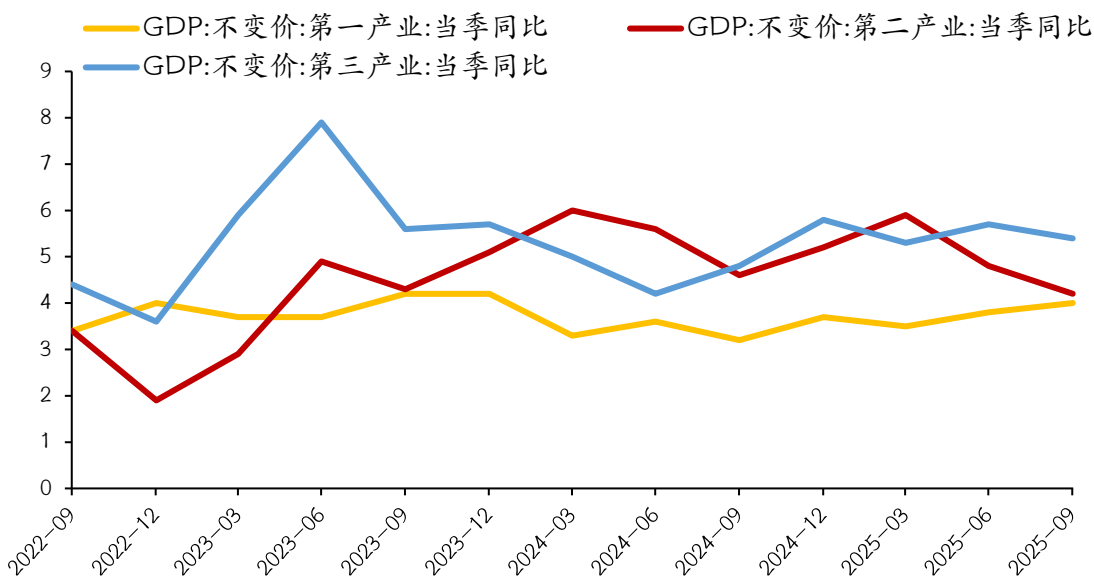
今年前三季度GDP增长5.2%，四季度达到4.8%可实现“保5”目标

图表：GDP当季同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

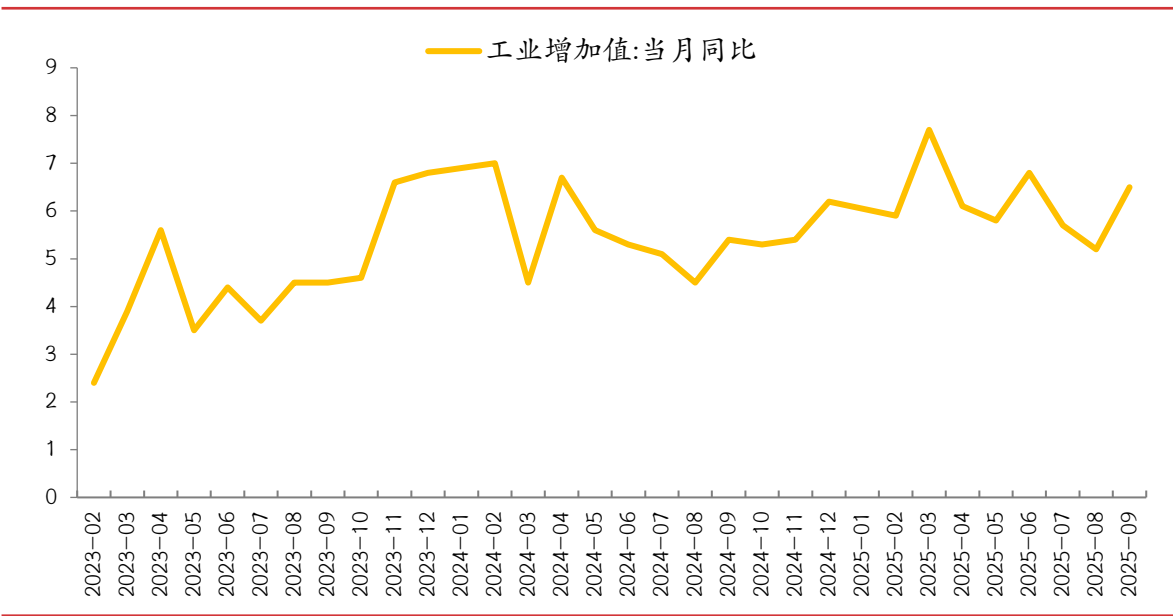
图表：分产业GDP同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

工业生产同比回升至6.5%

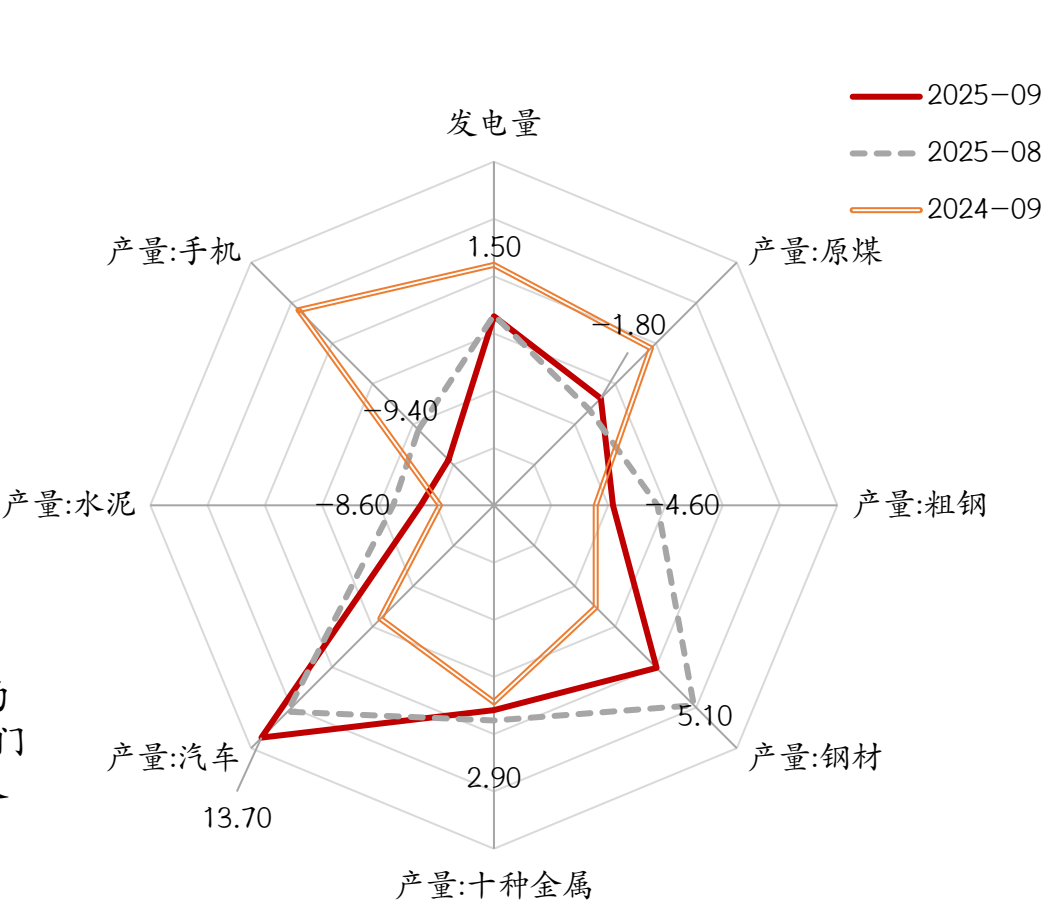
图表：工业增加值当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

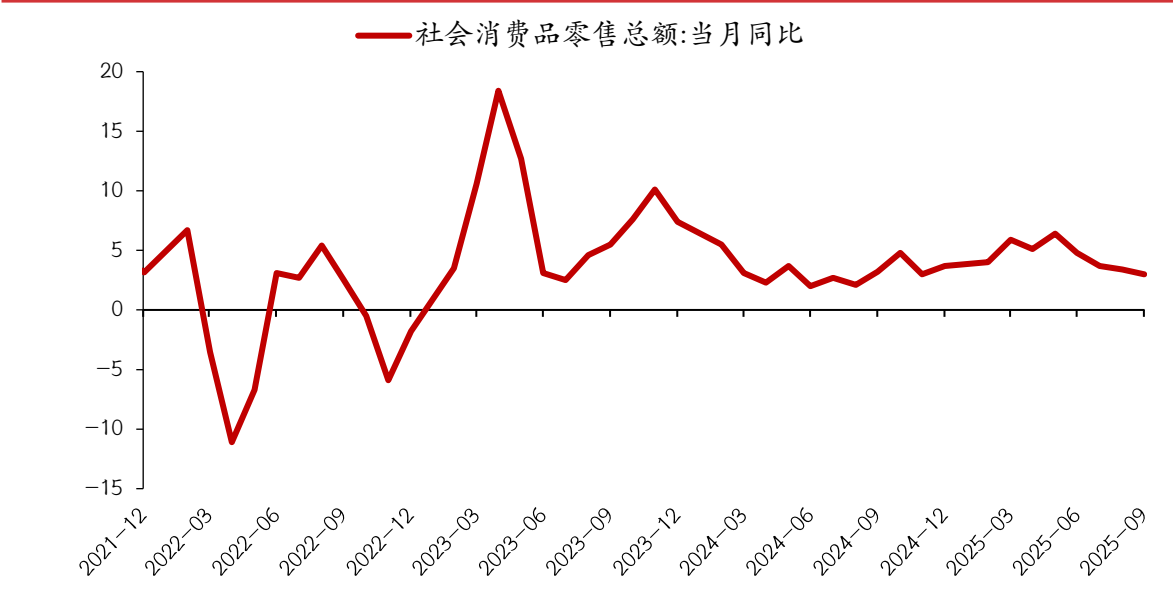
9月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.5%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，9月份，规模以上工业增加值比上月增长0.64%。分三大门类看，9月份，采矿业增加值同比增长6.4%，制造业增长7.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长0.6%。

图表：主要工业品产量当月同比增速（单位：%）



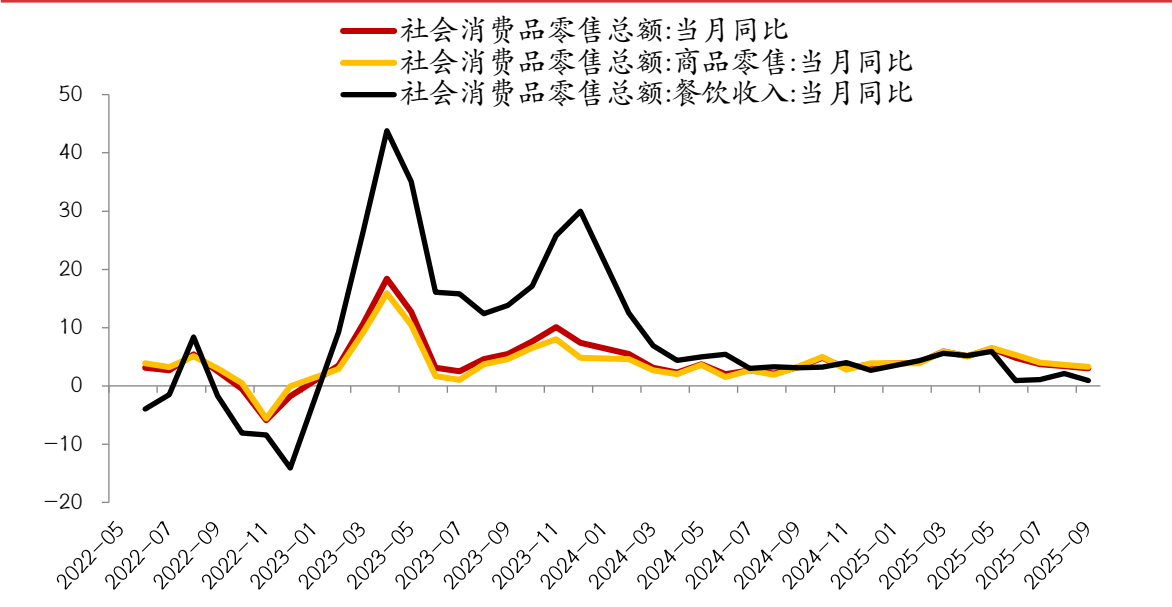
社零同比小幅回落，餐饮收入同比再次回落

图表：社零当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：社零分项当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

9月份，社会消费品零售总额同比增长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%。

商品消费明显降温，服务消费“接力”后动力不足

图表：社零分项同比增速（单位：%）

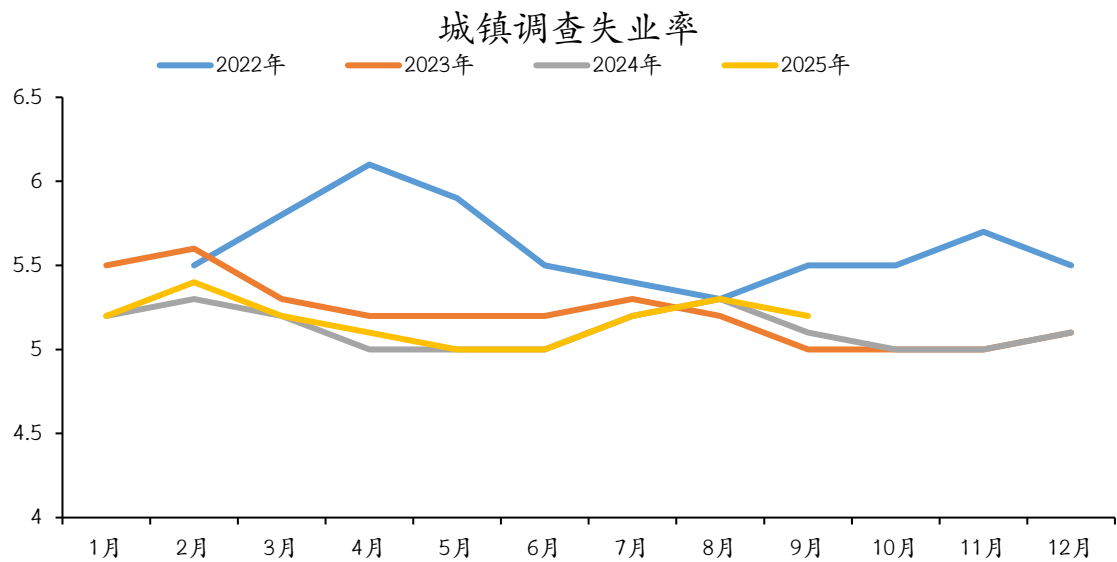
	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09
粮油、食品类	6.30	5.80	8.60	8.70	14.60	14.00	13.80	11.50	9.90	10.10	10.10	11.10
饮料类	-0.80	2.80	2.70	-4.40	0.10	2.90	4.40	-2.60	-8.50	-4.30	-0.90	-0.70
烟酒类	1.60	-2.30	2.70	-0.70	11.20	4.00	8.50	5.50	10.40	-3.10	-0.10	-0.70
服装鞋帽针纺织品类	4.70	3.10	1.80	1.90	4.00	2.20	3.60	3.30	-0.30	-4.50	8.00	-0.40
化妆品类	8.60	5.10	4.50	-2.30	4.40	7.20	1.10	4.40	0.80	-26.40	40.10	-4.50
金银珠宝类	9.70	16.80	8.20	6.10	21.80	25.30	10.60	5.40	-1.00	-5.90	-2.70	-7.80
日用品类	6.80	7.70	8.20	7.80	8.00	7.60	8.80	5.70	6.30	1.30	8.50	3.00
家用电器和音像器材类	3.30	14.30	28.70	32.40	53.00	38.80	35.10	10.90	39.30	22.20	39.20	20.50
中西药品类	1.90	0.90	0.10	-0.70	0.30	2.60	1.40	2.50	-0.90	-2.70	1.40	5.40
文化办公用品类	6.20	14.20	13.80	24.40	30.50	33.50	21.50	21.80	9.10	-5.90	18.00	10.00
家具类	16.20	18.60	20.60	28.70	25.60	26.90	29.50	11.70	8.80	10.50	7.40	0.40
通讯器材类	16.20	7.30	14.90	13.90	33.00	19.90	28.60	26.20	14.00	-7.70	14.40	12.30
石油及制品类	-7.10	-8.00	-8.30	-7.30	-7.00	-5.70	-1.90	0.90	-2.80	-7.10	-6.60	-4.40
建筑及装潢材料类	-0.10	-0.70	-0.50	1.00	5.80	9.70	-0.10	0.10	0.80	2.90	-5.80	-6.60
汽车类	1.60	0.80	-1.50	4.60	1.10	0.70	5.50	-4.40	0.50	6.60	3.70	0.40

资料来源：Wind，光大期货研究所

虽然促消费政策持续加码，但是“以旧换新”补贴退坡，商品消费明显降温，服务消费“接力”后动力不足，后续服务消费补贴政策仍有加码空间。

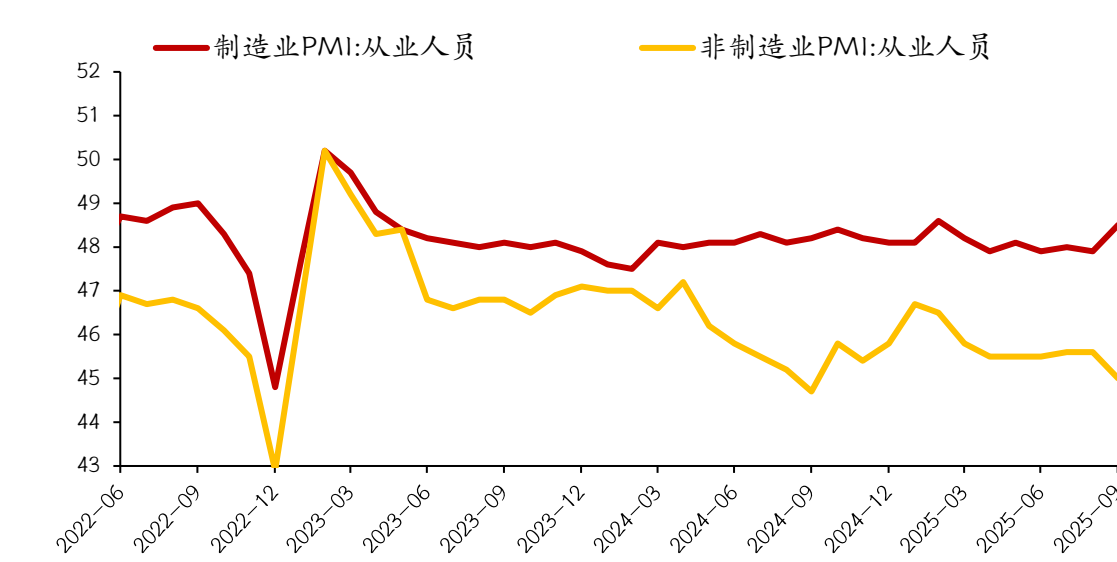
失业率小幅回落

图表：城镇调查失业率（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

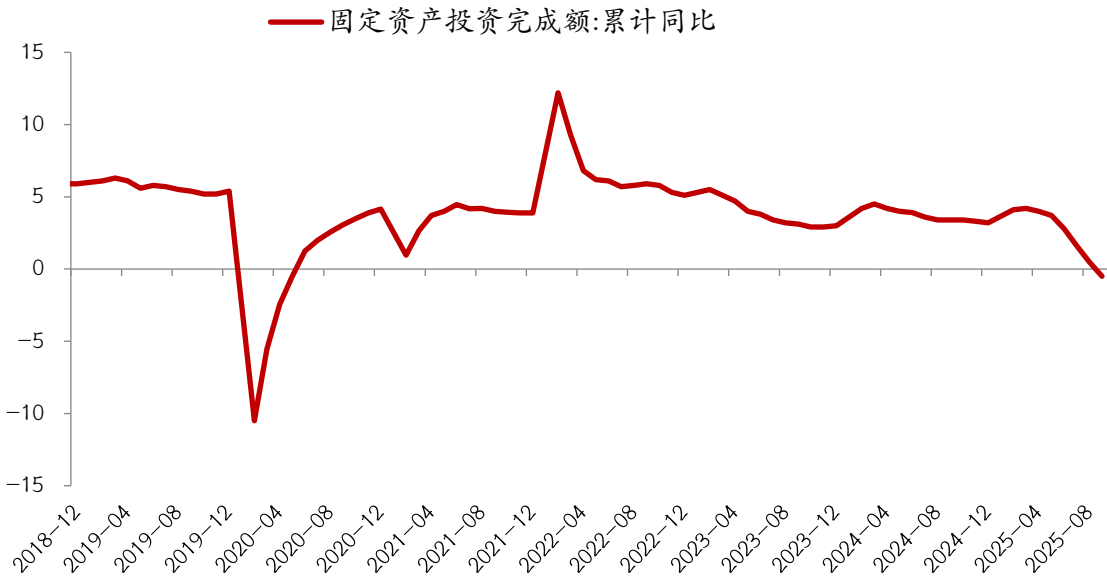
图表：PMI从业人员指数（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

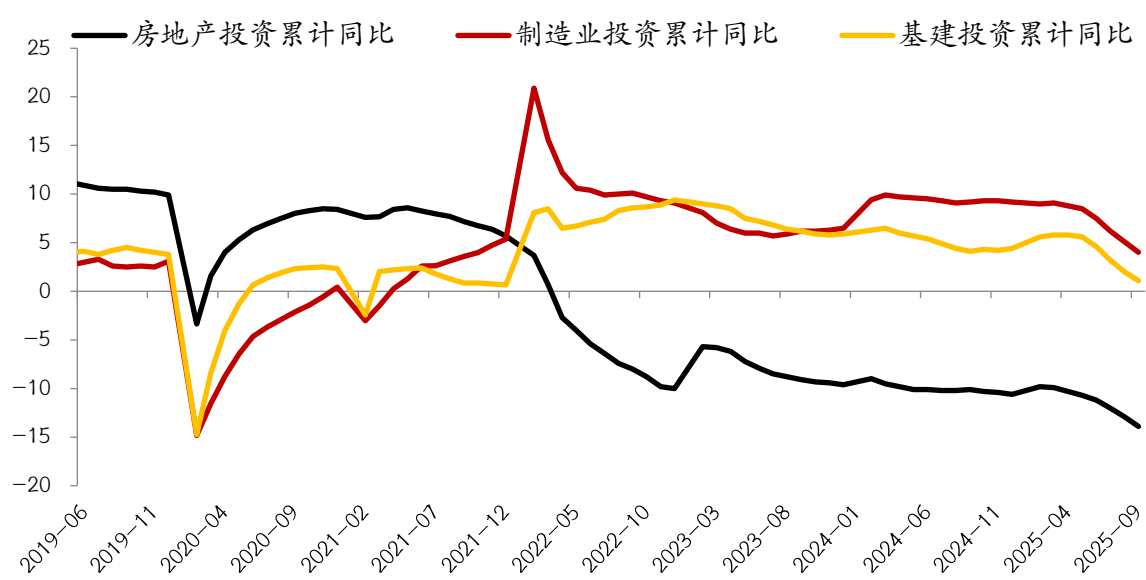
投资增速负增长，地产跌幅扩大、制造业和基建增速下行

图表：固定资产投资完成额同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：固定资产投资完成额分项同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

1-9月，全国固定资产投资同比下降0.5%；分领域看，基础设施投资同比增长1.1%，制造业投资增长4.0%，房地产开发投资下降13.9%。

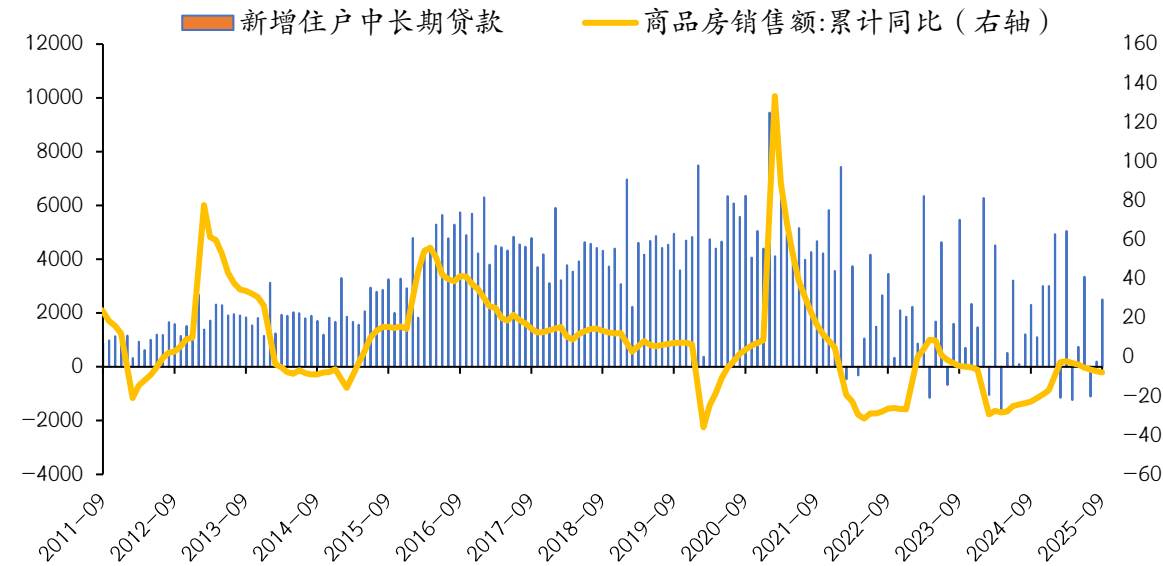
商品房销售量价下行

图表：商品房销售面积当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

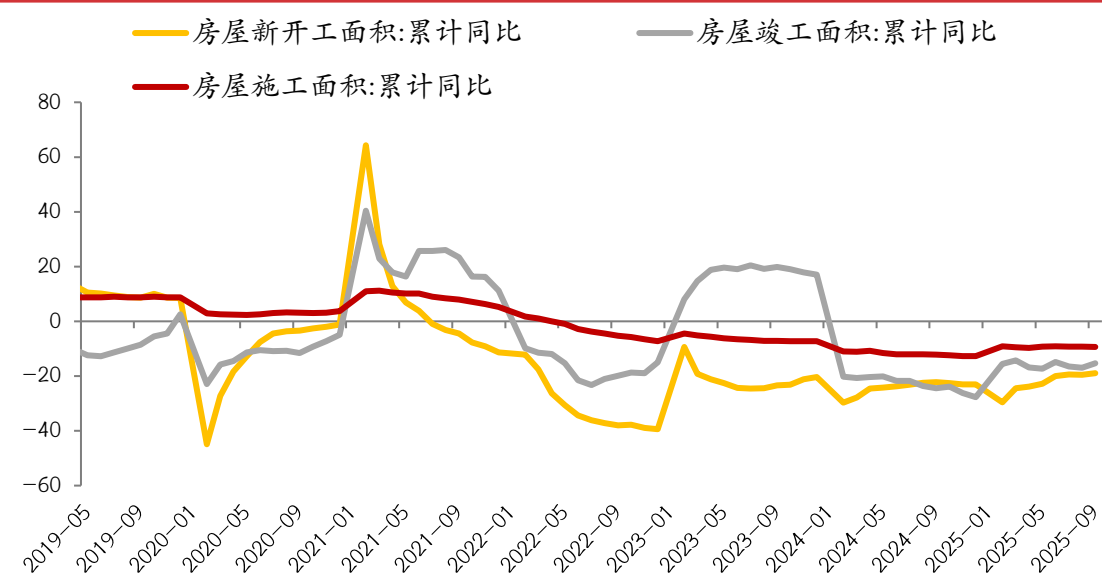
图表：商品房销售额和新增住户中长期贷款（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

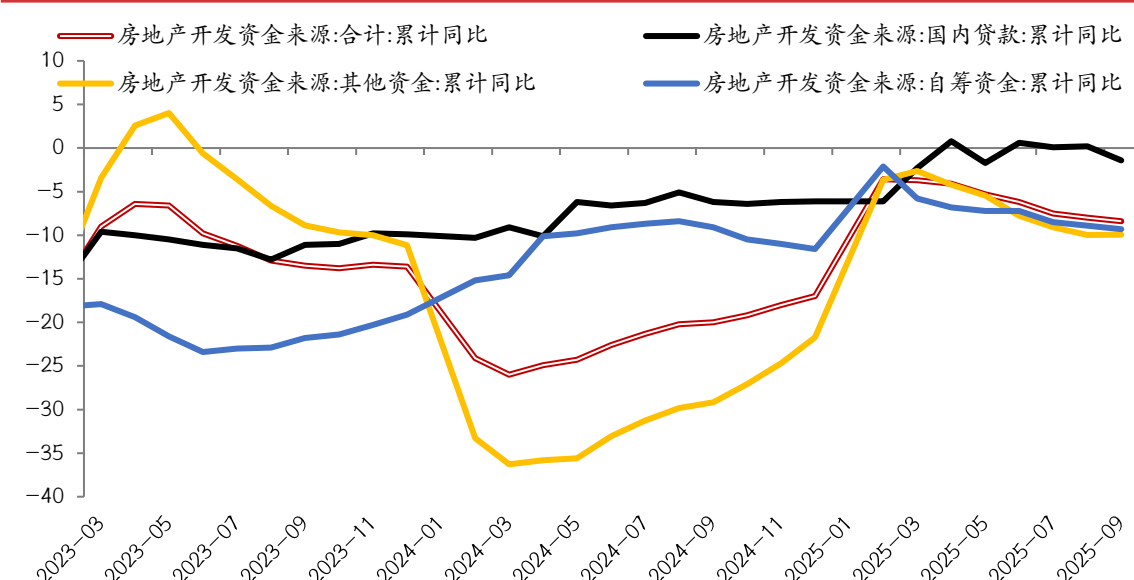
房地产投资跌幅扩大

图表：房地产投资分项同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：房地产开发投资完成额同比（单位：%）

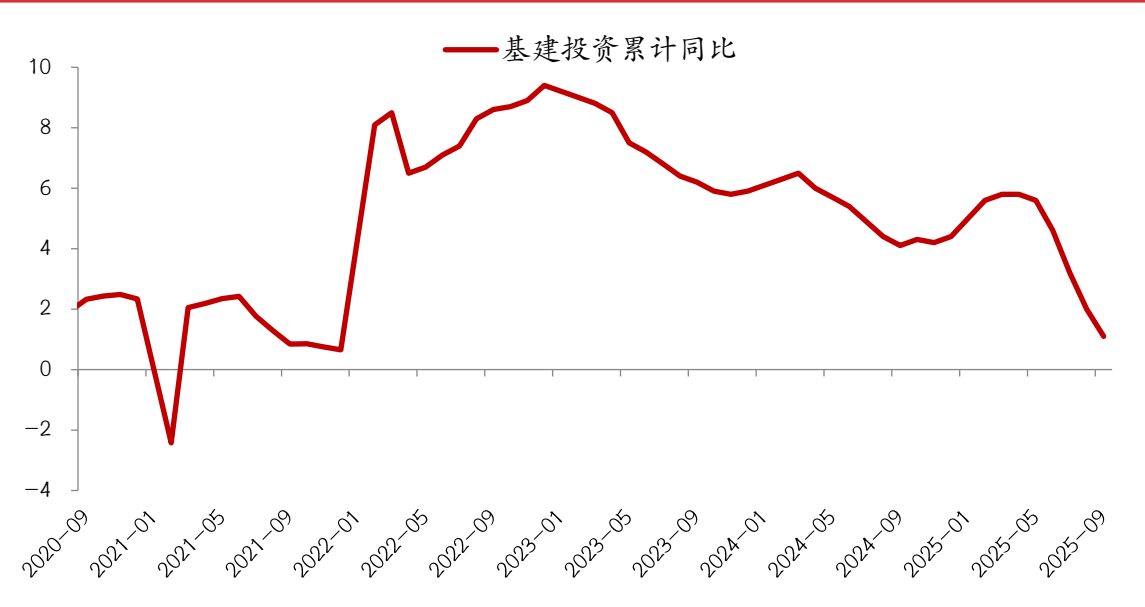


资料来源：Wind，光大期货研究所

房地产资金来源中其他资金和自筹资金跌幅都在走扩，尤其是主要是销售收入的其他资金这个分项。房地产销售的走弱对资金形成拖累，进而影响到投资端尤其是竣工端。

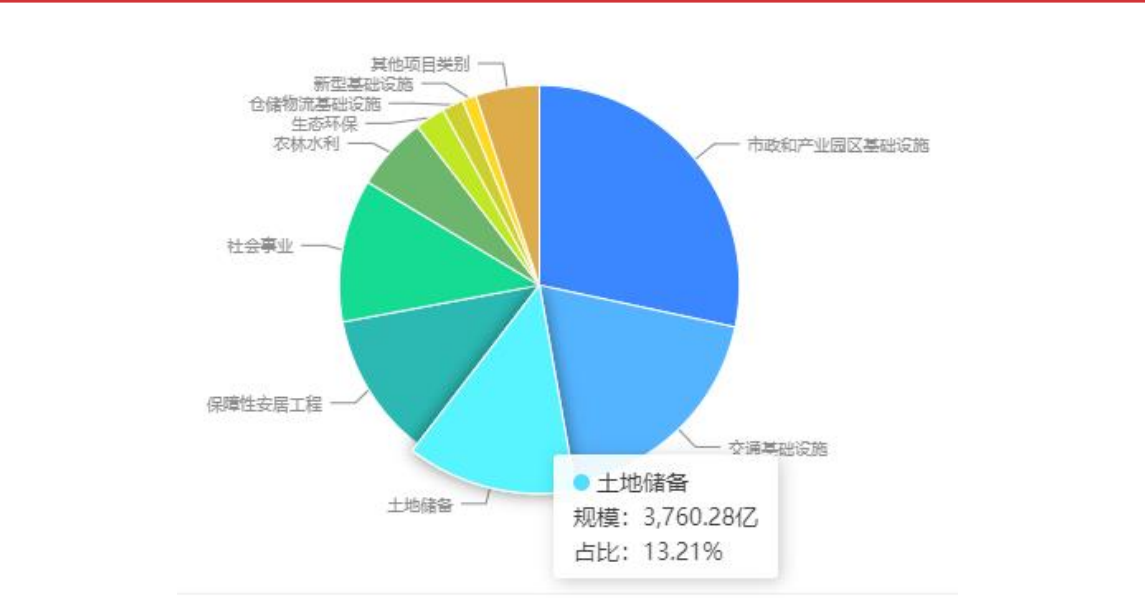
基建投资持续下滑

图表：基建投资同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：专项债发行投向（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大期货研究所

基建投资增速持续下滑。截至10月19日，新增专项债投向土地储备领域的比例为13.2%。在2017年至2019年间，土储专项债三年累计发行规模占比在三成左右。若今年土储专项债规模持续增加，则今年投向传统基建领域的专项债资金可能要少于2024年。基建的资金面临“逆风”，增速可能持续下滑。

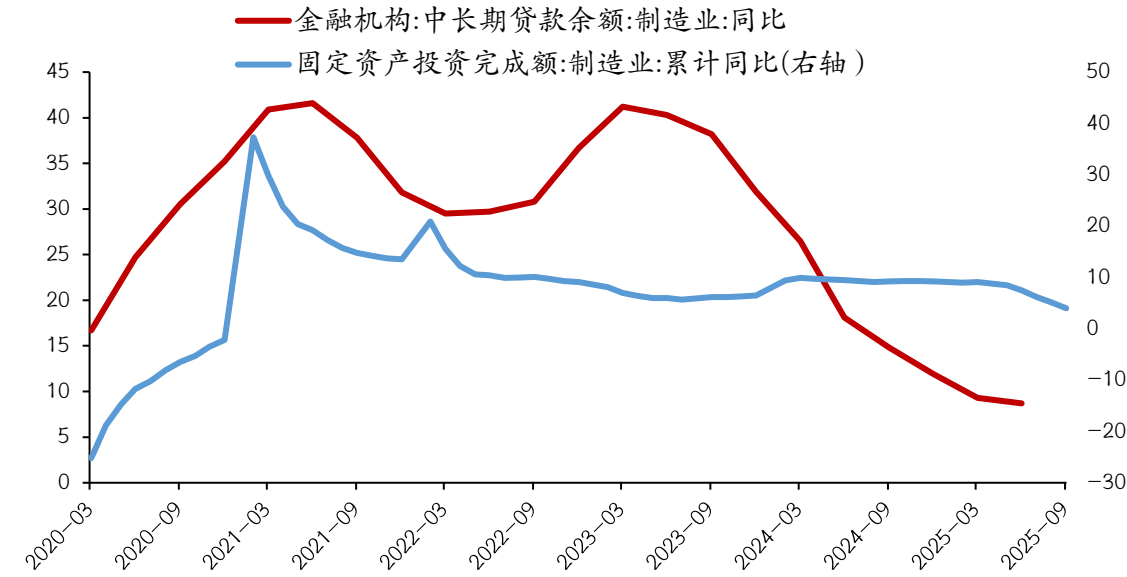
制造业投资增速放缓

图表：制造业投资同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：制造业中长期贷款余额同比和制造业投资同比（单位：%）



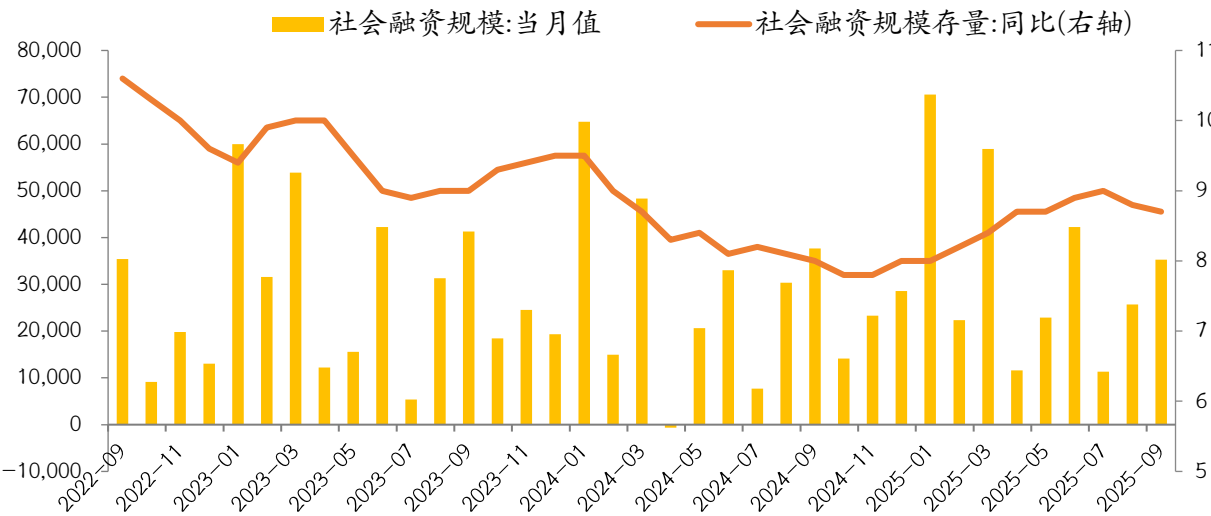
资料来源：Wind，光大期货研究所

“反内卷”不简单等同于去产能，因为新兴行业近几年新增的是先进产能，所以新兴行业“反内卷”更多是限制资本开支、限制产能扩张，制造业投资增速会相应放缓。

二、其他金融经济数据

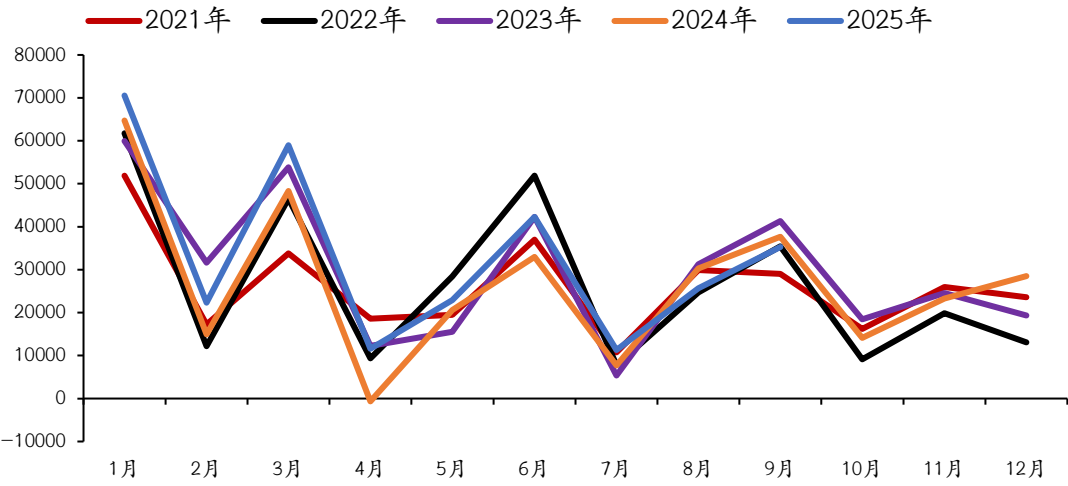
中国9月份社融人民币贷款表现偏弱

图表：社融规模及存量增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：社会融资规模：当月值（单位：亿元）

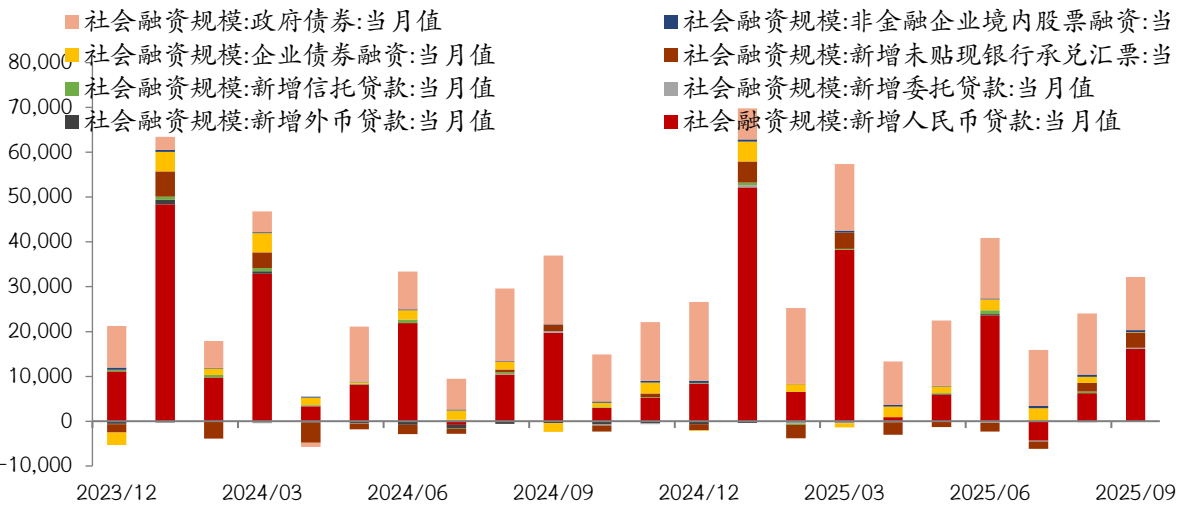


资料来源：Wind，光大期货研究所

中国9月份社会融资规模增加35338亿元人民币，比上年同期少增2297亿元。人民币贷款增加12900亿元人民币，比上年同期少增3000亿元。社融和人民币贷款存量同比增速分别为8.7%、6.4%，前值为8.8%、6.6%。M1、M2同比分别为7.2%、8.4%，前值为6.0%、8.8%。

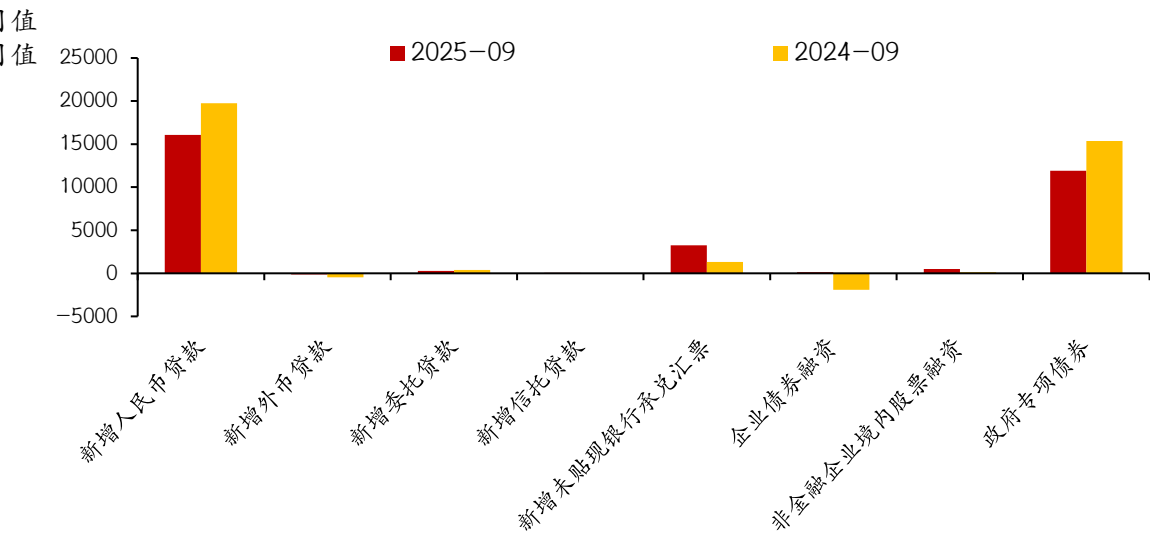
9月份政府专项债券和新增人民币贷款同比少增主要受到去年同期基数较高的影响

图表：新增社融规模细分拉动项（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：新增社融分项和去年同期对比（单位：亿元）

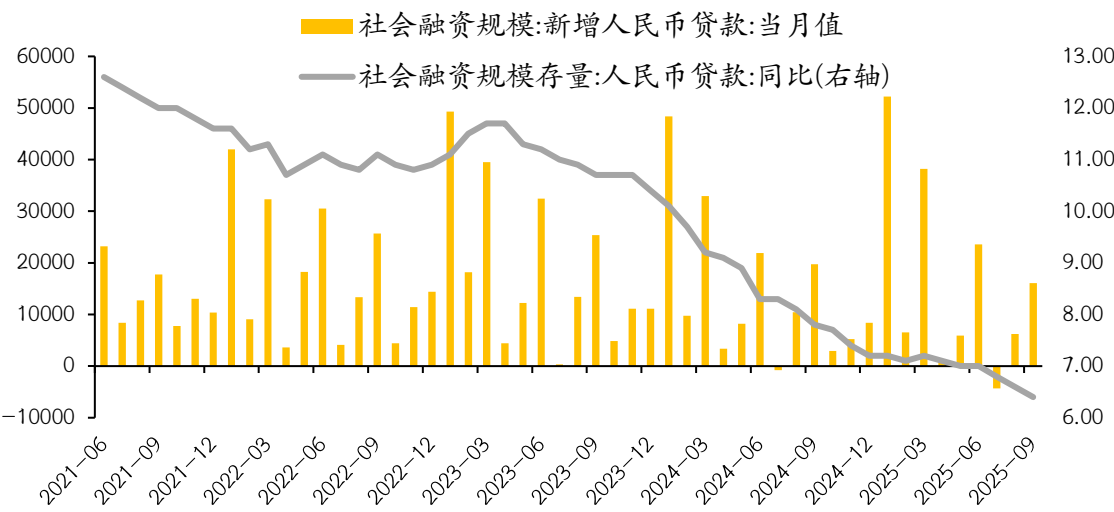


资料来源：Wind，光大期货研究所

9月份政府专项债券和新增人民币贷款依旧是社融分项主力，同比少增主要受到去年同期基数较高的影响。今年政府债发行节奏前置，去年下半年发行节奏加快，政府债发行在三季度受高基数影响拖累社融同比少增。预计四季度地方政府债依旧拖累社融表现，发行量约为1.2万亿元，净融资约为6000亿元，与前三季度及去年同期相比，供给压力明显减弱。

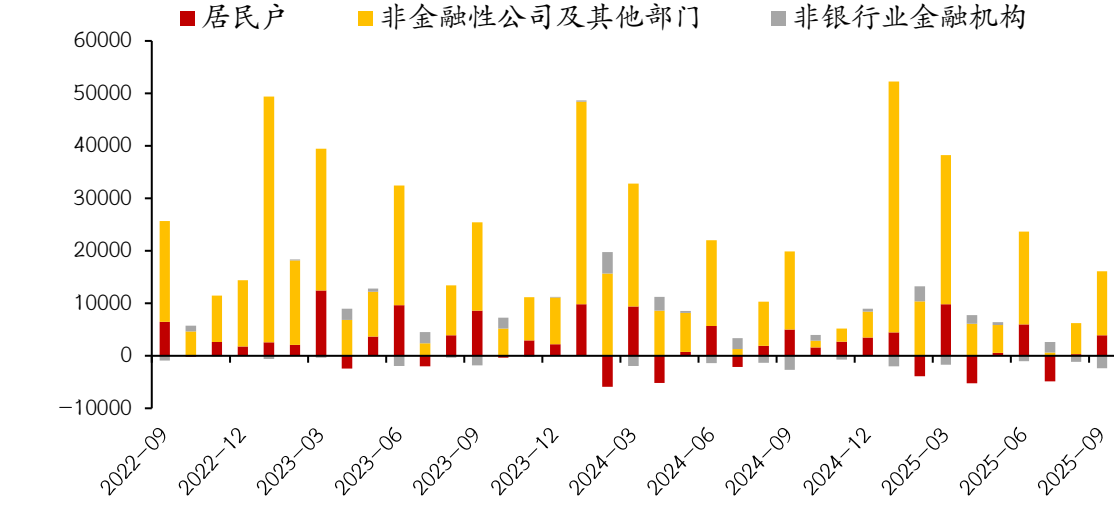
新增贷款结构持续改善

图表：新增人民币贷款及同比（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：人民币贷款当月新增细分（亿元）

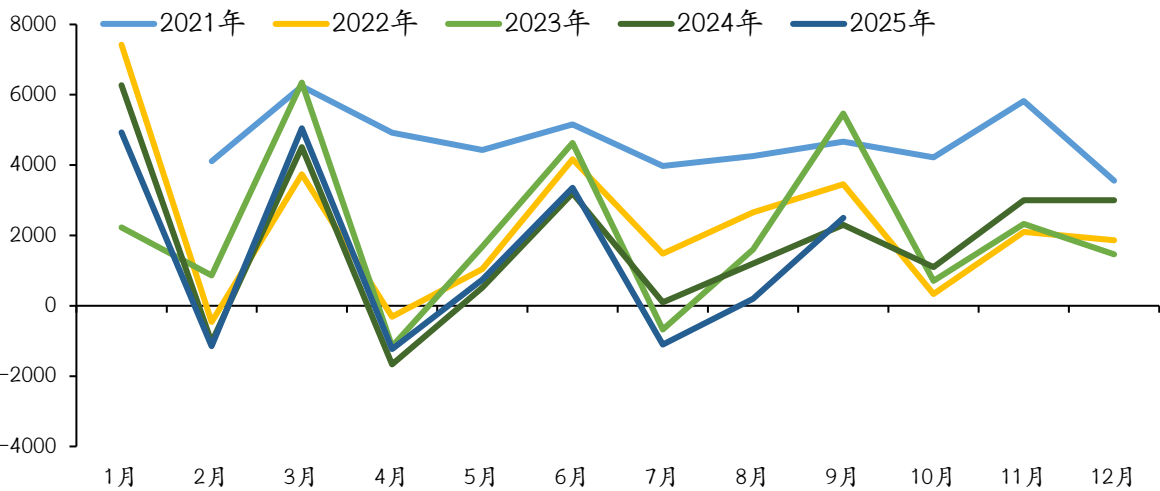


资料来源：Wind，光大期货研究所

金融机构新增人民币贷款比上年同期少增3000亿元，分项来看，住户贷款同比少增1110亿元，企业贷款同比少增2700亿元。住户贷款中，与消费相关的住户短期贷款同比少增1279亿元。虽然促消费政策持续加码，但是“以旧换新”补贴退坡，商品消费明显降温，服务消费“接力”后动力不足，后续服务消费补贴政策仍有加码空间。企业贷款中，短期贷款同比多增2500亿元，同时票据融资同比少增4712亿元，新增贷款结构持续改善。

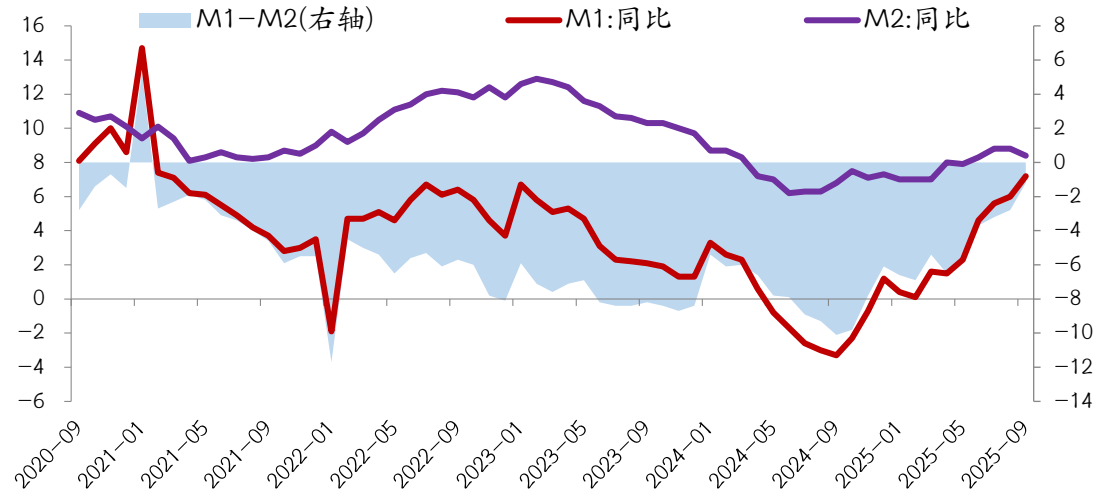
M1增速持续上行

图表：新增住户中长期贷款（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：M1和M2剪刀差（单位：%）

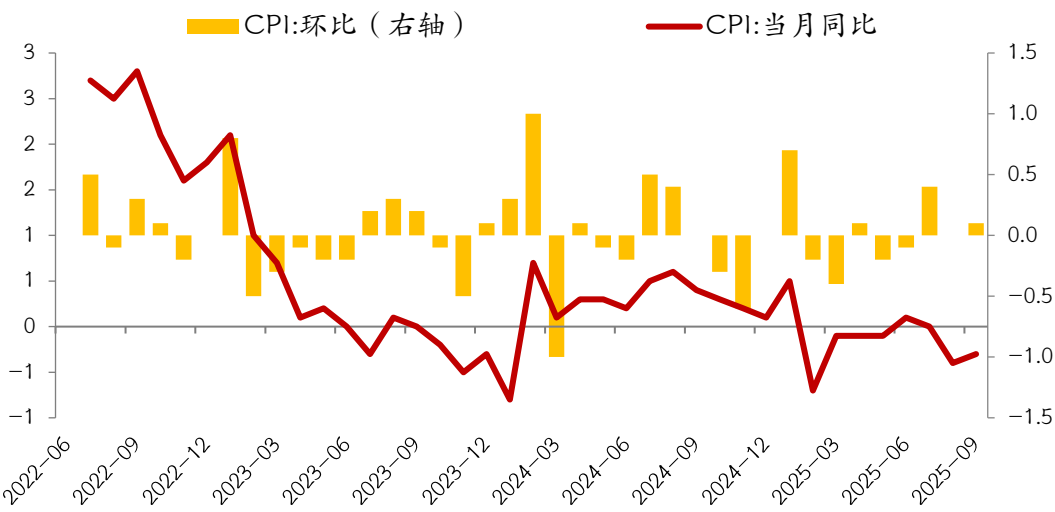


资料来源：Wind，光大期货研究所

股市赚钱效应较好，居民存款搬家仍在持续，M1增速持续上行至7.2%。由于去年手工补息带来的低基数效应，M1 同比高增的趋势可能贯穿整个三季度。受去年同期基数较高的影响，M2同比回落至8.4%，M2-M1 剪刀差进一步收窄，体现资金活化程度提升、循环效率提高。

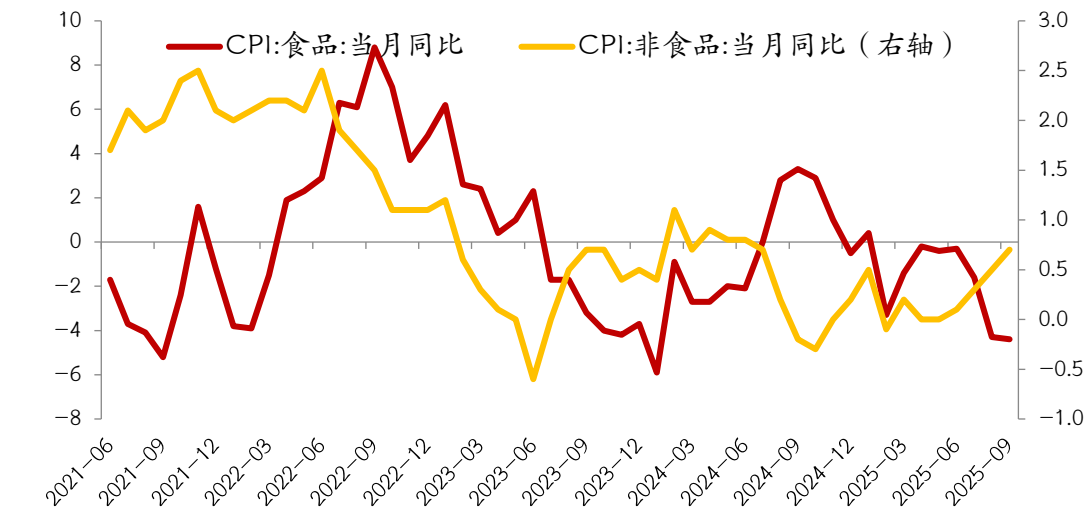
中国 9 月 CPI 同比下降 0.3%，表现不及市场预期，环比也低于季节性

图表：CPI环比和同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：CPI食品同比和CPI非食品同比（单位：%）

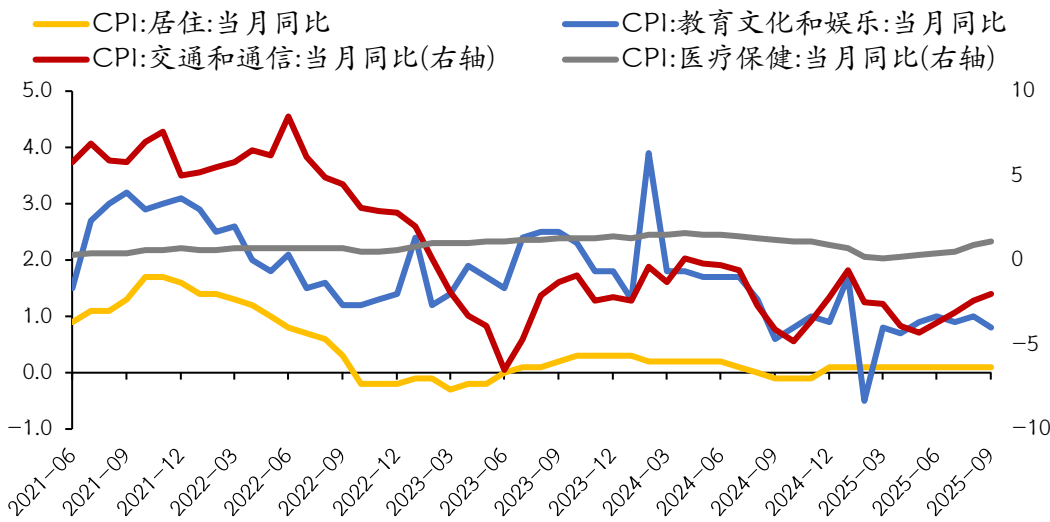


资料来源：Wind，光大期货研究所

中国 9 月 CPI 同比下降 0.3%，较上个月回升0.1%，表现不及市场预期，环比也低于季节性。虽然整体CPI表现偏弱，CPI的结构显示好转的迹象。CPI有两大分化值得关注，第一是核心CPI和CPI的分化。扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.0%，涨幅连续第5个月扩大，为近19个月以来涨幅首次回到1%。核心CPI分为服务和消费品，二者目前走势也在分化。服务消费频次较商品消费更高，补贴的透支效应相对较小，消费政策的重心边际向服务消费领域倾斜。服务消费价格的上涨的幅度比商品消费更高，服务价格同比涨幅自3月份起逐步扩大，本月上涨0.6%，涨幅较为稳定。

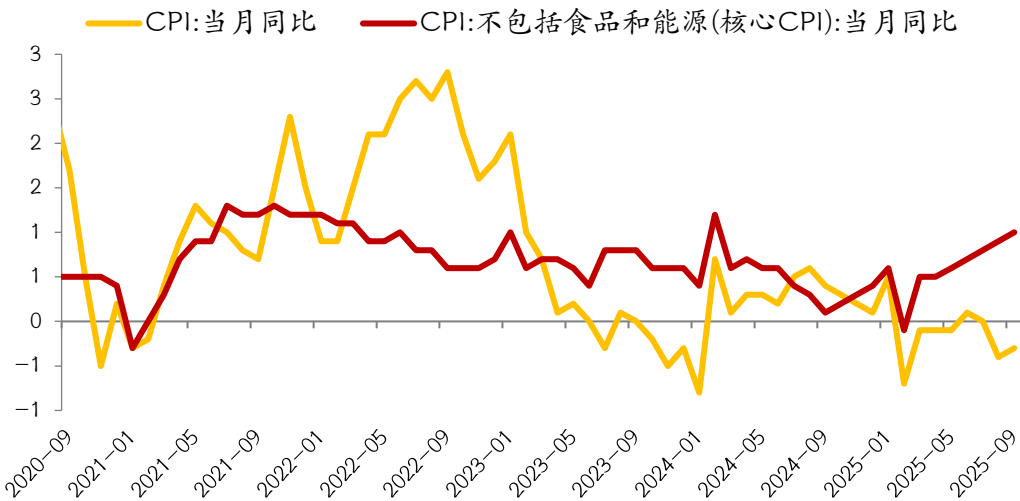
食品价格拖累CPI表现

图表：CPI分项同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：CPI和核心CPI同比（单位：%）

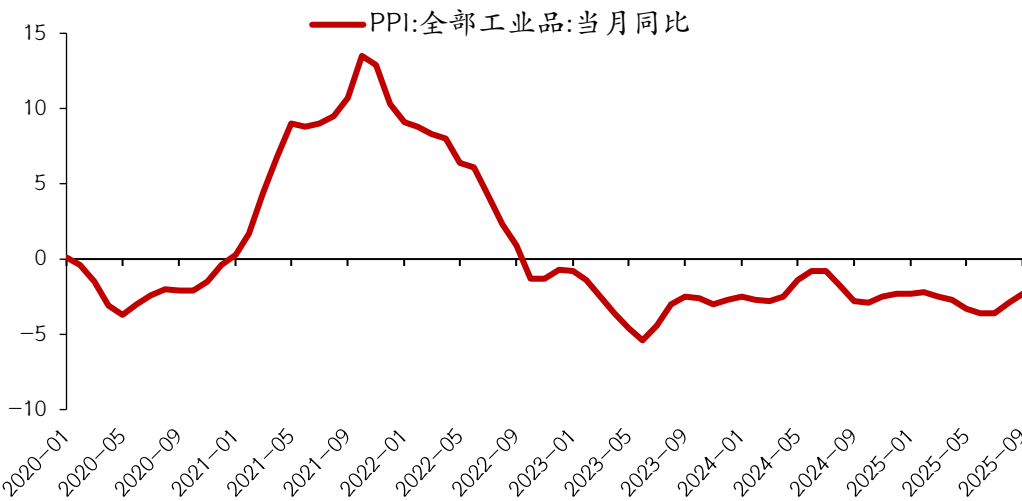


资料来源：Wind，光大期货研究所

食品价格拖累CPI表现。食品价格下降4.4%，降幅比上月扩大0.1个百分点，影响CPI同比下降约0.83个百分点，是影响CPI同比下降的主要因素。食品中，猪肉价格下降17.0%，是最大的拖累项。从生猪供需基本面来看，猪肉价格仍有下跌空间。

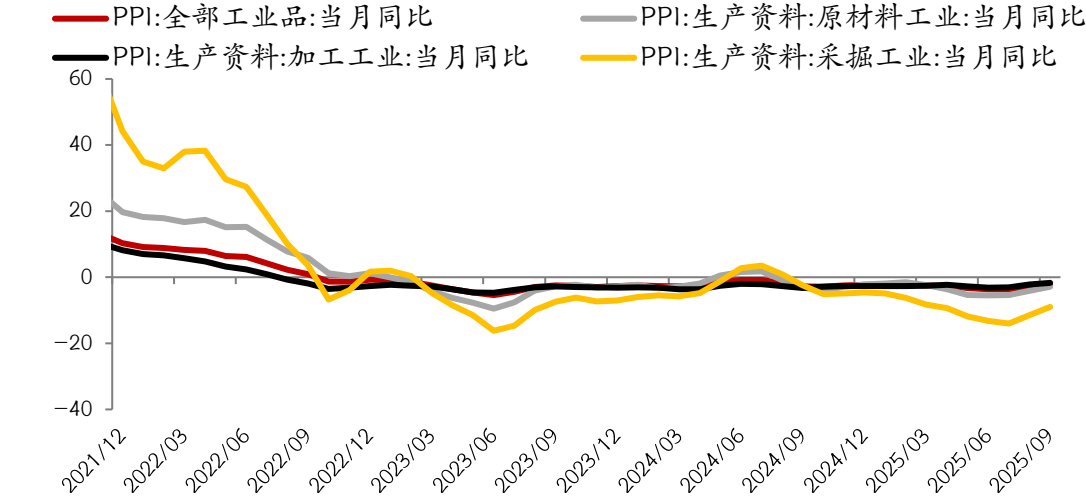
“反内卷”初见成效，PPI同比降幅持续收窄

图表：PPI当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：PPI分项同比（单位：%）

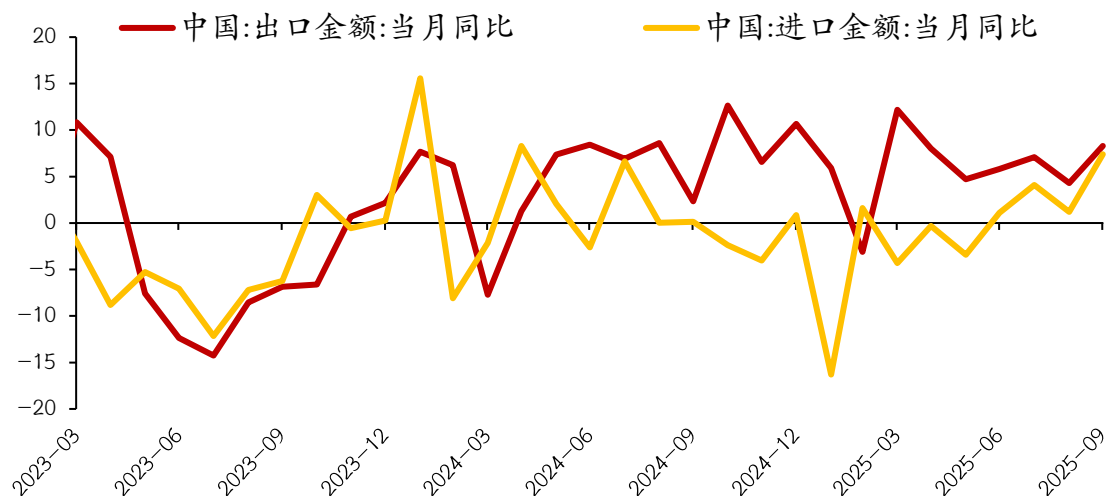


资料来源：Wind，光大期货研究所

“反内卷”初见成效，PPI同比降幅持续收窄。“反内卷”政策陆续公布，9月以来工信部陆续公布十大重点行业稳增长工作方案，对于汽车、电子和电力装备等新动能行业以及钢铁等旧动能行业继续强调治理低价无序竞争和推进产能治理。此外，国家发改委和市场监管总局9月发布《关于治理价格无序竞争 维护良好市场价格秩序的公告》，细化部署价格治理工作。“反内卷”政策以及部分原材料行业供需关系改善，煤炭、黑色金属这些原材料价格已经开始企稳回升。

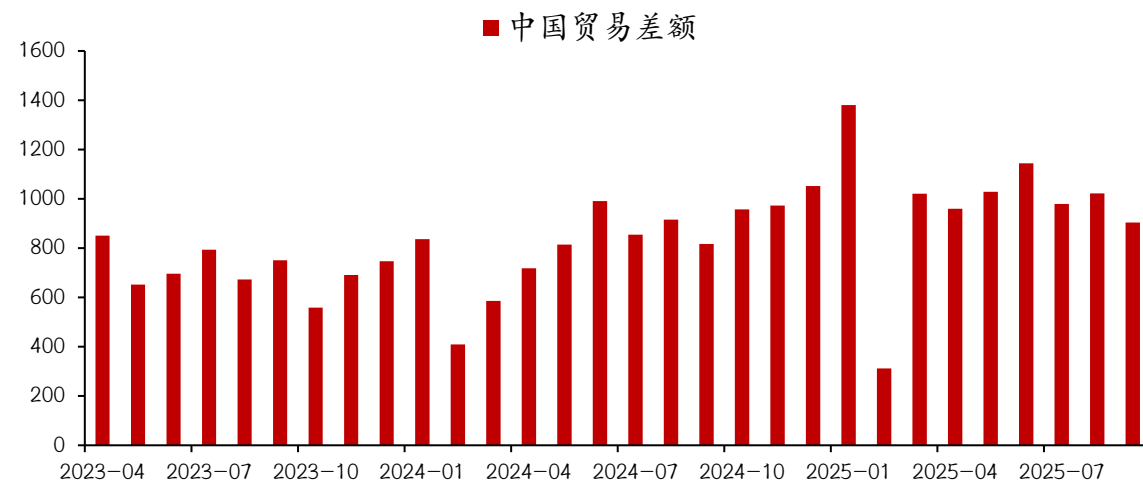
出口韧性，抢出口仍在进行

图表：中国进出口金额同比（以美元计）（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

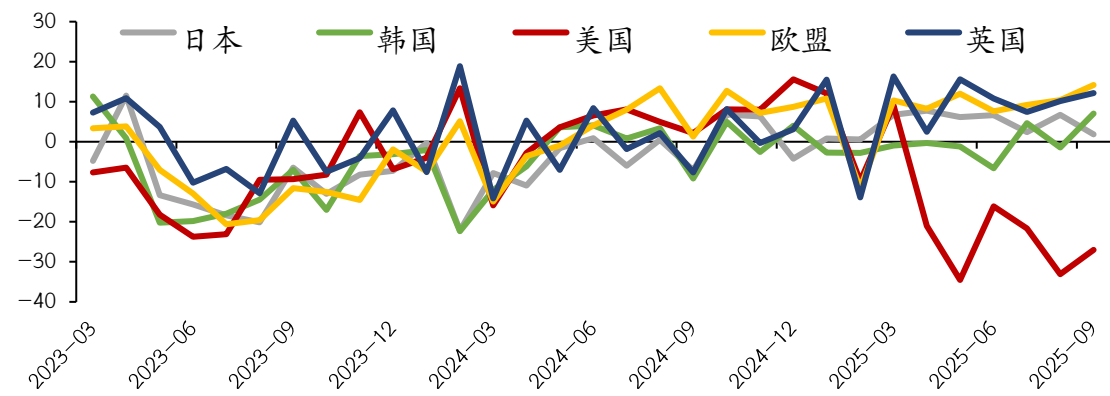
图表：中国贸易差额（单位：亿美元）



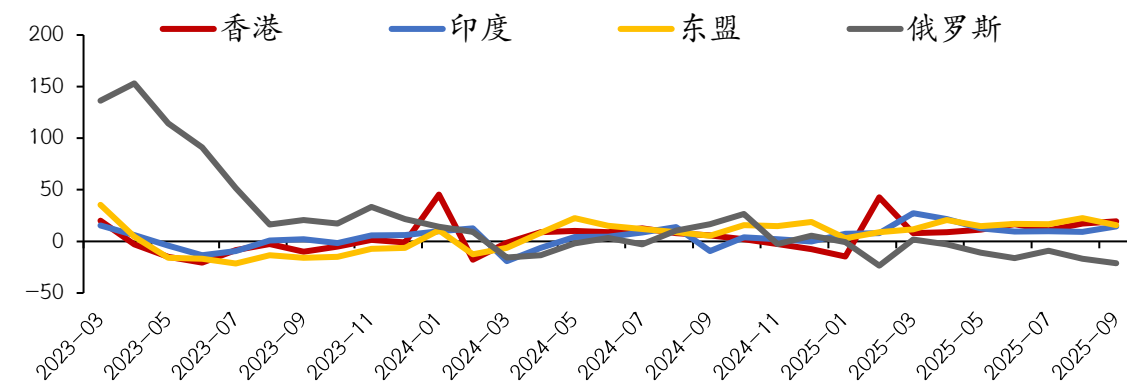
资料来源：Wind，光大期货研究所

中国对主要国家出口情况

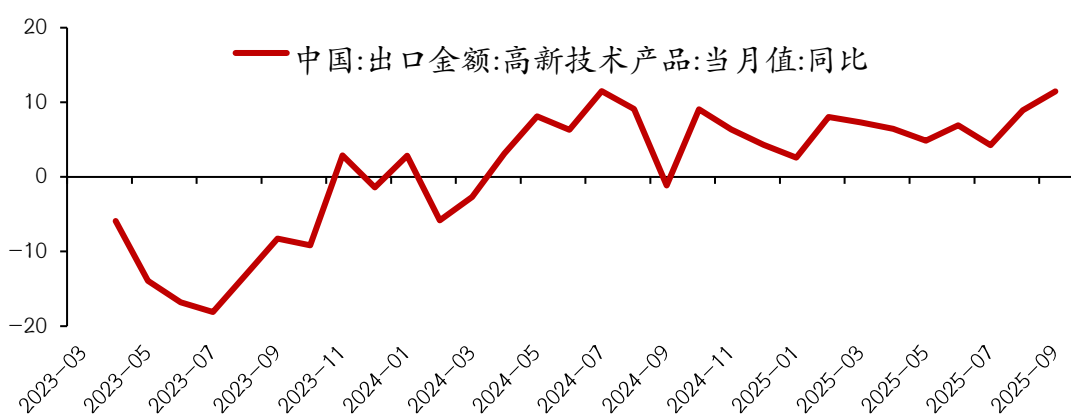
图表：中国对主要发达经济体出口金额同比（%）



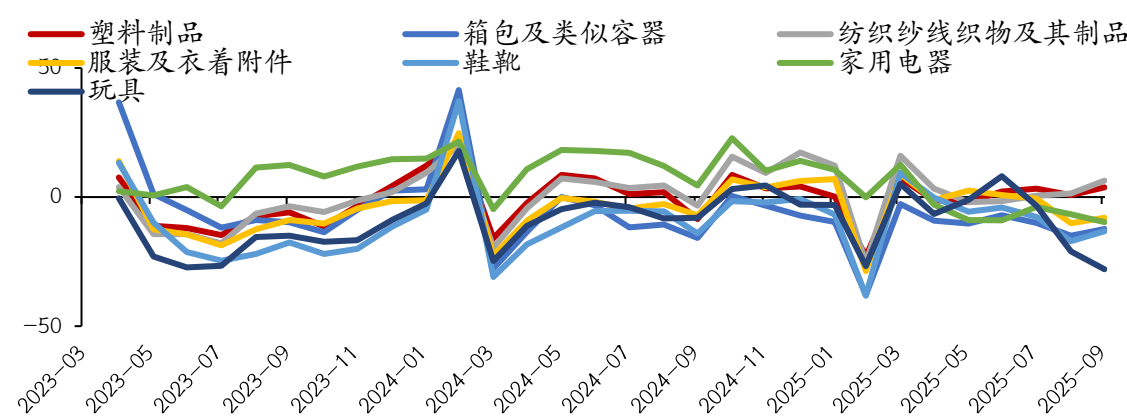
图表：中国对中国香港、东盟、印度、俄罗斯出口金额同比（%）



图表：中国出口高新技术产品金额同比（%）



图表：中国出口主要劳动密集型产品金额同比（%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

主要国家和商品进出口数据

图表：主要进出口数据

名称(当月同比)	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12
出口金额（按美元计）	8.3	4.3	7.1	5.8	4.7	8.0	12.2	-3.1	5.9	10.7
进口金额（按美元计）	7.4	1.2	4.1	1.1	-3.4	-0.3	-4.3	1.6	-16.3	0.8
贸易差额（按美元计）	904.5	1,022.6	979.2	1,144.1	1,028.9	959.3	1,020.2	311.6	1,380.4	1,051.8
出口金额:美国	-27.0	-33.1	-21.7	-16.1	-34.5	-21.0	9.1	-9.8	12.1	15.6
出口金额:欧盟	14.2	10.4	9.2	7.6	12.0	8.3	10.3	-11.5	10.8	8.8
出口金额:英国	12.2	10.2	7.5	10.8	15.6	2.5	16.3	-13.9	15.5	3.1
出口金额:日本	1.8	6.7	2.4	6.6	6.2	7.8	6.7	0.5	0.8	-4.2
出口金额:韩国	7.0	-1.4	4.6	-6.7	-1.2	-0.3	-0.9	-2.8	-2.7	4.0
出口金额:俄罗斯	-21.1	-16.7	-9.1	-16.2	-10.8	-2.7	1.9	-23.5	-0.7	5.5
出口金额:东南亚	15.6	22.5	16.6	16.9	14.8	20.8	11.6	8.8	3.2	18.9
出口金额:印度	14.4	9.1	9.8	9.4	12.5	21.7	27.3	7.8	7.5	0.0
出口金额:中国香港	19.4	17.2	10.7	16.7	11.4	8.8	7.8	42.8	-14.5	-7.6
名称(当月同比)	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2024-12	2024-11	2024-10
出口数量:未锻轧铝及铝材	-7.3	-10.2	-7.7	-19.8	-3.1	-0.4	-1.2	3.1	36.6	31.1
出口数量:钢材	3.1	0.2	25.7	10.7	9.8	13.4	5.8	25.9	15.9	40.8
出口数量:肥料	68.1	26.2	85.7	44.9	21.4	20.7	26.9	22.3	-0.9	-4.7
出口数量:稀土	-4.3	22.6	21.4	60.3	-5.7	4.8	20.3	-3.3	5.0	10.8
出口数量:成品油	-1.0	8.4	7.2	-0.6	-17.6	10.1	-12.9	-19.5	3.0	-23.4
出口数量:粮食	74.9	7.1	25.2	36.3	58.9	54.3	60.2	-42.2	-16.0	11.8
出口数量:水产品	12.6	0.4	9.2	7.5	7.7	10.8	22.3	22.1	16.7	14.4
进口数量:纸浆	10.3	-5.5	23.8	16.3	6.9	-10.3	2.5	-8.8	-13.2	-12.5
进口数量:未锻轧铜及铜材	1.4	2.4	9.5	6.4	-16.8	0.1	-1.5	21.8	-4.2	1.3
进口数量:天然及合成橡胶(包括胶乳)	20.8	7.8	3.5	27.2	25.3	31.1	16.7	11.3	3.9	4.7
进口数量:天然气	-7.9	0.8	-2.1	1.1	-10.8	-6.1	-14.9	-8.6	-1.4	20.0
进口数量:天然气	-11.9	-25.2	24.2	13.8	-30.2	-37.2	-33.7	-30.8	-2.0	-4.7
进口数量:原油	3.9	0.8	11.5	7.4	-0.8	7.5	4.8	-1.1	14.3	-8.7
进口数量:大豆	13.2	1.1	18.4	10.3	36.2	-29.1	-36.8	-19.2	-9.7	56.8
进口数量:铁矿砂及其精矿	11.7	3.8	1.8	8.5	-3.8	1.3	-6.7	11.5	-0.9	4.5

资料来源：Wind，光大期货研究所

分析师介绍

- 于洁，上海外国语大学金融硕士，历任混沌天成期货宏观分析师，现任光大期货宏观分析师。期货从业资格号：F03088671；期货交易咨询资格号：Z0016642。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼6楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。