



2025年10月20日

三季度GDP增速放缓符合预期，关注财政工具成效

——国内观察：2025年三季度GDP及9月经济数据

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

李嘉豪

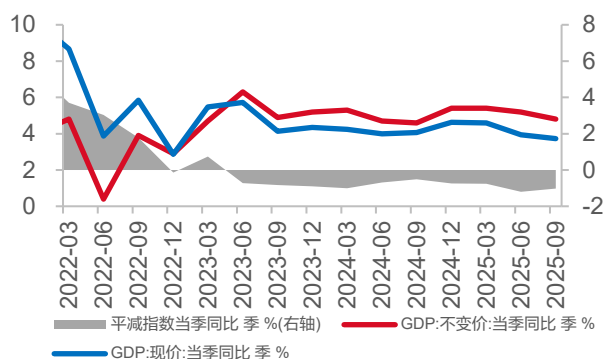
lijiah@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**10月20日，国家统计局公布三季度GDP数据及9月经济数据。Q3GDP不变价当季同比4.8%，前值5.2%。9月社零总额当月同比3.0%，前值3.4%；固投累计同比-0.5%，前值0.5%；规上工业增加值同比6.5%，前值5.2%。
- **核心观点：**三季度GDP增速回落，基本在预期之内，而主要拖累来自于投资增速的下滑，包含服务在内的整体消费偏稳，出口也具备较强韧性。年内来看，实现5%的增长目标难度不大，增量政策在方向上可能兼顾长短；若后续中美贸易谈判顺利，外需维持稳定，大规模需求端政策出台的可能性或下降。但美联储重启降息仍能打开国内政策想象空间，结合扩内需以及呵护价格水平回升的需要，预计年内仍有降准和降息的可能。短期来看，关注5000亿元准财政工具以及5000亿元地方政府债务结存限额对投资端实物工作量形成的带动。
- **实际GDP增速符合预期，平减指数降幅收窄。**2025Q3GDP不变价当季同比4.8%，较Q2回落0.4个百分点，略高于Wind一致预期的4.76%。GDP增速的回落，拖累或主要来自于三季度以来投资端增速的明显下滑，而消费方面服务虽然稳固，但补贴退坡下实物消费有所回落，出口结构多元化下的韧性是主要支撑。2025Q3名义GDP同比3.73%，延续年内回落的趋势，但受益于反内卷的催化，平减指数自2024Q3以来首次降幅收窄。从三大需求来看，2025Q3最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对GDP的拉动分别为2.7pct、0.9pct、1.2pct，分别较前值-0.02pct、-0.38pct、+0.00pct。
- **四季度增量政策或仍兼顾长短。**2025Q3GDP不变价累计同比5.2%，Q4可能仅需4.7%左右，即可实现全年5%的既定增长目标，难度可能不大，这意味着增量政策方向可能仍为兼顾长短。
- **第四批补贴资金下达，四季度商品零售有望趋稳。**9月社零季调环比-0.18%，低于近4年同期均值的0.38%，同比已连续4个月回落。结构上来看，当月商品零售以及餐饮收入增速均有所放缓。补贴力度退坡，以旧换新品类对社零的贡献率继续回落，不包含汽车的贡献率降至15.95%。往后来看，四季度以旧换新品类增速回落的斜率可能放缓。资金方面，9月底发改委表示年内第四批690亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金已下达，有望为“双十一”大促形成支撑。此外，对于未来补贴力度下滑的预期，可能会进一步促进需求前置，同时明年起新能源汽车购置税从减免调整为减半征收也会使购车需求提前。
- **出口带动下工业生产提速。**9月规模以上工业增加值季调环比0.64%，高于近5年同期均值的0.58%，同比反弹至6.5%。一是出口带动生产较为明显，9月出口交货值由前值的-0.4%升至3.8%，沿海地区浙江、广东分别由8月下降转为增长5.4%、2.8%，江苏、福建分别增长6.8%、5.2%。二是高技术制造业支撑，10月增速回升至两位数以上，高于整体工业增加值增速3.8个百分点。分行业来看，增速提升较为明显的有油气开采、通用设备、汽车、食品、医药、酒饮料等。从主要工业品产量来看，汽车已连续两个月维持两位数以上增长。
- **固定资产投资累计同比转负。**9月固投累计同比-0.5%，为2020年7月以来新低，连续6个月回落，据我们测算的当月同比连续4个月负增长。民间投资拖累依然比较明显，9月隐含的当月同比降至-8.9%。

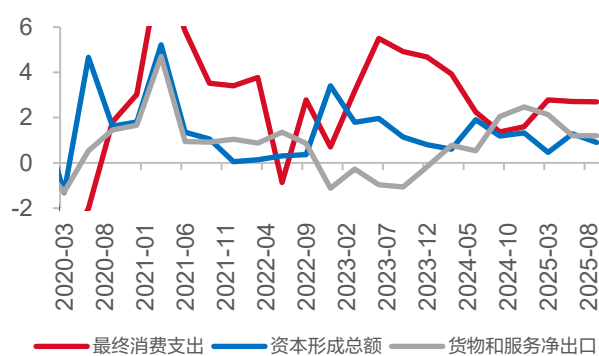
- **财政发力下，基建投资后续低位回升的概率较大。**9月当月，广义基建、狭义基建投资增速分别回落至-8.0%和-4.7%，高基数下水利投资的支撑力明显下降，9月累计同比降至3.0%，去年同期为37.1%，而这一影响可能持续至明年上半年。往后来看，5000亿元准财政工具的落地以及5000亿元地方政府债务结存限额的下达，相比去年来看，扩大了用于建设的使用范围，四季度财政资金发力下，基建投资低位回升的概率较大。
- **制造业投资延续回落。**制造业投资当月同比降至-1.9%，连续3个月负增长。一是设备更新支撑的力度边际减弱，累计同比由3月的19%降至9月的14%。二是“反内卷”预期对制造业资本开支的影响。从主要行业来看，多数行业累计同比增速均有所回落，其中运输设备、食品制造、农副食品、金属制品等，不过以上行业均高于整体增速。增速偏低的行业如电气机械、化学原料等多为“反内卷”整治的重点行业。
- **地产压力上升。**9月新建商品房销售当月同比-10.54%，与前值基本持平，房地产投资当月同比降至-20.27%。地产四季度最大的压力还是来自于基数的抬升，去年在924政策提振下，四季度地产销售增速回升较为明显。虽然一线城市在近期新一轮的地产政策优化下，9月销售端有所修复，但截至19日，10月当月30城新建商品房销售面积同比仍为-20.73%，依然维持低位。为巩固房地产市场止跌回稳，四季度依然处在政策窗口期。
- **风险提示：政策落地不及预期；关税政策的不确定性；美国财政风险；地缘政治局势风险。**

图1 GDP 不变价、现价当季同比增速，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 三大需求对 GDP 的拉动，%



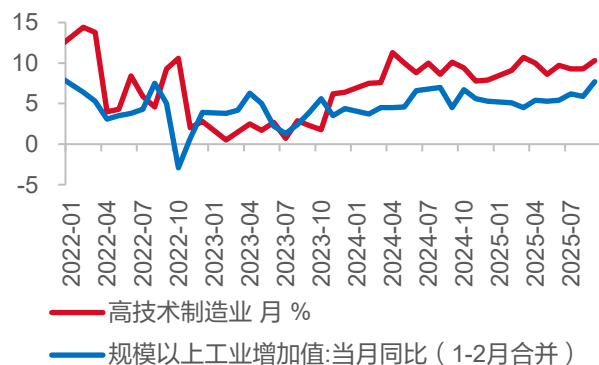
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 规模以上工业增加值当月同比，%



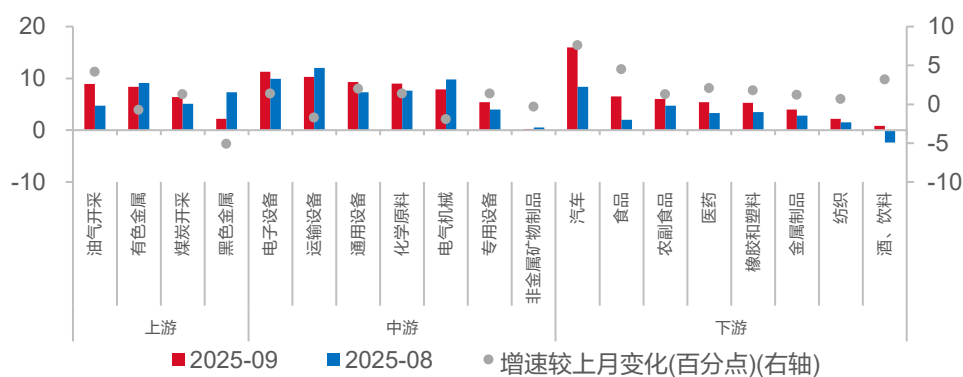
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 高技术制造业增加值当月同比，%



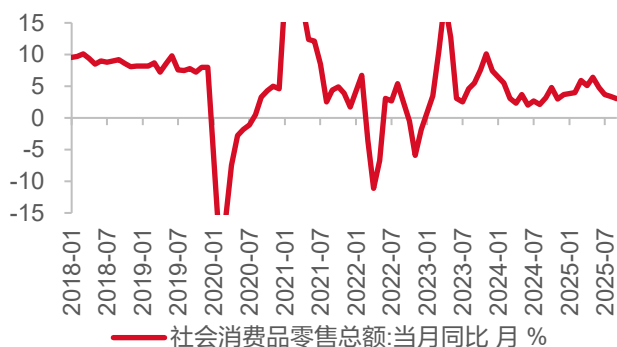
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 分行业工业增加值当月同比，%，%



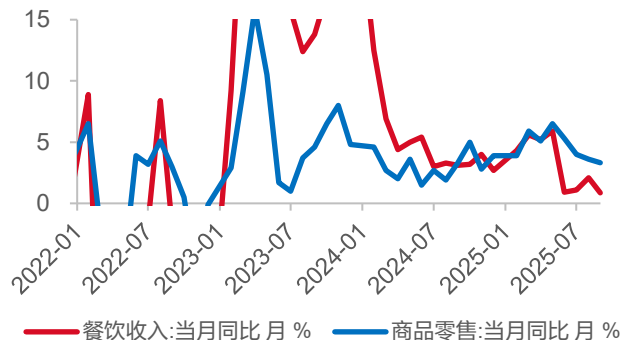
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 社会消费品零售总额当月同比, %



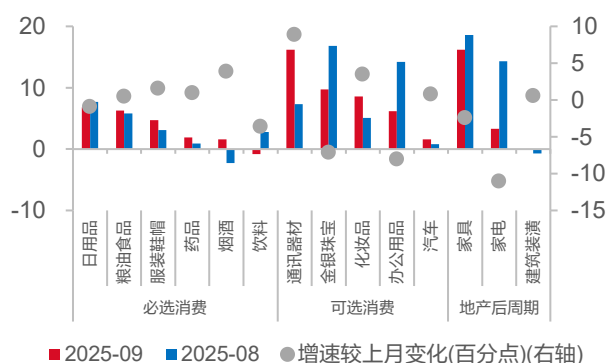
资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

图7 餐饮收入及商品零售当月同比, %



资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

图8 社零主要分项当月同比及较上月变化, %, %



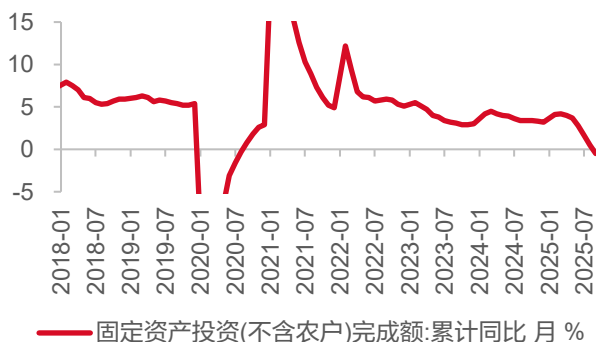
资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

图9 除汽车以外的消费品零售总额当月同比, %



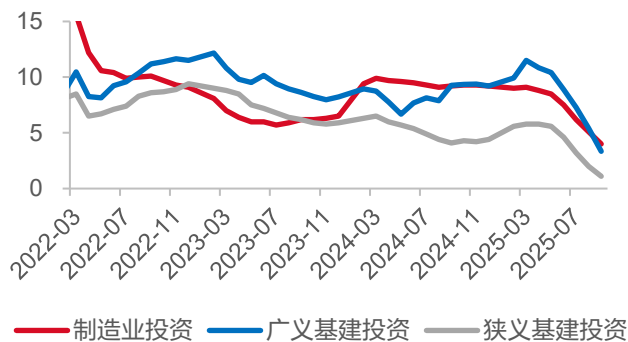
资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

图10 固定资产投资完成额累计同比, %



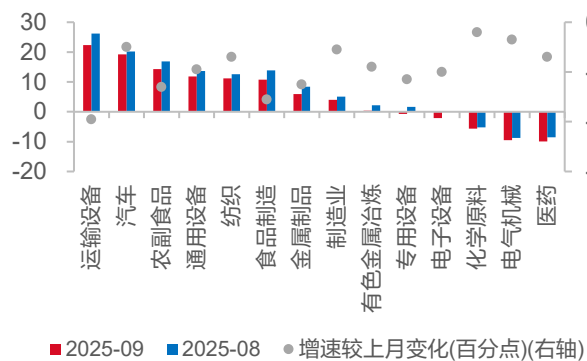
资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

图11 制造业、基建投资累计同比, %



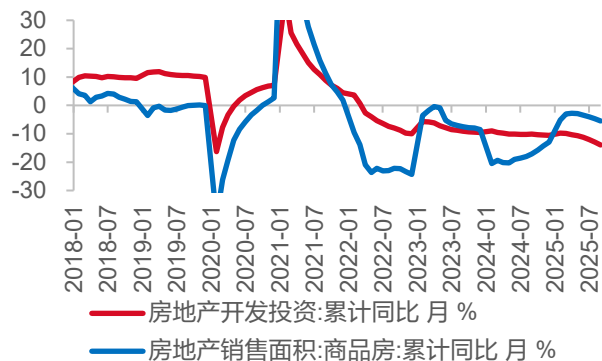
资料来源:国家统计局, 东海证券研究所

图12 分行业制造业投资累计同比，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图13 房地产开发投资、商品房销售面积累计同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089