

宏观点评 20251020

经济“温差”如何影响宏观调控？——三季度和9月经济数据点评

2025年10月20日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

相关研究

《黄金价格创新高后，未来怎么看？》

2025-10-20

《基数走高对经济读数的影响进一步凸显》

2025-10-20

■ 10月15日，国家统计局发布三季度和9月经济数据，GDP增速维持韧性，预计可顺利完成全年5%增长目标。具体来看，三季度GDP同比4.8%，前三季度累计同比增长5.2%。供给侧，9月工业增加值同比6.5%（前值5.2%），Wind一致预期5.2%，服务业生产指数同比5.6%（前值5.6%）。需求侧，外需再超预期，出口同比8.3%（前值4.3%），高于Wind一致预期5.9%；内需则延续承压，社零同比3.0%（前值3.4%），低于Wind一致预期3.1%，固投累计同比-0.5%（前值+0.5%），低于Wind一致预期0%。

■ （1）为何三季度GDP增速好于需求？Q3固投平均同比增速从Q2的2.3%降至-6.1%、社零平均同比增速从5.4%降至3.4%，出口持平于Q2，但GDP同比增速仅从5.2%下降至4.8%，为何GDP同比增速好于需求表现？这是因为我国季度GDP核算是用生产法，所以短期在供给跟需求指标分化时，会更偏向供给。虽然国内需求指标压力加大，但三季度生产降幅较小，工业增加值从Q2的平均同比增速6.2%降至Q3的5.8%，服务业生产指数从6.1%降至5.7%，GDP同比增速降幅与工业服务业生产降幅基本一致。

■ （2）GDP增速好于需求指标会带来什么影响？最大的影响是价格压力。三季度实际GDP同比增速达到4.8%，名义GDP同比增速为3.7%，GDP平减指数为-1.1%。三季度主要是两股力量支配着物价走势，一方面是供需分化使得价格下行压力加大，另一方面“反内卷”政策落地，有助于促进物价合理回升。从结果来看，GDP平减指数从Q2的-1.3%收窄至Q3的-1.1%，代表“反内卷”的政策力量影响更大。但是，如果供需分化持续，同时“反内卷”政策没有进一步加码的话，四季度价格压力可能会加大。

■ （3）怎么看经济的“温差”？供需分化的“温差”影响着宏观调控的施策。国庆期间，“钟才文”在《人民日报》发文指出“我们要通过改革发力、政策给力，着力缩小‘温差’”。当前宏观政策需要更聚焦“不热”的方面，四季度可能是相关政策的落地期。一是降准降息仍有可能。尽管10月期待落空，但在内需承压的情况下，今年内仍有货币政策总量宽松的可能，以降低融资成本、促进需求回升。二是“两个五千亿”落地拉动投资增速回升。近期5000亿政策性金融工具和5000亿限额以下专项债先后落地，可以对投资起到一定拉动作用。如政策性银行披露，截至10月17日，国开行完成1893.5亿元新型政策性金融工具投放，预计可拉动项目总投资超2.8万亿元；农发行完成1001.1亿元新型政策性金融工具投放，预计可拉动项目总投资超1.26万亿元。

■ 其他方面关注如下：

■ （1）部分行业投资下降，从分母端推动产能利用率回升。Q3工业产能利用率从Q2的74%回升至74.6%，一方面是季节性回升，过去五年（2020-2024年）Q3平均回升0.56个点；另一方面，是反内卷政策对产能和价格的改善起到了一定作用。分行业来看，主要是装备制造业产能利用率回升的贡献。如汽车制造业环比回升2个点、电气机械环比回升1.4个点、计算机电子环比回升1.7个点。其中，电气机械和计算机电子在投资端都表现出“控产能”的特点，前9个月投资累计同比增速分别为-9.5%和-2.1%，投资增速下降有助于从分母端推升产能利用率。

■ （2）社零增速从8月的3.4%降至9月的3.0%，三类消费影响较大：一是“以旧换新”部分产品增速下行，6种补贴品平均同比增速从9.1%降至7.2%，其中通讯器材销售同比增速大幅上升，其他产品大多下降。二是餐饮收入同比增速从2.1%回落至0.9%。三是金银珠宝消费同比增速从16.8%降至9.7%，金银珠宝消费大趋势跟黄金价格比较一致，但月度之间经常出现波折。

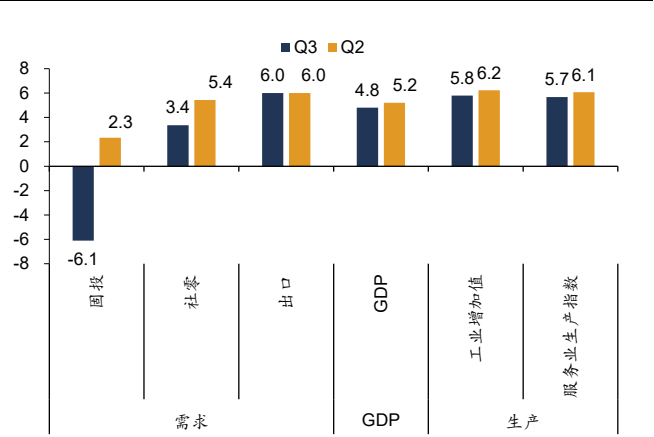
- **(3)从人均收支来看：①财产性收入承压。**人均收入增速从Q2的5.1%降至Q3的4.5%，值得关注的是财产净收入增速从2.3%降至-0.3%，反映出Q3房价压力的边际加大。
- **②人均消费并没有表现出“以旧换新”增速下降的趋势，可能是样本局限，社零数据通常更准。**人均消费同比增速从Q2的5.2%降至Q3的3.4%，对应的消费倾向降至68.1%，低于去年同期（68.9%）。分类别来看，代表“以旧换新”的耐用品相关大类消费增速并未下降，生活用品与服务消费当季同比增速从Q2的8.1%回升至Q3的10.8%、交通和通讯从Q2的6.3%回升至Q3的8.2%。考虑到社零是所有限额以上企业样本、人均消费是比例更低的家庭抽样，社零数据可能更准。
- **③服务消费增速高于商品消费。**不论是人均服务消费支出，还是服务零售，相同的是Q3增速都低于Q2。不同的是，Q3人均服务消费支出同比增速2.8%，低于商品消费；但从服务零售来看，三季度同比增速高于商品零售。服务零售3月累计同比增速5.0%、6月累计同比增速5.3%、9月累计同比增速5.2%，推测三个季度当季同比增速分别为5.0%、5.6%、5.0%，而Q3商品零售同比增速仅为3.6%。跟“以旧换新”一样，我们认为仍然是零售数据准确度更高，三季度服务消费同比增速可能高于商品消费。
- **(4)投资累计同比增速从8月的0.5%降至9月的-0.5%，分项来看：**房地产投资累计同比增速从-12.9%降至-13.9%，广义基建投资累计同比增速从5.4%降至3.4%，制造业投资累计同比增速从5.1%降至4%。预计随着“两个五万亿”资金落地，年末投资同比增速有望回升。
- **风险提示：**房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

表1：9月经济数据概览（当期同比，%）

时间	生产		需求							时间	通胀	
	工业增加值	服务业生产	社零	固定资产投资	房地产投资	制造业投资	基建投资	出口	进口		CPI	PPI
2025-09	6.5	5.6	3.0	-6.8	-21.2	-1.9	-8.0	8.3	7.4	2025-09	-0.3	-2.3
2025-08	5.2	5.6	3.4	-6.3	-19.4	-1.3	-6.4	4.3	1.2	2025-08	-0.4	-2.9
2025-07	5.7	5.8	3.7	-5.2	-17.2	-0.3	-1.9	7.1	4.1	2025-07	0.0	-3.6
2025-06	6.8	6.0	4.8	0.5	-12.9	5.1	5.3	5.8	1.1	2025-06	0.1	-3.6
2025-05	5.8	6.2	6.4	2.9	-12.0	7.8	9.2	4.7	-3.4	2025-05	-0.1	-3.3
2025-04	6.1	6.0	5.1	3.6	-11.3	8.2	9.6	8.0	-0.3	2025-04	-0.1	-2.7

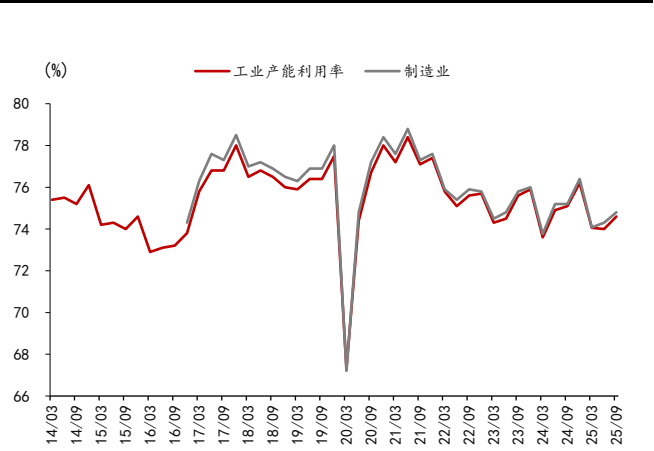
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：供需分化（%）



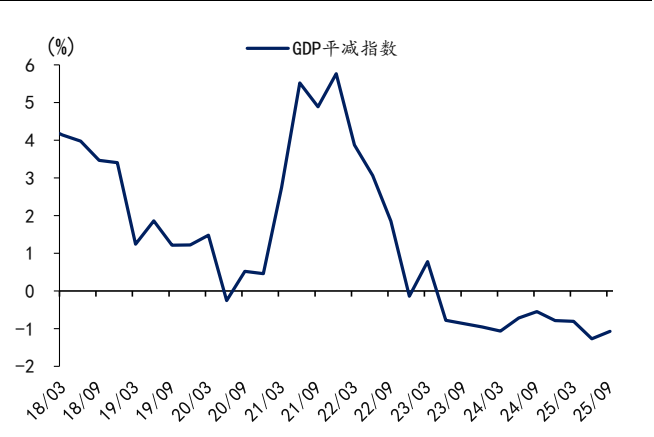
数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：均为当季平均增速

图3：工业产能利用率回升



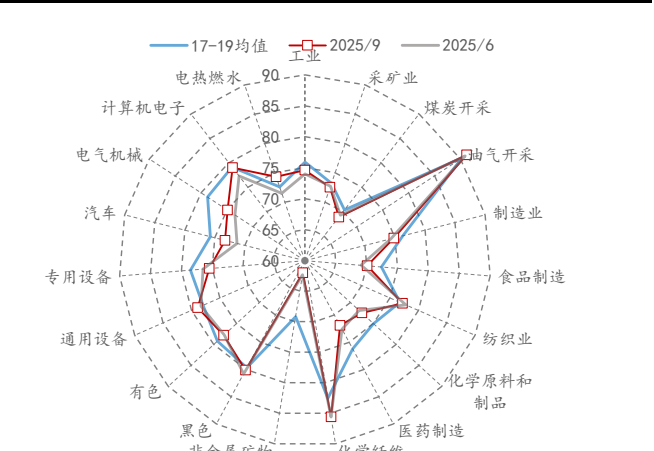
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：价格压力仍然较大



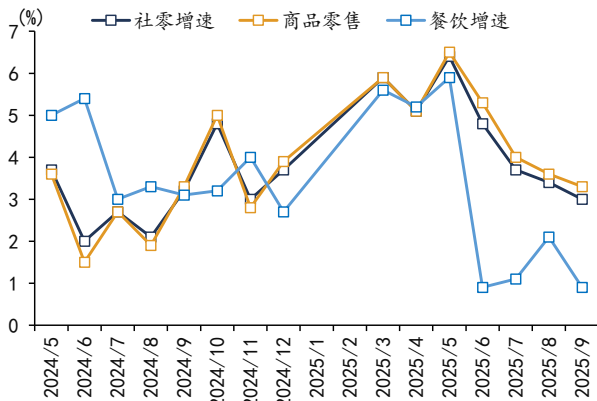
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：分行业的产能利用率（%）



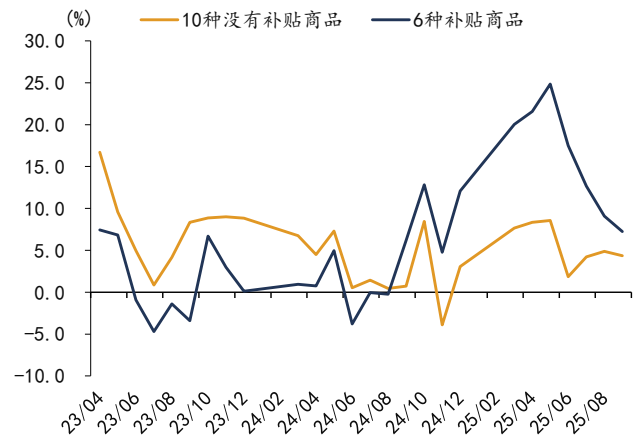
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：餐饮当月同比再度回落



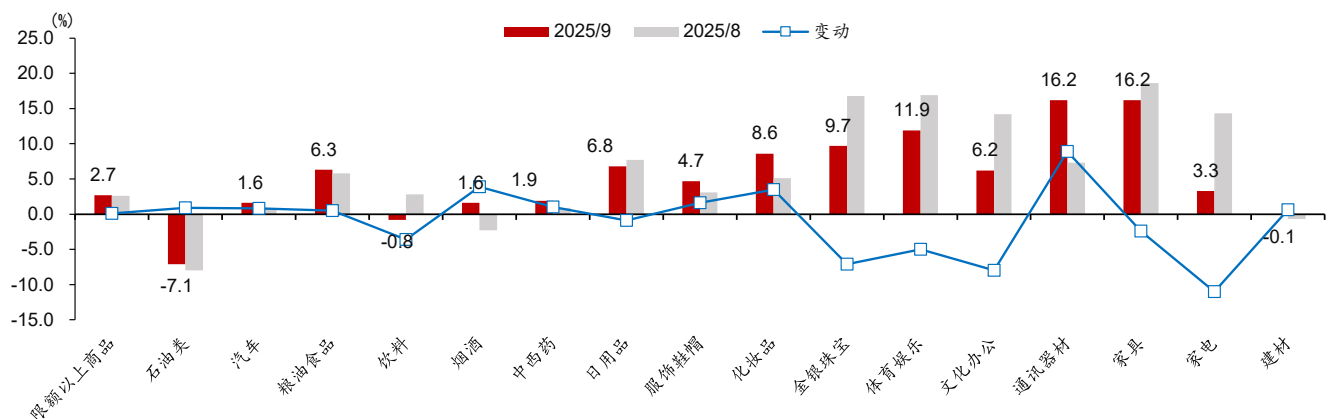
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：“以旧换新”补贴品销售当月同比增速有所下行



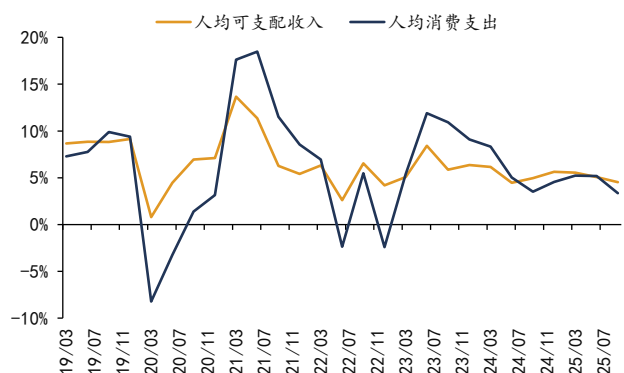
数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：均为各种商品销售增速的简单平均值

图7：分产品的限额以上商品当月同比零售增速



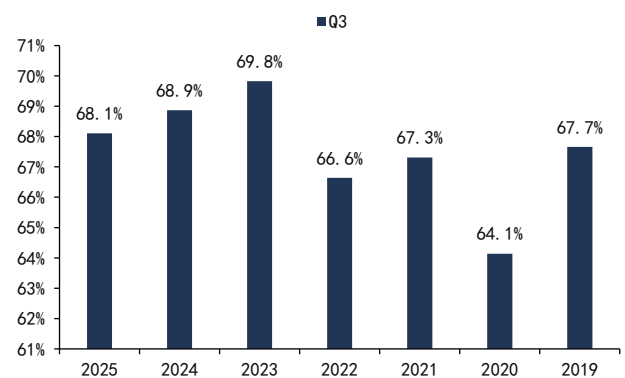
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：人均收入和消费支出增速



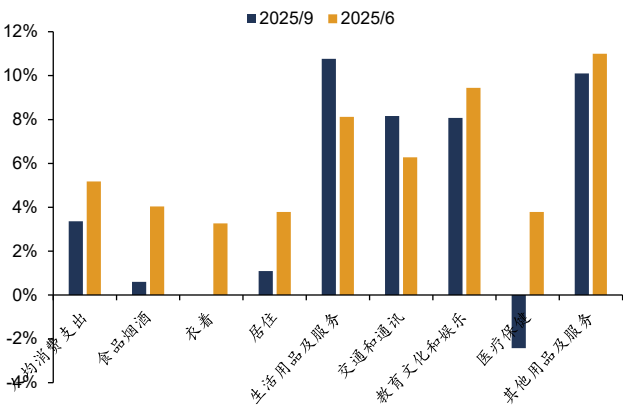
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：三季度消费倾向



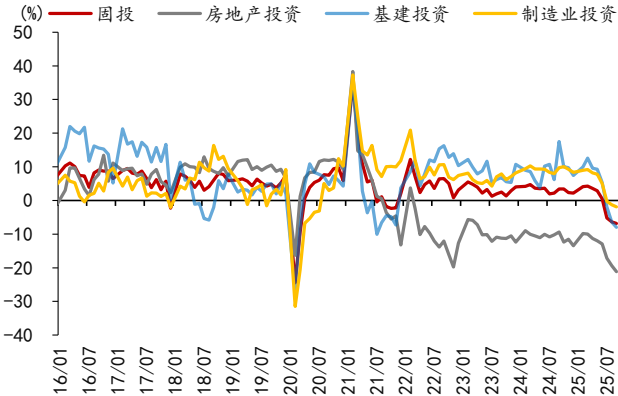
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：分种类的消费支出当季增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：固定资产投资及主要分项的增速（当月同比）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>