



9 月经济数据预测

宏观经济点评
 证券研究报告

宏观经济组

分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

sunyongle@gjzq.com.cn

9 月经济数据预测

9 月基于高频数据预计当月 GDP 增速在 4.8% 左右，结合 7、8 月份数据预计三季度 GDP 同比增速在 4.9% 左右，增速跌破 5%。

今年国庆中秋人均消费 911 元，人均消费修复至 2019 年的 97%。近三年国庆假期人均消费整体稳定（2023 年也是国庆中秋连假），但出行人数的持续上行，带来了更高的消费总量。

考虑到在 11 月之前，中美或进行谈判，我们认为此次关税大概率不会全面实施，而是会通过谈判逐渐解决，关注后续中美谈判进展。周五美股主要股指均回调，VIX 指数最高升至 22.44，显著低于对等关税后的高点。中国资产方面，A 股、港股各指数估值整体仍处于合理区间。

虽然第四批以旧换新资金下达，但是多地还在收紧补贴范围，10 月 7 日温州商务局发文表示自 2025 年 10 月 10 日 24 时起，全市范围内暂停实施汽车置换更新补贴政策。

风险提示

中美贸易摩擦、关税上调和全球供应链调整，或致出口波动及企业利润下滑等风险加大

全球地缘政治局势变化及国际市场波动，可能持续影响大宗商品价格及相关行业经营

关注后续国内基本面变化，跟踪出口后续景气度波动以及对经济的影响



9月数据怎么看？

9月基于高频数据预计当月GDP增速在4.8%左右，结合7、8月份数据预计三季度GDP同比增速在4.9%左右，增速跌破5%。工业生产方面，9月历来是生产大月，叠加去年中秋在9月，中秋错位使得9月工作日比去年多2天（调休），预计工业生产环比好转，同比增速在5.3%左右。

9月价格表现偏弱，主要大宗商品价格环比下行，但在低基数作用下，预计PPI同比增速小幅回升-2.5%。菜篮子价格环比明显好转的，核心CPI同比有望维持韧性，CPI同比增速小幅回升至-0.1%左右。

随着以旧换新补贴力度继续退坡，叠加去年9月相关商品同比基数偏高，预计9月消费增速明显回落，社零同比或在2.8%左右，关注后续社零增速进一步回落的压力。高频数据显示港口集装箱/货物吞吐量维持高位，考虑到去年基数较低，预计本月出口增速在5.8%左右。基于高频数据，预计本月固投当月同比增速上行，但累计同比增速继续偏弱，预计9月固投累计同比增速在-0.6%左右。

9月政府债对社融增速的支持力度减弱，预计社融同比增速回落至8.6%左右。

图表1：9月经济数据预测（单位：%）

指标		2025-04	2025-05	2025-06	2025-07	2025-08	2025年9月（E）	较前值
当季值	现价GDP	3.9			3.6			
	实际GDP	5.2			4.9			
当月同比	PMI	49.0	49.5	49.7	49.3	49.4	49.8	0.4
	工业增加值	6.1	5.8	6.8	5.7	5.2	5.3	0.1
	社会消费品零售	5.1	6.4	4.8	3.7	3.4	2.8	-0.6
	出口（美元）	8.0	4.7	5.8	7.1	4.4	5.8	1.4
	CPI	-0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.4	-0.1	0.3
	PPI	-2.7	-3.3	-3.6	-3.6	-2.9	-2.5	0.4
	M2	8.0	7.9	8.3	8.8	8.8	8.6	-0.2
	存量社融	8.7	8.7	8.9	9.0	8.8	8.6	-0.2
累计同比	固定资产投资	4.0	3.7	2.8	1.6	0.5	-0.6	-1.1
	房地产投资	-10.3	-10.7	-11.2	-12.0	-12.9	-13.3	-0.4
	制造业	8.8	8.5	7.5	6.2	5.1	4.1	-1.0
	基建	10.9	10.4	8.9	7.3	5.4	4.0	-1.4
当月值	新增实体信贷（亿元）	2800.0	6200.0	22400.0	-500.0	5900.0	14500.0	

来源：wind，国金证券研究所

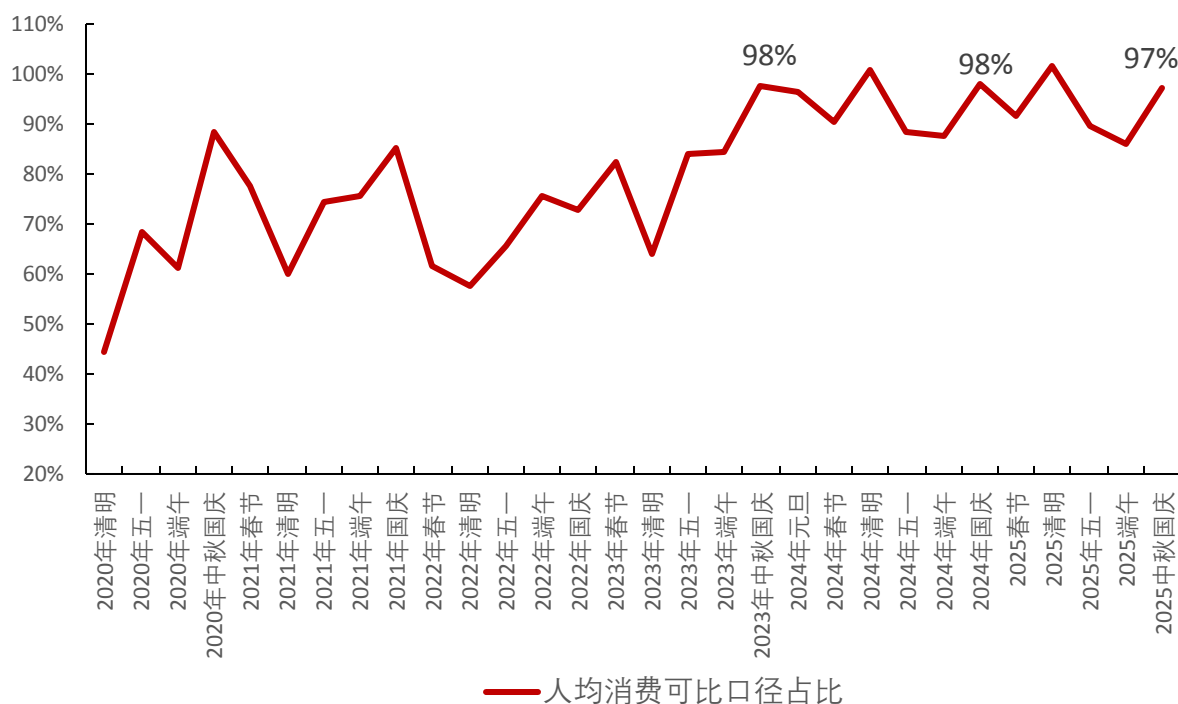
国庆假期数据回顾

经文化和旅游部数据中心测算，国庆中秋假日8天，全国国内出游8.88亿人次，较2024年国庆节假日7天增加1.23亿人次；国内出游总花费8090.06亿元，较2024年国庆节假日7天增加1081.89亿元。今年国庆中秋人均消费911元，人均消费修复至2019年的97%。近三年国庆假期人均消费整体稳定（2023年也是国庆中秋连假），但出行人数的持续上行，带来了更高的消费总量。在本次国庆消费中，县域游、出境游表现亮眼，假期日均出入境204.3万人次，增长11.5%。美团旅行数据显示，假期县域旅游消费预订单量较去年同期增长51%。

另外，海口免税消费表现亮眼，据海口海关统计，今年中秋国庆双节假期期间（10月1日至10月8日），海口海关共监管离岛免税销售金额9.44亿元，购物人数12.29万人次，人均购物金额7685元，比去年同期分别增长13.6%、3.2%、10%，免税购物热潮持续升温。三亚市商务局统计，全市四家离岛免税店假期八天累计销售额6.7亿元，同比增长20.5%。



图表2：国庆人均消费情况（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

中美关税再起波澜，美股闻声回调

9月25日美国总统宣布自10月1日起，美国将对多类进口产品实施新一轮高额关税，包括对厨房橱柜、浴室洗手台及相关建材征收50%关税，对进口家具征收30%关税，并对专利及品牌药品加征100%关税。

这拉开了中美新一轮贸易摩擦的序幕。此后，2025年9月29日，美国商务部工业与安全局发布重要新规，正式在《出口管理条例》（EAR）下引入“50%规则”，将针对实体清单、军事最终用户清单SDN清单特定实体1的出口管制措施的效力，自动延伸至由一个或多个列名实体合计持股50%及以上的未列名附属公司。10月3日，美国海关与边境保护局（CBP）发布了关于第301条款船舶费用的指导意见，对中国船舶征收费用。

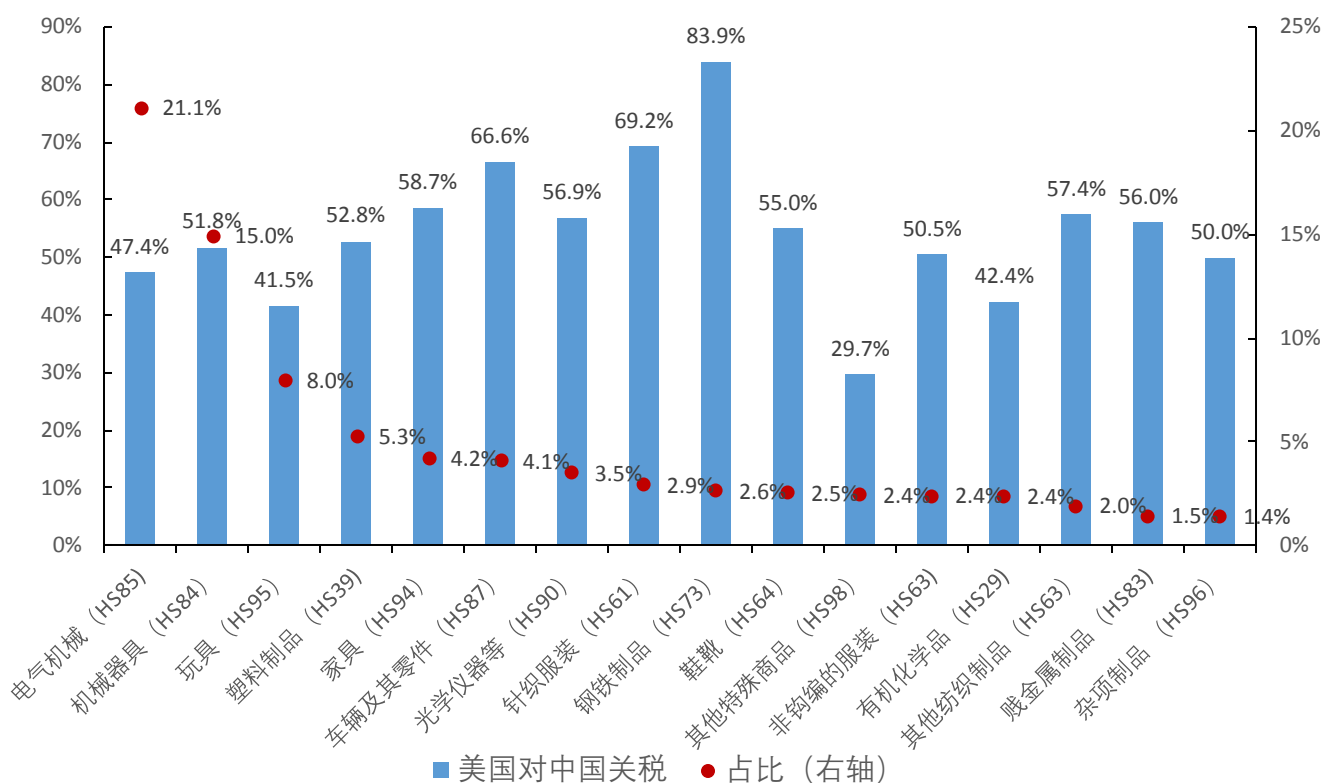
与此同时，中国也做出反制措施，10月9日，中国商务部宣布收紧对稀土及相关技术与设备的出口管制。10月10日中国宣布从10月14日起对停靠中国港口的美国船只实施分阶段费用。随后，美国总统特朗普通过社交媒体平台宣布，计划自11月1日起对所有中国商品加征100%的新关税。

考虑到在11月之前，中美或进行谈判，我们认为此次关税大概率不会全面实施，而是会通过谈判逐渐解决，关注后续中美谈判进展。

市场方面，周五美股主要股指均回调，标普500跌2.7%，波动率VIX指数最高升至22.44，但显著低于4月初对等关税落地后的高点。贸易摩擦担忧是短期催化剂，但高估值和AI叙事向债务泡沫演绎的风险可能是美股回调的核心驱动。中国资产方面，A股、港股各指数估值整体处于合理区间：沪深300、创业板指数市盈率分别位于近五年85%、59%分位数，恒生指数、恒生科技市盈率分别位于近五年82%、36%分位数。

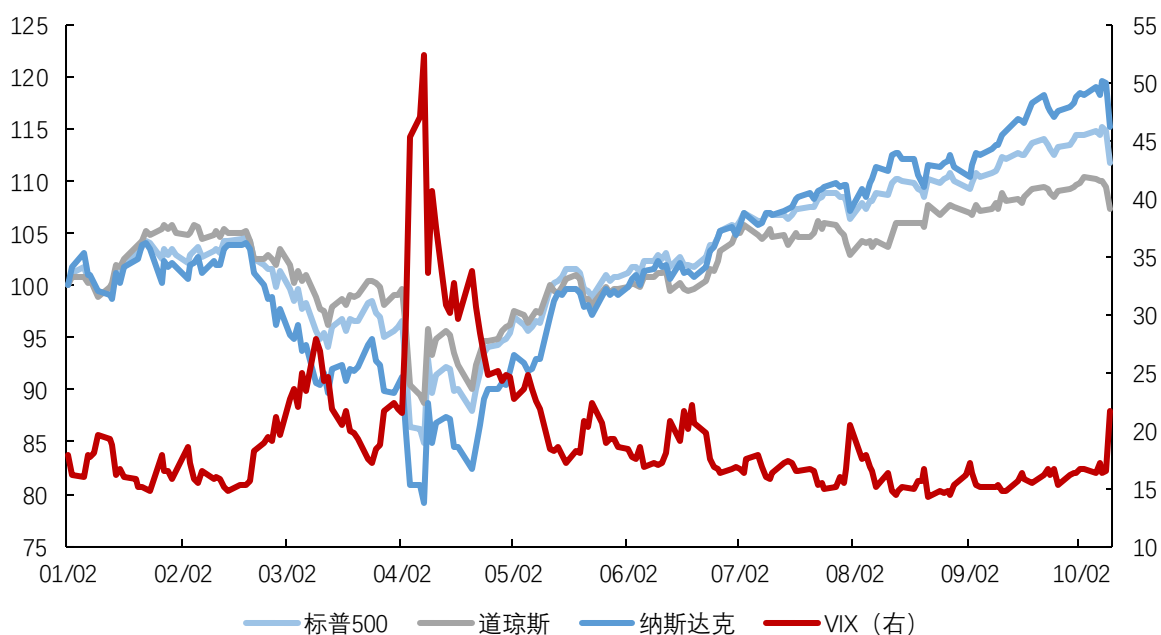


图表3：美国对中国细分商品的实际关税税率（单位：%）



来源：乘联分会，国金证券研究所

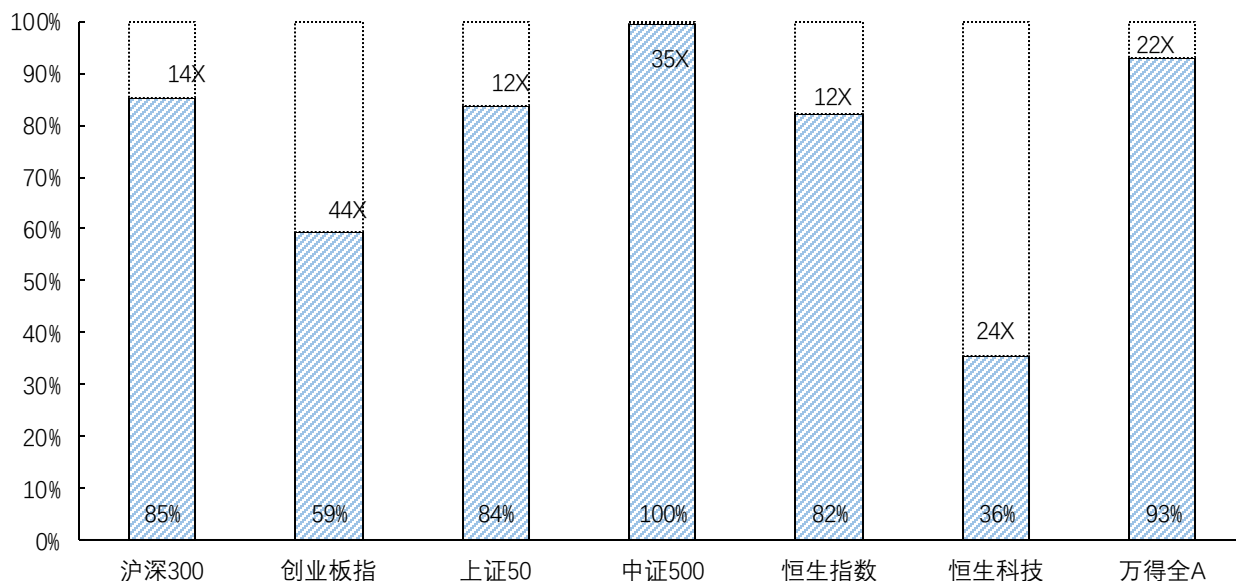
图表4：本周美股三大股指回调 (2025/1/2=100)，VIX 指数上升



来源：Wind，国金证券研究所



图表5: A股、港股主要股指市盈率及分位数水平



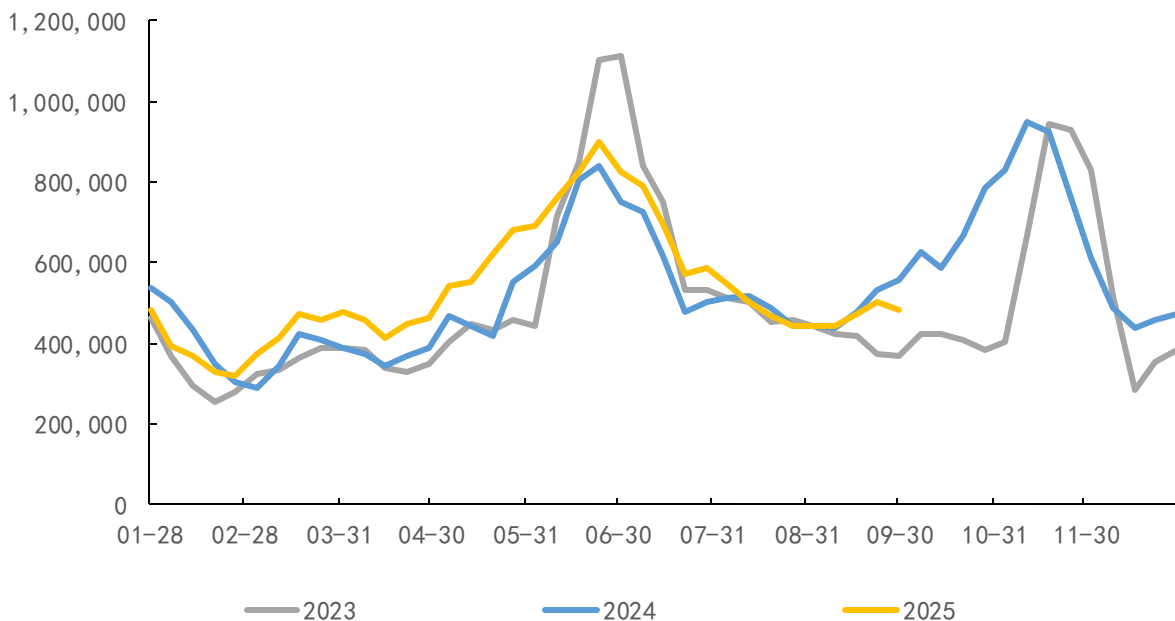
来源: Wind, 国金证券研究所

第四批依旧换新资金落地

9月末发改委会同财政部，向地方下达了今年第四批690亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金，至此，全年3000亿元中央资金已全部下达。但是需要关注，虽然第四批以旧换新资金下达，但是多地还在收紧补贴范围，10月7日温州商务局发文表示自2025年10月10日24时起，全市范围内暂停实施汽车置换更新补贴政策。海南商务厅表示自2025年10月6日0时起暂停2025年海南省汽车置换更新补贴政策。9月30日山西省表示自2025年10月8日24:00起暂停家装厨卫、电动自行车消费品以旧换新活动补贴，暂停汽车置换更新补贴。

需要关注的是，随着去年基数效应上行，9月末主要家电消费同比已经转负。后续随着基数进一步上行，社零同比增速或面临较大下滑压力。

图表6: 8类家电消费情况 (单位: %)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所



风险提示

中美贸易摩擦、关税上调和全球供应链调整，或致后续企业利润下滑等风险加大
全球地缘政治局势变化及国际市场波动，可能持续影响大宗商品价格及相关行业经营
关注后续国内基本面变化，跟踪出口后续景气度波动以及对经济的影响



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究