

9 月经济：如何影响四季度政策布局？

2025 年 09 月 25 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@glms.com.cn

分析师：钟渝梅

执业证号：S0100525070001

邮箱：zhongyumei@glms.com.cn

➤ **一年前的“924”政策东风犹在耳畔，三季度经济冷暖几何，将如何为年末政策定调？**时隔一年，“924”政策组合拳已推动 A 股完成了从“破冰”到“慢牛”的生态蜕变，然而经济复苏仍面临内外交织的复杂局面：外部美国进口需求弱化、全球贸易动能趋弱；内部则需应对制造业投资逼近增长临界点、“两新”政策效应渐弱等压力。随着国庆长假临近，市场聚焦点也将从节前的政策预期，悄然转向节后的基本面表现，9 月经济数据的成色会为四季度是否加码政策留下关键悬念。在三季度经济数据“尘埃落定”之前，我们可以从以下几个方面见微知著：

➤ **出口：逆风彰显韧性，非美需求构筑支撑。**9 月低基数将为出口形成天然缓冲，出口增速的韧性不宜过分低估。同时，尽管美国进口需求自 9 月起回落，我国至美的集装箱船舶吨位也显示 9 月对美出口增速可能再度放缓，但整体观察，9 月我国港口集装箱吞吐量却在逆势抬升。这一反差既反映了非美经济体对我国出口的支撑作用，也凸显出我国贸易结构多元化进程的成效。

➤ **工业生产：双重约束下的谨慎平衡。**外需的疲软以及内部“反内卷”政策的推进，将共同压制企业扩产意愿。我们构建的工业景气度指标显示，9 月工业增加值同比增速继续放缓的概率较高。

➤ **然而，供给侧政策的调整对于工业价格来说却是“转机”。**自“反内卷”政策实施以来，PPI 同比增速便一直处于上行通道中，9 月南华工业品指数指向 PPI 同比降幅有望进一步收窄。需要警惕的是，在无有效需求支撑的情况下，价格从上游至下游的传导并非一帆风顺，价格指标的回稳基础尚不稳固。

➤ **相较之下，制造业 PMI 在 9 月季节性上涨动能较强。**作为环比指标，制造业 PMI 在 9 月通常随高温和极端天气的消退而季节性回升。我们的预测模型同样显示，9 月制造业 PMI 环比上升概率较高。

➤ **社零：政策效应渐褪色，高基数再设障。**9 月家电线上销售额与乘用车销量双双滑入负增长区间，随着“国补”的规范化以及资金池的告急，“两新”政策效应仍在递减。与此同时，9 月社零还面临一定的高基数压力，**增长放缓可能性较大。**在有效需求不足的背景下，CPI 增速的完全修复尚待时日。

➤ **除了汽车，今年商品房“金九银十”的成色也略显不足。**当前商品房成交面积仍在历史同期底部徘徊，“金九银十”开局略显平淡，**房地产下行压力暂未完全缓解。**值得注意的是，二手房成交面积仍具韧性，反映了房地产需求的结构变化。

➤ **制造业投资：“5%左右”临界点的政策赛跑。**作为今年经济增长的一大重要引擎，制造业投资 1-8 月累计同比增速已放缓至 5.1%，逼近“5%左右”的经济增长目标临界点。在“反内卷”和“稳外贸”的双重压力下，当前制造业民间投资意愿踟蹰不前，**此时亟待政策性金融工具的精准驰援、加大支持科技创新和产业发展的力度，为制造业投资提供更多“稳增长”动能。**

➤ **基建投资：“风雨之后现彩虹”？**受到极端天气、以及基建项目融资受阻（新增专项债向化债“偏倚”、财政支出向民生“偏倚”）的影响，此前基建增速下行

相关研究

- 1.海外市场点评：元首通话后的市场叙事-2025/09/20
- 2.2025 年 8 月财政数据点评：股市高涨对财政收入影响几何？-2025/09/18
- 3.美联储政策观察：9 月美联储：注定“两难”的降息-2025/09/17
- 4.2025 年 8 月经济数据点评：8 月经济：逆风破局的政策信号-2025/09/15
- 5.宏观经济点评：降息周的市场悬念-2025/09/14

压力较大。不过，随着天气扰动的褪去，9月以来沥青开工率出现直线回升；在房地产尚未明显好转的情况下，水泥价格指数也显现出企稳拐点，**这些高频指标均指向9月基建可能将迎来边际好转。**

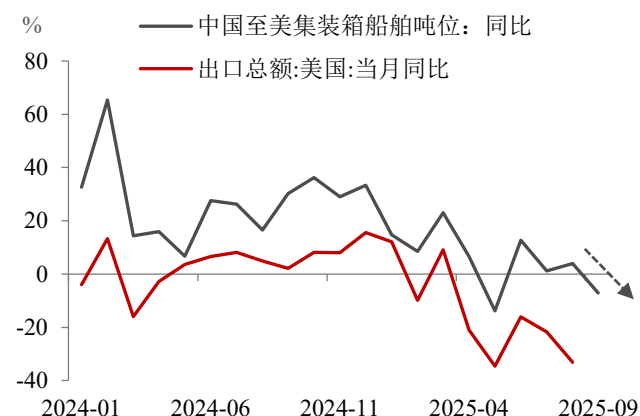
➤ **整体来看，经济运行压力尚未完全缓释，四季度仍有一定增量政策空间。**对于四季度增量政策的落地，**我们认为至少有两个方面值得关注：**

一方面，“呼之欲出”的政策性金融工具，有望在一定程度上对冲当前投资端的下行压力，为全年“5%左右”的经济增长目标保驾护航。

另一方面，随着聚焦“十五五”规划的四中全会召开在即，近期决策层对于科技创新的调研考察力度再度上升，更多支持新兴产业发展的举措值得期待。

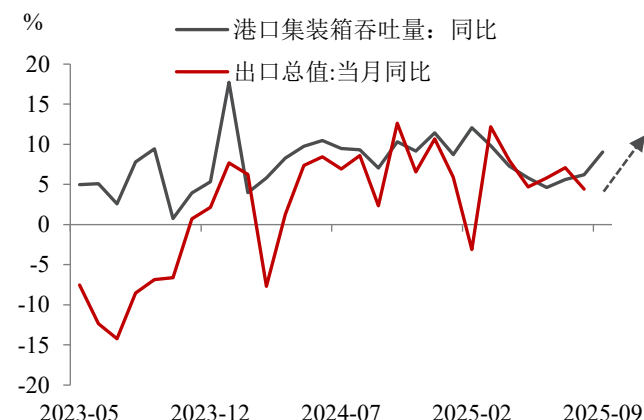
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：9月以来中国至美集装箱吨位增速放缓



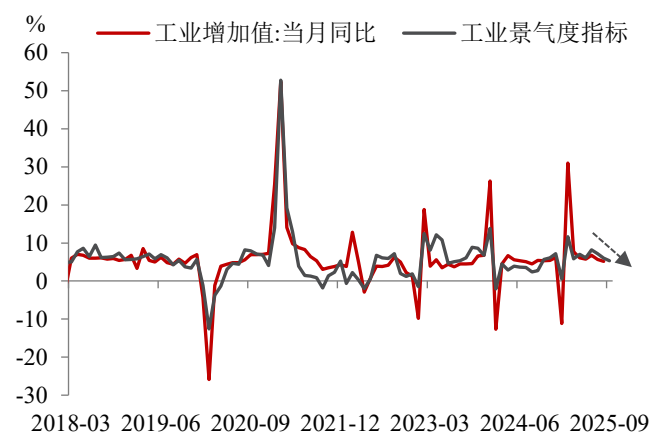
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图2：但整体来看，出口具备一定韧性



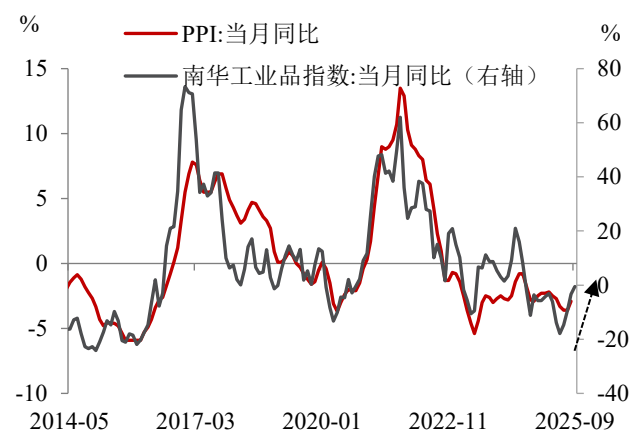
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：9月工业增加值同比增速放缓概率偏大



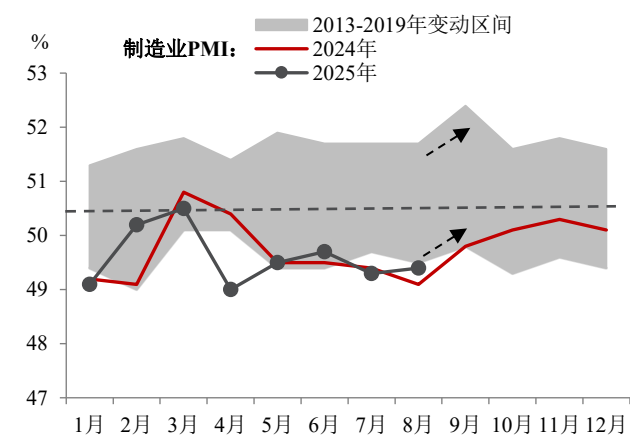
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：9月PPI同比增速或继续回升



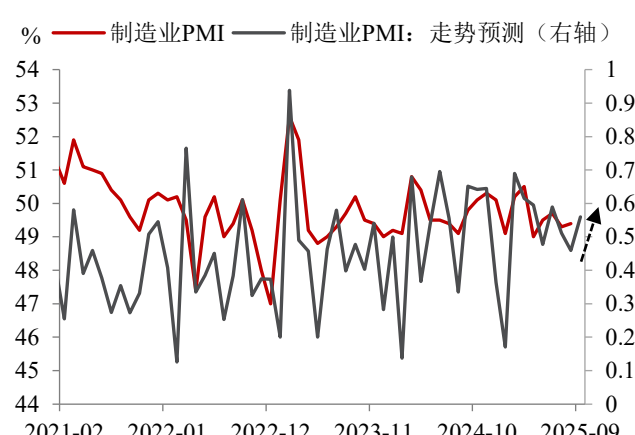
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：制造业PMI 通常在9月季节性上升



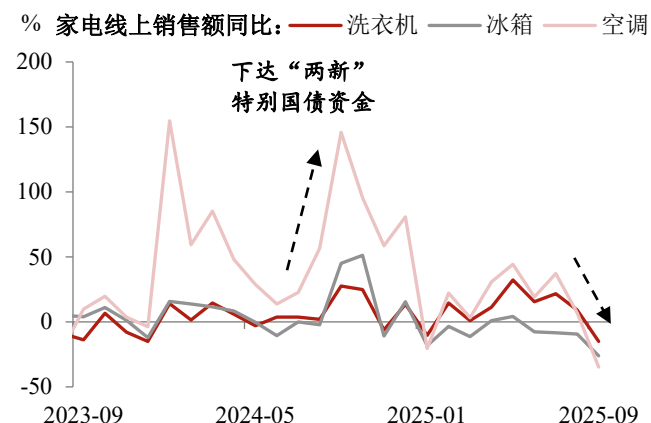
资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：PMI 预测模型指向9月PMI环比上升



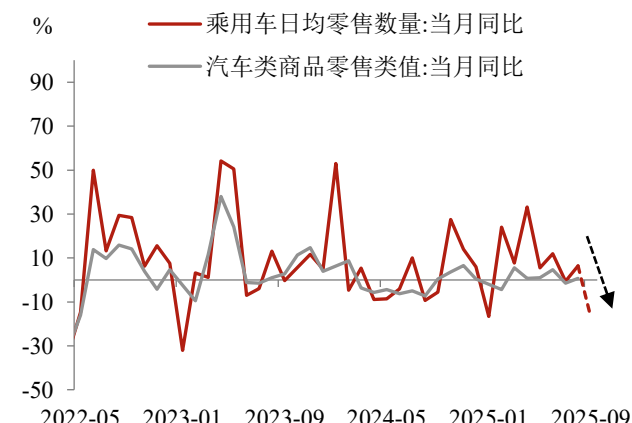
资料来源：Wind，iFind，民生证券研究院

图7：“两新”效应减弱，9月家电线上销售额继续退坡



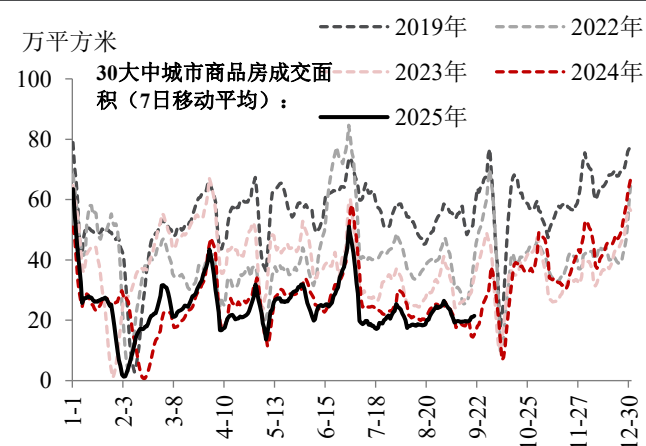
资料来源：奥维数据，民生证券研究院

图8：乘用车日均零售数量增速同样出现下行



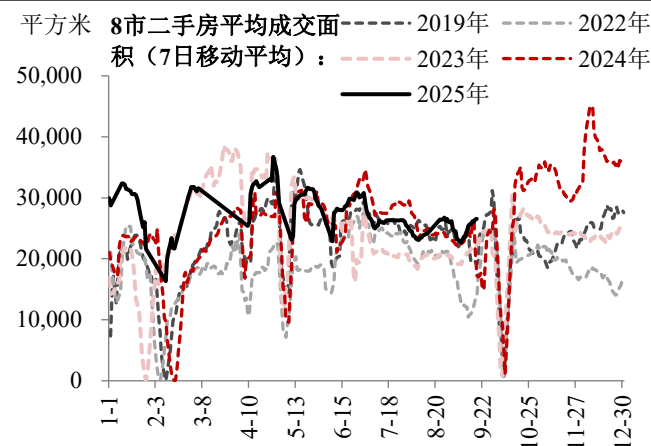
资料来源：iFind，民生证券研究院

图9：当前商品房成交面积仍在底部徘徊



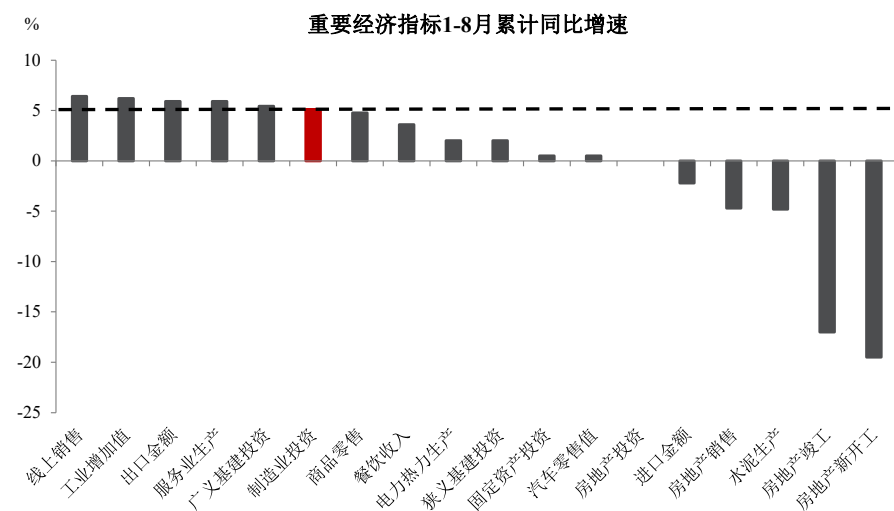
资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：相较之下，二手房市场成色更足



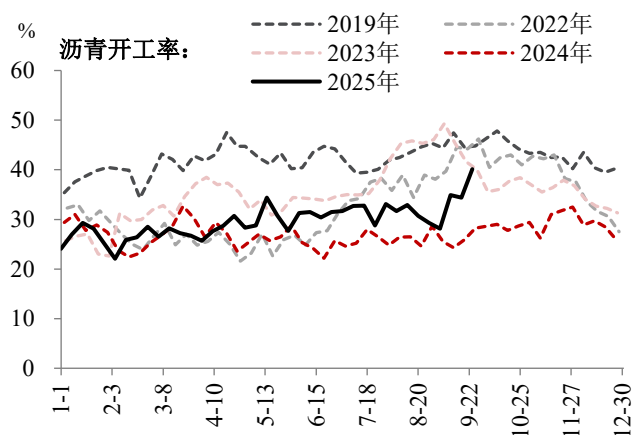
资料来源：Wind，民生证券研究院

图11：1-8月制造业投资累计同比增速临近“5%左右”临界点



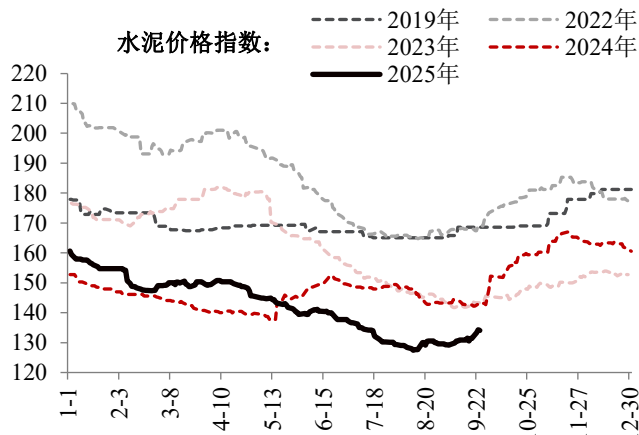
资料来源：iFind，民生证券研究院

图12：9月沥青开工率一路上行



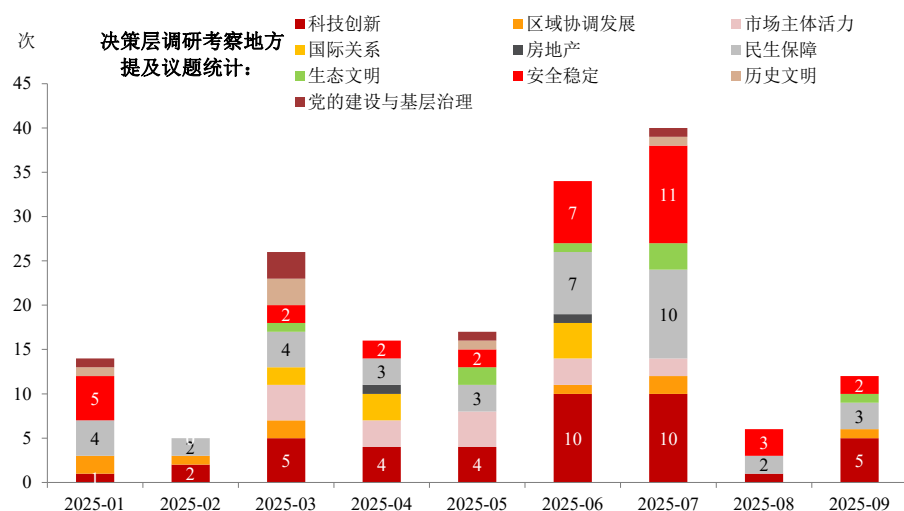
资料来源：iFind，民生证券研究院

图13：水泥价格指数拐点显现



资料来源：iFind，民生证券研究院

图14：9月决策层对于科技创新的调研考察力度靠前



资料来源：中国政府网、新华社，民生证券研究院

注：此次“决策层”指的是总书记、总理、副总理、国务委员；2025年9月数据截至9月25日。

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048