

9 月宏观数据总体改善，三季度经济增长动能回升

——2026 年 9 月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 研究发展部执行总监 冯琳

事件：据国家统计局 2026 年 10 月 19 日公布的数据，2026 年三季度 GDP 同比增速为 4.5%，二季度为 4.3%，前三季度 GDP 增速为 4.6%，去年全年 GDP 增速为 5.0%；9 月规模以上工业增加值同比实际增速为 5.5%，8 月为 5.2%，1-9 月为 5.3%，去年全年为 5.9%；9 月社会消费品零售总额同比增速为 1.1%，8 月为 0.4%，1-9 月为 1.1%，去年全年为 3.7%；1-9 月全国固定资产投资累计同比下降 7.2%，前值为-7.2%，去年全年为-3.8%。

基本观点：

总体上看，主要受出口增速大幅加快，消费增速改善及投资降幅收窄带动，三季度经济增速企稳回升，新旧动能转换持续推进。9 月工业生产加速，主要受采矿业以及电力、燃气及水的生产和供应业增加值增速回升拉动，当月制造业增加值增速受“中秋错期”扰动小幅放缓，但仍处较快增长水平。前三季度，受内需走弱、部分行业限产影响，工业增加值增速较上年总体有所回落，但在出口增速高位上行、高技术产业增加值两位数增长带动下，三季度工业生产增速较二季度明显加快，是当季经济增速上行的主要推动力量。消费方面，9 月社零增速加快，主要受去年同期基数走低，“中秋错期”对今年 9 月社零同比表现形成正向拉动，以及电子产品、石油制品等商品涨价影响。受上年同期基数下行等影响，三季度社零增速较二季度有所上行，但当前消费偏弱局面仍有待改善。投资方面，1-9 月固定资产投资同比增速为-7.2%，降幅与前值持平，三大投资板块增速为“两降一升”。其中，1-9 月基建投资同比降幅略有扩大，但在稳增长政策发力支撑下，9 月当月投资降幅收窄；9 月 8000 亿新型政策性金融工具开始投放，1-9 月制造业投资同比降幅较前值收窄；最后，三季度房地产市场延续调整，1-9 月房地产投资同比降幅扩大至-20.6%，是当前整体投资负增长的最大拖累因素。

往后看，四季度出口仍然有望保持 20%以上的高增速，9 月末以来系列稳增长政策出台后，四季度投资增速有望止跌回稳，楼市调整幅度将会收敛，低基数下居民消费增速也将有所回升。这将带动四季度工业生产增速上行，服务业生产增速也有望加快。初步估计，四季度 GDP 增速将加快至 4.7%左右；全年 GDP 增速将在 4.6%附近，落在“4.5%至 5.0%”的目标范围之内。我们预计，着眼于稳定明年一季度宏观经济运行，后期包括全面降息在内，总量型稳增长政策还有发力空间。

具体解读如下：

一、三季度 GDP 增速企稳回升，背后主要是当季出口增速高位上行，外需对经济增长的拉动力增强，同时，三季度商品消费增速也有所加快，投资降幅略有收窄。这带动当季工业生产显著加快，新旧动能转换提速。在系列稳增长政策出台后，预计四季度 GDP 增速将进一步回升至 4.7% 左右，完成全年经济增长目标已没有悬念。

三季度 GDP 增速达到 4.5%，较二季度加快 0.2 个百分点，呈现企稳回升势头。背后的主要推动因素是三季度出口增速加快。以美元计价，当季出口同比增长 28.4%，较二季度加快 8.3 个百分点，并带动当季贸易顺差同比扩大 27.2%，较二季度上升 26.4 个百分点，意味着三季度净出口对经济增长的拉动力显著增强。此外，三季度国内投资降幅有所收窄，居民商品消费增速改善，也对经济增长动能转强有一定支撑作用。供给方面，三季度出口高增叠加以高技术制造业为代表的新动能领域增长势头强劲，共同带动当季工业生产增速达到 5.1%，较二季度加快 0.4 个百分点，是当季 GDP 增速加快的主要推动力量。

三季度宏观经济的主要亮点在于，在 AI 投资热潮推动下，当季高技术制造业和现代服务业增速高位上行，新旧动能转换加快，整体就业市场保持稳定，物价水平温和回升。数据显示，三季度代表整体经济物价水平的 GDP 平减指数同比为 1.5%，连续两个季度保持正增长。这意味着此前的物价低迷局面得以扭转，有助于宏观经济走出“物价负增长——经济增长动能减弱”的负向循环。

往后看，四季度出口仍然有望保持 20% 以上的高增速，9 月末以来系列稳增长政策出台后，四季度投资增速有望止跌回稳，楼市调整幅度将会收敛，低基数下居民消费增速也将有所回升。这将带动四季度工业生产增速上行，服务业生产增速也有望加快。初步估计，四季度 GDP 增速将加快至 4.7% 左右；全年 GDP 增速将在 4.6% 附近，落在“4.5% 至 5.0%”的目标范围之内。我们预计，着眼于稳定明年一季度宏观经济运行，后期包括全面降息在内，总量型稳增长政策还有发力空间。

二、9 月工业生产加速，主要受采矿业以及电力、燃气及水的生产和供应业增加值增速回升拉动，当月制造业增加值增速受“中秋错期”扰动小幅放缓，但仍处较快增长水平。前三季度，受内需走弱、部分行业限产影响，工业增加值增速较上年总体有所回落，但在出口增速高位上行、高技术产业增加值两位数增长带动下，三季度工业生产增速较二季度明显加快。

9 月规上工业增加值同比增长 5.5%，增速较上月加快 0.3 个百分点，工业生产总体延续回升态势。分门类看，9 月采矿业增加值同比增长 1.3%，增速较上月回升 2.7 个百分点，是当月工业生产增速加快的主要拉动项。采矿业生产增速回正，主要受两方面因素带动：一是煤矿复产稳步推进，9 月规上原煤产量同比下降 6.8%，降幅较上月收窄 0.9 个百分点；二是原油生产提速，9 月规上原油产量同比增长 2.2%，

增速较上月加快 1.8 个百分点。9 月电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比增速也有所加快，从上月的 4.9% 回升至 5.6%，主要与去年同期基数走低有关。

作为工业最大门类，9 月制造业增加值同比增长 6.0%，增速较上月小幅回落 0.1 个百分点，但仍处较快增长区间。当月制造业生产较快增长，主要受三方面支撑：一是出口保持高增，9 月规上工业企业出口交货值同比增长 17.0%，增速较上月加快 5.9 个百分点，对生产的拉动进一步增强。二是高技术制造业延续两位数增长，当月增加值同比增长 15.3%，前值 16.7%。三是国内稳增长政策发力，带动投资、消费下行压力边际缓和。需要说明的是，9 月制造业增加值增速小幅回落主要受中秋假期错期扰动——今年中秋落在 9 月、去年在 10 月，导致今年 9 月工作日比上年同期少 1 天，并不意味着制造业景气走弱。

累计看，1-9 月规上工业增加值同比增长 5.3%，增速较上年全年放缓 0.6 个百分点，较上半年小幅放缓 0.1 个百分点。今年以来工业生产增速有所回落，一方面受内需走弱拖累，另一方面“反内卷”持续推进，煤炭等行业限产，也对工业生产形成一定下拉。不过，与需求端投资、消费相比，今年以来工业生产仍维持较快增长，宏观经济“供强需弱”特征较为明显。这背后有两大支撑：

一是出口持续高增，外需对工业生产的拉动作用不断增强。1-9 月规上工业企业出口交货值同比增长 10.7%，增速较上年全年加快 8.5 个百分点，较上半年加快 1.0 个百分点。二是在市场供需两旺、财政金融政策支持力度持续加大的有利环境下，1-9 月高技术产业增加值同比增长 14.3%，增速较上年全年加快 4.9 个百分点，其中，三季度同比增速为 16.3%，二季度为 14.0%。目前高技术制造业在规模以上工业生产中的占比在 17% 左右，能够对整体工业生产形成较为强劲的拉动作用。

值得一提的是，三季度工业生产较二季度有所加快，是推动 GDP 增速上行的主要推动力量。数据显示，当季工业增加值同比增速为 5.1%，较二季度加快 0.4 个百分点，主要受出口大幅走强以及高技术产业生产加速拉动。

展望四季度，出口有望保持高增，国内稳增长政策发力将带动投资改善，居民消费增速也将有所回升，叠加高技术制造业生产将延续较快增长，以及去年同期基数走低，预计工业生产增速总体上将较三季度进一步加快。考虑到“中秋错期”对工业生产的扰动将在 10 月消退，当月工业增加值增速有望加快至 5.7% 左右。

三、9 月社零增速加快，主要受去年同期基数走低，“中秋错期”对今年 9 月社零同比表现形成正向拉动，以及电子产品、石油制品等商品涨价影响；受上年同期基数下行等影响，三季度社零增速较二季度略有上行，但当前消费偏弱局面仍有待改善。背后是受补贴政策退坡、房地产市场持续调整、居民消

费信心偏弱等因素叠加影响，同时，二季度以来城镇居民人均可支配收入中位数同比增速放缓，也是近期消费增速仍然偏低的重要原因。

9月社零同比增长1.1%，增速较上月加快0.7个百分点，分项中，商品零售和餐饮收入同比分别增长0.9%和1.2%，增速较上月分别加快1.6和0.6个百分点。当月社零增速回升，背后主要是去年同期基数走低，以及“中秋错期”对今年9月社零同比表现形成正向拉动。同时，从环比看，9月社零季调环比增长0.35%，明显好于上月的下降0.16%，显示消费增长动能边际改善，但仍低于过去十年同期0.83%的平均增长水平，消费偏弱局面仍有待逆转。

从限额以上商品零售额看，汽车销售下滑继续对社零整体增速产生较大拖累。受新能源车购置税免税政策退坡、前期以旧换新政策透支居民购车需求等因素影响，9月汽车零售额同比下降21.2%，降幅较上月扩大2.7个百分点。剔除汽车后，9月除汽车以外的消费品零售额同比增长3.9%，明显高于当月社零整体增速。

从其他商品来看，9月限额以上各类别商品零售额增速普遍加快，主要受基数走低及“中秋错期”影响。值得一提的是，尽管去年同期基数有所走高，9月通讯器材零售额同比增速仍较上月加快3.8个百分点至31.1%，石油及制品零售额同比降幅较上月收窄6.2个百分点至-0.8%，这主要受相关商品价格上涨拉动。不过，9月家电零售额同比增速较上月放缓0.4个百分点至1.9%，金银珠宝、体育娱乐用品、家具、建筑装潢材料零售额延续负增长，尽管降幅与上月相比有不同程度收窄，这主要受补贴政策拉动效果减弱、房地产市场持续下行、居民消费信心偏弱等因素叠加影响。

累计看，1-9月社零同比增长1.1%，增速较上年全年放缓2.6个百分点，较1-6月放缓0.2个百分点。从当季表现看，三季度社零同比增长0.7%，较二季度0.2%的增速有所反弹，主要是受上年同期基数下行影响。同时，1-9月服务零售额累计同比增长5.0%，增速较上年全年回落0.5个百分点，较1-6月回落0.3个百分点。需要指出的是，受“中秋错期”影响，9月当月服务零售额同比增长约5.8%，增速较8月大幅加快1.6个百分点。

今年以来，尤其是二季度以来，社零表现走弱，服务消费增速亦有所走低，主要与补贴政策退坡、房地产市场延续下行等因素有关。其中，房地产市场下行是主要拖累，这不仅直接抑制涉房消费，也在持续影响居民消费信心。数据显示，8月消费者信心指数录得89.5，仍明显低于100的中值水平。同时值得关注的是，今年1-9月城镇居民人均可支配收入累计同比增长4.5%，增速较一季度和上半年分别加快0.3和0.1个百分点，但人均可支配收入中位数同比增速较一季度和上半年分别放缓0.5和0.1个百分点

至 3.9%。收入均值与中位数增速背离，表明整体收入改善主要受人工智能及有色金属等少数行业居民收入大幅上行带动，其他多数中低收入群体收入改善相对滞后。这也是二季度以来消费增速总体放缓的重要原因。

展望后续，接下来财政金融协同促消费政策有望进一步加力，各地财政部门会出台更多促消费“自选动作”，国内促消费政策力度有望加大，加之上年同期低基数影响，四季度社零同比有望加速。我们也认为，四季度加发 5500 亿地方政府债券，其中 3000 亿用于提高县区一般公共预算保障能力，也有助于推动四季度消费增速加快。其中，10 月“中秋错期”因素拉动作用退去，社零增速有可能会小幅放缓，但仍有望保持在 1.0% 左右，而在低基数带动下，11 月和 12 月社零同比增速将加速至 2.0% 附近。

四、投资：1-9 月固定资产投资同比增速为-7.2%，降幅与前值持平，三大投资板块增速为“两降一升”。其中，1-9 月基建投资同比降幅略有扩大，但在稳增长政策发力支撑下，9 月当月投资降幅收窄；9 月 8000 亿新型政策性金融工具开始投放，1-9 月制造业投资同比降幅较前值收窄；最后，三季度房地产市场延续调整，1-9 月房地产投资同比降幅扩大至-20.6%，是当前整体投资负增长的最大拖累因素。

分季度来看，三季度固定资产投资同比增速为-10.4%，降幅略小于二季度的-11.1%。数据显示，三季度三大投资板块中，除房地产投资降幅扩大外，基建投资、制造业投资降幅均较二季度有所收窄。

基建投资方面，1-9 月投资增速为-4.2%，降幅较前值扩大 0.2 个百分点；据我们测算，三季度基建投资同比下降 7.9%，二季度下降 8.2%。其中，9 月当月基建投资同比下降 5.4%，降幅较上月收窄 1.5 个百分点。我们认为，9 月当月基建投资降幅收窄，背后的主要推动因素包括：9 月国家发改委等部门加力推动“六张网”等重点项目建设；当月地方政府专项债发行 6200 亿，为年内最高水平，其中用于化债的资金规模为 1800 亿，占比明显下降，用于项目建设的资金规模为 4400 亿，创年内最高——这或表明，9 月化债对项目资金的挤占效应显著减弱，基建投资动能增强；最后，9 月 8000 亿元新型政策性金融工具启动投放，也对当月基建投资形成较强拉动作用。

往后看，伴随 9 月末央行宣布降低 PSL 利率，将“六张网”建设纳入支持范围，加之四季度财政支出和各类政府债券资金使用赶进度，特别是 8000 亿新型政策性金融工具在四季度全面推进，以及加发的 5500 亿地方政府债券中将有 2500 亿用于项目建设，这些都将推动“六张网”和重大项目建设进度显著加快。我们判断，年底前基建投资增速有望由负转正。这是接下来“加大逆周期调节力度”的主要体现，也会成为推动今年投资“止跌回稳”的主要拉动因素。

制造业投资方面，1-9 月累计同比增速为-2.1%，降幅较前值收窄 0.2 个百分点。据我们测算，三季度制造业投资同比下降 3.8%，二季度为同比下降 3.9%。其中，9 月制造业投资同比下降 0.9%，降幅较 8

月显著收窄 5.2 个百分点，主要原因是当月稳投资政策发力，特别是 8000 亿新型政策性金融工具开始投放，其中部分资金用于芯片制造等先进制造业投资。另外，上年同期投资基数大幅下行，也会推动三季度制造业投资同比数据改善。需要指出的是，受政策倾斜叠加市场供需两旺驱动，当前高技术产业投资处于较快正增长状态，1-9 月同比增速达到 4.9%。其中，航空、航天器及设备制造业，电子及通信设备制造业投资分别增长 12.5%、7.6%。

往看后，着眼于推动投资止跌回稳，接下来 8000 亿新型政策性金融工具、今年超长期特别国债等支持的制造业项目投资会加快推进，会对四季度制造业投资有支撑作用。我们判断，1-10 月制造业投资下行势头会进一步收窄，年底前月度制造业投资同比增速有望回正。

房地产投资方面，1-9 月累计同比增速为-20.6%，降幅较前值扩大 0.7 个百分点。据我们测算，三季度房地产投资同比下降 26.4%，二季度同比下降 23.0%，其中，9 月房地产投资同比下降 26.3%，降幅较 8 月扩大 0.8 个百分点。近期房地产投资下滑幅度扩大，背后是三季度以来房地产市场延续调整。其中，三季度新房、二手房销售增速都有所下行，70 城二手房房价指数环比跌幅也略有扩大。另外，当前金融机构对房企融资仍然偏于谨慎。

9 月 29 日，全国范围内针对刚需购房实施定向贴息的政策出台，预计将对楼市有一定提振作用。不过，8 月 28 日公布系列房地产新政，主要内容包括推动商品房现售，完善房地产开发贷管理，延长居民按揭贷期限等，核心是将“房住不炒”制度化，加快构建房地产行业发展新模式。这有可能在短期内加大房企资金压力，接下来房地产投资还将较大幅度下行。我们预计，1-10 月房地产投资同比降幅有可能扩大至 21.0%左右。总体上看，年底前房地产投资降幅收窄的难度很大。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。