

宏观点评 20261019

三重拐点的信号初现——三季度和 9 月经济数据点评

2026 年 10 月 19 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

《中选前油价仍是主要风险，中选后
大类资产如何表现？——海外周报
20261019》

2026-10-19

《AI 如何影响我国就业？与美国有
何差异？》

2026-10-18

■ 10 月 19 日，国家统计局发布三季度和 9 月经济数据，内需明显回升，固投累计同比年内首次止跌。三季度 GDP 实际同比 4.5%，高于 Wind 一致预期 4.4%，较二季度 4.3% 回升 0.2 个百分点；前三季度累计同比增长 4.6%。需求端，9 月出口同比 36.3%（前值 24.9%），远高于 Wind 一致预期 25.9%；社零同比 1.1%（前值 0.4%），高于 Wind 一致预期 0.7%；固定资产投资累计同比-7.2%（前值-7.2%），高于 Wind 一致预期-7.5%。供给端，9 月工业增加值同比 5.5%（前值 5.2%），持平于 Wind 一致预期 5.5%，服务业生产指数同比 4.8%（前值 4.1%）。

■ **核心观点：从三季度经济数据来看，我们能看到当前经济的三重拐点正在出现。第一重拐点是旧动能回升的拐点**，消费、投资和地产在近期都有一定改善。消费方面，8-9 月社零同比从 0.4% 回升至 1.1%，而服务零售累计同比也从 4.9% 升至 5.0%；房地产方面，一线城市二手房价环比涨幅从 0.1% 回升到 0.2%，70 城新房价格环比从-0.2% 升至-0.1%；固投累计同比今年以来首次终结连续下降趋势，9 月持平于 8 月的-7.2%。

■ **第二重拐点是价格周期拐点**。持续一年多的 PPI 上行周期可能正在见顶，9 月 PPI 同比达到 5%，9-10 月大概率将迎来同比顶部。布油现价在 10 月 8 日一度达到 135.8 美元/桶，10 月 16 日回落至 116.9 美元/桶。油价已处于历史高点，进一步上行空间有限，PPI 难以继续上攻，近期将出现顶部。

■ **第三重拐点是宏观政策拐点**。从 7 月底政治局会议开始，新一轮稳增长政策逐步落地，8 月京沪两地放松住房限购和公积金贷款，828 房地产新政推动预售制改革并放松个人住房贷款年限和收入比例，9 月初 8000 亿政策性金融工具发行，928 国常会再部署增量政策，929 中央财政首次进行房贷贴息，10 月启用 5500 亿地方债结存限额用于补充地方财政和项目建设。从政策力度来看，可能是“924”以来边际增量力度最大的一次稳增长。

■ **三重拐点意味着什么？2027 年可以更乐观一些**。第一，对消费、投资等旧动能而言，一些制约因素明显缓解，如房价逐步企稳、“以旧换新”的基数和透支效应缓解等，这些都有助于内需回升的态势延续到明年。第二，PPI 见顶后，成本上涨对中下游的挤压也会有所缓解，有助于增强经济增长的扩散效应。第三，房贷贴息意味着宏观政策开始有新工具，并且新工具更多面向居民部门，未来仍可扩大范围和力度，政策取向更加积极。

■ 具体来看，三季度和 9 月各项经济指标有以下特点：

■ **1、供给端服务业景气度改善幅度大于工业**。9 月工业和服务业双双改善，工业增加值同比从 8 月的 5.2% 回升至 5.5%，服务业生产指数从 8 月的 4.1% 回升至 4.8%。

■ **服务业景气改善主要来自于哪些行业？**从统计局发布会来看，主要包括：信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮政业，住宿和餐饮业生产指数分别增长 9.8%、9.5%、5.4%、5.3%。

■ **工业方面，上游原材料和建材等行业景气度改善**。工业分行业来看，采矿业、化学原料和制品、酒饮茶制造、非金属矿等行业景气改善幅度较大。这其中，煤炭、电气机械、非金属矿等行业的产能利用率较二季度明显回升。特别是非金属矿物制品业在 26Q1 达到 56.9% 的底部后，近两个季度连续回升，表明房地产上下游行业出清较为充分，行业供需拐点将近。

■ **2、消费：9 月读数改善，两年平均增速稳定**。社零同比从 8 月的 0.4%

回升到 9 月的 1.1%，其中商品零售从 0.3%回升至 1.0%，餐饮收入从 1.1%回升到 2.1%。

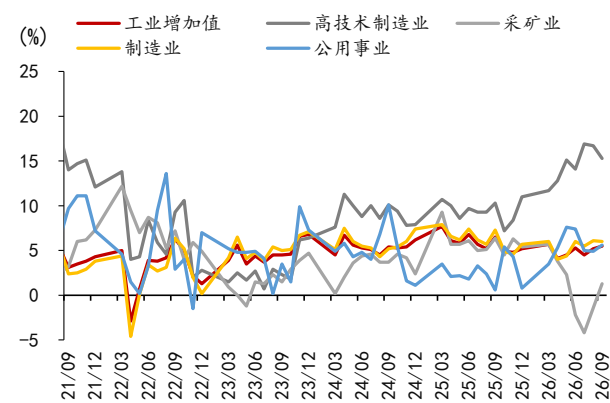
- **近期社零有两个特点：一是两年平均增速非常稳定，自 7 月以来连续三个月稳定在 2%上下**，这表明基数效应是影响近几个月社零同比波动的主要因素，以此外推 11-12 月社零同比预计能达到 3%左右。
- **二是除汽车外的“以旧换新”商品增速改善**。汽车零售同比降幅继续扩大至 9 月的-21.2%，但除此之外，其他类别零售较低点都已经显著改善。如家具零售同比从最低今年 4 月的-10.4%回升至 9 月-3%，家电从去年 11 月的-19.4%升至 9 月 1.9%，通讯器材从今年 5 月的 0.7%回升至 9 月 31.1%，建材从去年 11 月的-17%升至 9 月-9.2%。
- **3、投资：今年首次累计同比的“止跌”**。9 月固投累计同比持平于 8 月的-7.2%，我们推算的当月同比在 7 月触及-12.8%的低点后，也已连续两个月收窄降幅至 9 月的-7.2%。产业投资和基建投资都出现了较大幅度的改善，制造业投资当月同比从-6.1%回升至-0.9%，基建投资从-14.7%回升至-10.5%。
- **我们认为，三方面资金力量有助于推动四季度固投进一步止跌回稳**。一是今年前 8 个月特别国债和专项债落地较慢，9 月开始明显加快进度；二是 9 月初开始落地的 8000 亿政策性金融工具；三是 10 月启用的 5500 亿地方债结存限额，其中 2500 亿用于投资。
- **风险提示**：房地产市场后续变化存在不确定性；投资止跌回稳存在反复风险；地缘政治变化影响物价和外贸。

表1：9月经济数据概览（当月同比，%）

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
2026-09	5.5	4.8	1.1	-7.2	-26.2	-0.9	-10.5	36.3	31.0	2026-09	0.9	5.0
2026-08	5.2	4.1	0.4	-10.6	-25.4	-6.1	-14.7	24.9	28.3	2026-08	0.8	3.8
2026-07	4.5	4.3	0.6	-12.8	-27.5	-4.4	-14.7	23.9	27.6	2026-07	0.5	3.5
2026-06	5.3	4.7	1.0	-10.0	-24.2	-3.2	-10.2	26.8	35.8	2026-06	1.0	4.1
2026-05	4.5	4.4	-0.6	-10.7	-24.3	-4.2	-10.8	19.2	27.4	2026-05	1.2	3.9
2026-04	4.1	4.3	0.2	-8.0	-20.1	-4.3	-3.7	13.9	25.3	2026-04	1.2	2.8

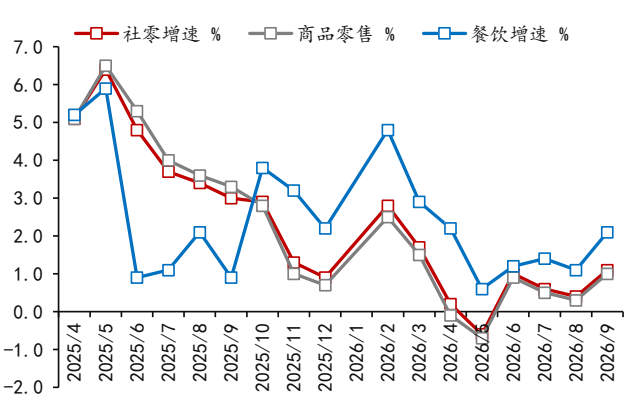
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：9月采矿业增加值增速回升（当月同比）



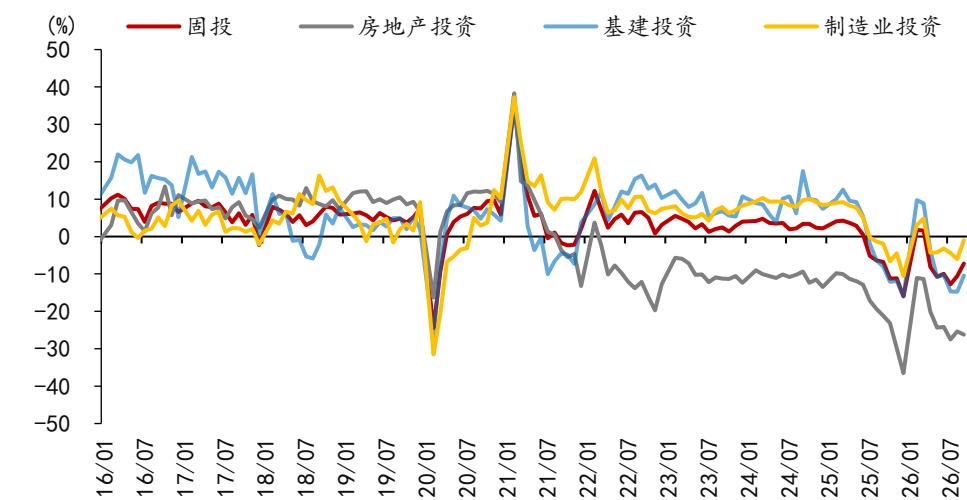
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：9月社零增速同比回升（当月同比）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：固投增速止跌回稳（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(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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>