

第一创业证券研究所

分析师：李怀军

证书编号：S1080510120001

电话：010-63197789

邮箱：lihuaijun@fcsc.com

中国经济运行平稳 9 月略有回升

核心观点：

三季度 GDP 同比增长 4.5%，较二季度回升 0.2 个百分点，高于 4.4% 的 Wind 预期。而从三季度季节调整后的环比看，三季度增长 1.2%，较二季度回升 0.3 个百分点，较去年同期回升 0.1 个百分点。分产业看，第三产业增加值同比增长 3.6%，较二季度回落 0.1 个百分点；第二产业增长 3.4%，较二季度回升 0.4 个百分点；第三产业增长 5.2%，较二季度回升 0.1 个百分点。

从全国规模以上工业增加值看，9 月同比实际增速为 5.5%，与 Wind 预期持平，较 8 月回升 0.3 个百分点；从累计增速看，前三季度为 5.3%，较上半年回落 0.1 个百分点。从工业产能利用率看，三季度为 73.1%，较二季度回升 0.1 个百分点；从工业企业产销率看，9 月为 97%，较 8 月回升 0.2 个百分点；而前三季度为 96.4%，较上半年回升 0.6 个百分点。从出口交货值同比看，9 月为 17%，创 2021 年 5 月以来新高，较 8 月回升 5.9 个百分点；而前三季度为 10.7%，较上半年回升 1 个百分点。前三季度中国经济的平稳运行，主要还是得益于出口的强力拉动，而从内需看相对较弱。

社会消费品零售总额的名义增速看，9 月同比为 1.2%，高于 Wind 预期 0.7%，较 8 月回升 0.7 个百分点；而前三季度为 1.1%，较上半年回落 0.2 个百分点；从服务业生产指数的实际增速看，9 月同比为 4.8%，较 8 月回升 0.7 个百分点；而前三季度为 4.7%，较上半年回落 0.1 个百分点。

从固定资产投资的累计增速看，前三季度季度同比为 -7.2%，与 1-8 月持平，但较上半年回落 1.5 个百分点。其中，制造业为 2.1%，较 1-8 月回落 0.2 个百分点；基建为 -6.1%，较 1-8 月回落 0.7 个百分点；而房地产投资累计同比增速为 -20.6%，较 1-8 月回落 0.7 个百分点。

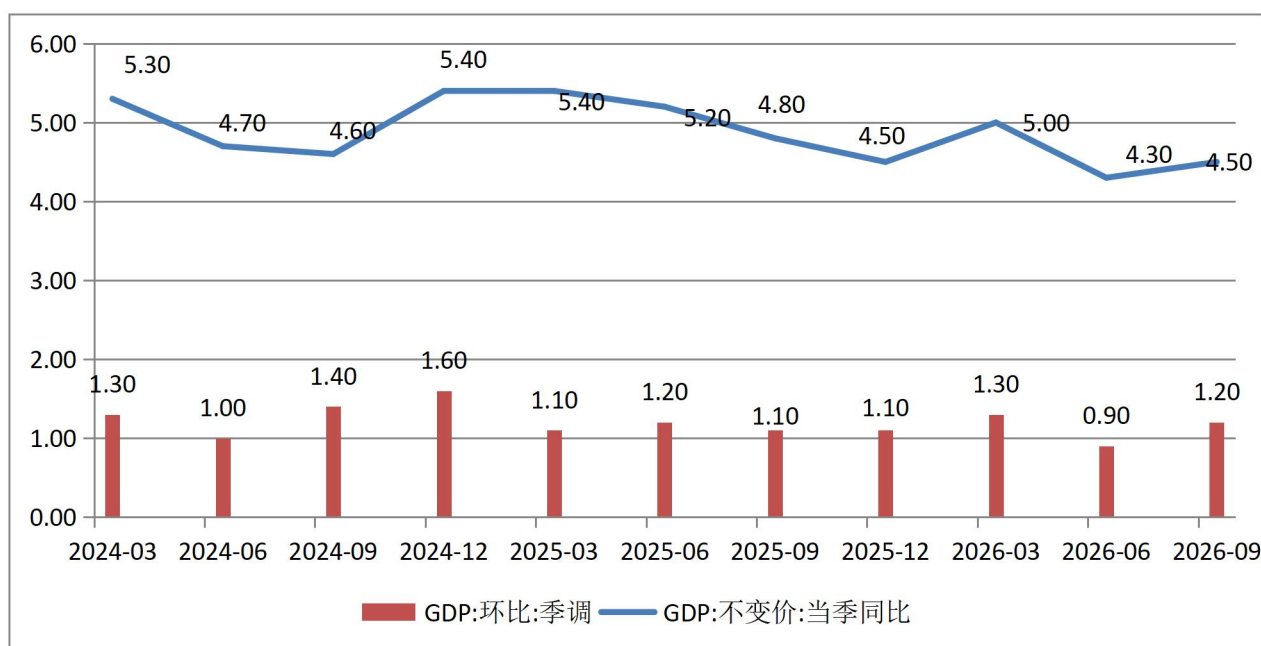
风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

一、2026 年三季度 GDP 同比与季调环比均较二季度略有回升

2026 年 9 月 19 日国家统计局公布 2026 年三季度宏观经济数据，按可比价格计算，三季度 GDP 同比增长 4.5%，较二季度回升 0.2 个百分点，高于 4.4% 的市场预期（Wind）。而从三季度季节调整后的环比看，三季度增长 1.2%，较二季度回升 0.3 个百分点，较去年同期回升 0.1 个百分点（图 1 所示）。初步核算，前三季度国内生产总值 107 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.6%，较上半年回落 0.1 个百分点。

图 1 2026 年三季度 GDP 同比和季调环比均较二季度略有回升



资料来源：国家统计局，第一创业证券研究所整理

分产业看，2026 年三季度第一产业增加值同比增长 3.6%，较二季度回落 0.1 个百分点；第二产业增加值同比增长 3.4%，较二季度回升 0.4 个百分点；第三产业增加值同比增长 5.2%，较二季度回升 0.1 个百分点。

从 9 月全国规模以上工业增加值看（表 1 所示），9 月同比增速为 5.5%，与市场预期（Wind）持平，但较 8 月回升 0.3 个百分点；9 月季调环比为 0.61%，较 8 月 0.54% 略有回升；从累计增速看，前三季度工业增加值同比增速为 5.3%，较上半年回落 0.1 个百分点。

从工业产能利用率看，三季度为 73.1%，较二季度回升 0.1 个百分点；从累计值看，前三季度季度为 73.2%，较上半年回落 0.1 个百分点。从工业企业产销率看，9 月为 97%，较 8 月回升 0.2 个百分点；而从累计值看，前三季度为 96.4%，较上半年回升 0.6 个百分点。从出口交货值同比看，9 月为 17%，创 2021 年 5 月以来的新高，较 8 月回升 5.9 个百分点；而从累计值看，前三季度为 10.7%，较上半年回升 1 个百分点。因此，前三季度中国经济运行平稳，主要还是得益于出口的强力拉动，而从内需看相对较弱，但 9 月有所回升。

首先，社会消费品零售总额的名义增速看，9月同比为1.1%，高于Wind预期0.7%，较8月回升0.7个百分点；而从累计值看，前三季度为1.1%，较上半年回落0.2个百分点；从季调环比看，9月为0.35%，较8月-0.16%也有所回升。

其次，从服务业生产指数的实际增速看，9月同比为4.8%，较8月回升0.7个百分点；而从累计值看，前三季度为4.7%，较上半年回落0.1个百分点。

再次，从固定资产投资的累计增速看，前三季度同比为-7.2%，高于Wind预期-7.5%，与1-8月持平，但较上半年回落1.5个百分点。其中，制造业投资为-2.1%，较1-8月回落0.2个百分点，较上半年回落0.9个百分点；基建投资为-6.1%，较1-8月回落0.7个百分点，较上半年大幅回落3.7个百分点；而房地产投资为-20.6%，较1-8月回落0.7个百分点，较上半年回落2.6个百分点。

表 1 2026 年 8-9 月生产、零售、投资和进出口数据一览表

月份	同比 (%)				季调环比 (%)	
	9 月	8 月	1-9 月	1-6 月	9 月	8 月
工业增加值 (实际)	5.5	5.2	5.3	5.4	0.61	0.54
社会消费品零售总额 (名义)	1.1	0.4	1.1	1.3	0.35	-0.16
服务业生产指数 (实际)	4.8	4.1	4.7	4.8		
固定资产投资 (累计)	-7.2	-7.2		-5.7	0.07	-0.55
其中：制造业	-2.1	-2.3		-1.2		
基建	-6.1	-5.4		-2.4		
房地产	-20.6	-19.9		-18		
进出口增速 (美元)	34.1	26.3	23.8	21.2	11.2	0.1
其中：出口增速	36.3	24.9	21.3	17.5		
进口增速	31	28.3	27.5	26.7		
贸易顺差 (亿美元)	1335	1188	9381	5736		

资料来源：国家统计局，第一创业证券计算整理

最后，以美元计，9月出口同比增速为36.3%，远高于Wind预期为25.7%，较8月回升1.4个百分点；而从累计增速看，前三季度为21.3%，较上半年高3.8个百分点。9月进口增速为31%，也高于Wind预期23.8%，较8月回升2.7个百分点；从累计增速看，前三季度为27.5%，较上

半年高 0.8 个百分点。9 月贸易顺差为 1335 亿美元，创历史新高；从累计值看，前三季度累计贸易顺差为 9381 亿美元，较去年同期的 8704 亿美元高 238 亿美元，同比增长 7.8%。

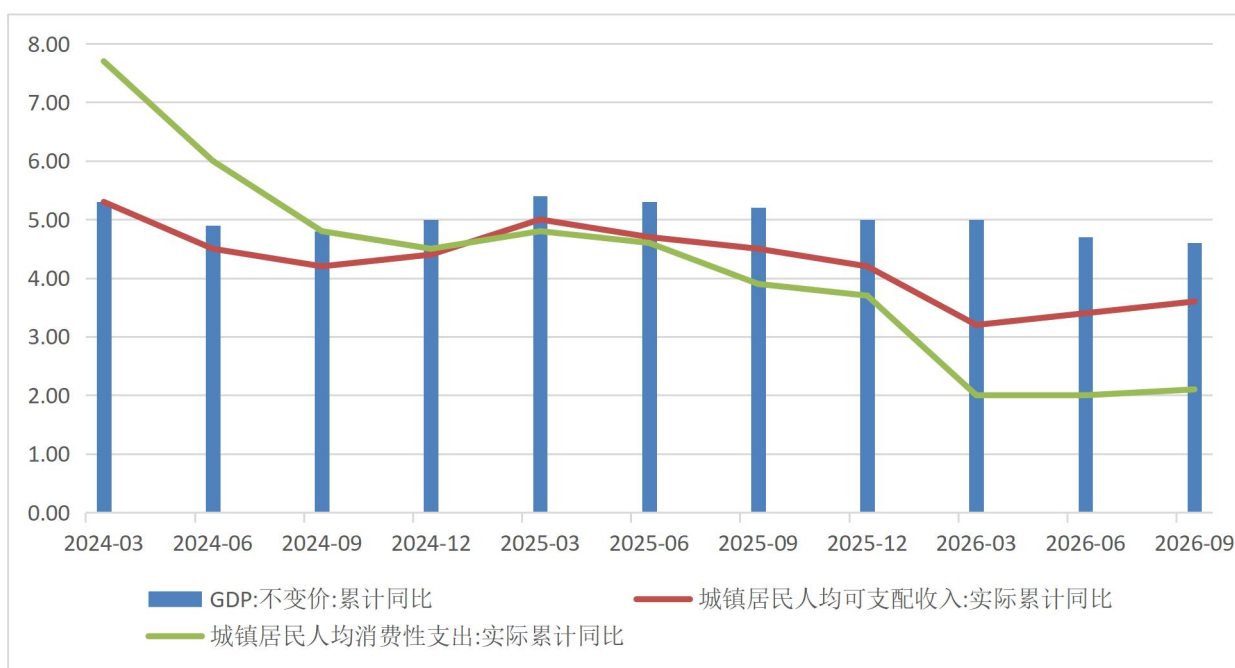
二、三季度生产仍主要依靠外需拉动经济内生动力需进一步加强

从总体上看，2026 年 9 月中国经济总体呈现温和触底态势，较 8 月见底回升明显，但前三季度经济数据较上半年是有所回落的。从经济结构上看，上半年生产主要还是依靠外需拉动，经济内生动力不足，国内需求的潜力仍需进一步释放，以做强国内大循环、特别是消费的潜力仍需进一步释放。

首先，从城乡居民收入同比增速看，前三季度全国居民人均可支配收入 34230 元，同比名义增长 5.3%，扣除价格因素实际增长 4.4%，比同期 GDP 增速低 0.2 个百分点。其中，城镇居民人均可支配收入 44945 元，同比名义增长 4.5%，实际增长 3.6%；农村居民人均可支配收入 18809 元，同比名义增长 6.3%，实际增长 5.6%。从收入来源看，全国居民人均工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入分别名义增长 5.3%、6.6%、1.6%、5.7%，说明居民财产性收入的增速显著低于其它收入来源，随着中国进入中等发达国家的行列，资本市场在国民经济中的地位仍需进一步提高。

从城镇居民支出同比增速看，三季度人均消费支出 27312 元，比上年同期名义增长 3%，扣除价格因素影响，实际增长 2.1%，远低于同期 4.6%GDP 实际增速，也低于同期 3.6%的人均可支配收入实际增速（图 2 所示）。有效需求不足也反映在失业率上，虽然 9 月全国城镇调查失业率为 5.2%，较 8 月回落 0.1 个百分点，但较 6 月回升 0.2 个百分点。从结构上看，年青人的失业率仍然较高，特别是每年近千万的高校毕业生的就业压力较大。

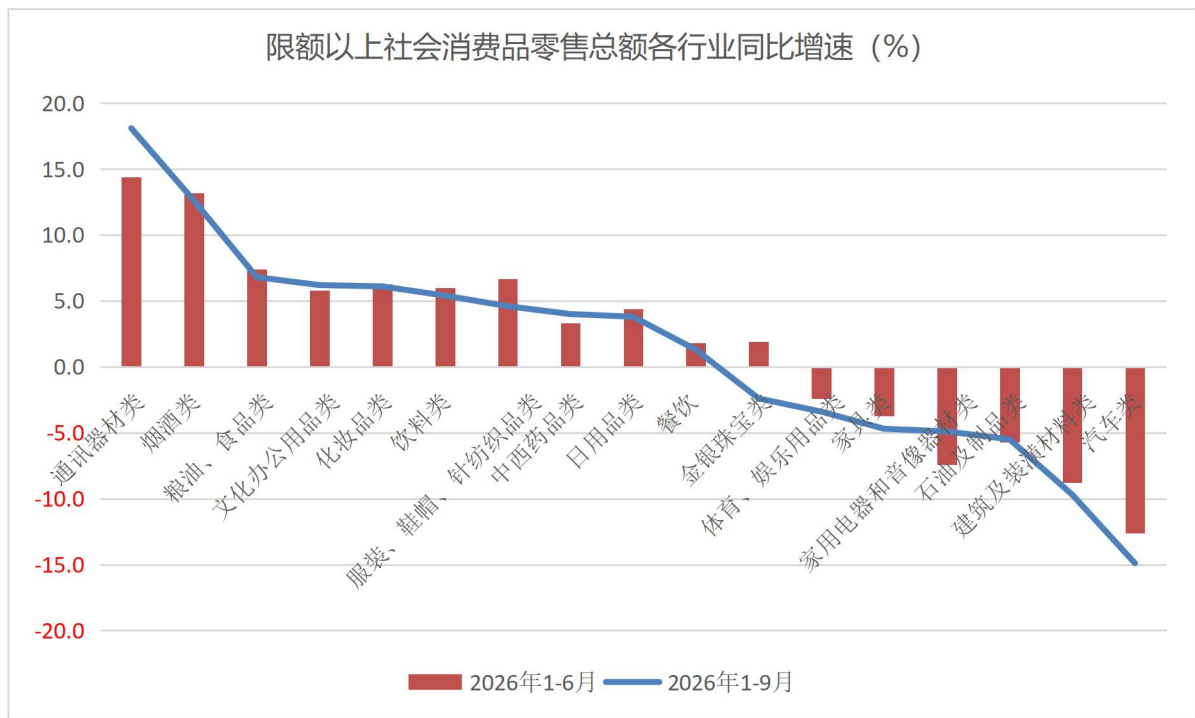
图 2 2026 年前三季度城镇居民人均消费支出实际增速远低于可支配收入与 GDP



资料来源：国家统计局，第一创业证券研究所整理

其次，从下游消费结构看，三季度服务业消费要远强于零售（表 1 所示），零售中非耐用品消费要强于耐用品（图 3 所示），这主要是因为去年“以旧换新”政策对耐用消费品消费的提振，但这种刺激的短期作用明显，长期则形成拖累，今年三前三季度耐用消费品零售增速的回落就是明证。

图 3 2026 年前三季度各行业零售名义同比增速与上半年的对比



资料来源：国家统计局，第一创业证券整理

从零售增速上看，前三季度限额以上社会消费品零售总额名义增速排名前五的行业包括：通讯器材类（18.1%）、烟酒类（12.6%）、粮油食品类（6.8%）、文化办公用品类（6.2%）、化妆品类（6.1%）和饮料类（5.4%），只有这 6 个行业的同比增速均在 5% 以上，而这些行业均为必需消费品行业；而汽车类（-14.9%）、建筑及装潢材料类（-9.7%）、石油及制品类（-5.5%）、家用电器和音像器材类（-4.9%）、家具类（-4.7%）、体育娱乐用品类（-3.4%）和金银珠宝类（-2.4%），这些行业的增速均在零及以下，反映出城乡居民在 2026 年对于与房地产和汽车相关的大额耐用消费、以及可选消费的谨慎态度。与上半年相比，两极分化更为明显，排名第一和排名最后的行业增速差距扩大了 6 个百分点。

最后，房地产对经济的拖累仍十分明显。前三季度房屋新开工同比增速为 -24.9%，仅较 1-8 月回落 0.1 个百分点，但较上半年回落 1.5 个百分点；房屋施工面积同比增速为 -12.8%，与 1-8 月持平，但较上半年回落 0.3 个百分点；竣工面积同比增速为 -25.1%，较 1-8 月和上半年均回落 1.4 个百分点；房屋销售面积同比增速为 -13.2%，较 1-8 月回落 1.1 个百分点，较上半年回落 1.6 个百分点。

从房地产资金来源看,前三季度房地产开发资金来源同比增速为-21.6%,较1-8月回落0.6个百分点,较上半年回落1.4个百分点。其中,国内贷款同比增速为-33.1%,较1-8月回升0.2个百分点,但较上半年回落2.4个百分点;自筹资金来源同比增速为-21.4%,较1-8月回落1.4个百分点,较上半年回落5个百分点;其它资金来源(预付款)同比增速为-18%,较1-8月回落0.2个百分点,但较上半年回升1个百分点。

从房地产价格看,9月70个大中城市新建商品住宅价格指数同比为-3%,较8月回升0.3个百分点;9月二手住宅价格指数同比为-4.8%,也较8月回升0.3个百分点。就环比而言,9月70个大中城市新建商品住宅价格指数环比为-0.1%,较8月回升0.1个百分点;9月二手住宅价格指数环比为-0.3%,与8月持平。

因此,从总体上看,9月房地产景气度回落速度明显放缓,价格、特别是新房价格上有企稳迹象,但能否真正筑底回升,仍需进一步观察。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140