

经济总量改善，内需修复待加强

投资观点：

报告日期 2026-10-19

- 三季度 GDP 同比 4.5%，较二季度有所修复，略高于预期。三季度经济增速企稳回升，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。具体来看，生产端：在出口增速高位上行、高技术产业增加值高增长带动下，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，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，其中，基建投资累计同比降幅略有扩大，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。
- 综合来看，尽管三季度经济动能有所增强，但当前经济结构性矛盾仍存，具体表现为出口较强，消费、房地产和投资仍偏弱。展望四季度，外需和工业生产仍将提供支撑，全年经济增长预计在 4.6% 左右。考虑到三季度出口大幅走高、工业生产边际改善，短期经济增长压力相对可控，年内政策可能相对克制，更多增量政策加码的时间窗口或再次后移，意味着内需修复需要更多依靠自身的内在动能。后续重点观察内需修复强度，这或将是决定本轮经济修复高度的关键。
- 主要经济数据：
 - (1) 中国第三季度 GDP 同比 4.5%，预期 4.4%，前值 4.3%。中国第三季度 GDP 环比 1.2%，预期 1.1%，前值 0.9%。前三季度累计同比 4.6%，上半年为 4.7%。
 - (2) 生产端：中国 9 月规模以上工业增加值同比 5.5%，预期 5.5%，前值 5.2%。1-9 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.3%，涨幅与前值持平。
 - (3) 需求端：1) 固定资产投资降幅与前值持平。中国 1-9 月城镇固定资产投资同比-7.2%，预期-7.3%，前值-7.2。其中，制造业投资同比下降 2.1%，降幅收窄 0.2 个百分点；房地产开发投资同比下降 20.6%，降幅较前值扩大 0.7 个百分点；基础设施投资同比下降 4.2%，降幅较前值扩大 0.2 个百分点。
- 2) 社会零售品消费增速小幅回升。中国 9 月社会消费品零售总额同比 1.1%，预期 0.6%，前值 0.4%。1-9 月份，社会消费品零售总额同比增长 1.1%，涨幅与前值持平。

宏观

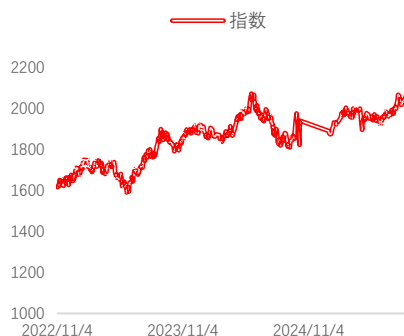
专题报告

国贸期货研究院：郑建鑫

从业资格证号：F3014717

投资咨询证号：Z0013223

国贸商品指数



数据来源：国贸期货

往期相关报告

- 1、【ITF-宏观】内需仍然偏弱，政策节奏或加快——8 月经济数据解读 20260916
- 2、【ITF-宏观】经济增速放缓，结构延续分化——7 月经济数据解读 20260818
- 3、【ITF-宏观】内需疲软，二季度经济动能放缓——6 月经济数据解读 20260715
- 4、【ITF-宏观】内需继续走弱，经济延续分化格局——5 月经济数据解读 20260616

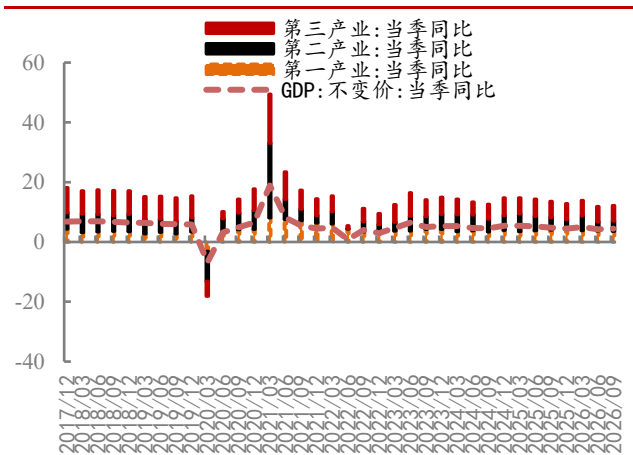
1 三季度GDP增速有所反弹

中国第三季度 GDP 同比 4.5%，预期 4.4%，前值 4.3%。中国第三季度 GDP 环比 1.2%，预期 1.1%，前值 0.9%。前三季度累计同比 4.6%，上半年为 4.7%。

前三季度国内生产总值 1071071 亿元，按不变价格计算，同比增长 4.6%。分产业看，第一产业增加值 58994 亿元，同比增长 3.7%；第二产业增加值 383822 亿元，增长 3.8%；第三产业增加值 628255 亿元，增长 5.2%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长 5.0%，二季度增长 4.3%，三季度增长 4.5%。从环比看，三季度国内生产总值增长 1.2%。

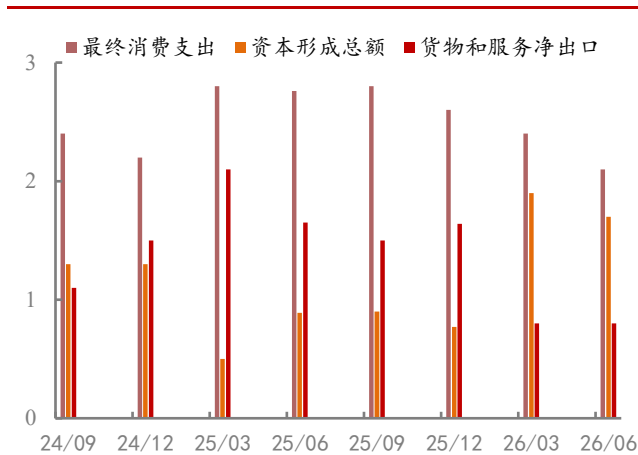
整体上来看，三季度 GDP 增速较二季度出现回升，主因一是 AI 产业链需求保持旺盛，带动出口持续高增长，是经济最重要的支撑；二是存量政策加快落地，助力投资和消费有所企稳，未进一步下滑。不过，内需疲软的现状并未得到明显的改善，商品消费、房地产投资、基建投资等仍然处于弱势。

图表 1、GDP 当季同比增速



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 2、对 GDP 累计同比的拉动（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

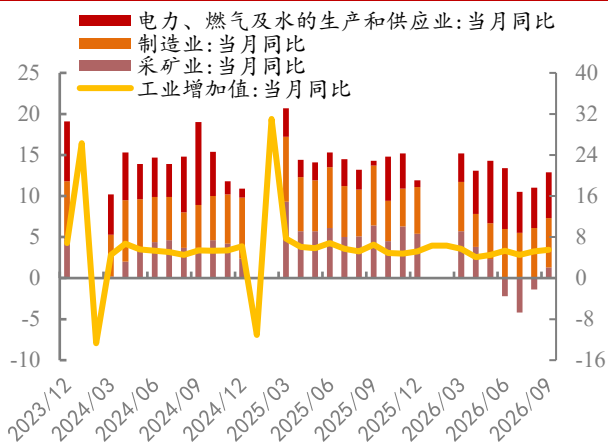
2 工业生产增速小幅回升

中国 9 月规模以上工业增加值同比 5.5%，预期 5.5%，前值 5.2%。从环比看，9 月规模以上工业增加值环比 0.61%，前值 0.54%。1-9 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.3%，涨幅与前值持平。

分行业看，9 月份，41 个大类行业中有 31 个行业增加值保持同比增长。其中，上游方面，黑色金属冶炼及压延加工业同比增长 1.6%，涨幅较前值回升 0.6 个百分点；有色金属冶炼及压延加工业同比下降 5.1%，降幅较前值扩大 1.0 个百分点；非金属矿物制品业同比下降 2.4%，

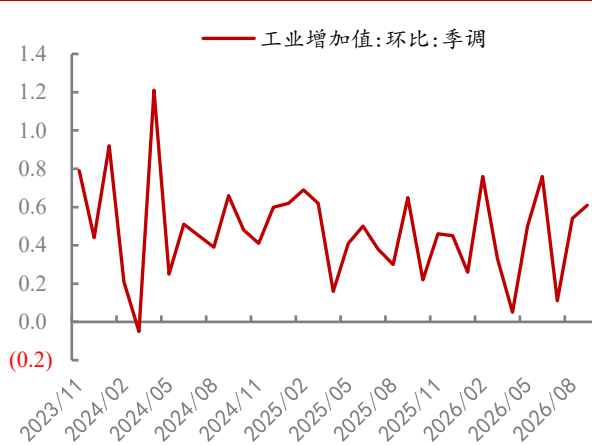
降幅较前值缩小 1.7 个百分点；下游方面，通用设备制造业同比增长 8.5%，涨幅较前值缩小 1.3 个百分点；专用设备制造业同比增长 12.1%，涨幅较前值扩大 0.7 个百分点；汽车制造业同比增长 6.7%，涨幅较前值缩小 2.0 个百分点。

图表 3、工业生产增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 4、工业生产环比增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

9 月工业生产增速进一步小幅回升，主要原因一是极端天气影响减弱，生产活动和物流运输受到的干扰明显缓解；二是 9 月出口增速进一步加快，外需对工业生产的拉动作用较强；三是，高技术制造业保持较快增长，产业升级对生产形成持续支撑。

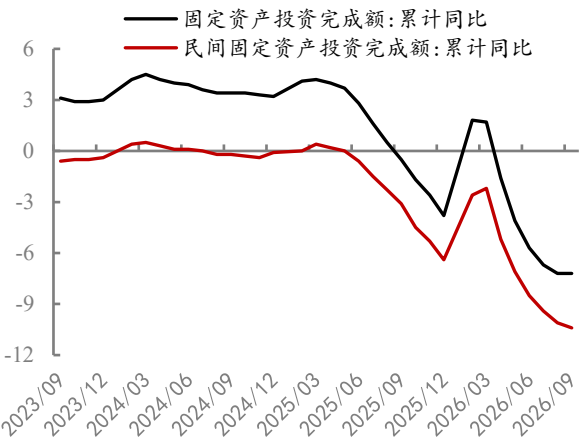
展望未来，一方面，AI 产业链的出口保持强劲，对工业生产有较强的支撑；另一方面，内需疲软的现状并未得到明显的改善，使得工业产能利用率反而进一步回落至 73.1%。这表明当前工业增长仍具有较强的结构性，四季度工业生产增速预计仍将保持在 5.0% 左右；其中，高技术产业生产有望延续两位数高增长，继续发挥引领带动作用。

3 固定资产投资增速降幅与前值持平

中国 1-9 月城镇固定资产投资同比-7.2%，预期-7.3%，前值-7.2。其中，民间固定资产投资同比下降 10.4%，降幅较前值扩大 0.3 个百分点。从环比看，9 月城镇固定资产投资环比 0.07%，前值-0.55%。

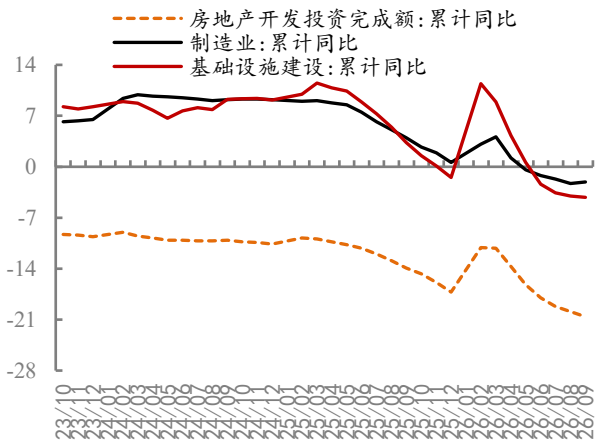
从三大门类来看，1-9 月制造业投资同比下降 2.1%，降幅收窄 0.2 个百分点；房地产开发投资同比下降 20.6%，降幅较前值扩大 0.7 个百分点；基础设施投资同比下降 4.2%，降幅较前值扩大 0.2 个百分点，其中，信息传输业投资增长 30.8%，航空运输业投资增长 13.8%，水上运输业投资增长 13.5%。

图表 5、固定资产投资累计增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 6、三大门类投资（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

(1) 基建投资降幅进一步扩大。1-9月基建投资同比下降4.2%，降幅较1-8月扩大0.2个百分点。从主要行业来看，道路运输、水利管理和公共设施管理等传统基建仍是主要拖累，同比均保持负增长。9月以来，新型政策性金融工具首批资金陆续投放，委托贷款明显回升，资金端已出现积极变化，但从项目本金到位、配套融资形成再到实际开工施工，仍需要一定时间。与此同时，地方债务约束、土地财政收缩和项目收益率偏低等问题仍在制约传统基建扩张。

展望未来，伴随财政支出和各类政府债券资金使用赶进度，特别是9月8000亿新型政策性金融工具全面投放，政策资金有望逐步转化为实物工作量，基建投资降幅或逐步收窄，但受制于地方投资能力和项目回报约束，短期回升力度或有限。

(2) 制造业投资降幅继续扩大。1-8月累计同比下降2.3%，降幅较1-7月扩大0.6个百分点。据测算，8月当月制造业投资同比下降6.1%，降幅较上月扩大1.7个百分点。

自二季度以来制造业投资持续出现负增长，背后或有两个原因：一是，上半年工业产能利用率下降较快（截至二季度末，仅有73.0%），对制造业投资形成较强的约束；二是，尽管二季度以来规模以上工业企业利润大幅增长，但除了AI产业链等少数行业外，多数行业仍在下行，对整体制造业投资带来较大压力。此外，今年大规模设备以旧换新政策对制造业投资的带动作用也比较有限。

展望未来，7月30日召开的中央政治局会议明确提出，要“加快推动新旧动能转换”，并“着力打造新兴支柱产业，持续推动传统产业改造升级”。这或意味着未来制造业投资将继续获得财政、金融以及产业政策的支持。此外，随着8000亿元新型政策性金融工具支持项目的

全面落地，叠加电子通讯行业利润大幅增长带动行业投资较快扩张，预计后续制造业投资的降幅将逐步收窄。

(3) 房地产投资降幅持续扩大。1-8月累计同比下降19.9%，降幅较前值扩大0.7个百分点。据测算，8月当月房地产投资同比下降25.5%，降幅较上月收窄1.9个百分点。近期房地产投资较快下滑，背后是二季度以来房地产市场调整幅度有所加大，其中，“量”方面，1-8月新建商品房销售面积同比下降12.1%，降幅较前值扩大0.3个百分点，大于一季度的-10.8%；“价”方面，5月以来70城二手房价环比降幅也扩大至0.3%。

展望未来，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制，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，房地产投资还将继续面临下行的压力。

4 商品房销售降幅继续扩大

国家统计局的数据显示：

1-9月份，新建商品房销售面积同比下降13.2%，降幅较前值扩大1.1个百分点；其中住宅销售面积下降13.8%。新建商品房销售额同比下降13.9%，降幅较前值扩大0.9个百分点；其中住宅销售额下降13.7%。根据住房城乡建设部数据，1-9月份，二手房交易网签面积同比增长10.7%。9月末，新建商品房待售面积74825万平方米，同比下降1.5%。其中，待售3年以下面积54197万平方米，下降5.0%。

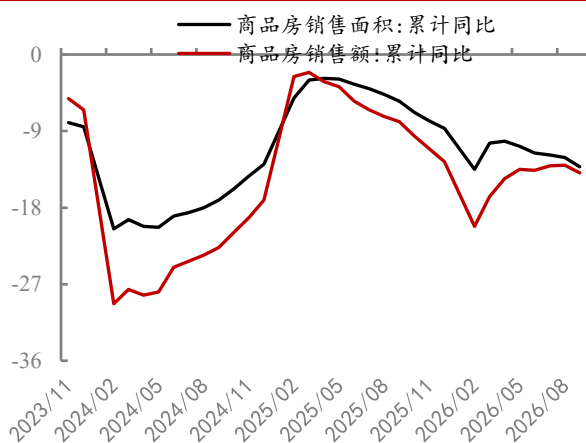
1-9月份，房地产开发企业房屋施工面积同比下降12.8%，降幅与前值持平。房屋新开工面积同比下降24.9%，降幅较前值扩大0.1个百分点。房屋竣工面积同比下降25.1%，降幅较前值扩大1.4个百分点。

当前房地产市场调整的趋势尚未结束。8月单月，全国商品房销售面积和金额分别同比-14.8%和-12.1%，单月降幅较7月分别扩大1.4个百分点和3.2个百分点，结束前两月收窄趋势，边际回暖出现反复。新房库存自3月以来已连续6个月减少，去库存政策效果延续。

整体来看，房地产行业仍处于销售弱修复、供给收缩的分化格局中，8月销售端单月降幅重新走扩，销售修复斜率有所放缓，韧性出现反复，投资端降幅仍在扩大。积极信号来自

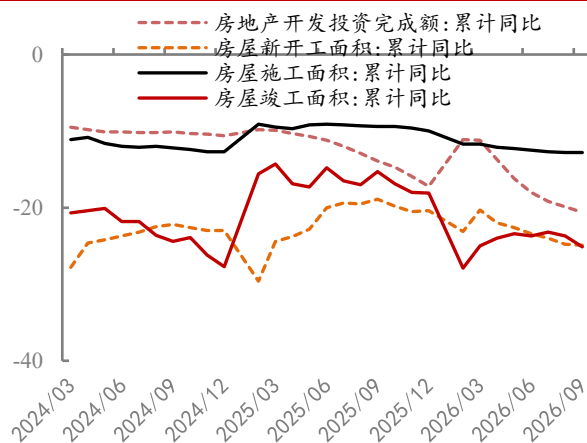
新房库存已连续 6 个月下降、个人按揭贷款的边际改善。展望四季度，预计政策端去库存、控增量基调不变，叠加低基数效应，市场回稳大方向预计延续。

图表 7、商品房的销售增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 8、房地产开发投资增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

5 社会消费增速小幅回升

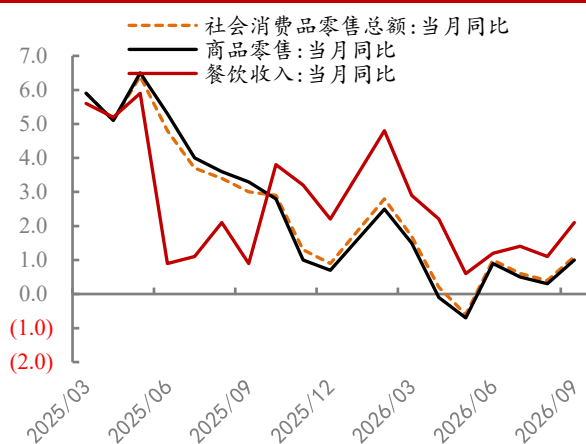
中国 9 月社会消费品零售总额同比 1.1%，预期 0.6%，前值 0.4%。从环比来看，9 月社会消费品零售总额环比 0.35%，前值-0.16%。1-9 月份，社会消费品零售总额同比增长 1.1%，涨幅与前值持平。9 月份，全国城镇调查失业率为 5.2%，较前值下降 0.1 个百分点。

(1) 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。

(2) 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。

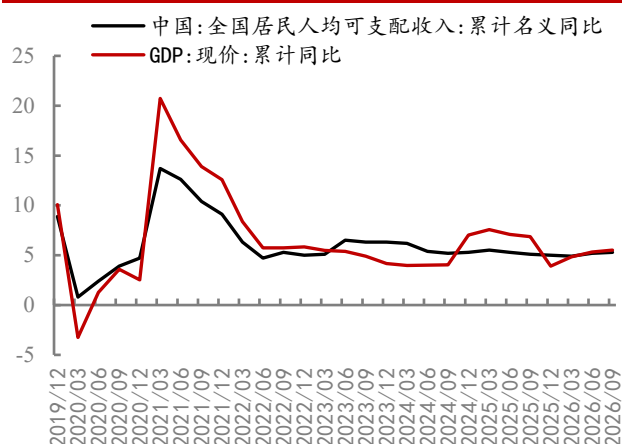
不过，9 月家电零售额同比增速较上月放缓 0.4 个百分点至 1.9%，金银珠宝、体育娱乐用品、家具、建筑装饰材料零售额延续负增长，尽管降幅与上月相比有不同程度收窄，这主要受补贴政策拉动效果减弱、房地产市场持续下行、居民消费信心偏弱等因素叠加影响。

图表 9、社会消费品零售总额增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 10、全国居民人均可支配收入（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

整体来看，服务消费（1-9月服务零售额同比增长5.0%，明显快于商品零售的1.0%）和少数商品品类保持增长，但尚未带动商品消费普遍回暖，消费的普遍回暖仍受到居民消费倾向和意愿的制约：前三季度居民人均可支配收入名义增长5.3%，但消费倾向整体呈下行趋势，居民贷款累计净减少也反映出居民加杠杆意愿偏弱，部分新增收入可能被用于增加储蓄或偿还存量贷款，而非扩大消费，说明居民资产负债表仍处于修复过程中，消费意愿的恢复需要时间。

6 经济总量改善，内需修复待加强

三季度GDP同比4.5%，较二季度有所修复，略高于预期。三季度经济增速企稳回升，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。具体来看，生产端：在出口增速高位上行、高技术产业增加值高增长带动下，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，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，其中，基建投资累计同比降幅略有扩大，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。

综合来看，尽管三季度经济动能有所增强，但当前经济结构性矛盾仍存，具体表现为出口较强，消费、房地产和投资仍偏弱。展望四季度，外需和工业生产仍将提供支撑，全年经济增长预计在4.6%左右。考虑到三季度出口大幅走高、工业生产边际改善，短期经济增长压

力相对可控，年内政策可能相对克制，更多增量政策加码的时间窗口或再次后移，意味着内需修复需要更多依靠自身的内在动能。后续重点观察内需修复强度，这或将是决定本轮经济修复高度的关键。

分析师介绍

郑建鑫，国贸期货研究院宏观金融研究中心经理，宏观金融首席分析师，厦门大学财务学硕士。负责宏观和大宗商品研究，擅长 FICC 类资产研究，熟悉宏观对冲及套利交易。曾获期货日报“最佳宏观策略分析师”称号。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。期市有风险，入市需谨慎。