

如何看待三季度经济修复成色？

——2026 年三季度经济数据点评

作者：
中诚信国际 研究院

院长 袁海霞

hxyuan@ccxi.com.cn

研究员 张堃

kzhang02@ccxi.com.cn

研究员 张瀚文

hwzhang@ccxi.com.cn

开年经济数据普遍回暖，关注地缘冲突风险外溢，2026 年 3 月 16 日

经济完成 5% 目标的结构性亮点与制约，2026 年 1 月 19 日

政策错位下“高基数”影响显现，10 月经济再度全面放缓，2025 年 10 月 16 日

供需强弱的格局再强化，年内完成增速目标压力不大，2025 年 9 月 15 日

经济内生动能走弱，增长压力初现下政策呵护仍有必要，2025 年 8 月 15 日

经济“压力考”过半，政策针对性发力至关重要，2025 年 7 月 15 日

消费表现亮眼，内外需扰动或加大下半年经济压力，2025 年 6 月 16 日

外部冲击显现，经济整体维持韧性，2025 年 5 月 15 日



■ 三季度实际与名义 GDP 同步改善，为实现全年经济增长目标奠定基础。今年前三季度 GDP 实际增速分别为 5.0%、4.3%、4.5%，累计增长 4.6%，仍在全年经济增长目标区间内。在极端天气扰动逐步消退、节假日消费带动效应释放、AI 产业和出口景气向上的支撑下，三季度 GDP 增速改善，较二季度提高 0.2 个百分点，价格对名义增长支撑有所增强，名义 GDP 实现 6.0% 的增长，GDP 平减指数同比连续两个季度回暖。从月度数据看，9 月多数指标环比改善，经济总体仍然延续“供给好于需求、外需优于内需”的格局。AI 产业及出口超预期增长为工业生产、出口、投资形成结构性支撑，新基建相关投资仍有亮点，但地产拖累加深、项目落地偏慢、居民收入预期低迷等因素仍然对经济内生动能形成压制，同时外部扰动和不确定加大，油价波动反复，中东冲突对工业生产、投资影响仍未彻底消化。9 月底以来居民购房贷款贴息、PSL 降息扩围、再贷款增额、盘活地方债结存限额等政策接踵出台，四季度经济冲刺收官阶段，宏观政策逆周期调节力度有望加大，预计四季度经济将延续小幅反弹，全年实现目标压力不大，但内生动能的修复仍取决于结构性亮点能否转化为更广泛的增长。

■ （一）三季度工业生产仍然偏强，9 月工业增加值同比回升强于季节性，与制造业生产景气走强相互印证。季末工业生产往往季节性回升，9 月工业生产同比增长 5.5%，较 8 月回升 0.3 个百分点，与制造业景气指标相互印证，9 月制造业 PMI 生产指数进一步提升至 51.7%，EPMI 生产指数较上月提升 7.4 个百分点至 54.6%，企业生产尤其是以装备制造业为主的战略性新兴产业的生产进一步加快。剔除季节性因素后，9 月工业增加

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731

www.ccxi.com.cn
gzhao@ccxi.com.cn

值季调环比（0.61%），高于过往十年平均增速 0.58%，除季末冲刺的季节性因素外，工业生产仍然受外需偏强等因素的支撑。

➤ **外需偏强对工业生产的支撑仍然显著，9 月出口相关指标均抬升至过往较高水平。**

9 月出口增速维持强势增长（36.3%），同时工业企业出口交货值增速达 17.0%，二者增速均处于过往历史增速较高水平，同时，以出口交货值占营收比例衡量各行业生产的外需含量，9 月高-低出口依赖行业的工业增加值增速差为 9.3%，处于 2019 年以来高位水平，在 AI 投资需求扩张、新兴国家工业化进程提速的背景下，外需对于工业生产的支撑仍然显著。

➤ **细分行业来看，高技术产业景气度依旧较好，能化产业受原油上涨影响保供压力增大。**

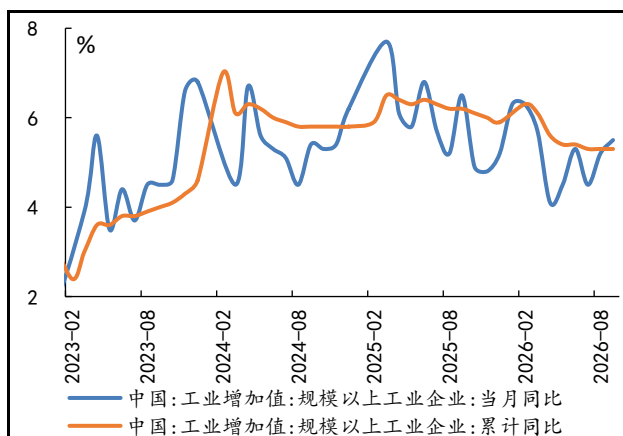
9 月高技术制造业增加值同比增长 15.3%，快于全部规模以上工业增加值 9.8 个百分点，细分行业中，计算机通信及电子设备、通用设备、专用设备等高技术/装备制造业生产仍位居前列，多数增速仍维持 10%以上，高技术产业生产仍然维持较高水平。同时，在美伊冲突拉锯的背景下，9 月原油价格一度再次突破 100 美元/桶，相关行业保供压力加大。9 月石油和天然气开采、煤炭开采以及化学原料制品的生产均较 8 月抬升 2 个百分点以上，尤其是石油和天然气开采增速达 9.8%，为近五年新高水平。生产回落仍主要集中于受需求疲软、原材料价格上涨等多重压力影响的传统行业，如非金属矿物制品和有色金属冶炼等等。

➤ **出口强劲也带动了服务业生产回升。**

9 月服务业生产指数同比增长 4.8%，较上月回升 0.7 个百分点。分行业看，信息传输、软件和信息技术服务业、租赁和商务服务业同比分别增 9.8%和 9.5%，分别较上月上涨 0.2、0.5 个百分点。

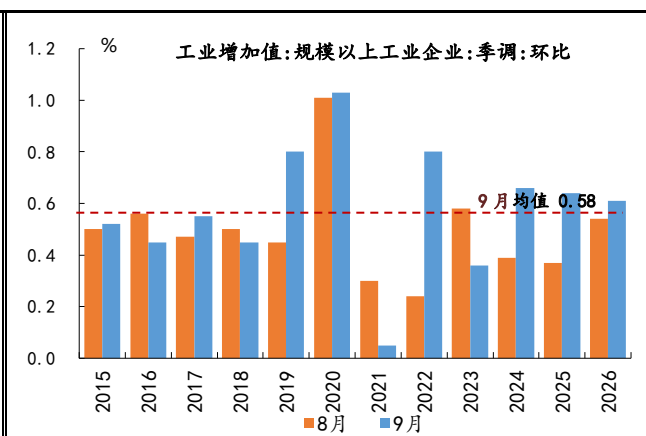
图 1：9 月工业生产同比增长 5.5%，较 8 月回升 0.3 个百分点

图 2：9 月工业增加值季调环比（0.61%），高于过往 9 月平均水平



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 3：9 月出口仍是生产端的主要拉动项



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 4：生产端内外需分化程度仍然较大

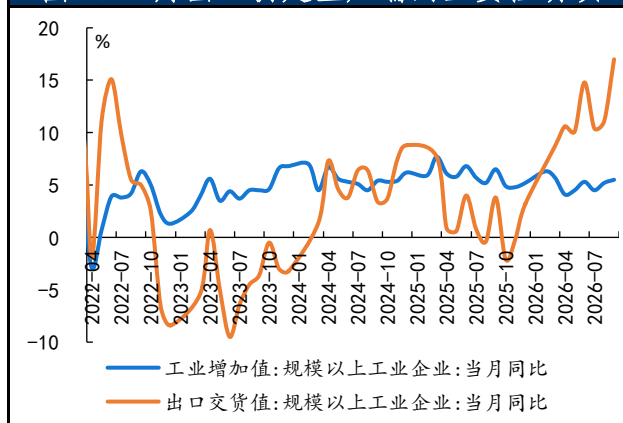


图 5：从行业生产情况来看，除 AI 等新动能延续高贡献外，部分装备制造生产跟随新兴国家工业化需求维持高增长

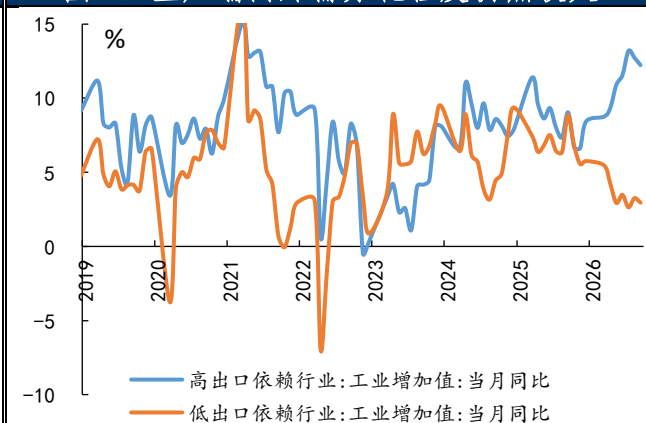
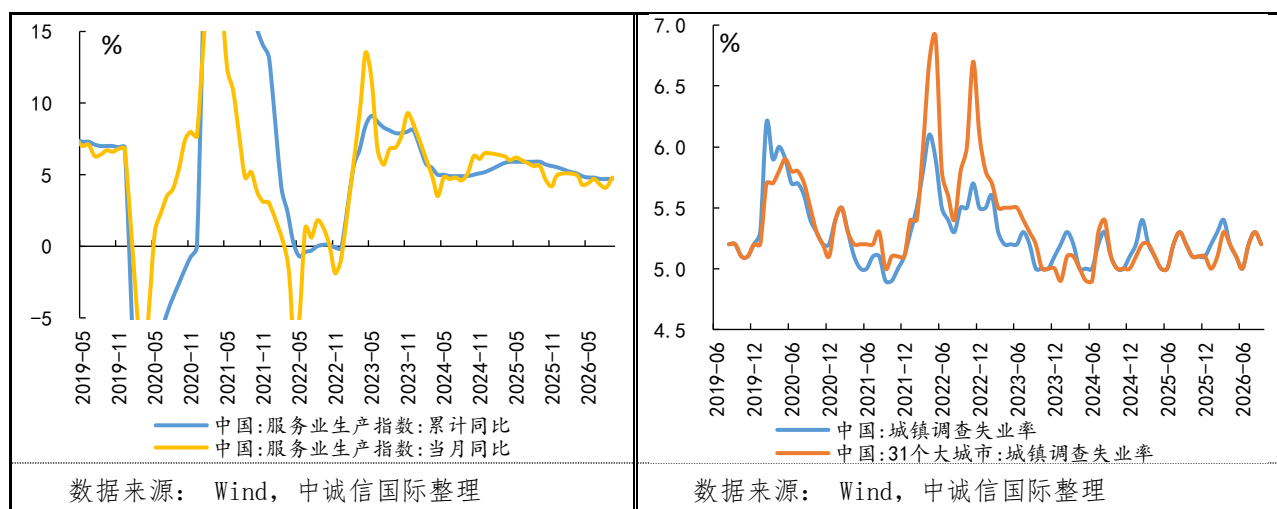


图 6：服务业生产指数维持稳健增长

图 7：6 月城镇调查失业率稳中有降



- **（二）9 月消费边际修复更多受假期错位等季节性影响，收入、居民消费倾向偏弱等因素对消费的掣肘仍然存在。**综合商品与服务消费看，前三季度社会消费商品和服务零售总额同比增长 2.6%，较 1-8 月略有回升（0.1 个百分点）。9 月单月社零同比回升 0.7 个百分点至 1.1%，考虑到今年中秋假期提前至 9 月，假期错位影响下，出游相关消费如餐饮（同比增长 2%）的释放或对同比读数形成一定的支撑。但在剔除季节性因素后，9 月社零环比增长 0.35%，仍然低于过去十年的平均水平（0.5%）。尤其是前三季度居民名义可支配收入增速仅为 5.3%，已经连续三个季度落后于名义 GDP 增长，金融数据中新增居民短贷连续三个月同比下降，同时居民人均消费支出增速（2.7%）与人均可支配收入增速（4.4%）的差值进一步扩大，这意味着除了以旧换新政策的需求预支效应等影响外，收入以及消费倾向对居民消费掣肘持续存在。
- **9 月商品零售更多受节庆效应支撑，必选消费表现靠前，补贴类商品中仅有换机窗口的通讯器材维持较高增长。**拆分商品消费的细分表现看，9 月五大补贴类商品的加权社零增速为-6.3%，较上月整体持平，其中，仅换新周期较短的通讯器材和文化办公用品（电脑及配件）表现相对较好，尤其 9 月为各大手机厂商新机陆续发布的窗口期，通讯器材社零增长超过 30%，远超汽车、家电、家具等其他补贴品类的消费表现。非补贴类商品的加权社零增速回升近 3.5 个百分点至 3.6%，是 9 月商品消费的主要支撑项。其中，粮油食品、饮料、日用品增速维持韧性增长，原油制品、黄金消费跌幅分别收窄 6.2、7.9 个百分点更多受油价上涨的名义因素及基数的支撑。

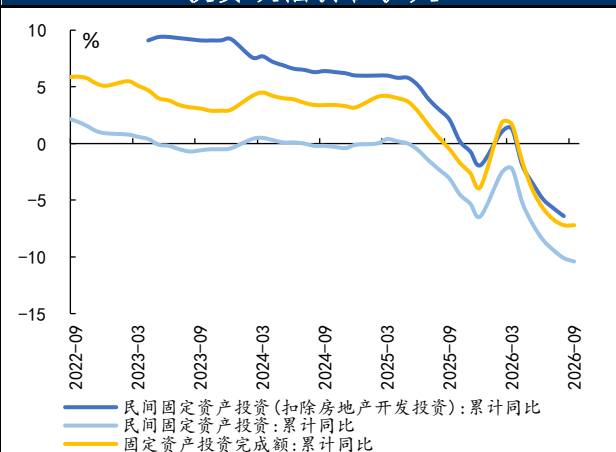
- **服务零售边际回暖，与高频指标较为一致。**中秋假期出游的支撑下，9 月服务零售同比回升 0.1 个百分点至 5.0%，服务业 PMI 从 49.3%回升至 50.2%。从高频数据来看，9 月出行和餐饮消费均出现边际好转，27 城地铁客运量增速由 8 月的-1.8%回升至 9 月的 1.5%，商务部数据的中秋假期全国重点零售和餐饮企业日均销售额比去年农历同期增长 6.1%，商务部重点监测的 78 个步行街营业额同比增长 5.1%，较端午假期的 3.5%有所改善。



- **（三）9 月固定资产投资增速跌幅企稳、环比转正，下行压力边际缓和，结构上制造业投资是三大投资的主要改善项，民间投资跌幅仍在走阔。**1-9 月固定资产投资同比

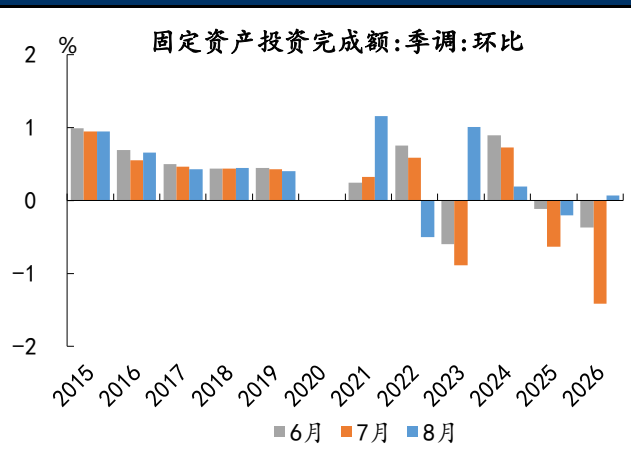
增速为-7.2%，较前 8 月持平，环比增速自 3 月以来首度转正，下行压力边际缓解。从投资结构看，三大投资中仅制造业同比改善，地产仍是投资的主要拖累项，但今年以来基建对投资下行的边际影响相对更大。1-9 月基建投资的同比拉动进一步降至-1.62 个百分点，无论相较于上月还是去年同期看，基建对今年投资端的边际影响要高于制造业和地产。民间投资增速仍在下滑，1-9 月民间投资完成额同比下降 10.4%，较前值进一步回落 0.3 个百分点，除了地产调整对民间投资的拖累外，民间资本投资的内生动力也有明显下降，预期偏弱、内需不足、地缘冲突反复均对企业投资经营形成抑制。

图 11：9 月固定资产投资整体企稳，但民间投资跌幅仍在扩大



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 12：9 月投资季调环比转正



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 13：设备工器具购置投资仍是主要支撑

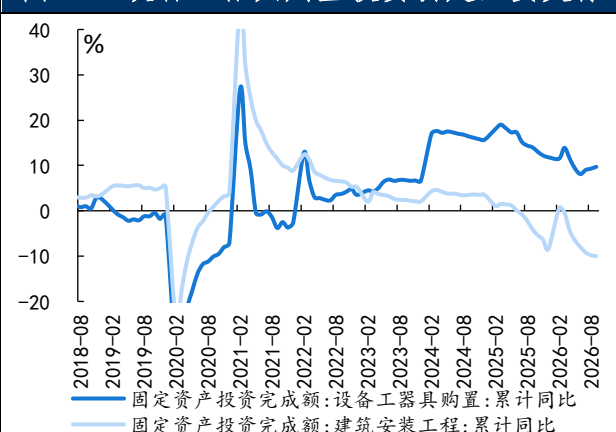
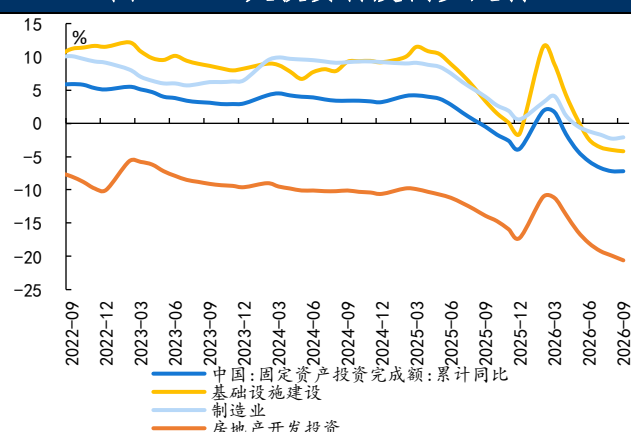


图 14：三大投资再度同步走弱

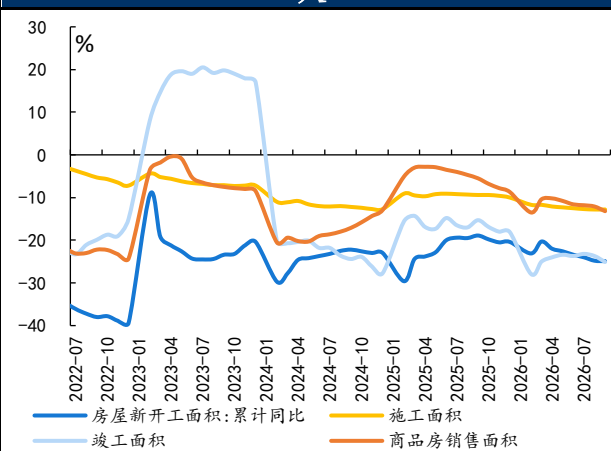


- 销售旺季地产需求未见明显改善，房价企稳的核心仍来自核心城市的改善性需求，地产投资的拐点尚未确认。从销售表现看，8 月全国房屋销售面积跌幅再度扩大，同比下降 13.2%，跌幅较上月走扩 1.1 个百分点，销售额降幅也进一步扩大 0.9 个百分点，真实购房需求总体未出现实质性改善。房价方面，各能级城市的商品房

和二手房同比跌幅均有收窄，但环比来看仅有一线城市的商品房、二手房价格延续上涨，背后仍受核心地段的改善性需求支撑。地产开发链条依然全线承压，1-9月地产投资较前8月进一步下滑0.7个百分点至-20.6%，同时到位资金下降21.6%，跌幅均创历史新高，行业整体资本开支意愿偏弱，在地产库存高企、房企经营承压的背景下，房企普遍回避需求基本面偏弱、去化压力高企的区域，地产投资或仍处于收缩态势。

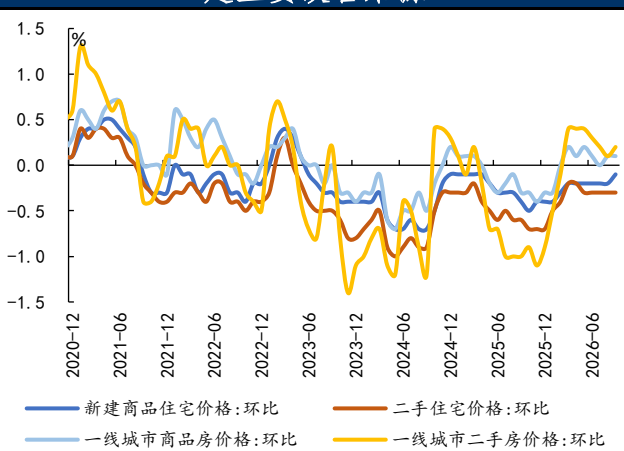
- **基建投资跌幅继续扩大，资金下放及项目落地进展偏慢仍是主要制约，但结构上六张网等新基建的投资拉动显现。**前三季度基建同比较前8月回落0.2个百分点至-4.2%，已连续四个月为负。就下滑原因看，资金发行节奏和项目落地进度偏缓仍是主要原因。据统计，今年广义财政支出进度、专项债发行进展和准财政落地速度整体均偏慢，8月广义财政支出累计、当月同比下滑3.5%、6.7%，同时，1-9月新增专项债发行进度为全年的81%，低于去年83.2%的同时也低于过去三年平均水平86.8%，8000亿新型政策性金融工具下放在下半年陆续下放，进展上也低于年初的预期；但从委托贷款数据看，新型政策性金融工具正在起效，9月委托贷款同比多增519亿元，预计四季度基建投资降幅将明显收敛。此外，项目端仍然是制约固定资产投资的主要约束，1-8月施工项目计划总投资同比-5.3%，较1-7月的-4.5%继续回落；新开工项目计划总投资同比-22.3%，整体延续走弱。同时，化债压力、资金错配、项目储备不足、地方对投资项目的审查趋于审慎等深层次原因的制约持续存在。值得注意的是，从细分行业看，9月基建投资中信息传输业投资增长30.8%、航空、水上运输业投资也实现10%以上的增长，来自六张网、智慧交通等融合基础设施的新基建仍然能够形成一定的投资增量，当前投资总量虽然有所下滑，但结构调整、优化的进程也在加快。
- **制造业投资仍然向少数高景气行业集中，地缘冲突反复、供给冲击及价格分化压力是制约制造业投资的主要原因。**1-9月制造业投资同比增速小幅回升0.2个百分点至-2.1%，但整体仍然偏弱，地缘扰动反复、油价中枢再度回升的背景下，多数受影响行业环节仍选择观望并放缓投资节奏。结构上，装备制造业及AI产业链投资仍是主要拉动项，需求偏弱下价格分化压力也会对中下游制造业带来一定的挤出，受成本上升影响中下游制造业（有色金属冶炼加工、金属制品、食品制造等）投资整体跌幅仍然较大。

图 15：9 月地产竣工、销售面积跌幅均有扩大



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 16：地产价格环比增速走平，一线城市仍是主要改善来源



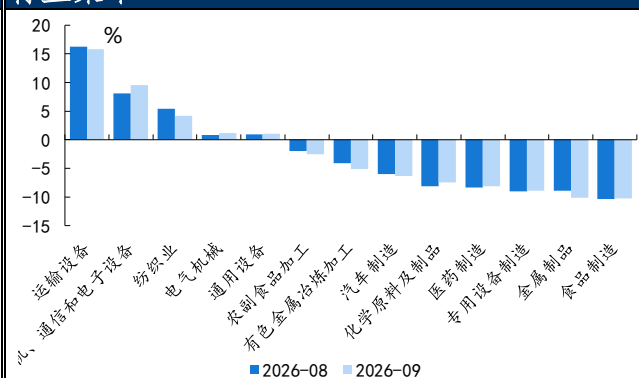
数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 17：6 月广义基建再度转负



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 18：制造业投资进一步向少数高景气行业集中



数据来源：Wind，中诚信国际整理

- 综合来看，前三季度 GDP 增速实现 4.6% 的增长，仍在全年经济增长目标 4.5%-5.0% 的区间内，展望四季度，低基数下经济增速有望延续小幅反弹，实现全年增长目标压力不大，但经济内生动能的修复需要政策积极发力。后续来看，出口和高技术产业仍能为全年生产、投资、出口等各项经济指标形成支撑，三季度围绕财政、地产等各项增量政策陆续落地，有望为内需提供一定的支撑。具体来看，消费方面，国庆假期出游人次与消费支出同步增长，叠加“双十一”、年末促销及冬季文旅消费，有望对年内服务消费形成支撑，同时房贷贴息政策有望在一定程度上降低居民购房成本、改善住房需求，并对家居、家电等房地产后周期消费形成带动。但考虑到房贷贴息的受益群体及适用范围相对有限，楼市销售及房地产产业链的拉动作用预计较为有限，难以单

独推动房地产市场实现趋势性回暖。**投资方面**，9 月基建投资或是全年低点，考虑到四季度仍有 1.5 万亿地方政府债、4.1 万亿国债待发，合计政府债待发规模 5.6 万亿，为同期三年最高水平，叠加新型政策性金融工具落地形成实物量，全年增速有望回正，对固定资产投资整体形成托底。但来自居民收入与就业预期改善、地产周期磨底的拖累、中下游行业的成本及需求压力、宏观债务压力等仍对经济内生动能形成较大的压制，政策上需要在促消费、稳民生上加大力度，加快年内各项存量政策落地速度，适时出台增量政策，以保证经济的持续稳定运行。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

地址：北京市东城区朝阳门内大街

南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100020

电话：（86010）66428877

传真：（86010）66426100

网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD

ADD: Building 5, Galaxy SOHO,

No.2Nanzhuganhutong, Chaoyangmennei Avenue,

Dongchengdistrict, Beijing, 100020

TEL: (86010) 66428877

FAX: (86010) 66426100

SITE: <http://www.ccxi.com.cn>