南华宏观热点

——国内经济边际企稳，财政发力是主因，内需仍是短板

翟帅男 （投资咨询证号：Z0013395）
联系邮件：zaisuainan@nawaa.com
投资咨询业务资格：证监许可【2011】1290号
2026年10月20日

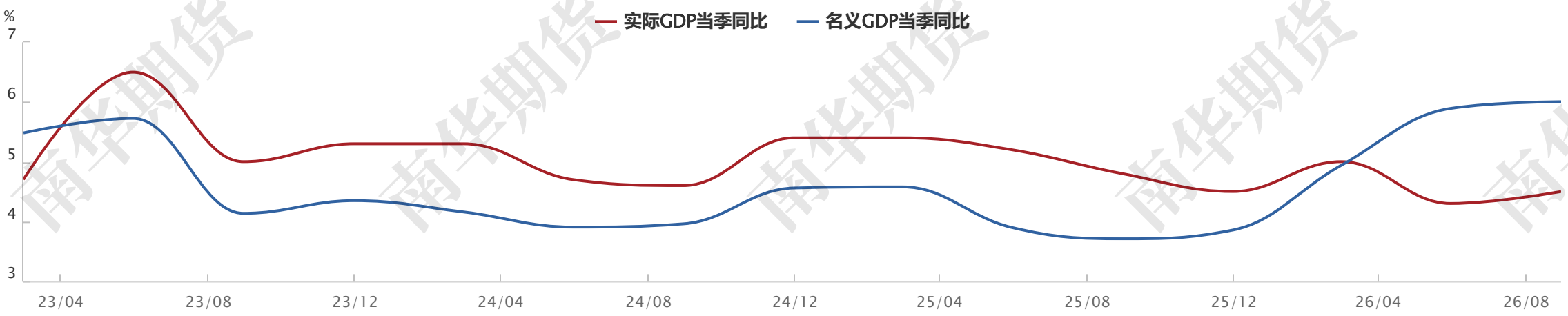
正文

一、三季度GDP超预期，核心在生产端和外需

前三季度GDP累计同比增长4.6%，其中三季度同比4.5%，高于前值和市场预期。不过，增长成色高度集中在生产端与外需，并非来自内需。9月规模以上工业增加值同比增长5.5%、环比加快0.3个百分点，1至9月累计增长5.3%，生产端整体强劲，其中高技术制造和装备制造继续领跑，3D打印设备、锂离子电池、工业机器人产量分别增长62.5%、39.5%和29.1%。9月工业企业出口交货值名义增长17.0%，生产强与出口强相互印证。但传统动能仍在拖后腿，水泥、钢材9月产量分别下降5.3%、3.8%，有色金属冶炼增加值下降5.1%，9月发电量甚至下降1.2%。这说明生产端的景气高度依赖外需与设备更新政策，地产链与部分电子周期下行的拖累延续，工业的稳定更多是新动能上冲抵消了一部分旧动能拖累。整体看，经济保持“供强需弱、外强内弱、政策托底”格局，目前处于新旧动能转换期，但内需增长动能仍偏弱。

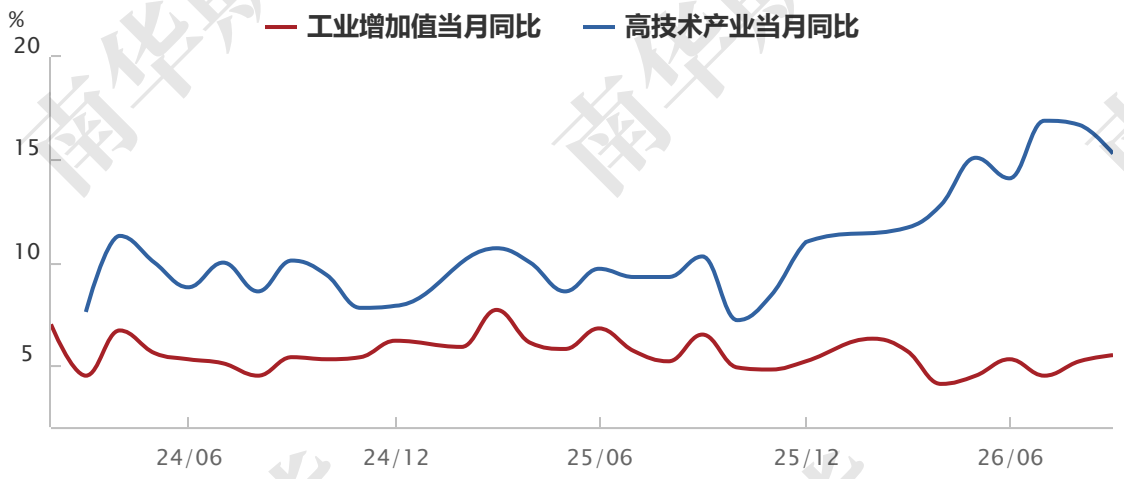
从两会设立的GDP增长目标来看，四季度只需要达到4.24%的同比增速，全年就可以达到4.5%的增长目标下限，整体没有压力；而要冲5.0%的目标上限，则需要四季度GDP同比增速达到6.05%，基本不太可能。目前在外需和新动能的支撑下，GDP完成全年目标下限压力不大，加上而外部美联储紧缩与地缘风险又约束着宽松的空间，内部化债周期同样造成约束，四季度全面宽松概率不高。

名义GDP与实际GDP增速



source：*同花顺,南华研究*

工业增加值同比增速



source：*wind,南华研究,*

工业企业出口交货值同比增速



source：*同花顺,南华研究*

四季度GDP推算

时段	GDP同比增速	备注说明
一季度	5.00%	开局增速较高
二季度	4.30%	短期动能回落
三季度	4.50%	增速小幅修复
前三季度累计	4.60%	处于全年目标区间内
四季度最低增速（保4.5%）	≈4.24%	全年目标下限，压力较小
四季度所需增速（冲5.0%）	≈6.05%	全年目标上限，需要内需明显回暖
全年预期目标	4.5% - 5.0%	2026政府工作报告目标区间

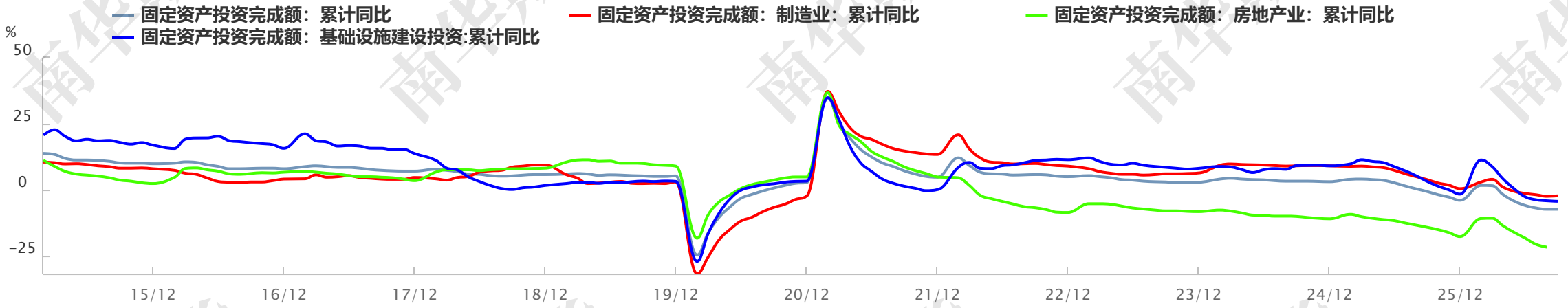
资料来源：同花顺 南华研究

二、投资持续负增，消费小幅回暖

投资端持续深度负增长，总量同比下滑7.2%、与1-8月持平。行业上，高技术产业投资增长4.9%，信息传输业、铁路船舶航空航天、计算机通信设备保持高增，是投资的亮点。制造业投资有所好转，经测算单月同比跌幅由-6.1%收窄至-0.9%，基建投资同样小幅改善，这是由政策资金落地推动。但房地产开发投资下降20.6%仍是最大拖累，另外民间投资前三季度下降10.4%，即便扣除房地产后仍下降6.7%，说明民企顺周期扩张的意愿仍弱，投资主要靠政府和国企在托。

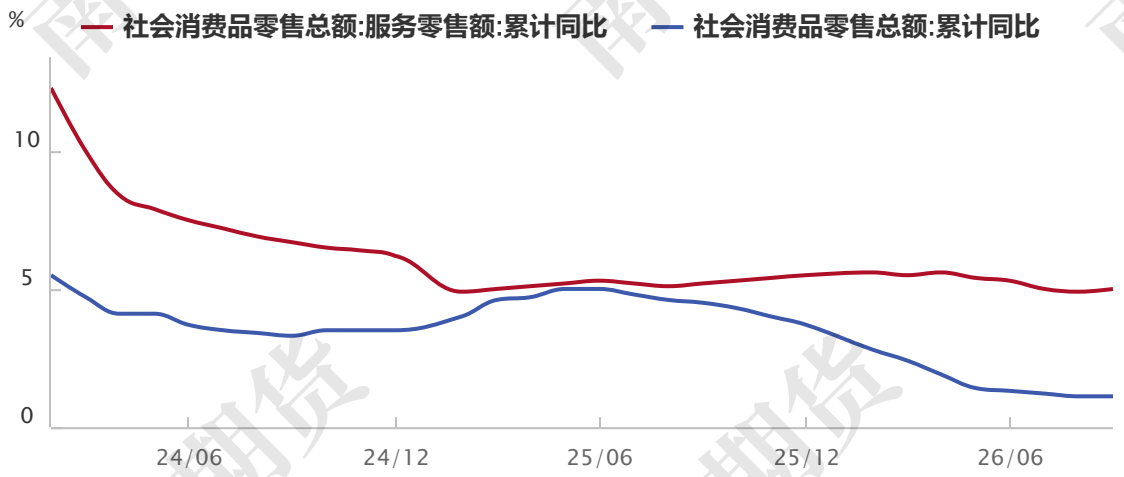
消费小幅上升，略超预期，但回升斜率不高。1-9月社零同比增长1.1%，9月单月同为1.1%，剔除汽车后累计增速回升至2.8%，可见汽车拖累显著。如果把统计范围扩大到商品加服务，前三季度增长2.6%，服务零售增长5.0%，服务消费明显强于实物商品。结构上，乡村消费强于城镇，线上服务零售强于线上商品，下沉市场与体验消费是增量所在。但商品内部分化明显，汽车、建筑装潢、家具、金银珠宝均明显回落，限额以上单位消费品零售额前三季度整体下降1.5%，耐用品与地产相关消费被收入预期和财富效应压制。展望后市，9月社零的阶段性回升主要靠基数效应和价格因素，持续性有待观察；四季度能否延续，取决于结构性政策对于投资和内需的托动作用，以及外需在高基数与贸易摩擦下是否退潮。一旦外需回落，内需又无力承接，届时政策加码的必要性会进一步上升。

固定资产投资及其分项



source：*同花顺,南华研究*

社会消费品零售额与服务零售额累计同比



source：*同花顺,南华研究*

限额以上和限额以下社零同比



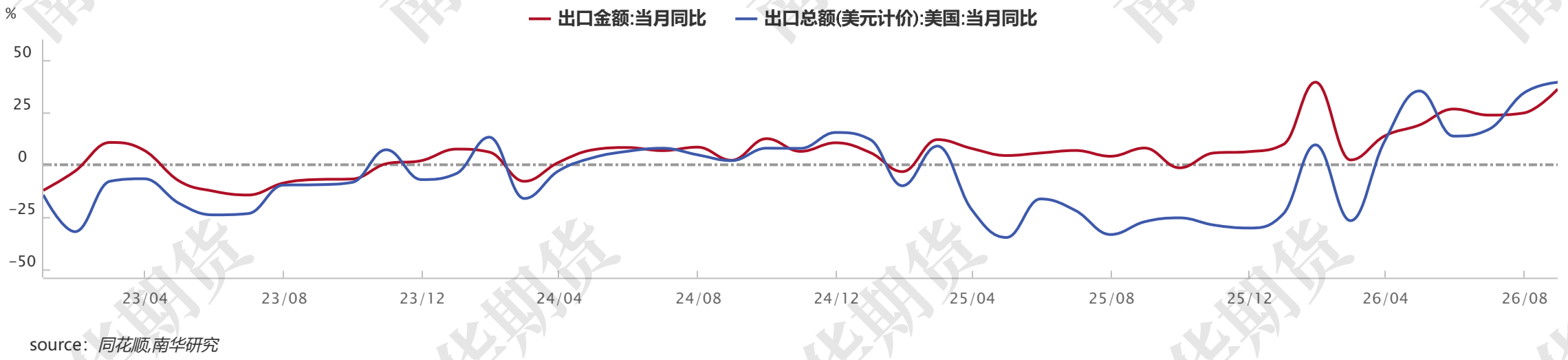
source：*同花顺,南华研究*

三、外贸强劲，是经济最确定的支撑项

外贸方面，前三季度进出口39.94万亿元、同比增18.8%，9月更是首破5万亿元、增速冲到27.5%，名义规模与增速都处在高位。出口动能保持强劲，9月出口同比29.6%、前值18.6%，以美元计增速高达36.3%；结构上看，9月集成电路和汽车出口同比分别增长136%和62%，中国品牌影响力持续提升，家具、家电、服装、玩具等劳动密集型产品出口增速同样亮眼，说明驱动力正从AI相关链条向传统商品接力。进口同样维持高增，9月同比24.6%、高于前值21.7%，背后一方面是价格上涨带动，另一方面是电子链条的原材料进口增加，因此尚不能据此判断内需已经转强。

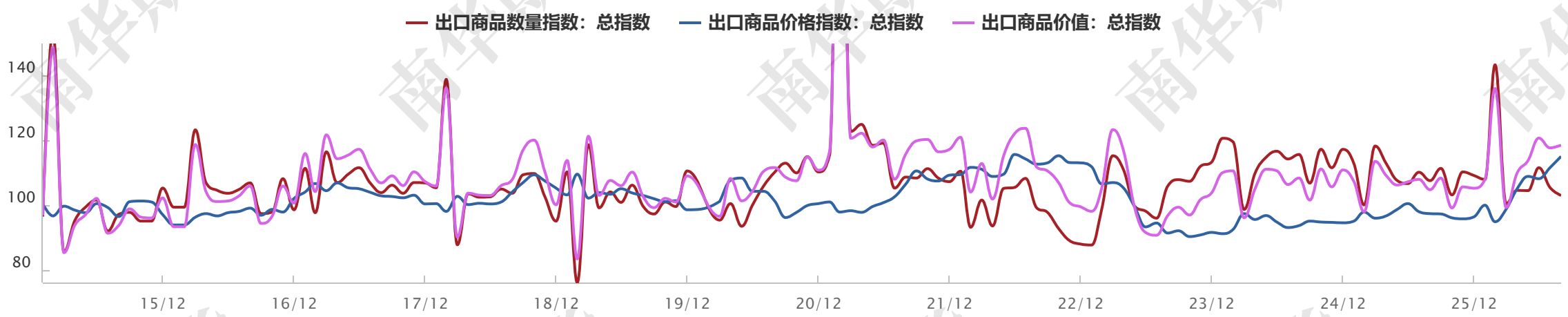
但要注意，本轮出口的量价结构严重分化，7、8月出口数量增速均为负，出口更多依靠价格支撑；高读数既受益价格上涨、也夹着抢出口的透支成分，若后续价格回落，数量不能接续，则增速可能快速下滑。综合看，外贸仍是三季度最稳的支柱，名义高增之下虽有价格与透支的水分、实际量能偏弱，但足以给宏观政策留出以时间换空间的余地。

出口金额:当月同比和出口总额(美元计价):美国:当月同比



source：*同花顺,南华研究*

出口数量和出口价格和出口价值总指数



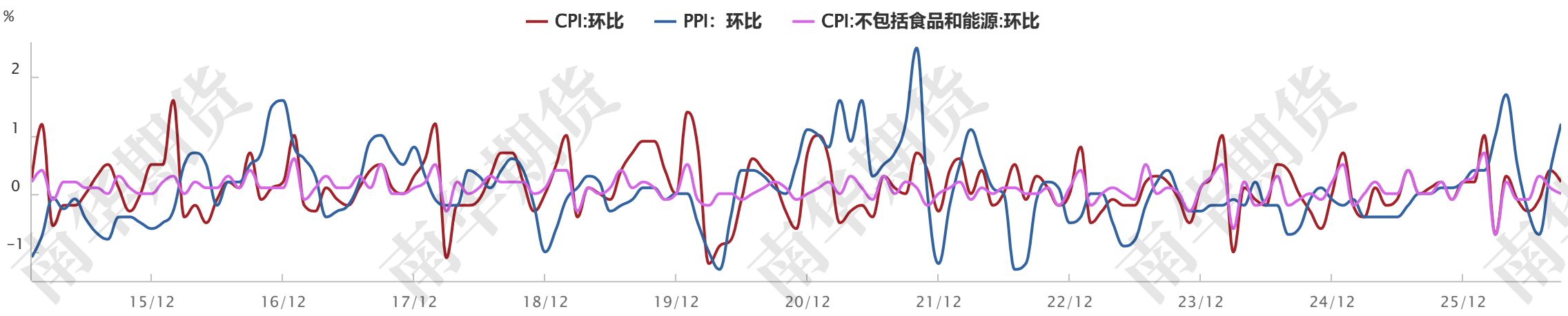
source：*同花顺,南华研究*

四、物价上下游分化严重

9月CPI同比仅0.9%、环比0.2%，保持低位徘徊，食品项同比降1.7%是主要拖累，非食品涨1.5%、服务涨0.8%，核心CPI1.0%，说明核心消费需求整体温和，但离2%左右的合意中枢仍有距离，居民端通缩压力没有根本缓解。PPI则是相反，同比冲到5.0%、环比1.2%，上游价格明显回暖，与CPI的剪刀差拉大到4个百分点以上，涨价集中在生产资料与原材料端、尚未向终端消费顺畅传导。

这轮PPI快速走升本质是成本冲击而非需求拉动，环比动力来自国际原油、有色和煤炭，且购进端涨得更快，PMI口径下购进价格60.8%与出厂价格54.0%的剪刀差扩至6.8个百分点，意味着上游成本未被中下游完全转嫁，产业链利润正向上游资源和中游装备制造再分配、中下游消费制造承压。往后看，若油价维持100-110美元/桶附近，PPI或在10月见顶后在基数效应下逐渐回落，CPI则大概率保持低位震荡。政策层面，因缺乏内生需求、CPI远低于目标，PPI回暖更多被视作结构性而非全面通胀，但可能制约总量宽松空间。

CPI、核心CPI和PPI:环比

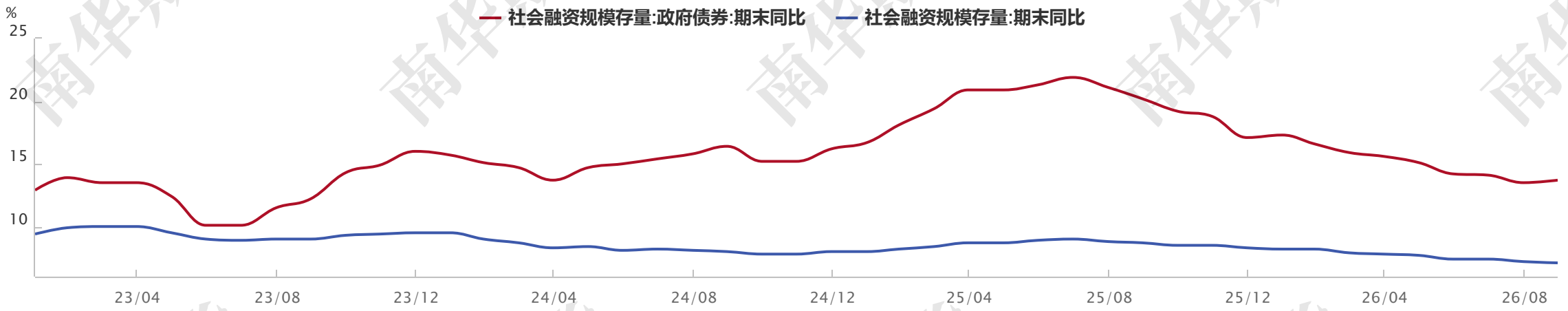


source：*同花顺,南华研究,wind*

五、社融依赖政府债支撑

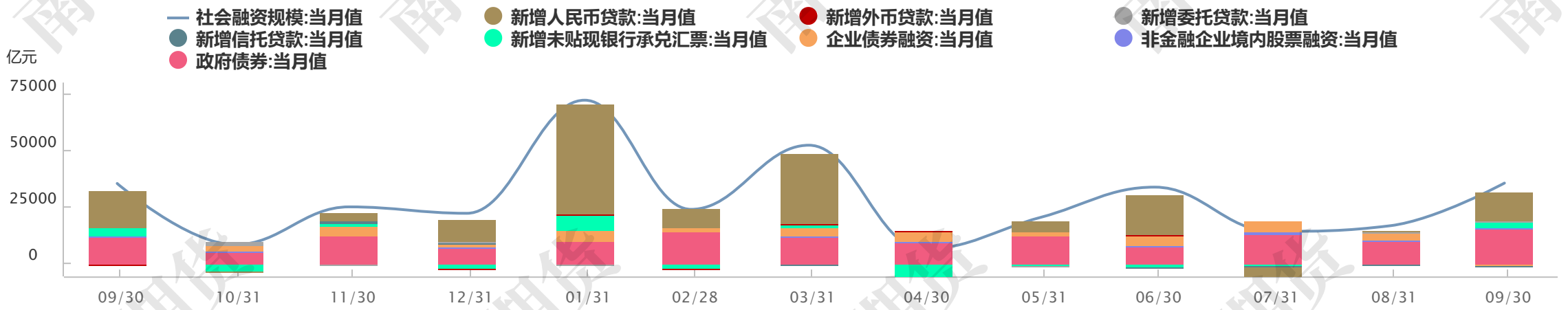
9月M2同比增长7.2%，社融存量468.17万亿元、同比增长7.1%，前三季度社融增量27.46万亿元、同比少2.63万亿元。结构上政府债券是最主要的支撑，前三季度政府债券净融资10.3万亿元、占社融增量约37.5%，9月单月新增社融3.55万亿元、其中政府债券融资1.53万亿元、占比约43%，国债与地方债发行提速明显托底了总量。贷款端继续分化，企业贷款同比多增700亿元、但票据冲量的痕迹明显，住户贷款新增为零、同比少增3890亿元，居民部门仍在降杠杆修复资产负债表，地产链的拖累没有消退。企业债券净融资2.75万亿元、同比多增1.18万亿元，股票融资5359亿元、同比多增2191亿元，企业直接融资合计约3.3万亿元、占社融增量仅约12%，整体有所改善。亮点在政府债发力与企业端稳定，拖累在居民端。四季度政策的关键，在于能否用扩内需与稳收入的工具补上居民部门的缺口，单靠政府债托底和融资结构切换，不足以支撑信用扩张自主企稳。

社会融资规模存量:政府债券:期末同比和社会融资规模存量:同比



source：*同花顺,南华研究*

社融拆分



source：*同花顺,南华研究*

六、小结

三季度经济保持外热内冷、生产强于需求的格局。外贸高增带动生产强劲，新动能与服务消费持续向好，构成经济最确定的拉动。但内需端仍显疲弱，居民部门仍在降杠杆、核心CPI徘徊在1.0%附近，真实内需只是温和修复。物价分化同样体现了内需不佳，PPI被上游涨价与出口拉动推高，CPI却受制于疲弱的内需，上下游价差走阔，中下游利润被挤压，反过来又抑制了制造业扩产与居民增收的闭环。信用端更值得警惕，政府债独力托底社融总量，居民与企业内生的融资需求偏弱，信用扩张缺乏自我循环，一旦外需因高基数或地缘扰动回落，单靠财政难以支撑总量平稳。这种生产靠外需拉动、融资靠财政托底的非对称修复，说明本轮增长动能高度依赖外部需求与财政托底，经济内生的循环尚未真正打通。目前新动能虽持续高增，但量级难以有效对冲旧动能的下跌，地产与实物消费依然乏力，扩内需、稳收入、补上居民部门缺口的政策仍需加力。目前在外需和新动能的支撑下，GDP完成全年目标下限压力不大，加上而外部美联储紧缩与地缘风险又约束着宽松的空间，内部化债周期同样造成约束，四季度全面宽松概率不高，预计以结构性政策为主。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093

南华期货APP

南华期货公众号

南华研究公众号

Bigger mind, Bigger fortune

智慧创造财富