仅供内部参考，请勿外传

宏观专题研究

报告日期：2026 年 09 月 02 日

9 月经济前瞻：预计三季度 GDP 同比增长 4.3%

——2026 年 9 月宏观数据预测

分析师：李超
执业证书号：S1230520030002
lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜
执业证书号：S1230522080006
linchengwei@stocke.com.cn

分析师：费瑾
执业证书号：S1230524070007
feijin@stocke.com.cn

分析师：王瑞明
执业证书号：S1230525080002
wangruiming@stocke.com.cn

分析师：汤子玉
tangziyu@stocke.com.cn

相关报告

1 《经济周周看：本周经济景气度延续回落》 2025.12.01

2 《11 月 PMI：供需弱修复，蓄势待春归 》 2025.11.30

3 《如何理解房地产发展新模式?》 2025.11.30

核心观点

预计 9 月经济呈现生产加速回暖、需求低位分化、政策进一步加码的运行特征，三季度 GDP 同比或维持 4.3%，经济进一步下行风险有所降低。9 月制造业采购经理指数重回扩张区间，生产指数升至 51.7%，建筑业和服务业景气亦有所修复，工业稳增长政策效果逐步显现，但生产改善强于新增需求，内需修复基础仍需巩固。

需求端仍呈现明显分化。中秋错位及居民流动改善对餐饮、线下消费形成支撑，但汽车、家电等耐用品偏弱，预计 9 月社零同比增长 0.3%。投资继续低位运行，预计 1-9 月固定资产投资同比下降 6.9%，制造业、基建和房地产开发投资分别同比下降 2.3%、3.9%和约 20%；后续关注 8000 亿元新型政策性金融工具及“六张网”项目能否加快形成实物工作量。出口仍是主要亮点，人工智能产业链及半导体量价表现形成支撑，预计 9 月出口、进口分别同比增长 19.1%和 22.4%，但 10 月以后随着基数抬升，同比读数或有所放缓。

价格方面温和修复，预计居民消费价格指数同比增长 1.0%、工业生产者出厂价格指数同比增长 4.5%；就业总体平稳，预计城镇调查失业率回落至 5.2%。

金融数据仍偏弱，预计新增人民币贷款 9500 亿元、新增社会融资规模 3.21 万亿元，M2 同比增长 7.3%、M1 同比增长 3.6%。货币政策继续保持适度宽松，结构性工具和财政金融协同进一步加码。

总体看，9 月经济修复更多由生产端率先体现，需求端尚未形成同步上行动能；四季度经济能否进一步企稳，关键在于政策性金融工具、结构性货币政策及财政资金能否有效转化为信用扩张和实物工作量。

- **生产：生产加速回暖，工业稳增长起效果**

  7 月份工业实际生产动能放缓，8 月工业稳增长政策发挥了重要的托底作用，9 月生产强于新增需求，说明前期订单带动排产恢复，可能尚未形成新增需求持续加速的局面。我们预计三季度 GDP 同比增长 4.3%，工业生产的恢复较为明确，服务业修复相对滞后，农业提供稳定支撑。

- **消费：预计 9 月社零增速同比 0.3%**

  预计 2026 年 9 月社会消费品零售总额同比增长 0.3%，较 8 月的 0.4%小幅回落 0.1 个百分点。2025 年 9 月社零同比增长 3.0%，较 8 月的 3.4%回落 0.4 个百分点，基数压力有所缓解。9 月消费呈现居民出行改善与商品消费偏弱并存的特征，中秋假期前移带动居民流动和线下消费修复，但汽车销售维持较大幅度负增长，家电等耐用品消费高频指标明显走弱，就业需求仍然偏弱，预计社零增速低位运行。

- **投资：投资端关注财政发力，8000 亿政策性金融工具启动**

  我们预计，2026 年 1-9 月全国固定资产投资（不含农户）同比-6.9%。分领域看，预计 1-9 月制造业投资同比约-2.3%，基建投资同比约-3.9%，房地产开发投资同比约-20%左右。往后看，我们认为财政端仍有发力空间：2026 年 1-8 月公共财政中与基建投资相关的城乡社区事务、交通运输、农林水支出分别累计同比-3.0%、-2.9%、-6.0%，据我们测算，投入基建的资金同比 2025 年同期-4.2%，今年后续几

仅供内部参考，请勿外传

月该数据的改善有待观察。结合 2026 年两会期间公布的《关于 2025 年中央和地方预算执行情况与 2026 年中央和地方预算草案的报告》一般公共预算支出安排，2026 年对城乡社区事务、交通运输、农林水领域的支出分别为 20962、12375、24261 亿元，投入基建的资金同比 2025 年实际支出值同比+3.3%，后续公共财政发力仍有空间。新增专项债方面，截至 2026 年 9 月底，2026 年新增地方政府专项债累计发行规模已达 3.55 万亿，2025 年同期发行 3.68 万亿，发行金额较上年同期有所降低，后续新增专项债维度亦有发力空间。

展望全年，2026 年 9 月 29 日，央行宣布调整完善几项货币政策工具，其中有：一是下调抵押补充贷款（PSL）利率 0.25 个百分点。一年期抵押补充贷款利率从 1.75%降至 1.5%，更好激励政策性银行支持实体经济、服务国家战略。二是扩大抵押补充贷款支持领域。将水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等“六张网”建设纳入抵押补充贷款支持领域，引导政策性银行加大对“六张网”建设的金融支持，助力扩大有效投资，深入挖掘内需潜力。我们在 2026 年 9 月 5 日报告《本轮 8000 亿工具或将拉动先进制造业和广义基建投资》指出：9 月初，2026 年 8000 亿元新型政策性金融工具启动，目前浙江、新疆、四川以及云南已发布公告宣布新一轮新型政策性金融工具投放落地，工具支持项目有望在四季度密集落地。**本轮工具是 2026 年重要的核心存量政策和广义财政补充力量，落地时点也较为关键，若本轮工具支持的大部分项目使用财务支出法，预计能够较快在年内扭转投资端下滑趋势。**

- **出口：预计 9 月出口 19.1%，进口 22.4%，10 月后同比增速可能放缓**

AI 是进出口双增的核心逻辑。8 月出口增长 18.6%中，AI 相关商品（集成电路、自动数据处理设备）贡献 10.1%，其他商品贡献 8.5%；进口增长 21.7%中，AI 相关商品贡献 17.8%，其他商品贡献 3.9%。

从韩国数据来看半导体涨价可能形成驱动。9 月前 10 日、20 日韩国半导体出口金额同比分别增长 270%（前值 155%）、259%（前值 199%），在 7、8 月震荡后重新加速上行。

10 月后随基数提升，进出口读数可能放缓，但由于进口弹性大于出口，贸易顺差可能有所改善。

- **物价：9 月物价预计温和复苏**

我们预计，9 月 CPI 同比增速 1.0%（前值 0.8%），对应环比 0.2%（前值 0.4%）；工业品价格方面，我们预计 9 月 PPI 同比增速为 4.5%（前值 3.8%），对应环比 0.6%（前值 0.4%）。消费方面，受中秋节前备货效应与长假影响，叠加“以旧换新”政策效应持续释放，本月总体呈现“前稳后高”的季节性回暖态势。工业方面，国际原油波动与秋季备货需求对部分行业形成明显成本支撑，虽地产与基建链仍偏弱，但传统季节性施工旺季“金九银十”预计带来边际改善，推动价格指数温和复苏。

- **就业：失业率季节性振荡，总体保持平稳**

预计 9 月调查失业率为 5.2%，较 8 月回落 0.1 个百分点。就业表现更可能是“毕业季压力逐步消退、总量基本稳定、行业分化延续”。

- **货币：预计 9 月金融数据仍然承压**

预计 9 月人民币贷款新增 9500 亿元，同比少增 3400 亿元，对应增速回落 0.1 个百分点至 4.8%。预计 9 月社融新增约 3.21 万亿元，同比少增约 3215 亿元，社融存量增速或较 8 月回落约 0.1 个百分点至 7.1%左右。预计 9 月 M2 同比增长 7.3%，较 8 月的 7.5%回落 0.2 个百分点。预计 9 月 M1 同比增长 3.6%，较 8 月的 4.1%回落 0.5 个百分点。

货币政策方面，预计“适度宽松”基调延续，短期重点进一步转向**结构性工具落地与财政金融协同**。9 月 29 日，抵押补充贷款一年期利率下调 25 个基点至 1.50%，支持范围扩展至“六张网”，结构性再贷款额度合计增加 7000 亿元，同时居民购房贷款财政贴息落地，政策进一步覆盖投资端和居民需求端。

往后看，政策观察重点将由增量工具出台转向资金能否形成实际信用扩张。8000 亿元新型政策性金融工具、抵押补充贷款降息及再贷款扩容有望带动重大项目和配套融资，但当前内生融资需求仍偏弱，政策传导至贷款、投资和实物工作量仍

仅供内部参考，请勿外传

需时间。**总量政策方面，降准降息空间仍在，但短期紧迫性有所下降，后续仍取决于内需、物价、信用扩张、银行净息差及外部货币环境。**

❑ 风险提示

1） 国际大宗商品价格超预期波动；2）大国博弈强度超预期。

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1 供需边际回暖，经济下行风险降低 6
2 生产加速回暖，工业稳增长起效 6
3 预计 9 月社零增速同比 0.3% 6
4 投资端关注财政发力，8000 亿政策性金融工具启动 8
4.1 制造业：或仍难回正，关注 AI 能否有效拉动企业投资意愿 8
4.2 基建：建筑业 PMI 重回荣枯线之上，投资增速或低位企稳 10
4.3 预计 9 月地产累计同比增速-20.4% 12
5 预计 9 月出口 19.1%，进口 22.4%，10 月后同比增速可能放缓 13
6 物价预计温和复苏 14
6.1 消费品价格弱复苏 14
6.2 工业品价格受成本端推动上行 15
7 失业率季节性振荡，总体保持平稳 16
8 预计 9 月金融数据仍然承压 16
9 风险提示 18

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1： 9 月 GDP 预测 6
图 2： 9 月国内航班执飞班次好于往年 7
图 3： 乘联分会预计 9 月狭义乘用车零售同比-24.6% 7
图 4： 2026 年 8 月固定资产投资同比增速继续承压 8
图 5： 2026 年 1-8 月制造业、基础设施、地产投资累计同比 8
图 6： 制造业行业固定资产投资同比增速（截至 2026 年 1-8 月） 9
图 7： 中国建筑业 PMI 10
图 8： 基础设施建设投资分项累计同比增速一览（2026 年之前的数据使用老口径） 11
图 9： 月度新增专项债规模（亿元） 11
图 10： 2026 年超长期特别国债发行安排 12
图 11： 八大建筑央企新签合同额累计同比 12
图 12： 地产投资下行（%） 13
图 13： 商品房销售增速下行（%） 13
图 14： 韩国半导体出口增速高位分化，前 10 日同比加速上行 14
图 15： 集成电路价格上涨是拉动主因（%） 14
图 16： iCPI 显示本月价格结构较上月大致维持 15
图 17： 除部分行业外，二季度产能利用率较一季度仍总体下滑 16
图 18： 9 月票据利率走势 18

仅供内部参考，请勿外传

1 供需边际回暖，经济下行风险降低

农业农村部 7 月判断秋粮面积预计稳中略增，9 月供需报告也显示东北大豆丰产预期较强，农业生产较二季度小幅抬升，**预计三季度一产增加值同比增长 3.8%。**

受内需疲弱影响，7-8 月生产边际降温，9 月制造业生产指数升至 51.7%，建筑业商务活动指数升至 50.3%，改善主要来自工业和施工恢复。**预计三季度工业增加值同比增长 4.8%，二产增加值同比增长 3.5%。**

服务业生产指数增速由 7 月 4.3%降至 8 月 4.1%，9 月服务业商务活动指数由 49.3%升至 50.2%，支持当月有所修复，电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险等行业商务活动指数处于较高景气区间，**预计三季度三产增加值 4.9%。**

我们预计三季度 GDP 同比增长 4.3%，工业生产的恢复较为明确，服务业修复相对滞后，农业提供稳定支撑。

图1： 9 月 GDP 预测

指标	二季度	三季度	判断
GDP 增速	**4.3%**	**4.3%**	**下行风险降低**
第一产业增加值	3.7%	3.8%	基本稳定、秋粮面积稳中略增
第二产业增加值	3.0%	3.5%	工业稳增长、建筑业有回暖迹象
其中：工业增加值	4.7%	4.8%	高技术装备引领、传统行业降温
第三产业增加值	5.1%	4.9%	服务业景气有所回落

资料来源： 国家统计局，浙商证券研究所

2 生产加速回暖，工业稳增长起效

7 月份工业增加值同比增长 4.5%，工业实际生产动能放缓；8 月份工业增加值同比增长 5.2%，较 7 月明显加快，工业稳增长政策发挥了重要的托底作用；9 月生产强于新增需求，生产指数升至 51.7%，新订单却由 50.6%略降至 50.5%，新出口订单由 50.1%降至 50.0%。说明前期订单带动排产恢复，可能尚未形成新增需求持续加速的局面。

三季度工业表现以下特征：一是制造业支撑较强，采矿业拖累减轻，公用事业总体平稳。二是细分行业分化明显，强势行业并非都在继续加速。计算机、通信和其他电子设备维持高增长，但增长有所放缓；铁路、船舶、航空航天等运输设备高位稳定；装备制造业较快增长；汽车制造业稳定增长；农副食品加工，酒、饮料和精制茶，纺织等消费制造有所改善；非金属矿物制品、有色金属冶炼和压延加工降幅扩大，煤炭开采和洗选明显修复，但仍负增长。三是科技和新能源内部也有分化。集成电路、工业机器人高速增长；智能手机、微型计算机设备、太阳能电池明显下降；汽车总产量下降，但新能源汽车则稳定增长。四是地产相关实物需求仍弱。水泥、钢材产量明显下降。

3 预计 9 月社零增速同比 0.3%

预计 2026 年 9 月社会消费品零售总额同比增长 0.3%，较 8 月的 0.4%小幅回落 0.1 个百分点。2025 年 9 月社零同比增长 3.0%，较 8 月的 3.4%回落 0.4 个百分点，基数压力有所缓解。9 月消费呈现居民出行改善与商品消费偏弱并存的特征，中秋假期前移带动居民

仅供内部参考，请勿外传

流动和线下消费修复，但汽车销售维持较大幅度负增长，家电等耐用品消费高频指标明显走弱，就业需求仍然偏弱，预计社零增速低位运行。

首先，中秋假期前移带动居民出行改善，对餐饮和线下消费形成一定支撑。高频数据显示，9 月全国迁徙规模指数同比增长约 5.0%，较 8 月的-6.2%明显回升；城市高峰拥堵指数同比增长 0.9%，国内航班执飞量同比增长约 2.0%。今年中秋假期集中于 9 月 25 日至 27 日，而去年中秋节处于 10 月，节假日错位对 9 月居民出行及餐饮消费形成一定提振。考虑 2025 年 9 月餐饮收入同比仅增长 0.9%，基数相对温和，预计今年 9 月餐饮收入同比增速有望进一步回升。不过，9 月电影票房同比下降约 47.96%，显示文娱消费仍存在明显分化，居民出行改善向商品消费的传导效果仍需观察。

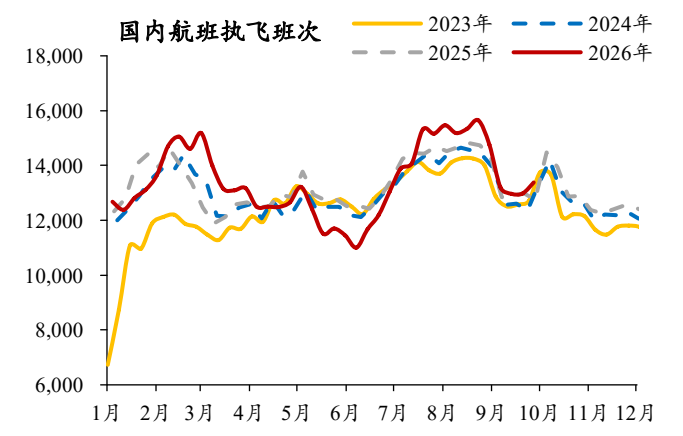
第二，汽车仍是制约 9 月社零修复的主要因素。乘联分会数据显示，9 月 1-27 日全国乘用车市场零售销量同比下降 29%，其中新能源乘用车同比下降 20%。乘联分会预计 9 月全月狭义乘用车零售约 169 万辆，同比下降 24.6%，较 8 月进一步承压。考虑去年同期汽车消费基数较高，以及乘用车销量与统计局汽车类零售额之间存在价格、车型结构及统计口径差异，预计 9 月汽车类零售额同比进一步下降，或对当月社零形成较大拖累，继续构成消费总量增长的主要约束。

第三，耐用品消费有所分化，家电及地产后周期消费继续承压。9 月以旧换新相关家电周度零售额同比下降约 39.9%，较 8 月的-13.6%明显走弱，反映部分耐用品终端需求仍然不足。考虑到高频样本与统计局家电类零售额存在口径差异，预计官方家电零售增速或较 8 月回落，但降幅不宜简单按照高频数据外推。家具、建筑装潢材料等地产后周期消费仍受居民购房和装修需求偏弱影响，通讯器材等升级消费预计继续提供一定结构性支撑。

第四，就业需求偏弱，居民内生消费动力修复仍较缓慢。高频数据显示，9 月新增招聘帖数同比下降约 15.5%，降幅较 8 月的 12.3%进一步扩大；招聘平均工资同比增长约 12.8%，与 8 月基本持平。招聘岗位数量与薪酬水平呈现分化，显示劳动力市场需求仍面临一定压力，对居民收入预期和可选消费形成制约。预计粮油食品、日用品等必选消费保持韧性，耐用品及部分可选消费的恢复仍相对有限。

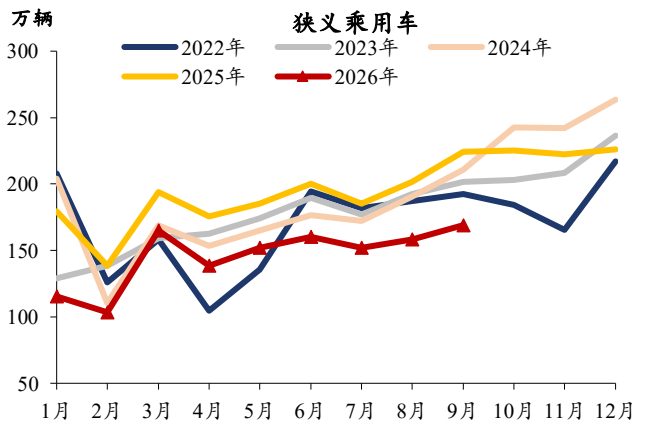
综合来看，9 月消费基本面仍呈现结构性分化。中秋假期前移、居民跨区域流动改善以及去年同期基数回落对社零形成一定支撑，但汽车销售低迷、家电消费高频指标走弱及就业需求不足仍是主要约束。

图2：9 月国内航班执飞班次好于往年



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：乘联分会预计 9 月狭义乘用车零售同比-24.6%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

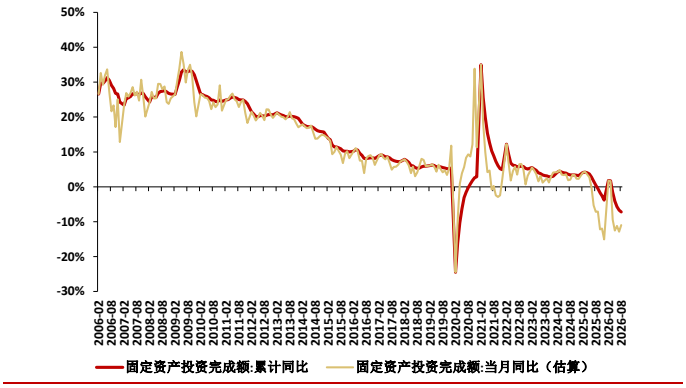
4 投资端关注财政发力，8000 亿政策性金融工具启动

我们预计，2026 年 1-9 月全国固定资产投资（不含农户）同比-6.9%（2026 年 Q1 同比+1.7%、Q1-2 同比-5.7%），投资端预计继续低位运行。分领域看，我们预计 1-9 月制造业投资同比-2.3%，基建（统计局口径）投资同比-3.9%，房地产开发投资同比-20%。

上期情况：2026 年 1-8 月，全国固定资产投资（不含农户）293092 亿元，同比下降 7.2%。拆分构成看，2026 年建安工程（1-8 月累计同比-9.8%）仍是主要拖累项，设备工器具购置（1-8 月累计同比+9.3%）仍是主要支撑项。分领域看，2026 年 1-8 月制造业投资同比-2.3%，基建投资同比-4.0%，房地产开发投资同比-19.9%。

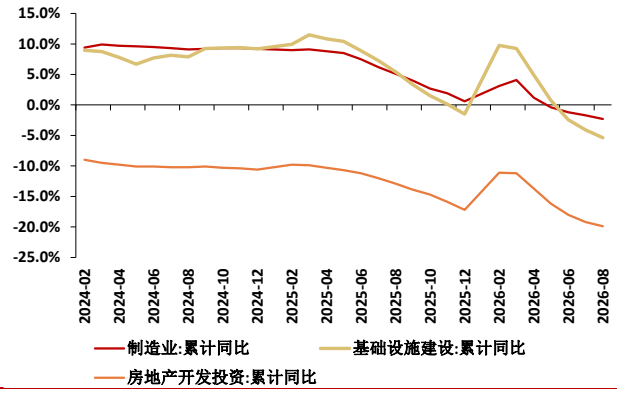
亮点方面，投资数据具备局部 K 型分化属性。1）1-8 月计算机、通信和其他电子设备制造业投资同比录得+8.1%，增速较 2025 年整年提升 11.3 个百分点，是支撑制造业投资的重要赛道。2）1-8 月知识产权产品投资同比+9.2%，增速较整体投资增速高出 16.4 个百分点，我们认为，知识产权产品投资已经成为支撑我国固投的重要科目，知识产权产品投资主要包括计算机软件和数据库投资、研究与开发投资，指向近年来我国因地制宜发展新质生产力取得重要成效。

图4：2026 年 8 月固定资产投资同比增速继续承压



资料来源：Wind，国家统计局，浙商证券研究所

图5：2026 年 1-8 月制造业、基础设施、地产投资累计同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

往后看，今年下半年投资端能否修复，我们建议重点关注 2026 年 7 月底政治局提出扎实推进“六张网”规划建设和 8000 亿元新型政策性金融工具的推进落地节奏，若后续相关项目资金能够快速落地推动，实物工作量的改善有望改善建安工程投资疲弱的现状。

4.1 制造业：或仍难回正，关注 AI 能否有效拉动企业投资意愿

我们预计，2026 年 1-9 月制造业投资同比约-2.3%左右（2026 年 Q1 同比+4.1%、Q1-2 同比-1.2%），或仍较难快速回正，2026 年的制造业投资能否持续实现稳增长值得重点关注。制造业与受政府投资主导的基建不同，制造业资金来源中企业自筹资金占比接近 90%，故除了政策支持（新型政策性金融工具、超长期特别国债）外，企业资本开支意愿（科技产业趋势，反内卷）、全球经贸环境（出口订单预期，欧美+东南亚订单）以及企业的盈利能力（工企利润）等多重因素均能够阶段性影响短期的投资增速。**我们提示，2026 年作为“十五五”开局之年，制造业变化需核心关注结构调整，随着科技资本投入关键物料的量价齐升，重点关注企业对高技术制造业资本开支投资意愿能否修复。**高技术制造业包括电子及通信设备

仅供内部参考，请勿外传

制造业，计算机及办公设备制造业，信息化学品制造业，医药制造业，航空、航天器及设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业。往后看，四中全会提出“保持制造业合理比重，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系”，足见中长期制造业的产业地位，未来 5 年投资增速不宜过分低估。

上期情况：2026 年 1-8 月制造业投资累计同比-2.3%，2026 年 8、7、6 月当月同比分别为-6.1%、-4.4%、-3.2%。值得注意的是，在制造业整体投资走弱背景下，1-8 月计算机、通信和其他电子设备制造业投资同比录得+8.1%，增速较 2025 年整年提升 11.3 个百分点，是支撑制造业投资的重要赛道。

图6： 制造业行业固定资产投资同比增速（截至 2026 年 1-8 月）

累计同比(%)	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	家具制造业	非金属矿物制品业	纺织服装、服饰业	食品制造业	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	废弃资源综合利用业	化学纤维制造业	石油、煤炭及其他燃料加工业	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	专用设备制造业	金属制品业	酒、饮料和精制茶制造业	医药制造业	化学原料及化学制品制造业	印刷业和记录媒介的复制	黑色金属冶炼及压延加工业	橡胶和塑料制品业	汽车制造业	有色金属冶炼及压延加工业	制造业	农副食品加工业	仪器仪表制造业	烟草制品业	金属制品、机械和设备修理业	电气机械及器材制造业	通用设备制造业	造纸及纸制品业	纺织业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业
2026年8月	-20.8	-16.3	-13.9	-11.3	-10.4	-10.2	-9.8	-9.5	-9.4	-9.2	-9.0	-8.9	-8.4	-8.3	-8.1	-7.6	-6.7	-6.0	-6.0	-4.1	-2.3	-2.0	-0.2	0.1	0.3	0.8	0.9	2.7	5.4	8.1	16.3
2026年7月	-19.5	-19.1	-12.9	-12.2	-9.4	-6.5	-10.1	-15.2	-8.3	-7.3	-9.2	-6.9	-4.5	-9.8	-7.4	-10.8	-6.3	-7.5	-5.3	-3.9	-1.7	-3.0	-1.1	-2.5	-4.5	1.4	1.4	5.5	7.9	7.8	18.7
2026年6月	-18.1	-16.9	-11.9	-11.0	-8.1	-8.1	-7.6	-13.0	-5.7	-6.7	-8.6	-5.5	-5.6	-9.2	-6.5	-9.3	-4.9	-7.1	-4.2	-4.1	-1.2	-1.9	-2.3	-4.0	-4.2	1.2	1.9	6.2	9.4	6.5	24.7
2026年5月	-16.3	-11.6	-11.0	-10.3	-6.5	-7.0	-5.7	-14.5	-5.6	-7.8	-8.0	-4.0	-6.3	-9.0	-5.9	-9.2	-1.6	-5.6	-2.7	-2.3	-0.4	0.5	-2.5	-6.1	-9.9	1.5	2.8	6.8	10.8	6.7	23.6
2026年4月	-11.8	-7.2	-8.8	-9.3	-4.5	-5.6	-2.8	-14.1	-5.3	-5.3	-6.0	-1.4	-5.9	-7.8	-3.6	-8.6	-1.9	-4.7	-0.5	-0.9	1.2	2.6	0.6	-5.3	-3.9	2.9	5.5	9.7	12.1	5.4	24.7
2026年3月	-9.5	-3.5	-4.5	-4.1	0.7	-3.2	6.1	-11.8	-3.7	4.9	-0.4	5.5	-2.0	-7.7	0.4	-2.8	-0.2	-3.1	4.8	3.7	4.1	5.5	0.6	-7.9	-7.1	0.8	12.5	10.2	17.6	5.4	27.7
2026年2月	-12.1	-6.3	-8.6	-3.3	4.7	1.0	7.8	-11.9	10.0	11.2	-0.5	7.4	-3.0	-2.8	-5.4	1.6	4.3	-0.8	2.6	-9.2	3.1	11.2	4.0	34.5	-29.0	5.8	7.0	12.6	18.8	1.2	31.1
2025年12月	3.2	1.5	-10.2	5.2	2.2	-5.7	10.4	12.3	18.2	4.5	-7.1	-1.9	-0.2	-13.5	-8.0	-6.1	-2.6	1.8	11.7	-4.2	0.6	9.2	-17.7	13.3	37.9	-10.3	6.2	-3.1	4.3	-3.2	17.5
2025年11月	6.3	4.8	-9.5	7.7	2.3	-3.9	13.1	12.1	23.6	2.1	-4.0	2.1	-1.5	-13.1	-8.2	-5.4	-1.3	3.4	15.3	-2.2	1.9	9.6	-17.1	16.0	32.6	-9.5	8.9	-3.8	5.8	-3.2	22.4
2025年10月	6.8	7.7	-8.5	10.0	5.9	0.1	14.6	11.3	21.2	5.9	-2.0	3.7	1.6	-11.3	-7.9	-2.9	-2.0	6.5	17.5	-1.5	2.7	10.7	-16.8	17.5	49.2	-9.4	9.5	-1.2	8.3	-2.2	20.1
2025年9月	11.7	10.8	-6.6	14.8	10.8	2.4	19.1	11.6	20.7	12.2	-0.7	5.9	5.0	-9.9	-5.6	-0.7	-2.0	7.3	19.2	0.4	4.0	14.3	-17.2	13.9	50.1	-9.5	11.8	0.0	11.2	-2.1	22.3
2025年8月	13.2	14.8	-5.8	20.1	13.9	6.7	18.5	9.3	19.3	16.8	1.6	8.4	7.2	-8.5	-5.2	5.1	-3.3	10.7	20.2	2.2	5.1	16.9	-17.6	14.3	49.7	-8.8	13.7	4.9	12.6	-0.1	26.2
2025年7月	14.8	17.7	-4.8	25.2	15.4	6.7	18.8	11.1	16.3	21.5	4.6	9.5	8.7	-6.6	-4.7	8.9	-4.1	12.0	21.7	4.9	6.2	17.8	-16.3	17.6	49.4	-8.7	14.8	7.4	14.1	2.2	29.3
2025年6月	15.9	17.5	-5.1	27.0	16.0	12.4	18.6	10.6	14.4	24.0	6.2	11.1	9.2	-3.0	-1.1	11.2	-0.6	14.6	22.2	9.1	7.5	18.4	-15.6	18.0	44.2	-7.8	16.6	8.9	14.5	4.6	27.3
2025年5月	17.1	13.4	-3.6	27.6	16.1	13.2	18.1	16.4	18.8	26.6	7.9	11.0	9.5	0.9	0.4	12.0	-1.6	15.7	23.4	14.3	8.5	17.7	-13.6	10.5	62.2	-8.6	17.5	9.4	15.1	7.0	26.1
2025年4月	17.5	12.7	-2.9	27.1	16.6	11.5	17.9	17.6	18.0	26.6	8.4	11.5	9.8	2.6	1.3	13.0	2.0	14.7	23.6	16.4	8.8	18.4	-15.1	11.0	44.3	-7.5	17.9	7.6	14.7	9.0	29.6
2025年3月	15.2	8.9	-1.8	22.9	18.0	13.4	11.2	15.8	25.8	23.7	8.1	12.2	8.2	4.4	2.1	14.8	5.5	17.9	24.5	17.9	9.1	18.6	-15.4	32.2	43.6	-7.4	17.2	11.9	13.5	10.5	37.9
2025年2月	21.7	13.7	0.2	18.5	21.0	10.6	10.5	16.0	48.3	16.9	9.0	10.8	16.5	3.5	6.0	10.6	5.7	14.3	27.0	16.1	9.0	17.4	-13.2	-13.6	45.5	-8.6	21.6	0.5	13.6	9.6	37.3
2024年12月	7.8	9.0	1.6	18.0	22.9	13.7	7.5	4.7	14.8	17.1	11.6	16.6	18.0	6.9	8.6	16.8	1.8	14.3	7.5	24.2	9.2	18.0	-0.2	-20.9	5.8	-3.9	15.5	18.5	15.6	12.0	34.9
2024年11月	7.2	9.7	2.3	18.2	24.5	13.7	9.7	6.0	10.0	15.0	11.7	16.3	18.9	6.0	9.6	16.6	2.8	15.5	7.2	25.3	9.3	18.2	-1.6	-14.6	7.6	-3.4	14.9	19.6	16.2	12.6	30.6
2024年10月	4.2	9.8	2.3	17.5	23.5	12.6	12.9	5.9	8.1	14.1	11.9	15.8	19.9	6.2	11.2	16.1	4.3	14.1	5.9	25.9	9.3	18.8	-1.3	-13.5	-3.0	-2.8	14.2	20.6	15.2	13.2	33.0
2024年9月	3.3	8.6	3.2	16.3	23.5	11.5	10.5	4.7	10.6	12.0	12.0	16.4	20.1	7.4	10.1	16.6	5.2	14.6	5.8	24.8	9.2	19.4	-1.5	-10.6	-1.3	-1.6	14.9	19.4	14.6	13.1	31.8
2024年8月	4.5	8.4	3.9	15.5	26.1	9.8	9.9	4.4	9.7	9.9	12.8	17.3	21.1	7.3	10.0	13.7	4.9	13.7	5.4	26.2	9.1	19.6	0.6	-12.1	-2.5	-0.3	13.8	19.9	13.5	14.2	30.7
2024年7月	4.9	9.5	4.9	14.5	26.8	11.5	11.2	6.2	9.8	9.7	13.3	18.1	21.8	8.5	9.9	14.0	6.8	15.7	5.0	23.7	9.3	21.2	2.8	-12.2	-2.7	1.4	13.8	21.6	13.1	14.5	30.1
2024年6月	5.4	10.3	5.0	14.0	27.0	10.4	10.0	6.4	8.3	8.8	12.6	16.0	24.7	7.1	8.4	7.9	5.4	15.6	6.5	19.8	9.5	21.8	4.5	-13.2	2.3	3.5	14.0	21.9	14.3	15.3	28.2
2024年5月	0.0	12.3	5.9	14.8	29.7	8.1	13.9	4.7	4.1	11.6	12.7	17.3	19.2	6.8	9.9	13.3	6.5	14.2	5.8	18.4	9.6	21.4	4.2	-12.6	1.5	8.1	13.5	22.5	13.4	14.8	34.7
2024年4月	-0.7	11.8	6.4	17.9	27.8	7.1	12.2	4.6	1.7	19.5	13.9	16.4	21.8	4.7	13.9	14.2	7.9	15.6	5.7	20.0	9.7	19.2	7.7	-9.4	11.1	10.1	13.2	22.2	16.3	13.1	27.7
2024年3月	-1.2	6.9	5.7	17.5	19.0	3.4	11.0	6.6	-3.8	4.9	14.1	16.1	28.2	8.5	11.9	11.2	4.6	14.1	7.4	18.8	9.9	17.4	6.0	-15.8	-5.2	13.9	13.9	17.1	12.4	14.3	24.8
2024年2月	-2.2	-1.4	2.0	16.6	22.5	-2.5	5.1	8.0	-25.3	-2.4	12.0	9.2	39.3	2.7	14.0	13.7	13.5	10.3	7.0	23.2	9.4	13.6	-3.9	-14.0	50.0	24.1	11.3	22.5	15.0	14.8	25.0

资料来源： Wind，浙商证券研究所

2026 年作为“十五五”开局之年，制造业变化需核心关注结构调整。《“十五五”规划》靠前提出：坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，保持制造业合理比重，构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系。针对先进制造业发展方向，专栏 2—“产业基础能力和竞争力提升”中明确提出六大领域，包括：高端新材料、基础零部件和元器件、基础软件和工业软件、工业母机、高端仪器仪表、重大技术装备。我们认为，这六大领域可以概括为上游基础材料零部件、中游软件和系统支撑、下游高端制造业装备产品。具体发力行业可以细化为：

仅供内部参考，请勿外传

1）上游强化高端新材料与基础零部件供给：突破高端特殊钢、高温合金、先进陶瓷等关键材料，推动稀土功能材料提质升级，攻关高速精密轴承、高参数齿轮等核心零部件，研制连接类、传感类等通用元器件，破解产业链“卡脖子”难题。

2）中游夯实软件与装备核心支撑：聚焦国产操作系统、数据库等基础软件，以及研发设计、生产控制类工业软件，推动全链条技术攻关与应用；重点研制高速精密高端数控机床等工业母机，提升智能数控系统、精密测量配套能力，打造自主可控的制造“生产工具”。

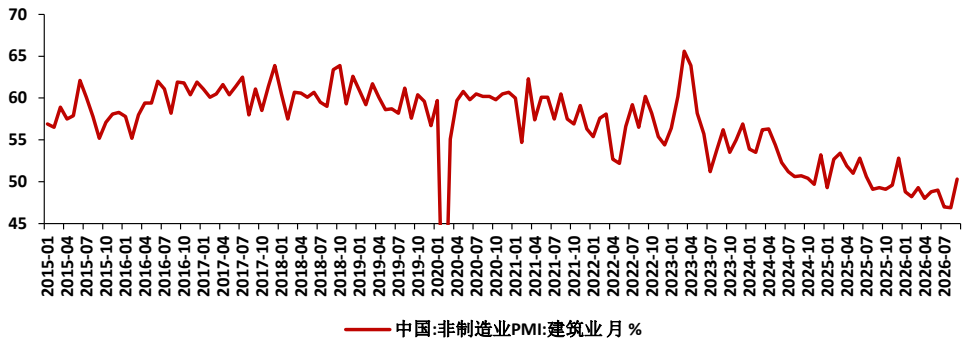
3）下游提升高端仪器与重大装备水平：加强研发在线高效检测、极端环境控制等高端仪器仪表，攻关量子计量等新型校准设备；推进大型邮轮、CR450 动车组、石化化工成套装备、谱系化燃气轮机等重大技术装备研发与产业化，布局丘陵山区适用智能农机，牵引交通、能源、农业等领域装备升级。

对于传统制造业产业的发展重视“巩固提升我国产业在全球分工中的地位和竞争力”、“健全产能监测预警机制，综合整治‘内卷式’竞争。” 与此同时，2025 年 11 月 14 日国家统计局指出，尽管投资增速在放缓，但投资结构持续优化，表现在制造业投资持续增长，传统制造业改造升级积极推进，新兴制造业发展壮大。我国投资的潜力和空间依然巨大。我们认为，制造业的结构性调整也值得重视，随着高质量发展持续推进，制造业高端化、智能化、绿色化步伐加快，相关的制造业投资较快增长。

4.2 基建：建筑业 PMI 重回荣枯线之上，投资增速或低位企稳

预计 2026 年 1-9 月基建投资同比-3.9%。2026 年 9 月建筑业 PMI 录得 50.3%，系 2026 年首次建筑业 PMI 数据回到荣枯线之上，或指向基建投资或低位企稳。

图7： 中国建筑业 PMI



资料来源： Wind，浙商证券研究所

上期情况：2026 年 1-8 月基础设施投资累计同比-4.0%。分项看，2026 年 1-8 月航空运输、道路运输业、水利管理业、公共设施管理业、电热燃及水的生产和供应业分别累计同比+16.7%、-8.0%、-12.0%、-11.2%、-6.9%。

仅供内部参考，请勿外传

图8：基础设施建设投资分项累计同比增速一览（2026年之前的数据使用老口径）

累计同比数据	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2025-12	2025-11
基础设施投资	-4.0%	-3.6%	-2.4%	0.6%	4.3%	8.9%	11.4%	-2.2%	-1.1%
交通运输、仓储和邮政业	2.1%	2.5%	2.6%	7.1%	11.1%	16.3%	9.1%	-1.2%	-0.1%
铁路运输	暂未披露	0.7%	0.2%	5.1%	8.6%	12.6%	28.7%	-1.2%	2.7%
航空运输	16.7%	15.7%	11.0%	21.7%	27.3%	43.3%	31.1%	-5.3%	-2.1%
道路运输	-8.0%	-7.5%	-7.7%	-5.7%	-3.0%	2.9%	-0.6%	-6.0%	-4.7%
水利、环境和公共设施管理业	-11.0%	-9.1%	-6.5%	-3.9%	-0.1%	3.6%	8.3%	-8.4%	-6.3%
水利管理	-12.0%	-11.0%	-9.9%	-8.3%	-6.2%	-5.5%	-4.4%	-6.3%	-3.2%
公共设施管理业	-11.2%	-9.1%	-6.2%	-3.2%	0.9%	5.7%	11.6%	-8.2%	-6.2%
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	-6.9%	-5.3%	-2.7%	-0.1%	4.4%	9.0%	13.1%	9.1%	10.7%

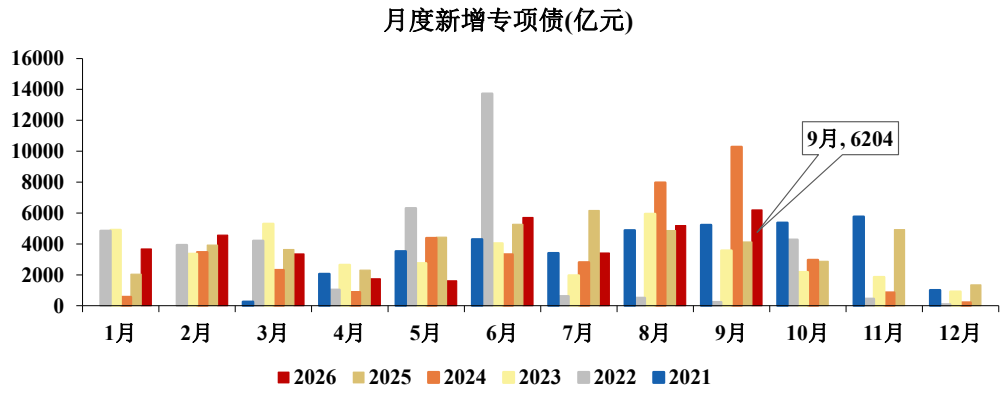
资料来源：国家统计局，Wind，浙商证券研究所

资金面上看，参考我们在2024年10月25日报告《财政资金哪些与基建相关？》中提出的基建投资研究框架，未来有四个关注点：

1）一般公共预算方面：2026年1-8月公共财政中与基建投资相关的城乡社区事务、交通运输、农林水支出分别累计同比-3.0%、-2.9%、-6.0%，据我们测算，投入基建的资金同比2025年同期-4.2%，今年后续几月该数据的改善有待观察。结合2026年两会期间公布的《关于2025年中央和地方预算执行情况与2026年中央和地方预算草案的报告》一般公共预算支出安排，2026年对城乡社区事务、交通运输、农林水领域的支出分别为20962、12375、24261亿元，投入基建的资金同比2025年实际支出值同比+3.3%，下半年公共财政发力仍有空间。

2）新增专项债方面，截至2026年9月底，2026年新增地方政府专项债累计发行规模已达3.55万亿，2025年同期发行3.68万亿，发行金额较上年同期有所降低，后续新增专项债维度亦有发力空间。

图9：月度新增专项债规模（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3）中央预算内投资：2026年两会指出：拟安排中央预算内投资7550亿元，相较2025年下达的7350亿元资金，增加200亿元。截至7月31日，国家发改委表示今年7550亿元人民币中央预算内投资已基本下达完毕。

4）超长期特别国债：2026年两会指出：拟发行超长期特别国债1.3万亿元。根据财政部发布的发行计划，发行窗口为4月下旬—10月中旬，5—6月为发行高峰。

仅供内部参考，请勿外传

图10：2026 年超长期特别国债发行安排

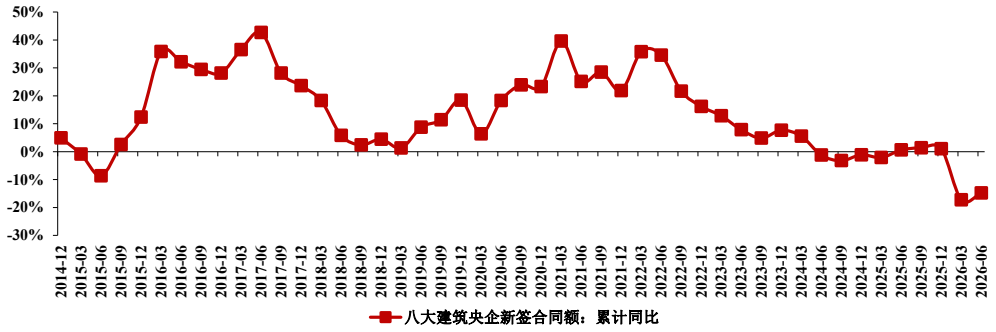
表4：2026年超长期特别国债发行安排

月份	期限（年）	招标日期	首发/续发	付息方式
4月	30	4月24日	首发	按半年付息
	20	4月24日	首发	按半年付息
5月	50	5月6日	首发	按半年付息
	30	5月8日	续发	按半年付息
	20	5月13日	续发	按半年付息
	30	5月20日	续发	按半年付息
6月	30	6月3日	续发	按半年付息
	20	6月5日	续发	按半年付息
	30	6月24日	首发	按半年付息
7月	30	7月3日	续发	按半年付息
	20	7月14日	首发	按半年付息
	30	7月15日	续发	按半年付息
8月	30	8月5日	续发	按半年付息
	50	8月12日	续发	按半年付息
	30	8月14日	首发	按半年付息
	20	8月19日	续发	按半年付息
9月	30	9月2日	续发	按半年付息
	20	9月4日	续发	按半年付息
	50	9月9日	续发	按半年付息
	30	9月16日	续发	按半年付息
10月	30	10月8日	续发	按半年付息
	50	10月14日	续发	按半年付息
	20	10月16日	续发	按半年付息

资料来源：财政部，浙商证券研究所

建筑企业订单方面：上市建筑央企基建订单同比增速领先基建投资大约一个季度。从已经披露的八大建筑央企中看，2026 年上半年中国中铁、中国铁建、中国交建、中国能建、中国电建、中国中冶、中国建筑（基建）、中国化学新签订单共计 52774 亿元，同比-14.8%，仍处于订单增速低位，2026 年下半年基建投资改善幅度有待观察。

图11：八大建筑央企新签合同额累计同比



资料来源：Wind，上市公司公告，浙商证券研究所

展望 2026 年全年看，在特朗普上台的背景下，未来数年内在贸易和科技领域的外部冲击是我国要面临的重要挑战，前者以关税为主，后者以特定科技领域管制为主，为此国内政策将给予更加积极的应对，规模更大，速度更快，预计当前乃至以后一段时间基建投资的安全属性将继续抬升。

4.3 预计 9 月地产累计同比增速-20.4%

预计 9 月地产投资累计同比增速下行，跌幅较 1-8 月的-19.9%小幅扩大至-20.4%。库存去化周期仍是判断地产行业周期位置的核心变量。当前库存去化周期结构性分化明显，一线城市有望率先触底，二三线城市仍有去化压力：

仅供内部参考，请勿外传

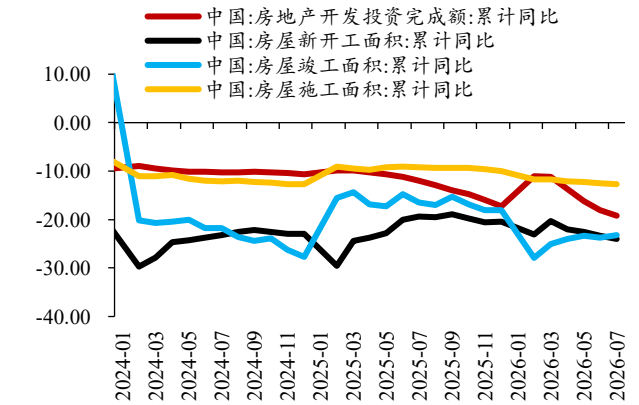
一是总量上来看商品房库存持续去化。根据 Wind 十大城市口径数据（一线北上广深；二线杭州、南京、青岛、苏州、南昌、厦门），截至 2026 年 8 月商品房库存 7372 万平方米，同比下行 5.6%，延续 23 年以来去化趋势。

二是地产去化压力仍大，去化周期高于均值，主要是销售端小幅放缓所致。截至 8 月，十城口径，库销比 20.8 月，高于前值 19.4 月，也高于 2010 年以来历史均值 12.5 月。

三是结构上来看去化压力分化，但一线城市正逐步接近合理水平。截至 8 月，十城口径一线城市去化周期 11.8 月，前值 11 月，略高于历史均值 10.4 月；二线城市去化周期 35.8 月，前值 34.1 月，远超历史均值 14.8 月。

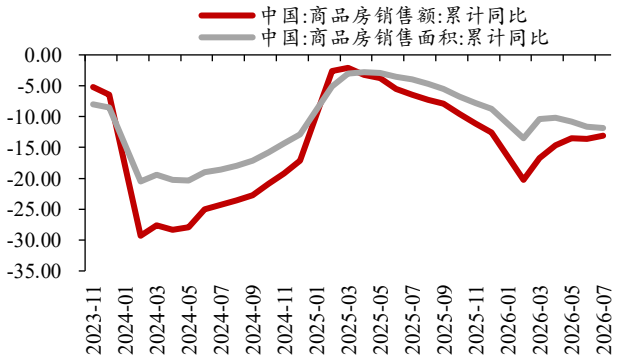
租金走势是判断楼市企稳的核心，当前一二线城市租金仍下行。截至 2026 年 8 月，百城平均租金 24.47 元每平米每月，较 25 年同期 25.9 元每平米每月同比下跌 5.6%，前值 4.6%。分一二三线城市来看，截至 26 年 8 月租金同比增速一线、二线、三线分别为-10.88%、-5.05%、-4.6%，前值-8.5%、-3.35%、-4.53%。

图12：地产投资下行（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图13：商品房销售增速下行（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5 预计 9 月出口 19.1%，进口 22.4%，10 月后同比增速可能放缓

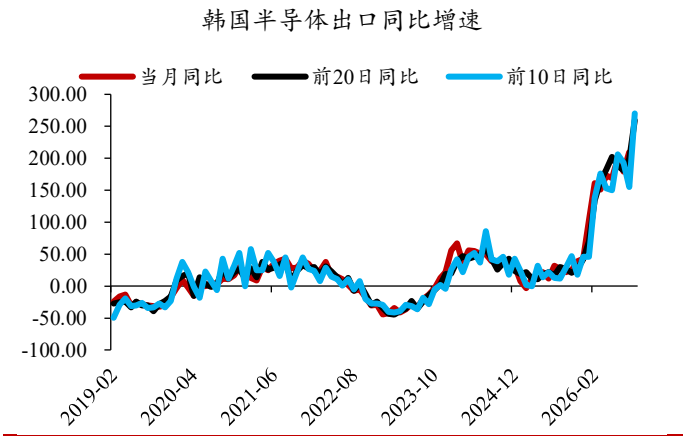
AI 是进出口双增的核心逻辑。8 月出口增长 18.6%中，AI 相关商品（集成电路、自动数据处理设备）贡献 10.1%，其他商品贡献 8.5%；进口增长 21.7%中，AI 相关商品贡献 17.8%，其他商品贡献 3.9%。

预计 9 月进出口可能上行。9 月前 10 日、20 日韩国半导体出口金额同比分别增长 270%（前值 155%）、259%（前值 199%），在 7、8 月震荡后重新加速上行。

量价分化的原因仍是“硅基通胀、碳基通缩”，半导体涨价后消费电子需求可能受到抑制。8 月集成电路出口金额回升，但总量放缓，8 月集成电路出口同比增 118%，前值 106%，其中出口数量同比-8%，前值增 1.9%。半导体涨价驱动下，今年以来全球手机等消费电子相关产品出现成本压力，消费者出现推迟换机、选择低存储配置或翻新机的行为。IDC 将 2026 年全球智能手机出货量预测由下降 13.9%下修至下降 16.7%，同时预计平均售价上涨 27.6%。

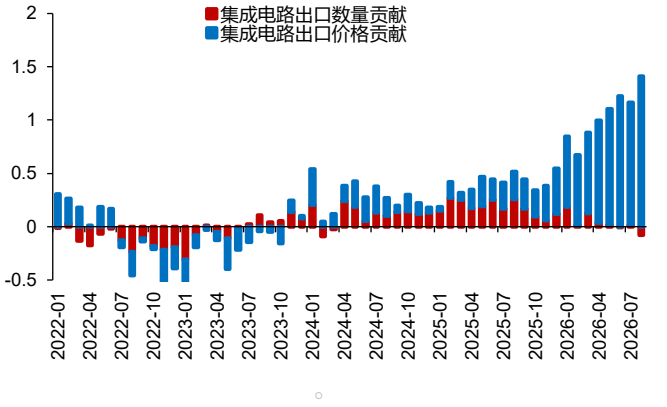
仅供内部参考，请勿外传

图14：韩国半导体出口增速高位分化，前 10 日同比加速上行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图15：集成电路价格上涨是拉动主因（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6 物价预计温和复苏

总体上看，9 月物价或呈现季节性温和复苏特征，PPI 同比涨幅扩大，CPI 同比复苏区间延续。综合来看，本月基数优势延续，虽经济运行距离潜在增速尚有一段距离，但随着需求端逐步企稳，叠加外部资源品高溢价传导，GDP 平减指数可能正处于被动回升的过程中。结合我们的定量模型，9 月 CPI 同比增速 1.0%（前值 0.8%），对应环比 0.2%（前值 0.4%）；工业品价格方面，我们预计 9 月 PPI 同比增速为 4.5%（前值 3.8%），对应环比 0.6%（前值 0.4%）。

6.1 消费品价格弱复苏

第一，本月中国国内生猪市场整体呈现**旺季不旺与区间震荡**态势。供应端，随着前期养殖端压栏惜售情绪的集中释放，规模企业出栏节奏明显加快，叠加前期二次育肥大猪顺势集中出栏，市场可售源头阶段性充裕，对生猪均价及白条肉价格构成一定下行压力。需求端，虽然开学季与节日备货对传统鲜肉消费带来短时提振，但伴随终端对高价肉的边际抵触，餐饮及零售端对白条肉的接货消化能力有所放缓；屠宰企业在毛猪成本高位及走货回落的双重压力下，多维持按需开工与主观低库存策略，购销博弈加剧，制约了肉价的进一步向上拉升。

截至月末，全国猪肉批发均价约 16.4 元/公斤，较上月回升 2.3%，同比跌幅反弹至 16.6%左右，行业产能去化仍需时间验证。政策端，产能调控预警机制持续发挥作用，引导养殖场户合理安排出栏节奏，防止盲目压栏与二次育肥积聚风险。展望后市，随着国庆假期消费释放及四季度传统消费旺季的逐步临近，供需关系有望在需求端提振下再次实现再平衡，10 月猪价预计仍有望维持震荡偏强运行。

第二，本月全球能源市场受中东地缘冲突反复扰动再度走高，布伦特与 WTI 原油价格月内冲高回落，高位价格区间仍对国内能源市场形成底部支撑，居民出行成本与物流运输费用出现阶段性抬升。基于现行定价机制，在成品油价格采取调控措施的情况下，国内本月汽、柴油价格较上月分别上调 655、635 元/吨。汽、柴油价格上涨直接增加了燃油车主的日常通勤与自驾出行成本，对交通出行类消费构成一定抑制；同时，燃油成本增加进一步向快递物流、餐饮供应链及跨区域文旅等领域传导，推动下游服务类消费成本刚性上升，在一定程度上挤占了居民在可选消费领域的支出弹性。后续来看，国际油价波动向国内消费端的传导仍具有不确定性，油价震荡与消费需求温和复苏两条线索并存，成品油调价对交通通信分项及

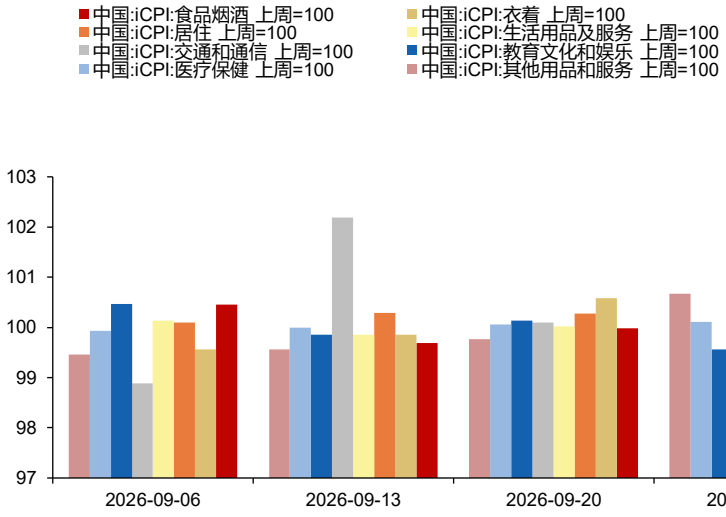
仅供内部参考，请勿外传

中下游行业成本的传导效应，将是影响居民消费结构变化与价格走势的关键变量，需持续跟踪油价变动对交通、餐饮及零售等消费领域的综合影响。

第三，核心 CPI 方面，9 月预计呈现低位温和回升态势，双节临近带动服务消费提振，但内需内生性复苏的持续性仍需进一步观察。结构上而言，核心 CPI 中枢受节日效应拉动边际抬升，服务价格阶段性走强对核心 CPI 形成有力支撑，但耐用消费品及终端商品价格上行弹性依然不足。整体而言，随着中秋假期到来及国庆长假节前出行备货升温，文旅出行、餐饮住宿及交通服务消费迎来季节性旺季，线下服务消费迎来一波脉冲式上涨，节假日期间商家涨价意愿与提价空间有所增强，终端服务类价格呈现季节性回升，成为拉动本月核心 CPI 回暖的核心引擎。然而，大宗耐用消费品价格走势偏弱，且上游成本向终端消费品的传导仍存阻滞，对商品项价格形成一定压制。中短期内，核心 CPI 修复仍较为依赖假期脉冲的提振，内生性消费动能的持续性仍面临考验，整体维持温和修复格局。

总结而言，本月环比季节性回落，同比增幅扩大。因此我们预计 9 月 CPI 同比增速 1.0%（前值 0.8%），对应环比 0.2%（前值 0.4%）。

图16：iCPI 显示本月价格结构较上月大致维持



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.2 工业品价格受成本端推动上行

工业品价格方面，9 月生产资料价格整体呈现“能强材弱”的结构性分化态势，PPI 环比回升动能受成本端能源价格明显支撑，整体维持修复格局。结构性来看，受国际原油价格高位震荡及秋季下游备货需求拉动，能源与化工产业链价格震荡上行，对上游工业品价格形成阶段性支撑；然而，受地产链条筑底偏慢及传统基建拉动不足影响，黑色金属及有色金属价格承压回落，中下游制造端对原材料的提价消化能力依然有限，仅水泥、玻璃等部分建材在“金九”旺季驱动下出现季节性筑底微涨。整体而言，工业企业仍面临下游需求偏弱与成本传导阻滞的双重挤压，补库意愿整体偏向谨慎。后续来看，工业品价格走势将取决于政策对终端内需的提振力度与基建实物工作量的释放节奏，预计 10 月工业品价格仍将延续结构分化、宽幅震荡的修复格局。

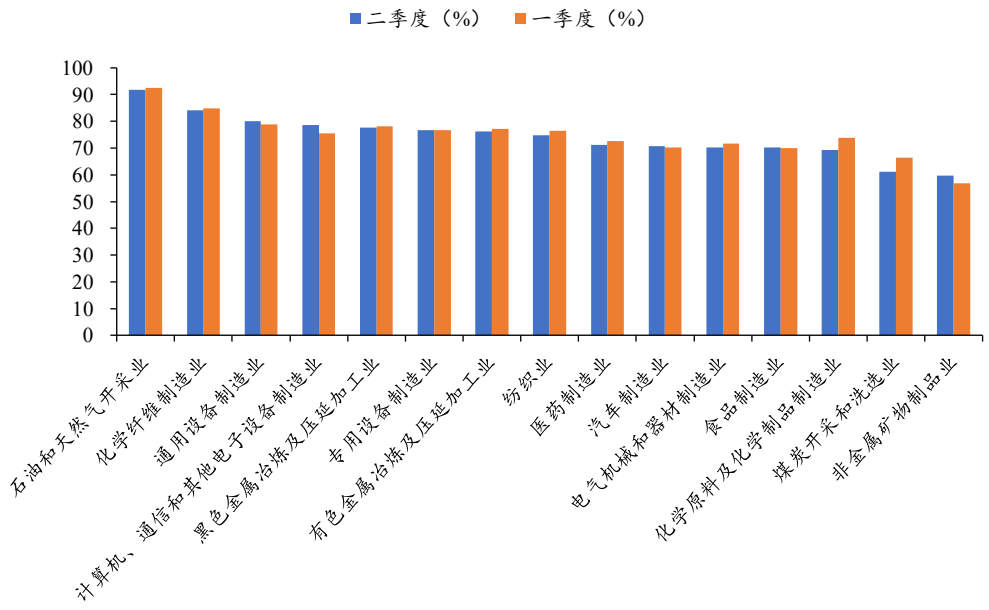
结合最新发布的 9 月 PMI 数据来看，工业生产呈现“供给加快释放、价格指数走强”的景气回升态势，对 PPI 环比改善形成支撑，但成本向中下游传导依然承压。9 月制造业 PMI 升至 50.1%，从价格维度看，主要原材料购进价格指数（60.8%，+4.2pct）与出厂价格

仅供内部参考，请勿外传

指数（54.0%，+3.6pct）大幅回升，反映出国际大宗商品价格震荡及秋季备货需求对上游工业品价格形成了较强的输入性与成本端拉动。

综合来看，9 月工业生产提速与原材料提价将推动 PPI 环比出现阶段性修复，但在“上游成本高企、下游传导受阻”的博弈下，中下游制造企业利润空间受挤压，对终端消费品价格的拉动较为温和且存在传导时滞。短期内需继续关注输入型上行压力向中下游的传导，可能对生产生活资料造成进一步价格分化，加剧中下游加工制造业的增收不增利风险。因此我们预计 9 月 PPI 同比增速为 4.5%（前值 3.8%），对应环比 0.6%（前值 0.4%）。

图17：除部分行业外，二季度产能利用率较一季度仍总体下滑



资料来源：Wind，浙商证券研究所

7 失业率季节性振荡，总体保持平稳

预计三季度全国城镇调查失业率均值为 5.2%，其中 9 月为 5.2%，较 8 月回落 0.1 个百分点。就业表现更可能是“毕业季压力逐步消退、总量基本稳定、行业分化延续”。

一是毕业生集中求职的季节性冲击减弱，是 9 月失业率回落的主要依据。统计局明确指出，8 月调查失业率升至 5.3%，主要受到新毕业学生集中进入劳动力市场影响；同期 30—59 岁主体劳动力失业率为 3.9%，与上月及上年同期持平。

二是生产恢复有利于稳就业，但企业扩产尚未充分转化为扩招。9 月制造业生产指数回升、从业人员指数却下降，说明企业可能优先通过提高现有人员利用率、调整工时或提升效率来增加产出，经济修复先于就业修复。

8 预计 9 月金融数据仍然承压

预计 9 月社融新增约 3.21 万亿元，同比少增约 3215 亿元，社融存量增速或较 8 月回落约 0.1 个百分点至 7.1%左右。结构上，政府债券融资预计仍是总量的重要支撑，前期加快发行的债券资金进入拨付和使用阶段，有助于项目推进；企业债券等直接融资预计维持一定贡献。9 月新型政策性金融工具启动投放，也有望为配套融资形成支撑，但政策性金

仅供内部参考，请勿外传

融工具补充项目资本金不宜直接等额计入当月社融，仍需根据委托贷款、银行配套贷款等实际统计归属判断。

预计 9 月人民币贷款新增 9500 亿元，同比少增 3400 亿元，对应增速回落 0.1 个百分点至 4.8%。9 月为季末传统信贷投放月份，银行集中投放、项目提款及政策性金融工具配套融资有望形成一定支撑。票据市场方面，7 月以来半年期国股银票转贴现利率长期处于 0.50%附近，部分期限存在阶段性价格指导约束，使利率对贷款需求的指示性下降；9 月中下旬票据供给有所改善，短期限利率率先回升，跨年票据也出现松动，显示票据供需边际调整，但尚不足以据此判断一般贷款需求明显改善。

居民端预计仍偏弱。当前房地产销售与居民购房预期尚未出现持续改善，住房按揭需求对居民中长期贷款的支撑有限；汽车等大额可选消费偏弱，也制约居民短期消费贷款扩张。消费贷款贴息等政策有助于缓解融资成本，但向实际贷款需求转化仍有时滞，预计 9 月居民贷款随季节性有所修复，增量仍可能低于历史同期。

企业端预计呈现政策性融资改善、内生需求偏弱的结构。9 月以来，新型政策性金融工具加快落地，国家开发银行截至 9 月 24 日披露已投放 608.5 亿元，支持 153 个项目，所投放资金用于补充项目资本金，有望逐步带动银行配套信贷需求。但资本金到位与贷款实际形成之间存在时间差，预计当月对企业中长期贷款拉动仍以边际改善为主；企业经营性短贷受季末投放和部分流动资金贴息政策支撑，票据融资仍可能起到补量作用。

预计 9 月 M2 同比增长 7.3%，较 8 月的 7.5%回落 0.2 个百分点。9 月政府债券融资与缴款对存款形成阶段性扰动，随着季末财政资金加快支出，部分财政存款有望回流企业及居民账户，对广义货币形成支撑；但贷款同比少增及存款配置结构变化仍限制 M2 增速上行。预计财政资金投放对冲部分信贷派生趋弱的影响，M2 同比下行至 7.3%左右。

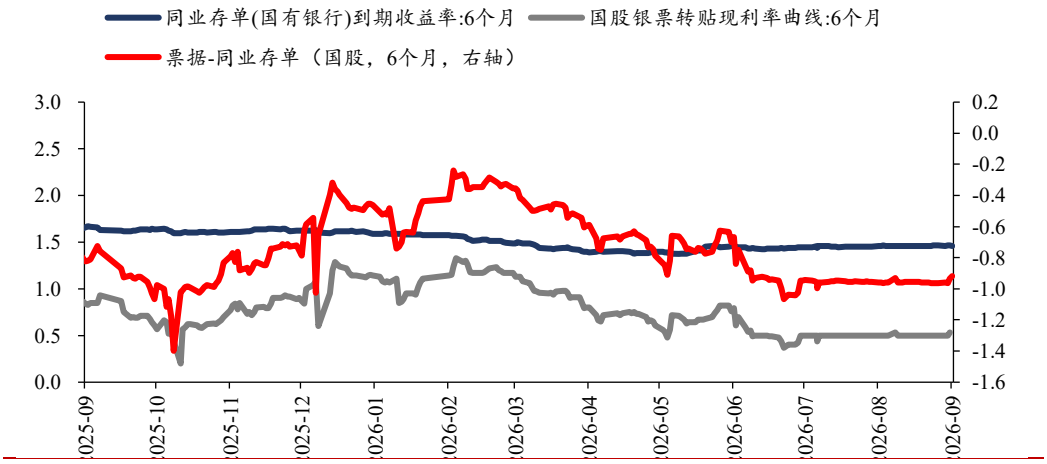
预计 9 月 M1 同比增长 3.6%，较 8 月的 4.1%回落 0.5 个百分点。季末财政支出、项目资金拨付及企业经营资金周转有望对活期存款形成支撑，但较高的去年同期基数叠加企业经营和投资活跃度修复有限，预计 M1 同比温和回落。政策性工具资金须在实际形成计入 M1 的存款后，才会体现于相应货币统计。

货币政策方面，预计“适度宽松”基调延续，短期重点进一步转向结构性工具落地与财政金融协同。9 月 29 日，抵押补充贷款一年期利率下调 25 个基点至 1.50%，支持范围扩展至“六张网”，结构性再贷款额度合计增加 7000 亿元，同时居民购房贷款财政贴息落地，政策进一步覆盖投资端和居民需求端。

往后看，政策观察重点将由增量工具出台转向资金能否形成实际信用扩张。8000 亿元新型政策性金融工具、抵押补充贷款降息及再贷款扩容有望带动重大项目和配套融资，但当前内生融资需求仍偏弱，政策传导至贷款、投资和实物工作量仍需时间。总量政策方面，降准降息空间仍在，但短期紧迫性有所下降，后续仍取决于内需、物价、信用扩张、银行净息差及外部货币环境。

仅供内部参考，请勿外传

图18：9月票据利率走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

9 风险提示

1）国际大宗商品价格超预期波动：如果大宗商品价格波动进一步放大，或对企业经营生产与利润构成实质性影响。

2）大国博弈强度超预期：如果大国博弈强度超预期，将对国际格局的冲击不断显现，可能导致市场预期回撤，影响市场风险偏好。

仅供内部参考，请勿外传

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买　入 ：相对于沪深 300 指数表现＋20%以上；
2.增　持 ：相对于沪深 300 指数表现＋10%～＋20%；
3.中　性 ：相对于沪深 300 指数表现－10%～＋10%之间波动；
4.减　持 ：相对于沪深 300 指数表现－10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看　好 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现＋10%以上；
2.中　性 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%～＋10%以上；
3.看　淡 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%以下。
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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及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。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门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。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn