下载日志已记录，仅供内部参考

宏观研究

国内经济

证券研究报告

申万宏源研究 SWS RESEARCH

宏观月报

2026 年 10 月 12 日

9 月经济：三大“新变化”

——“月度前瞻”系列专题之十五

9 月以来，经济运行出现哪些“新变化”，年内修复会否延续？本文分析，供参考。

- **新变化 1：油价重回百元以上。高油价或推高 PPI 至 4.5%、CPI 至 0.9%，但高成本或压制消费。**

PPI：8 月中下旬以来，油价再度冲高，其余大宗价格也有上涨，PPI 同比或上行至 4.5%的较高水平。国际油价领先石化链 PPI 半个月左右，8 月中下旬以来，油价最高上行至 130 美元/桶以上(平均 101 美元/桶、环比 12.9%)；且高油价令石化链开工率修复放缓，意味着中下游供给或继续出清，支撑中下游 PPI。其余大宗价格也有上涨，叠加 AI 需求仍有空间，**9 月 PPI 同比或上行至 4.5%。**

CPI：油价走高下，PPI 向 CPI 传导或继续演绎，令 CPI 同比或小幅回升。9 月食品、商品价格表现偏弱，且 CPI 同比继续面临高基数与企业降费拖累消费等因素约束。但高油价会沿着“石化链中下游 PPI-核心商品 CPI”的传导路径或带动核心商品 CPI 上涨，同时 AI 高景气或继续支撑 AI 领域消费品价格。叠加 9 月以来出行延续修复，对服务 CPI 形成支撑。**9 月 CPI 同比或小幅上行至 0.9%。**

消费：高油价带来的成本压力或继续压制企业消费，但假期前置可能形成对冲，社零或小幅回升。高油价等成本端压力传导下，企业被迫压降费用，或更多影响汽车与家电等消费表现；叠加前期补贴导致的需求透支问题也有影响。但假期出行前置下，居民出行高度集中于 9 月下旬，或对 9 月社零形成支撑；中观指标中服务业 PMI 回升 0.9 个百分点至 50.2%。综上，**9 月社零或回升至 0.5%左右。**

- **新变化 2：政策效果或已显现。专项债发行提速，政策性金融工具扩围，或对投资资金形成补充。**

投资：9 月以来，新增专项债发行再提速，或可补充投资资金。9 月专项债发行进一步加快，规模较去年同期增加 2073 亿元。结构上，虽然用于化债与土储项目的比重上行至 70%，但土储项目也包括城中村改造等，会对投资形成支撑；单看化债占比，7 月其已达到阶段高点，9 月回落至 30%附近，反映超发问题对投资的挤出效应或明显改善。综上，**9 月投资或持平于-7.2%**，后续或持续修复。

政策性金融工具全面扩围，方向上向新质生产力领域倾斜，或额外拉动制造业投资。9 月以来，政策性金融工具投放快速扩围，方向上以新能源材料和绿色低碳为主，也包括核电、高端装备、储能等，显示出 2026 年政策性金融工具更多向先进制造领域倾斜，或对制造业投资形成补充。加之前期企业盈利持续改善（1 年左右的传导时滞），年内制造业投资或仍有改善空间。

中观层面或已传递政策效果显现的信号，9 月以来相关投资指标有所改善。9 月，建筑业 PMI 上行至年内高点（回升 3.4 个百分点至 50.3%）；其中房屋建筑业是主要动力。微观指标中，虽然前期投资相关工业品（如沥青、水泥等）并未形成投资、更多形成库存，但 9 月水泥出货率同比上行 3.3 个百分点，反映制造业投资的冷轧板卷、中厚板消费延续韧性，或指向后续投资仍有改善空间。

- **新变化 3：全球 AI 景气再走强。出口或进一步走强至 30.4%，生产或延续改善。**

出口：9 月韩国、越南 AI 商品出口的回升斜率或为年内最大，或反映全球 AI 出口景气再走强。9 月，韩国出口同比回升 14.8 个百分点至 83.5%，其中半导体为主要支撑，同比贡献回升 12.2 个百分点至 66.3 个百分点、贡献幅度为 2026 年以来最大；越南出口同比回升 13.1 个百分点至 39.2 个百分点，其中主要由电子产品及零部件支撑，同比贡献回升 14.9 个百分点至 28 个百分点。

此背景下，AI 出口或进一步走高，叠加消费品出口或维持韧性，9 月出口或上行至 30%附近。全球 AI 高景气或继续拉动 AI 出口走强，同时间接拉动新兴国家工业化进程、进而拉动我国对东盟等地区生产资料出口。除 AI 外，消费出口或维持较强韧性，背后除消费品“供给替代”效应显现外，关税导致美国进口周期后置，或也对我国消费品出口形成支撑。综合来看，**9 月出口增速或上行至 30.4%。**

工业：外需或继续走强、内需或边际修复下，9 月工业生产或延续回升。PMI 等领先指标显示生产景气积极修复，9 月制造业 PMI 环比上行 0.3 个百分点；其中，生产指数单月上行 1.3 个百分点至 51.7%，是本月 PMI 回升的关键。高频指标也可印证，9 月工业热力指数同比回升 0.8 个百分点，其中石化链、冶金链生产同比分别上行 12.1、0.3 个百分点。综上，**9 月工增或进一步上行至 5.5%。**

展望：9 月经济的积极变化继续增加，后续经济或延续温和回升。9 月经济出现新变化，包括新增专项债、政策性金融工具积极落地，或对投资形成支撑；全球 AI 景气走强下，出口、工业生产或延续改善等。但油价重新走高下，成本压力增加可能挤出企业消费。综上，**9 月申万经济热力指数或小幅回升至 4.3%-4.4%。**后续全球 AI 景气延续，政策积极落地，经济修复路径或更清晰。

风险提示：油价超预期变化，外部形势变化，政策落地速度不及预期。

相关研究

-

证券分析师

赵伟 A0230524070010
zhaowei@swsresearch.com
屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com
耿佩璇 A0230526080001
gengpx@swsresearch.com

联系人

屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 9 月经济：三大“新变化” 6

1.1 新变化 1：油价重回百元以上 6
1.2 新变化 2：政策效果或已显现 9
1.3 新变化 3：全球 AI 景气再走强 12

2. 申万经济热力指数：9 月经济景气延续修复 15

3. 高频跟踪：需求相关高频好于生产 15

3.1 生产高频跟踪：工业、建筑业开工偏弱 15
3.2 需求高频跟踪：商品房成交有所回升，人流出行强度走强 18
3.3 物价高频跟踪：农产品价格普遍回落，工业品价格分化 22

图表目录

图 1：8 月中旬以来，国际原油价格冲高 6
图 2：近来石化链开工率修复斜率放缓 6
图 3：9 月以来，煤价涨幅扩大 6
图 4：9 月，平均钢价回升 6
图 5：9 月 PPI 同比或回升至 4.5%左右 7
图 6：9 月蔬菜价格弱于季节性 7
图 7：9 月黄金价格明显回落 7
图 8：油价、AI 需求影响 PPI，影响核心商品 CPI 8
图 9：AI 领域价格持续上行 8
图 10：9 月 CPI 同比或回升至 0.9%左右 8
图 11：企业费用率影响企业消费 8
图 12：工业企业费用率与成本率走势反向 8
图 13：9 月服务业 PMI 明显回升 9
图 14：假期出行集中于 9 月底 9
图 15：9 月项目投资用专项债明显改善 9
图 16：化债超发问题边际改善 9
图 17：9 月项目投资用专项债明显改善 10
图 18：9 月部分土储项目 10
图 19：政策性金融工具投放情况 10
图 20：前期企业盈利已在回升 11
图 21：前期外需依赖行业利润增速改善 11
图 22：9 月建筑业 PMI 上行至年内高点 11
图 23：9 月水泥出货率有所回升 11
图 24：9 月冷轧板卷消费基本持平去年同期 11
图 25：9 月中厚板消费有所回升 11
图 26：韩国出口增长主要由半导体等 AI 商品支撑 12
图 27：越南出口主要由电子产品及零部件支撑 12
图 28：2026 年以来，我国 AI 出口走强 12
图 ： AI 出口走强更多是价格支撑 .....

图 30：美国消费品进口仍处上行周期 13
图 31：海外生产改善带动非 AI 生产资料 13
图 32：9 月港口外贸货物吞吐量回升 13
图 33：8 月加工贸易进口增速有所回升 13
图 34：9 月制造业 PMI 有所回升 13
图 35：9 月制造业 PMI 生产指数回升较大 13
图 36：9 月，工业热力指数回升 14
图 37：9 月石化链开工率同比回升 14
图 38：9 月申万经济热力指数延续回升 14
图 39：9 月申万经济热力指数边际改善 14
图 40：主要经济指标同比及预测 14
图 41：9 月，申万工业热力指数回升 15
图 42：9 月，石化链开工率回升 15
图 43：9 月，申万服务业热力指数回升 15
图 44：9 月，申万经济热力指数小幅回升 15
图 45：上周，钢厂盈利率环比小幅回升 15
图 46：上周，高炉开工率回落 15
图 47：上周，钢材周表观消费同比回升 16
图 48：钢材社会库存 16
图 49：上周，纯碱开工率同比回升 16
图 50：上周，PTA 开工率同比回落 16
图 51：上周，涤纶长丝开工率依然弱于去年同期 17
图 52：上周，汽车半钢胎开工率同比回落 17
图 53：前周，粉磨开工率同比回落 17
图 54：上周，水泥出货率同比回升 17
图 55：上周，水泥库容比回落 17
图 56：上周，水泥均价有所回落 17
图 57：上周，玻璃产量持平前周 17
图 58：上周，玻璃周表观消费同比回升 17
图 59：上周，玻璃库存环比回升 18
图 ：上周，沥青开工率同比回升 .....

图 61：上周，全国商品房成交同比回升 18
图 62：上周，一线城市商品房成交同比回落 18
图 63：上周，二线城市商品房成交同比回升 19
图 64：上周，三线城市商品房成交同比回升 19
图 65：前周，全国铁路货物运输量同比回升 19
图 66：前周，公路货车通行量同比回升 19
图 67：前周，监测港口货物吞吐量同比回落 19
图 68：前周，监测港口集装箱吞吐量同比回落 19
图 69：上周，全国迁徙规模指数持续回升 20
图 70：上周，国内执行航班架次保持高位 20
图 71：上周，国际执行航班架次同比增速回落 20
图 72：前周，观影人次同比回落 20
图 73：前周，票房收入同比回落 20
图 74：乘用车零售量 21
图 75：乘用车批发量 21
图 76：上周，CCFI 综合指数回落 21
图 77：上周，地中海航线运价跌幅较大 21
图 78：上周，欧洲航线运价跌幅较大 21
图 79：上周，BDI 运价有所回落 21
图 80：上周，猪肉平均零售价回升 22
图 81：上周，蔬菜平均批发价回落 22
图 82：上周，鸡蛋平均批发价明显回落 22
图 83：上周，7 种重点监测水果价格回落 22
图 84：上周，钢材综合价格指数环比回落 22
图 85：前周，山西优煤市场价环比回升 22
图 86：上周，铜平均价环比回升 23
图 87：上周，南华工业品价格指数上升 23

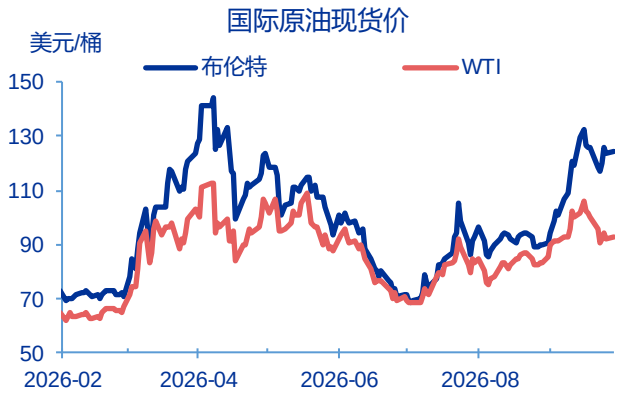
9 月以来，经济运行出现哪些“新变化”，年内修复会否延续？本文分析，供参考。

1. 9 月经济：三大“新变化”

1.1 新变化 1：油价重回百元以上

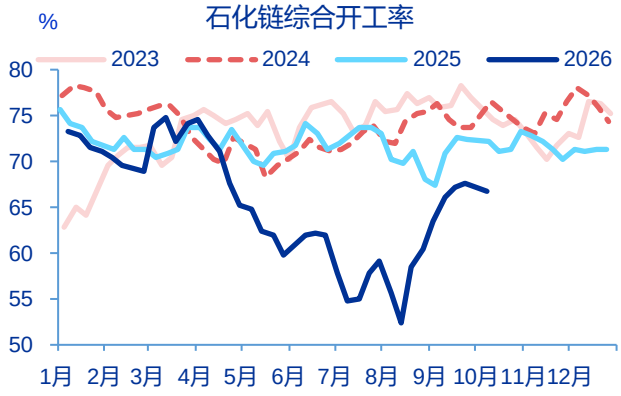
PPI：8 月中下旬以来，油价再度冲高，其余大宗价格也有上涨，PPI 同比或上行至 4.4%的较高水平。国际油价领先石化链 PPI 半个月左右，8 月中下旬以来，布伦特原油价格最高上行至 130 美元/桶以上（平均约 101 美元/桶、环比 12.9%）；同时高油价也令石化链综合开工率修复斜率放缓，意味着中下游供给或继续出清，对中下游 PPI 构成支撑。其余大宗价格也有上涨，煤价、铜价、钢价环比分别为 13.4%、2%、1.5%；叠加 AI 需求仍有释放空间，**预计 9 月 PPI 同比或进一步上行至 4.5%。**

图 1：8 月中旬以来，国际原油价格冲高



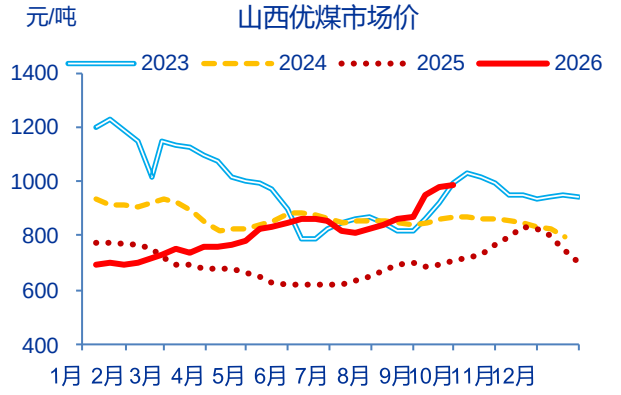
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：近来石化链开工率修复斜率放缓



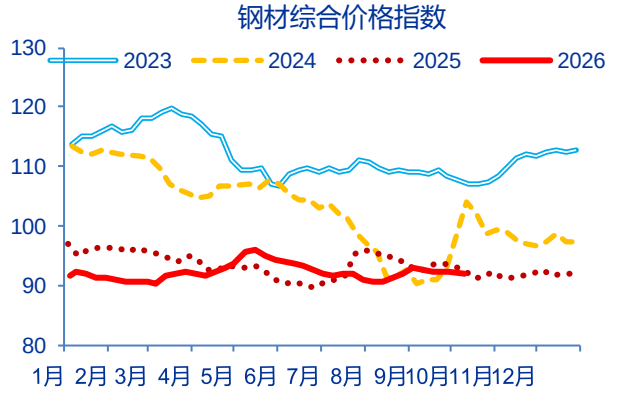
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：9 月以来，煤价涨幅扩大



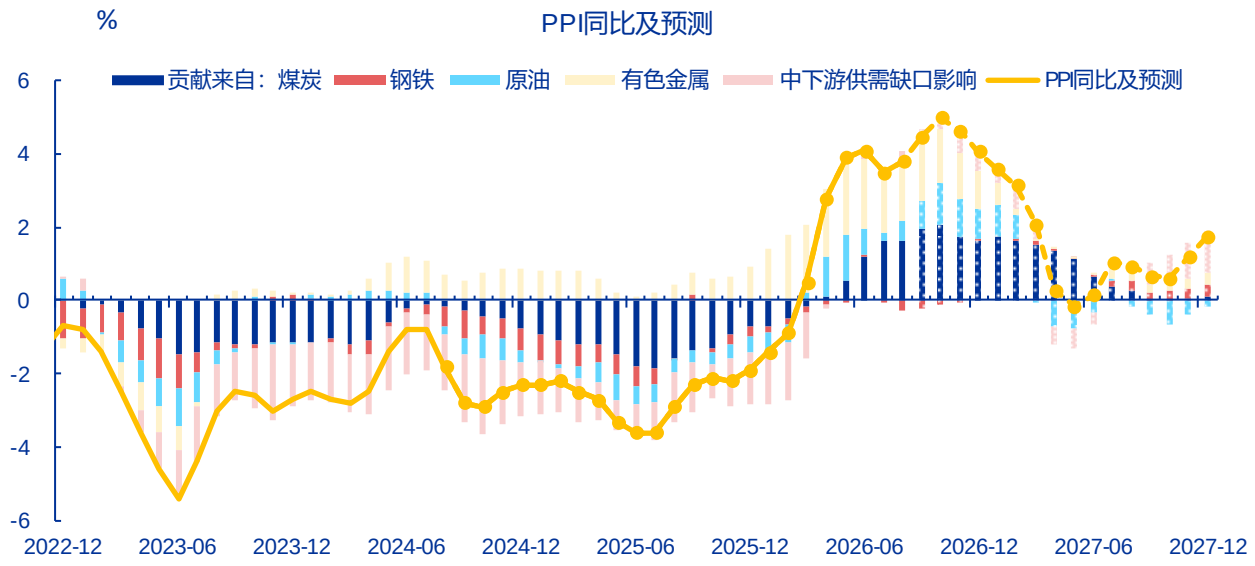
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：9 月，平均钢价回升



资料来源：Wind，申万宏源研究

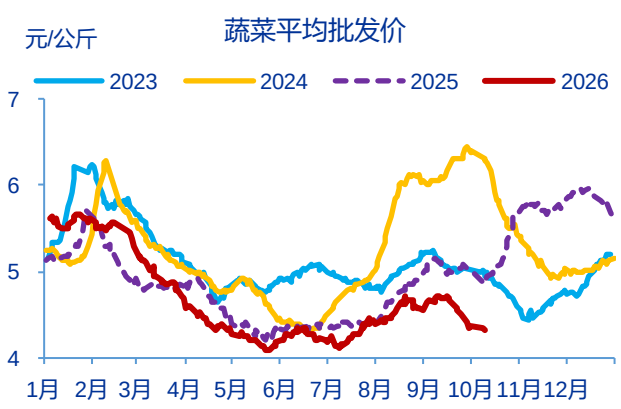
图 5：9 月 PPI 同比或回升至 4.5%左右



资料来源：CEIC，申万宏源研究

CPI：油价走高的背景下，PPI 向 CPI 传导或继续演绎，高基数下 CPI 同比或小幅回升。9 月，食品、商品价格表现偏弱，蔬菜价格环比 1.2%、不及往年同期（2.9%），水果价格环比-2.8%，金价环比-1.7%；CPI 同比继续面临高基数与企业降费拖累消费等因素约束。但 8 月中下旬油价走高，会沿着“石化链中下游 PPI-核心商品 CPI”的传导路径带动核心商品 CPI 上涨，同时 AI 高景气或继续对 AI 领域消费品价格形成支撑。服务方面，9 月以来人流出行延续修复，叠加国庆假期出行前置下，服务消费或边际改善，对服务 CPI 形成支撑。**综合来看，9 月 CPI 同比或小幅上行至 0.9%附近。**

图 6：9 月蔬菜价格弱于季节性



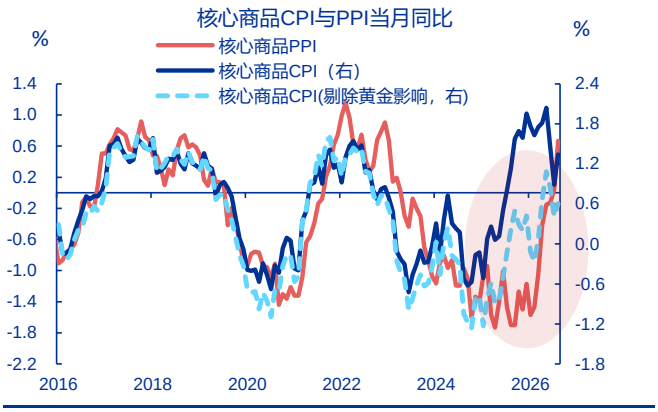
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 7：9 月黄金价格明显回落



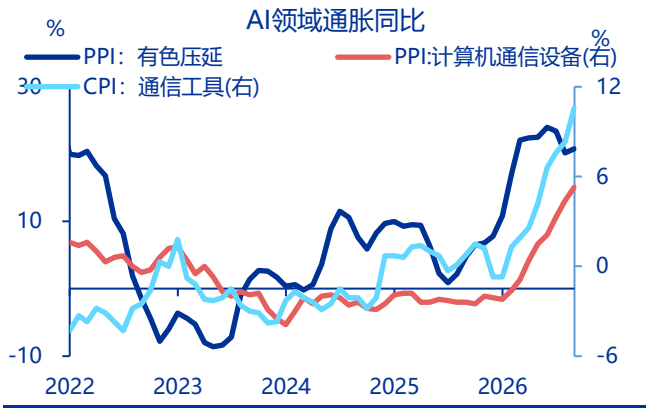
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 8：油价、AI 需求影响 PPI，影响核心商品 CPI



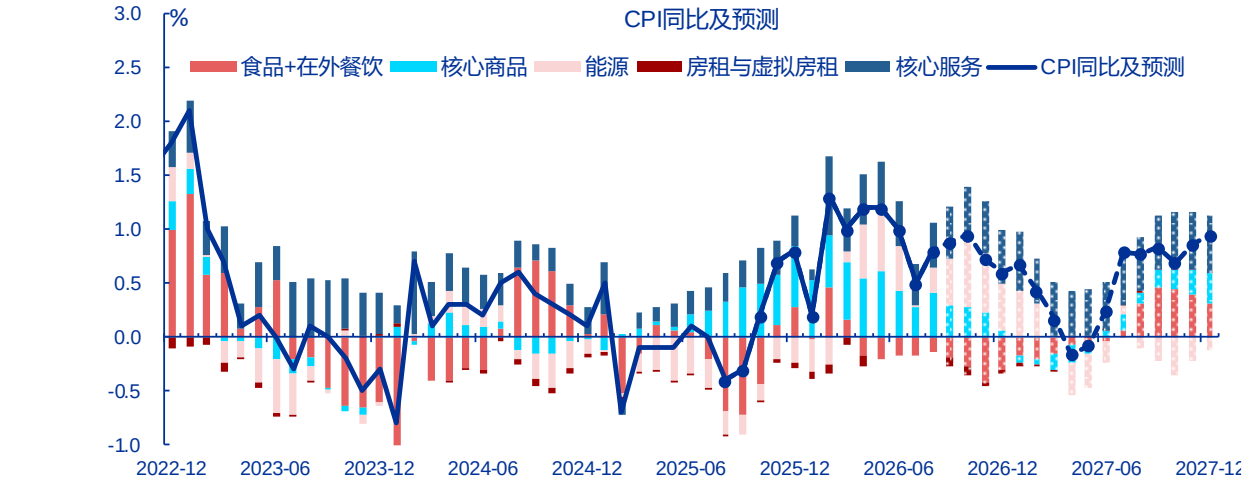
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 9：AI 领域价格持续上行



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 10：9 月 CPI 同比或回升至 0.9%左右



资料来源：CEIC，申万宏源研究

消费：高油价带来的成本压力或继续压制企业消费，但假期前置可能形成对冲，社零或小幅回升。8 月以来，油价高企等成本端压力传导下，企业被迫压降费用，或更多影响汽车与家电等消费表现；叠加前期补贴导致的需求透支问题也有影响；数据上 9 月乘用车零售量、家电零售额同比分别回落 12.2、25.2 个百分点至-31.2%、-39.9%。但 2026 年中秋、国庆假期仅相隔 3 天，在“请 3 休 13”拼假模式下，居民出行高度集中于 9 月下旬，或对 9 月社零形成支撑；中观指标中消费品行业 PMI 反弹 1.7 个百分点至 50.7%、服务业 PMI 回升 0.9 个百分点至 50.2%。综上，**社零或回升至 0.5%左右。**

图 11：企业费用率影响企业消费

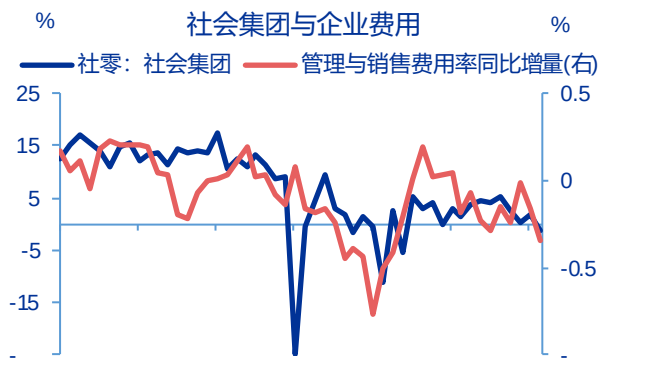
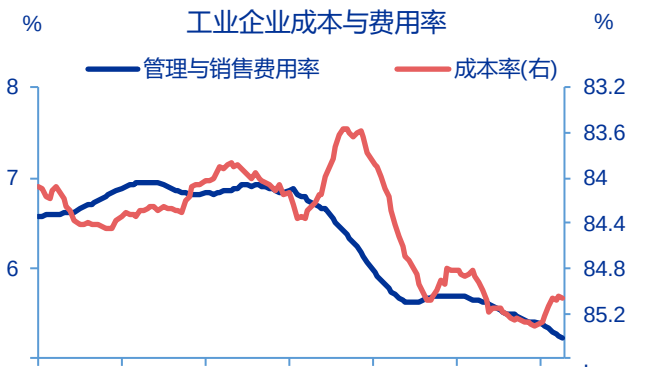


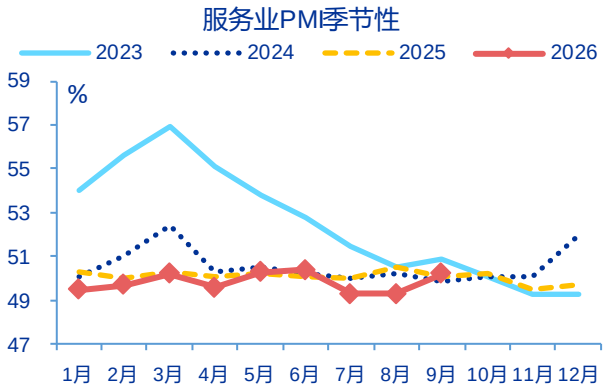
图 12：工业企业费用率与成本率走势反向



资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind、申万宏源研究

图 13：9 月服务业 PMI 明显回升



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 14：假期出行集中于 9 月底

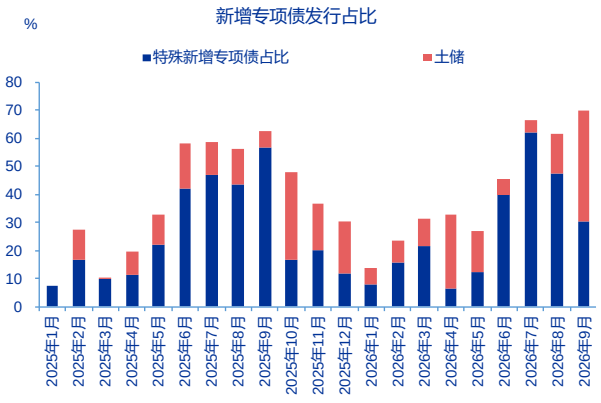


资料来源：Wind、申万宏源研究

1.2 新变化 2：政策效果或已显现

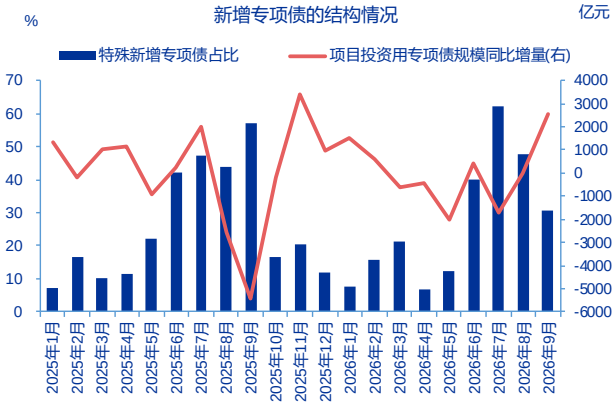
投资：9 月以来，新增专项债发行再提速，或可补充投资资金。2026 年 7 月，地方新增专项债累计发行 2.4 万亿元，较去年同期少发 3436 亿元。8 月以来，专项债发行提速，9 月进一步加快，发行规模较去年同期增加 2072.9 亿元。结构上，虽然用于化债与土储项目的比重上行至 70%，但土储项目并非仅收购项目，也包括城中村改造、老旧小区改造等，会对投资形成支撑；单看化债占比看，7 月其已达到阶段高点，9 月已回落至 30%附近，反映超发问题对投资的挤出效应或明显改善，对应固定资产投资或在 9 月后持续修复，预计 9 月投资持平于-7.2%。

图 15：9 月项目投资用专项债明显改善



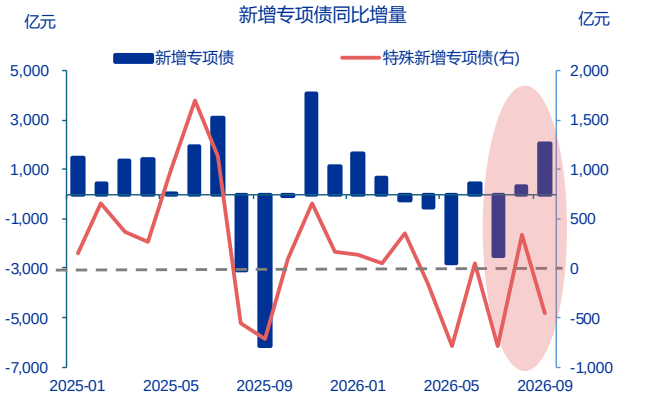
资料来源：企业预警通，申万宏源研究

图 16：化债超发问题边际改善



资料来源：企业预警通，申万宏源研究

图 17：9 月项目投资用专项债明显改善



资料来源：企业预警通，申万宏源研究

图 18：9 月部分土储项目

项目名称	专项债融资额（亿）
丽水市区有机更新区块城中片区综合开发土地储备专项债券项目	1.24
新埭镇新兴路两侧风貌提升片区储备土地项目	0.23
嘉兴市中心城区二环内民丰冶金地块综合开发	4.15
泰顺县中心城区新城区块	1.38
城南片区开发项目二	2.96
江化基地收储项目	0.8
杭州市临平区临平数智城片区联胜开发区块土地储备专项债券项目	0.53
白桥双创中心北侧地块收回收购项目	1.17
嘉北低效工业用地再开发地块	2.7
杭州市临平区开发区东湖新城片区一项目	0.5
金华市婺城区琅琊上马地项目	0.43
中国视谷芯机产业社区片区开发项目	0.13
旧馆街道工业园区更新用于土地储备的地方政府专项债券项目	0.76
兰溪市兰江街道下金村2016-7-A商业用地土地储备项目	0.8
城南汽车精品文化街区地块	1.2
龙泉市低丘缓坡片区综合开发项目	1.2
龙泉市火车站前片区综合开发项目	1.38

资料来源：企业预警通，申万宏源研究

政策性金融工具全面扩围，方向上向新质生产力领域倾斜，或额外拉动制造业投资。

9 月以来，政策性金融工具投放快速扩围，方向上以新能源材料（锂电负极、锂云母、磷化工）和绿色低碳（再生纤维、污水处理）为主；国开行则在山东一次性投放 6.3 亿元，涵盖核电、高端装备、储能三大方向。区域上从首批 5 省扩展至 15 省，中西部省份占比提升，行业从新能源、新材料延伸至数字经济算力、核电等前沿领域。叠加前期企业盈利持续改善（1 年左右的传导时滞），年内制造业投资或仍有改善空间。

图 19：政策性金融工具投放情况

日期	省份	投放银行	金额	项目名称	行业
9 月 1 日	浙江	农发行	3.00 亿	建德抽水蓄能电站	绿色低碳 / 储能
9 月 1 日	云南	进出口银行	0.78 亿	昆明国际新材料包装科技文化产业园区二期	新材料
9 月 1 日	内蒙古	进出口银行	0.60 亿	天宝风电年产 15 万吨风电锻件	新能源装备
9 月 2 日	新疆	进出口银行	0.58 亿	心连心化学工业将军庙站铁路专用线	交通基建
9 月 2 日	四川	国开行	2.45 亿	中创新航动力电池及储能电池自贡基地	新能源
9 月 2 日	浙江	国开行	1.00 亿	振石控股绿色高端镍铬新材智造	新材料
9 月 2 日	湖北	国开行	1.14 亿	G9906 武汉都市圈环线高速江夏至梁子湖段	交通基建
9 月 3 日	江西	进出口银行	1.00 亿	宜丰九岭硅业锂云母选矿及硅砂分离一体化	新能源材料
9 月 3 日	贵州	进出口银行	1.26 亿	江山磷化工综合利用	化工 / 资源利用
9 月 4 日	福建	进出口银行	5.01 亿	厦门港古雷泊位工程 + 莆田赛纤 3 个再生纤维项目	交通 / 绿色低碳
9 月 4 日	广东深圳	进出口银行	0.60 亿	远信储能系统一体化智能制造基地	储能
9 月 4 日	广东雷州	进出口银行	0.84 亿	东岛锂电长循环低膨胀负极材料	新能源材料
9 月 6 日	山西	进出口银行	0.33 亿	长治滨湖区污水处理及回用工程（一期）	生态环保
9 月 7 日	河南	进出口银行	0.60 亿	银金达新材料智能化生产线	新材料
9 月 7 日	海南	进出口银行	未披露	国际信息港一期（数字经济产业园 / 智能算力）	数字经济 / 算力
9 月 8 日	安徽	进出口银行	0.30 亿	合肥高美光电光学功能膜制造三期	光电新材料
9 月 16 日	山东	国开行	6.32 亿	招远核电 + 康派斯高端装备园 + 烟台储能中心（3 个）	能源 / 高端装备

资料来源：政府网站，申万宏源研究

图 20：前期企业盈利已在回升



资料来源：Wind，申万宏源研究

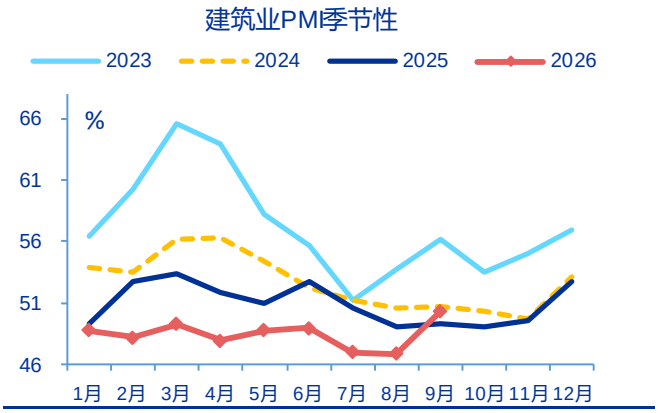
图 21：前期外需依赖行业利润增速改善



资料来源：CEIC，申万宏源研究

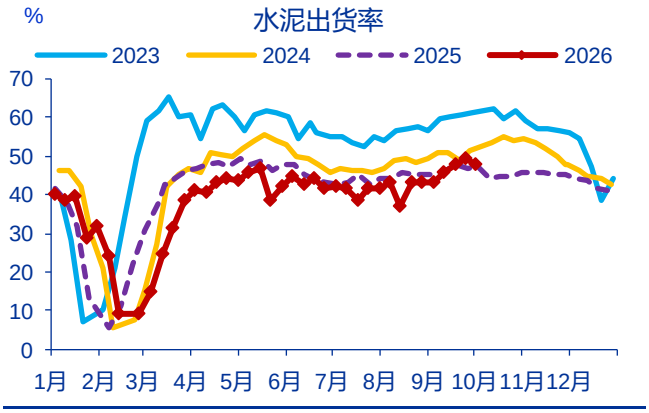
中观层面或已传递政策效果显现的信号，9 月以来相关投资指标有所改善。9 月，建筑业 PMI 上行至年内高点（回升 3.4 个百分点至 50.3%）；其中房屋建筑业景气水平明显提升是拉动建筑业景气上行的主要动力。微观指标中，虽然前期投资相关工业品（如沥青、螺纹钢等）并未形成投资、更多形成库存，但 9 月反映地产投资的水泥出货率、粉磨开工率同比分别较前月上行 3.3、3.5 个百分点至-0.2%、-2%；反映制造业投资的冷轧板卷、中厚板消费延续韧性，或也指向后续投资仍有改善空间。

图 22：9 月建筑业 PMI 上行至年内高点



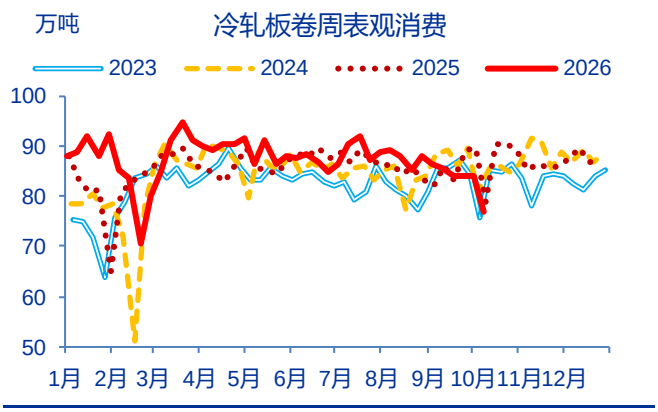
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 23：9 月水泥出货率有所回升



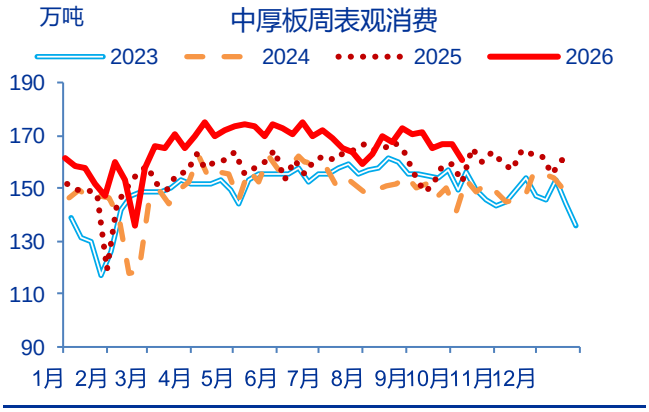
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 24：9 月冷轧板卷消费基本持平去年同期



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 25：9 月中厚板消费有所回升



资料来源：Wind、申万宏源研究

1.3 新变化 3：全球 AI 景气再走强

出口：9 月韩国、越南 AI 商品出口的回升斜率或为年内最大，或反映全球 AI 出口景气再走强。9 月，韩国出口同比回升 14.8 个百分点至 83.5%，其中半导体为主要支撑，同比贡献回升 12.2 个百分点至 66.3 个百分点、贡献幅度为 2026 年以来最大；越南出口同比回升 13.1 个百分点至 39.2%，其中主要由电子产品及零部件支撑，同比贡献回升 14.9 个百分点至 28.0 个百分点。

图 26：韩国出口增长主要由半导体等 AI 商品支撑



资料来源：Wind，申万宏源研究

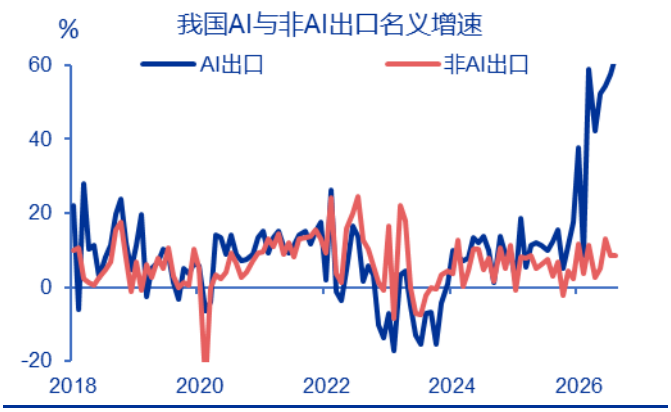
图 27：越南出口主要由电子产品及零部件支撑



资料来源：Wind，申万宏源研究

此背景下，AI 出口或进一步走高，叠加消费品出口或维持韧性，9 月出口或上行至 30%附近。全球 AI 高景气或继续直接拉动 AI 出口走强、及间接拉动新兴国家工业化进程，进而拉动我国对东盟等地区生产资料出口。除 AI 外，消费出口或维持较强韧性，背后除了消费品“供给替代”效应显现外，关税导致美国进口周期后置，或也对我国消费品出口形成支撑。**综合来看，预计 9 月出口增速或为 30.4%。**高频层面也可印证，9 月港口货物吞吐量回升 13.5 个百分点至 7.0%，领先出口一个月的加工贸易进口增速在 8 月回升 10 个百分点至 46.5%。

图 28：2026 年以来，我国 AI 出口走强



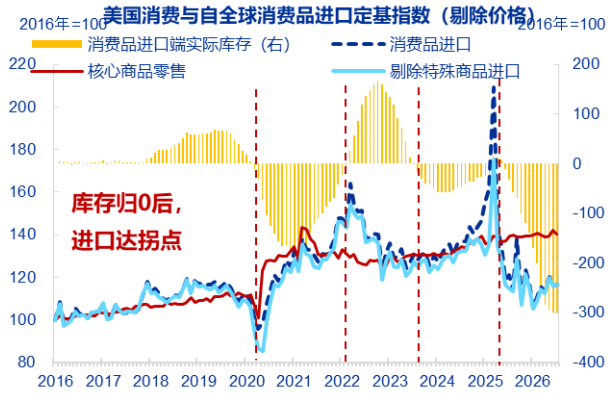
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 29： AI 出口走强更多是价格支撑



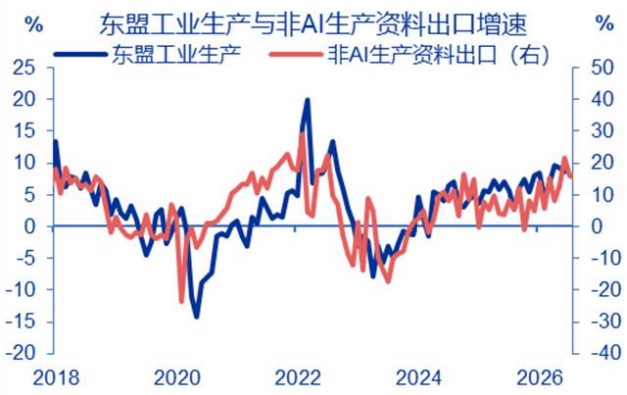
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 30：美国消费品进口仍处上行周期



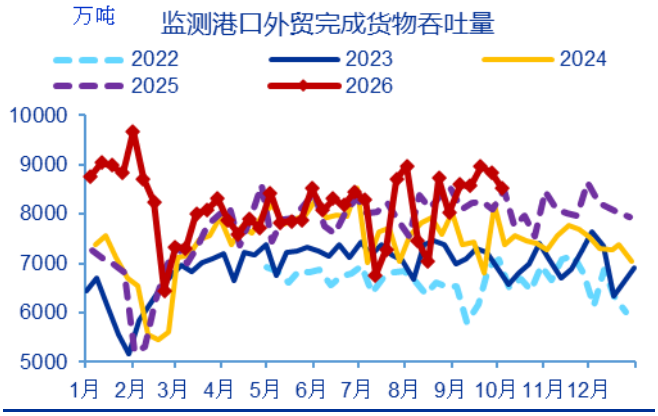
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 31：海外生产改善带动非 AI 生产资料



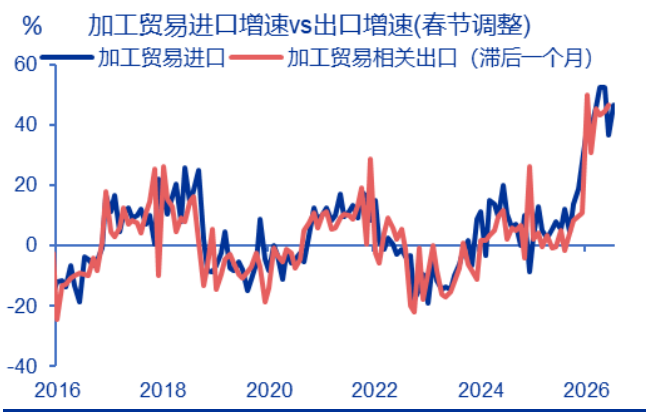
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 32：9 月港口外贸货物吞吐量回升



资料来源：Wind，申万宏源研究

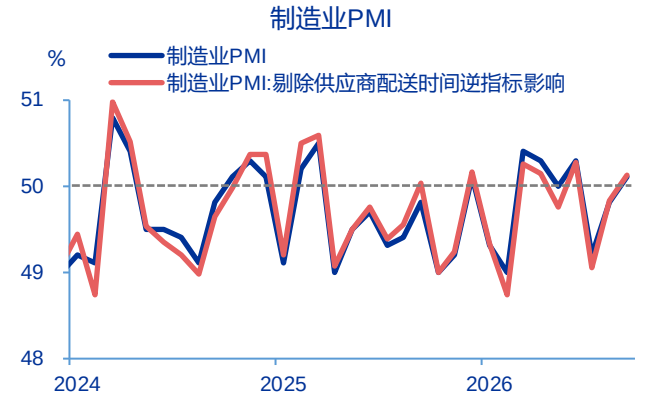
图 33：8 月加工贸易进口增速有所回升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

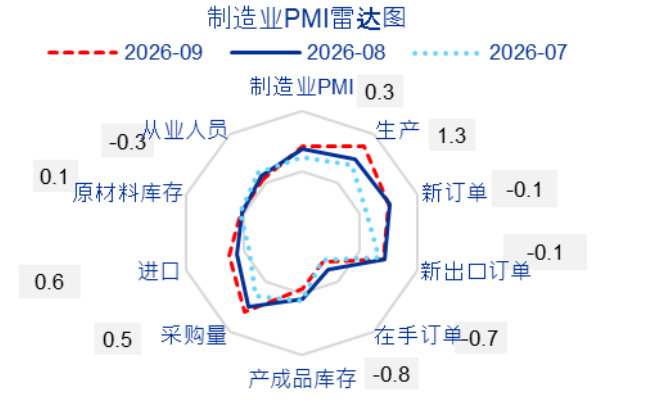
工业：外需或继续走强、内需或边际修复下，9 月工业生产或延续回升。PMI 等领先指标显示生产景气积极修复，9 月制造业 PMI 环比上行 0.3 个百分点；主要分项中，生产改善是本月 PMI 回升的关键，生产指数单月上行 1.3 个百分点至 51.7%，采购量指数回升 0.5 个百分点至 51%。高频指标或也指向生产继续修复，9 月工业热力指数同比回升 0.8 个百分点，结构上石化链、冶金链生产同比分别上行 12.1、0.3 个百分点。综合来看，**9 月工业增加值或进一步上行至 5.5%。**

图 34：9 月制造业 PMI 有所回升



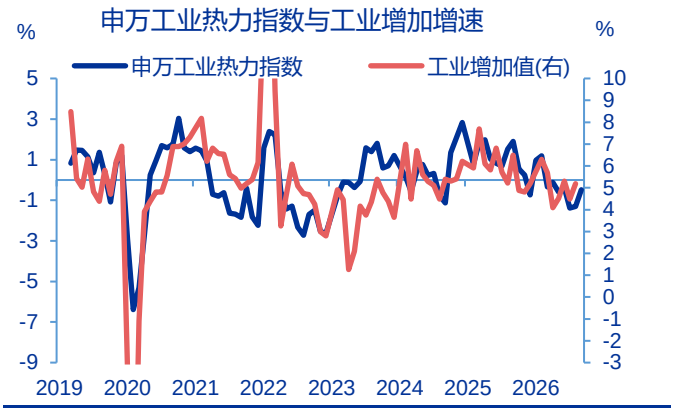
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 35：9 月制造业 PMI 生产指数回升较大



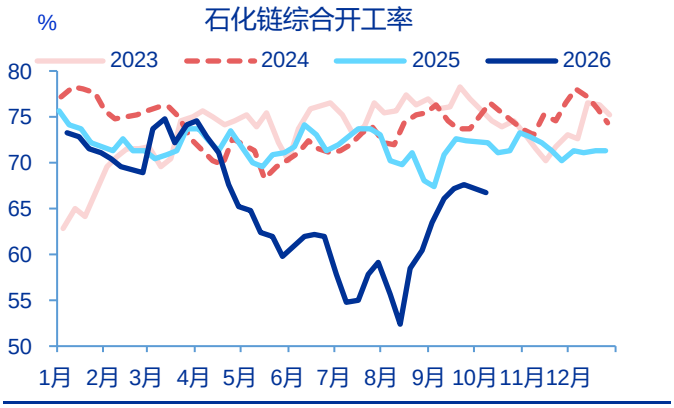
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 36：9 月，工业热力指数回升



资料来源：Wind，申万宏源研究

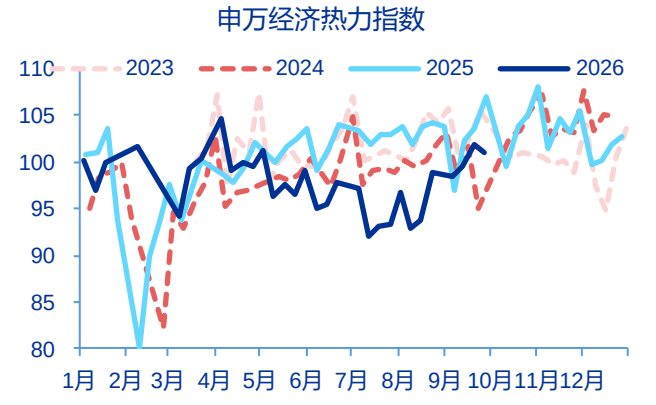
图 37：9 月石化链开工率同比回升



资料来源：Wind，申万宏源研究

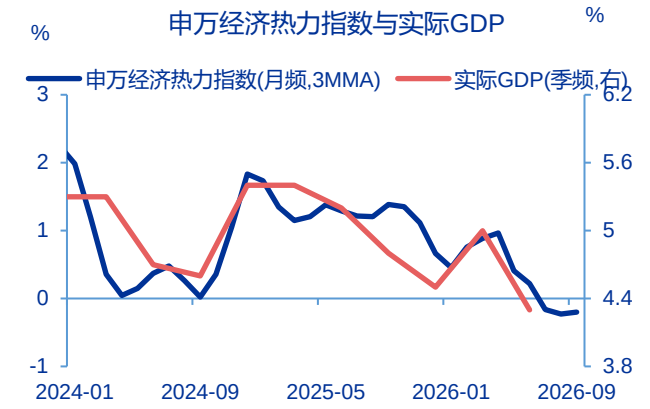
展望：9 月经济的积极变化继续增加，后续经济或延续温和回升。9 月极端天气扰动消退下，经济也出现新变化。一是新增专项债、政策性金融工具积极落地，或对投资资金形成支撑；二是全球 AI 景气再走强下，出口、工业生产或延续改善；三是中秋、国庆假期出行前置，或短期拉动社零。但需注意的是，油价重新回升至 100 美元/桶以上的水平，成本压力传导下可能挤出企业消费。综合来看，9 月“申万经济热力指数”增速或小幅回升至 4.3%-4.4%。往后看，全球 AI 景气延续，政策积极落地，包括专项债发行提速、8000 亿政策性金融工具落地、国补扩围等，后续经济修复的路径或更清晰。

图 38：9 月申万经济热力指数延续回升



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 39：9 月申万经济热力指数边际改善



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 40：主要经济指标同比及预测

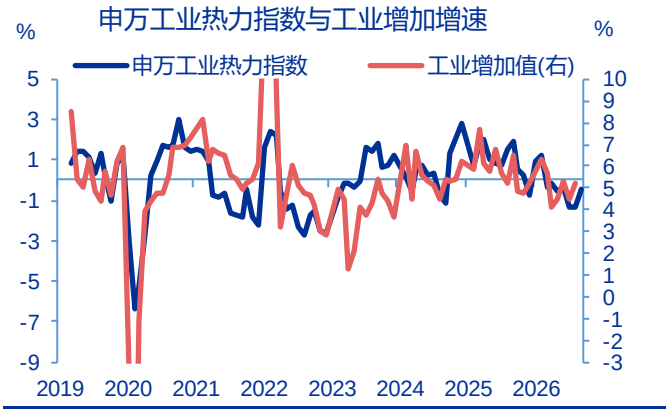
类别	单位（%）	经济月度数据			季度				年度
		2026年7月	2026年8月	2026年8月(预测)	2025年四季度	2026年一季度	2026年二季度	2026年三季度(预测)	2026年全年(预测)
总量	实际GDP				4.5	5.0	4.3	4.3	4.6
	经济增速-申万经济热力指数	4.2	4.2	4.3	4.7	5.1	4.3	4.3	4.6
	工业增加值	4.5	5.2	5.3	5.0	6.1	4.6	5.0	4.9
需求	固定资产投资	-6.7	-7.2	-7.2	-3.8	1.7	-5.4	-7.2	0.2
	基建投资（全口径）	-3.6	-4.0	-3.8	-1.5	8.9	-2.4	-3.8	5.4
	制造业投资	-1.7	-2.3	-2.4	0.6	4.1	-1.2	-2.4	3.0
	房地产投资	-19.2	-19.9	-20.2	-17.2	-11.2	-18.0	-20.2	-14.3
	服务业投资	-7.0	-7.4	-8.9	-3.6	-0.6	-8.5	-8.9	-0.2
	社会消费品零售	0.6	0.4	0.7	1.7	2.4	0.1	0.6	2.0
	出口	23.9	25.0	30.4	3.8	14.7	20.2	26.4	18.1
通胀	CPI	0.5	0.8	0.9	0.6	0.8	1.1	0.7	0.8
	PPI	3.6	3.8	4.4	-2.1	-0.6	3.6	3.9	2.7

来源：Wind，申万宏源研究

2. 申万经济热力指数：9 月经济景气延续修复

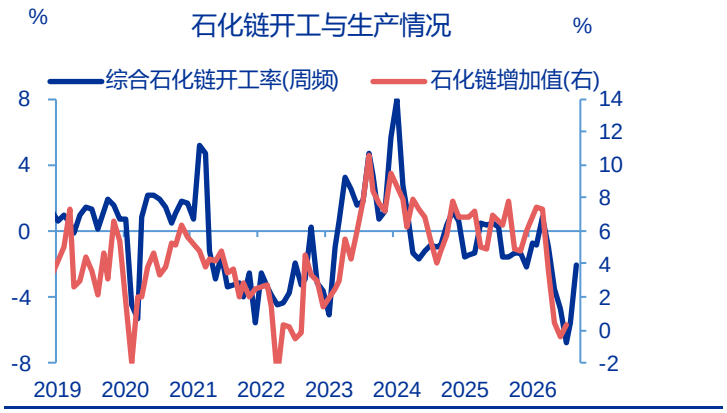
9 月，经济景气持续修复。9 月申万经济热力指数同比 0.3%、较前月回升 0.6 个百分点；其中，申万工业热力指数同比为-0.5%、较前月回升 0.8 个百分点，申万服务业热力指数同比为 0.7%、较前月回升 0.4 个百分点。

图 41：9 月，申万工业热力指数回升



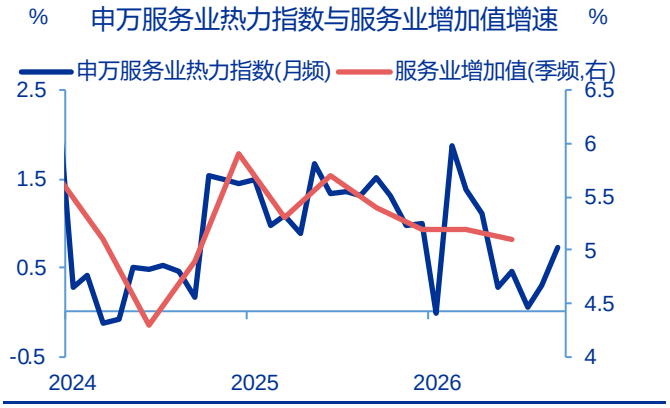
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 42：9 月，石化链开工率回升



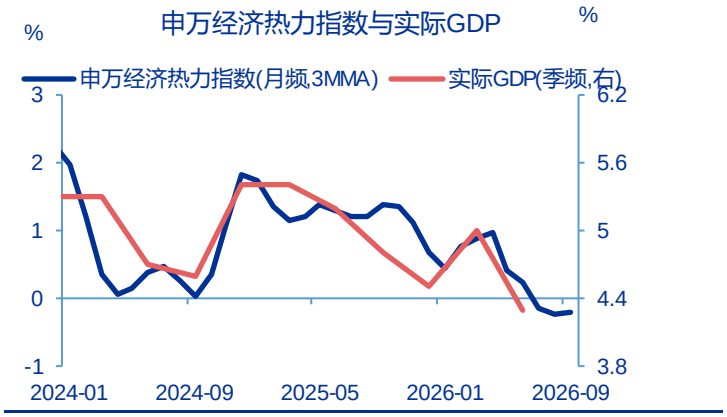
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 43：9 月，申万服务业热力指数回升



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 44：9 月，申万经济热力指数小幅回升



资料来源：Wind、申万宏源研究 图上数据为 3MMA

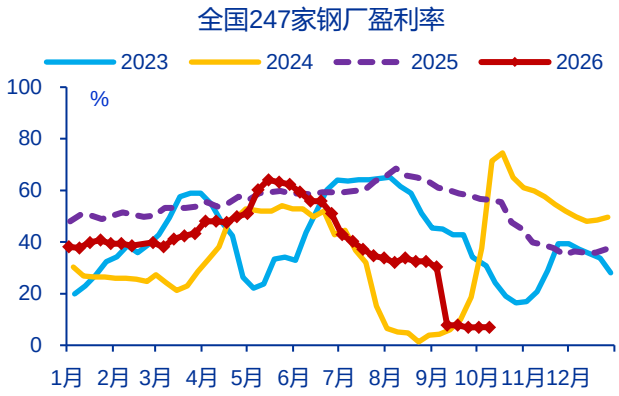
3. 高频跟踪：需求相关高频好于生产

3.1 生产高频跟踪：工业、建筑业开工偏弱

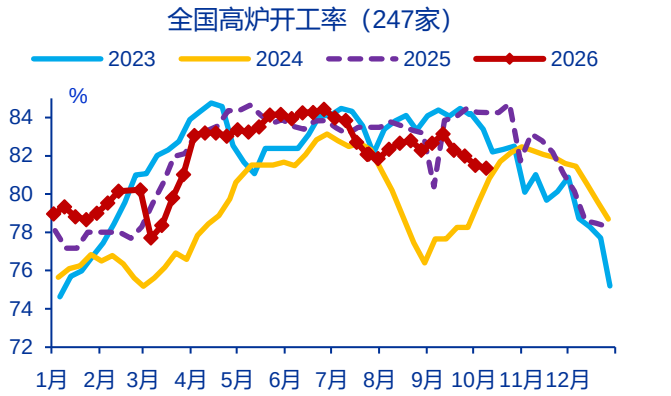
工业生产中，高炉开工率有所回落。上周（10 月 5 日-10 月 11 日），高炉开工率环比-0.2%，同比回落 0.1 个百分点至-2.9%；钢材表观消费环比-12.7%，同比回升 6.7 个百分点至-3.5%。

图 45：上周，钢厂盈利率环比小幅回升

图 46：上周，高炉开工率回落

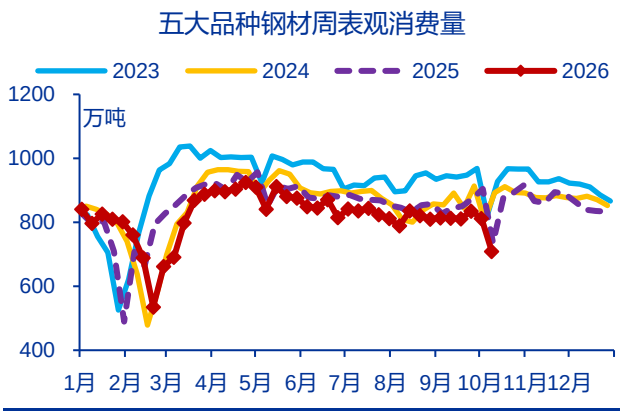


资料来源：Wind、申万宏源研究



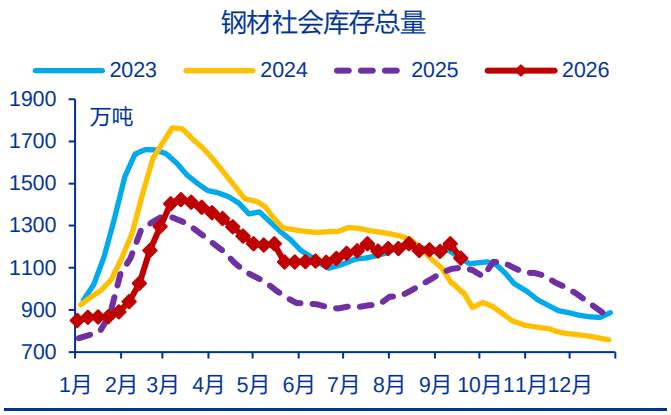
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 47：上周，钢材周表观消费同比回升



资料来源：iFind、申万宏源研究

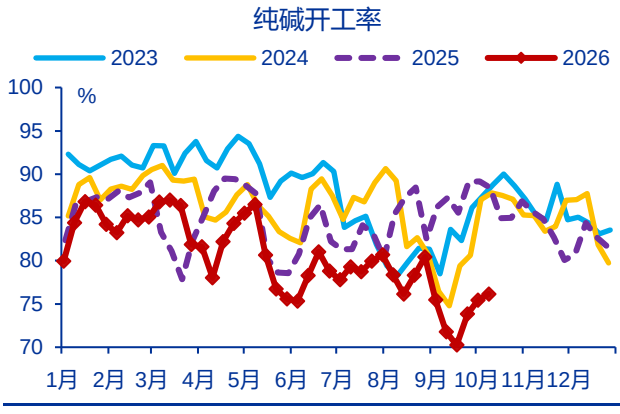
图 48：钢材社会库存



资料来源：我的钢铁网、申万宏源研究

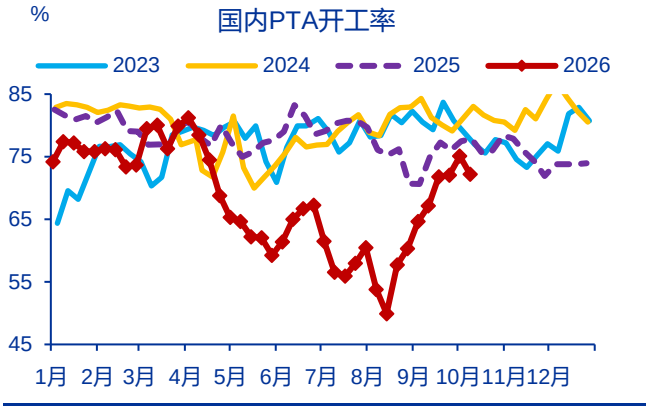
石化链开工表现分化，汽车链开工明显回落。上周（10 月 5 日-10 月 11 日），石化链中纯碱开工率环比 0.7%、同比回升 1.5 个百分点至-12.3%；PTA 开工率环比-2.9%、同比回落 3.2 个百分点至-5.6%；涤纶长丝开工率环比-0.5%、同比小幅回落至-19.0%。消费链中，汽车半钢胎开工率环比-17.9%、同比回落 17.9 个百分点至-18.0%。

图 49：上周，纯碱开工率同比回升



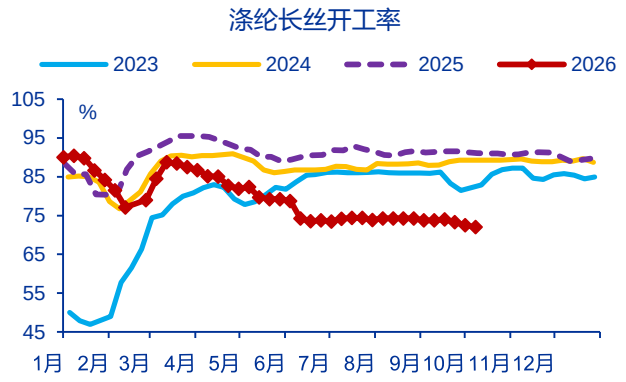
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 50：上周，PTA 开工率同比回落



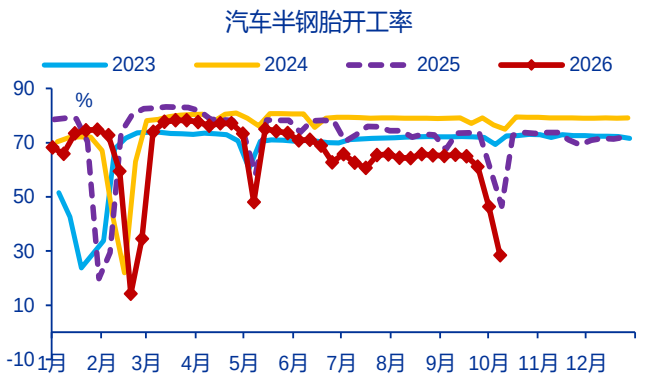
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 51：上周，涤纶长丝开工率依然弱于去年同期



资料来源：Wind、申万宏源研究

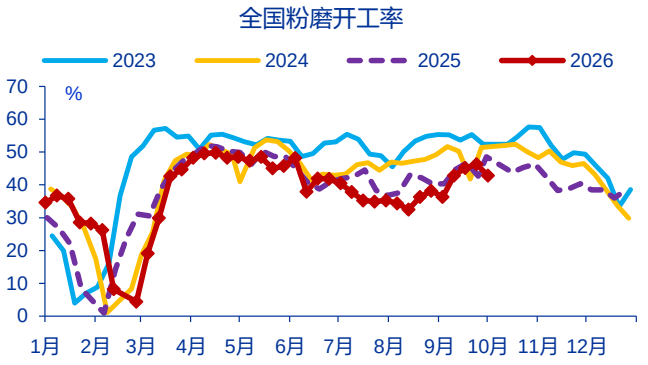
图 52：上周，汽车半钢胎开工率同比回落



资料来源：Wind、申万宏源研究

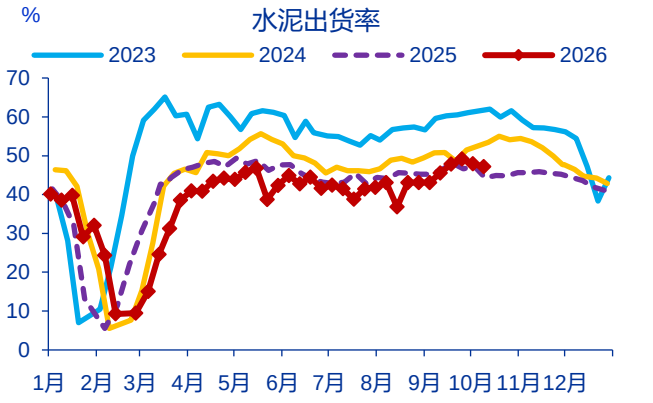
建筑业方面，水泥产需环比回落，价格小幅下行。上周（10 月 5 日-10 月 11 日），水泥出货率环比-0.7%、同比回升 2.3 个百分点至 2.9%。库存方面，水泥库容比有所回落，环比-2.1%，同比回落 2.6 个百分点至 1.1%。此外，水泥周内均价环比-0.1%。

图 53：前周，粉磨开工率同比回落



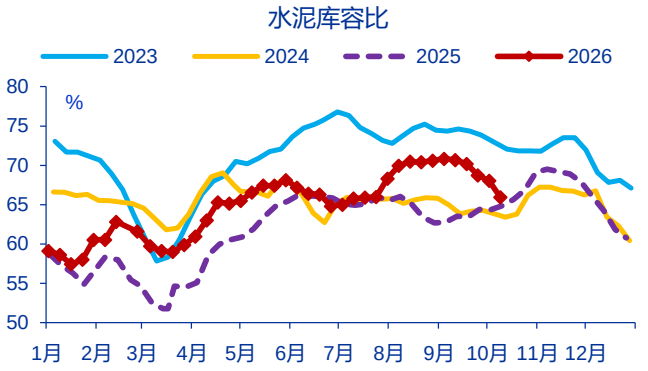
资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

图 54：上周，水泥出货率同比回升



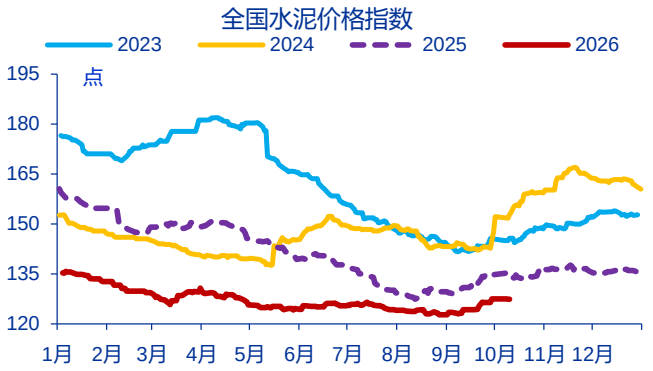
资料来源：数字水泥网、申万宏源研究

图 55：上周，水泥库容比回落



资料来源：数字水泥网、申万宏源研究

图 56：上周，水泥均价有所回落

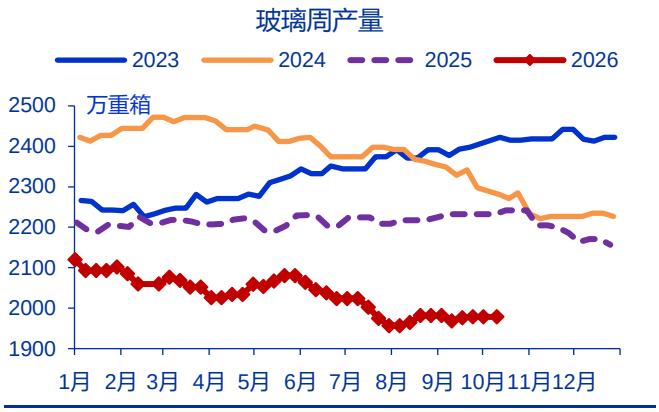


资料来源：iFind、申万宏源研究

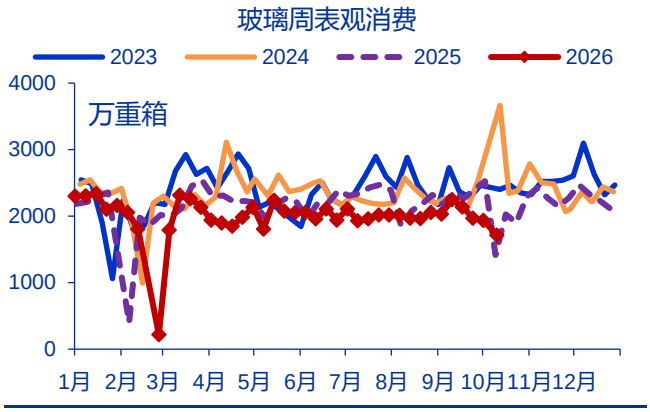
玻璃生产持平、需求回落，沥青开工率有所回升。上周（10 月 5 日-10 月 11 日），玻璃产量环比持平，同比持平，仍为-11.3%；玻璃表观消费环比-11.4%，同比回升 44.8 个百分点至 21.4%。沥青开工率环比 2.2%，同比回升 4.3 个百分点至-12.4%。

图：上周，玻璃产量持平前周

图：上周，玻璃周表观消费同比回升

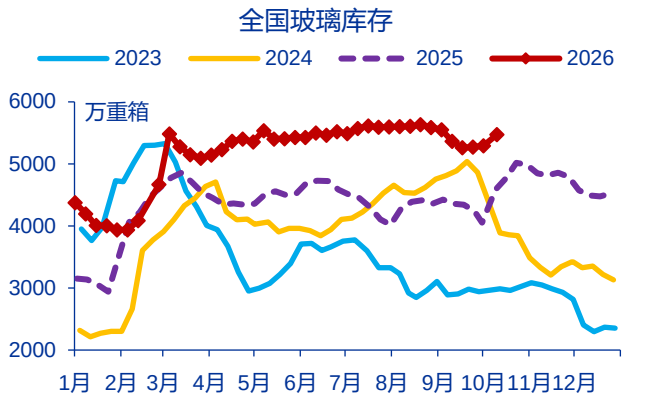


资料来源：卓创资讯、申万宏源研究



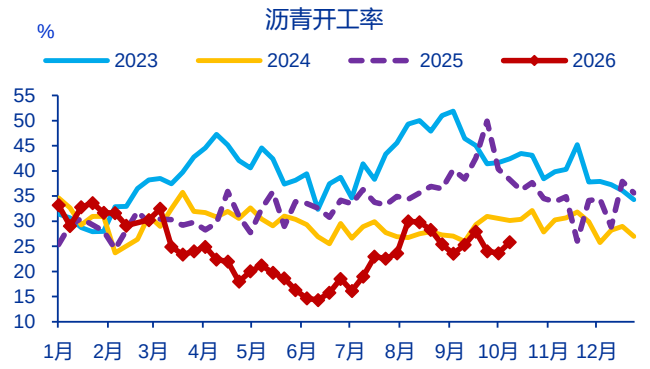
资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

图 59：上周，玻璃库存环比回升



资料来源：卓创资讯、申万宏源研究

图 60：上周，沥青开工率同比回升

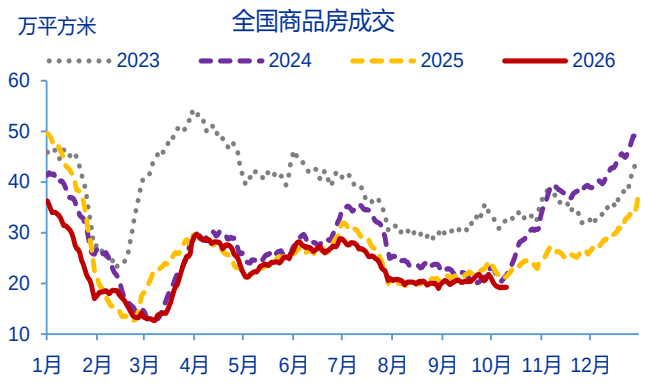


资料来源：百川、申万宏源研究

3.2 需求高频跟踪：商品房成交有所回升，人流出行强度走强

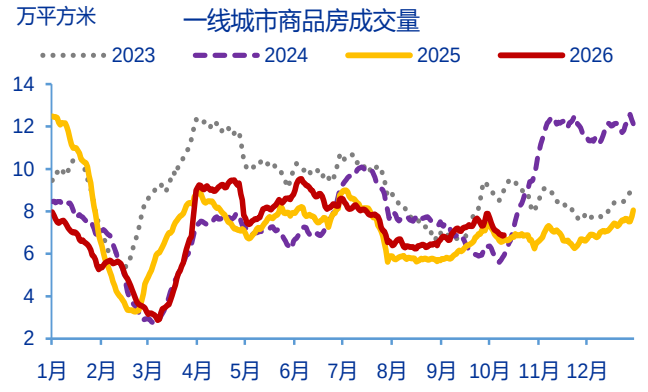
商品房成交改善，二线城市回升幅度较大。上周（10 月 5 日-10 月 11 日），30 大中城市商品房日均成交面积环比-9.7%、同比回升 3.5 个百分点至-7.9%。其中，一线城市商品房成交环比-12.0%，同比回落 2.5 个百分点至 4.6%；二线、三线城市商品房成交环比分别-7.2%、-11%，同比分别回升 7、3.4 个百分点至-11.9%、-17.4%。

图 61：上周，全国商品房成交同比回升



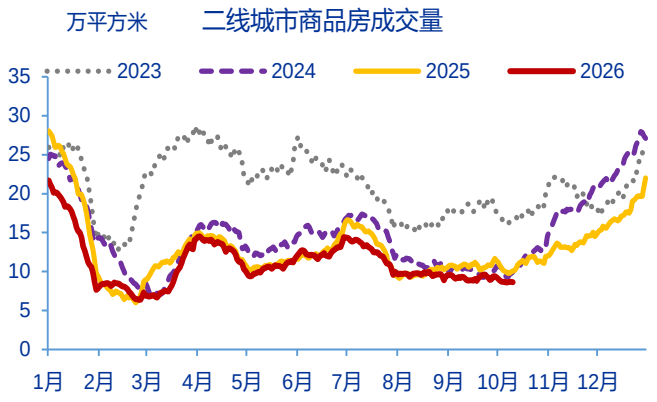
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 62：上周，一线城市商品房成交同比回落



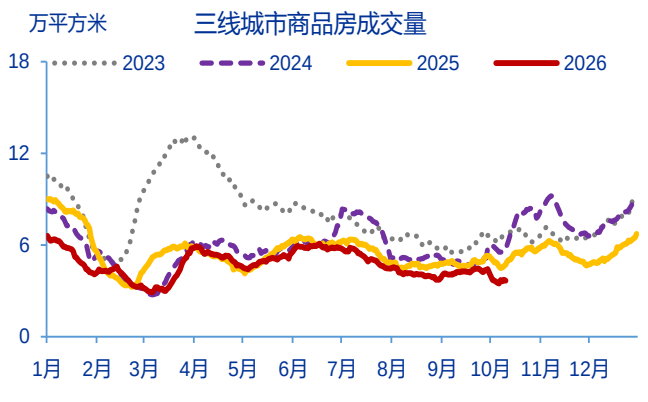
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 63：上周，二线城市商品房成交同比回升



资料来源：Wind、申万宏源研究

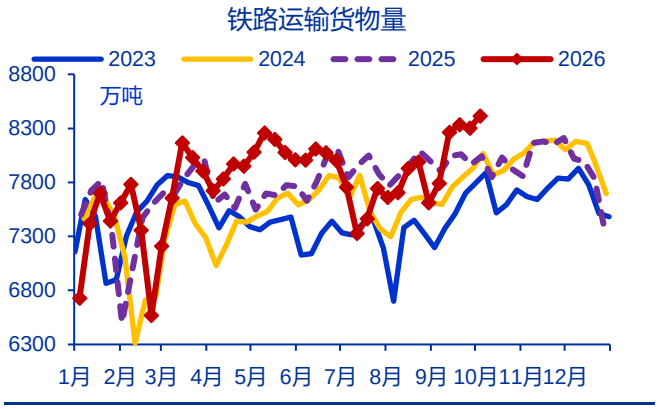
图 64：上周，三线城市商品房成交同比回升



资料来源：Wind、申万宏源研究

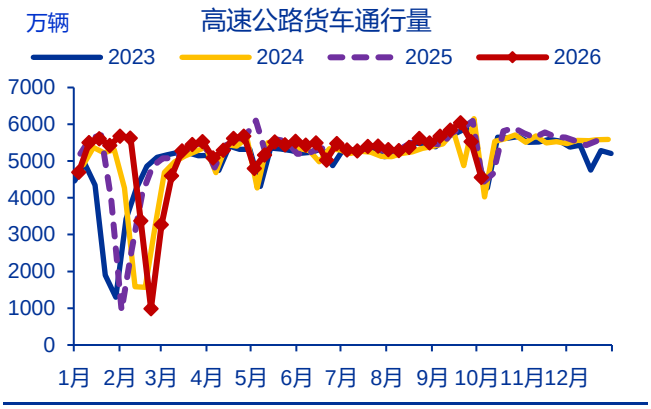
公路货运同比改善，港口货物吞吐量同比回落。前周（9 月 28 日-10 月 4 日），与内需相关的铁路货运量同比回升 0.4 个百分点至 4.6%，公路货车通行量同比回升 12.5 个百分点至 3.3%。与出口相关的港口货物吞吐量同比回落 8.4 个百分点至-1.2%，集装箱吞吐量同比回落 11 个百分点至 9.7%。

图 65：前周，全国铁路货物运输量同比回升



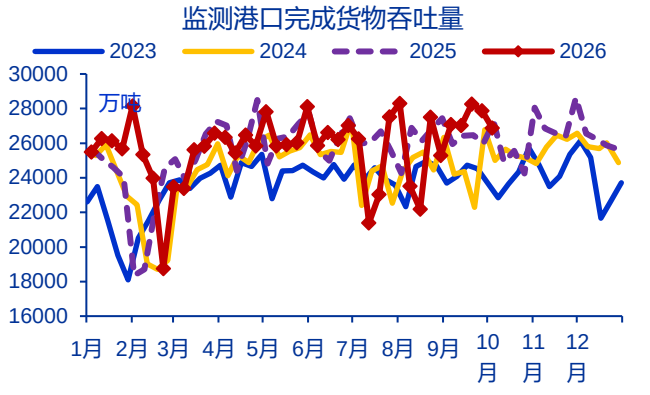
资料来源：交通运输部、申万宏源研究

图 66：前周，公路货车通行量同比回升



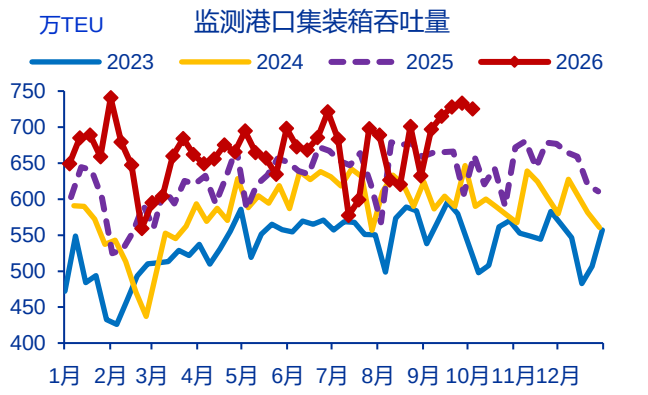
资料来源：交通运输部、申万宏源研究

图 67：前周，监测港口货物吞吐量同比回落



资料来源：交通运输部、申万宏源研究

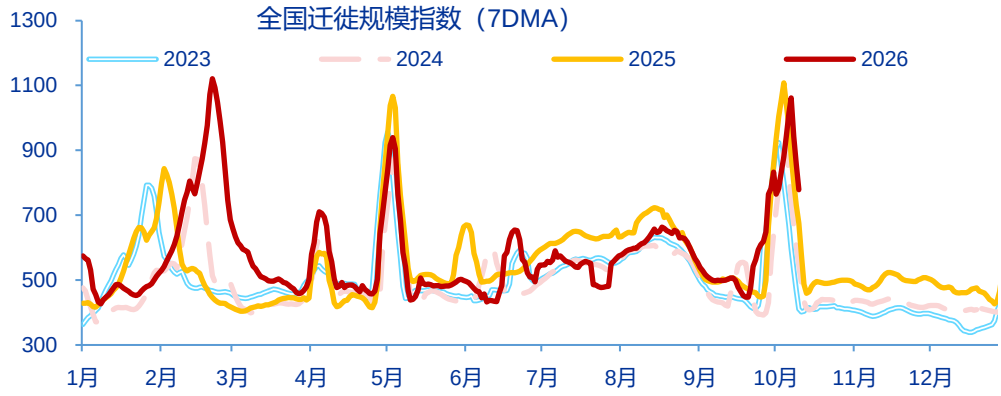
图 68：前周，监测港口集装箱吞吐量同比回落



资料来源：交通运输部、申万宏源研究

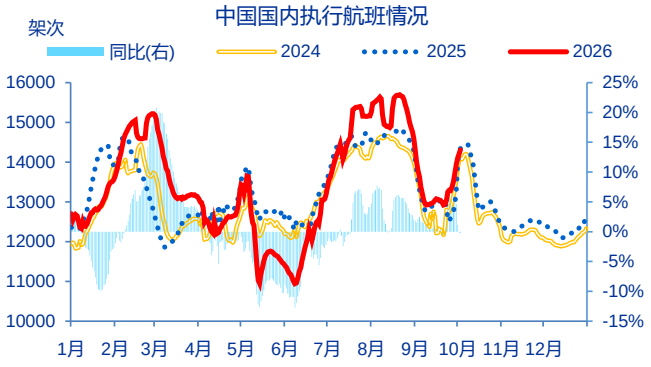
跨区人流强度回升。上周(10 月 5 日-10 月 11 日)，全国迁徙规模指数环比 27.6%，同比回升 22.9 个百分点至 20.2%。国内、国际执行航班架次同比分别回落 6.2、4.8 个百分点至-0.3%、0.2%。

图 69：上周，全国迁徙规模指数持续回升



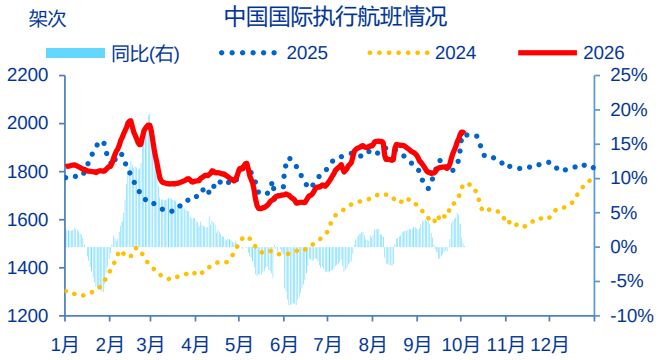
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 70：上周，国内执行航班架次保持高位



资料来源：iFind、申万宏源研究

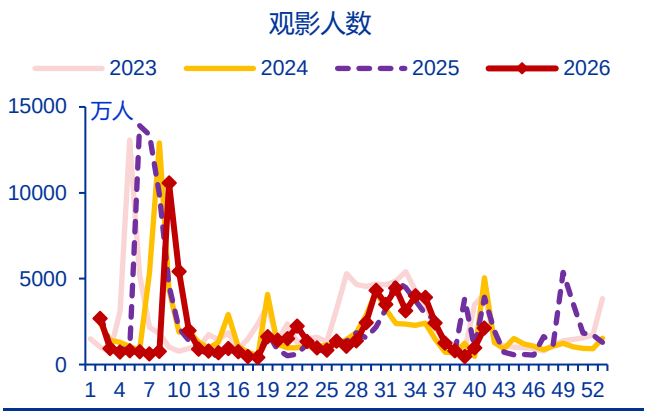
图 71：上周，国际执行航班架次同比增速回落



资料来源：iFind、申万宏源研究

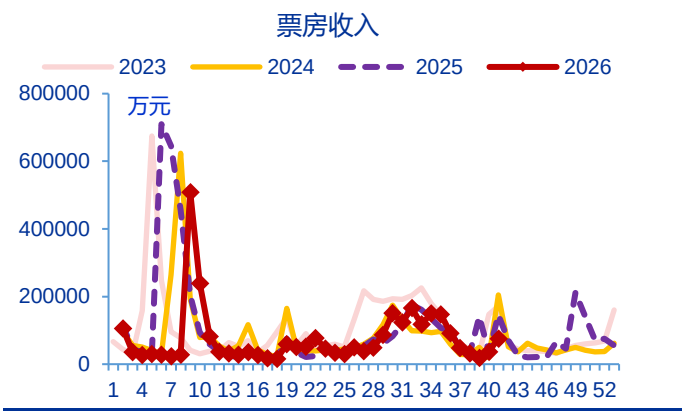
观影消费大幅回落，汽车销量持续磨底。前周（9 月 28 日-10 月 4 日），电影观影人次同比回落 43.8 个百分点至-45.5%，票房收入同比回落 49.7 个百分点至-47.5%。前前周（9 月 21 日-9 月 27 日），汽车销售方面，乘用车零售量环比 2.7%，同比回落 6.4 个百分点至-26.1%；乘用车批发量环比 1.5%，同比回落 10.7 个百分点至-18.5%。

图 72：前周，观影人次同比回落



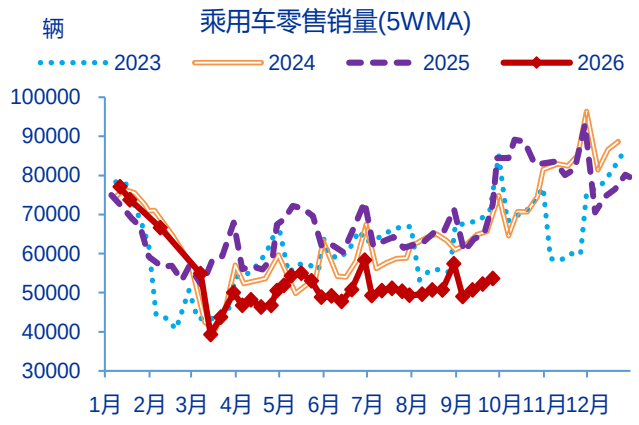
资料来源：iFind、申万宏源研究 横坐标为周

图 73：前周，票房收入同比回落



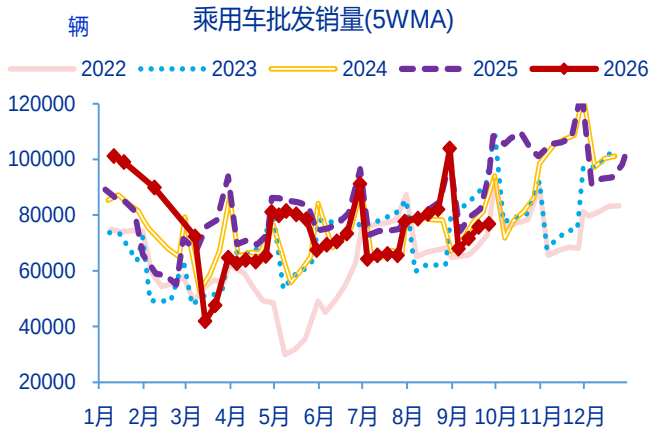
资料来源：iFind、申万宏源研究 横坐标为周

图 74：乘用车零售量



资料来源：iFind、申万宏源研究

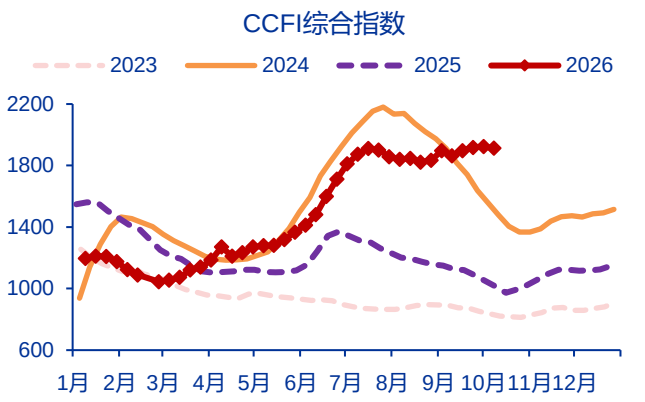
图 75：乘用车批发量



资料来源：iFind、申万宏源研究

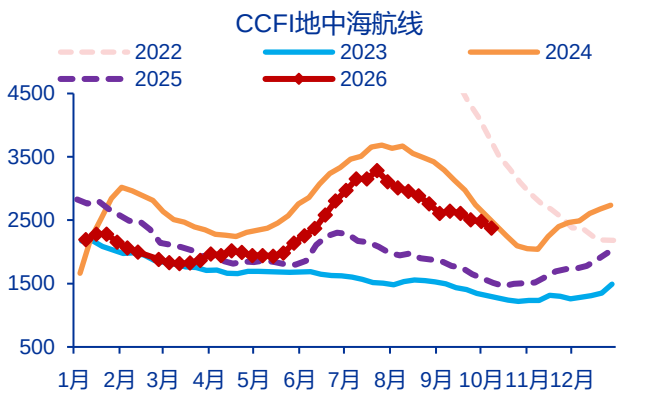
出口方面，集运价格总体小幅回落，地中海、欧洲航线跌幅较大。上周（10 月 5 日-10 月 11 日），CCFI 综合指数环比-0.6%，地中海、欧洲航线运价跌幅较大，环比分别为-4.29%、-1.96%。此外，BDI 价格有所回落，环比-5.6%。

图 76：上周，CCFI 综合指数回落



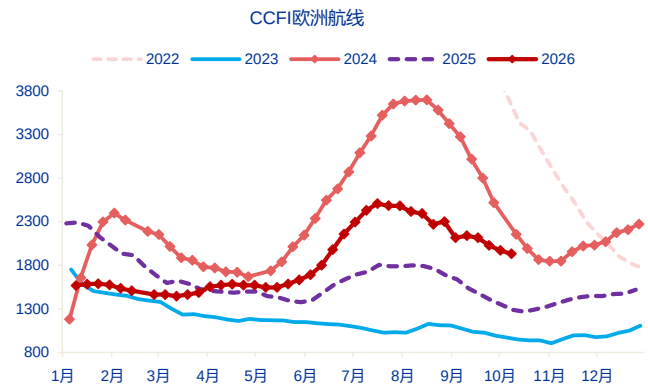
资料来源：iFind、申万宏源研究

图 77：上周，地中海航线运价跌幅较大



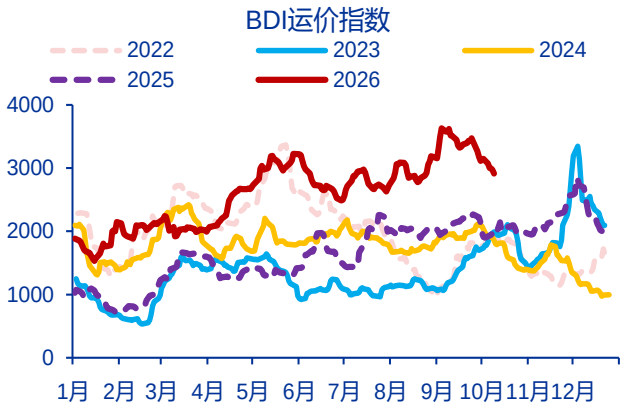
资料来源：iFind、申万宏源研究

图 78：上周，欧洲航线运价跌幅较大



资料来源：iFind、申万宏源研究

图 79：上周，BDI 运价有所回落

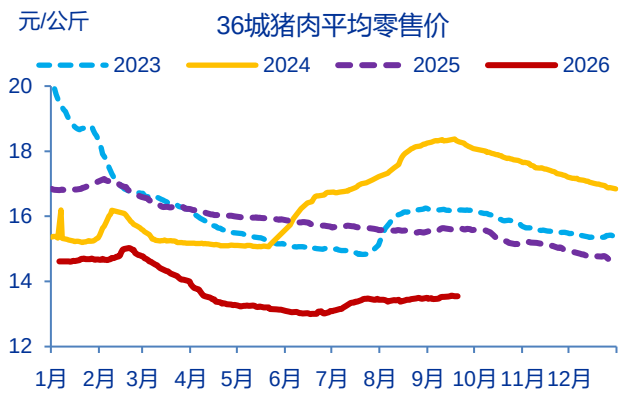


资料来源：iFind、申万宏源研究

3.3 物价高频跟踪：农产品价格普遍回落，工业品价格分化

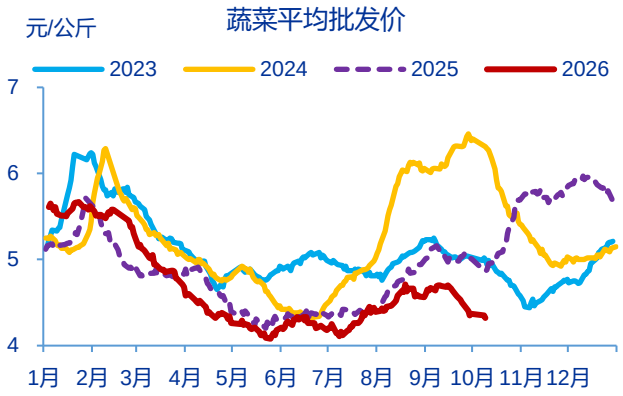
农产品价格普遍回落。上周（10 月 5 日-10 月 11 日），鸡蛋、蔬菜、水果价格环比分别为-4.9%、-1.1%、-1.5%。

图 80：上周，猪肉平均零售价回升



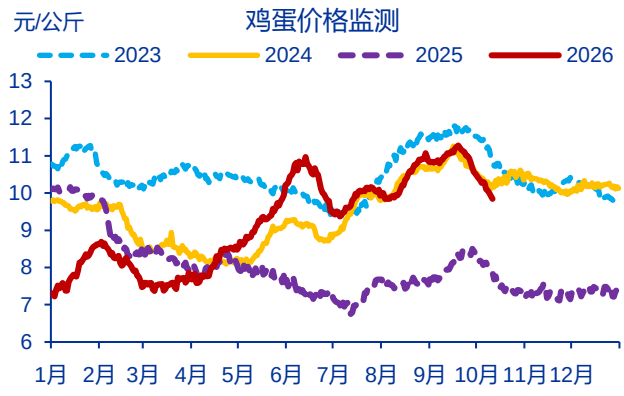
资料来源：iFind、申万宏源研究

图 81：上周，蔬菜平均批发价回落



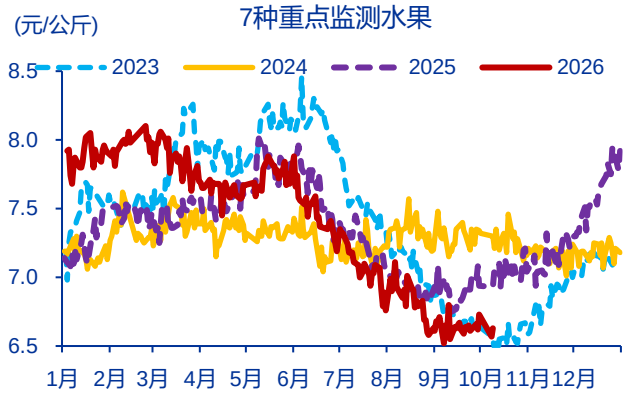
资料来源：iFind、申万宏源研究

图 82：上周，鸡蛋平均批发价明显回落



资料来源：iFind、申万宏源研究

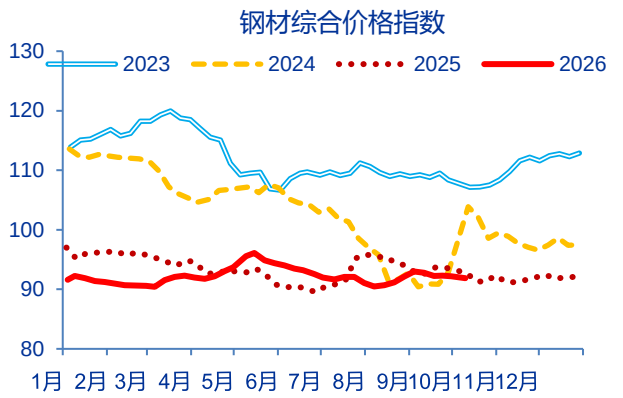
图 83：上周，7 种重点监测水果价格回落



资料来源：iFind、申万宏源研究

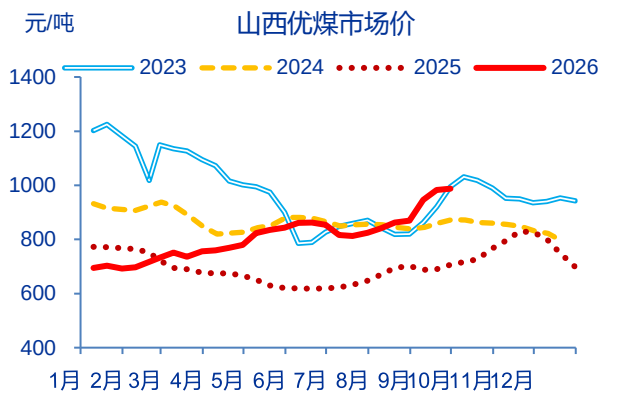
工业品价格表现分化。上周（10 月 5 日-10 月 11 日），钢材综合价格指数环比-0.4%，铜平均价格环比 0.7%。9 月 28 日-10 月 4 日，山西优煤市场价环比 0.5%。

图 84：上周，钢材综合价格指数环比回落



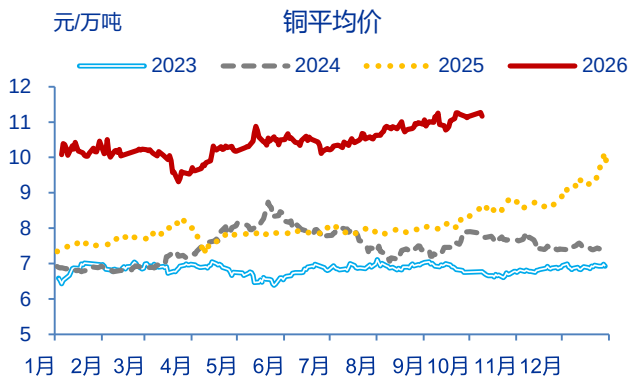
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 85：前周，山西优煤市场价环比回升



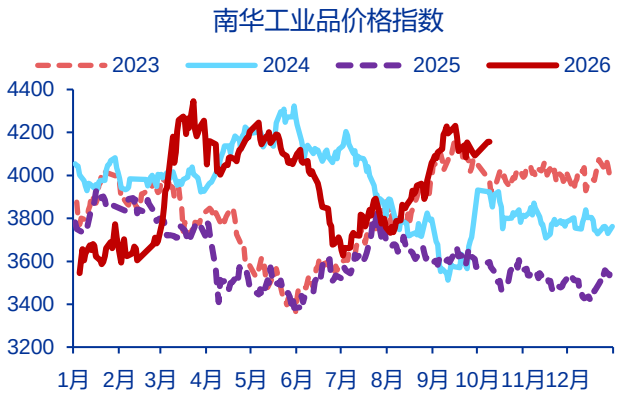
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 86：上周，铜平均价环比回升



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 87：上周，南华工业品价格指数上升



资料来源：iFind、申万宏源研究

风险提示：

1）油价超预期变化。油价变化超出预期。

2）外部形势变化。地缘政治等外部形势变化对经济指标构成更大扰动。

3）政策落地速度不及预期。前期以旧换新、设备更新等政策对内需的影响分化。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）　　：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。