下载日志已记录，仅供内部参考

财通证券 CAITONG SECURITIES

9月经济：外需支撑经济回升

证券研究报告

宏观点评/ 2026.10.19

分析师 张伟
SAC 证书编号：S0160525060002
zhangwei04@ctsec.com

分析师 连桐杉
SAC 证书编号：S0160526080001
liants@ctsec.com

核心观点

- **事件：**截至 10 月 19 日，2026 年 9 月宏观经济重点数据已基本披露。与 8 月相比，工业生产和出口继续改善，消费低位回升，投资当月降幅有所收窄，经济修复的广度有所增加。但增长仍主要依靠外需和高端制造支撑，房地产投资继续探底，内需尚未形成全面接力。

- **生产延续回升，传统行业修复，高端制造维持较高景气。**9 月工业增加值同比由 8 月的 5.2%升至 9 月的 5.5%，连续两个月改善。上游煤炭开采、油气开采增速回升，中游化工、黑色金属冶炼等行业延续修复；下游计算机通信电子、铁路船舶航空航天、专用设备制造业分别增长 16.4%、11.7%和 12.1%，仍保持较高景气，但多数装备制造行业增速有所放缓。工业生产呈现“传统行业继续修复、高端制造高位放缓”的特征，增长的边际改善更多来自上中游。

- **消费低位改善，非补贴商品修复，但汽车和家电继续承压。**9 月社零同比由 8 月的 0.4%回升至 1.1%，服务业生产指数由 4.1%升至 4.8%，商品和服务相关活动同步改善。结构上，参与以旧换新的商品零售额同比由-12.1%降至-13.3%，非补贴商品则由-3.2%回升至-0.5%，表明消费改善开始向非政策支持品类扩散。通讯器材同比升至 30.8%，家具、金银珠宝等品类有所修复，但汽车降至-22.7%，家电降至-2.6%，居民自主消费尚未全面回暖。

- **投资边际改善，但“设备强、建安弱”的结构仍然突出。**9 月固定资产投资当月同比由 8 月的-11.0%回升至-7.2%，制造业投资降幅明显收窄。但 1—9 月基建投资累计同比进一步降至-4.2%，房地产开发投资累计同比降至-20.6%，民间投资仍然承压。与此同时，设备工器具购置投资累计同比升至 9.7%，建筑安装工程投资则降至-10.0%，说明企业资本开支仍集中于设备更新和技术改造，尚未明显扩散至新增产能建设。后续投资能否持续企稳，仍取决于财政资金形成实物工作量的速度以及民间部门扩产意愿的恢复。

- **从全年增长目标来看，四季度经济增长压力总体可控。**若要实现全年 4.5%-5.0%的增长目标，四季度 GDP 同比增速仅需达到 4.2%以上即可。考虑到 9 月出口和工业生产持续改善，经济增长仍有一定支撑，但房地产投资继续探底、民间投资偏弱，四季度政策重点可能仍在于推动财政资金形成实物工作量，促进消费和投资企稳，巩固全年经济增长基础。

- **风险提示：**国内政策力度或落地效果不及预期，国际地缘政治局势变化超预期，数据测算存在误差。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1： 2026 年 5 月到 2026 年 9 月经济数据核心分项增速 4
图 2： 2026 年 9 月工业增加值增速变化：上中游继续改善、下游高位放缓 5
图 3： 分行业工业增加值 2026 年 8-9 月当月同比 6
图 4： 2026 年 9 月，参与补贴的商品零售额增速边际恶化 8
图 5： 2026 年 9 月，家电和汽车补贴商品景气度继续边际下滑 8
图 6： 服务业生产相较商品零售仍具韧性 9
图 7： 9 月固定资产投资同比-7.2%，降幅收窄 3.8 个百分点 12
图 8： 固定资产投资完成额与 PPI 走势 13
图 9： 9 月，房屋施工面积当月同比为-18.6%，较前值上行 8.3 个百分点 15
图 10： 1-9 月，固定资产投资中设备购置投资同比 9.7% 15

表 1： 分行业工业增加值当月同比变动趋势：下游部分制造行业工增同比维持高景气度 6
表 2： 2026 年 9 月社零中通讯器材类消费增速相对较高 11

下载日志已记录，仅供内部参考

截至 10 月 19 日，2026 年 9 月宏观经济重点数据已基本披露：

生产端，9 月工业增加值同比回升至 5.5%，较 8 月提高 0.3 个百分点，工业生产连续两个月改善。行业层面，传统行业延续低位修复，煤炭开采、化工、黑色金属冶炼增速均有所回升；与此同时，计算机通信电子设备、铁路船舶航空航天、专用设备制造业分别增长 16.4%、11.7%和 12.1%，高端制造仍维持较高景气。相比 8 月，工业生产延续“旧动能低位修复、新动能高位维持”的特征。

外需端，9 月出口同比增长 36.3%，较 8 月加快 11.3 个百分点，AI 产业链维持高景气，传统商品出口也明显改善。机电产品 9 月的出口增速上行至 43.7%，较前值上升 10.8 个百分点。其中自动数据处理设备及零部件出口大幅增长至 92.9%，较前值提升 16.4 个百分点，拉动出口 5.1 个百分点；而集成电路出口升至 136%，较前值提升 6.2 个百分点，拉动 9 月出口 7.9 个百分点。此外，原材料、优势制造、劳动密集型等品类中，多数商品的出口增速上升。

内需端，9 月社零同比增长 1.1%，较 8 月回升 0.7 个百分点，消费边际改善，但整体仍处低位。其中，商品零售同比增长 1.0%，餐饮收入增长 2.1%，剔除汽车后的消费品零售额增长 3.9%，明显高于社零整体增速，反映汽车消费仍是主要拖累。消费结构继续分化，科技相关消费维持较高景气，居民消费需求修复仍需时间。

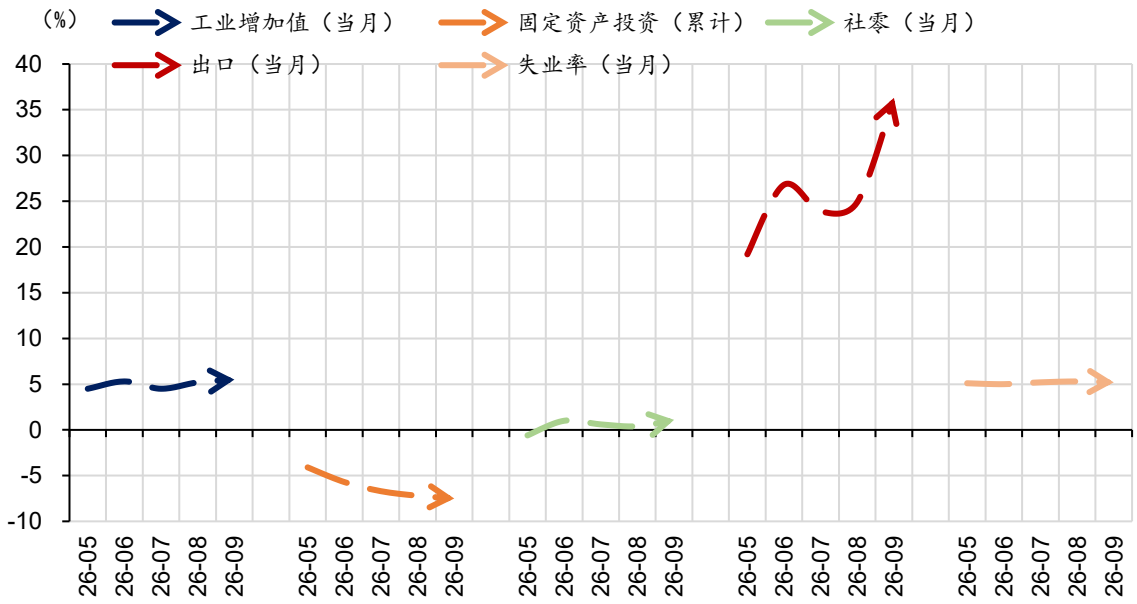
投资端，9 月固定资产投资当月同比下降 7.2%，较 8 月的-11.0%收窄 3.8 个百分点，投资降幅明显收窄，但内部修复仍不均衡。其中，制造业投资同比由-6.1%回升至-0.9%，基建投资由-14.7%回升至-10.5%，均出现明显改善；房地产开发投资则由-25.4%进一步降至-26.2%，仍是投资的主要拖累。整体来看，9 月投资呈现“制造业率先修复、基建降幅收窄、地产继续探底”的特征，实体投资需求边际改善，但房地产拖累仍较深。

价格端，9 月 CPI 同比上涨 0.9%，PPI 同比由 3.8%进一步升至 5.0%，上下游价格分化加剧。CPI 主要受能源涨价支撑，食品价格偏弱形成拖累，核心 CPI 同比维持 1.0%；PPI 则受到国际油价上涨、冬季储煤需求释放及能源产业链价格共振推动。值得关注的是，PPI 持续回升而固定资产投资仍处负增长区间，说明本轮价格修复更多由上游成本推动，尚未充分转化为终端需求和企业扩产意愿。

整体来看，9 月经济呈现“生产继续回升、出口全面走强、消费低位改善、投资降幅收窄、价格加速上涨”的特征。三季度 GDP 同比增长 4.5%，较二季度加快 0.2 个百分点，经济增长有所改善。与 8 月相比，最积极的变化是出口高景气向传统行业扩散，制造业和基建投资也出现边际修复，经济改善的广度有所增加。但当前经济仍主要依靠外需和高端制造支撑，消费修复相对缓慢，房地产投资继续探底，PPI 上涨也尚未充分转化为全面资本开支扩张。四季度重点关注财政资金能否进一步推动基建投资改善，以及出口和新经济创造的利润能否向就业、收入和消费传导，推动经济由结构性修复走向总量修复。

下载日志已记录，仅供内部参考

图1： 2026 年 5 月到 2026 年 9 月经济数据核心分项增速



数据来源：Wind，财通证券研究所
注：固定资产投资为累计同比，社零、出口、工业增加值均为当月同比，失业率为当月值

整体来看，9 月工业生产延续改善，但行业结构由 8 月的“上中游修复、下游高位维持”转向“上中游继续改善、下游高位放缓”。工业增加值同比由 8 月的 5.2%升至 9 月的 5.5%，连续两个月回升。上游资源品生产进一步改善，中游化工、黑色金属等行业延续修复，但电子、汽车及多数装备制造行业增速有所回落。工业增长的边际改善更多来自传统行业，而高端制造仍是增长的主要支撑。

从产业链结构来看，9 月上游改善最为明显，中游延续修复，下游则有所降温。9 月与 8 月相比，煤炭开采同比由-5.6%回升至-3.3%，石油天然气开采由 6.2%升至 9.8%；中游化工由 0%升至 2.4%，黑色金属冶炼由 1.0%升至 1.6%。相比之下，下游电子、汽车和装备制造增速多数回落，工业增长的行业结构有所调整。

上游生产继续修复，煤炭低位改善与油气开采加速共同推动增长。9 月煤炭开采和洗选业同比-3.3%，较 8 月改善 2.3 个百分点，连续两个月收窄降幅；石油和天然气开采业同比升至 9.8%，较前月加快 3.6 个百分点。与 8 月主要依靠煤炭低位修复不同，9 月油气开采进一步加速，上游改善的动力有所增强。

中游行业改善范围有所扩大，但地产链相关原材料仍然偏弱。9 月化工同比由 0%升至 2.4%，黑色金属冶炼由 1.0%升至 1.6%，非金属矿物制品由-4.1%收窄至-2.4%，改善较为明显；金属制品业 9 月同比增长 8.2%，继续维持较高增速。不过，有色金属冶炼由 8 月的-4.1%降至 9 月的-5.1%，中游行业仍存在分化，传统原材料生产尚未全面企稳。

下游高端制造仍是工业增长的主要支撑，但多数行业增速有所放缓。9 月计算机通信电子设备制造业同比增长 16.4%，较 8 月回落 0.8 个百分点；9 月与 8 月相比，铁路船舶航空航天制造业由 13.4%降至 11.7%，汽车制造业由 8.7%降至 6.7%。与此同时，专用设备制造业由 11.4%升至 12.1%，是主要装备制造行业中少数继续加速的板块。高端制造景气仍然较高，但整体增长斜率有所放缓。

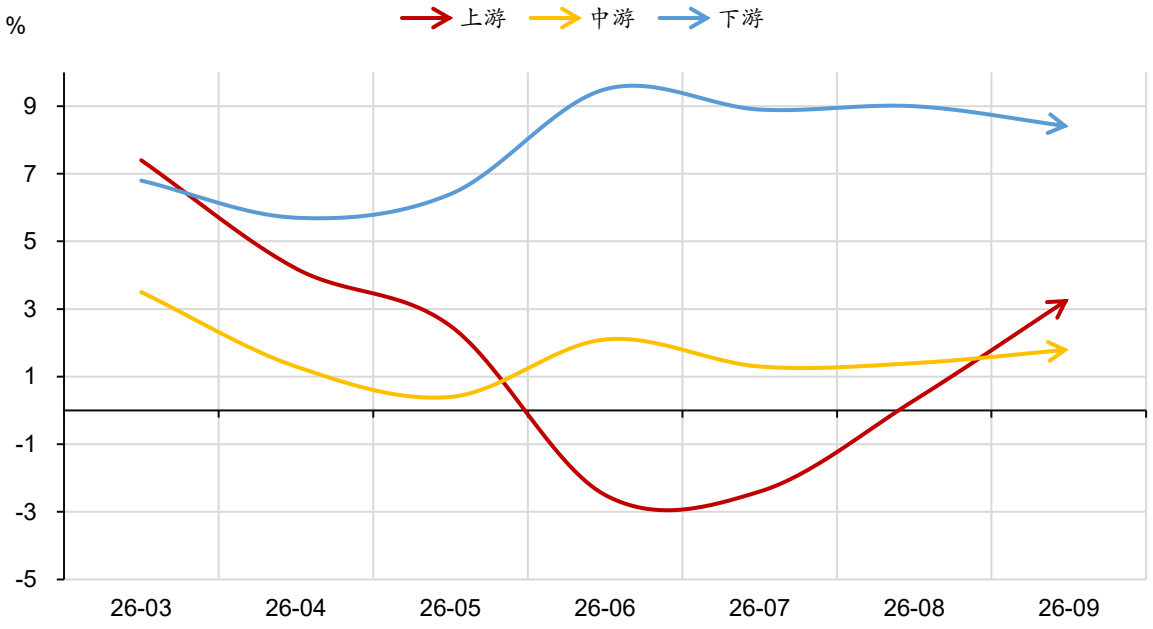
消费制造行业有所分化，食品、医药生产放缓，酒饮料行业改善。9 月食品制造业同比由 8.8%降至 7.3%，医药制造业由 8 月的 5.2%小幅降至 9 月的 4.9%，农副

下载日志已记录，仅供内部参考

食品加工业由 8 月的 4.3%降至 9 月的 4.1%；酒、饮料和精制茶制造业则由 8 月的 3.0%升至 9 月的 5.5%，纺织业由 8 月的 3.0%小幅升至 9 月的 3.2%。消费制造并未出现全面加速，行业景气仍存在明显差异。

设备制造业由此前的高位普遍增长转向内部明显分化。9 月电气机械、通用设备制造业同比分别为 8.1%和 8.5%，较 8 月回落 1.8 和 1.3 个百分点；9 月与 8 月相比，专用设备制造业则由 11.4%升至 12.1%，改善 0.7 个百分点。电子设备和铁路船舶航空航天制造业也有所放缓。整体来看，装备制造仍保持较强韧性，但增长动力进一步向电子和专用设备等高景气行业集中。

图2： 2026 年 9 月工业增加值增速变化：上中游继续改善、下游高位放缓

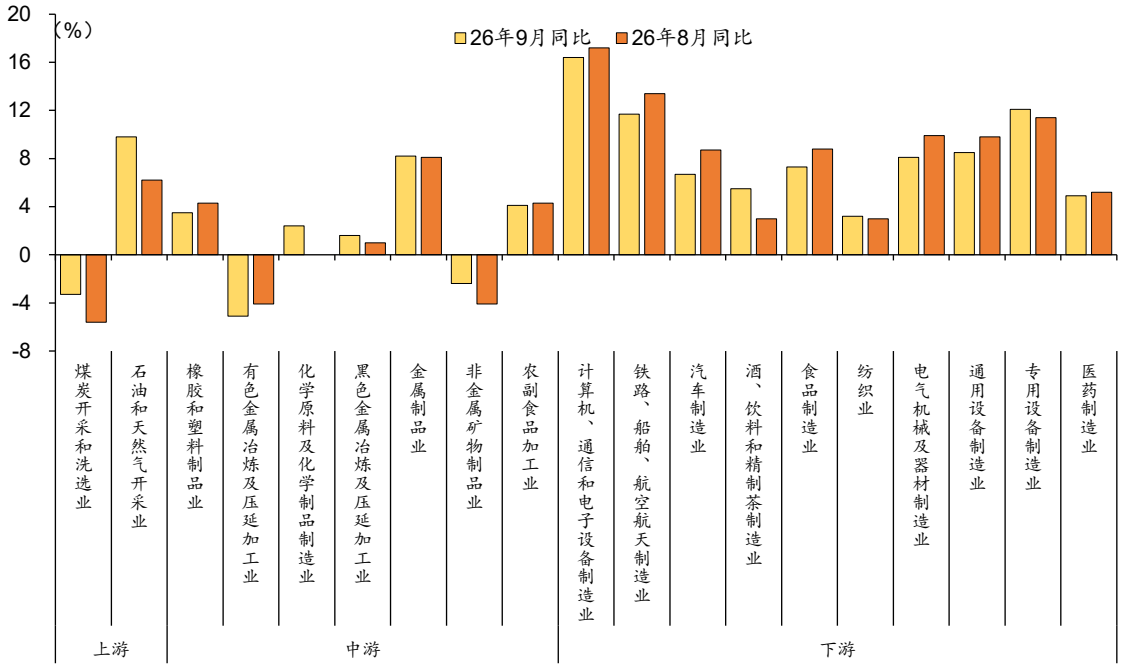


数据来源：Wind，财通证券研究所
注：图示上中下游分别代指其工业增加值当月同比



下载日志已记录，仅供内部参考

图3： 分行业工业增加值2026年8-9月当月同比



数据来源：Wind，财通证券研究所
注：图中当月同比均指代工增当月同比

表1： 分行业工业增加值当月同比变动趋势：下游部分制造行业工增同比维持高景气度

		26年9月同比	26年8月同比	26年7月同比	26年6月同比	26年5月同比	26年4月同比	26年8月较26年7月变动百分比
上游	煤炭开采和洗选业	-3.30	-5.60	-10.80	-5.90	3.50	3.80	2.30
	石油和天然气开采业	9.80	6.20	6.10	1.00	1.50	4.60	3.60
中游	橡胶和塑料制品业	3.50	4.30	5.00	6.50	6.20	5.50	-0.80
	有色金属冶炼及压延加工业	-5.10	-4.10	-2.50	-3.80	-4.50	-1.00	-1.00
	化学原料及化学制品制造业	2.40	0.00	-1.20	-0.10	0.30	5.30	2.40
	黑色金属冶炼及压延加工业	1.60	1.00	0.30	3.30	1.60	1.00	0.60
	金属制品业	8.20	8.10	7.30	7.80	3.00	1.50	0.10
	非金属矿物制品业	-2.40	-4.10	-3.30	-2.30	-5.60	-6.50	1.70
	农副食品加工业	4.10	4.30	3.80	3.10	1.50	3.50	-0.20
下游	计算机、通信和电子设备制造业	16.40	17.20	19.10	15.70	17.00	15.60	-0.80
	铁路、船舶、航空航天制造业	11.70	13.40	13.60	18.20	7.40	8.20	-1.70
	汽车制造业	6.70	8.70	8.70	8.70	8.30	9.20	-2.00
	酒、饮料和精制茶制造业	5.50	3.00	2.60	6.10	-2.70	-1.40	2.50
	食品制造业	7.30	8.80	9.00	8.90	6.90	6.80	-1.50
	纺织业	3.20	3.00	2.30	3.40	2.60	2.30	0.20
	电气机械及器材制造业	8.10	9.90	8.80	7.00	4.70	3.10	-1.80
	通用设备制造业	8.50	9.80	9.50	9.90	6.70	5.50	-1.30
	专用设备制造业	12.10	11.40	12.60	10.00	9.10	6.20	0.70
	医药制造业	4.90	5.20	2.80	6.70	4.00	1.30	-0.30

数据来源：Wind，财通证券研究所
注：①当月同比均指代工增当月同比；②红色表示该数值在该行相对较大，绿色反之，颜色深浅表示数值相对大小；③单位：%；④由于部分行业数据披露延迟，本表中仅展示当月披露工增的行业。

下载日志已记录，仅供内部参考

相比 8 月消费继续放缓，9 月社零出现边际改善，但居民内生消费需求仍然偏弱。9 月社零同比由 8 月的 0.4%回升至 1.1%，提高 0.7 个百分点；服务业生产指数同比由 4.1%升至 4.8%，提高 0.7 个百分点。服务业生产增速仍明显高于社零，经济继续呈现“服务强于商品”的特征。

从补贴政策来看，以旧换新商品消费继续承压，非补贴商品降幅明显收窄。9 月参与以旧换新的商品零售额同比-13.3%，较 8 月的-12.1%进一步回落 1.2 个百分点；不参与以旧换新的商品零售额同比-0.5%，较 8 月的-3.2%收窄 2.7 个百分点。相比此前补贴商品与非补贴商品同步走弱，9 月非补贴商品出现较明显改善，说明消费修复开始向非政策支持品类扩散，但补贴相关商品仍受到高基数及前期需求透支的影响。

从具体品类来看，9 月消费改善主要集中在通讯器材、家具和建筑装潢材料，家电则有所走弱。限额以上通讯器材类同比由 8 月的 26.9%升至 9 月的 30.8%，提高 3.9 个百分点，继续保持主要消费品类中最高的增速；家具类由 8 月的-12.9%收窄至 9 月的-8.3%，改善 4.6 个百分点；建筑及装潢材料类由-30.1%收窄至-28.8%。相比之下，家用电器和音像器材类同比由 8 月的-0.4%降至 9 月的-2.6%，补贴相关耐用品消费仍存在明显分化。

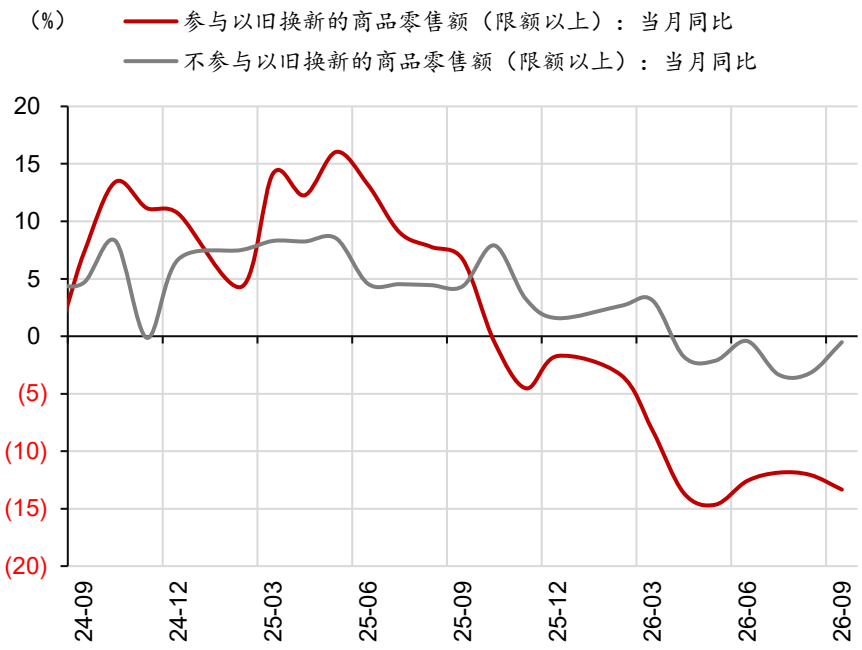
值得注意的是，汽车消费继续走弱，生产与国内零售之间的背离仍然明显。9 月汽车类社零同比由 8 月的-19.9%进一步降至 9 月的-22.7%，降幅扩大 2.8 个百分点；同期汽车制造业工业增加值同比仍增长 6.7%，汽车出口数量同比增长 56.3%。一端是国内汽车零售持续下滑，另一端是生产和出口保持较快增长，说明汽车产业景气仍主要由外需支撑，国内终端需求尚未出现明显拐点。

从其他消费品类来看，必选消费整体保持韧性，可选消费出现一定改善。9 月粮油食品、饮料、烟酒类零售额同比分别增长 6.7%、5.0%和 13.8%，维持较高增速；金银珠宝类同比由 8 月的-17.5%收窄至 9 月的-9.6%，服装鞋帽针纺织品类由 8 月的-0.5%转正至 9 月的 1.2%。不过，可选消费的改善更多体现为降幅收窄，尚未形成全面回升。

整体来看，9 月消费最大的积极变化是非补贴商品明显改善，但以旧换新相关商品和汽车消费仍然承压。与 8 月相比，消费修复的广度有所增加，通讯器材维持高景气，家具、服装和金银珠宝等品类边际改善，非补贴商品降幅明显收窄。但汽车零售降幅进一步扩大，家电消费重新走弱，说明政策支持品类与居民自主消费之间仍存在分化。后续消费能否持续回升，关键仍取决于非补贴商品的改善能否延续，以及就业和居民收入预期能否进一步修复。

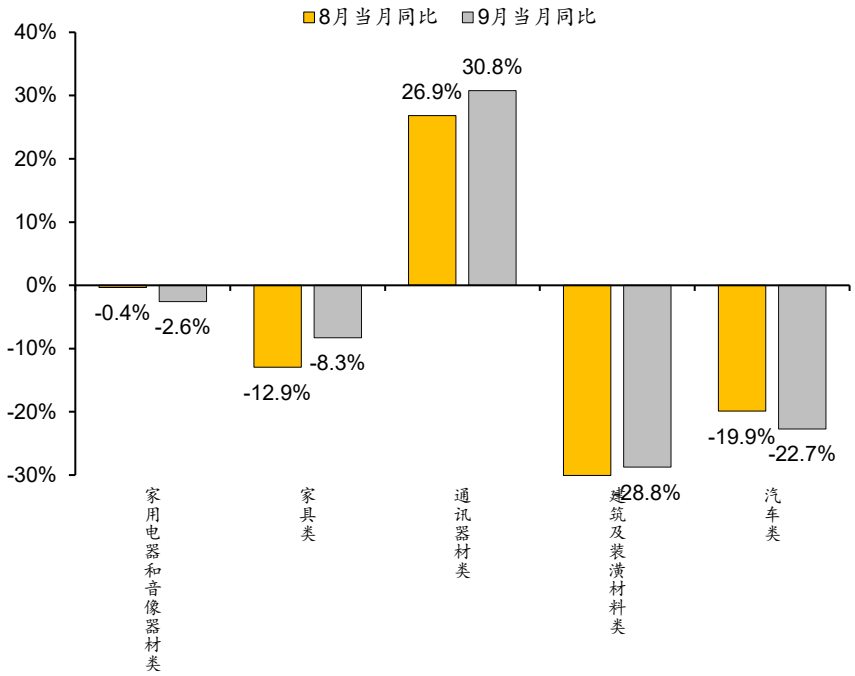
下载日志已记录，仅供内部参考

图4： 2026 年 9 月，参与补贴的商品零售额增速边际恶化



数据来源：Wind，财通证券研究所
注：图 3、图 4 讨论“限额以上单位口径”；表 2 及品类分析采用“社会消费品零售总额分品类口径”。

图5： 2026 年 9 月，家电和汽车补贴商品景气度继续边际下滑



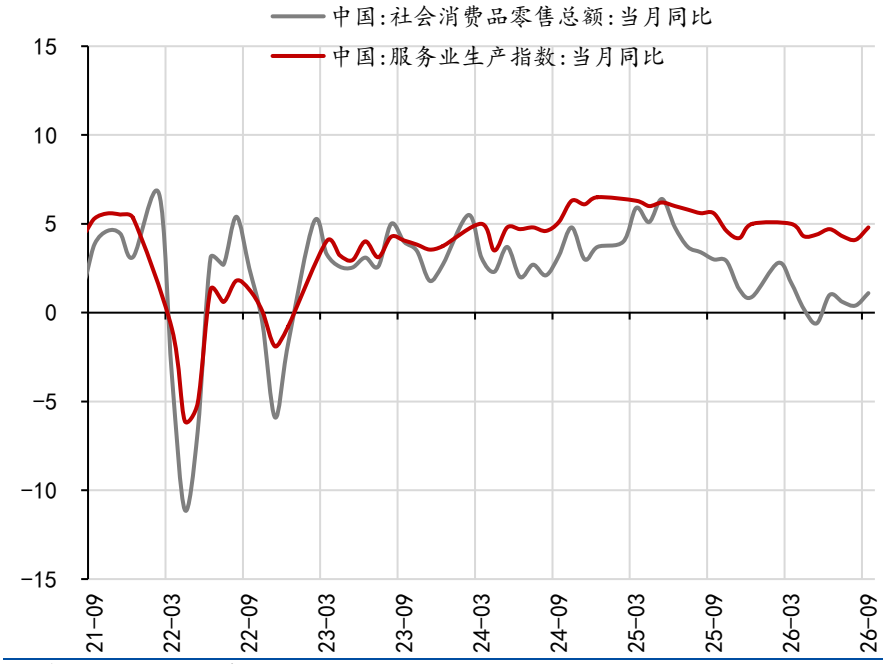
数据来源：Wind，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

结构视角，9 月服务业生产与商品零售同步改善，服务端仍表现出更强韧性。9 月社会消费品零售总额同比由 8 月的 0.4%回升至 1.1%，提高 0.7 个百分点；服务业生产指数同比由 4.1%回升至 4.8%，同样提高 0.7 个百分点，结束此前连续两个月回落态势。9 月服务业生产增速仍高出社零 3.7 个百分点，差距与 8 月持平。相比 8 月“商品低位、服务放缓”的格局，9 月转向“商品低位修复、服务重新回升”，消费相关活动的边际改善有所增强。

值得关注的是，从更全面的商品和服务零售口径来看，服务消费仍是居民消费的重要支撑。传统社零主要反映商品零售和餐饮收入，对其他居民服务消费覆盖有限，因此仅观察社零可能低估服务消费的韧性。9 月服务业生产指数回升至 4.8%，明显高于社零的 1.1%，表明服务相关经济活动仍保持较快增长。不过，服务业生产指数还包含生产性服务业，不能直接等同于居民服务消费。整体来看，9 月商品和服务相关活动均有所改善，但商品消费增速仍然偏低，后续消费能否持续修复，仍需观察服务零售增长能否延续，以及非补贴商品消费能否进一步改善。

图6： 服务业生产相较商品零售仍具韧性



数据来源：Wind，财通证券研究所
单位：%

下载日志已记录，仅供内部参考

从品类视角来看，9 月消费结构仍然明显分化，最大的变化是“科技消费继续走强、传统可选消费低位修复，但汽车和家电进一步走弱”。通讯器材继续成为最强增长点，金银珠宝、服装等可选消费降幅收窄或由负转正，家具和建材也有所改善；但汽车消费降幅进一步扩大，家电重新走弱。相比 8 月，9 月消费改善的范围有所扩大，但尚未形成全面回暖。

升级类消费有所改善，科技消费继续维持高景气。通讯器材类（商品零售）同比由 8 月的 26.9%进一步升至 9 月的 30.8%，提高 3.9 个百分点，继续领跑主要消费品类；金银珠宝类由-17.5%收窄至-9.6%，改善 7.9 个百分点，是当月改善最明显的品类之一；服装鞋帽针纺织品类由-0.5%转正至 1.2%。与此同时，化妆品类由 4.9%升至 5.4%，文化办公用品类由 5.8%升至 7.9%。相比 8 月增长主要集中于通讯器材，9 月部分传统可选消费也开始修复。

必选消费整体保持韧性，但内部改善并不均衡。9 月粮油食品类同比由 8 月的 4.0%升至 6.7%，改善 2.7 个百分点；饮料类由 4.9%小幅升至 5.0%，烟酒类由 12.5%进一步升至 13.8%，日用品类由 1.8%升至 4.1%。多数必选消费品类增速有所提高，表明基础消费需求边际改善，必选消费对社零的支撑有所增强。

地产后周期消费有所修复，但家电与家具、建材走势分化。9 月家具类同比由 8 月的-12.9%收窄至-8.3%，改善 4.6 个百分点；建筑及装潢材料类由-30.1%收窄至-28.8%，改善 1.3 个百分点。相比之下，家用电器和音像器材类同比由-0.4%进一步降至-2.6%，回落 2.2 个百分点。家具和建材降幅虽有所收窄，但仍处较深负增长区间，地产销售偏弱对后周期消费的约束并未明显缓解。

汽车消费进一步走弱，仍是 9 月消费最主要的拖累项之一。汽车类社零同比由 8 月的-19.9%进一步降至-22.7%，降幅扩大 2.8 个百分点；同期汽车制造业工业增加值同比仍增长 6.7%，汽车出口数量同比增长 56.3%。汽车生产与国内零售之间的背离仍然明显，反映汽车产业景气更多依赖出口支撑，国内终端需求尚未出现明确拐点。

整体来看，9 月消费最大的边际变化是非补贴商品改善向更多品类扩散，但汽车和家电仍然承压。通讯器材同比升至 30.8%，金银珠宝降幅收窄 7.9 个百分点，家具降幅收窄 4.6 个百分点，粮油食品和日用品也有所改善；与此同时，汽车降至-22.7%，家电降至-2.6%。消费结构由 8 月的“科技消费强、传统可选弱”转向“科技消费维持高景气、部分传统消费低位修复”。

下载日志已记录，仅供内部参考

表2： 2026年9月社零中通讯器材类消费增速相对较高

一级分类	二级分类	环比	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2025-12
必选消费	粮油、食品类	2.7	6.7	4.0	5.3	7.9	1.9	4.1	9.5	10.2	9.9
	饮料类	0.1	5.0	4.9	3.5	5.8	6.1	3.6	8.2	6.0	-8.5
	烟酒类	1.3	13.8	12.5	6.0	12.1	4.8	11.7	7.7	19.1	10.4
	日用品类	2.3	4.1	1.8	1.8	3.9	1.6	3.5	4.6	6.6	6.3
可选消费	化妆品类	0.5	5.4	4.9	6.8	12.6	2.5	4.7	8.3	4.5	0.8
	金银珠宝类	7.9	-9.6	-17.5	-10.1	-3.4	-8.9	-21.3	11.7	13.0	-1.0
	服装鞋帽针纺织品类	1.7	1.2	-0.5	-1.0	3.9	3.8	3.6	7.0	10.4	-0.3
	通讯器材类	3.8	31.1	27.3	20.4	16.5	0.7	6.2	27.3	17.8	14.0
居住类	家用电器和音像器材类	-0.4	1.9	2.3	-1.9	-8.7	-15.6	-15.1	-5.0	3.3	39.3
	家具类	4.9	-3.0	-7.9	-8.8	-6.6	-8.7	-10.4	-8.7	8.8	8.8
	建筑及装潢材料类	2.6	-9.2	-11.8	-14.2	-10.5	-13.6	-13.8	-9.0	-2.2	0.8
汽车类	汽车类	-2.7	-21.2	-18.5	-17.0	-16.1	-16.1	-15.3	-11.8	-7.3	0.5
	石油及制品类	6.2	-0.8	-7.0	-7.6	-5.4	-3.2	-6.5	0.1	-9.7	-2.8
文娱其他	文化办公用品类	2.1	7.9	5.8	7.4	12.7	-1.5	-6.9	15.0	5.8	9.1
	中西药品类	0.2	5.0	4.8	6.7	4.4	4.0	4.2	5.7	0.7	-0.9

数据来源：Wind，财通证券研究所

注：红色表示该数值在该行相对较大，绿色反之，颜色深浅表示数值相对大小；单位：%；该数据统计局会偶有回溯修订

下载日志已记录，仅供内部参考

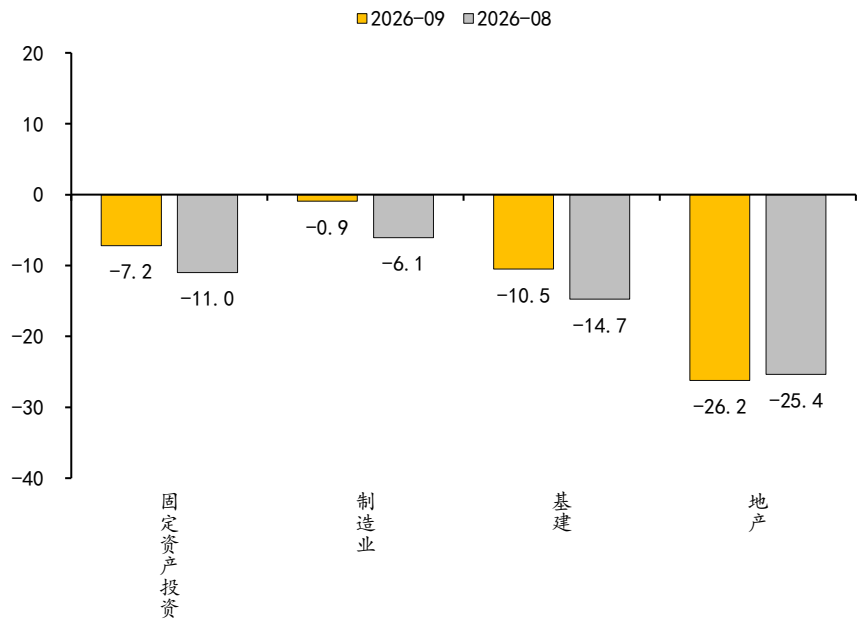
投资端，9 月固定资产投资降幅明显收窄，制造业和基建同步改善，但房地产投资继续探底。9 月固定资产投资当月同比-7.2%，较 8 月的-11.0%收窄 3.8 个百分点；分项来看，制造业投资同比由-6.1%回升至-0.9%，改善 5.2 个百分点；基建投资由-14.7%回升至-10.5%，改善 4.2 个百分点；房地产投资则由-25.4%进一步降至-26.2%，恶化 0.8 个百分点。与 8 月相比，投资内部结构由“制造业、基建承压，地产拖累减轻”转向“制造业、基建修复，地产继续走弱”。

从 9 月结构来看，最大的积极变化是制造业投资接近零增长，基建投资降幅明显收窄。制造业投资在工业生产和出口持续改善的背景下率先修复，表明部分行业资本开支意愿有所恢复；基建投资同比改善 4.2 个百分点，可能反映前期财政资金投放开始逐步形成实物工作量。不过，基建仍处于两位数负增长区间，房地产投资降幅进一步扩大至 26.2%，说明投资修复仍不均衡，传统建筑活动尚未全面企稳。

从投资构成来看，“设备强、建安弱”的分化进一步扩大，企业资本开支仍以设备更新和技术改造为主。1—9 月设备工器具购置投资累计同比增长 9.7%，较前值提高 0.4 个百分点；建筑安装工程投资累计同比由-9.8%进一步降至-10.0%，其他费用投资由-12.0%降至-12.1%。这意味着尽管制造业投资当月降幅明显收窄，但企业仍更倾向于提升存量产能效率，而非大规模新增厂房和产能，投资的内生扩张动力仍然不足。

从更长周期来看，当前投资最值得关注的是“价格和生产持续改善，但全面资本开支尚未启动”。9 月 PPI 同比进一步升至 5.0%，工业增加值同比回升至 5.5%，制造业投资也出现明显改善，价格、生产向投资的传导开始显现积极变化。但设备购置与建安投资持续分化，说明企业尚未进入全面扩产阶段。后续投资能否持续企稳，一方面取决于财政资金能否进一步转化为基建实物工作量，另一方面需要观察工业品涨价和企业盈利改善能否推动资本开支由设备更新向新增产能扩张延伸。

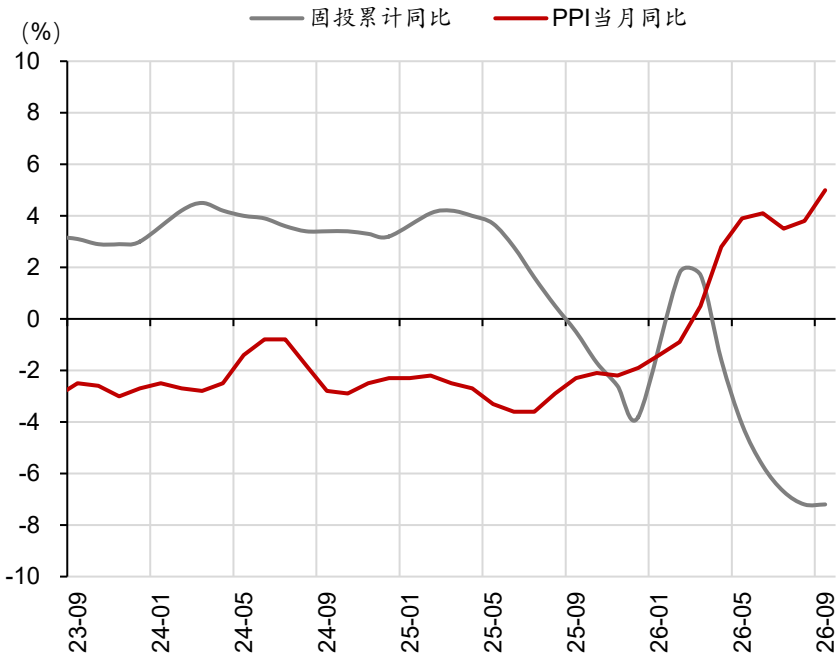
图7： 9 月固定资产投资同比-7.2%，降幅收窄 3.8 个百分点



数据来源：Wind，财通证券研究所
单位：%，注：由于统计局对基建投资口径进行了调整，我们对当月增速计算也做了更新，与之前报告外发数据存在细微差异。

下载日志已记录，仅供内部参考

图8： 固定资产投资完成额与 PPI 走势



数据来源：Wind，财通证券研究所

制造业投资明显改善，但行业分化仍然突出，全面扩产尚未启动。1—9 月制造业投资累计同比下降 2.1%，较 1—8 月的-2.3%收窄 0.2 个百分点；9 月当月同比由 8 月的-6.1%回升至-0.9%，改善 5.2 个百分点，与工业生产持续回升形成呼应。分行业看，铁路船舶航空航天和其他运输设备、计算机通信电子设备投资分别增长 15.8%和 9.6%，维持较高景气；但汽车、化工、医药、专用设备等行业投资仍然偏弱，制造业资本开支尚未形成普遍改善。与此同时，1—9 月设备工器具购置投资累计同比增长 9.7%，较前值提高 0.4 个百分点，表明企业仍倾向于通过设备更新和技术改造提高现有产能效率，而非全面扩张产能。

基建投资累计降幅继续扩大，重点领域仍有支撑，但传统地方基建尚未明显改善。1—9 月基建投资累计同比下降 4.2%，较 1—8 月的-4.0%进一步回落 0.2 个百分点，说明基建投资整体仍处于下行区间。结构上，信息传输、航空运输和水上运输投资分别增长 30.8%、13.8%和 13.5%，数字基础设施及重点交通领域仍有支撑；但道路运输下降 9.9%，水利管理下降 14.4%，公共设施管理下降 12.8%，传统地方基建持续偏弱。当前专项债、“两重”“六张网”、城市更新及政策性金融工具正在逐步落地，但从资金投放到项目审批、开工，再到形成实物工作量仍存在时滞。考虑地方债务、土地财政和项目收益率约束，本轮基建更可能承担托底功能，随着四季度重大项目加快推进，基建有望逐步企稳，但重现过去稳增长周期高弹性的概率较低。

房地产投资继续探底，新房销售和房企资金压力仍是主要约束。1—9 月房地产开发投资累计同比下降 20.6%，较 1—8 月的-19.9%进一步扩大 0.7 个百分点；9 月当月同比由 8 月的-25.4%降至-26.2%，降幅扩大 0.8 个百分点。1—9 月新开工面积同比下降 24.9%，房地产开发企业到位资金下降 21.6%，新建商品房销售面积和销售额分别下降 13.2%和 13.9%，销售端仍不足以有效修复房企现金流。从销售到回款、拿地、新开工和开发投资的传导链条依然偏弱。尽管二手房交易保持一定

下载日志已记录，仅供内部参考

韧性，但存量住房市场的改善尚未充分传导至新房销售和开发投资，因此地产投资当前仍处于深度调整阶段，尚未出现趋势性拐点。

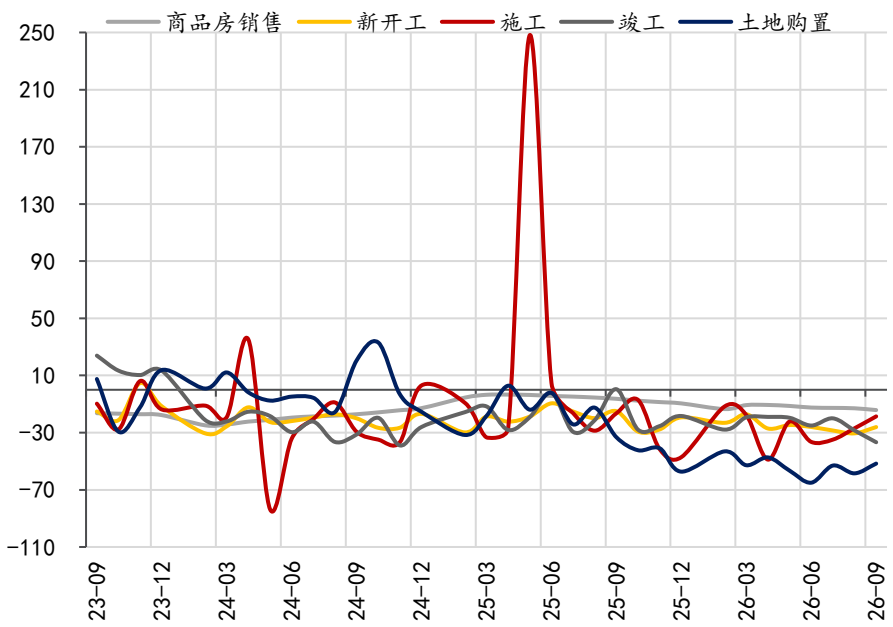
从投资结构来看，“设备强、建安弱”的特征进一步强化。1—9 月设备工器具购置投资累计同比增长 9.7%，较 1—8 月的 9.3%进一步提高；建筑安装工程投资则由-9.8%进一步降至-10.0%，其他费用投资由-12.0%降至-12.1%。这一结构与制造业投资表现相互印证：企业当前更愿意通过设备更新、数字化改造和技术升级提高生产效率，而对于新建厂房、扩大产能等重资产投资仍较为谨慎。即使工业生产和 PPI 已经明显改善，也尚未触发传统意义上的全面资本开支周期。

民间投资继续承压，是当前投资修复的另一重要约束。1—9 月民间固定资产投资累计同比下降 10.4%，较 1—8 月的-10.1%进一步回落 0.3 个百分点，明显弱于整体固定资产投资的-7.2%；同期国有控股投资同比下降 3.2%，较前值的-3.6%有所改善，国有与民间投资走势进一步分化。高技术制造、出口优势产业以及政策支持的设备更新仍保持一定投资韧性，但传统制造业和民间投资尚未形成普遍改善。其背后反映的是企业面对终端需求偏弱、盈利持续性仍待验证以及存量产能利用不足时，对长期扩产依然保持谨慎。因此，后续判断资本开支周期是否真正启动，需要重点观察民间投资和传统制造业投资能否从负增长逐步企稳。

整体来看，9 月投资端呈现出“制造业边际修复、基建累计承压、设备购置偏强、地产继续探底”的结构。固定资产投资 9 月当月同比由 8 月的-11.0%回升至-7.2%，制造业投资当月降幅明显收窄，但基建投资累计同比进一步降至-4.2%，房地产开发投资累计同比降至-20.6%，民间投资仍处于两位数负增长区间。与此同时，设备工器具购置投资累计同比升至 9.7%，建筑安装工程投资则进一步降至-10.0%，形成“价格修复、生产改善、设备投资较强、全面资本开支尚未启动”的组合。后续投资真正的拐点仍需观察两条传导链：一是财政资金和重大项目能否在四季度加快形成实物工作量，推动基建企稳；二是价格和利润改善能否从设备更新进一步传导至传统制造业、民间投资以及新增产能建设。

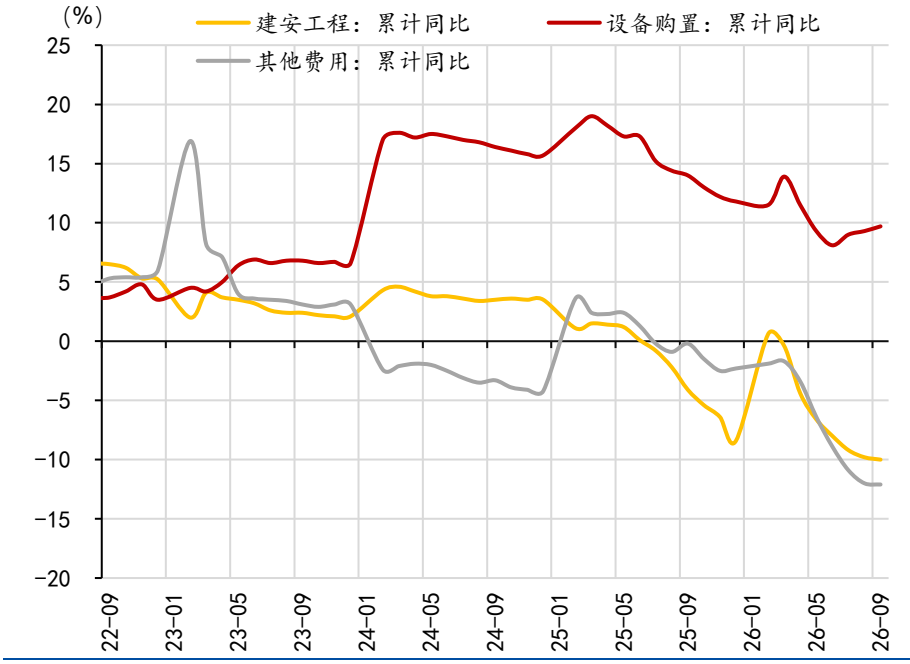
下载日志已记录，仅供内部参考

图9： 9月，房屋施工面积当月同比为-18.6%，较前值上行8.3个百分点



数据来源：Wind，财通证券研究所，注：图中所示为房屋对应分项当月同比；单位：%

图10： 1-9月，固定资产投资中设备购置投资同比9.7%



数据来源：Wind，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

从全年增长目标来看，四季度经济增长压力总体可控。2026 年政府工作报告将全年经济增长目标设定为 4.5%—5.0%，前三季度 GDP 同比增长 4.6%，其中一、二、三季度分别增长 5.0%、4.3%和 4.5%。按若要实现全年 4.5%-5.0%的增长目标，四季度 GDP 同比增速仅需达到 4.2%以上即可。考虑到 9 月出口和工业生产持续改善，经济增长仍有一定支撑，但房地产投资继续探底、民间投资偏弱，四季度政策重点可能仍在于推动财政资金形成实物工作量，促进消费和投资企稳，巩固全年经济增长基础。

风险提示

（1）国内政策力度或落地效果不及预期：若专项债、政策性金融工具及重大项目落地速度低于预期，财政资金向实物工作量的传导可能偏慢，投资修复进程存在不确定性；

（2）国际地缘政治局势变化超预期：当前，海外经济金融环境较为复杂，地缘政治、关税摩擦、海外主要国家经济政策等都存在不确定性；

（3）数据测算存在误差：部分指标仅公布累计数据，当月数据为测算值，可能与实际情况存在误差。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；
无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；
中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；
看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

。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。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。
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。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。