下载日志已记录，仅供内部参考

宏观总量组

分析师：杨欣（分析师）
联系方式：0871-63577941
邮箱地址：yangxin@hongtastock.com
资格证书：S1200522090001

9 月经济回暖，供需同步改善

报告摘要

按不变价格计算，前三季度国内生产总值同比增长 4.6%，符合全年增长预期目标。经测算，若要完成年度增长 4.5%的目标，四季度仅需达到 4.2%的增速，新政策出台的必要性下降。其中，三季度增速为 4.5%，较二季度提高 0.2 个百分点，修复动能环比增强。第二产业提速是主要支撑，同比增速较二季度提高 0.4 个百分点。从 9 月的边际变化看，供需两端同步改善，工业和服务业生产、消费、制造业和基建投资均有边际好转。

但结构性问题依然突出：新旧动能转换持续加快，内需疲软、复苏不均，消费绝对增速偏低，房地产延续深度调整，产能利用率偏弱制约企业加大投资。从前期密集落地的稳增长政策来看，后续可关注两条线索：一是基建投资落地并带动相关内需回暖，完成托底经济增长的任务；二是居民收入改善，扩大消费等政策落地，推动商品服务消费持续修复。

相关研究

房地产政策解读：从制度根基重构行业发展新模式
2026.09.01

二季度经济增长的亮点与不足
2026.07.16

需求回暖推动制造业 PMI 重回扩张区间
2026.06.30

一季度经济平稳回升，结构性特征凸显
2026.04.17

重点是企业盈利：6 月经济综述
2025.06.30

独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

商品和服务消费低迷、出口增速下降、基建落地偏慢、原油等输入性通胀影响长期存在。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议，投资者自行承担投资风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

未找到目录项。

下载日志已记录，仅供内部参考

图目录

图 1. 季度增速变化 4
图 2. 月度增速变化 4
图 3. 名义增长继续修复 4
图 4. 工增当月同比增速 5
图 5. 社零当月同比增速 6
图 6. 居民平均消费倾向：当季 6
图 7. 居民人均可支配收入改善但消费支出不变 6
图 8. 工业产能利用率处在历史低位 7
图 9. 70 个大中城市新建住宅价格指数：环比 7
图 10. 70 个大中城市二手住宅价格指数：环比 7

表目录

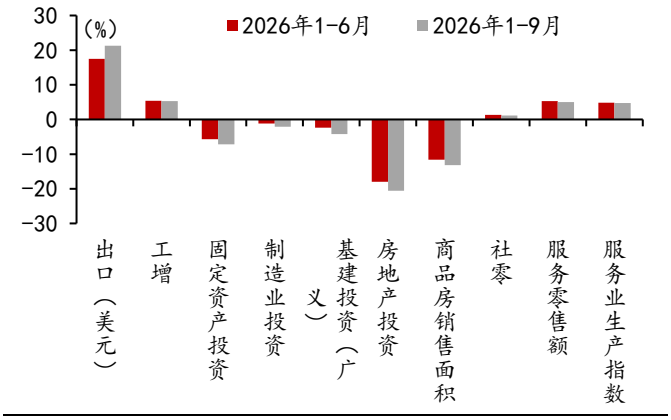
未找到目录项。

下载日志已记录，仅供内部参考

按不变价格计算，前三季度国内生产总值同比增长 4.6%，符合全年增长预期目标。经测算，若要完成年度增长 4.5%的目标，四季度仅需达到 4.2%的增速。其中，三季度增速为 4.5%，较二季度提高 0.2 个百分点，经济修复动能环比增强。分产业看，第二产业提速是主要支撑，同比增速较二季度提高 0.4 个百分点，第三产业小幅提高 0.1 个百分点至 3.4%，第一产业小幅下滑 0.1 个百分点。整体来看，经济延续外需强于内需、生产强于需求、新动能强于旧动能的格局。出口与高技术制造业构成核心支撑，工业生产保持较快增长；而消费、房地产、传统行业投资持续偏弱，是主要拖累。

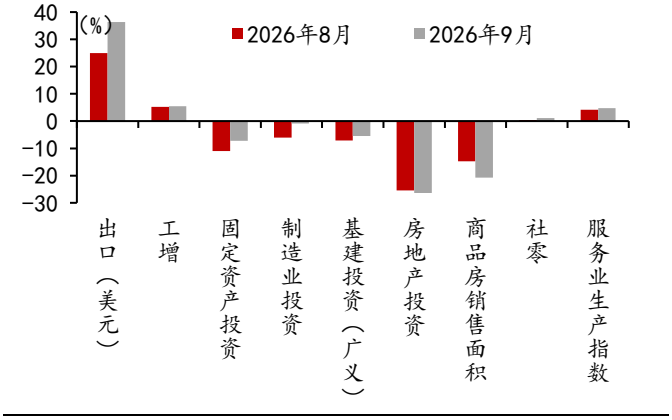
价格端延续修复，三季度平减指数同比增长 1.4%，推动名义 GDP 同比增长 6%。本轮价格回升主要由三方面驱动：一是地缘冲突与全球供应链重塑推升上游资源品价格，带来输入性通胀；二是 AI 产业链高景气拉动集成电路、电子设备、有色金属等相关产品价格上行；三是供给收缩推动煤炭价格上涨。整体来看，价格中枢稳步回升有助于改善企业名义收入预期，为经济良性循环创造条件。从传导效果看，价格回正的红利更多集中在上游资源品与高景气科技赛道，中下游传统制造业同时面临内需偏弱与上游成本抬升的双重挤压，盈利修复斜率相对受限。

图 1. 季度增速变化



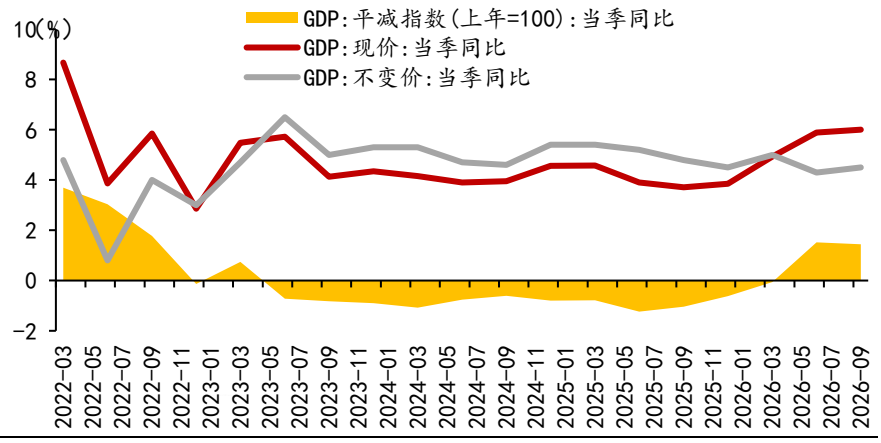
资料来源：同花顺，红塔证券

图 2. 月度增速变化



资料来源：同花顺，红塔证券（固投及分项、地产均为经倒推计算）

图 3. 名义增长继续修复



资料来源：同花顺，红塔证券

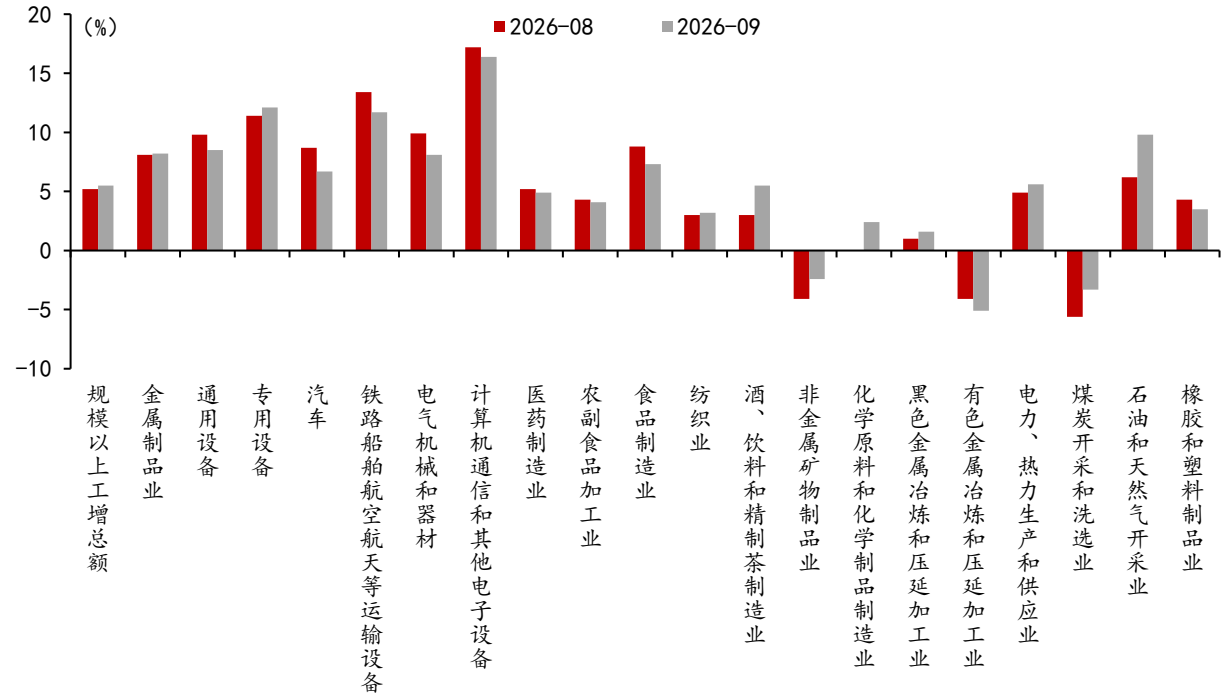
下载日志已记录，仅供内部参考

从 9 月的边际变化看，供需两端同步改善，工业和服务业生产、消费、制造业和基建投资均有边际好转。

生产端，极端天气扰动因素消退和强劲出口带动工业生产提速，9 月工业出口交货值同比增长 17%，较前值提高 5.9 个百分点，规模以上工业增加值同比增长 5.5%，提高 0.3 个百分点。其中，采矿业增速由负转正至 1.3%，是主要拉动项；制造业增速小幅回落 0.1 个百分点，但高技术产业仍保持 15.3%的高增速。从产量看，水泥和粗钢产量明显改善，可能与基建项目落地相关。

服务业生产指数较 8 月提高 0.7 个百分点至 4.8%，其中，信息传输、软件和信息技术服务业同比增长 9.8%，租赁和商务服务同比增长 9.5%，人工智能带动服务业数字化生产加快。

图 4. 工增当月同比增速



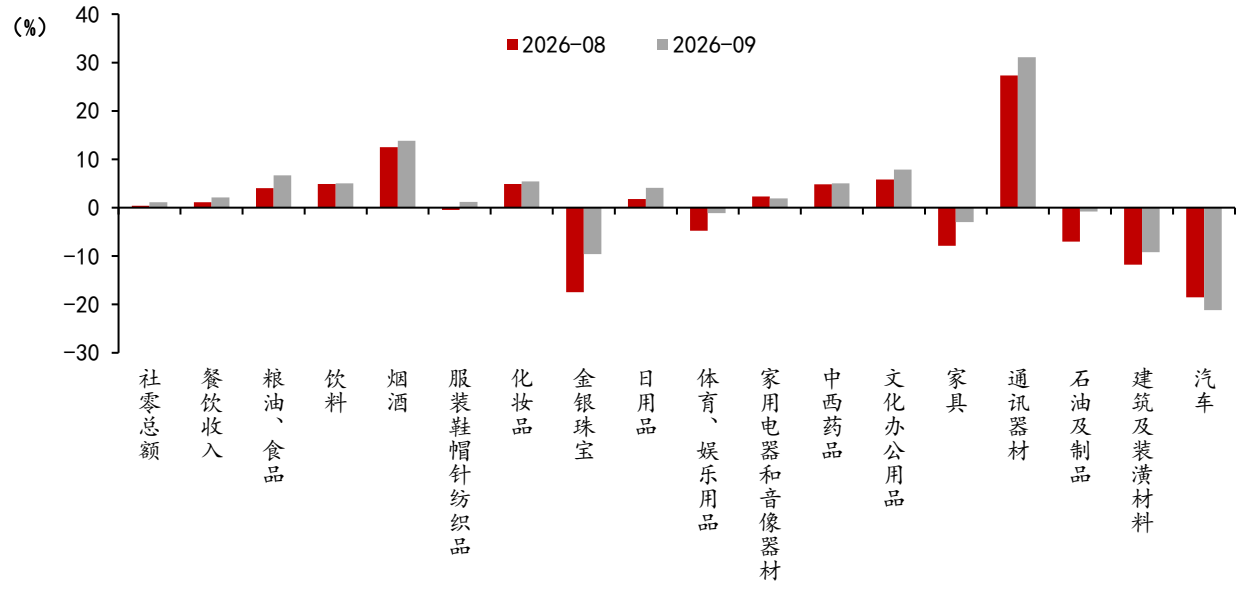
资料来源：同花顺，红塔证券

消费端触底反弹，社零同比增长 1.1%，较 8 月回升 0.7 个百分点。消费修复呈现明显结构性分化：石油及制品类消费在油价上涨带动下明显改善；可选消费如通讯器材类在以旧换新政策与电子产业链涨价带动下出现脉冲式回升，临近假期与出行相关消费和服务消费也有所改善；但汽车消费仍显疲软。

尽管 9 月消费有所改善，居民人均可支配收入也环比提高，但消费倾向却继续下滑，三季度录得 66.8%，低于前三年同期水平，消费内生动力仍然不足。

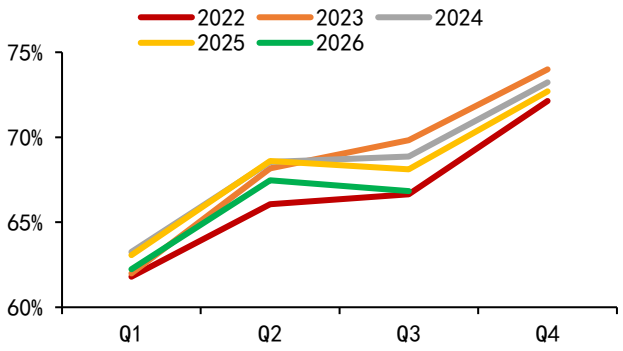
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5. 社零当月同比增速



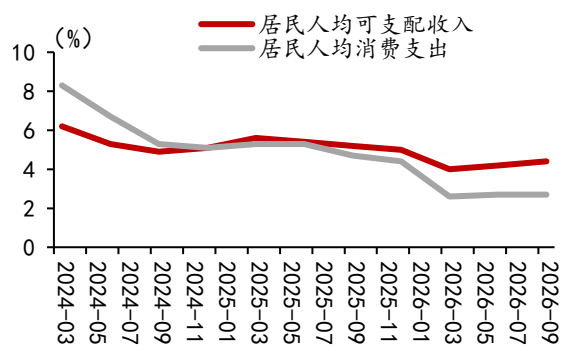
资料来源：同花顺，红塔证券

图 6. 居民平均消费倾向：当季



资料来源：同花顺，红塔证券

图 7. 居民人均可支配收入改善但消费支出不变



资料来源：同花顺，红塔证券

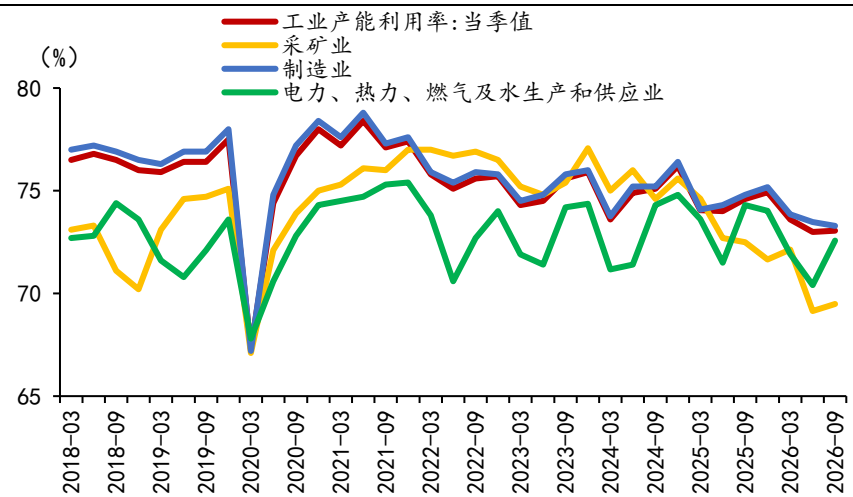
经倒推计算，9 月固定资产投资同比下降 7.2%，降幅收窄，内部结构分化显著。

制造业投资呈现边际修复亮点，增速从 8 月的-6.1% 收窄至-0.9%。分行业看，铁路船舶航空航天、电气机械及器材、计算机通信和其他电子设备等高端制造领域增速进一步上行，成为制造业投资的核心支撑。但其余多数行业投资修复力度有限。

虽然价格回升带动企业盈利能力出现改善，但中下游行业仍面临上游原材料成本抬升与终端内需偏弱的双重挤压，盈利水平整体偏弱。同时，产能利用率低位对制造业投资形成明显约束。三季度全国规模以上工业产能利用率为 73.1%，为除 2020 年一季度以外的最低值，反映出内需承接能力不足，汽车等行业仍处于产能出清调整阶段，将进一步制约企业后续投资扩张意愿。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8. 工业产能利用率处在历史低位

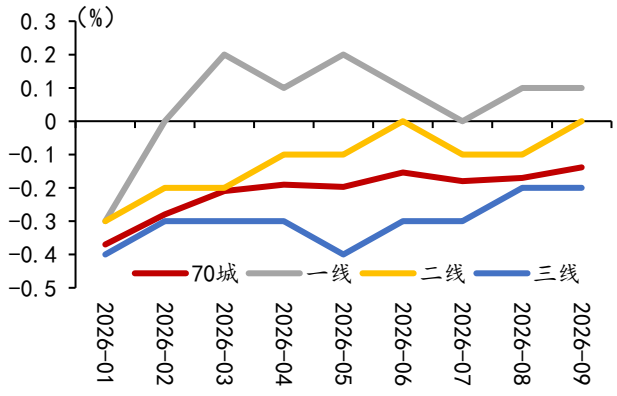


资料来源：同花顺，红塔证券

基建投资降幅收窄至-5.5%，全年前低后高的运行节奏逐步清晰，随着重大项目资金拨付节奏加快，资金正加速转化为实物工作量。四季度基建有望延续边际回升态势，支撑主要来自项目与资金两端的共同发力。项目端，“六张网”逐渐进入集中建设实施阶段，对投资的拉动作用将持续释放。资金端，四季度专项债发行力度有望加大，叠加盘活地方债结存限额支持新增投资项目、政策性金融工具资金密集投放，广义财政资金的保障能力进一步增强，为基建投资修复提供资金支撑。

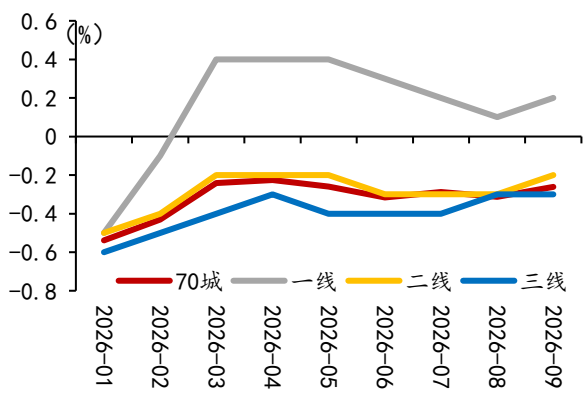
房地产行业延续深度调整。经倒推计算，9 月房地产开发投资同比下降 26.3%，降幅较前值扩大。量价仍处下行通道，商品房销售面积同比下降 20.7%，70 城新建住宅和二手住宅价格分别环比下降 0.1%和 0.3%。分城市能级看，当前房地产市场呈现核心城市初步企稳、多数城市继续承压的阶梯式分化，销售向投资的传导不畅，房企拿地与新开工仍偏谨慎。

图 9. 70 个大中城市新建住宅价格指数：环比



资料来源：同花顺，红塔证券

图 10. 70 个大中城市二手住宅价格指数：环比



资料来源：同花顺，红塔证券

下载日志已记录，仅供内部参考

总的来说，2026 年前三季度我国经济大盘总体稳定，增速处于年度预期区间内。完成全年 4.5%增速下限目标的压力不大，这也意味着四季度出台新政策的必要性下降。但结构性问题依然突出：新旧动能转换持续加快，内需疲软、复苏不均，消费绝对增速偏低，房地产延续深度调整，产能利用率偏弱制约企业加大投资。从前期密集落地的稳增长政策来看，后续可关注两条线索：一是基建投资尽快落地，并带动相关内需回暖，完成托底经济的任务；二是居民收入改善、扩大消费等政策落地，推动商品服务消费持续修复。

下载日志已记录，仅供内部参考

研究团队首席分析师

宏观总量组		消费组		智能制造组		高新技术组		新材料新能源	
杨欣	0871-63577941	于快	0871-63577941	陈梦瑶	0871-63563491	肖立戎	0871-63577941	唐贵云	0871-63563491
汽车		**质控风控**		**合规**					
唐贵云	0871-63563491	李雯婧	0871-63577941	朱盈	0871-63555493				

公司声明：

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。

免责声明：

本报告仅供红塔证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，本报告中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。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。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并进行交易，还可能为这些公司提供或者争取提供承销保荐、财务顾问等投资银行服务或其他服务。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，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承担责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为"红塔证券股份有限公司证券研究所"，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议，投资者自行承担投资风险。