下载日志已记录，仅供内部参考

报告日期 2026 年 10 月 19 日

分析师：段超
S0190516070004
duanchao@xyzq.com.cn
分析师：谢智勇
S0190525030002
xiezhiyong@xyzq.com.cn

相关研究

【兴证宏观】总量略超预期，结构有待优化 ——2026 年 9 月金融数据点评-2026.10.15

【兴证宏观】PPI 同比创年内新高——2026 年 9 月通胀数据点评-2026.10.14

【兴证宏观】如何理解 5500 亿元结存限额-2026.10.10

内需动能低位改善，政策延续托底思路
——2026 年三季度经济数据点评

投资要点：

2026 年三季度实际 GDP 同比 4.5%，名义 GDP 同比 6.0%；9 月规模以上工业增加值同比 5.5%，万得一致预测为 5.5%；1-9 月全国固定资产投资累计同比-7.2%，万得一致预测为-7.5%；9 月社会消费品零售总额同比 1.1%，万得一致预测为 0.7%。

- **总览：三季度经济增速回升，9 月内需动能边际改善。**受外需拉动、基数走弱和系列政策支撑，三季度中国实际 GDP 增速如期回升。但全球地缘扰动反复、内部经济结构转型深化、地方自然灾害多发等多重因素交织影响下，内需动能延续疲软走势，三季度实际 GDP 同比 4.5%，前三季度同比 4.6%，处于目标增速区间下沿。名义上看，受输入性通胀、AI 产业链涨价和反内卷等因素影响，三季度价格指标延续较强表现， GDP 平减指数同比 1.4%，全社会名义 GDP 由前值的 5.9%提升至 6.0%。但结构来看，当前价格改善受输入性影响较大，内部供需矛盾仍然突出，三季度工业产能利用率再次下探至历史低位。边际上看，9 月外需继续高景气增长，投资、消费等各项内需指标止跌回升，整体经济动能有所改善，但内外需求 K 型分化的特征依旧显著。

- **生产：外需和高技术产业带动，工业服务业同步扩张。**9 月中国工业出口交货值同比上涨 17.0%、高技术产业增加值同比上涨 15.3%，带动本期工业增加值增速上行。结构上看，AI 投资需求下计算机电子通信产业生产持续扩张，产业升级推动下船舶航天、装备制造等高端制造业生产保持高景气增长，全球供应链缺口下橡塑等化工产业生产维持景气；反内卷催化和内需疲软下，非金属矿物制造和有色金属冶炼制造延续收缩。服务业看，同样受益于信息软件和信息技术、租赁商务等高端产业支撑，9 月中国服务业生产指数同比 4.8%，增速较前值有明显改善。

- **消费：动能切换趋势延续，居民边际消费倾向下行。**三季度季调后的居民可支配收入和消费支出分别同比增长 5.5%和 3.7%，基本持平二季度表现。但居民消费意愿延续下行走势，三季度边际消费倾向降至 66.4%，较疫后中枢水平也有较大差距。消费结构上看，三季度交通通讯支出大幅走弱，医疗保健支出则稳步改善。月度消费跟踪来看，消费动能延续商品向服务切换的趋势，9 月全国服务零售额累计同比由 4.9%提升至 5.0%，显著强于社零的 1.1%累计增长。社零来看，9 月同比增速由前值的 0.4%回升至 1.1%，略好于市场预期，内部仍主要受通讯电子和食品酒饮带动，汽车、地产等大宗消费持续收缩。受益于本期经济动能改善影响，9 月季调后失业率有所回落。综合而言，本期服务和商品消费的同步改善释放一定积极信号，但内生动能仍受消费信心疲软制约，继续关注后续政策对居民消费能力、消费意愿等堵点问题的部署安排和疏解效果。

- **投资：高技术产业带动需求改善，内部分化依旧显著。**9 月全国固定资产投资单月同比下降 7.2%，跌幅有所收窄（前值-10.6%）。结构上看，高技术产业投资累计增长 4.9%，设备更新、电子计算机投资维持高增，继续构成投资端核心支撑。基建投资单月同比仍有两位数以上降幅，项目储备不足仍是制约当前基建需求的核心因素。地产方面，本期施工端整体企稳、销售端延续下行，开发投资单月降幅扩大至 26.2%，边际积极信号在于房价跌幅延续收窄，待售面积继续下行，去库存取得一定进展，关注后续地产贴息等系列新政的积极催化。制造业端而言，投资需求的新旧分化特征依旧显著，AI 需求推动下的计算机电子行业投资维持高增，化工制造、金属冶炼则面临明显的投资压力。后续来看，四季度基数走低和“六张网”建设推进或对固投读数形成一定支撑，年内预算内投

下载日志已记录，仅供内部参考

资、政策性金融工具加速投放也有望带动增量需求。但实体信心疲软也是制约投资需求的核心矛盾，关注政策端对外部不确定性和内部供需格局的对冲和改善情况。

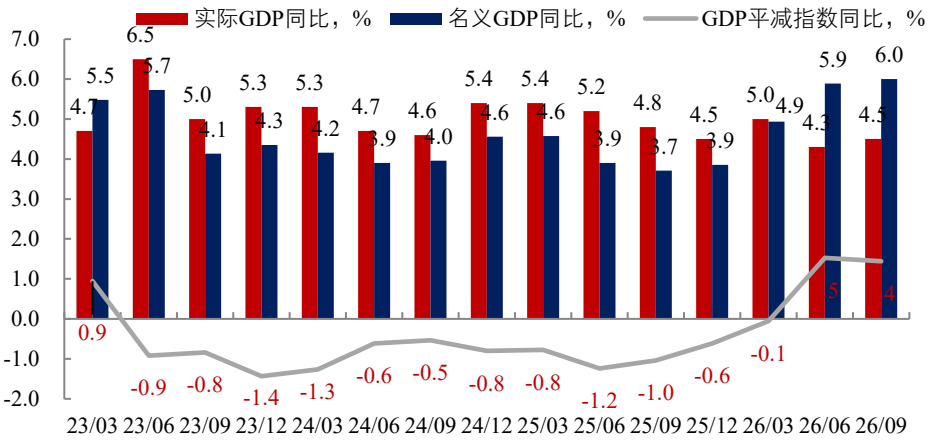
- **宏观展望：政策延续托底思路，市场短期风偏承压，长期关注人民币资产机遇。**三季度实际 GDP 增速如期回升，但部分受基数因素带动，国内供需矛盾压力仍突出，经济增长的内生动能仍需巩固。展望来看，中东冲突和能源断供风险反复、全球加息压力抬升，外部不确定性扰动加大；内部经济新旧分化压力加大，内需动能持续承压，政策稳增长诉求在抬升。9 月底央行、财政部、金融监管总局出台一揽子稳增长政策，涵盖结构性降息、房贷贴息、支持“六张网”投资等方面，增量政策浮出水面。但整体来看，当前政策仍延续托底思路，支持重点领域。后续政策是否会进一步支持其他领域，更理想的观察窗口是在年末内外各类政经形势趋于明朗之后。全年经济来看，在后续政策催化和基数走低下，实现实际 GDP 增速在 4.5%-5.0%目标区间内的压力较小。而对市场环境而言，正如我们上期点评强调，当前宏观环境进入新一轮高度不确定性阶段。无论是美债长端利率破新高、美伊战火升级、全球央行政策收紧，或是国内弱基本面压力、宽货币与紧信用的博弈，亦或是新一轮 AI 发展的担忧，均是当前市场定价的关键影响变量。在此背景下，市场或面临阶段性风偏回调压力，短期防御性资产将相对占优（详见《20260915-政策关注存量提速，资产关注确定性定价》）。而长期而言，资产定价可同步关注中长期宏观逻辑主线和产业确定性定价逻辑，包括全球信用体系和供应链体系重构下的人民币升值机遇和中国资产确定性，以及结构上产业趋势明确、盈利加速修复和基本面需求景气旺盛的相关科技、外需板块机遇。

- 风险提示：1）全球地缘形势超预期变化；2）国内外经济政策不确定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

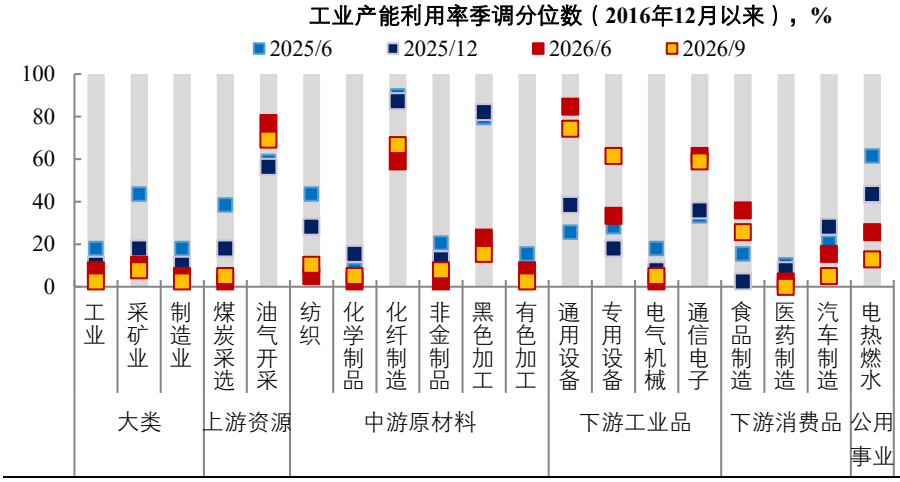
2026 年三季度经济数据总览

图1、2026 年三季度实际 GDP 同比增长 4.5%，名义 GDP 同比 6.0%， GDP 平减指数同比 1.4%



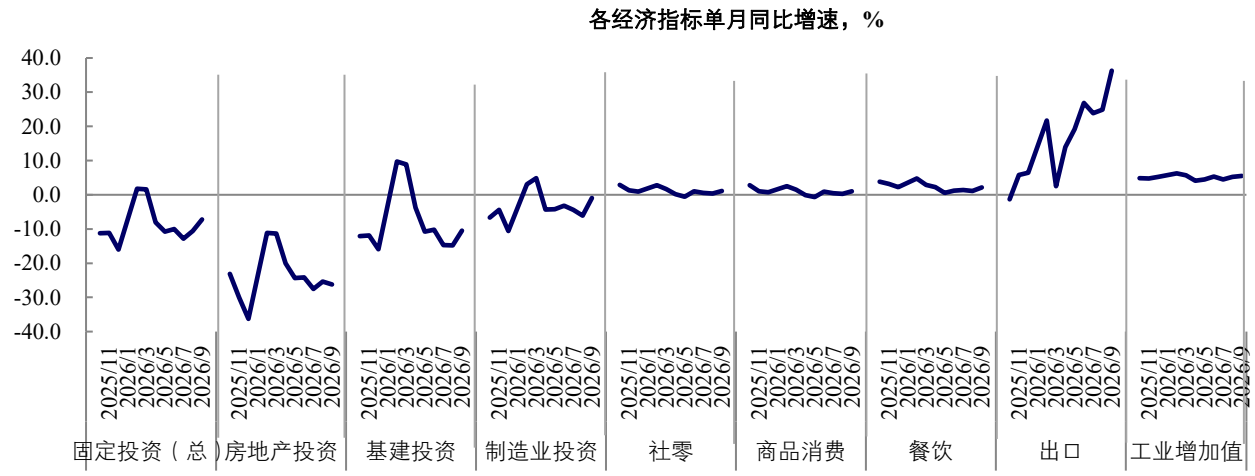
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、三季度内需动能延续疲软，工业产能利用率走弱，“供强需弱”格局深化



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、9 月外需延续高景气，各项内需指标同步改善，经济动能整体回升



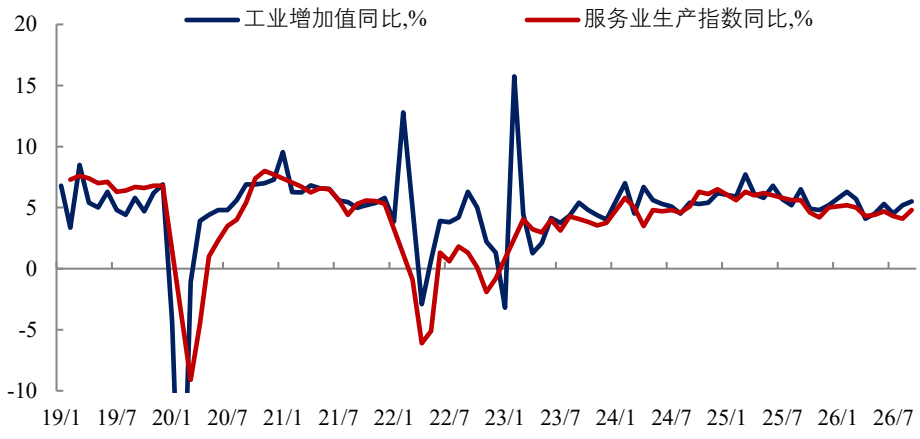
注：1）餐饮、商品消费、工业增加值 2023 年均为两年复合同比增速；2）工业增加值 1-2 月均使用累计同比增速计算，商品消费 1-2 月使用当月同比增速计算。3）此处基建投资为广义口径，包含电力投资。

数据来源：CEIC，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

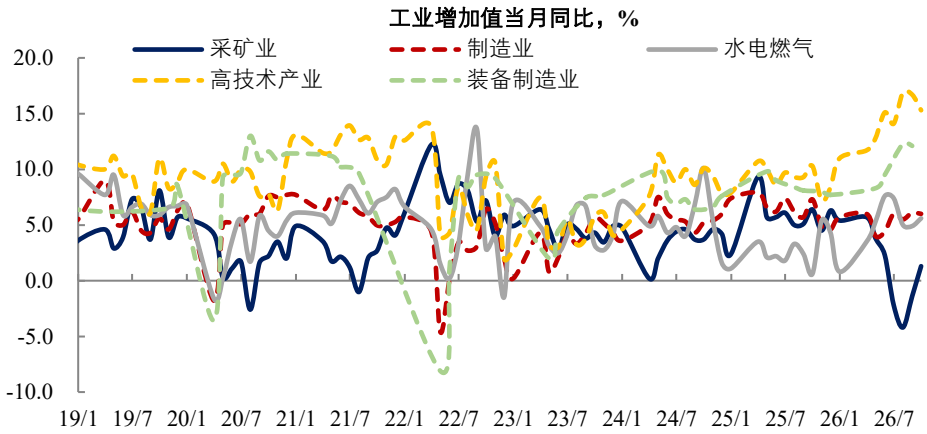
生产：外需和高技术产业支撑，工业服务业同步扩张

图4、9 月工业生产和服务业生产增速同步上行



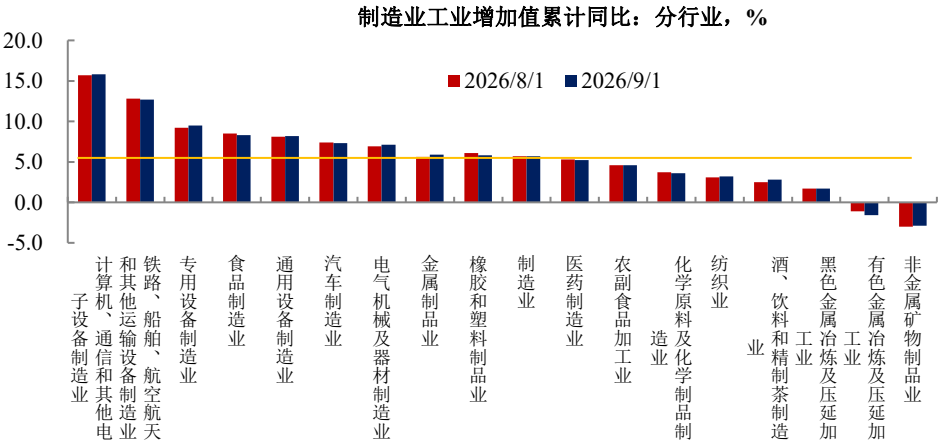
注：2021 年、2023 年为两年复合同比增速。为展示效果，部分数据未完全显示。
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、9 月中国工业高技术产业增加值同比上涨 15.3%，继续带动整体生产



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、9 月计算机电子、船舶航天、装备制造等高端制造业保持高景气生产，非金属矿物制造和有色金属冶炼制造继续下滑

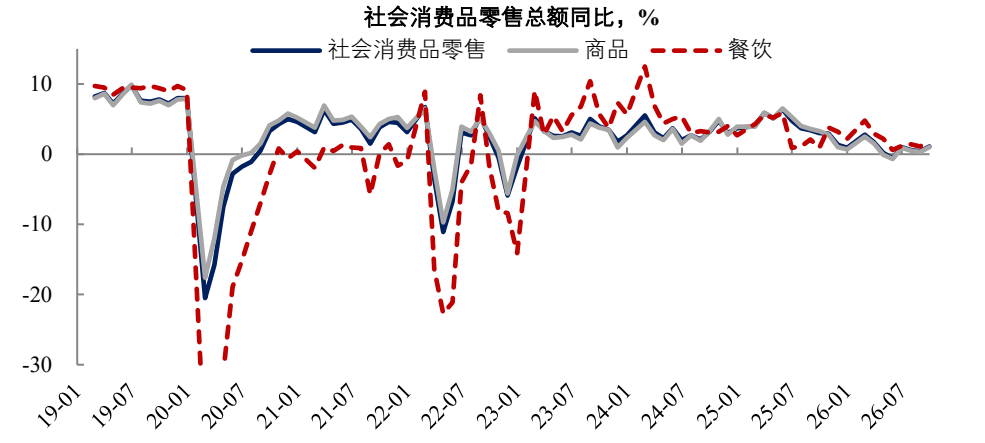


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

消费：动能切换趋势延续，居民消费意愿下行

图7、9 月社零消费同比增长 1.1%



注：2021 年、2023 年为两年复合同比增速；为展示效果，部分数据未显示。
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、9 月电子消费名义增速高增，食品酒饮等生活性消费维持韧性；金银珠宝消费跌幅收窄，汽车、地产等大宗消费继续下行

中国限额以上企业消费品零售总额，同比，%

	2019年均值	2025年8月，	2025年9月	2025年10	2025年11	2025年12	2026年2月	2026年3月	2026年4月	2026年5月	2026年6月	2026年7月，	2026年8月，	2026年9月
消费品零售	3.9	2.4	2.3	1.6	-2.0	-1.9	2.7	1.3	-4.4	-4.9	-2.0	-3.4	-3.7	-2.1
必需消费品														
粮油食品	10.3	5.8	6.3	9.1	6.1	3.9	10.2	9.5	4.1	1.9	7.9	5.3	4.0	6.7
药品	9.0	0.9	1.9	3.6	4.9	1.2	0.7	5.7	4.2	4.0	4.4	6.7	4.8	5.0
石油及制品	1.2	-8.0	-7.1	-5.9	-8.0	-11.0	-9.7	0.1	-6.5	-3.2	-5.1	-7.6	-7.0	-0.8
可选消费品														
饮料	10.6	2.8	-0.8	7.1	2.9	1.7	6.0	8.2	3.6	6.1	5.8	3.5	4.9	5.0
烟酒	7.7	-2.3	1.6	4.1	-3.4	-2.9	19.1	7.7	11.7	4.8	12.1	6.0	12.5	13.8
服装鞋帽针纺织品	3.1	3.1	4.7	6.3	3.5	0.6	10.4	7.0	3.6	3.8	3.9	-1.0	-0.5	1.2
化妆品	12.7	5.1	8.6	9.6	6.1	8.8	4.5	8.3	4.7	2.5	12.6	6.8	4.9	5.4
金银珠宝	-0.1	16.8	9.7	37.6	8.5	5.9	13.0	11.7	-21.3	-8.9	-3.4	-10.1	-17.5	-9.6
日用品	13.7	7.7	6.8	7.4	-0.8	3.7	6.6	4.6	3.5	1.6	3.9	1.8	1.8	4.1
体育、娱乐用品	8.6	16.9	11.9	10.1	0.4	9.0	4.1	-2.0	-8.0	-8.0	-2.2	-10.6	-4.8	-1.1
文化办公用品	3.8	14.2	6.2	13.5	11.7	9.2	5.8	15.0	-6.9	-1.5	12.7	7.4	5.8	7.9
通讯器材	8.5	7.3	16.2	23.2	20.6	20.9	17.8	27.3	6.2	0.7	16.5	20.4	27.3	31.1
地产相关														
家电	5.5	14.3	3.3	-14.6	-19.4	-18.7	3.3	-5.0	-15.1	-15.6	-8.7	-1.9	2.3	1.9
家具	5.5	18.6	16.2	9.6	-3.8	-2.2	8.8	-8.7	-10.4	-8.7	-6.6	-8.8	-7.9	-3.0
建筑装潢	2.8	-0.7	-0.1	-8.3	-17.0	-11.8	-2.2	-9.0	-13.8	-13.6	-10.5	-14.2	-11.8	-9.2
汽车														
汽车	-0.6	0.8	1.6	-6.6	-8.3	-5.0	-7.3	-11.8	-15.3	-16.1	-16.1	-17.0	-18.5	-21.2

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

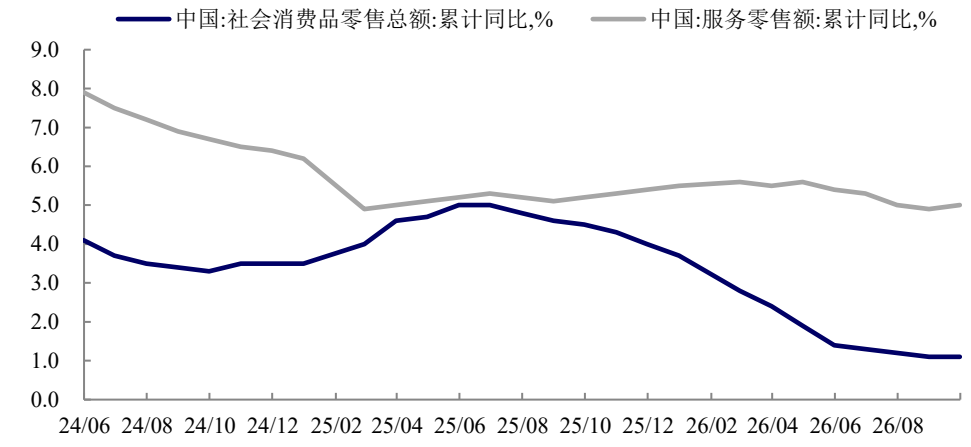
图8、9 月季调后失业率有所下行，就业压力边际缓解



注：降息柱形图指代降息节点。

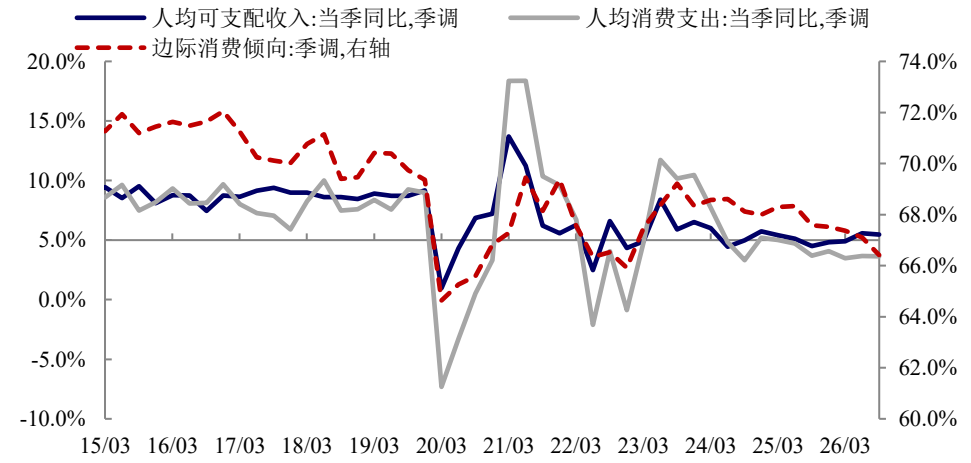
数据来源：同花顺，CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、9 月服务消费继续修复，“商品→服务”的动能切换趋势持续



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

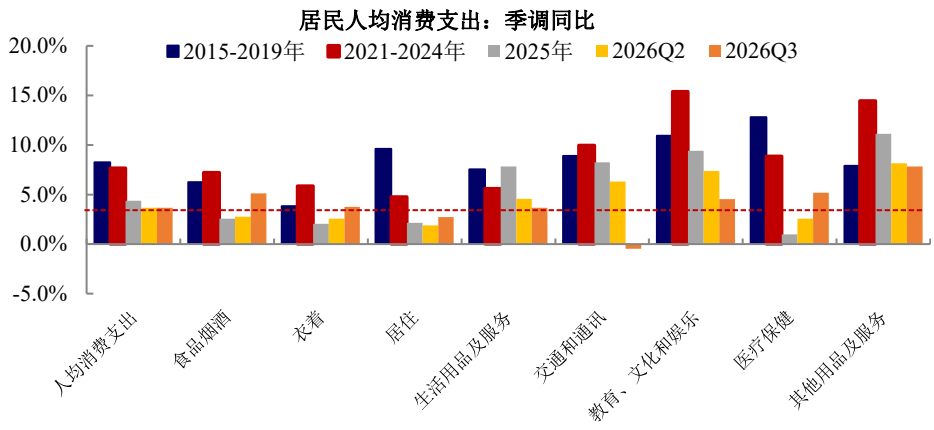
图10、三季度居民人均可支配收入和消费支出增速企稳，但消费意愿仍在下行



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

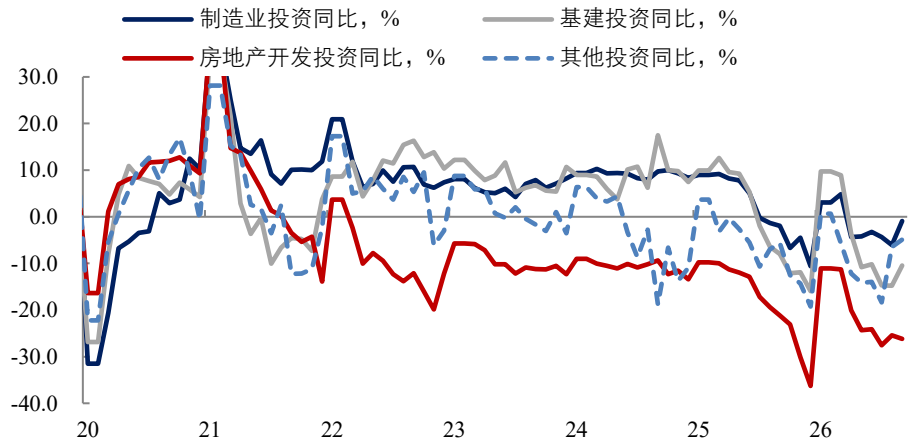
图11、三季度居民交通通讯支出显著下滑，医疗保健支出稳步改善



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

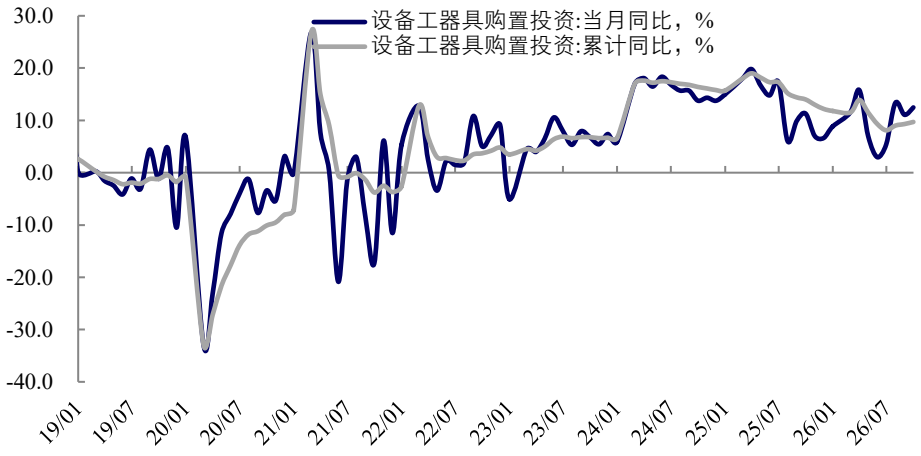
投资：高技术产业带动需求改善，内部分化依旧显著

图12、9 月总固定资产投资单月同比降幅收窄，地产投资降幅走阔



注：下图 2021 年、2023 年为两年复合同比增速，1-2 月为累计同比增速。
数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

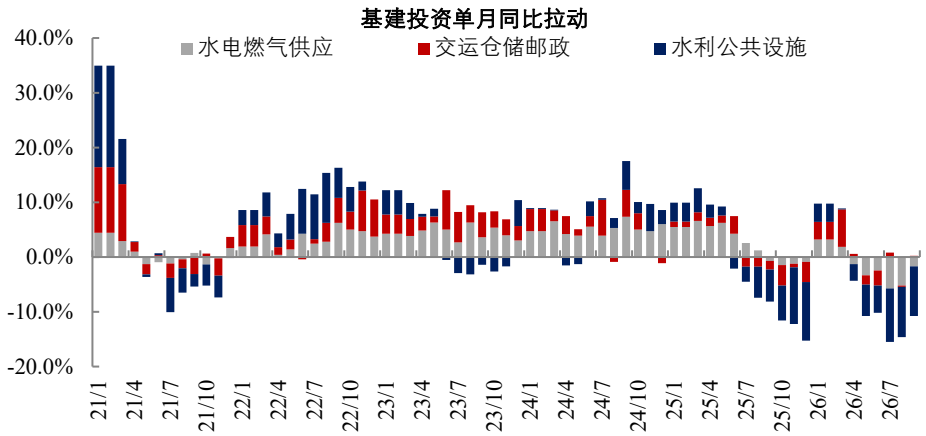
图13、9 月设备更新需求延续回升，同比增速上行



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

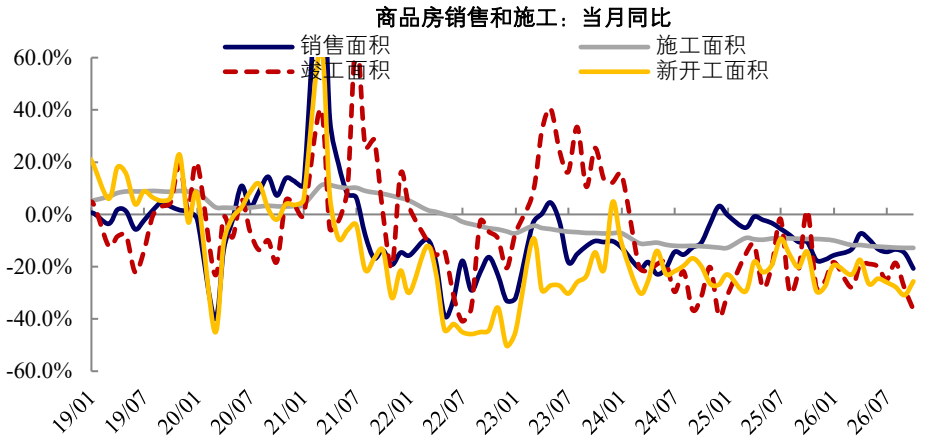
下载日志已记录，仅供内部参考

图14、9 月水电燃气投资较快改善，水利投资表现较弱



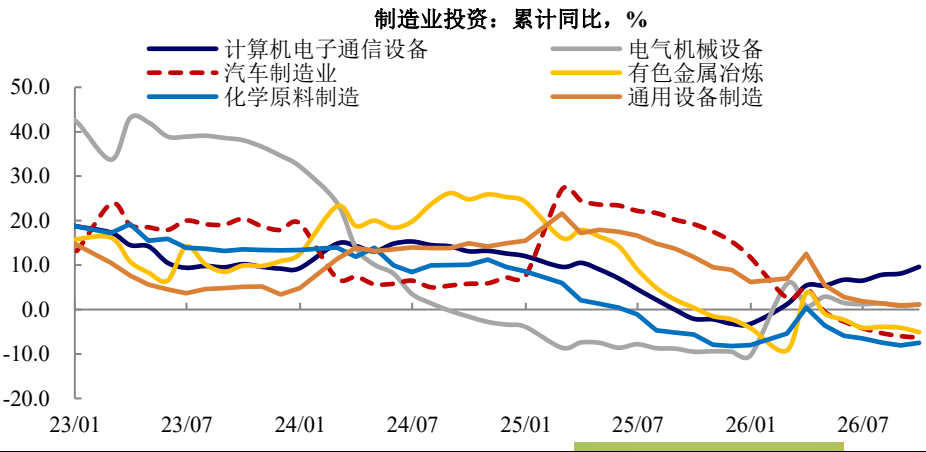
数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、9 月地产施工端企稳，销售端仍在下行



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、制造业投资的内部分化依旧显著，AI 需求推动下的计算机电子行业投资维持高增，化工制造、金属冶炼则面临明显压力



数据来源：同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

- 风险提示：1）全球地缘形势超预期变化；2）国内外经济政策不确定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn