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

经济数据

2026 年 10 月 19 日

经济积极变化在显现

——三季度&9 月经济数据点评

事件：2026 年三季度 GDP 同比 4.5%、前值 4.3%。9 月，社零当月同比 1.1%、预期 0.7%、前值 0.4%；固定资产投资累计同比-7.2%、预期-7.5%、前值-7.2%；房地产开发投资累计同比-20.6%、预期-19.3%、前值-19.9%；工业增加值当月同比 5.5%、前值 5.2%。

- **核心观点：存量政策提速与内生动能影响下，消费、制造业投资、广义基建均边际修复。**

GDP：油价扰动阶段性降温、AI 高景气、内需企稳推动三季度实际 GDP 增速回升，名义增速达到 6.0%。结构上，第二产业增速回升 0.4 个百分点，主因油价阶段性回落，令石化链生产边际修复，以及投资增速企稳令建筑业生产未再大幅走弱；第三产业增加值增速回升 0.1 个百分点，与 AI 高景气和居民服务消费改善有关。名义增长方面，三季度名义 GDP 增速回升 0.1 个百分点至 6.0%，平减指数（1.5%）保持在较高水平。

消费：9 月社零增速明显回升，改善或主因中秋假期错位、价格效应与居民消费修复有关。9 月社零增速回升 0.7 个百分点，主因中秋假期较去年提前至 9 月产生的错位效应，石油制品、粮油食品、服务消费当月增速均明显改善；国际油价明显上涨，叠加 AI 终端涨价与手机新品发布，从价格端也推动石油制品与通讯器材增速改善；受上述扰动相对较小的日用品、烟酒、服装等零售增速也出现不同幅度上涨，也说明居民消费内生动能边际修复。

投资：当月同比回升幅度为年内最大，存量政策发力、前期盈利改善等支撑制造业与基建投资，但房企融资压力仍在拖累地产投资走弱。9 月固定投资当月同比回升 3.8 个百分点至-7.2%。制造业（回升 5.5 个百分点）回升幅度最大，与前期盈利改善的滞后影响，以及政策性金融工具加快投放有关。广义基建（回升 2.0 个百分点）有所回升，其中狭义基建回落与 7 月专项债中化债占比明显上升的滞后影响有关，公用事业则明显回升；地产投资增速回落 0.5 个百分点至-26%，与 9 月房企信用融资增速（-17.2%）仍低迷有关。

生产：9 月工增继续上行，石化链、外需链生产回升较大，而 AI 链、消费链生产有所回落。9 月工业增加值回升 0.3 个百分点至 5.5%。结构上，一是煤、油价格重新回升下，油气开采、煤炭采选等行业生产回升较大。二是前期油价回落的滞后影响下，化学原料、纺织业等中下游生产均有改善；三是出口超预期、投资改善令非金属矿物、专用设备、金属制品生产修复。相比之下，AI 景气阶段调整下，有色压延、计算机通信生产有所下行。

重申观点：维持经济“N 型”修复判断不变，四季度预计呈现出口保持高增、内需边际修复的格局。出口方面，中欧贸易扰动短期影响有限，AI 高景气与美国进口回升周期支撑下，出口或保持高增。投资方面，房企融资压力或拖累地产投资，但存量政策加快落地，叠加 8 月来专项债中化债比例明显下降、前期盈利改善等滞后支撑下，四季度投资或延续修复。消费方面，油价再度推高企业成本压力，或拖累企业消费，但居民消费预计平稳。

- **常规跟踪：三季度 GDP 有所回升，9 月投资、消费均有改善。**

GDP：三季度 GDP 有所回升，二产回升较大。2026 年三季度，GDP 同比录得 4.5%，较上季度回升 0.2 个百分点。其中，二产增加值回升较大，同比上行 0.4 个百分点至 3.4%。

投资：固定资产投资小幅回升，其中，制造业投资改善幅度较大。9 月，固定资产投资当月同比上行 3.8 个百分点至-7.2%；其中，制造业投资回升 5.5 个百分点至-1.2%，广义基建投资回升 2 个百分点至-5.3%；地产投资回落 0.5 个百分点至-26%。

消费：社零增速回升，商品零售、餐饮收入均有上行。9 月，社零当月同比回升 0.7 个百分点至 1.1%。其中，商品零售、餐饮收入当月同比分别回升 0.7、1 个百分点。

- **风险提示：外部环境变化，房地产形势变化，稳增长政策推进速度不及预期。**

相关研究

-

证券分析师

赵伟 A0230524070010
zhaowei@swsresearch.com
屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com
贾东旭 A0230522100003
jiadx@swsresearch.com
耿佩璇 A0230526080001
gengpx@swsresearch.com

联系人

屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com

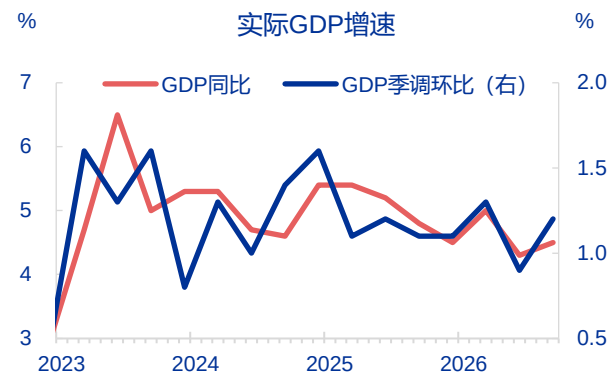
申万宏源研究微信服务号

事件：2026 年三季度 GDP 同比 4.5%、前值 4.3%。9 月，社零当月同比 1.1%、预期 0.7%、前值 0.4%；固定资产投资累计同比-7.2%、预期-7.5%、前值-7.2%；房地产开发投资累计同比-20.6%、预期-19.3%、前值-19.9%；新建商品房销售面积累计同比-13.2%、前值-12.1%；工业增加值当月同比 5.5%、预期 5.5%、前值 5.2%。

1. 核心观点：内需边际企稳，名义经济改善

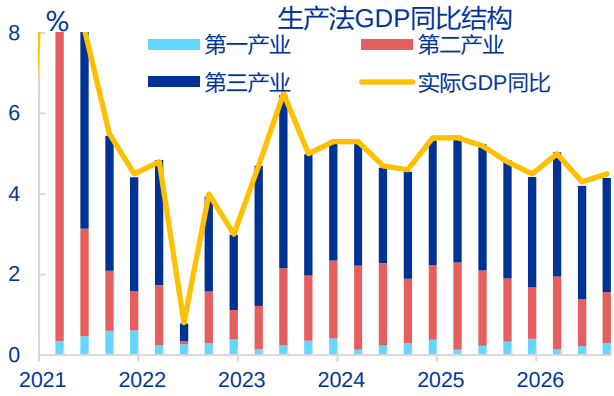
GDP：油价扰动阶段性降温、AI 高景气、内需企稳推动三季度实际 GDP 增速回升，名义增速达到 6.0%。三季度实际 GDP 同比 4.5%，较二季度回升 0.2 个百分点。结构上，第二产业增速较二季度回升 0.4 个百分点至 3.4%、构成主要支撑，主因油价阶段性回落，令石化链生产边际修复。同期规上工业增加值增速回升 0.4 个百分点至 5.1%，考虑权重后基本可解释整体二产整体回升幅度，侧面说明规下工业与建筑业生产基本走平、未再明显下行，与投资增速企稳有关；第三产业增加值增速回升 0.1 个百分点至 5.2%，除信息技术生产高景气外，三季度尤其是 9 月以来居民出行改善带动服务消费修复，也构成适度支撑；名义增长方面，三季度名义 GDP 增速回升 0.1 个百分点至 6.0%，平减指数（1.5%）保持在较高水平，与通胀数据基本对应。

图 1：GDP 季调环比上行



资料来源：Wind，申万宏源研究

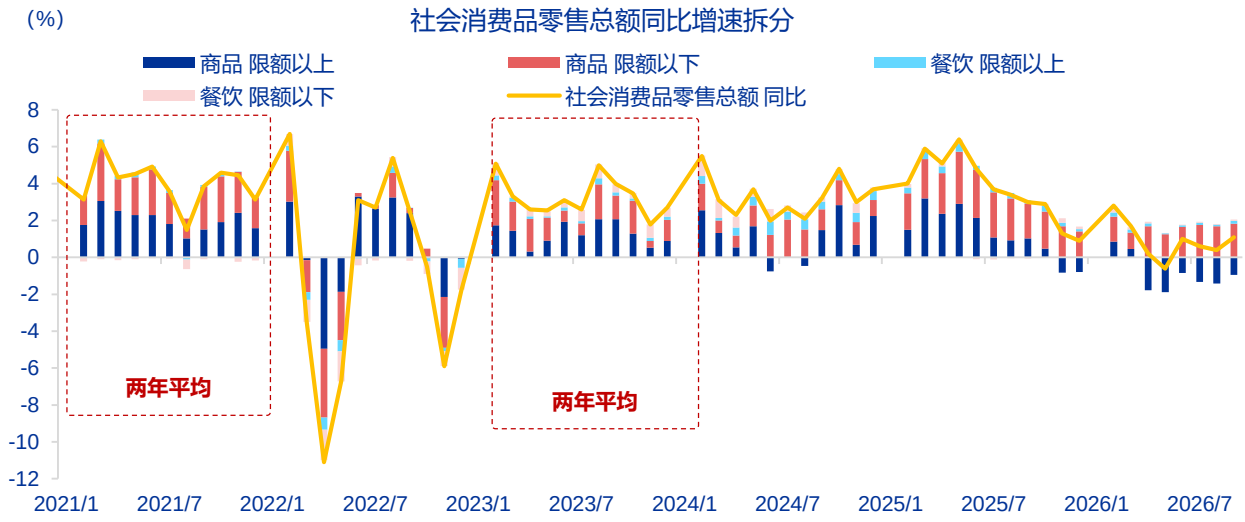
图 2：生产法 GDP 同比结构



资料来源：Wind，申万宏源研究

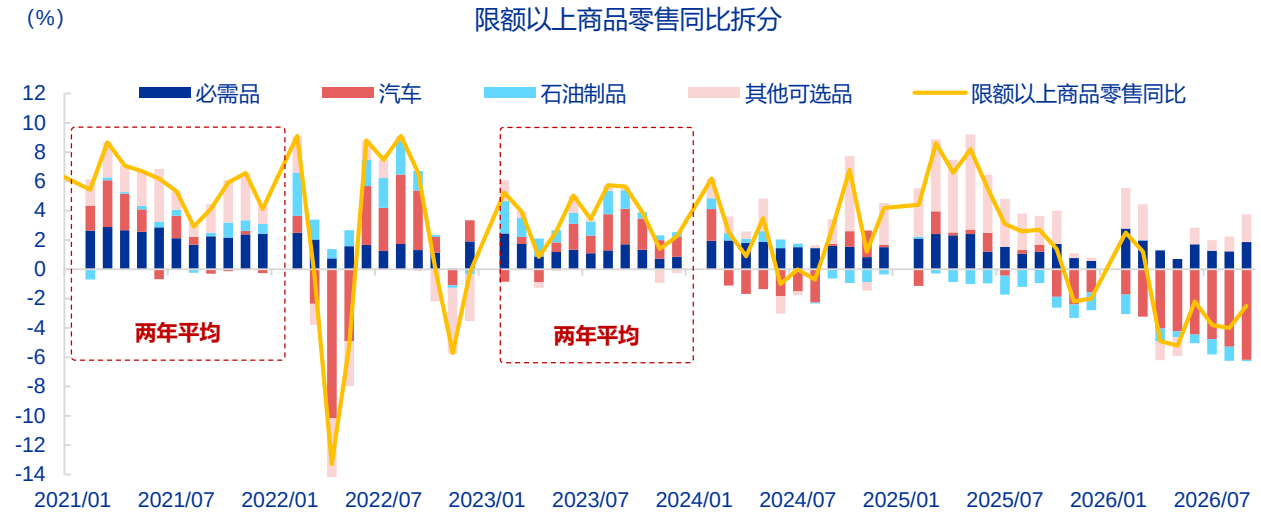
消费：9 月社零增速明显回升，改善或主因中秋假期错位、价格效应与居民消费修复有关。9 月社会消费品零售总额同比增长 1.1%，增速较 8 月回升 0.7 个百分点，核心支撑来自限额以上商品零售。其中石油制品拉动效应最显著，单月增速回升 6.2 个百分点至-0.8%，粮油食品类增速也上行 2.7 个百分点至 6.7%，或受中秋假期礼品采购与出行需求前置影响，去年中秋在 10 月、形成同比错位，服务消费相关的服务零售额累计同比回升 0.1 个百分点至 5.0%，也侧面显示出行需求前置的影响；价格效应方面，9 月国际油价明显上涨，叠加 AI 终端涨价与手机新品发布，从价格端也推动石油制品零售与通讯器材增速（回升 3.8 个百分点至 31.1%）改善；此外，受上述因素扰动相对较小的日用品、烟酒、服装等零售增速也出现不同幅度上涨，也说明居民消费内生动能边际修复。

图 3：社零同比增速及分项拉动



资料来源：CEIC，申万宏源研究

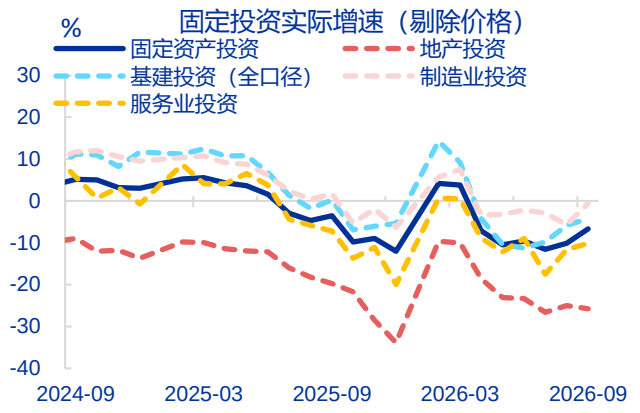
图 4：限额以上商品零售同比增速拆分



资料来源：CEIC，申万宏源研究

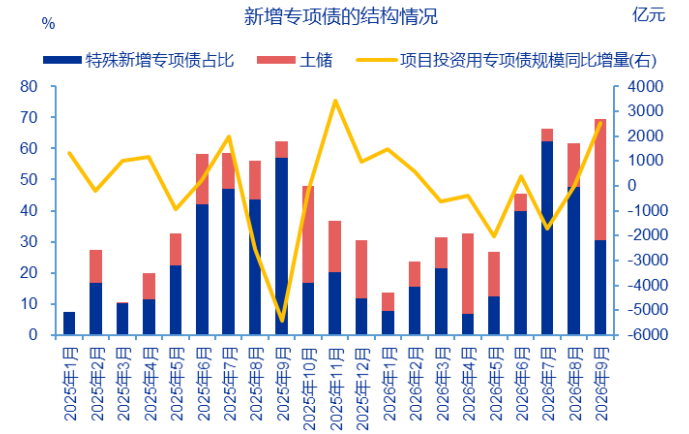
投资：当月同比回升幅度为年内最大，存量政策发力、前期盈利改善等支撑制造业与基建投资，但房企融资压力仍在拖累地产投资走弱。9 月固定投资当月同比回升 3.8 个百分点至-7.2%，单月反弹幅度为今年最大值。分类型看，建安投资（回升 2.6 个百分点至-11.4%）、设备购置投资（回升 1.4 个百分点至 12.5%）、购地相关的其他费用（回升 7 个百分点至-12.7%）增速均明显改善；**分行业看**，制造业（回升 5.5 个百分点至-1.2%）回升幅度最大，与前期盈利改善的滞后影响，以及政策性金融工具加快投放有关。广义基建（回升 2.0 个百分点至-5.3%）有所回升，其中狭义基建回落 2.4 个百分点至-4.8%，与 7 月专项债中化债占比明显上升的滞后影响有关，公用事业（回升 12.3 个百分点至-6.3%）则明显回升；地产投资增速则小幅回落 0.5 个百分点至-26%，这与 9 月房企信用融资增速（-17.2%）仍然低迷有关。

图 5：固定资产实际投资增速



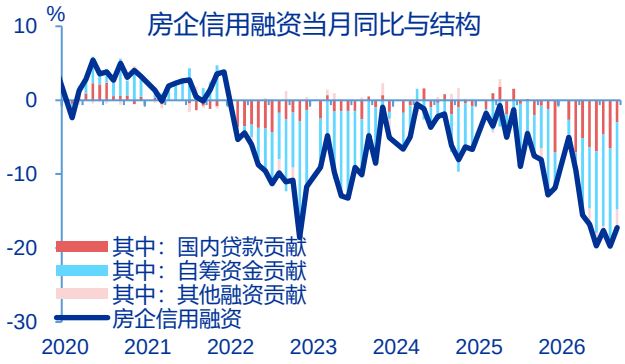
资料来源：iFind，申万宏源研究

图 6：7 月投资用专项债发行偏弱，领先基建 2 个月



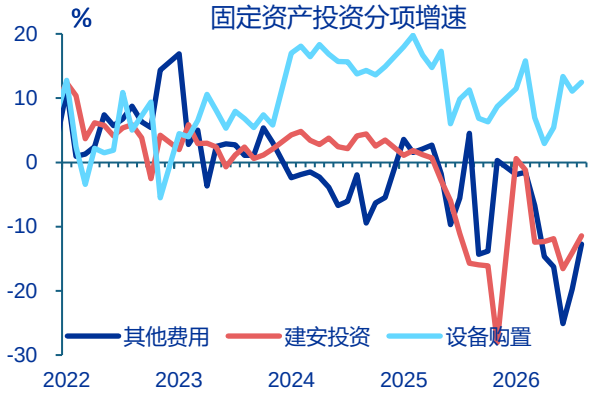
资料来源：企业预警通，申万宏源研究

图 7：房企信用融资仍在回落



资料来源：Wind，申万宏源研究

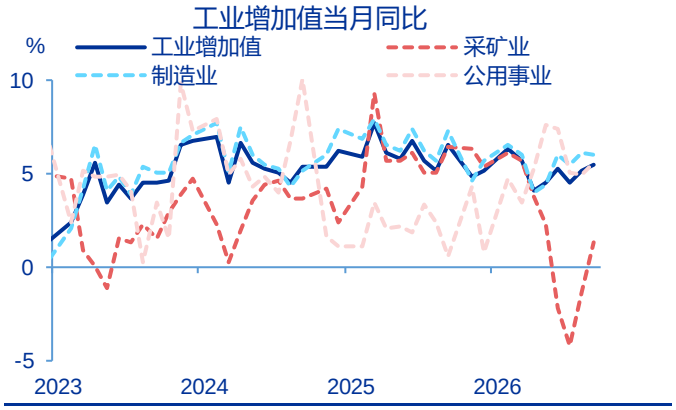
图 8：三类投资均有回升



资料来源：Wind，申万宏源研究

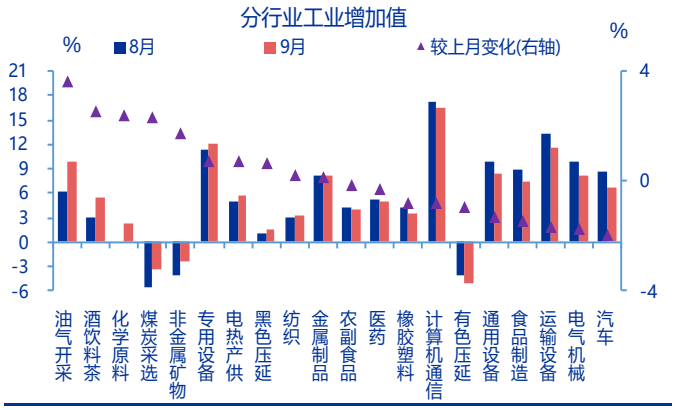
生产：9 月工增继续上行，石化链、外需链生产回升较大，而 AI 链、消费链生产有所回落。9 月工业增加值回升 0.3 个百分点至 5.5%。结构上，一是煤、油价格重新回升下，油气开采（回升 3.6 个百分点至 9.8%）、煤炭采选（回升 2.3 个百分点至-3.3%）等行业生产回升较大。二是前期油价回落的滞后影响下，石化链中下游如化学原料（回升 2.4 个百分点至 2.4%）、纺织业（回升 0.2 个百分点至 3.2%）等生产均有改善。但近期油价重新回升，后续石化链中下游生产仍面临下行压力。三是出口超预期、投资改善令非金属矿物（回升 1.7 个百分点至-2.4%）、专用设备（回升 0.7 个百分点至 12.1%）、金属制品(回升 0.1 个百分点至 8.2%)等行业生产也有改善。相比之下，AI 景气阶段调整下，有色压延(回落 1 个百分点至-5.1%)、计算机通信(回落 0.8 个百分点至 16.4%)生产延续回落。汽车、食品等行业生产也有下行。

图 9：工业增加值及分项同比增速



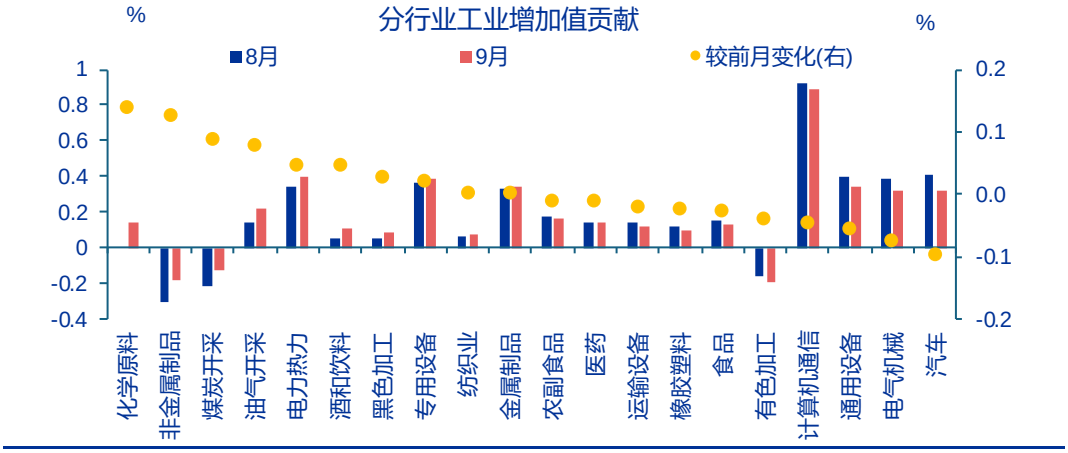
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：工业增加值季调环比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：分行业工业增加值贡献拆分



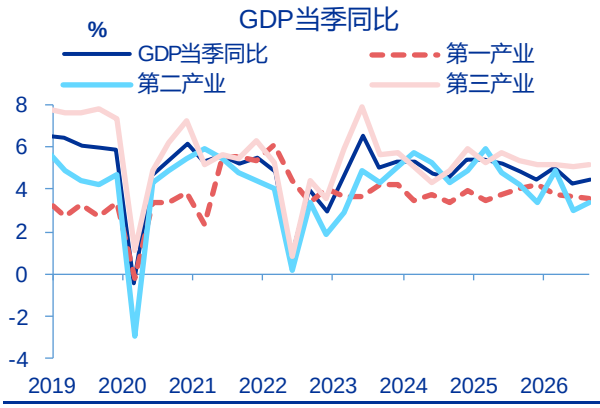
资料来源：Wind，申万宏源研究

重申观点：维持经济“N 型”修复判断不变，四季度预计呈现出口保持高增、内需边际修复的格局。9 月经济数据出现边际改善，包括外需与内需指标，展望四季度，经济预计保持温和回升态势。出口方面，中欧贸易扰动短期影响有限，AI 高景气与美国进口回升周期支撑下，出口预计保持高增长。投资方面，房企融资压力或仍拖累地产投资，但国内存量政策加快落地，叠加 8 月以来专项债中化债比例明显下降、前期盈利改善等因素的滞后支撑，四季度整体投资预计延续修复。消费方面，油价再度上行或推高企业成本率，拖累企业费用开支与企业消费，但居民消费有望延续温和回升态势，总体消费预计基本平稳，但需关注 10 月社零因假期错位的读数下行风险。

2. 常规跟踪：三季度 GDP 有所回升，9 月投资、消费均有改善

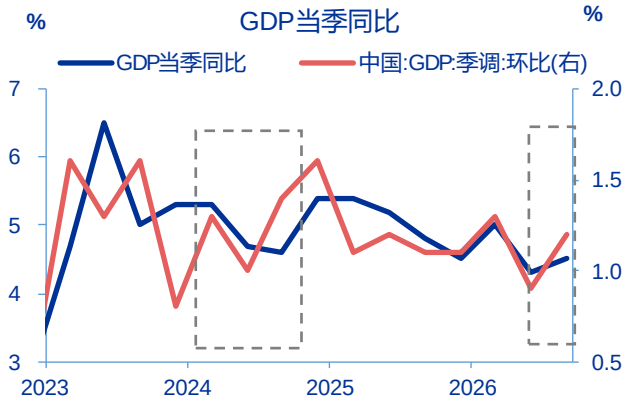
GDP：三季度 GDP 有所回升，二产回升较大。2026 年三季度，GDP 同比录得 4.5%，较上季度回升 0.2 个百分点。分产业看，第二产业增加值回升较大，同比上行 0.4 个百分点至 3.4%；第三产业增加值当季同比小幅上行 0.1 个百分点至 5.2%。

图 12：实际 GDP 增速(2021 两年复合)



资料来源：Wind，申万宏源研究

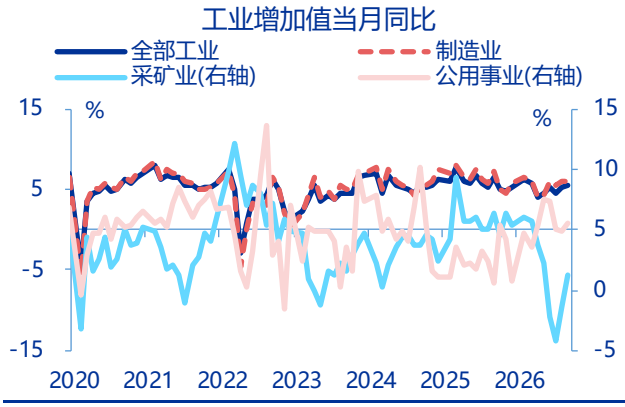
图 13：GDP 季调环比



资料来源：Wind，申万宏源研究

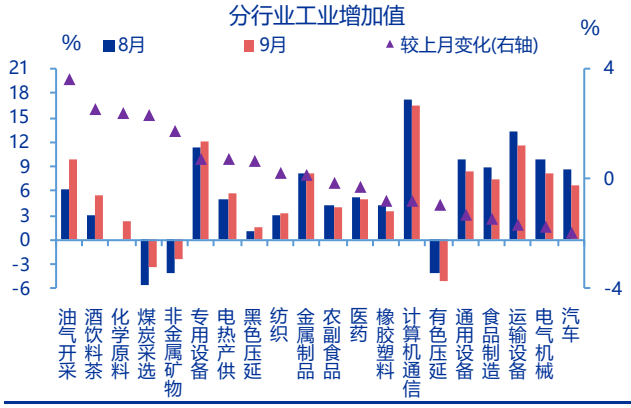
生产：工业生产、服务业生产均有回升。9 月，工业增加值当月同比回升 0.3 个百分点至 5.5%。结构上，采矿业回升幅度较大，当月同比上行 2.7 个百分点至 1.3%；公用事业增加值回升 0.7 个百分点至 5.6%；但制造业增加值增速下行 0.1 个百分点至 6%。此外，服务业生产也有回升，9 月服务业生产指数较前月上行 0.7 个百分点至 4.8%。

图 14：工业增加值增速(2021 两年复合)



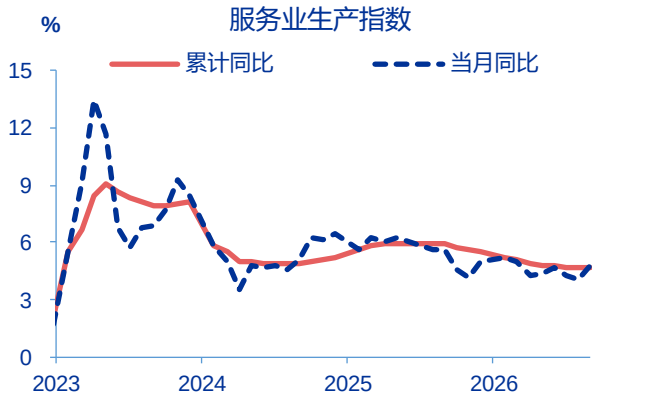
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 15：分行业工业增加值



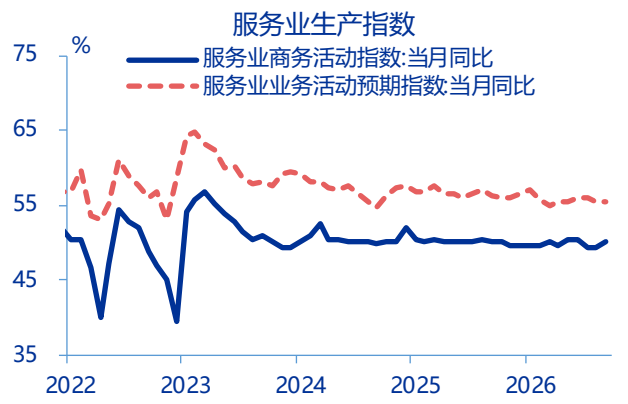
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 16：服务业生产指数(2021 年两年调整)



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17：服务业 PMI 指数



资料来源：Wind，申万宏源研究

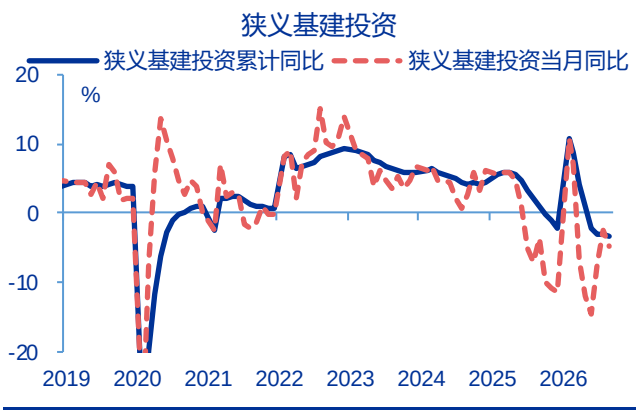
投资：固定资产投资有所回升，其中广义基建投资小幅改善。9 月，固定资产投资当月同比回升 3.8 个百分点至-7.2%；其中，广义基建投资回升 2 个百分点至-5.3%，狭义基建投资当月同比小幅下行 2.4 个百分点至-4.8%。

图 18：固定资产投资(2021 年两年调整)



资料来源：Wind，申万宏源研究

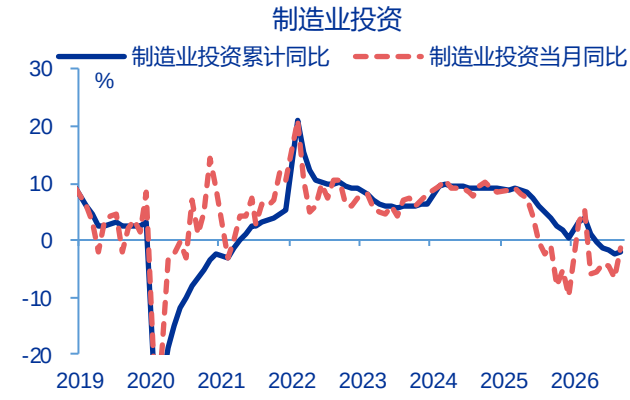
图 19：基础设施投资(不含电力，2021 年两年复合)



资料来源：Wind，申万宏源研究

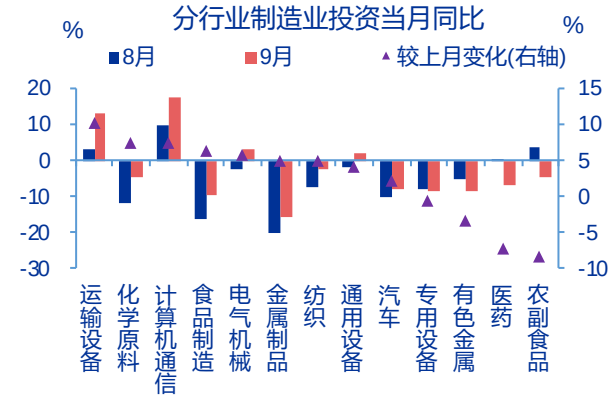
制造业投资有所回升，装备制造行业投资涨幅较大。9 月，制造业投资当月同比回升 5.5 个百分点至-1.2%。分行业看，运输设备、化学原料、计算机通信等行业投资增速涨幅较大，当月同比分别上行 10.2、7.4、7.3 个百分点至 13.2%、-4.7%、17.3%。

图 20：制造业投资增速(2021 年两年复合)



资料来源：Wind，申万宏源研究

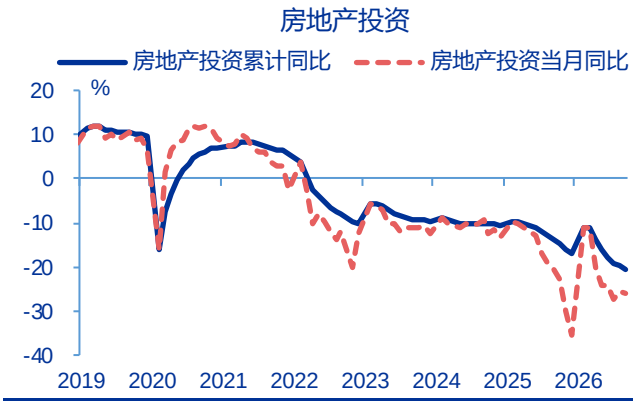
图 21：分行业制造业投资增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

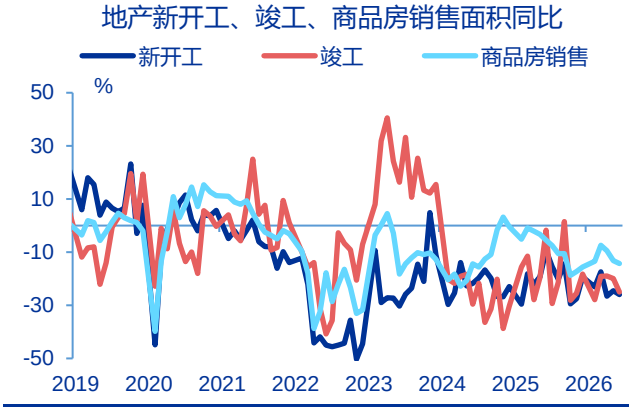
地产投资持续磨底，竣工、商品房销售仍较弱。9 月，房地产开发投资当月同比回落 0.5 个百分点至-26%。分不同阶段看，新开工有所回升，当月同比上行 5.3 个百分点至-25.6%；竣工及商品房销售面积偏弱，当月同比分别下行 8、5.9 个百分点至-36.4%、-20.7%。

图 22：房地产投资增速(2021 年两年复合)



资料来源：Wind，申万宏源研究

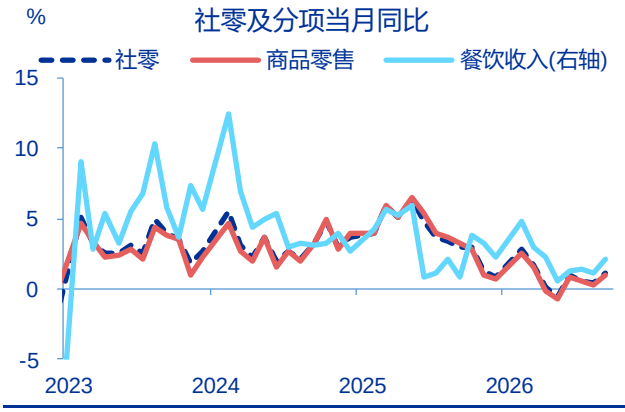
图 23：地产开工、竣工、商品房销售面积同比



资料来源：iFind，申万宏源研究

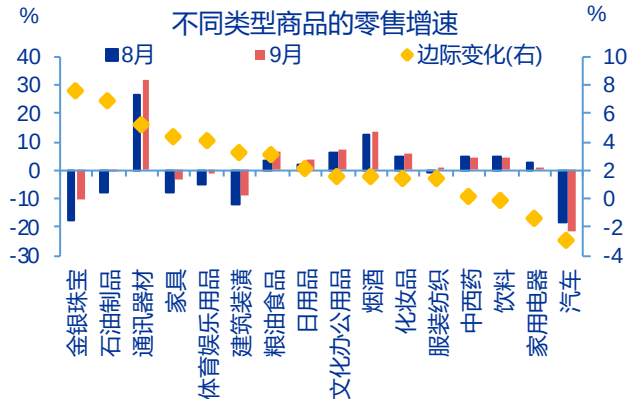
消费：社零增速有所回升，石油制品、通讯器材等零售涨幅较大。9 月，社零当月同比回升 0.7 个百分点至 1.1%。其中，商品零售上行 0.7 个百分点至 1%；餐饮收入回升 1 个百分点至 2.1%；分品类看，金银珠宝、石油制品、通讯器材等品类零售涨幅较大，当月同比分别回升 7.6、6.9、5.2 个百分点至-9.9%、-0.6%、32.2%。

图 24：社零及分项(2021、2023 年两年调整)



资料来源：Wind，申万宏源研究

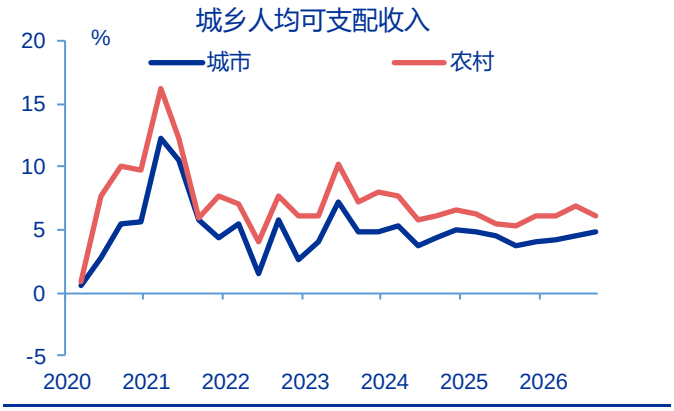
图 25：分行业限额以上商品零售当月同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

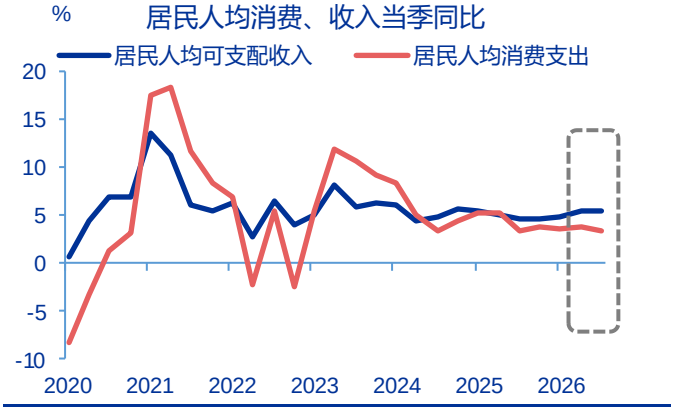
住户调查：居民人均可支配收入、消费支出均有回落。2026 年三季度，居民人均可支配收入同比 5.5%、较上一季回落 0.1 个百分点，人均消费支出增速同比下行 0.4 个百分点至 3.4%。

图 26：城镇、农村居民可支配收入当季同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

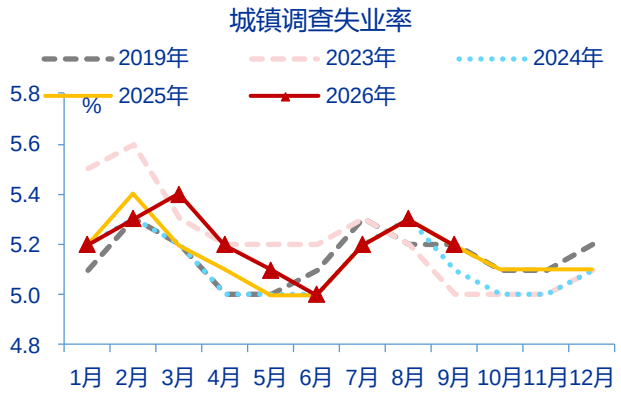
图 27：居民消费、支出当季同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

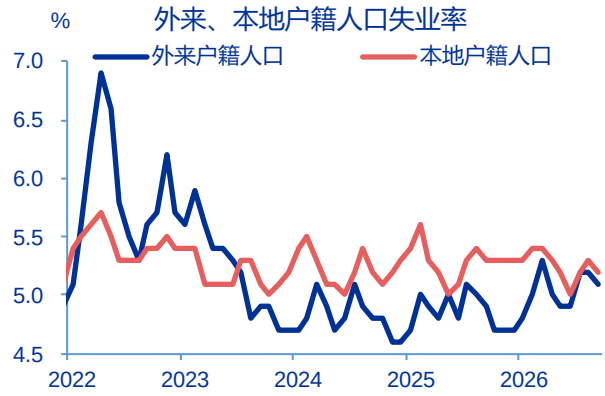
就业：城镇调查失业率小幅下行。9 月，城镇调查失业率较上月回落 0.1 个百分点至 5.2%。其中，外来户籍、本地户籍人口失业率均较前月回落 0.1 个百分点。

图 28：城镇调查失业率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 29：外来、本地户籍人口失业率



资料来源：Wind，申万宏源研究

风险提示：外部环境变化，房地产形势变化，稳增长政策推进速度不及预期。

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。