下载日志已记录，仅供内部参考

华源证券 HUAYUAN SECURITIES

宏观点评报告

2026 年 10 月 20 日

Q3 经济筑底回升，关注增量政策效果

——兼评 Q3 经济数据

证券分析师

陈策

SAC：S1350526050003

chence@huayuanstock.com

孙苏雨

SAC：S1350526010003

sunsuyu@huayuanstock.com

联系人

投资要点：

- **事件：**2026Q3 GDP 实际同比 4.5%（Wind 一致预期 4.4%，下同），9 月工业增加值同比 5.5%（预期 5.5%），社零同比 1.1%（预期 0.7%），服务零售额累计同比 5.0%，固定资产投资累计同比-7.2%（预期-7.5%）。其中，制造业、广义基建、房地产投资累计同比分别为-2.1%、-4.2%、-20.6%。

- **GDP：Q3 经济动能筑底回升，外需支撑工业生产。(1)2026Q3 实际 GDP 同比增长 4.5%，好于 Wind 一致预期和我们此前预测。**分产业来看，第一、二、三产业的 GDP 同比分别较前值变动了-0.1、+0.4、+0.1 个百分点；输入型通胀推动价格水平明显修复，GDP 平减指数连续 2 个季度为正。**(2)外部地缘扰动升级，增量政策与油煤化工替代逻辑推动工业生产改善。**新质生产力保持较快增长，边际贡献主要源于油气开采、酒饮料茶、化学制品、煤炭开采等。

- **收入分配：人均可支配收入增速小幅改善，居民消费意愿延续偏弱。**2026 前三季度人均可支配收入累计同比为 5.3%、较前值改善了 0.1 个百分点，其中财产净收入、经营净收入边际改善。居民投入产出端呈现“工时上升、时薪增速下滑”态势，2026Q3 企业就业人员周均工作时间小幅升至 48.2 小时，时薪增速则下滑了 0.4 个百分点至 6.0%。输入型通胀约束居民消费意愿，2026Q3 居民消费率为 66.8%，处于历年偏低水平。

- **固投端：投资企稳回升，财政金融协同发力。(1)制造业：**9 月制造业当月同比明显改善了 5.1 个百分点至-1.0%，其中计算机通信电子、化学制品、电气机械较前值改善较快，或指向新旧动能加快切换、制造业 K 型分化仍较凸显。**(2)基建：**9 月基建当月同比改善了 1.5 个百分点至-5.4%，连续 2 个月降幅收窄。往后看，PSL 降息扩围支持“六张网”建设叠加 5500 亿元地方政府债务结存限额，财政金融协同发力有助于推动基建投资增速回升。**(3)地产：**房地产投资降幅扩大，领先指标“商品房库销比”自 9 月以来出现转弱迹象，指向商品房去库压力增大，二手房价同比回升态势或有一定阻力。

- **消费：社零当月同比改善，服务消费好于商品消费。**以旧换新品类方面，受益于 2025 年同期基数下降，家具、通讯器材、建材等边际改善了 4.9、3.8、2.6 个百分点；其他品类方面，金银珠宝、石油制品、粮油食品、日用品等有不同程度回升，可能受油价走高和中秋前置释放需求两方面影响。

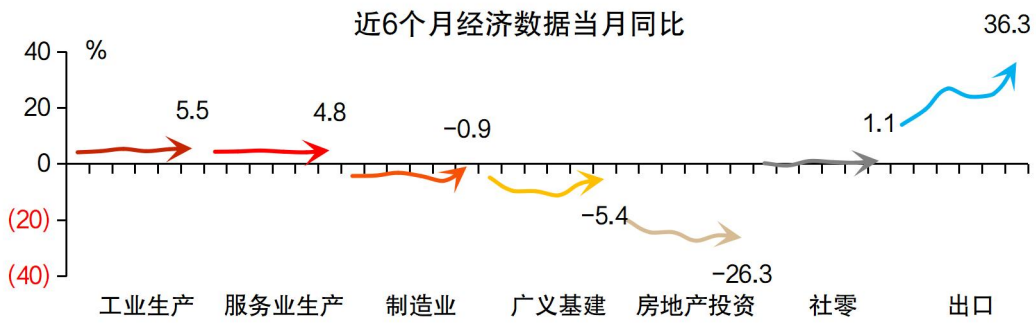
- **全年经济实现 4.5%-5.0%目标的压力或不大。**9 月外需增长强劲、内需投资消费企稳回升，叠加 9 月末以来一揽子稳增长政策加码，全年经济实现 4.5%-5.0%目标的压力或不大。10 月 19 日金融街论坛年会召开，重在稳定金融预期、防范债市负反馈，或对债市构成直接支撑；权益方面通过中长期制度建设修复市场生态，维护资本市场安全稳定，市场进一步下行风险或边际缓释、可能逐步进入阶段性筑底。

- **风险提示：国内政策不及预期，地缘政治反复超预期，美国经济超预期衰退。**

下载日志已记录，仅供内部参考

事件：2026Q3 GDP 实际同比 4.5%（Wind 一致预期 4.4%，下同），9 月工业增加值同比 5.5%（预期 5.5%），社零同比 1.1%（预期 0.7%），1-9 月服务零售额累计同比 5.0%，固定资产投资累计同比-7.2%（预期-7.5%）。其中，制造业、广义基建、房地产投资累计同比分别为-2.1%、-4.2%、-20.6%。

图表 1：9 月投资消费边际改善，外需增速明显加快

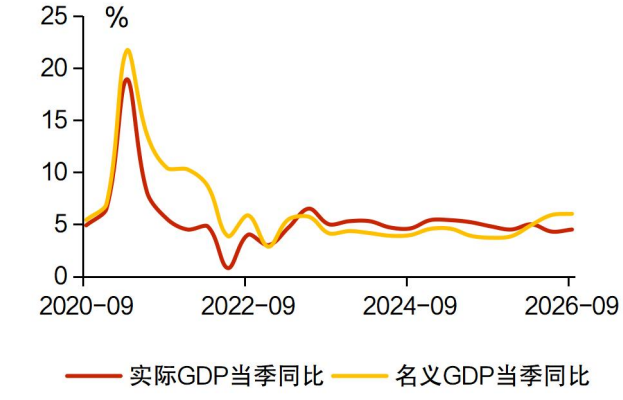


资料来源：Wind、华源证券研究所；注：近 6 个月的区间为 2026 年 4 月至 2026 年 9 月

1. GDP：Q3 经济动能筑底回升，外需支撑工业生产

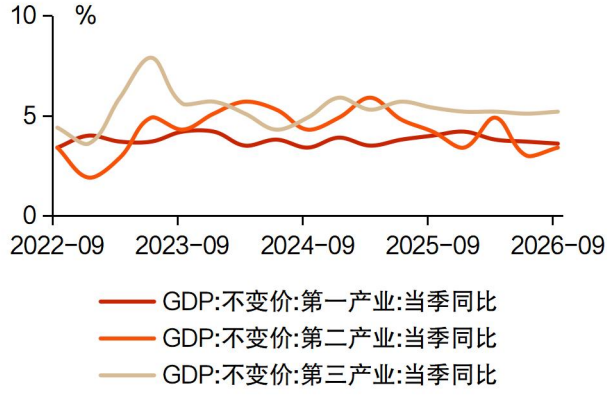
(1)2026Q3 实际 GDP 同比增长 4.5%，好于 Wind 一致预期和我们此前预测。Q3 GDP 环比为 1.2%，较前值改善 0.3 个百分点；分产业看，Q3 第一、二、三产业的 GDP 同比分别为 3.6%、3.4%、5.2%，较前值分别变动了-0.1、+0.4、+0.1 个百分点，第二产业改善较快；输入型通胀推动价格水平修复，Q3 名义 GDP 与实际 GDP 的增速差为 1.5%，连续 2 个季度为正。

图表 2：Q3 实际 GDP 同比回升



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 3：第二产业 GDP 增速改善较快



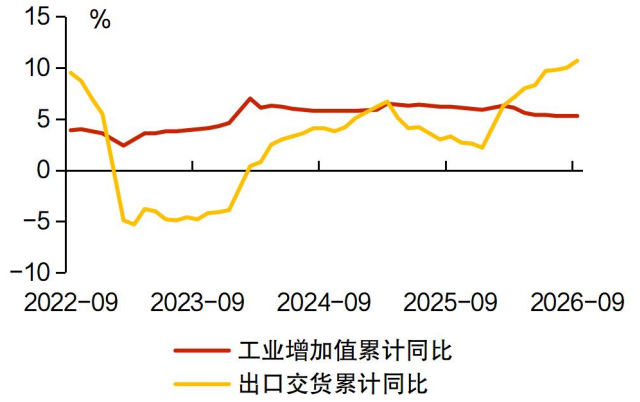
资料来源：Wind、华源证券研究所

(2)外部地缘扰动升级，增量政策与油煤化工替代逻辑推动工业生产改善。9 月工业增加值同比回升了 0.3 个百分点至 5.5%，工业增加值环比则改善了 0.1 个百分点至 0.6%。分行业来看，新质生产力保持较快增长，边际贡献主要源于油气开采、酒饮料茶、化学制品、煤炭开采等，9 月其工业增加值分别较前值改善了 3.6、2.5、2.4、2.3 个百分点，或指向能源

下载日志已记录，仅供内部参考

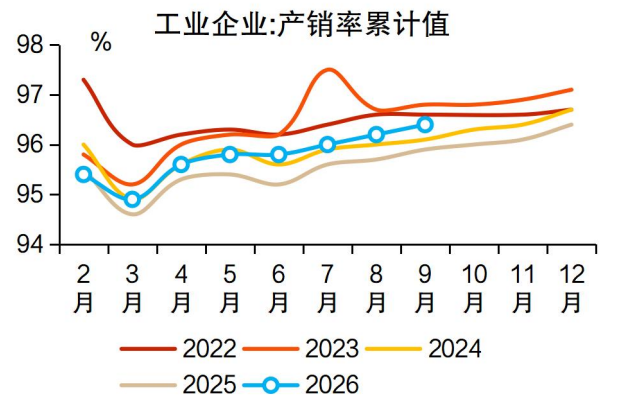
通道封锁背景下“海外装置减产+国产油煤化工替代”的迁移逻辑。供需结构来看，9 月产销率累计值为 96.4%、好于 2025 年同期水平，但距离过去 10 年同期均值的 97.1%仍有差距。服务业方面，9 月服务业生产同比回升了 0.7 个百分点至 4.8%，其中信息软件技术、租赁商务服务、交运仓储邮政边际改善，金融业连续 2 个月未披露、推测受权益市场调整可能有所回落。

图表 4：出口对工业生产构成较强支撑



资料来源：Wind、华源证券研究所

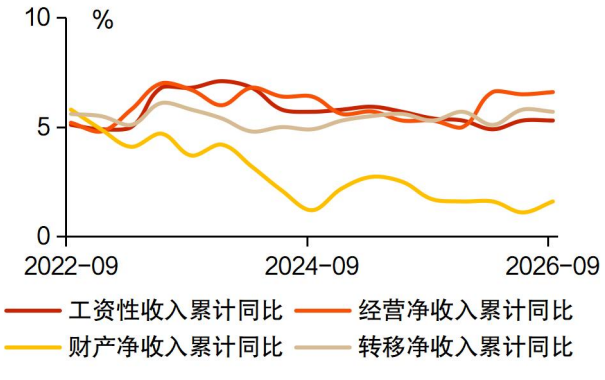
图表 5：9 月产销率高于 2025 年同期



资料来源：Wind、华源证券研究所

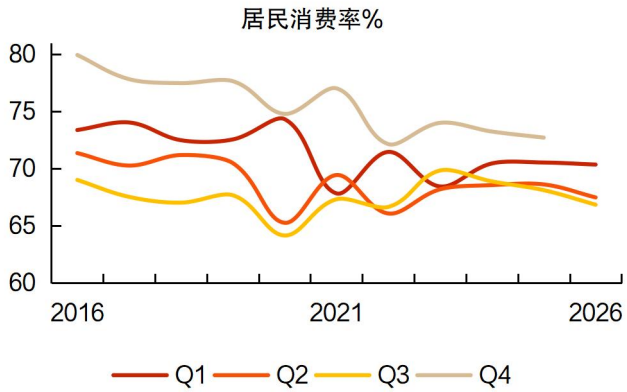
(3)人均可支配收入增速小幅改善，居民消费意愿延续偏弱。2026 前三季度人均可支配收入累计同比为 5.3%、较前值改善了 0.1 个百分点。其中，财产净收入、经营净收入累计同比分别改善了 0.5、0.1 个百分点至 1.6%、6.6%。居民投入产出端呈现“工时上升、时薪增速下滑”态势，2026Q3 企业就业人员周均工作时间小幅升至 48.2 小时，时薪增速则下滑了 0.4 个百分点至 6.0%。输入型通胀约束居民消费意愿，2026Q3 居民消费率为 66.8%，处于历年偏低水平。

图表 6：居民财产净收入和经营净收入改善



资料来源：Wind、华源证券研究所

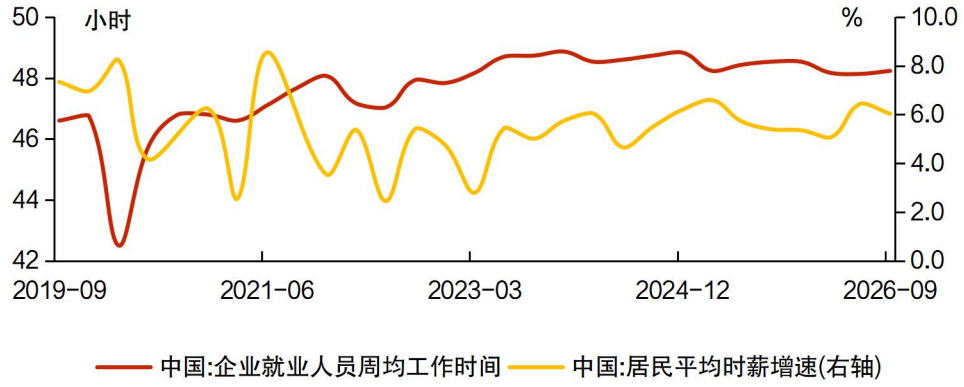
图表 7：Q3 居民消费率降至 66.8%



资料来源：Wind、华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 8：Q3 居民时薪增速放缓

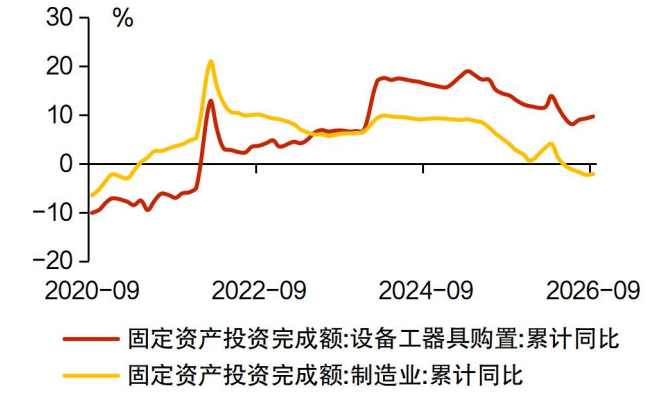


资料来源：Wind、华源证券研究所

2. 固投端：投资企稳回升，制造业改善较快

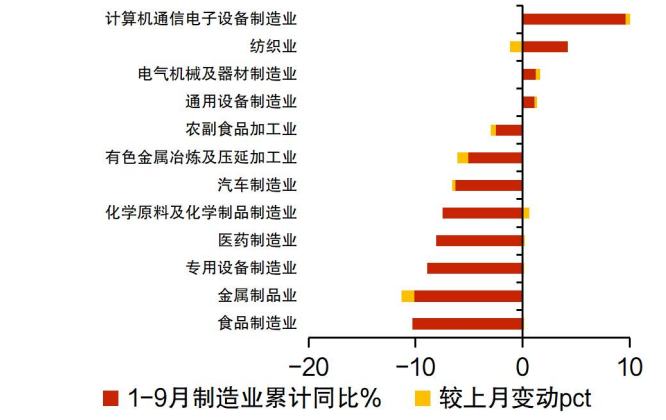
(1)制造业当月同比见底回升，新质生产力维持韧性。9 月制造业当月同比明显改善了 5.1 个百分点至-1.0%，9 月制造业累计同比则回升了 0.2 个百分点至-2.1%，初步结束了 2026 年 4 月以来的持续下滑态势。分行业来看，已披露细项中有 58.3%的制造业投资累计同比回暖，其中计算机通信电子、化学制品、电气机械较前值改善了 1.5、0.6、0.4 个百分点，或指向新旧动能加快切换、制造业 K 型分化仍较凸显。

图表 9：9 月制造业累计同比筑底回升



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 10：计算机、化学制品、电气机械等投资增速改善



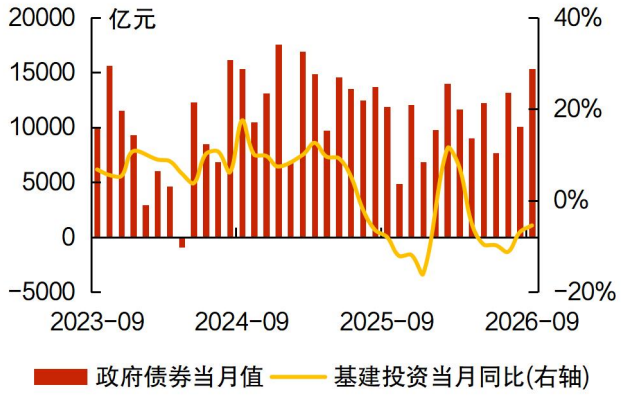
资料来源：Wind、华源证券研究所

(2)财政金融协同发力，基建投资增速有望回升。9 月基建累计同比下滑 0.2 个百分点至-4.2%，但 9 月基建当月同比改善了 1.5 个百分点至-5.4%，连续 2 个月降幅收窄。分行业来看，航空运输、道路运输、公共设施、水利管理等有不同程度回落。9 月 29 日，央行宣布下调抵押补充贷款（PSL）利率 0.25 个百分点并将支持领域扩容至“六张网”建设，10 月 9

下载日志已记录，仅供内部参考

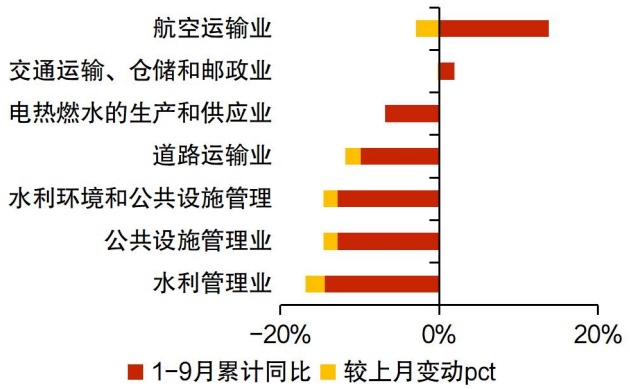
日财政部安排使用 5500 亿元地方政府债务结存限额，财政金融协同发力有助于推动基建投资增速回升。

图表 11：9 月基建当月同比延续回升



资料来源：Wind、华源证券研究所

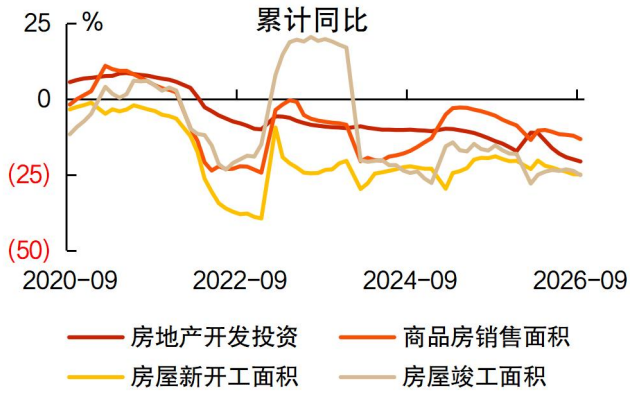
图表 12：航空运输业投资增速回落较多



资料来源：Wind、华源证券研究所

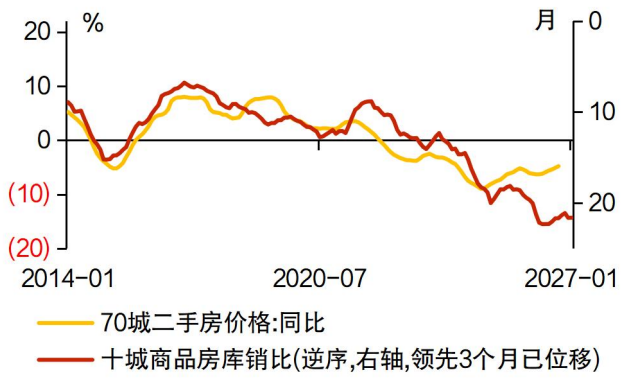
(3)地产：投资降幅扩大，二手房价同比回升态势或有阻力。9 月房地产投资累计同比下降 0.7 个百分点至-20.6%，新开工、竣工、销售面积累计同比分别较前值下滑了 0.1、1.4、1.1 个百分点。9 月 29 日中央财政对商业性个人住房贷款进行贴息，有利于稳定房地产市场预期并精准支持首套刚需，但贴息政策存在多项限制，我们认为其本质为托底政策而非刺激政策，覆盖广度和实际效果可能有限。需要指出的是，二手房价同比的领先指标“商品房库销比”自 9 月以来出现转弱迹象，指向商品房去库压力增大，往后看二手房价同比回升态势或有一定阻力。

图表 13：9 月房地产投资降幅扩大



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 14：Q4 二手房价同比回升或有阻力



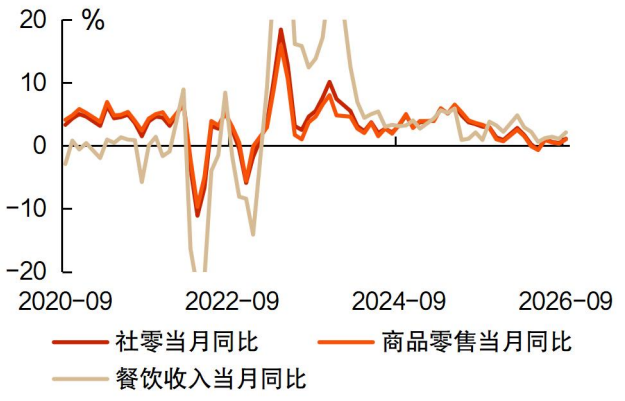
资料来源：Wind、华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 消费：社零当月同比改善，服务消费好于商品消费

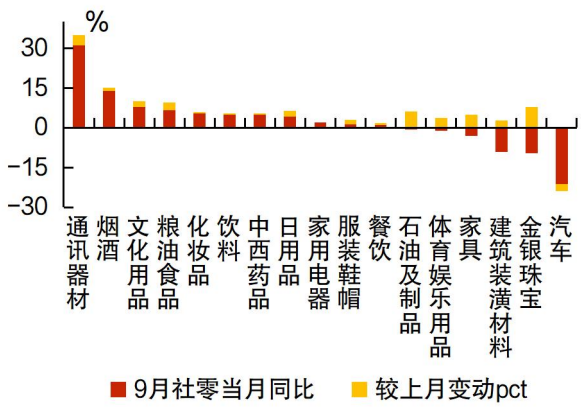
9 月社零累计同比持平前值的 1.1%，9 月社零当月同比回升了 0.7 个百分点至 1.1%。以旧换新品类方面，受益于 2025 年同期基数下降，家具、通讯器材、建材等边际改善了 4.9、3.8、2.6 个百分点；其他品类方面，金银珠宝、石油制品、粮油食品、日用品等有不同程度回升，可能受油价走高和中秋前置释放需求两方面影响。

图表 15：9 月社零当月同比改善



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 16：通讯器材、金银珠宝、家具等社零改善



资料来源：Wind、华源证券研究所

4. 全年经济实现 4.5%-5.0%目标的压力或不大

存量政策持续见效、增量政策稳步出台，9 月经济基本面呈现“外需增长强劲、内需投资消费企稳回升”的特征，结构分化的现象仍趋扩散。整体看三季度经济动能筑底回升，叠加 9 月末以来一揽子稳增长政策加码，全年经济实现 4.5%-5.0%目标区间的压力或不大。10 月 19 日金融街论坛年会召开，人民银行、金融监管总局、证监会围绕风险防控、流动性工具箱扩容、利率市场化改革、资本市场制度完善与制度型开放部署举措，重在稳定金融预期、防范债市负反馈，有望对债市构成直接支撑；权益方面依托中长期制度建设夯实市场生态，维护资本市场安全稳定，市场进一步下行风险或边际缓释、可能逐步进入阶段性筑底。

5. 风险提示

国内政策不及预期：若政策出台或执行不及预期，可能会影响我国经济修复弹性。

地缘政治反复超预期：若国际地缘冲突反复扰动，可能会加剧油价波动，冲击全球通胀环境和产业供需。

下载日志已记录，仅供内部参考

美国经济超预期衰退：若美国经济超预期衰退，可能对全球经贸需求和金融市场带来不稳定因素。

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。
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。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。
无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。

人在草木间