下载日志已记录，仅供内部参考

宏观研究

【粤开宏观】回升中的分化：三季度经济回顾与四季度展望

2026 年 10 月 19 日

投资要点

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

分析师：马家进
执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@ykzq.com

近期报告

《【粤开宏观】前三季度经济形势快评》2026-10-19

《【粤开宏观】9 月出口再提速：涨价支撑 AI 领跑，汽车与消费品增速回升》2026-10-14

《【粤开宏观】中欧贸易新格局：竞争、摩擦与合作》2026-10-11

《【粤开宏观】文旅热潮之下，消费潜力为何未充分释放？——中国文旅消费的特征、问题与制度成因》2026-10-07

《【粤开宏观】300 亿美元对等降税安排：美国对华关税的“变”与“不变”》2026-09-27

摘要

对当前宏观经济形势分析，既要看到在全球经济总体“低增长、高通胀”格局下中国经济的韧性和亮点，也要看到面临的需求不足尤其是消费低迷、企业账款清欠不及时、房地产持续调整及地方财政紧平衡等问题，更要看到政策和改革的空间和潜力依然较大，徙木立信、行胜于言。当前的核心是针对三大微观主体尽快推出系列改革和政策激发其积极性，从改革看，对于居民部门推出收入分配和社保改革、对于企业部门推出产权保护和市场准入改革、对于地方政府推出财税改革；从政策看，进一步提高地方政府债务限额或者增发国债转移支付给地方政府，恢复其发展经济的能力，度过新旧动能转换的第二阶段（新旧动能并行但旧动能仍占主导）并进入第三阶段（新动能占主导），如此则中国经济增速稳定在中速平台依然可期。

前三季度，我国 GDP 同比增长 4.6%，其中一季度增长 5.0%、二季度增长 4.3%、三季度回升至 4.5%，年内总体呈“U 型”走势。与 2025 年经济增速逐季放缓不同，今年三季度已经出现回升；与 2024 年经济增速在四季度才回升相比，回升时点也提前了一个季度。**除了低基数带来的同比改善外，经季节性调整后的三季度 GDP 环比增长 1.2%，比二季度加快 0.3 个百分点，表明经济增长的实际动能也有所增强。**9 月工业和服务业生产、消费、出口等多项指标增速加快，投资出现边际企稳迹象，经济运行的积极变化进一步增多。

三季度经济回升主要得益于外需持续走强、工业和服务业生产改善，以及宏观政策加力提效。全球 AI 投资扩张和传统消费品需求改善共同推动出口明显提速，高技术制造业和现代服务业较快发展，带动生产端持续改善；消费品以旧换新、设备更新、专项债加快发行等政策也发挥了托底作用。9 月工业和服务业生产进一步加快，消费有所改善，投资出现边际企稳迹象，9 月环比增长 0.07%，结束了此前连续数月环比下降的局面；1-9 月投资累计降幅与 1-8 月持平，未进一步下滑。但总体来看，本轮回升仍主要由外需和生产端驱动，消费和投资虽然有所好转，内生需求恢复仍然偏弱。

经济增长的“K 型分化”尚未明显收敛，而且分化不仅体现在新旧产业之间，也体现在生产、营收、利润、投资以及居民收入和消费等环节。AI 相关产业保持较高景气度，但部分传统行业需求不足、产能利用率偏低；一些行业生产增长难以带来收入和利润同步改善，另一些行业虽然受益于价格上涨、盈利明显增长，却未相应扩大投资。这反映出供强需弱、内卷式竞争和投资回报预期偏弱等问题。同时，新动能的就业和收入带动面仍然有限，居民收入增长相对温和，低于经济增速；消费支出增速更低，消费倾向持续下降，三季度居民平均消费倾向（人均消费支出/人均可支配收入）为 66.8%，低于去年同期。其背后既有新兴产业就业吸纳能力和增长收益扩散范围的制约，也有房地产调整、居民财富效应减弱和收入预期偏谨慎等因素的影响。

展望四季度，外需韧性、新动能成长和前期政策效果释放仍将支撑经济增长，

下载日志已记录，仅供内部参考

但房地产持续调整、企业投资和居民消费偏弱，以及外部环境变化等因素也将制约回升力度。**预计四季度 GDP 同比增长 4.7%左右，全年增长 4.6%左右，有望实现全年预期目标；全年经济增速达到 4.5%，要求四季度最低增速为 4.2%。**但考虑到当前经济增长潜力尚未充分释放、物价涨幅偏低、微观主体预期偏弱，不能仅满足于目标区间下限，而应争取推动经济增速向上沿靠拢。**四季度稳增长需要坚持存量政策加快落地与增量政策适时推出相结合，**重点提高财政资金和政策性金融工具使用效率，促进有效投资和民间投资恢复；加大对居民收入、就业和消费的直接支持；加快房地产去库存和风险化解。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



下载日志已记录，仅供内部参考

目　录

一、三季度经济增速回升，9 月积极变化进一步增多 4
二、经济“K 型分化”仍然明显，企业投资和居民消费改善相对滞后 5
三、四季度经济展望及政策建议 7
（一）四季度经济展望 7
（二）政策建议 8

图表目录

图表 1： 2026 年三季度 GDP 同比增速回升 5
图表 2： 汽车制造业与计算机、通信和其他电子设备制造业产能利用率分化 6
图表 3： 居民平均消费倾向下降 7

下载日志已记录，仅供内部参考

一、三季度经济增速回升，9 月积极变化进一步增多

三季度经济回升主要有三方面原因。

一是外需持续走强，出口增长明显提速，成为经济回升的重要动力。根据海关数据测算，按美元计价，三季度出口同比增长 28.4%，比二季度加快 8.3 个百分点；其中 9 月出口同比增长 36.3%，比 8 月加快 11.4 个百分点。出口较快增长，一方面得益于全球 AI 基础设施投资扩张和绿色转型带来的需求，集成电路、计算机设备、汽车等产品表现突出；另一方面，海外传统消费品需求改善，叠加我国制造业较强的产业链配套能力和供应链竞争力，家电及服装、鞋靴、箱包、玩具等传统消费品出口也明显加快。同时，出口市场多元化持续推进，增强了外贸韧性。出口需求扩张不仅直接带动外贸增长，也通过订单增加带动相关制造业生产，对三季度经济回升形成重要支撑。

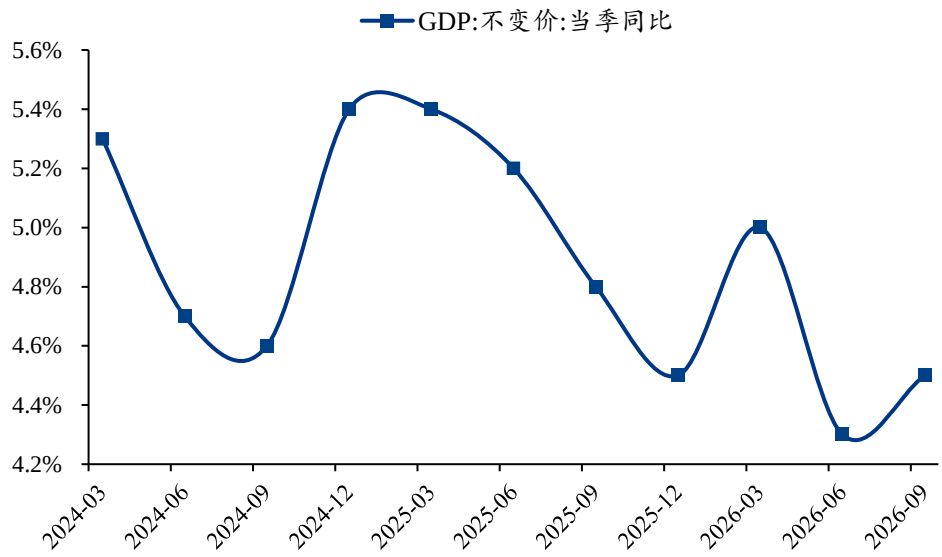
二是工业生产回升、服务业保持韧性，9 月生产端改善更加明显。三季度第二产业增加值同比增长 3.4%，比二季度加快 0.4 个百分点；第三产业增长 5.2%，加快 0.1 个百分点。工业方面，受出口订单增长、高技术制造业和装备制造业较快发展、以及大规模设备更新政策等因素带动，规模以上工业增加值同比增速从 7 月的 4.5%回升至 8 月的 5.2%和 9 月的 5.5%。其中，9 月计算机、通信和其他电子设备制造业增加值增长 16.4%，专用设备制造业增长 12.1%，反映出外需扩张和产业升级对工业生产的带动作用。服务业方面，AI 应用和企业数字化转型带动信息技术、商务服务等生产性服务业较快发展，暑期旅游和出行需求也对交通运输、住宿餐饮等行业形成支撑。9 月服务业生产指数同比增长 4.8%，比 8 月份加快 0.7 个百分点。**总体看，出口需求与新动能发展共同推动工业生产回升，现代服务业增长和部分服务消费需求改善则增强了经济增长的韧性。**

三是宏观政策持续加力，消费和投资出现一定边际改善。消费方面，6 月底下达第三批 625 亿元超长期特别国债资金，保障三季度消费品以旧换新政策接续实施；8 月进一步扩大个人消费贷款、服务业经营主体及中小微企业贷款贴息支持范围和额度，对部分商品消费和服务消费形成支持。9 月社会消费品零售总额同比增长 1.1%，比 8 月加快 0.7 个百分点；其中剔除汽车后的消费品零售额同比增长 3.9%，比 8 月加快 1.4 个百分点。投资方面，7 月初全年 2000 亿元超长期特别国债设备更新资金全部下达，支持约 1.1 万个项目；三季度新增地方政府专项债发行约 1.48 万亿元，明显高于二季度的 0.91 万亿元，加强了重点项目资金保障。9 月投资也出现边际企稳迹象，前三季度固定资产投资累计同比下降 7.2%，降幅与 1—8 月份持平，9 月环比增长 0.07%，结束了此前连续数月环比下降的局面。9 月初启动投放总规模 8000 亿元的新型政策性金融工具，将进一步加强项目资本金保障，其效果有望在四季度逐步显现。

总体来看，三季度经济增速回升、9 月份多项指标改善，反映出外需和新动能持续发挥重要作用，前期宏观政策也在逐步显效。**但本轮回升仍主要由外需和生产端带动，消费和投资虽然出现一定边际改善，总体仍然偏弱，经济增长向企业经营效益、投资扩张和居民消费的传导尚不充分。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图表1：2026 年三季度 GDP 同比增速回升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、经济“K 型分化”仍然明显，企业投资和居民消费改善相对滞后

“K 型分化”是今年以来中国经济运行的突出特征，三季度经济增速回升、9 月份多项指标改善，但这种结构性分化尚未明显收敛。一方面，AI 相关产业、高技术制造业和现代服务业保持较快增长，新动能持续壮大；另一方面，房地产及部分传统产业仍在调整，国内需求恢复相对缓慢。更值得关注的是，经济增长的分化不仅存在于不同行业之间，也体现在生产增长与企业营收、利润、投资以及居民收入、消费之间，生产端的较快增长尚未形成广泛而顺畅的传导效应。

首先，新旧动能和工业行业内部分化明显，部分行业产能利用率偏低，供强需弱问题仍较突出。前三季度，高技术制造业增加值同比增长 14.3%，比上年同期加快 4.7 个百分点。其中，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值增长 15.8%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 12.7%；而受房地产产业链影响，非金属矿物制品业下降 2.9%。产能利用情况同样存在明显差异。三季度全国规模以上工业产能利用率为 73.1%，比上年同期下降 1.5 个百分点。其中，电子设备制造业产能利用率达到 80.2%，同比提高 1.2 个百分点；汽车制造业仅为 66.2%，同比下降 7.1 个百分点；非金属矿物制品业更是低至 61.2%。

其次，企业生产增长与经营效益改善、投资扩张并不同步，行业间差异尤为明显。1—8 月，规模以上工业企业营业收入同比增长 6.6%，利润总额增长 15.7%，但**盈利改善主要集中在部分行业。**其中，电子设备制造业营业收入同比增长 20.1%，利润增长 109.9%，前三季度投资同比增长 9.6%，受 AI 相关需求和产品价格上涨等因素带动，呈现生产、盈利和投资共同增长的态势。相比之下，汽车制造业 1—8 月营业收入同比仅增长 2.9%，利润下降 16.0%，前三季度投资下降 6.3%，这与终端需求偏弱、市场竞争激烈、产品价格承压等有关。此外，**部分行业营收和利润改善具有较强的价格驱动特征，但在产能利用不足、未来需求和盈利持续性尚不明朗，以及前期项目投资周期等因素影响下，盈利改善并未同步转化为投资增长。**例如，有色金属冶炼和压延加工业前三季度增加值同比

下载日志已记录，仅供内部参考

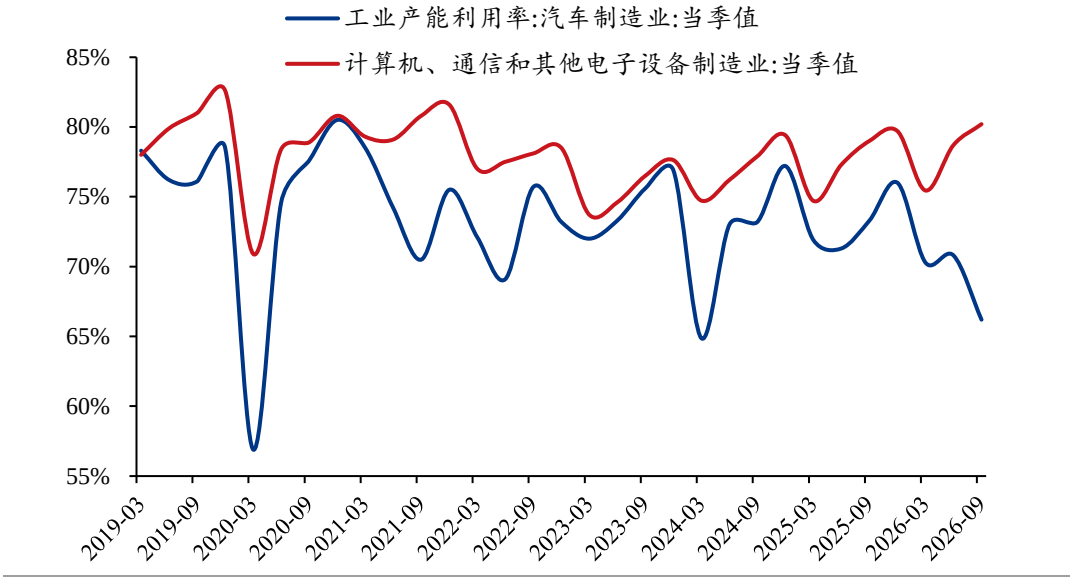
下降 1.6%，但 1—8 月营业收入增长 18.5%、利润增长 82.9%，主要受到金属价格大幅上涨影响，9 月该行业 PPI 同比上涨 21.4%，而前三季度投资却下降 5.1%；化学原料和化学制品制造业 1—8 月利润同比增长 51.0%，但前三季度投资下降 7.5%。

再次，新动能增长红利向居民就业、收入和消费的扩散有限。AI、高端制造等产业快速发展，带动相关企业生产经营改善，也对部分高技能岗位需求形成支撑，但尚未形成广泛的就业和收入带动效应。前三季度，全国城镇调查失业率平均为 5.2%，与上年同期持平；全国居民人均可支配收入名义同比增长 5.3%，略低于同期名义 GDP 增速（5.6%），居民收入增长未能明显跑赢经济总量增长；居民收入中位数同比增长 4.6%，低于人均收入增速 0.7 个百分点。与此同时，居民人均消费支出名义同比增长 3.6%，比上年同期放缓 1 个百分点，明显低于收入增速。居民收入总体保持增长，但消费支出增长相对滞后，经济增长尚未充分转化为居民购买力和消费需求的同步改善。三季度居民平均消费倾向（人均消费支出/人均可支配收入）为 66.8%，自 2024 年同期以来持续回落。

最后，增长传导不畅受到多重因素制约。一是部分行业如汽车生产能力较强，但国内有效需求不足，企业面临较强竞争和盈利压力，生产增长难以充分转化为经营效益，进而制约投资扩张。二是 AI、高端制造等新兴产业技术和资本密集度较高，产出快速增长未必带来同比例的就业增加，而房地产、建筑及部分传统服务业调整影响的就业群体相对广泛，新旧产业之间的就业吸纳能力存在差异。三是新兴产业增长收益更多首先体现在部分优势企业和高技能劳动者，向产业链中小企业及普通劳动者扩散仍需要时间。四是房地产持续调整削弱了居民财富效应，叠加就业收入预期偏谨慎以及养老、医疗、教育等长期支出压力，增加了居民预防性储蓄需求，制约消费意愿改善。

因此，当前“K 型分化”的深层问题，不仅是新旧动能增长速度不同，更在于生产增长、企业盈利、投资扩张、居民收入和消费之间尚未形成顺畅的良性循环。缓解结构性分化，需要在培育新动能的同时，着力改善供需关系和企业盈利预期，扩大增长的就业和收入带动面，增强经济增长的内生动力。

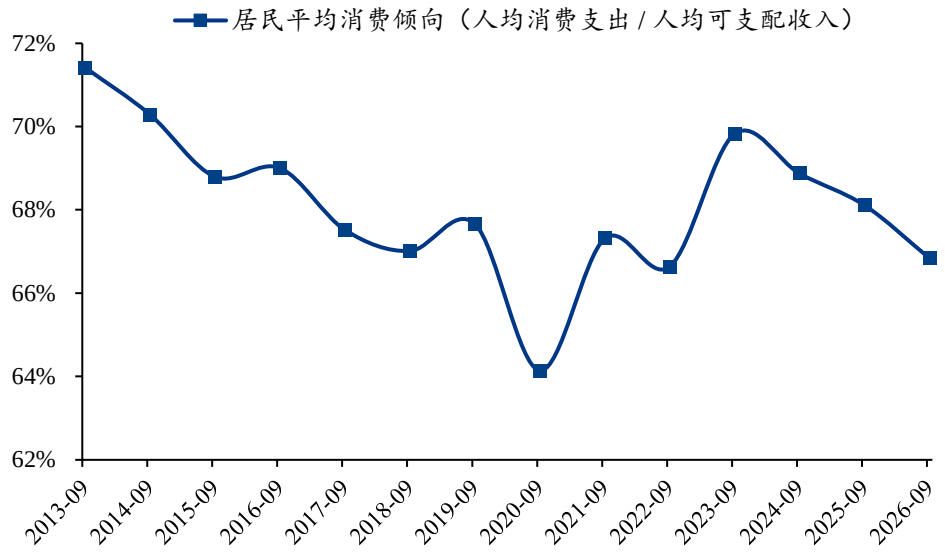
图表2：汽车制造业与计算机、通信和其他电子设备制造业产能利用率分化



资料来源：Wind、粤开证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

图表3：居民平均消费倾向下降



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、四季度经济展望及政策建议

（一）四季度经济展望

前三季度 GDP 同比增长 4.6%，为完成全年 4.5%—5%的经济增长目标奠定了较好基础。按照上年四季度 GDP 占全年约 27.7%的比重粗略测算，**今年四季度 GDP 同比仅需增长 4.2%，便有望支撑全年增长 4.5%左右；如果四季度保持 4.5%—5%的增长，全年增速大致在 4.6%—4.7%之间。**

然而，当前不能仅满足于实现目标区间的下沿，而应争取推动经济增速向上沿靠拢。从工业产能利用率偏低、投资和消费需求不足等情况看，经济增长潜力尚未得到充分释放，实际增速仍可能低于潜在增长水平；前三季度 CPI 同比仅上涨 0.9%，明显低于全年 2%左右的预期目标，企业和居民的信心与预期也有待进一步改善。因此，有必要保持宏观政策力度，推动经济在实现合理增长的同时，加快改善供需关系和微观主体经营状况。

四季度经济保持平稳增长具备一定支撑，但增长动力的持续性仍存在不确定性。预计四季度 GDP 同比增长 4.7%，全年增长 4.6%左右。一方面，全球 AI 基础设施投资、绿色转型和传统消费品需求有望继续支撑出口，高技术制造业、装备制造业和现代服务业保持较快发展，前期出台的财政金融政策包括新型政策性金融工具、地方债务结存限额以及“六张网”部署安排也将进一步落地显效，为四季度经济增长提供有利条件。**另一方面，**这些支撑因素仍较多集中于外需和生产端，对国内需求的带动尚不充分，而且外需本身也存在波动风险。全球 AI 投资能否延续高增长、国际贸易摩擦是否加剧，以及地缘政治和能源价格波动，都可能影响出口表现。国内方面，房地产市场持续调整、企业投资意愿不足和居民消费偏弱，仍是制约经济增长的主要因素。同时，部分行业产能利用率偏低，企业生产增长向盈利和投资的传导不够顺畅。如果四季度出口增速有所回落，而国内需求又未能明显改善，经济增长仍可能面临下行压力。

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）政策建议

四季度稳增长需要坚持存量政策加快落地与增量政策适时推出相结合，更加突出扩大有效需求、改善企业经营和稳定居民预期。

一是加快财政资金和政策性金融工具落地，促进有效投资和民间投资恢复。加快使用 10 月初安排的 5500 亿元地方政府债务结存限额，其中 3000 亿元一般债务额度重点用于增强县区财政保障能力，2500 亿元专项债务额度支持四季度有实际资金需求的重点项目。加快剩余新增专项债额度发行使用，以及总规模 8000 亿元的新型政策性金融工具投放，优先支持在建项目、城市更新、公共服务补短板和基础设施存量改造等领域，尽快形成实物工作量，避免在产能利用率较低的行业重复扩大供给。同时，加快清理拖欠企业账款，完善民间资本参与重大项目的机制，推动更多具有稳定收益的项目向民间资本开放，改善企业现金流和投资回报预期。

二是加大居民收入和消费支持力度，推动消费需求更广泛恢复。用好 9 月底下达的第四批 625 亿元消费品以旧换新资金，加快补贴审核兑付，推动个人消费贷款、服务业经营主体及中小微企业贷款贴息政策更好落地。在此基础上，**可以考虑由中央财政适时推出更有针对性的增量措施，对中低收入群体和困难家庭给予一次性生活补助，并对养老、托育、家政、文旅等服务消费给予适度支持，扩大政策受益面。**同时，加大对吸纳就业较多的中小微企业的稳岗和社保补贴力度，支持高校毕业生等重点群体就业，促进就业、收入和消费形成良性循环。

三是加快房地产去库存和风险化解，稳定住房需求和市场预期。提高已出台的首套住房商业性个人住房贷款贴息政策实施效率，简化审核和办理流程，支持符合条件的刚性住房需求，并因城施策进一步支持合理改善性住房需求。加快推动存量商品房收购用作保障性住房，完善收购定价、租金收益平衡和风险分担机制，对符合条件的收储项目考虑给予适度中央财政贴息或风险补偿，提高专项债和保障性住房再贷款的实际使用效率。同时，根据不同城市库存和人口变化情况，合理控制新增住宅用地供应，加快盘活闲置土地，继续做好保交房和房地产企业债务风险化解，促进房地产市场逐步恢复供需平衡。

四是尽快研究进一步提高地方政府债务限额或者增发国债转移支付给地方政府，以弥补房地产调整带来的财力缺口，支持地方化债、收储和清欠等。当前三大微观主体积极性的核心是地方政府积极性和财力不足，要以恢复地方政府财力为契机带动企业账款清欠的解决以及提高居民公共服务等问题。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任副总裁，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

投资者应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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com