下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 10 月 20 日

经济边际回升，政策效果待释放

——宏观经济点评

宏观研究团队

潘纬桢（分析师）
panweizhen@kysec.cn
证书编号：S0790524040006

沈美辰（分析师）
shenmeichen@kysec.cn
证书编号：S0790524110002

事件：2026 年三季度实际 GDP 同比增长 4.5%。9 月工业增加值同比 5.5%；社会消费品零售总额同比 1.1%；固定资产投资累计同比-7.2%。

● 三季度 GDP：实际 GDP 回升，价格推动名义 GDP 走强

三季度经济增长动能边际增强，名义 GDP 增速提至 6%。三季度实际 GDP 同比增长 4.5%，结束二季度的增速放缓。分产业看，三季度第二、第三产业增加值同比分别增长 3.4%、5.2%。三季度名义 GDP 同比为 6%，高于二季度的 5.89%。我们测算，四季度实际 GDP 同比增长约 4.2%，即可支持全年增速达到 4.5%的目标下限。

三季度末基本面除了强势的外需贡献外，生产与消费均有改善，总体态势积极。但固定资产投资仍疲软，消费的持续性有待观察。判断后续修复程度，关键不仅在于已出台政策的落地进度和效果，更在于需求端的改善，能否进一步扩散至实体部门，带动民间投资及居民更广泛的消费支出回升。

● 生产端：工业与服务同步改善

9 月生产端回升，生产扩张存在结构差异。9 月工业增加值同比增长 5.5%，较 8 月加快 0.3 个百分点。总量回升主要受益于采矿、公用事业的改善。三季度工业产能利用率为 73.1%，同比下降 1.5 个百分点。其中，电子行业、专用设备制造同比上行，AI 产业链和出口链仍然起到较强支撑。服务业方面，9 月生产指数同比增长 4.8%，较 8 月加快 0.7 个百分点。

● 固投端：总量降幅止扩，稳增长政策推动项目落地

1、制造业：AI 链景气度仍高，设备购置投资回暖。1-9 月制造业投资下降 2.1%，降幅较 1-8 月收窄 0.2 个百分点。9 月单月同比由-6.1%大幅提升至-1%，边际修复加速。计算机通信电子设备制造、电气机械及器材制造投资同比较 1-8 月加速。

2、基建：算力新基建相关投资较强，传统领域仍待改善。1-9 月基建投资下降 4.2%，降幅较 1-8 月扩大 0.2 个百分点。单月来看，9 月基建投资同比降幅由-6.9%缩窄至-5.5%，边际改善趋势延续，力度不弱，地方项目落地偏慢或是主要制约。政策的针对性解决方案逐步落地。国常会加力推动项目进度，资金同时加码。9 月专项债发行显著加速，专项债务结存限额 2500 亿元下达，四季度基建投资有望稳步回升。

3、地产：总量仍弱，价格局部企稳。9 月，地产开发投资同比下滑 27.2%，降幅较 8 月再扩大 1 个百分点。新旧房成交分化，价格局部企稳。量方面，新房销售面积降幅扩大，二手房网签面积则小幅改善。价上，一线城市的新房和二手房环比保持正增且同比降幅持续收窄；二、三线价格环比仍有波动，价格企稳尚未普及。

● 消费：节日、价格等因素助推社零改善

9 月社零同比增长 1.1%，较 8 月加快 0.7 个百分点。除汽车以外的消费品零售额相对总量改善幅度更大。**结构上有三点值得关注：**一是食品、餐饮同步提速，节日需求前移可能贡献部分改善。二是通讯、石油类改善包含价格影响，部分品类价格上涨对社零有短期拉动作用。三是大宗消费品仍有分化。汽车类零售下降 21.2%，家电类增长 1.9%，放缓 0.4 个百分点。服务消费继续好于商品消费。后续应关注节日因素消退后，汽车、家电及日常消费能否接续改善，以验证内生需求修复的持续性。

● 风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《财政支出仍有发力空间—宏观经济点评》-2026.8.22

《经济放缓，新动能逆势提速—宏观经济点评》-2026.8.18

《通胀温和回落，美联储加息的门槛仍较高—美国 7 月 CPI 点评》-2026.8.13

下载日志已记录，仅供内部参考

目　录

1、 GDP：实际 GDP 回升，价格推动名义 GDP 走强 3
2、 生产端：工业与服务同步改善 3
3、 固投端：总量降幅止扩，稳增长政策推动项目落地 4
4、 消费：节日、价格等因素助推社零改善 7
5、 风险提示 8

图表目录

图 1： 三季度实际 GDP 回升至 4.5% 3
图 2： 三季度第二产业增速有所改善 3
图 3： 9 月出口交货值增速再度走强 4
图 4： 生产端新兴产业的支撑高位边际下行 4
图 5： 9 月投资结构分化，制造业投资回升幅度显著 5
图 6： 设备工器具购置增速继续走强 5
图 7： 计算机电子设备制造、电气机械制造同比加速 5
图 8： 9 月传统基建投资增速延续放缓 6
图 9： 9 月专项债发行大幅提速 6
图 10： 地产销售和开工增速仍未见改善 7
图 11： 一线城市房价在正区间企稳 7
图 12： 9 月金银珠宝、石油及制品等分项同比增幅较强 8
图 13： 汽车消费对社零增速的拖累加大 8
图 14： 服务消费-商品消费剪刀差提高至 4% 8

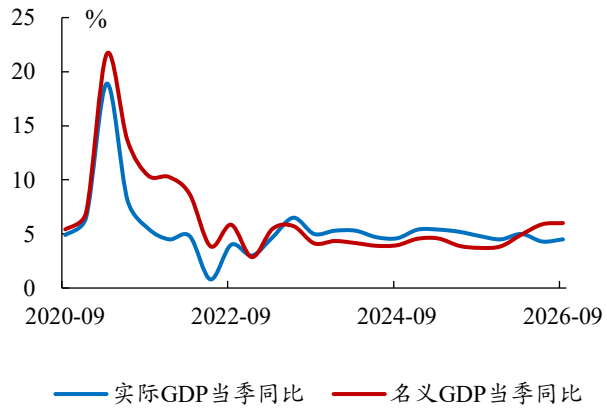
下载日志已记录，仅供内部参考

事件：2026 年 9 月工业增加值同比 5.5%；社会消费品零售总额同比 1.1%；固定资产投资累计同比-7.2%。其中，基础设施、制造业、房地产开发投资累计同比分别为-4.2%、-2.1%、-20.6%。

1、 GDP：实际 GDP 回升，价格推动名义 GDP 走强

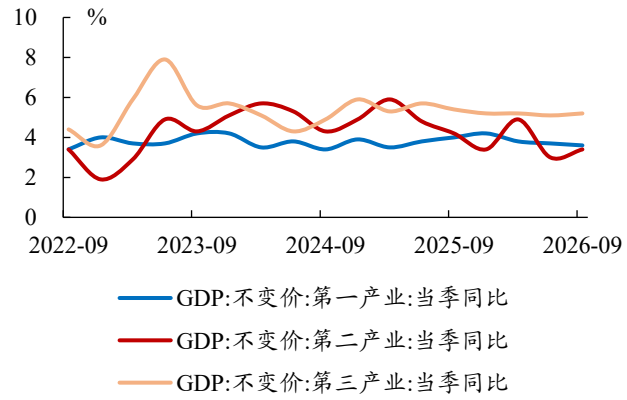
三季度经济增长动能边际增强，名义 GDP 增速提至 6%。三季度实际 GDP 同比增长 4.5%，结束二季度的增速放缓；季调环比增长 1.2%，也高于二季度的 0.9%，同比改善并非仅由基数变化带来。分产业看，三季度第二、第三产业增加值同比分别增长 3.4%、5.2%，服务业增长快于第二产业。三季度名义 GDP 同比为 6%，高于二季度的 5.89%。三季度价格水平较二季度也有所提升，对名义 GDP 起到一定拉动效果。我们测算，四季度实际 GDP 同比增长约 4.2%，即可支持全年增速达到 4.5%的目标下限。

图1：三季度实际 GDP 回升至 4.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：三季度第二产业增速有所改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

当前更接近局部改善带动总量回升，修复幅度仍待需求端验证。三季度基本面除了强势的外需贡献外，季度末生产与消费均有改善，总体态势积极。但固定资产投资仍疲软，消费的持续性有待观察。9-10 月一系列稳增长政策出台，或将助力投资端边际回升。判断后续修复程度，关键不仅在于已出台政策的落地进度和效果，更在于需求端的改善，能否进一步扩散至实体部门，带动民间投资及居民更广泛的消费支出回升。

2、 生产端：工业与服务同步改善

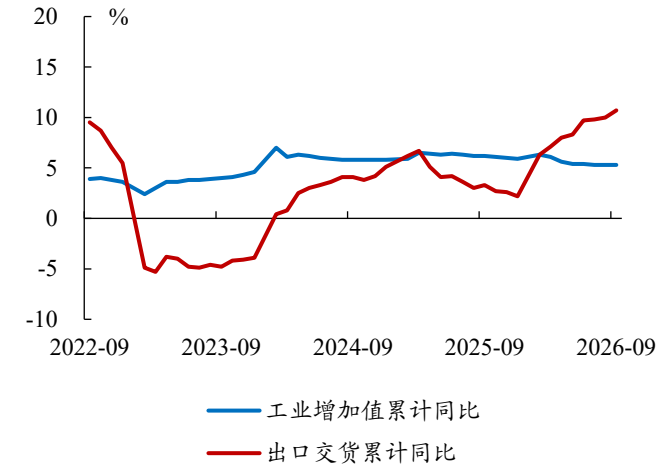
9 月生产端回升，生产扩张存在结构差异。9 月工业增加值同比增长 5.5%，较 8 月加快 0.3 个百分点。其中，采矿业同比由下降 1.4%转为增长 1.3%(+2.7 个百分点)，公用事业增长 5.6%，较 8 月加快 0.7 个百分点；制造业增长 6.0%，反而小幅放缓 0.1 个百分点。电子、汽车、电气机械行业增加值增速均较 8 月回落，专用设备则有所加快。高技术制造业仍维持 15.3%的较高增长（-1.4 个百分点）。9 月的总量回升主

下载日志已记录，仅供内部参考

要还是受益于采矿、公用事业的改善。

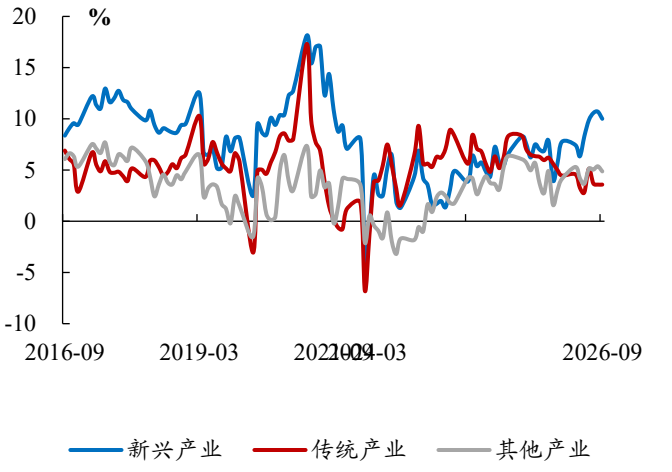
三季度工业产能利用率为 73.1%，同比下降 1.5 个百分点。其中，电子行业为 80.2%，同比上行 1.2 个百分点；专用设备制造为 77.7%，同比上行 2.2 个百分点。AI 产业链和出口链仍然起到较强支撑。服务业方面，9 月生产指数同比增长 4.8%，较 8 月加快 0.7 个百分点，信息服务、商务服务等保持较快增长，生产端改善并不限于工业。

图3：9 月出口交货值增速再度走强



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：生产端新兴产业的支撑高位边际下行



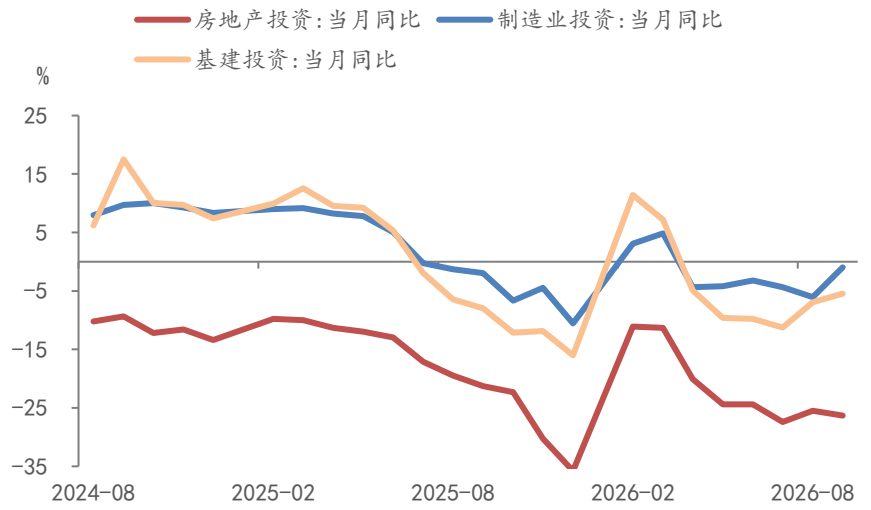
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 固投端：总量降幅止扩，稳增长政策推动项目落地

投资边际企稳，但景气度的实质性回升仍需观察。1-9 月固定资产投资同比下降 7.2%，降幅与 1-8 月持平。9 月单月来看，固定资产投资增速回升 3.8 个百分点至-7.2%。制造业、基建投资同比分别回升 5.1、1.5 个百分点至-1%和-5.5%，房地产投资继续回落，同比降幅扩大至 26.3%。

下载日志已记录，仅供内部参考

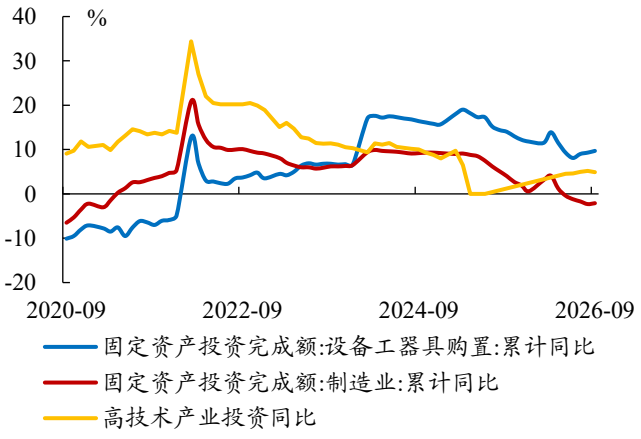
图5：9 月投资结构分化，制造业投资回升幅度显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

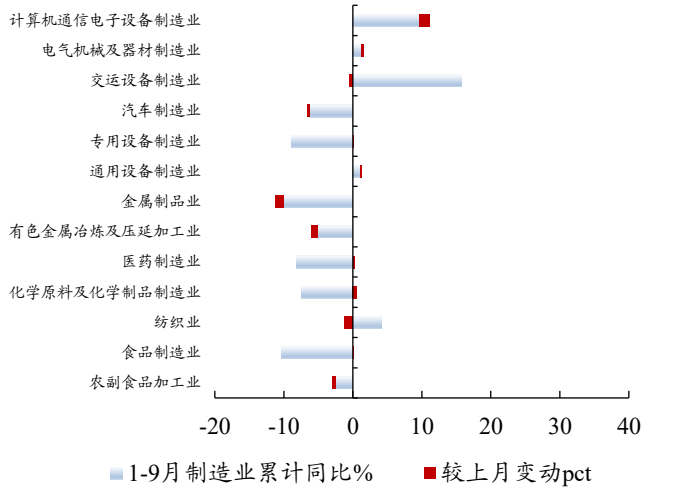
（1）制造业：AI 链景气度仍高，设备购置投资回暖。1-9 月制造业投资下降 2.1%，降幅较 1-8 月收窄 0.2 个百分点。9 月单月同比由-6.1%大幅提升至-1%，边际修复加速。1-9 月累计来看，计算机通信电子设备制造投资增长 9.6%，较 1-8 月加快 1.5 个百分点；电气机械及器材制造投资同比增长 1.2%，较 1-8 月加快 0.4 个百分点。运输设备制造业投资增长 15.8%，高增速下边际有所放缓。汽车、化工行业投资则分别下降 6.3%、7.5%。设备工器具投资同比增速加快 0.4 个百分点至 9.7%。

图6：设备工器具购置增速继续走强



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

图7：计算机电子设备制造、电气机械制造同比加速



数据来源：Wind、开源证券研究所

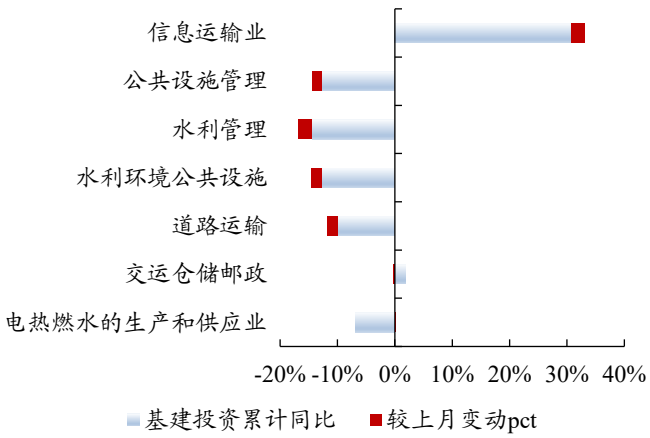
（2）基建：算力新基建相关投资较强，传统领域仍待改善。1-9 月基建投资下

下载日志已记录，仅供内部参考

降 4.2%，降幅较 1-8 月扩大 0.2 个百分点。前 9 月累计，信息传输业[1]投资增长 30.8%（+2.4pct），但道路运输、水利管理、公共设施管理业投资仍分别下降 9.9%（-1.9pct）、14.4%（-2.4pct）、12.8%（-1.6pct）。新型设施投资的较高增速与传统基建的弱势形成分化。单月来看，9 月基建投资同比降幅由-6.9%缩窄至-5.5%，边际改善趋势已现。

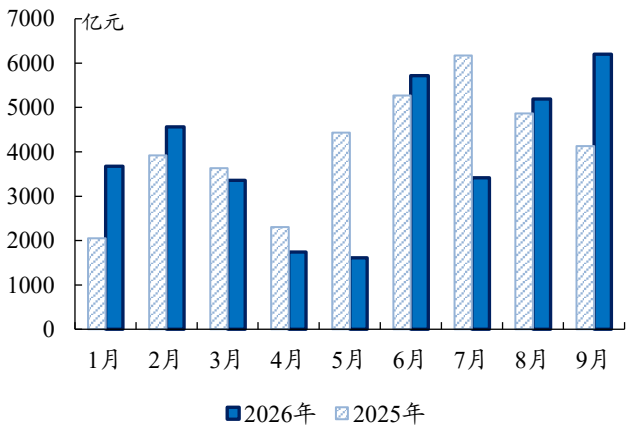
财政力度不弱，地方项目落地偏慢或是主要制约。受益于广义财政持续放量，9 月基建投资边际回暖，但力度和持续性仍需加强。面对项目约束，政策的针对性解决方案逐步落地。9 月 28 日国常会提出“加大宏观政策逆周期调节力度”、“加紧加力推动各项政策落地落实”、“推动‘十五五’规划、‘六张网’实施方案等明确的重大工程项目尽早开工建设”，加力推动项目进度。资金同时加码。9 月专项债发行显著加速，达到全年最高点，10 月财政部下达专项债务结存限额 2500 亿元，分配给有实际项目资金需求地区，体现形成实物工作量的紧迫性。四季度基建投资累计增速有望稳步回升。

图8：9 月传统基建投资增速延续放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：9 月专项债发行大幅提速



数据来源：Wind、开源证券研究所

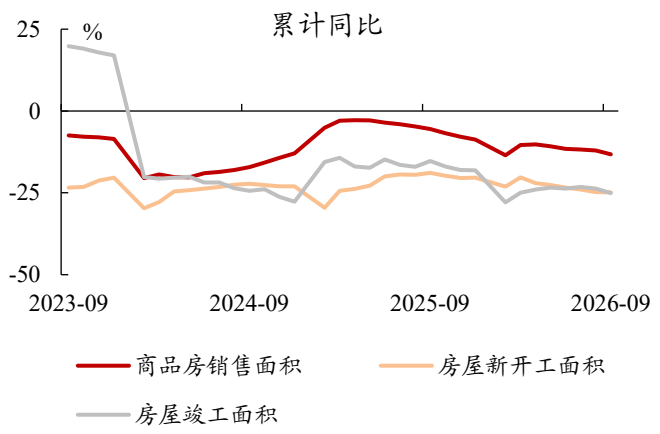
（3）地产：总量仍弱，价格局部企稳。9 月，地产开发投资同比下滑 27.2%，降幅较 8 月再扩大 1 个百分点。1-9 月地产投资累计下滑 20.6%，增速已降至年内最低。地产投资改善还需时间。

新旧房成交分化，价格局部企稳。量上，1-9 月新房销售面积同比下降 13.2%，降幅较 1-8 月扩大 1.1 个百分点，二手房网签面积则同比增长 10.7%（1-8 月 10.6%），新房需求仍弱。价上，9 月一线城市二手住宅价格环比上涨 0.2%，一线城市的新房和二手房环比保持正增且同比降幅持续收窄；二、三线价格环比仍有波动，价格企稳尚未普及。市场改善仍集中于二手房成交和核心城市价格，传导至新房销售及开发投资仍需时间。

[1] 此处的信息运输业口径为统计局“基础设施投资”下的信息传输业，包含“电信、广播电视和卫星传输服务、互联网和相关服务”两类行业，是较窄口径的信息运输业，该指标一定程度上能反映算力新基建的投资增速。

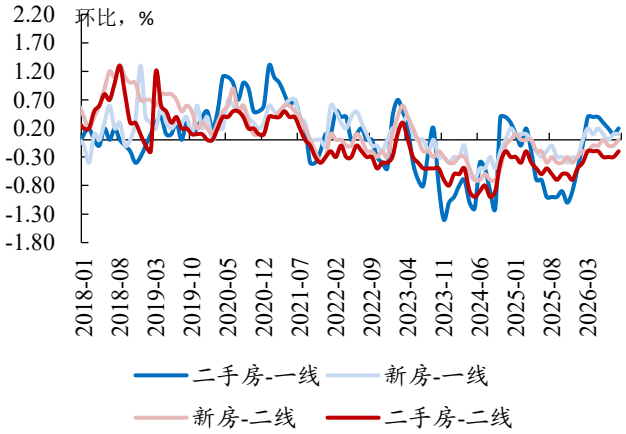
下载日志已记录，仅供内部参考

图10：地产销售和开工增速仍未见改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：一线城市房价在正区间企稳



数据来源：Wind、开源证券研究所，注：70 大中城市数据

4、 消费：节日、价格等因素助推社零改善

9 月社零同比增长 1.1%，较 8 月加快 0.7 个百分点。除汽车以外的消费品零售额增长 3.9%，较 8 月加快 1.4 个百分点，相对总量改善幅度更大。

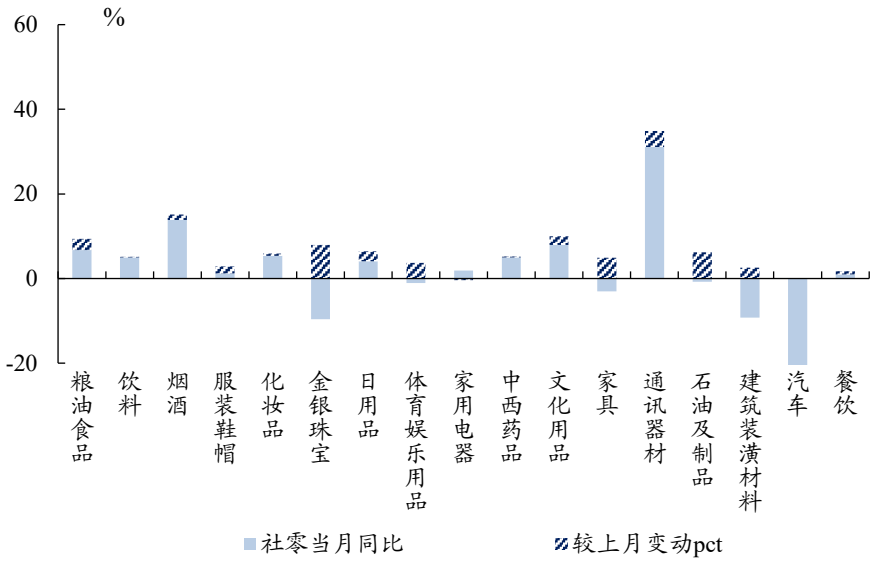
结构上有三点值得关注：

一是食品、餐饮同步提速。粮油食品类零售、餐饮收入分别增长 6.7%、2.1%，较 8 月加快 2.7、1.0 个百分点。2026 年中秋提前至 9 月，节日需求前移可能贡献部分改善。**二是**通讯、石油类改善包含价格影响。通讯器材类增长 31.1%，加快 3.8 个百分点；石油及制品类下降 0.8%，降幅收窄 6.2 个百分点。同期手机、汽油价格同比涨幅均扩大，部分品类价格上涨对社零有短期拉动作用。**三是**大宗消费品仍有分化。汽车类零售下降 21.2%，降幅扩大 2.7 个百分点；家电类增长 1.9%，放缓 0.4 个百分点。后续应关注节日因素消退后，汽车、家电及日常消费能否接续改善，以验证内生需求修复的持续性。

服务消费继续好于商品消费。1-9 月服务零售额增长回升至 5.0%，商品零售额增长 1%，两者剪刀差为 4 个百分点。

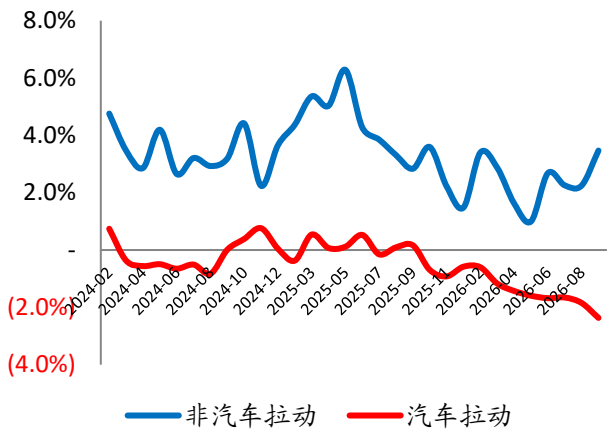
下载日志已记录，仅供内部参考

图12：9月金银珠宝、石油及制品等分项同比增幅较强



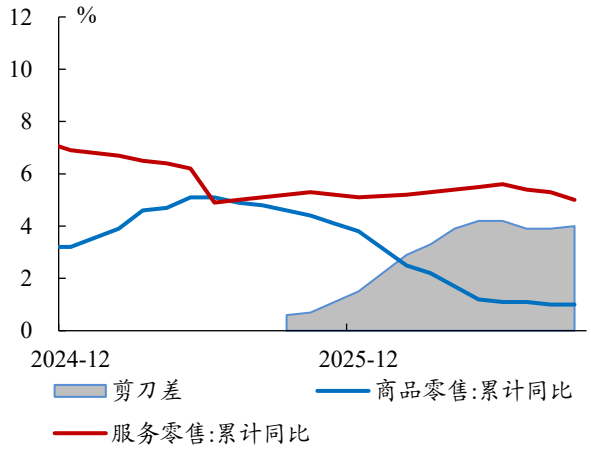
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：汽车消费对社零增速的拖累加大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：服务消费-商品消费剪刀差提高至4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

(1)政策力度不及预期;

(2)美国经济超预期衰退。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

下载日志已记录，仅供内部参考

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。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。

开源证券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。开源证券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。

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。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn