下载日志已记录，仅供内部参考



宏观速评报告

# 经济运行总体平稳，动能向新、结构向优

方 正 证 券 研 究 所 证 券 研 究 报 告

分析师

杨文吉 登记编号：S1220525040001

许茹纯 登记编号：S1220525030003

**2026 年三季度，在稳增长政策加码和基数效应共同作用下，当季 GDP 实际同比增速较二季度小幅回升，名义增速则在国际油价与 AI 产业链涨价的带动下继续走高。**前三季度经济总量仍运行在年度目标区间之内，当季环比增速同步加快，增长动能有所改善。价格层面，名义增速已升至近年高位，平减指数连续为正，但回升主要由能源和 AI 相关行业拉动，上下游之间仍存在分化。分产业看，二产增速加快是当季回升的主要支撑，三产小幅改善，一产略有放缓。就业形势总体稳定，失业率较上月回落，居民收入名义与实际增速均较上半年有一定改善。

**生产端看，9 月工业生产保持稳定增长，不过作为主引擎的制造业增速在高基数上略有回落。**当月规上工业增加值同比、环比增速双双较上月加快，显示生产边际加速，累计仍保持较快增长。分门类看，制造业增速虽小幅回落但仍高于工业总体水平，采矿业由降转增，电力热力燃气及水生产供应业也有所回升。具体到行业，装备制造业依然是主要支撑，但电子、汽车、运输设备、电气机械等在前期高增的基础上普遍回落；上游原材料低位改善，煤炭降幅收窄、油气增速加快。

**消费端，受益于上年同期基数效应和中秋假期错位影响，9 月社零同比增速较上月改善，剔除汽车后的回升更为明显，季调环比也由降转增，显示消费动能有所改善。**分类型看，商品零售与餐饮收入增速双双回升，中秋假期提前带动出行与聚餐需求集中释放。分结构看，前期"以旧换新"和汽车购置税优惠的影响尚未消退，汽车类降幅继续扩大；非汽车部分总体呈现改善态势，本月通讯器材单月增速则在 AI 趋势与涨价的带动下创下年内新高。

**投资端，制造业投资累计降幅收窄，季调环比结束连续下降态势。**分行业看，电子设备投资增速继续上行，运输设备小幅回落；食品制造，金属制品、汽车等仍处在下降中，专用设备、医药、化工等降幅有所收窄。基建方面，三季度基建投资增速仍处于下降中，目前新型政策性金融工具已进入投放，从资金落地到形成实物工作量仍需时日，但对后续投资将形成一定支撑。

风险提示：经济复苏不及预期，政策出台不及预期，地缘局势波动超预期。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 1 三季度经济增速同比微升，名义增速继续走高

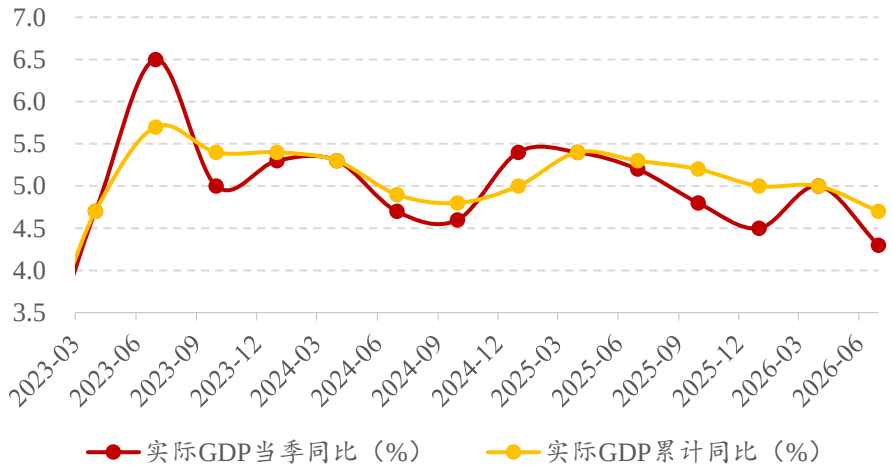
**2026 年三季度，在稳增长政策加码、基数效应等因素推动下，当季 GDP 实际同比增速小幅回升至 4.5%，国际油价、人工智能（AI）产业链等价格上涨带动名义增速持续回升。**数据显示，前三季度国内 GDP 共计 107.1 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.6%，比上半年低 0.1 个百分点，但仍处于 4.5%~5%的年度目标区间内。其中，三季度当季，GDP 同比增长 4.5%，比二季度高 0.2 个百分点。从环比来看，三季度 GDP 增长 1.2%，高于前值 0.3 个百分点，经济增长动能有所改善。

**价格上行带动三季度名义增速持续走高。**三季度以现价计算的名义 GDP 同比增速为 6%，为 2022 年二季度以来最高；前三季度累计，GDP 名义增速为 5.6%，高于前值 0.2 个百分点。GDP 平减指数方面，三季度单季微降约 0.1 个百分点至 1.44%，累计来看则提高约 0.3 个百分点，达到 0.99%，二者都连续两个季度为正。不过，这主要由能源价格和 AI 相关产业带动，9 月 PPI 同比一度升至年内最高，但 PPI 中的生活资料和 CPI 仅略有改善，显示上下游价格分化进一步加剧。

**分产业看，第二产业增加值增速加快，是三季度经济增速回升的主要支撑。**三季度第二产业增加值同比增长 3.4%，增速较二季度提高 0.4 个百分点，第三产业增加值同比增速微增 0.1 个百分点至 5.2%，第一产业增加值增速则放缓 0.1 个百分点至 3.6%。

**在经济增速回升背景之下，我国就业形势总体稳定。**9 月全国城镇调查失业率为 5.2%，比上月下降 0.1 个百分点，与上年同期持平。收入方面，前三季度全国居民人均可支配收入名义累计增长 5.3%，扣除价格因素，实际增长 4.2%，与上半年相比，分别加快 0.1 个和 0.2 个百分点，但仍低于同期 GDP 名义和实际增速。尽管人均可支配收入增速加快，但居民对增加消费支出仍然谨慎。2026 年前三季度，全国居民人均消费支出同比名义仅增长 3.6%，扣除价格因素后，实际增长 2.7%，均落后于收入增速。

图表1:三季度经济增速同比微升

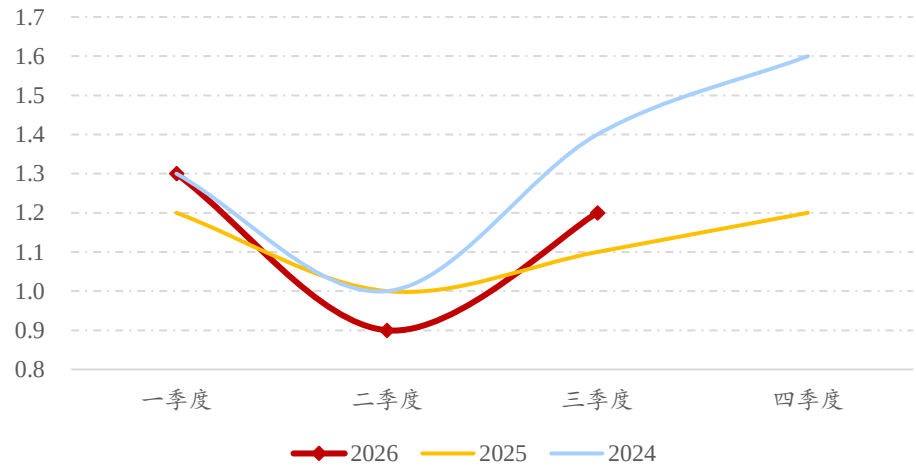



*资料来源：同花顺，方正证券研究所*

下载日志已记录，仅供内部参考

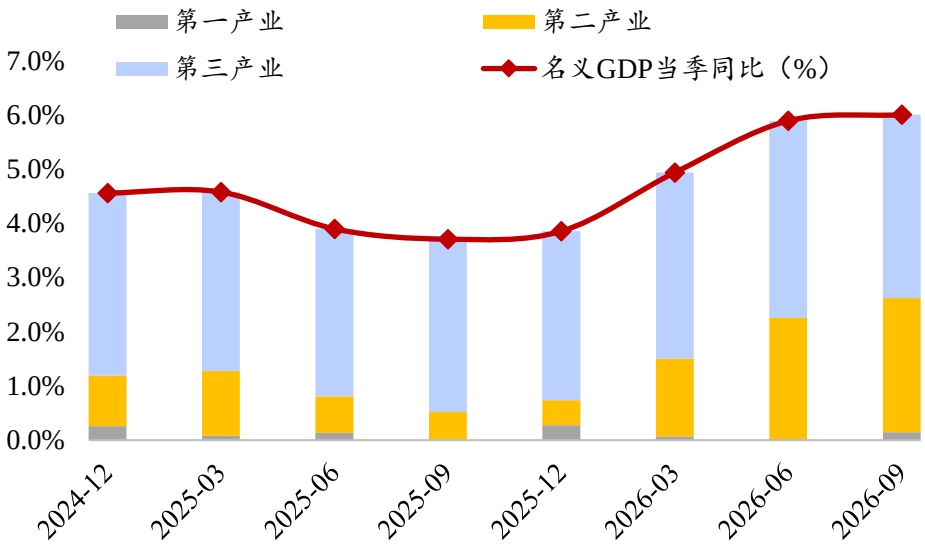


图表2:三季度环比增速回暖，经济增长动能有所改善（%）




*资料来源：同花顺，方正证券研究所*

图表3:第二产业增加值增速加快，是三季度经济增速回升的主要支撑




*资料来源：同花顺，方正证券研究所*




## 2 工业生产稳中有增，制造业仍是增长核心支撑

**9 月，工业生产保持稳定增长，持续成为拉动引擎的制造业增速则略有回落。**数据显示，2026 年 9 月，规模以上工业增加值扣除价格因素后同比实际增长 5.5%，增速比上月加快 0.3 个百分点。剔除季节性因素，9 月工业增加值环比增长 0.61%，增速比上月高 0.07 个百分点，显示工业生产边际加速。前三季度累计，工业增加值同比增长 5.3%。

**分三大门类看，作为拉动引擎的制造业增加值增速仍然高于工业总体水平**，但增速较上月略微回落 0.1 个百分点，当月同比增长 6%；采矿业增加值由降转增，同

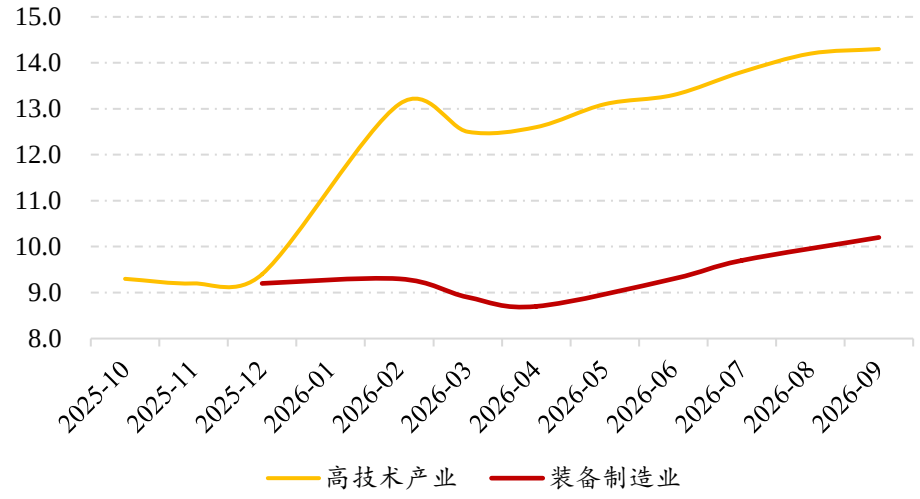
下载日志已记录，仅供内部参考



比增长 1.3%；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增速回升 0.7 个百分点至 5.6%。分行业看，装备制造业仍然支撑工业生产增长，但在高增速基础上略有放缓。9 月电子行业、汽车制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、电气机械器材制造业同比分别增长 16.4%、6.7%、11.7%、8.1%，增速较上月回落 0.8—2 个百分点。

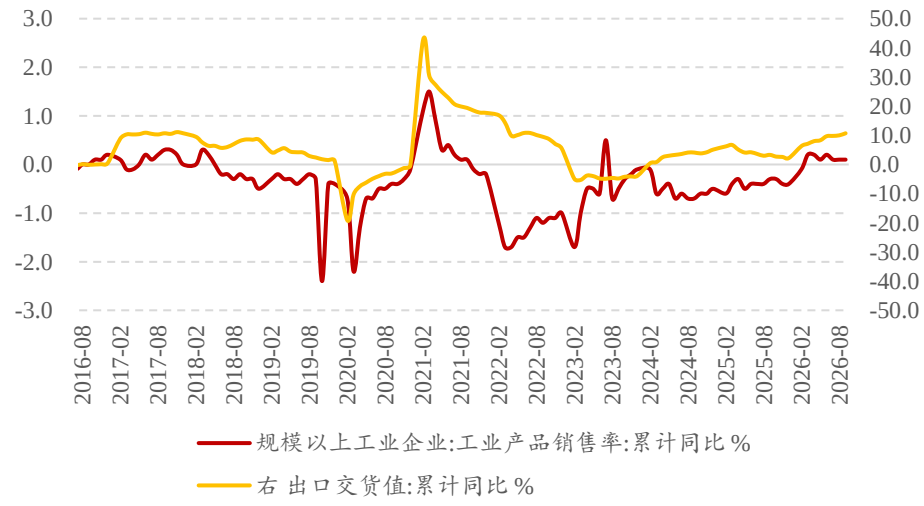
**上游原材料行业整体低位改善。**9 月煤炭开采和洗选业同比降幅收窄至 3.3%，石油和天然气开采业同比增速加快至 9.8%。消费品制造业持续相对低迷。9 月农副食品加工业、纺织业同比增长 4.1%和 3.2%，增速均较上月回落；酒、饮料和精制茶制造业增速加快至 5.5%；食品制造业同比增速稍高，较上月放缓至 7.3%。值得注意的是，9 月规模以上工业企业出口交货值同比名义增长 17%，显示后续出口对工业生产的带动依然强劲。当月工业企业产品销售率录得 97%，高于上月 0.2 个百分点，产销衔接情况相对较好。

图表4：装备制造业支撑工业生产增长，高技术产业增速较快（%）




*资料来源：万得，方正证券研究所*

图表5：当下整个工业企业产销衔接情况相对较好




*资料来源：同花顺，方正证券研究所*

下载日志已记录，仅供内部参考



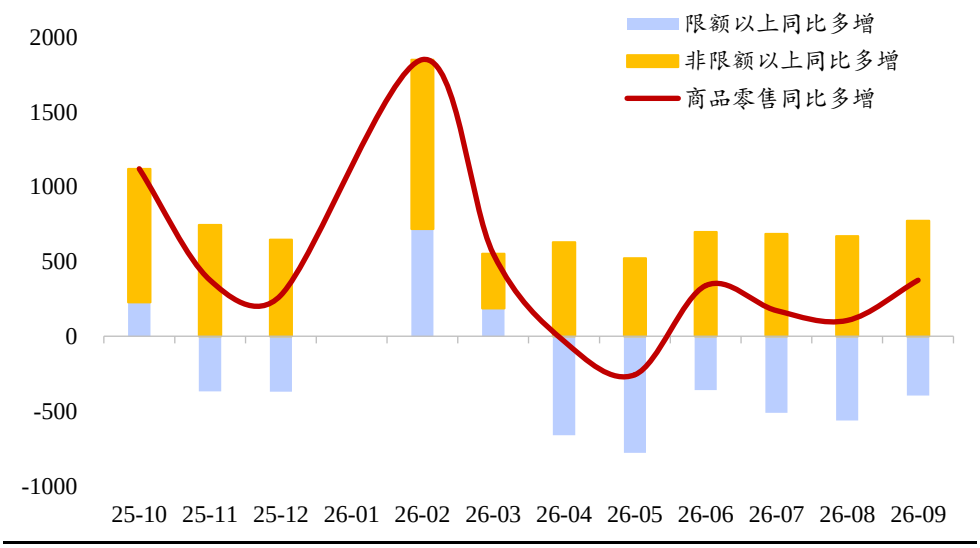
## 3 消费同比增速改善

**受 2025 年同期基数小幅走低以及中秋假期错位的影响，9 月社会消费品零售总额同比改善。**数据显示，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。其中，不包含汽车的消费品零售额同比增速加快 1.4 个百分点至 3.9%。从季调环比看，9 月社会消费品零售总额增长 0.35%，在 8 月短暂下降后恢复正增长，显示消费增长动能明显改善。从累计增速看，1~9 月社会消费品零售总额同比亦增长 1.1%，与 1~8 月持平；其中，汽车以外的消费品零售额同比增长 2.8%，增速微升 0.1 个百分点。

**按消费类型分，9 月商品零售和餐饮收入增速双回升。**9 月商品零售额同比增长 1.0%，较上月加快 0.7 个百分点；餐饮收入增速加快 1.0 个百分点至 2.1%，扭转了 8 月增速回落的态势。2026 年的中秋假期提前至 9 月，出行、聚餐需求集中释放，对当月餐饮消费形成明显带动。从消费结构看，前期消费品“以旧换新”、汽车购置税优惠等政策影响尚未消退，9 月汽车类消费同比降幅扩大 2.7 个百分点至 21.2%，延续年内恶化趋势。非汽车消费部分总体呈改善态势，消费品“以旧换新”相关品类中，9 月家具类消费降幅收窄 4.9 个百分点至 3.0%；文化办公用品类增速加快 2.1 个百分点至 7.9%。值得注意的是，受全球 AI 趋势和涨价影响带动下，9 月通讯器材类消费增速更是加快 3.8 个百分点至 31.1%，创年内新高。

**受地缘冲击、补贴基数效应及地产影响，一些细分品类消费仍处于负增长。**9 月金银珠宝类消费降幅收窄 7.9 个百分点至 9.6%，基数效应影响逐渐减弱；地缘冲击的缓和造成石油及制品类消费降幅大幅收窄 6.2 个百分点至 0.8%；房地产的持续低迷使得建筑及装潢材料类消费下降 9.2%，不过降幅收窄 2.6 个百分点，为近期少见地回落至个位数区间，家具类消费同比下降 3.0%，近两月降幅持续收窄。

图表6：商品零售同比增速加快，非限额以上是主要贡献

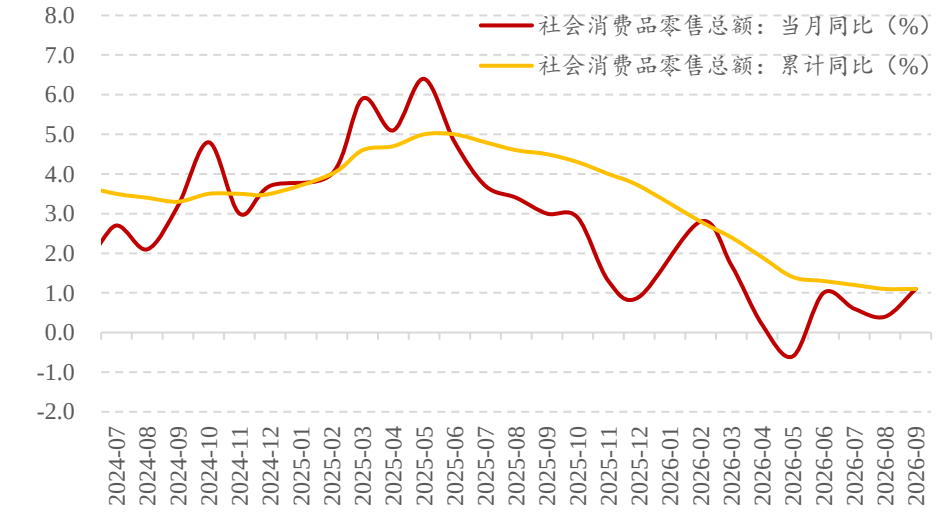



*资料来源：同花顺，方正证券研究所*

下载日志已记录，仅供内部参考



图表7:社零消费增速本月回暖明显




*资料来源：同花顺，方正证券研究所*

## 4 投资环比止跌回稳，趋势动能恢复

**固定资产投资在 9 月出现部分积极变化，从累计数据来看，制造业投资降幅收窄，但由于新型政策性金融工具落地仍有时滞，基建投资继续走弱，此外房地产投资降幅继续扩大。**数据显示，1~9 月全国固定资产投资（不含农户）334115 亿元，累计同比下降 7.2%，降幅与 1~8 月持平；扣除房地产开发投资，投资同比下降 4.2%，同样与前值持平。**从季调后环比数据来看，9 月投资增长 0.07%，较 8 月改善 0.62 个百分点，结束此前连续六个月的环比下降，显示 9 月投资动能加强。**

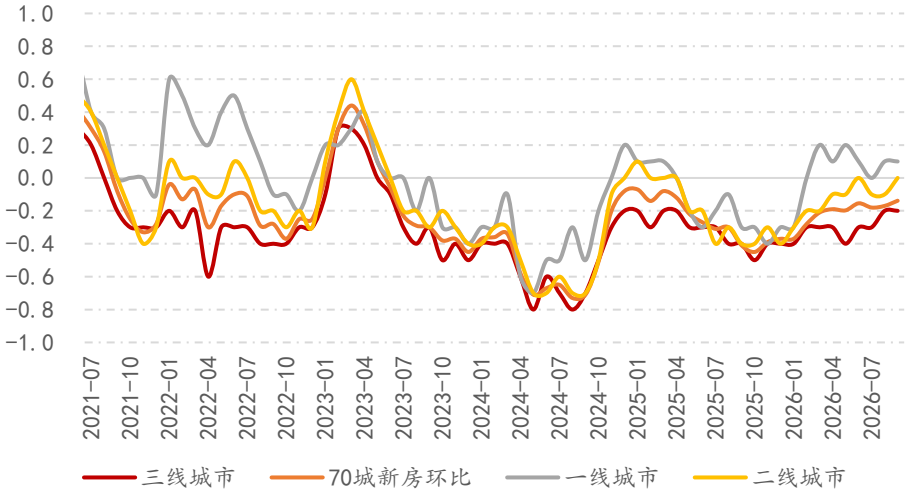
**三大类投资同比走势出现分化，其中制造业投资降幅收窄，基建和房地产投资降幅继续扩大。**1~9 月制造业投资累计同比下降 2.1%，降幅较前值收窄 0.2 个百分点，为 4 月以来累计增速首次边际改善。分行业看，计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速继续上行，1~9 月增速较前值加快 1.5 个百分点至 9.6%；铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资增速小幅回落至 15.8%，仍是制造业中增速最高的行业。另一方面，食品制造业投资仍是制造业中降幅最深的行业，1~9 月下降 10.3%，金属制品业、汽车制造业降幅亦扩大，专用设备制造业、医药制造业、化学原料和化学制品制造业投资降幅则有不同程度收窄。

基础设施投资方面，Q3 同比降幅扩大 0.2 个百分点至 4.2%，传统基建仍显示走弱。年内新型政策性金融工具已陆续投放，从资金落地到形成实物工作量仍需时间，对年内后续的投资会形成一定支撑。房地产投资仍走弱，并拖累总体投资。1~9 月，房地产开发投资下降 20.6%，降幅扩大 0.7 个百分点。目前房地产行业部分先行指标仍显示走弱，当月商品房销售面积下降 20.7%，低于上月 5.9 个百分点；房屋新开工面积降幅收窄 5.3 个百分点至 25.6%。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表8:主要城市新建商品住宅价格指数环比走势趋势




*资料来源：同花顺，方正证券研究所*

下载日志已记录，仅供内部参考



## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。
在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 评级说明：

| 类别 | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 公司评级 | 强烈推荐 | 分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。 |
| | 推荐 | 分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。 |
| | 中性 | 分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。 |
| | 减持 | 分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。 |
| 行业评级 | 推荐 | 分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。 |
| | 中性 | 分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。 |
| | 减持 | 分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。 |
| 基准指数说明 | | A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。 |

## 方正证券研究所联系方式：

北京：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 层
上海：静安区延平路71号延平大厦2楼
深圳：福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层
广州：天河区兴盛路12号楼隽峰苑2期3层方正证券
长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层
网址：https://www.foundersc.com
E-mail：yjzx@foundersc.com