

# 4.8%GDP 背后的“冷热不均”

证券研究报告

2025 年 10 月 21 日

## 经济数据点评

### 9 月经济数据：生产强、需求缓的分化

2025 年 9 月，宏观经济整体呈现“生产强、需求缓、价格低”的特征。三季度 GDP 同比增长 4.8%，经济增速较二季度有所放缓，前三季度累计增长 5.2%，实现全年 5%左右增长目标的压力不大。

但在 4.8%GDP 增速的背后，经济“冷热不均”的现象仍较明显：一方面，生产端显著强于预期，高技术制造业表现亮眼，而消费与投资等需求端指标整体偏弱，社零增速连续 4 个月放缓，固定资产投资累计同比转负。另一方面，外需仍维持韧性，9 月出口同比增长 8.3%，创下近 6 个月最高，高新技术产品、机电产品出口维持高位，但内需部门整体放缓，尤其是投资增速整体下滑。

面对“冷热不均”的经济格局，宏观政策针对“冷”的部分已经开始积极应对：新型政策性金融工具规模共 5000 亿元，全部用于补充项目资本金，中央财政从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方，规模较上年增加 1000 亿元。

两项政策直接针对固定资产投资，特别是基建投资，推动资金及时落地形成实物工作量，将政策红利转化为实际投资，从高频数据可以看到石油沥青装置开工率维持高位，预计四季度基建投资增速有望边际改善，进而对四季度整体投资形成一定支撑。

于债市而言，有效需求不足、基本面弱修复对债市构成一定支撑，但债市对此的定价或相对有限，10 月 20-23 日四中全会召开，形成“十五五”规划纲要建议，关注宏观叙事、市场预期和风险偏好方面的变化。在宏观环境与政策倾向尚未大幅超预期的情景下，债市或延续“上有顶、下有底”震荡行情。

### 工业生产表现强劲，超出市场预期

9 月规模以上工业增加值同比增长 6.5%，较上月上升 1.3 个百分点，1-9 月累计增长 6.2%，制造业升级继续驱动工业维持韧性。此外，3D 打印设备、工业机器人、新能源汽车等新兴产品产量增速较高。

### 消费增速延续放缓，政策红利减弱

9 月社零增速再度放缓，9 月社会消费品零售总额 41971 亿元，同比增长 3.0%，增速比 8 月回落 0.4 个百分点，为今年以来最低增幅，主因政策补贴的红利效应有所减弱，9 月来看，受政策支持的家电类、家具类同比增速较上月的下降幅度比较明显。

### 投资增速总体下滑，继续低位磨底

1-9 月制造业投资累计同比 4%，增长动能减弱，但设备购置投资仍具韧性。1-9 月，设备工器具购置同比增长 14%，增速比全部投资仍高出 14.5 个百分点。在“反内卷”政策引导下，部分行业竞争秩序改善推动投资效率提升，或主动“控产能”，短期内企业投资动力或有一定回落。

今年财政政策前置发力，9 月政策力度边际减弱，传统基建重大项目建设进度有所放缓，一定程度拖累基建投资增速。此外，地方政府化债压力背景下，部分项目和领域资金到位情况可能不及预期。

地产销售面积跌幅扩大，房地产开发投资仍在寻底。9 月商品房销售面积降幅扩大，销售额降幅快于销售面积，表明地产市场仍在“以价换量”，后续地产宽松政策或仍需积极发力。

**风险提示：**政策不确定性；基本面变化超预期；海外地缘政治风险。

## 作者

谭逸鸣 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110525050005  
tanyiming@tfzq.com

谢瑶 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110525070009  
xieyao@tfzq.com

## 近期报告

- 1 《固定收益：美国信贷市场的“裂痕”-海外经济跟踪》 2025-10-20
- 2 《固定收益：机构行为周度跟踪-超调品种的价值回归》 2025-10-20
- 3 《固定收益：固定收益定期-风格切换，往后怎么看？》 2025-10-20

## 1.9 月经济数据：生产强、需求缓的分化

2025 年 10 月 20 日，国家统计局发布 9 月经济数据：

9 月工业增加值当月同比 6.5%，预期 5.2%，前值 5.2%；9 月社零当月同比 3.0%，预期 3.1%，前值 3.4%；

9 月固定资产投资累计同比-0.5%，预期 0.0%，前值 0.5%，其中地产投资累计同比-13.9%，前值-12.9%，基建投资（不含电力）累计同比 1.1%，前值 2.0%，制造业投资累计同比 4.0%，前值 5.1%。

2025 年 9 月，宏观经济整体呈现“生产强、需求缓、价格低”的特征。三季度 GDP 同比增长 4.8%，经济增速较二季度有所放缓，前三季度累计增长 5.2%，实现全年 5%左右增长目标的压力不大。

但在 4.8%GDP 增速的背后，经济“冷热不均”的现象仍较明显：

一方面，生产端显著强于预期，高技术制造业表现亮眼，而消费与投资等需求端指标整体偏弱，社零增速连续 4 个月放缓，固定资产投资累计同比转负。

另一方面，外需仍维持韧性，9 月出口同比增长 8.3%，创下近 6 个月最高，高新技术产品、机电产品出口维持高位，但内需部门整体放缓，尤其是投资增速整体下滑。

面对“冷热不均”的经济格局，宏观政策针对“冷”的部分已经开始积极应对：

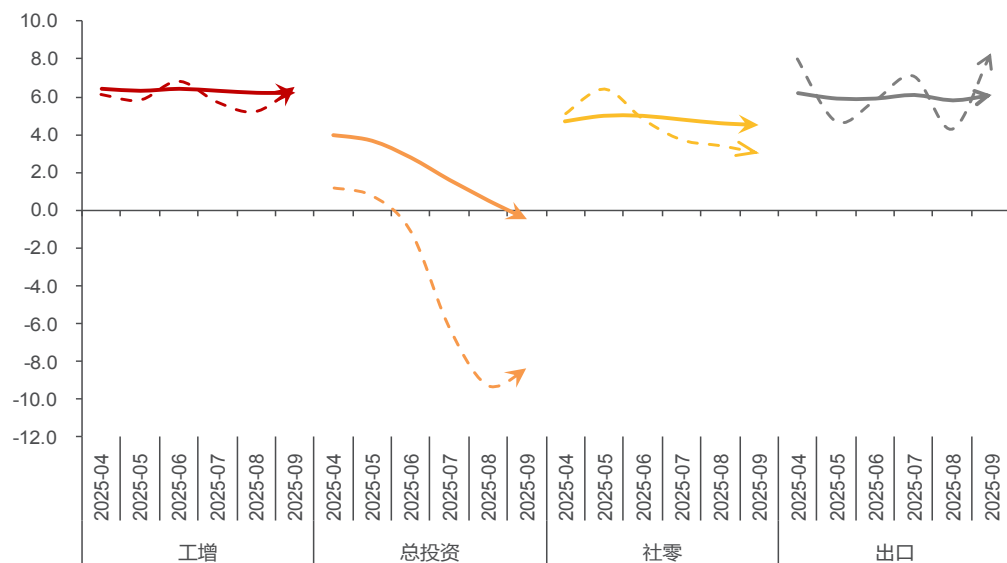
9 月 29 日，国家发展改革委表示，会同有关方面积极推进新型政策性金融工具有关工作。新型政策性金融工具规模共 5000 亿元，全部用于补充项目资本金。截至 10 月 17 日，国开行已投放 1893.5 亿元，预计可拉动项目总投资 2.8 万亿元。

10 月 17 日，中央财政从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方，规模较上年增加 1000 亿元，资金支持范围也有拓展，今年 5000 亿元除用于补充地方政府综合财力，支持地方化解存量政府投资项目债务、消化政府拖欠企业账款外，还安排额度用于经济大省符合条件的项目建设。

两项政策直接针对固定资产投资，特别是基建投资，推动资金及时落地形成实物工作量，将政策红利转化为实际投资，从高频数据可以看到石油沥青装置开工率维持高位，预计四季度基建投资增速有望边际改善，进而对四季度整体投资形成一定支撑。

于债市而言，有效需求不足、基本面弱修复对债市构成一定支撑，但债市对此的定价或相对有限，10 月 20-23 日四中全会召开，形成“十五五”规划纲要建议，关注宏观叙事、市场预期和风险偏好方面的变化。在宏观环境与政策倾向尚未大幅超预期的情景下，债市或延续“上有顶、下有底”震荡行情。

图 1：经济分项同比 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

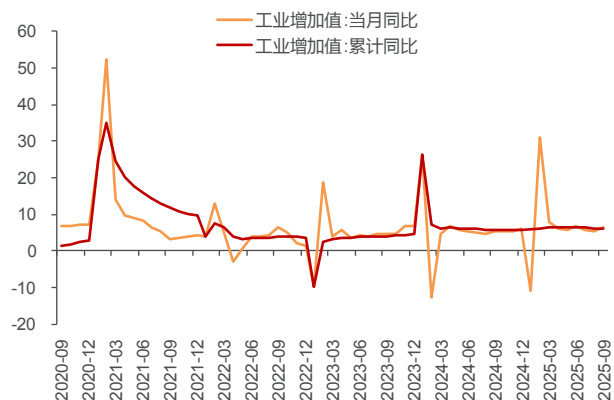
注：实线为累计同比，虚线为当月同比

## 2. 工业生产表现强劲，超出市场预期

**9月工业生产仍具韧性。**9月规模以上工业增加值同比增长6.5%，较上月上升1.3个百分点，1-9月累计增长6.2%，整体维持韧性。

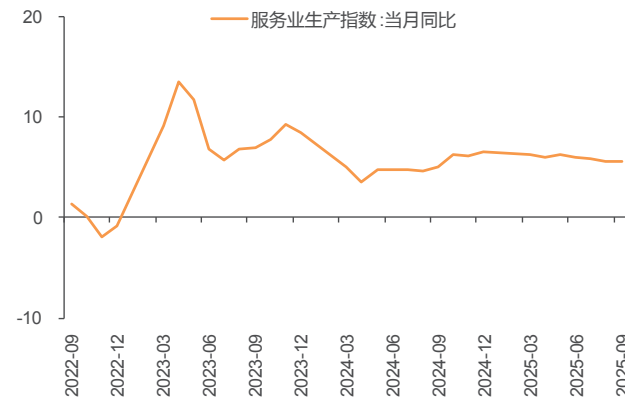
**9月服务业生产指数基本持平。**9月服务业生产指数同比增长5.6%，较上月基本持平。

图 2：工业增加值同比增速 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：服务业生产指数当月同比 (%)



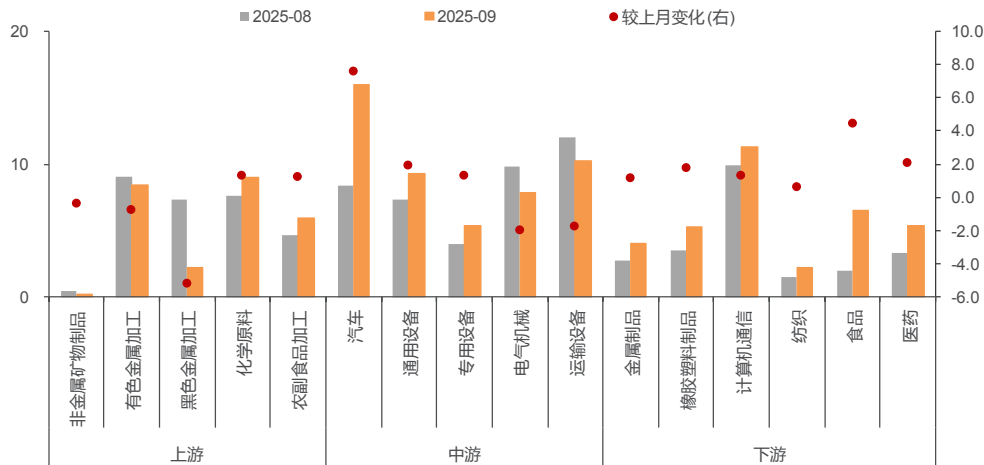
资料来源：wind，天风证券研究所

**分行业来看**，9月汽车和食品行业的同比增速较上月回升幅度较大，而黑色金属加工和电气机械行业的同比增速有较上月所回落。

**值得关注的是，制造业升级继续驱动工业维持韧性。**1-9月，装备制造业增加值同比增长9.7%，高技术制造业增加值增长9.6%，增速分别快于全部规模以上工业3.5和3.4个百分点。

**从具体产品看，新兴产品产量增速较高。**1-9月，3D打印设备、工业机器人、新能源汽车产品产量同比分别增长40.5%、29.8%、29.7%。

图 4：各行业工增：当月同比（%，pct）



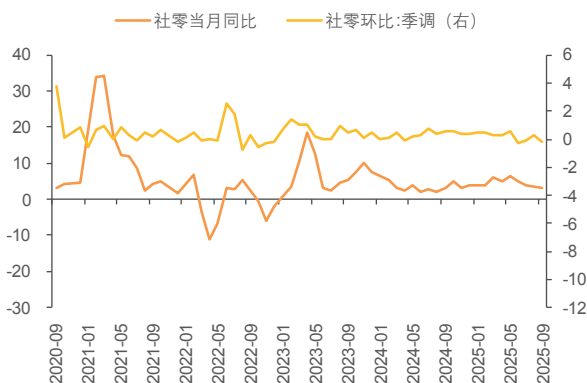
资料来源：wind，天风证券研究所

### 3. 消费增速延续放缓，政策红利减弱

**9月社零增速再度放缓。**9月社会消费品零售总额 41971 亿元，同比增长 3.0%，增速比 8 月回落 0.4 个百分点，为今年以来最低增幅。

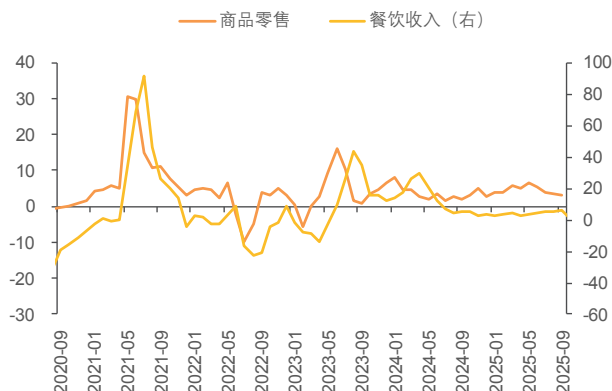
其中，商品零售同比增长 3.3%，较上月下降 0.3 个百分点，修复动能边际减弱；餐饮收入同比增长 0.9%，较上月下降 1.2 个百分点，处于年内相对低位，显示居民外出消费意愿和消费动能或不强。

图 5：社零增速（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：商品、餐饮消费同比增速（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

一方面，政策补贴的红利效应有所减弱，在“以旧换新”政策支持下，上半年家电等耐用消费品表现较为突出。近期“以旧换新”政策的边际效应正在递减，9月来看，受政策支持的家电类、家具类同比增速较上月的下降幅度比较明显。

另一方面，服务消费表现优于商品消费，前三季度，服务零售额同比增长 5.2%。其中，文体休闲服务类、通讯信息服务类、旅游咨询租赁服务类、交通出行服务类零售额较快增长。高于商品零售的 4.6%，表明服务消费表现相对稳健。

图 7：限额以上零售明细同比增速及其变化（%，pct）



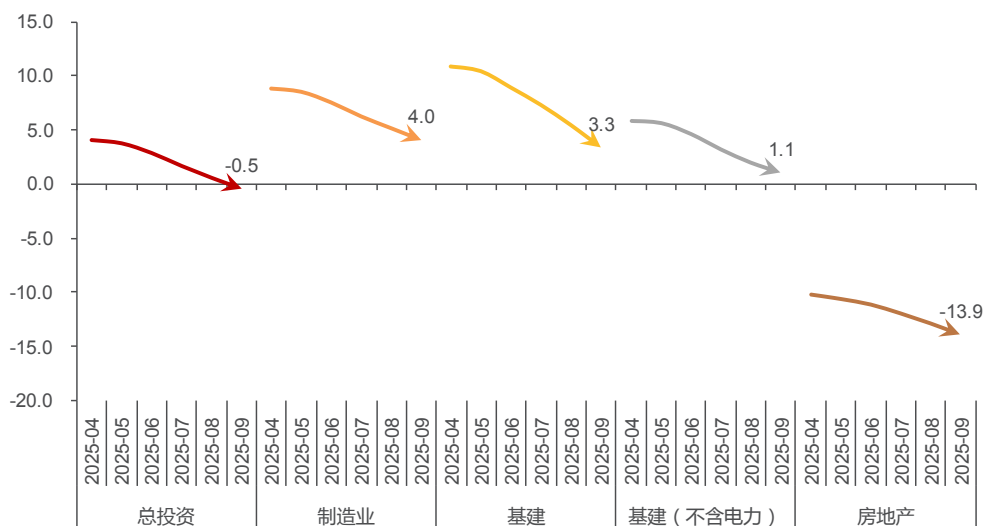
资料来源：wind，天风证券研究所

当前消费增速有所放缓，处于年内新低水平，9 月政策补贴类产品同比增速下滑明显，对社零形成拖累，一定程度反映政策红利效应的减弱。此前财政部等部门发布《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》，由中央财政承担贴息资金的 90%，直接补贴居民信贷成本，后续财政贴息政策对信贷规模的撬动效果和对社零增速的提振仍有待进一步观察。

#### 4. 投资增速总体下滑，继续低位磨底

1-9 月固定资产投资同比增长-0.5%，增速较 1-8 月回落 1.0 个百分点，投资增速呈现下行态势，投资结构呈现“制造业放缓、基建下滑、地产拖累”的运行格局。

图 8：固定资产投资累计同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

##### （1）制造业投资累计同比 4%，增长动能减弱。

设备购置投资边际回落，但仍具韧性。1-9 月，设备工器具购置同比增长 14%，较上月下降 0.4 个百分点，但增速比全部投资仍高出 14.5 个百分点。

分行业看，汽车制造业投资同比增长 19.2%，运输设备制造业投资同比增长 22.3%，是主要拉动力量。但电气机械制造业投资同比下降 9.5%，反映部分行业资本开支仍偏谨慎。

值得注意的是，在“反内卷”政策引导下，部分行业竞争秩序改善推动投资效率提升，或主动“控产能”，短期内企业投资动力或有一定回落。

### （2）基建投资（不含电力）累计同比 1.1%，增速进一步回落。

一方面，1-9 月水上运输业投资增长 12.8%，铁路运输业投资增长 4.2%，水利管理业投资增长 3.0%，较 1-8 月均有下滑，反映传统基建的重大项目建设进度有所放缓。

另一方面，9 月建筑业 PMI 为 49.3%，比上月小幅上升 0.2 个百分点，但仍处于收缩区间，建筑业生产施工偏慢一定程度拖累基建投资增速。

今年财政政策前置发力，三季度财政力度可能边际趋缓，此外，地方政府化债压力背景下，部分项目和领域资金到位情况可能不及预期。

### （3）地产投资累计同比-13.9%，仍在探底中。

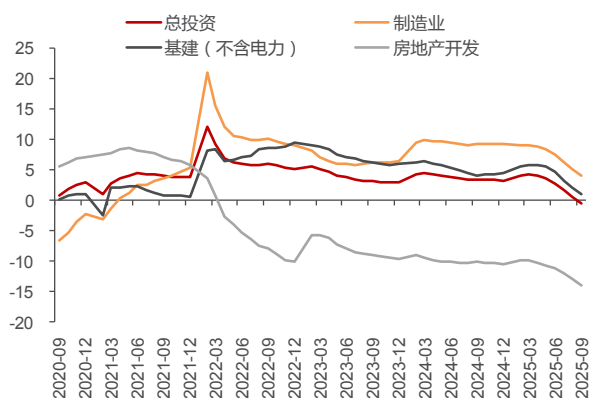
地产销售面积和销售额跌幅扩大。1-9 月，新建商品房销售面积 65835 万平方米，同比下降 5.5%；新建商品房销售额 63040 亿元，同比下降 7.9%。

房地产开发投资创年内最大跌幅。1-9 月地产投资累计同比-13.9%，降幅较 1-8 月扩大 1.0 个百分点。其中，施工面积累计同比下降 9.4%，新开工面积累计同比下降 18.9%，竣工面积累计同比下降 15.3%。

9 月商品房销售面积降幅扩大，销售额降幅快于销售面积，表明地产市场仍在“以价换量”。

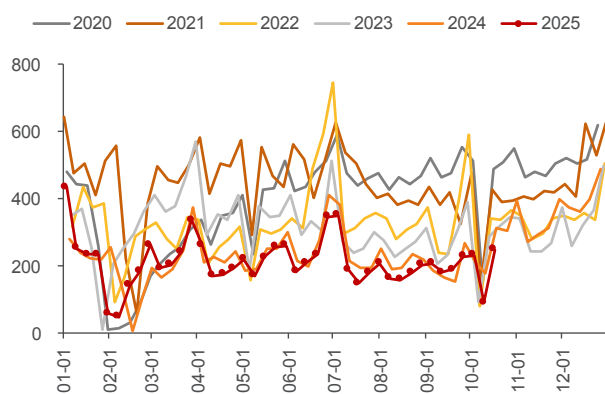
从高频数据来看，9 月地产销售虽有环比改善，但仍低于季节性水平，后续地产宽松政策或仍需积极发力，释放改善性住房需求，如核心城市限购进一步松绑、下调住房贷款利率、降低首付比例、加大地产收储等措施。

图 9：地产投资（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：9 月地产销售面积低于季节性（万平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所

## 5. 风险提示

政策不确定性；基本面变化超预期；海外地缘政治风险。



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com