

2025 年 10 月 20 日

Q3 经济放缓符合预期，关注政策性金融工具效果

宏观研究团队

——兼评 Q3 经济数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

● GDP：Q3 经济放缓符合预期，建筑业拖累较大

1、2025Q3 实际 GDP 同比增长 4.8%、符合万得一致预期。Q3 GDP 环比为 1.1%，较前值提高 0.1 个百分点；分产业看，第二产业走弱较多，推测 Q3 建筑业 GDP 的降幅可能明显走扩；价格水平温和修复，Q3 名义 GDP 与实际 GDP 的增速差较前值收窄了 0.2 个百分点。

2、出口回暖提振工业生产，服务业维持韧性。9 月工业增加值同比提高了 1.3 个百分点至 6.5%，汽车、食品制造、油气开采、茶酒饮料等贡献较大；9 月服务业生产同比持平前值的 5.6%，信息软件技术、租赁商务服务边际改善，金融等略有回落；产销率延续处于历年最低水平，但较 2024 年同期的差距略有收窄。

3、居民可支配收入小幅降速：财产净收入增速明显放缓，居民投入产出端呈“工时小幅增加、时薪增速微降”态势。消费率略有下滑，2025Q3 居民部门消费率为 68.1%，低于 2023-2024 年同期水平。

● 消费：高基数下社零表现不弱

1、9 月社零累计同比下滑 0.1 个百分点至 4.5%，当月同比则下滑 0.4 个百分点至 3.0%。若考虑 2024 年 9 月消费品以旧换新发力，这一数据表现并不弱。进而拆解社零降幅（-0.4pct），限上商品、限下商品、限上餐饮、限下餐饮分别贡献了 +0.04、-0.3、-0.1、-0.04 个百分点。

2、具体来看：以旧换新品类出现分化，其中家用电器对社零贡献下滑了 0.2 个百分点，通讯器材、汽车贡献扩大了 0.14、0.09 个百分点；其他品类方面，文化用品、金银珠宝、餐饮等有所拖累。

● 固投端：三大分项仍趋弱

1、地产：投资降幅继续扩大，销售增速微降。10 月以来新房成交有进一步走弱迹象，二手房成交温和下滑，作为领先指标的库销比偏弱运行，对应二手房价同比降幅收窄但环比降幅走扩，指向房价进一步修复的动能不强。短期仍有低基数支撑，但 Q4 房价可能下行压力增大。

2、制造业：关税扰动和“反内卷”或约束企业投资扩产意愿。9 月制造业累计同比下降了 1.1 个百分点至 4.0%、连续 6 个月增速放缓，设备更新仍维持较高增速。分行业来看，食品制造、农副食品、金属制品、专用设备下滑幅度较大。

3、基建：财政加码有望推动基建筑底回升。测算 9 月广义基建当月同比回落了 1.6 个百分点至 -8.0%，狭义基建则改善了 1.2 个百分点至 -4.7%。分行业来看，水利、电热燃水拖累较大，符合我们此前提示的“Q3、Q4 水利高基数或仍明显拖累基建”，电热燃水下滑或与反内卷导致光伏退坡有关，此外地方化解隐债和专项债支出进度偏慢亦有影响。近期财政政策适时加码，精准针对投资需求不足问题。一则 9 月 29 日发改委积极推进 5000 亿元新型政策性金融工具；二则 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，较 2024 年增加 1000 亿元、推测可能用于经济大省符合条件的项目建设。

● Q4 经济下行压力增大，重点关注政策性金融工具效果

2025Q3 GDP 累计同比 5.2%，测算全年实现约 5.0% 的经济增长目标需 Q4 达到 4.6%。对比来看，2024Q4 政策加码包括 924 一揽子金融大礼包、新增 100 万套城中村和城市危旧房改造、3000 亿两新、提前下达 2 个 1000 亿投资、4000 亿限额空间化债；2025Q4 更加侧重于投资端，包括 5000 亿政策性金融工具、5000 亿限额空间（推测 4000 亿化债、1000 亿投资）、690 亿消费品以旧换新、扩大服务消费等。若 Q4 经济下行压力增大，则缺位的货币政策和地产政策仍有可能加码，但重点仍需关注政策性金融工具的投放进度和实施效果。

● 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

《专项债投向基建比重低于 2024 年——宏观经济点评》-2025.10.19

《信贷结构与资金活性持续优化——宏观经济点评》-2025.10.16

《PPI 同比转正的可能性——宏观经济点评》-2025.10.15

目 录

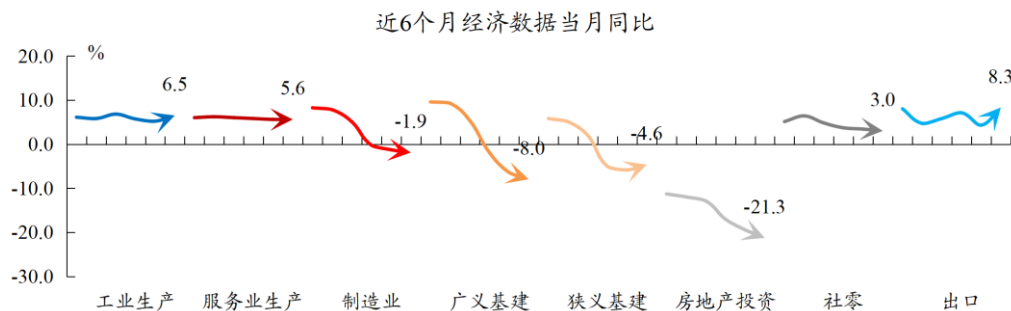
1、GDP：Q3 经济放缓符合预期，建筑业拖累较大	3
2、消费：高基数下社零表现不弱	5
3、固投端：三大分项仍趋弱	6
4、Q4 经济下行压力增大，重点关注政策性金融工具效果	7
5、风险提示	7

图表目录

图 1：9 月出口和生产偏强，投资和消费走弱	3
图 2：Q3 GDP 实际同比为 4.8%	3
图 3：第二产业 GDP 增速明显回落	3
图 4：出口韧性支撑工业生产	4
图 5：供需结构小幅改善	4
图 6：居民财产净收入增速回落	4
图 7：Q3 居民消费率为 68.1%	4
图 8：Q3 居民工时小幅增加、时薪增速微降	5
图 9：9 月社零当月同比边际下滑 0.4 个百分点	5
图 10：商品房销售增速小幅下滑	6
图 11：商品房库销比延续偏弱	6
图 12：制造业投资走弱，设备更新维持高增	6
图 13：食品制造、农副食品等行业投资回落较多	6
图 14：9 月广义基建继续下滑	7
图 15：高基数拖累水利管理投资增速	7

2025 年 Q3 GDP 实际同比 4.8%（预期 4.8%），9 月工业增加值同比 6.5%（预期 5.2%），社零同比 3.0%（预期 3.1%），服务零售额累计同比 5.2%，固定资产投资累计同比-0.5%（预期 0.0%）。其中，广义基建、制造业、房地产投资分别为 3.3%、4.0%、-13.9%，预期分别为 3.3%、4.7%、-13.4%。

图1：9 月出口和生产偏强，投资和消费走弱

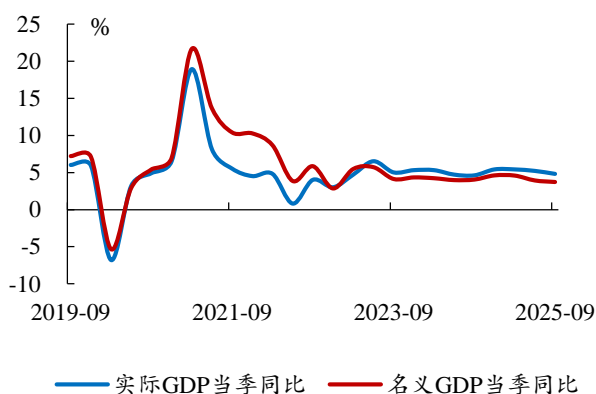


数据来源：Wind、开源证券研究所

1、GDP：Q3 经济放缓符合预期，建筑业拖累较大

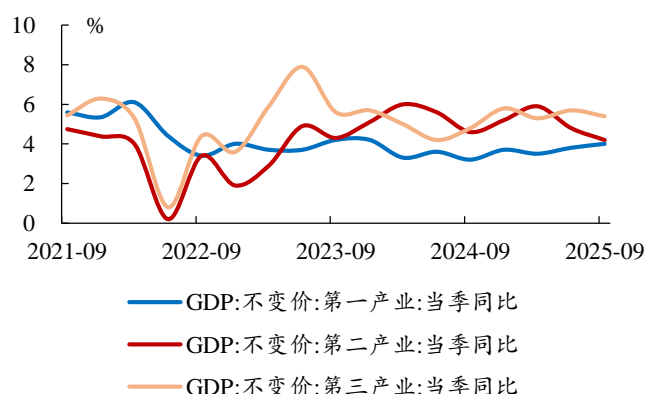
2025Q3 实际 GDP 同比增长 4.8%、符合万得一致预期。Q3 GDP 环比为 1.1%，较前值提高 0.1 个百分点；分产业看，Q3 第一、二、三产业的 GDP 同比分别为 4.0%、4.2%、5.4%，较前值分别变动了+0.2、-0.6、-0.3 百分点，第二产业走弱较多，考虑 Q3 工业增加值较 Q2 下滑幅度低于第二产业，推测建筑业 GDP 的降幅可能明显走扩；价格水平温和修复，Q3 名义 GDP 与实际 GDP 的增速差为-1.1%，降幅较前值收窄了 0.2 个百分点。

图2：Q3 GDP 实际同比为 4.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：第二产业 GDP 增速明显回落

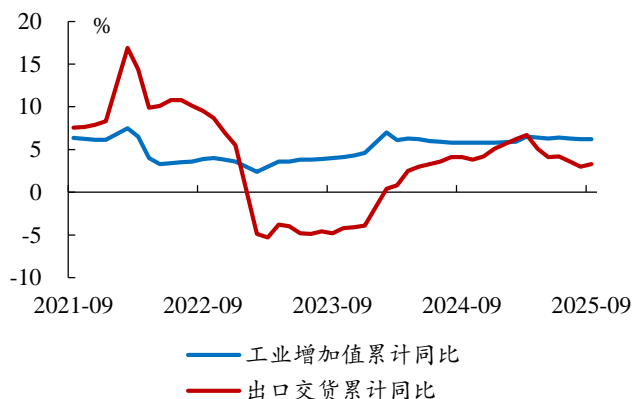


数据来源：Wind、开源证券研究所

出口回暖提振工业生产，服务业维持韧性。9 月工业增加值同比为 6.5%，较前值提高了 1.3 个百分点。分行业来看，汽车、食品制造、油气开采、茶酒饮料分别较前值改善了 7.6、4.5、4.2、3.2 个百分点；9 月服务业生产同比持平前值的 5.6%，信

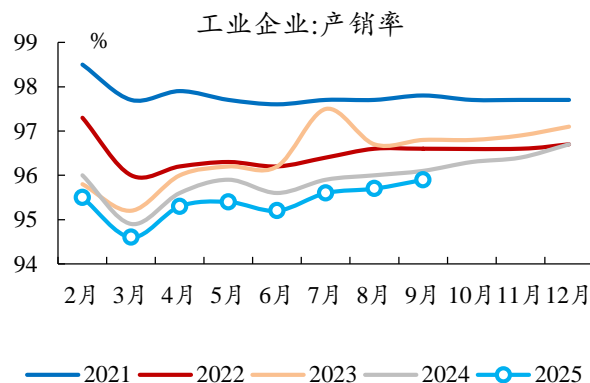
息软件技术、租赁商务服务边际改善，金融等服务业略有回落；供需结构来看，9月产销率累计值为95.9%，延续处于历年同期最低水平，但与2024年同期的差距略有收窄。

图4：出口韧性支撑工业生产



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

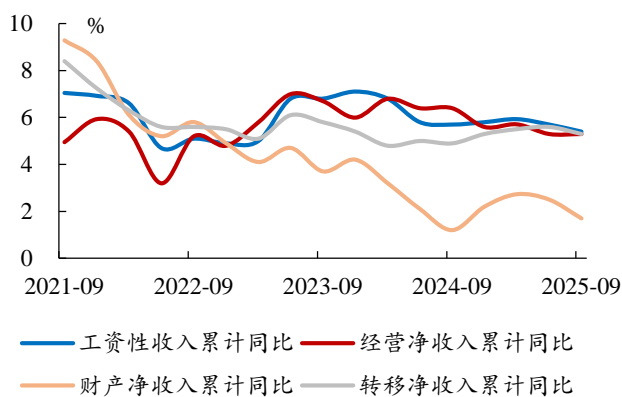
图5：供需结构小幅改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

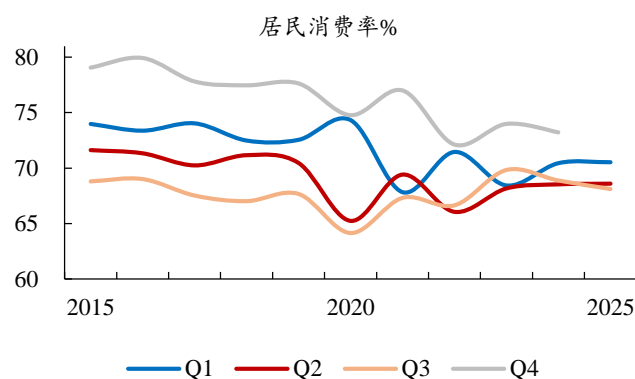
居民可支配收入小幅降速：2025Q3 人均可支配收入实际增速 5.1%、小幅下滑了 0.2 个百分点，其中财产净收入增速明显放缓。居民投入产出端呈“工时小幅增加、时薪增速微降”态势，2025Q3 就业人员周均工作时间增加了 0.1 小时至 48.5 小时，时薪增速微降 0.1 个百分点至 6.0%。消费率略有下滑，2025Q3 居民部门消费率为 68.1%，低于 2023-2024 年同期水平。

图6：居民财产净收入增速回落

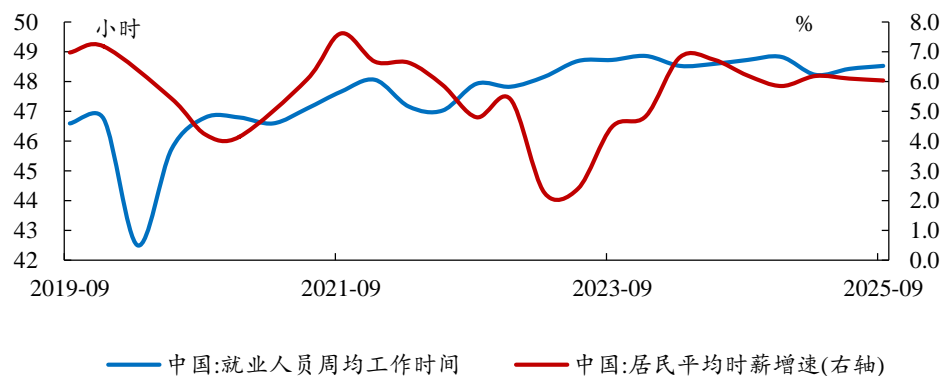


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：Q3 居民消费率为 68.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

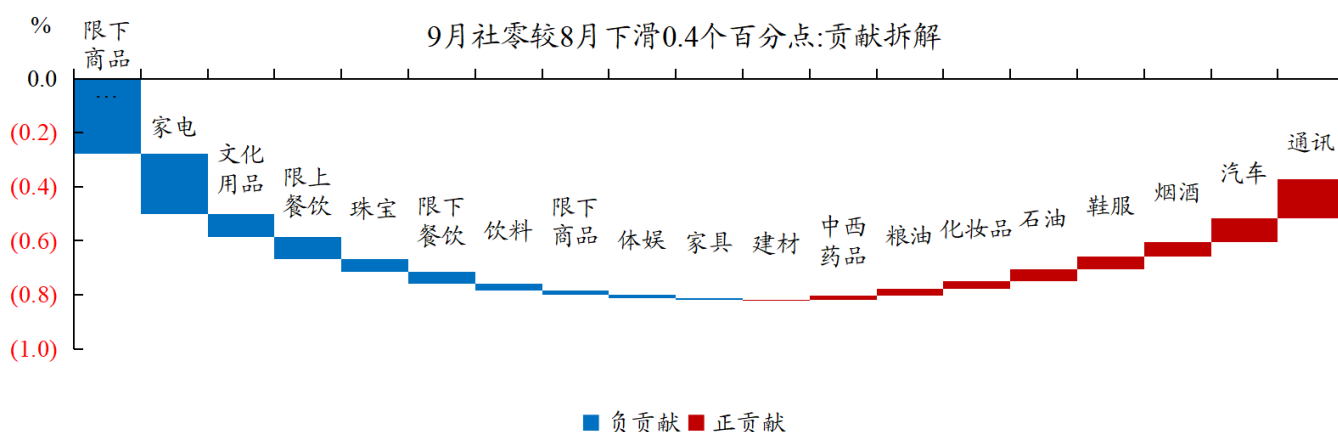
图8：Q3 居民工时小幅增加、时薪增速微降


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：剔除 2020Q1、2021Q1 两个异常值

2、消费：高基数下社零表现不弱

9 月社零累计同比下滑 0.1 个百分点至 4.5%，当月同比则下滑 0.4 个百分点至 3.0%，若考虑 2024 年 9 月消费品以旧换新发力，这一数据表现并不弱。进一步拆解社零降幅 (-0.4pct)，限上商品、限下商品、限上餐饮、限下餐饮分别贡献了+0.04、-0.3、-0.1、-0.04 个百分点。

以旧换新品类出现分化，其中家用电器对社零贡献下滑了 0.2 个百分点，通讯器材、汽车贡献扩大了 0.14、0.09 个百分点；其他品类方面，文化用品、金银珠宝、餐饮等有所拖累。

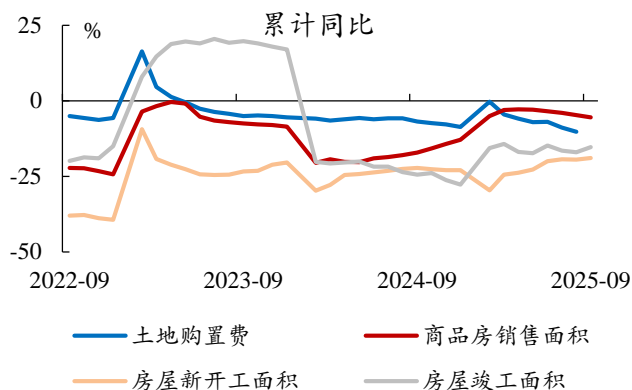
图9：9 月社零当月同比边际下滑 0.4 个百分点


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、固投端：三大分项仍趋弱

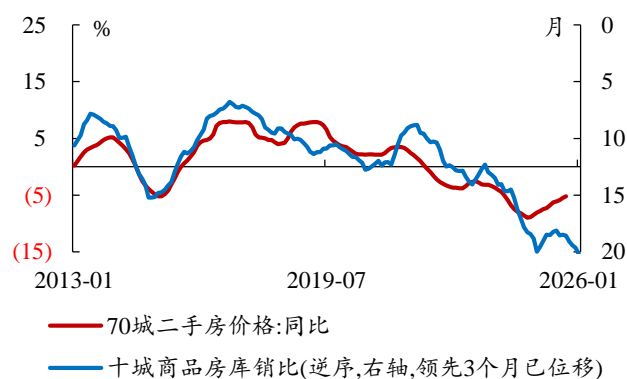
(1)地产：投资降幅继续扩大，销售增速微降。9月房地产投资累计同比下行了1.0个百分点至-13.9%，测算9月当月同比为-21.3%，降幅继续走扩；新开工、竣工、销售面积累计同比分别较前值变动了+0.6、+1.7、-0.8个百分点。

图10：商品房销售增速小幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：商品房屋库销比延续偏弱

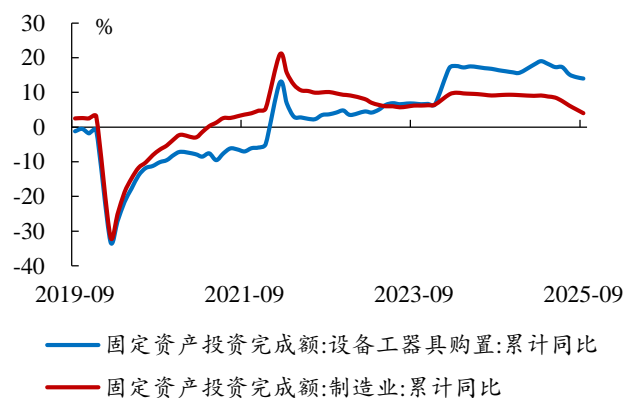


数据来源：Wind、开源证券研究所

从高频指标来看:10月以来新房成交有进一步走弱迹象,二手房成交相对稍好。作为领先指标的库销比偏弱运行,对应二手房价同比降幅收窄但环比降幅走扩,指向房价进一步修复的动能不强。短期仍有低基数支撑,但Q4房价可能下行压力增大。

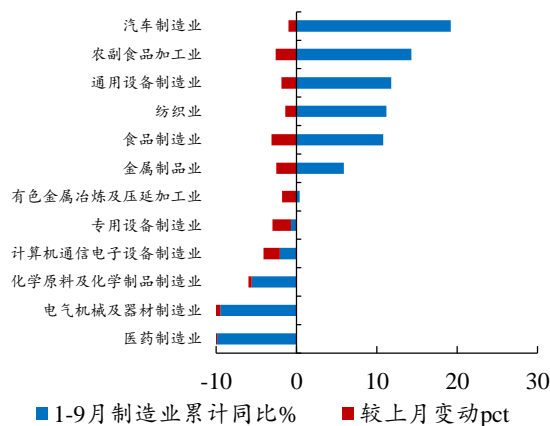
(2)制造业：关税扰动和“反内卷”或约束企业投资扩产意愿。9月制造业累计同比明显下降了1.1个百分点至4.0%、连续6个月增速放缓，设备更新仍维持较高增速。分行业来看，食品制造、农副食品、金属制品、专用设备下滑幅度较大。

图12：制造业投资走弱，设备更新维持高增



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图13：食品制造、农副食品等行业投资回落较多



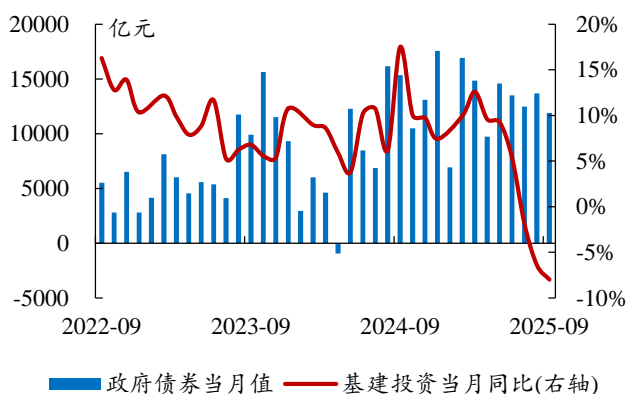
数据来源：Wind、开源证券研究所

(3)基建：财政加码有望推动基建筑底回升。测算9月广义基建当月同比回落了

1.6 个百分点至-8.0%，狭义基建则改善了 1.2 个百分点至-4.7%。分行业来看，水利、电热燃水拖累较大，分别较前值下行了 4.4、3.5 个百分点，符合我们此前提示的“Q3、Q4 水利高基数或仍明显拖累基建”，电热燃水下滑或与反内卷导致光伏退坡有关，此外地方化解隐债和专项债支出进度偏慢亦有影响。

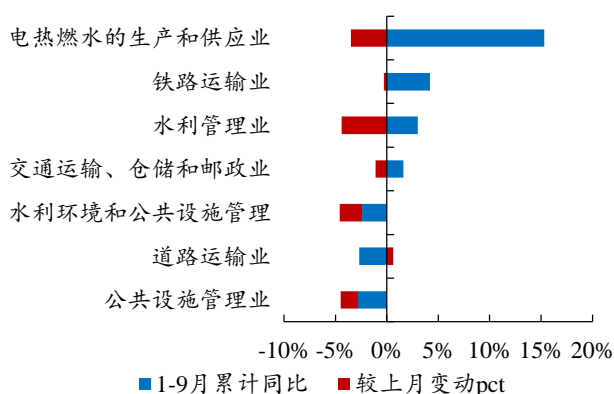
近期财政政策适时加码，精准针对投资需求不足问题。一则 9 月 29 日发改委新闻发布会指出“积极推进 5000 亿元新型政策性金融工具，全部用于补充项目资本金”；二则 10 月 17 日中央财政从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方，较 2024 年增加 1000 亿元、推测可能用于安排额度用于经济大省符合条件的项目建设，继续提前下达 2026 年新增地方政府债务限额，支持重点项目 2026 年一季度建设资金需求（不影响 2025Q4 投资）。

图14：9 月广义基建继续下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：高基数拖累水利管理投资增速



数据来源：国务院、Wind、开源证券研究所

4、Q4 经济下行压力增大，重点关注政策性金融工具效果

2025Q3 GDP 累计同比 5.2%，测算 Q4 需达到 4.6%以实现全年约 5.0%的经济增长目标。对比来看，2024Q4 政策加码包括 924 一揽子金融大礼包、新增 100 万套城中村和城市危旧房改造、3000 亿两新、提前下达 2 个 1000 亿投资、4000 亿限额空间化债；2025Q4 更加侧重于投资端，包括 5000 亿政策性金融工具、5000 亿限额空间（推测 4000 亿化债、1000 亿投资）、690 亿消费品以旧换新、扩大服务消费等，若 Q4 经济下行压力增大则缺位的货币政策和地产政策仍有可能加码，但重点仍需关注政策性金融工具的投放进度和实施效果。

5、风险提示

- (1)政策力度不及预期；
- (2)美国经济超预期衰退。

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

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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。

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”）的机构或个人客户（以下简称“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，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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

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

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

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