

2025 年 10 月 21 日

工业经济稳中有进，经济增长仍具韧性

固定收益研究团队

——2025 年 9 月经济数据点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

王帅中（联系人）

wangshuaizhong@kysec.cn

证书编号：S0790125070016

事件：10 月 20 日国家统计局公布 2025 年 9 月和前三季度经济数据，规上工增当月同比增长 6.5%（前值为+5.2%，下同），社零当月同比增长 3.0%（+3.4%），固投累计同比减少 0.5%（+0.5%）。前三季度 GDP 按不变价格计算，同比增长 5.2%，第三季度 GDP 同比增长 4.8%。

● 整体：工业经济稳中有进，经济增长仍具韧性

1、生产：工业生产稳中有增，制造业高端化持续推进

9 月规模以上工业增加值同比增长 6.5%，环比增长 0.64%（+0.37%），环比较 8 月提升 0.27pct。采矿业、制造业同比提升拉动规上工增同比增长。装备制造业继续承担工业生产压舱石，前三季度规模以上装备制造业增加值同比增长 9.7%，累计增加值占全部规上工增比重达 35.9%，已连续 31 个月超过 30%。

制造业高端化进程持续推进，9 月份规模以上高技术制造业增加值同比增长 10.3%，高于规模以上工业增速。前三季度，规模以上高技术制造业增加值同比增长 9.6%，对全部规上工业增长的贡献率为 24.7%。

2、消费：社零增速小幅回落，餐饮消费受节日错位影响承压

9 月份社会消费品零售总额 41971 亿元，同比增长 3.0%（+3.4%），较 8 月回落 0.4pct；环比降低 0.18%（+0.25%），较 8 月下降 0.43pct，社零回落或主要受中秋节错月节假日减少等因素影响。9 月餐饮收入同比增长 0.9%，限额以上餐饮收入下降 1.6%，分别较 8 月下降 1.2pct、2.6pct，餐饮收入回落。

3、投资：固定资产投资同比回落，房地产投资持续寻底

1-9 月固定资产投资同比减少 0.5%，较 1-8 月回落 1.0pct；扣除房地产开发投资后全国固定资产投资同比增长 3.0%，较前值回落 1.2pct。“两重”项目开工建设扎实推进，前三季度，基础设施投资同比增长 1.1%，增速比全部投资高 1.6pct，拉动全部投资增长 0.2pct。

1-9 月份，房地产开发投资同比下降 13.9%，降幅较 1-8 月扩大 1.0pct，房地产投资持续寻底。新建商品房销售面积 65835 万平方米，同比下降 5.5%，降幅较前值扩大 0.8pct；销售额同比下降 7.9%，降幅较前值扩大 0.6pct。国房景气指数进一步下滑至 92.78，连续六个月下滑，仍处于较低景气水平区间。

● 市场：中美局势释放缓和信号，债市收益率震荡上行

经济数据于 10:00 公布，债市对经济数据整体反应不敏感，低利率环境下市场更为关注权益、商品端走势。周末中美经贸牵头人举行视频通话，同意尽快举行新一轮磋商，释放缓和信号，叠加权益端今日走强，债市收益率震荡上行。

● 债市观点：经济预期修正下，债券收益率有望趋势性上行

对于股、债配置，我们维持观点：

- （1）2025 年下半年，经济增速或不会明显下行（已经进入第二次 L 型的一横）；
- （2）物价等结构性问题，有望趋势性好转；
- （3）股债配置继续切换：债券收益率、股市有望持续上行。

● 风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

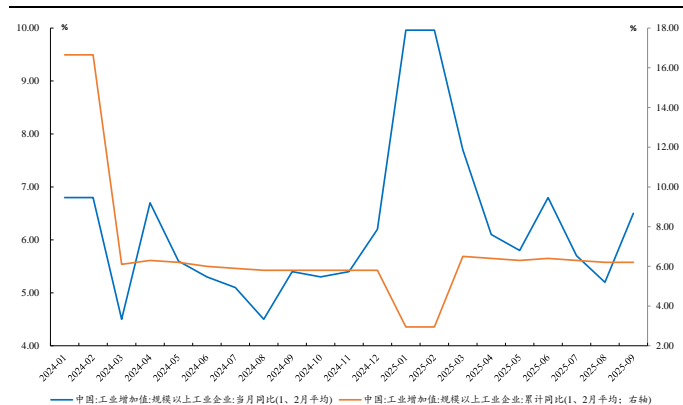
相关研究报告

《税收收入稳步增长，中央财政安排 5000 亿下达地方——2025 年 9 月财政数据点评》-2025.10.20

《社融增速延续高位，M1、M2 剪刀差进一步收窄——2025 年 9 月金融数据点评》-2025.10.17

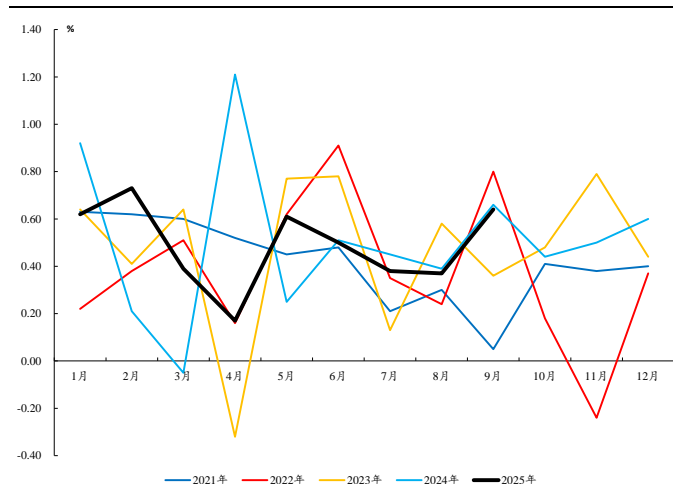
《核心 CPI 同比持续回升，PPI 同比延续修复——2025 年 9 月价格数据点评》-2025.10.16

附图 1：9 月规上工增同比增长 6.5%



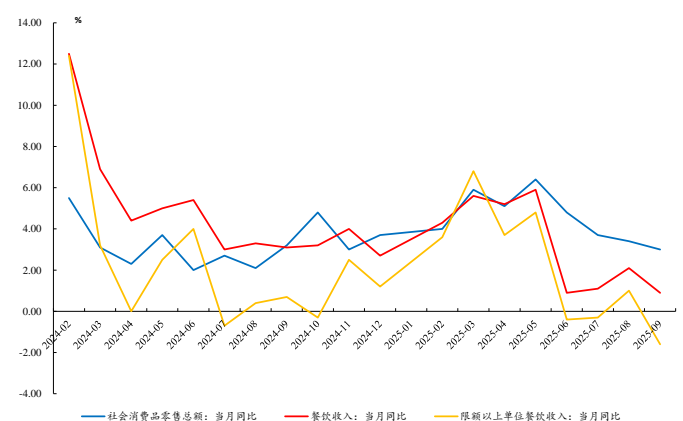
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：9 月规上工增环比增长 0.64%



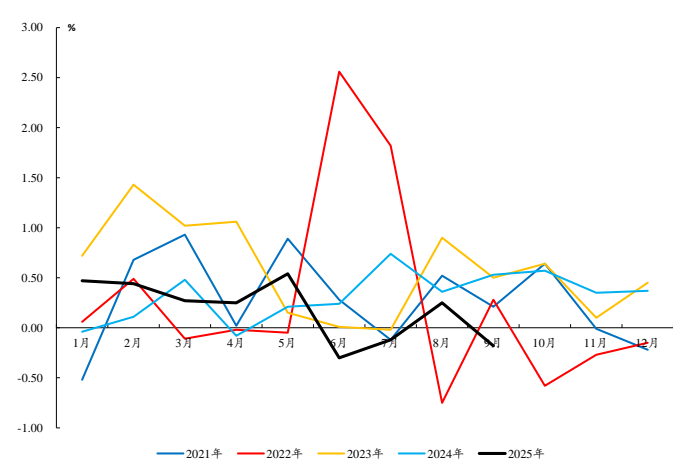
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：9 月社零、餐饮收入同比增速均回落



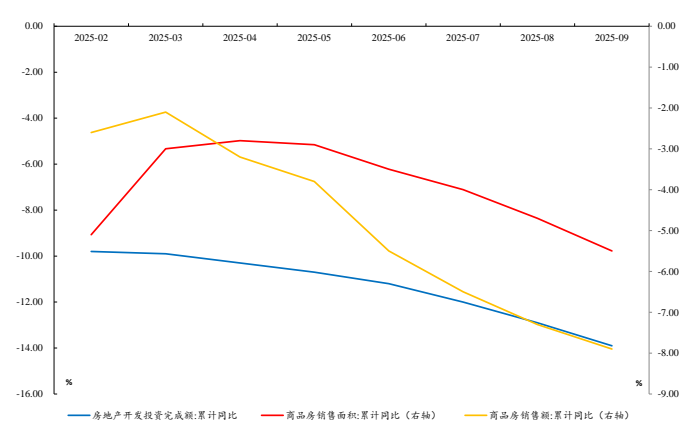
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：9 月社零环比增长处于近五年低位



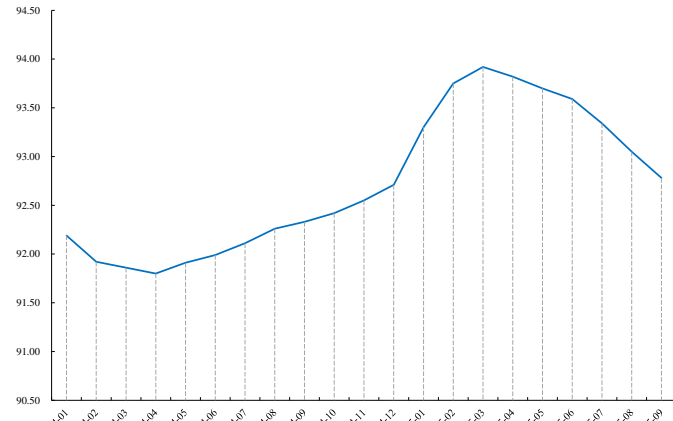
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：房地产投资加速寻底



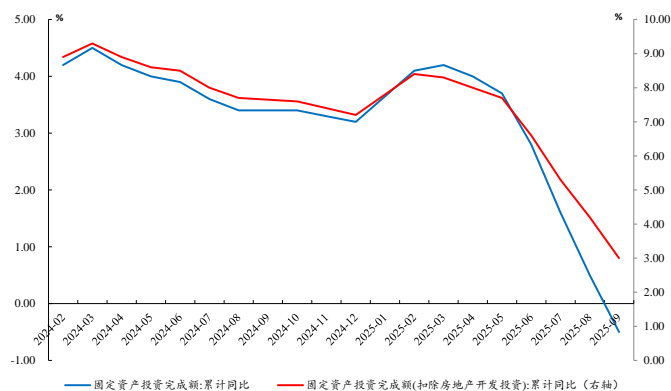
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：9 月国房景气指数进一步下滑



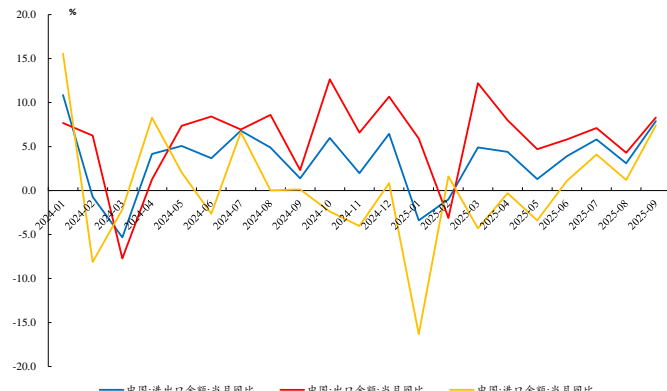
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：1-9 月全国固定资产投资同比降低 0.5%



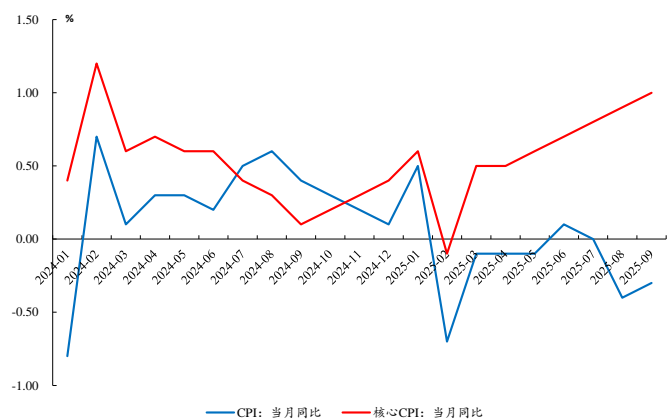
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 8：9 月进出口金额同比增速均提升



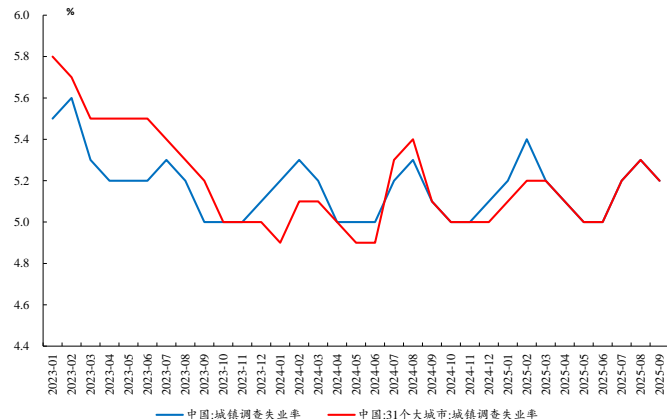
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 9：9 月核心 CPI 同比持续回升至 1%



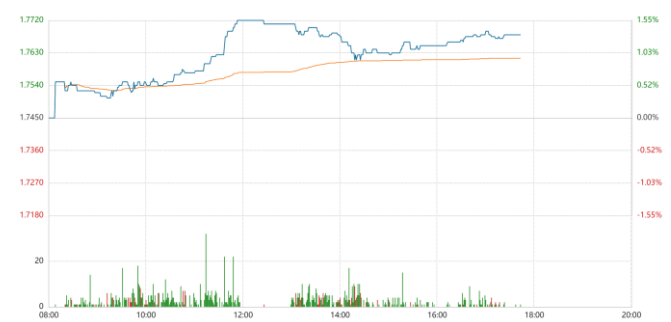
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 10：城镇调查失业率随季节性影响减弱整体回落



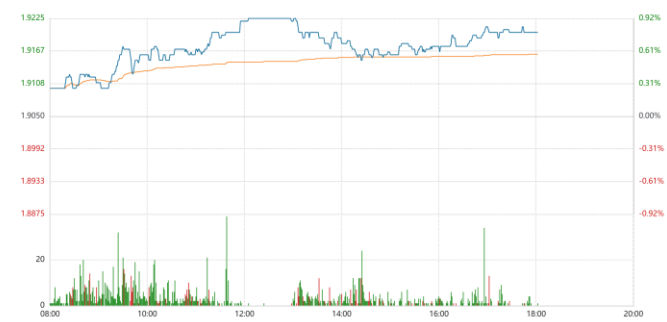
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 11：10 月 20 日 10Y 国债活跃券收益率震荡上行



资料来源：Wind

附图 12：10 月 20 日 10Y 国开活跃券收益率震荡上行



资料来源：Wind

附图 13：10 月 20 日利率债证券、基金卖方力量较强



资料来源：上海国际货币经纪官网

附图 14：10 月 20 日国开债证券卖方力量较强



资料来源：上海国际货币经纪官网

附表 1：工业经济稳中有进，9 月规模以上工业增加值同比增长 6.5%

分类	指标	指标单位	202509	202508	202507	202506	202505	202504	202503
生产	规模以上工业增加值	当月同比(%)	6.50	5.20	5.70	6.80	5.80	6.10	7.70
	季调:规模以上工业增加值	环比(%)	0.64	0.37	0.38	0.50	0.61	0.20	0.39
	采矿业	当月同比(%)	6.40	5.10	5.00	6.10	5.70	5.70	9.30
	制造业		7.30	5.70	6.20	7.40	6.20	6.60	7.90
	电力、燃气及水的生产和供应业		0.60	2.40	3.30	1.80	2.20	2.10	3.50
	装备制造业			8.10	8.40		9.00	9.80	
	高技术产业		10.30	9.30	9.30	9.70	8.60	10.00	10.70
	中国:制造业 PMI		49.80	49.40	49.30	49.70	49.50	49.00	50.50
消费	社会消费品零售总额	当月同比(%)	3.00	3.40	3.70	4.80	6.40	5.10	5.90
	其中:限额以上单位消费品零售额		2.30	2.40	2.80	5.00	8.00	6.30	8.50
	餐饮收入		0.90	2.10	1.10	0.90	5.90	5.20	5.60
	其中:限额以上单位餐饮收入		-1.60	1.00	-0.30	-0.40	4.80	3.70	6.80
	商品零售额		3.30	3.60	4.00	5.30	6.50	5.10	5.90
	其中:限额以上单位商品零售额		2.70	2.60	3.10	5.50	8.20	6.60	8.60
投资	固定资产投资(不含农户)	累计同比(%)	-0.50	0.50	1.60	2.80	3.70	4.00	4.20
	第一产业		4.60	5.50	5.60	6.50	8.40	13.20	16.00
	第二产业		6.30	7.60	8.90	10.20	11.40	11.70	11.90
	第三产业		-4.30	-3.40	-2.30	-1.10	-0.40	-0.20	0.10
	基础设施建设		3.34	5.42	7.29	8.90	10.42	10.85	11.50
	基础设施建设(不含电力)		1.10	2.00	3.20	4.60	5.60	5.80	5.80
	制造业		4.00	5.10	6.20	7.50	8.50	8.80	9.10
	房地产开发投资		-13.90	-12.90	-12.00	-11.20	-10.70	-10.30	-9.90
	房屋施工面积		-9.40	-9.30	-9.20	-9.10	-9.20	-9.70	-9.50
	房屋新开工面积		-18.90	-19.50	-19.40	-20.00	-22.80	-23.80	-24.40
	房屋竣工面积		-15.30	-17.00	-16.50	-14.80	-17.30	-16.90	-14.30
	商品房销售面积		-5.50	-4.70	-4.00	-3.50	-2.90	-2.80	-3.00
	商品房销售额		-7.90	-7.30	-6.50	-5.50	-3.80	-3.20	-2.10
	房地产开发资金来源		-8.40	-8.00	-7.50	-6.20	-5.30	-4.10	-3.70
	商品房待售面积	万平方米	75,928.00	76,169.00	76,486.00	76,948.00	77,427.00	78,142.00	78,664.00
外贸	国房景气指数	%	92.78	93.05	93.32	93.57	93.68	93.81	93.91
	进出口总额	当月同比(%)	7.90	3.10	5.80	3.90	1.30	4.40	4.90
	出口额		8.30	4.30	7.10	5.80	4.70	8.00	12.20
物价	进口额		7.40	1.20	4.10	1.10	-3.40	-0.30	-4.30
	CPI	当月同比(%)	-0.30	-0.40	0.00	0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	核心 CPI		1.00	0.90	0.80	0.70	0.60	0.50	0.50
就业	全国城镇调查失业率	%	5.20	5.30	5.20	5.00	5.00	5.10	5.20
	31 个大城市城镇调查失业率		5.20	5.30	5.20	5.00	5.00	5.10	5.20

数据来源：Wind、开源证券研究所

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

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