

第一创业证券研究所

分析师：李怀军

证书编号：S1080510120001

电话：010-63197789

邮箱：lihuaijun@fcsc.com

内需偏弱使三季度经济有所回落

核心观点：

2025 年前三季度 GDP 同比增长 5.2%，较 2024 年回升 0.2 个百分点。其中，三季度 GDP 同比增长 4.8%，与 Wind 的市场预期持平，较二季度回落 0.4 个百分点。分产业看，第一产业增加值同比增长 4.0%，较一季度回升 0.2 个百分点；第二产业增加值同比增长 4.2%，较一季度回落 0.6 个百分点；第三产业增加值同比增长 5.4%，较二季度回落 0.3 个百分点。而从季调后的环比看，三季度增长 1.1%，较二季度回升 0.1 个百分点，而去年同期为 1.5%，三季度 GDP 同比的回落受基数的影响较大。

从 9 月工业增加值看，同比增速为 6.5%，远高于 5.2% 的市场预期，较 8 月回升 1.3 个百分点，这主要是因为今年 9 月的工作日较去年同期多 2 天。9 月季调环比为 0.6%，较 8 月高 0.2 个百分点；从累计增速看，前三季度同比增速为 6.2%，较上半年回落 0.2 个百分点。

从固定资产投资数据看，前三季度同比增速为 -0.5%，今年以来首次由正转负，WIND 预期 0%，较 1-8 月回落 1 个百分点，较上半年低 3.3 个百分点。其中，制造业为 4%，较 1-8 月回落 1.1 个百分点；基建投资（不含电力）为 1.1%，较 1-8 月回落 0.9 个百分点；而房地产为 -13.9%，较 1-8 月回落 1 个百分点。

9 月社会消费品零售总额同比名义增长 3%，低于 WIND 预期 3.1%，较 8 月回落 0.4 个百分点；前三季度累计同比增速为 4.5%，较上半年低 0.5 个百分点。从服务业生产指数看，9 月实际同比为 5.6%，与 8 月持平；前三季度累计同比为 5.9%，与上半年持平。

从支出法 GDP 看，前三季度最终消费支出对经济增长贡献率为 53.5%，其中，三季度为率 56.6%，较上半年高 4.7 个百分点；从三大产业看，第三产业即服务业对 GDP 的贡献率前三季度达到 60.7%，其中，三季度达到 60.8%，较二季度回升 0.6 个百分点，创出两年以来的新高。前三季度全国居民人均可支配收入实际增速为 5.2%，与同期 GDP 增速持平；人均消费支出实际增速为 4.7%，低于 GDP 实际增速。

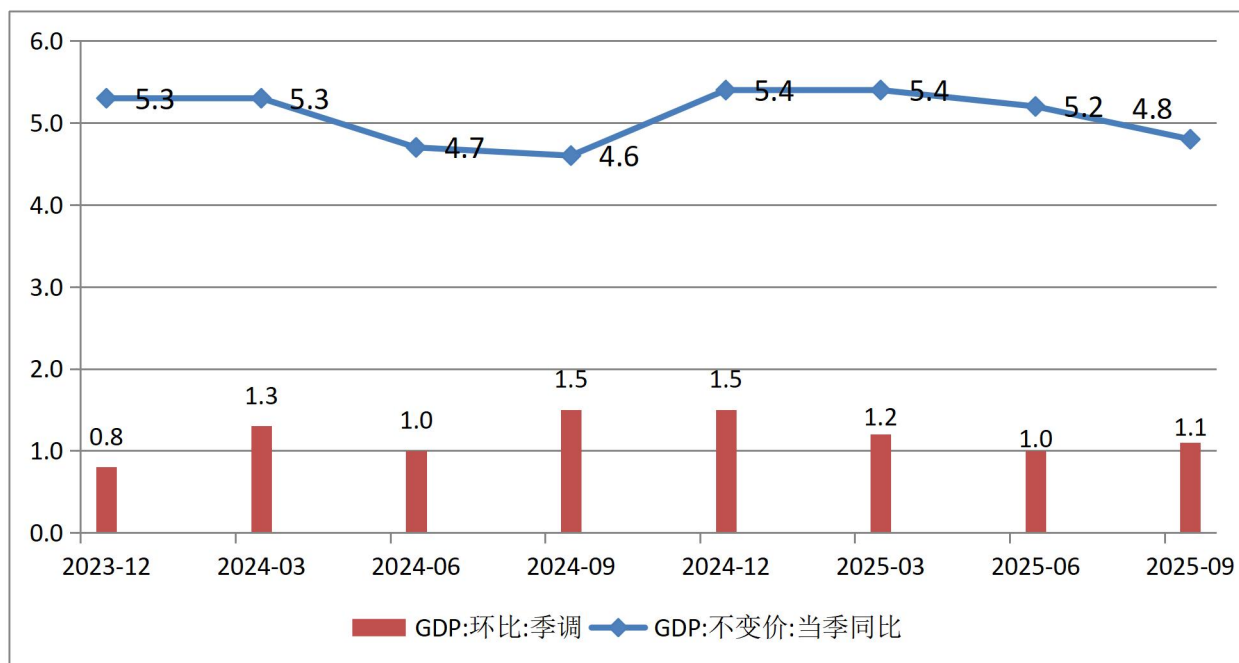
风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

一、三季度 GDP 同比虽有回落但受基数影响较大

2025 年 10 月 20 日国家统计局公布 2025 年三季度宏观经济数据,按可比价格计算,三季度 GDP 同比增长 4.8%,与 Wind 的市场预期持平,较二季度回落 0.4 个百分点。而从三季度季节调整后的环比看,三季度增长 1.1%,较二季度回升 0.1 个百分点(图 1 所示)。可见,三季度 GDP 同比的回落受基数的影响较大,2024 年三季度的 GDP 环比为 1.5%,较 2025 年同期高 0.4 个百分点。因而从累计同比看,经初步核算前三季度 GDP 总值为 1015036 亿元,按不变价格计算,同比增长 5.2%,较 2024 年回升 0.2 个百分点。

图 1 2025 年三季度 GDP 季度同比为 4.8%较二季度回落 0.4 个百分点



资料来源: WIND 第一创业证券研究所整理

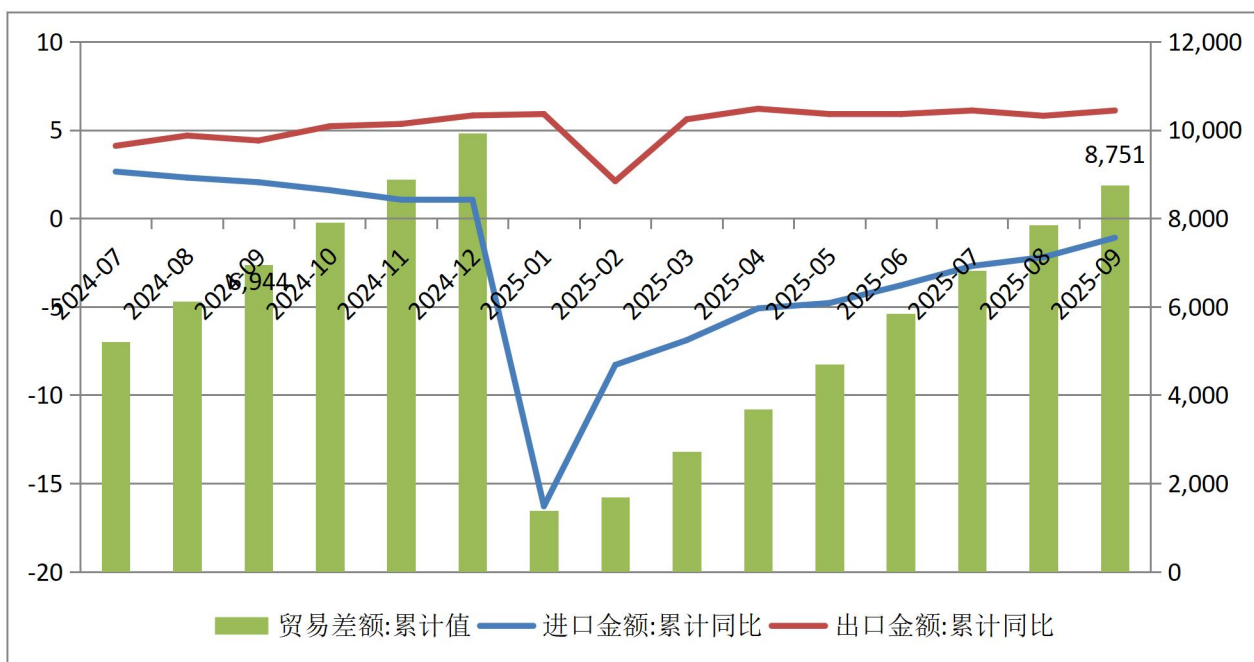
分产业看,2025 年三季度第一产业增加值同比增长 4.0%,较二季度回升 0.2 个百分点;第二产业增加值同比增长 4.2%,较二季度回落 0.6 个百分点;第三产业增加值同比增长 5.4%,较三季度回落 0.3 个百分点。

从 GDP 同比增速看,第二产业似乎是二季度经济回落的主要原因,但从 9 月工业增加值看(表 1 所示),同比增速为 6.5%,远高于 5.2%的市场预期(Wind),较 8 月回升 1.3 个百分点,这主要是因为今年 9 月的工作日较去年同期多 2 天。9 月季调环比为 0.6%,较 8 月高 0.2 个百分点;从累计增速看,前三季度同比增速为 6.2%,较上半年回落 0.2 个百分点。

从工业产能利用率看,前三季度为 74.6%,较上半年回升 0.6 个百分点;从工业企业产销率看,9 月为 96.7%,较 8 月回升 0.1 个百分点;前三季度为 95.9%,较上半年回升 0.7 个百分点。前三季度工业产能利用率和工业企业产销率的回暖,主要得益于出口的强力拉动。

从货物贸易数据看，以美元计价，2025 年 9 月出口同比增长 8.3%，较 8 月回升 4 个百分点，而前三季度累计值同比为 6.1%，较上半年高 0.2 个百分点；得益于大宗商品价格的上涨，9 月进口同比增速为 7.4%，较 8 月回升 6.2 个百分点，而前三季度累计同比为-1.1%，较上半年回升 2.7 个百分点；9 月贸易顺差 904 亿美元，较 8 月回落 119 亿美元，但前三季度贸易顺差为 8751 亿美元，比去年同期高 1807 亿美元，同比增速高达 26%（图 2 所示）；而 2024 年中国 GDP 约为 19 万亿美元，以 5% 的 GDP 增速计算，2025 年增量只需 9500 亿美元，前三季度已完成 5573 亿美元，货物贸易顺差占比 32.4%。因此，净出口的强劲增长为今年 5% 的 GDP 增长目标打下坚实基础。

图 2 2025 年前三季度进出口增速之差达 7.2 个百分点使贸易顺差达 8751 亿美元



资料来源：WIND 第一创业证券研究所整理

相对于强劲的外需，内需的表现则相对较弱。首先，从 2025 年 9 月的社会消费品零售总额和固定资产投资的环比数据看（表 1 所示），均为负值。

其次，从零售同比数据看，9 月社会消费品零售总额同比名义增长 3.0%，低于 WIND 预期 3.1%，较 8 月回落 0.4 个百分点；前三季度累计同比增速为 4.5%，较上半年低 0.5 个百分点。由于前三季度 CPI 累计同比增速为-0.1%，在零附近，而零售价格指数与 CPI 高度正相关，因而零售的实际增速情况与名义增速应相差不大。

从服务业生产指数看，9 月当月实际同比增速为 5.6%，与 8 月持平；前三季度累计同比增速为 5.9%，与上半年持平。可见，相较于零售，服务业增速还是比较稳定的。

最后，从固定资产投资同比数据看，前三季度累计增速为-0.5%，今年以来首次由正转负，远低于 WIND 预期 0.0%，较 1-8 月回落 1 个百分点，较上半年低 3.3 个百分点。而在固定资产投资中，前三季度制造业累计同比增速为 4.0%，较 1-8 月回落 1.1 个百分点，且较上半年低 3.5 个百分点；基建投资（不含电力）前三季度累计同比增速为 1.1%，较 1-8 月回落 0.9 个百分点，

且较上半年低 3.5 个百分点；而房地产投资前三季度累计同比增速为-13.9%，较 1-8 月回落 1 个百分点，且较上半年低 2.7 个百分点。可见，固定资产投资增速今年以来的回落速度较快，表现最差。

表 1 2025 年前三季度生产、零售、投资和进出口数据一览表及其对比

	同比 (%)				季调环比 (%)	
月份	1-6 月	1-9 月	8 月	9 月	8 月	9 月
工业增加值 (实际)	6.4	6.2	5.2	6.5	0.37	0.64
工业产能利用率	74.0	74.6				
工业企业产销率	95.2	95.9	96.6	96.7		
社会消费品零售总额 (名义)	5.0	4.5	3.4	3.0	0.25	-0.18
服务业生产指数 (实际)	5.9	5.9	5.6	5.6		
固定资产投资 (累计名义)	2.8	-0.5	0.5	-0.5	-0.15	-0.07
其中：房地产	-11.2	-13.9	-12.9	-13.9		
基建 (不含电力)	4.6	1.1	2.0	1.1		
制造业	7.5	4.0	5.1	4.0		
进出口增速 (美元)	1.7	3.1	3.1	7.9	-0.7	4.7
其中：出口增速	5.9	6.1	4.3	8.3	0.1	2.2
进口增速	-3.8	-1.1	1.2	7.4	-1.9	8.5
贸易顺差 (亿美元)	5860	8751	1023	904		

资料来源：国家统计局 第一创业证券研究所计算整理

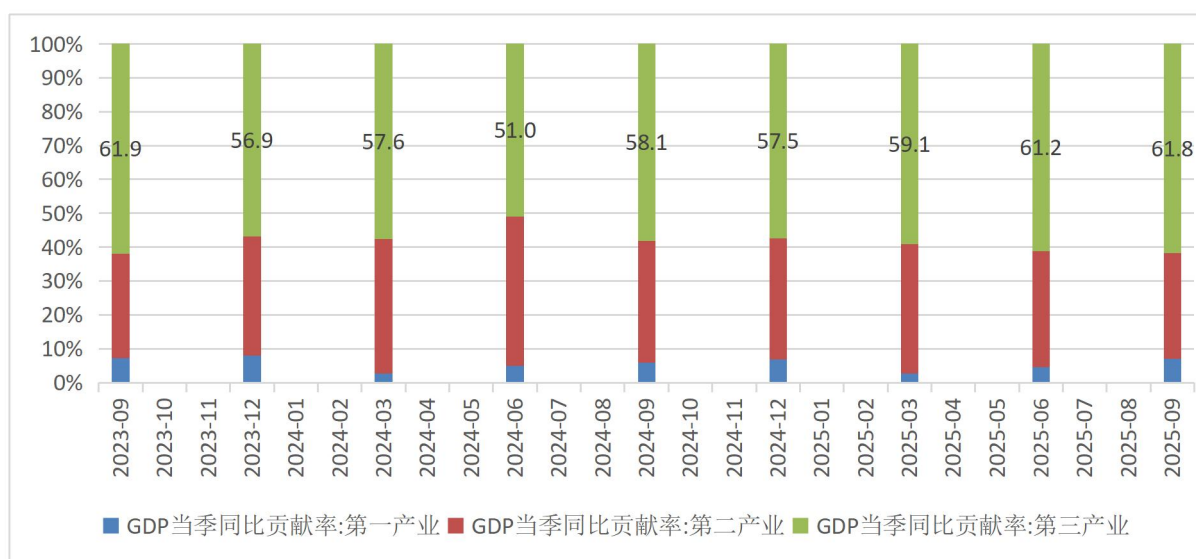
二、三季度经济结构虽有所改善但内需仍然偏弱

从总体上看三季度的经济有所回落，但经济结构仍有所改善，高质量发展仍取得积极成效。首先，从支出法 GDP 看，前三季度“三驾马车”（最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口）的贡献率分别是：最终消费支出对经济增长贡献率 53.5%，资本形成总额贡献率 17.5%，货物和服务净出口贡献率 29.0%。其中，三季度最终消费支出对经济增长贡献率 56.6%，较二季度回升 4.7 个百分点；资本形成总额贡献率 18.9%，较二季度回落 6.1 个百分点；货物和服务净出口贡献率 24.5%，较二季度回升 1.4 个百分点。从上述数据可以看到内需，尤其是消费是促进

GDP 增长的主动力。

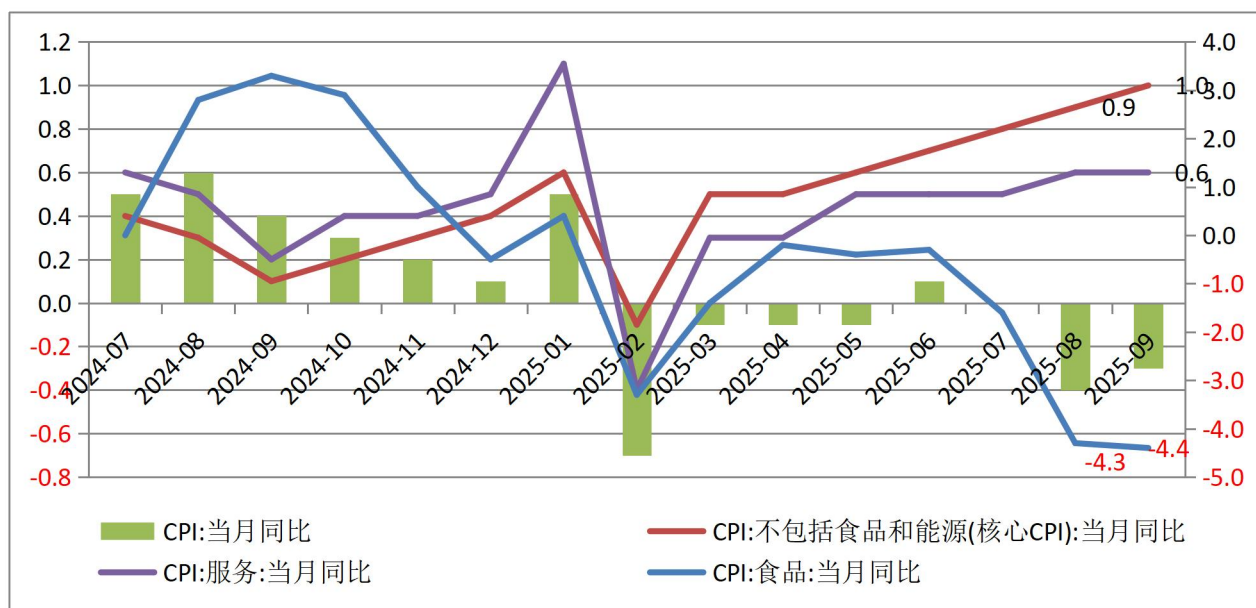
其次，从三大产业对 GDP 的贡献率来看（图 3 所示），前三季度一二三产业贡献率分别为 4.7%、34.6%和 60.7%。其中，第三产业即服务业对 GDP 的贡献率在三季度达到 60.8%，较二季度回升 0.6 个百分点，创出两年以来的新高，这与服务业生产指数相对强势的表现相一致；三季度第二产业的贡献率为 31.3%，较二季度回落 2.9 个百分点；三季度第一产业的贡献率为 7.0%，较二季度回升 2.4 个百分点。

图 3 2025 年三季度第三产业对 GDP 的贡献率达到 60.8%创两年以来的新高



资料来源：WIND 第一创业证券研究所整理

图 4 食品和服务业价格对今年以来 CPI 和核心 CPI 的背离起到了决定性作用



资料来源：WIND 第一创业证券研究所整理

而从表 1 中也可以看出，在前三季度零售、服务和固定资产投资同比数据中，只有服务业生产指数高于同期 GDP 增速。从价格指数看（图 4 所示），9 月 CPI 同比为-0.3%，较 8 月回升 0.1 个百分点；从核心 CPI（不包括食品和能源）看，9 月为 1.0%，也较 8 月回升 0.1 个百分点。但 CPI 和核心 CPI 同比的差距从今年 1 月的 0.2 个百分点扩大到 1.3 个百分点，这其中服务业的价格变化起到了决定性作用，9 月服务价格同比为 0.6%，与 8 月持平。而食品价格对 CPI 起到决定性作用，9 月食品价格同比为-4.4%，较 8 月回落 0.1 个百分点。

再次，9 月全国城镇调查失业率为 5.2%，较 8 月回落 0.1 个百分点；前三季度，全国城镇调查失业率平均值为 5.2%，与上半年持平。

从城乡居民收入同比增速看，前三季度全国居民人均可支配收入 32509 元，同比名义增长 5.1%，扣除价格因素实际增长 5.2%，与 GDP 增速持平，较上半年回落 0.2 个百分点。其中，城镇居民人均可支配收入 42991 元，同比名义增长 4.4%，实际增长 4.5%；农村居民人均可支配收入 17686 元，同比名义增长 5.7%，实际增长 6.0%。从收入来源看，全国居民人均工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入分别名义增长 5.4%、5.3%、1.7%、5.3%，其中工资性收入和转移净收入较上半年回落 0.3 个百分点，财产净收入回落 0.8 个百分点。全国居民人均可支配收入中位数 27149 元，同比名义增长 4.5%，较上半年回落 0.3 个百分点。

从城乡居民支出同比增速看，前三季度全国居民人均消费支出 21575 元，比上年同期名义增长 4.6%，扣除价格因素影响，实际增长 4.7%，低于同期 GDP 增速。分城乡看，城镇居民人均消费支出 26510 元，增长 3.8%，扣除价格因素，实际增长 3.9%；农村居民人均消费支出 14579 元，增长 5.5%，扣除价格因素，实际增长 5.8%。

最后，三季度房地产数据仍无起色，房地产对经济的拖累仍十分明显。2025 年前三季度房屋新开工同比增速为-18.9%，较 1-8 月回升 0.6 个百分点；房屋施工面积同比增速为-9.4%，较 1-8 月回落 0.1 个百分点；竣工面积同比增速为-15.3%，较 1-8 月回升 1.7 个百分点；房屋销售面积同比增速为-5.5%，较 1-8 月回落 0.8 个百分点。

从房地产资金来源看，2025 年前三季度房地产开发资金来源同比增速为-8.4%，较 1-8 月回落 0.4 个百分点，较上半年回落 2.2 个百分点。其中，国内贷款同比增速为-1.4%，较 1-8 月回落 1.6 个百分点；自筹资金来源同比增速为-9.3%，较 1-8 月回落 0.4 个百分点；其它资金来源（预付款）同比增速为-9.9%，较 1-8 月回升 0.1 个百分点。

从房地产价格看，9 月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比为-2.7%，较 8 月回升 0.3 个百分点；二手住宅价格指数同比为-5.2%，较 8 月回升 0.3 个百分点。就环比而言，70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比为-0.4%，较 8 月回落 0.1 个百分点；二手住宅价格指数环比为-0.6%，与 8 月持平。

从总体上看，2025 年 9 月国房景气指数为 92.8，已是连续 6 个月回落，较 8 月回落 0.3 个百分点，但较 6 月底回落 0.8 个百分点。从个人住房新发放贷款加权平均利率看，9 月底约为 3.1%，与上半年持平，较去年同期低约 25 个基点。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140