

4.8%增速背后的“喜”与“忧”

——2025 年 9 月经济数据点评

点评

- **三季度经济增速边际走低，消费和净出口为主要支撑。**按不变价计算，2025 年前三季度国内 GDP 同比增长 5.2%，比上年全年和上年同期分别加快 0.2、0.4 个百分点，依然高于全年 5% 目标，三季度 GDP 同比增长 4.8%，符合市场预期，但较二季度回落 0.4 个百分点。**三季度，消费对 GDP 增速拉动作用最大，其次是净出口，最后是投资。**最终消费支出对经济增长贡献率为 56.6%，拉动 GDP 增长 2.7 个百分点，资本形成总额对经济增长贡献率为 18.9%，拉动 GDP 增长 0.9 个百分点，净出口对经济增长贡献率为 24.5%，拉动 GDP 增长 1.2 个百分点。分产业看，三季度第一、二、三产业分别同比增长 4.0%、4.2% 和 5.4%，仅第一产业 GDP 增速较二季度回升 0.2 个百分点，第二、三产业 GDP 增速分别较二季度走低 0.6 和 0.3 个百分点。在外部挑战加剧的背景下，今年前三季度我国经济保持总体平稳、稳中有进的发展态势，三季度经济增速边际走低，一方面或因为美国关税对出口带来一定扰动，另一方面国内新旧动能接续转换过程中面临着阵痛和挑战，部分行业增势减缓，对投资形成一定拖累。从外部环境来看，10 月 11 日，特朗普宣布将从 11 月 1 日起对中国商品征收 100% 关税，18 日中美双方高层同意尽快开启新一轮的贸易谈判。四季度，中美贸易摩擦仍在继续，出口的不确定性或影响制造业企业投资意愿，同时国内新旧动能转换过程中，地产需求仍偏弱运行，化债背景下，地方基建投资动能不强。10 月，5000 亿元新型政策性金融工具推出，有助于撬动社会资本，对四季度投资起到支撑作用。在经济增速边际走低背景下，四季度政策有望进一步发力，尤其美联储降息后，货币政策仍有加力空间。
- **居民收入增速小幅走低，就业总体保持平稳。**从收入来看，2025 年前三季度，全国居民人均可支配收入同比名义增长 5.1%，扣除价格因素实际增长 5.2%，均较上半年增速回落 0.2 个百分点。分城乡看，城镇居民人均可支配收入同比名义增长 4.4%，实际增长 4.5%；农村居民人均可支配收入同比名义增长 5.7%，实际增长 6%。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%，其中财产净收入增速回落幅度较大，较上半年下滑 0.8 个百分点。从消费支出看，2025 年 1-9 月，全国居民人均消费支出比上年名义增长 4.6%，实际增长 4.7%，名义和实际增速均较上半年下降 0.6 个百分点。从细项看，各类消费支出同比均有下降，其中教育文娱、医疗保健、食品烟酒等消费同比下滑较多，分别较上半年下降 1.58、1.91 和 0.88 个百分点。就业方面，2025 年前三季度，全国城镇调查失业率平均值为 5.18%，相比上半年上升 0.03 个百分点，同比 2024 年同期上升 0.04 个百分点。9 月，全国城镇调查失业率为 5.2%，环比上月下降 0.1 个百分点。总的来看，今年以来就业指标平稳运行，重点就业群体得到有力保障。居民收入增速小幅走低，但总体保持稳定，稳就业、稳企业、稳市场、稳预期的循环机制运行良好。
- **节前加快生产和出口韧性下，工业生产有所提速。**2025 年 1-9 月，全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%，与 1-8 月增速持平，9 月单月工业增加值同比增长 6.5%，高于 8 月增速 1.3 个百分点，高于 wind 一致预期（5.2%）。其中，

西南证券研究院

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-57631106
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

1. 充电设施发展目标确立，美国降息预期再度升温（2025-10-18）
2. 社融增速延续回落，政府债融资减速——2025 年 9 月社融数据点评（2025-10-16）
3. 猪肉价格拖累 CPI，PPI 延续改善趋势——2025 年 9 月通胀数据点评（2025-10-16）
4. 基数效应外，出口表现仍有韧性——2025 年 9 月贸易数据点评（2025-10-14）
5. “十五五”前瞻：新动能·新生态·新布局（2025-10-13）
6. 假期出行热度不减，海外政治风云变幻（2025-10-10）
7. 景气小幅改善，但低于季节性表现——2025 年 9 月 PMI 数据点评（2025-10-01）
8. 激活服务贸易发展动能，欧美制造业景气回落（2025-09-26）
9. 服务消费提质升级，美联储开启预防式降息（2025-09-19）
10. 经济数据偏冷，稳增长诉求增大——2025 年 8 月经济数据点评（2025-09-16）



三大门类增加值增速分化：9月采矿业和制造业增加值同比增速较8月分别上升1.3、1.6个百分点至6.4%和7.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增速下滑1.8个百分点至0.6%。分行业看，9月41个大类行业中有36个行业增加值保持增长，增长面为87.8%。其中，化学原料和化学制品制造业，通用设备、汽车、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备、计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长均超过9%；分产品看，9月规模以上工业623种产品中有362种产品产量同比增长，增长面为58.1%。其中，水电、太阳能产量同比增长分别为31.9%和21.1%，电力生产保障有力；新能源汽车增长20.3%，增速回落2.4个百分点；微型电子计算机、水泥产量同比降幅居前。需求方面，9月份，规模以上工业企业产品销售率为96.7%，同比上升0.6个百分点，其中出口交货值增速同比由上月下降0.4%转为上升3.8%，关税影响下我国出口仍有韧性，工业品出口有所加快。另外，高技术产业实现较快增长。1-9月，规模以上高技术制造业增加值同比增长9.6%，增速比1-8月走高0.1个百分点，对全部规模以上工业增长的贡献率为24.7%。9月份，由于节前企业加快生产，且出口仍有韧性，工业生产有所提速。四季度，关税和贸易摩擦或再次对企业出口和生产带来不确定性，而随着国内扩内需政策持续发力，工业生产有望保持平稳增长态势，但由于基数走高，预计全年工业增加值小幅回落至5.8%左右。

- **广义基建投资降幅走扩，四季度或将有所回升。**2025年1-9月，全国固定资产投资（不含农户）由1-8月同比增长0.5%转为下降0.5%，为2020年8月以来首次同比下降。分区域来看，1-9月东部、东北地区投资分别下降4.5%、8.4%，降幅分别扩大1、2.4个百分点，中部、西部地区投资保持增长，分别为1.5%、1.5%，但增速分别走低1、0.8个百分点。基建投资方面，1-9月狭义投资累计同比增长1.1%，较1-8月增速回落0.9个百分点；广义基建投资同比增长3.34%，较1-8月增速回落2.08个百分点。其中公共设施管理业投资同比增速连续5个月走低至-2.8%，连续两个月为同比下降，水利管理业投资同比增速连续8个月走低至3%，铁路运输业投资同比增速也较1-8月边际走低0.3个百分点至4.2%，道路运输业投资同比降幅小幅收敛0.6个百分点至-2.7%。9月单月，狭义基建投资同比下降4.65%，降幅收敛1.20个百分点，广义基建投资同比下降7.98%，降幅扩大1.55个百分点，均连续三个月同比下降。基建投资增速偏低或主要因为前期专项债主要用于化债，投向基建的比例不高，同时城投融资仍然偏紧。四季度，随着新型政策性金融工具加快落地，且雅下水电项目等战略性工程全面开工，同时财政部明确将盘活使用5000亿元地方债结存限额，用于化债和扩大投资，后续基建投资增速或有所回升，但由于去年四季度基数走高，今年全年广义基建投资增速或小幅回升至5%左右。
- **地产投资增速继续走低，而房价同比降幅收敛。**2025年1-9月，全国房地产开发投资累计同比下降13.9%，较1-8月降幅扩大1.0个百分点，且为2020年2月以来最低值。供给端，房屋施工面积同比降幅小幅扩大至9.4%，新开工面积和竣工面积同比降幅均有所收敛，降幅分别收窄0.6和1.7个百分点至-18.9%和-15.3%；销售端，商品房销售面积和销售额降幅分别扩大0.8、0.6个百分点至-5.5%和-7.9%，分别连续5、6个月降幅扩大。9月单月，房地产开发投资同比下降21.3%，降幅扩大1.8个百分点，销售面积、销售额同比下降10.5%、11.8%，降幅分别收敛0.01和2.18个百分点，房地产景气指数为92.78，连续6个月下降，维持在不景气区间，房地产市场持续降温。从价格端来看，随着供需关系趋于平衡，房价同比增速继续回升，但仍处于负增长区间。9月份，70个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比下降，同比降幅继续呈收窄态势。据央视网，9月下旬以来，重庆、合肥、武汉、广州、长春、邵阳、东莞等多地发布楼市相关新政，涵盖公积金政策优化、限购松绑、购房补贴等举措，推动市场活跃度提升。国内房地产市场仍处于修复过程中，新旧动能转换过程中以地产投资为代表的“旧动能”对经济的支撑作用在持续减弱，但各地持续因城施策出台楼市刺激措施，四季度地产投资或延续平稳走

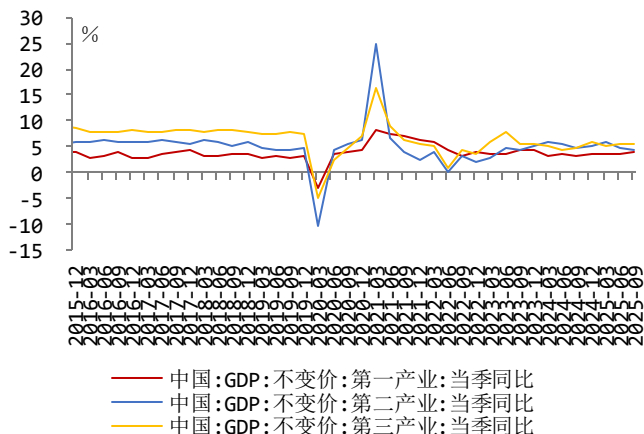
势，然而，去年 924 一系列政策释放后，推升了地产销售基数，今年四季度地产销售同比或边际走低。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

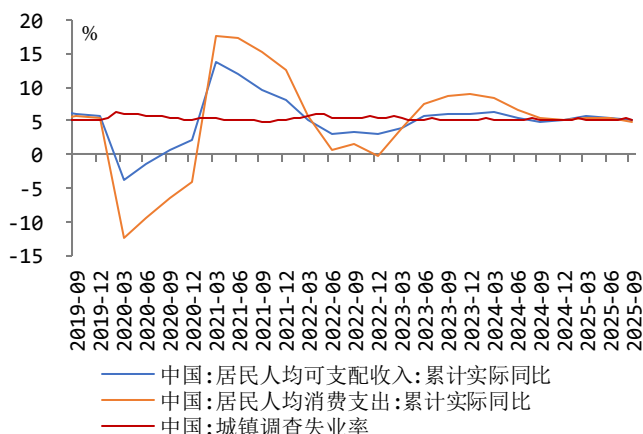
- **制造业投资增速继续走低，关税不确定性仍在扰动。**2025 年 1-9 月，制造业投资累计同比增长 4%，较 1-8 月增速回落 1.1 个百分点，高于全国固定资产投资增速 4.5 个百分点，但增速已连续 6 个月走低。13 个主要行业中，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资增速最高，超过 20%，其次是汽车、农副食品加工、通用设备、纺织、食品制造业等，投资增速均超过 10%，而投资同比下降的包括医药、电气机械及器材、化学原料和制品、计算机通信和专用设备制造业等。13 个行业投资增速均边际走低，其中，铁路船舶航空航天制造业、食品制造业等投资增速放缓最多。然而，今年以来创新投入持续加大，推动新兴领域投资扩产，前三季度，汽车制造业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业投资同比保持两位数增长。9 月单月，制造业投资同比下降 1.92%，增速边际放缓 0.63 个百分点。9 月，制造业 PMI 较 8 月回升 0.4 个百分点至 49.8%，仍连续 6 个月位于收缩区间。制造业投资增速边际放缓主要原因或包括：（1）大规模设备更新补助资金使用接近尾声，设备工器具购置投资增速自 3 月以来持续走低，前三季度，设备工器具购置投资同比增长 14.0%，拉动全部投资增长 2.0 个百分点；（2）中美关税问题的不确定性仍在持续影响企业投资意愿；（3）制造业产能过剩、利润收缩对投资也有制约。中美新一轮贸易摩擦在 10 月启动，对企业投资信心或有干扰，但国内政策持续发力对制造业投资或形成一定支撑，预计全年制造业投资增速保持在 4% 左右。
- **社消增速小幅回落，服务零售增速加快。**2025 年 1-9 月，社会消费品零售总额同比增长 4.5%，相比 1-8 月增速回落 0.1 个百分点。9 月单月，社会消费品零售总额同比增长 3%，边际增速回落 0.4 个百分点，增速连续 4 个月走低，主要受节假日错位、部分地区“国补”暂缓等因素影响。其中餐饮收入同比增长 0.9%，增速较上月回落 1.2 个百分点，商品零售增速相比上月回落 0.3 个百分点至 3.3%。从具体类别看，9 月份限额以上单位 16 个商品类别中，13 类同比保持正增长，其中增速上升较多的通讯器材、化妆品类和服装鞋帽针纺织品类增速分别走高 8.9、3.5、1.6 个百分点至 16.2%、8.6% 和 4.7%；然而家用电器和音像器材、文化办公用品类以及金银珠宝类零售增速有所下滑，分别走低 11、8 和 7.1 个百分点至 3.3%、6.2% 和 9.7%。1-9 月，服务零售额同比增长 5.2%，增速比 1-8 月份加快 0.1 个百分点，高于同期商品零售额 0.6 个百分点。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实现两位数增长。四季度，最后一批“国补”资金于 10 月下达，接续支持耐用品消费，同时服务消费领域政策推出，9 月 6 日，商务部发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》，有助于补充对消费的支持力度，但由于去年消费基数走高，全年社消增速或回落至 4% 左右。
- **风险提示：**国内政策落地不及预期，海外政策和经济超预期变化。

图 1：2025 年第三季度 GDP 同比增速边际回落



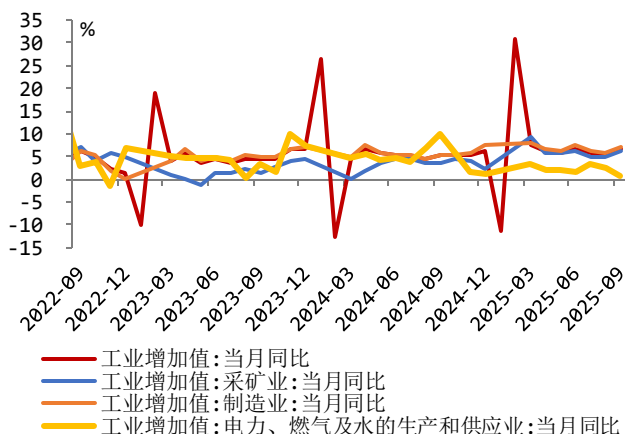
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：居民人均可支配收入增速回落



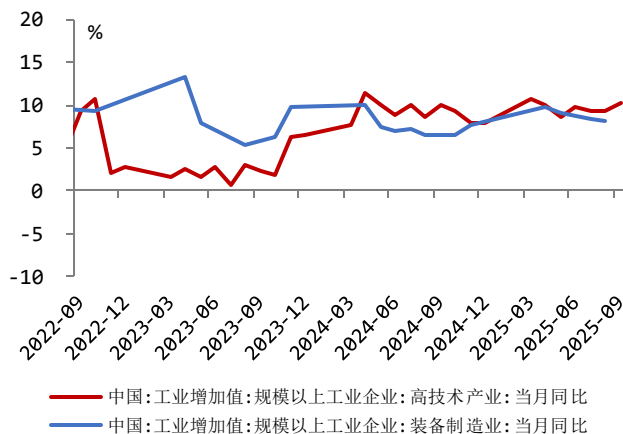
数据来源：wind、西南证券整理

图 3：三大门类增加值增速走势分化



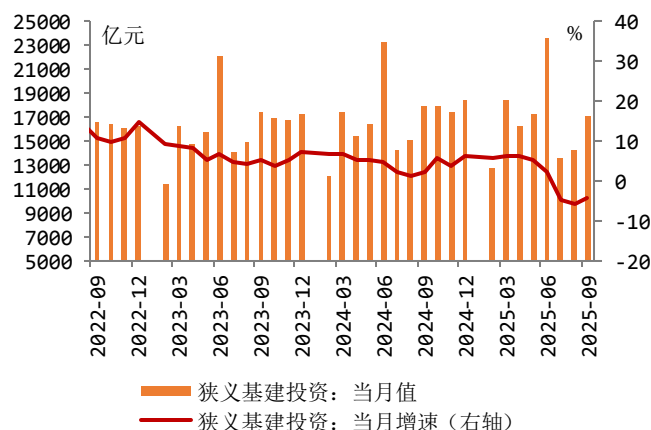
数据来源：wind、西南证券整理

图 4：高技术产业增加值增速边际上升



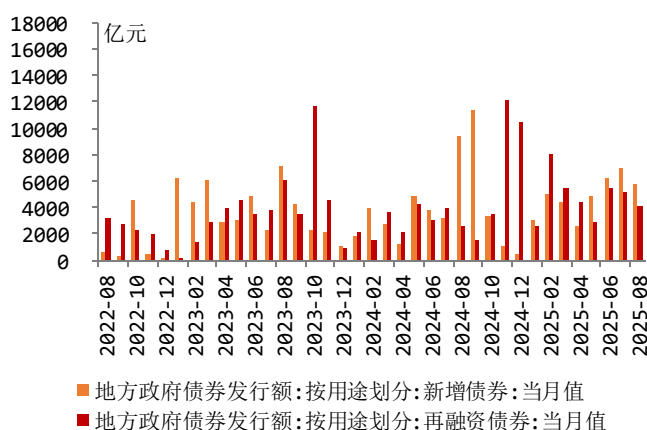
数据来源：wind、西南证券整理

图 5：狭义基建投资降幅收敛



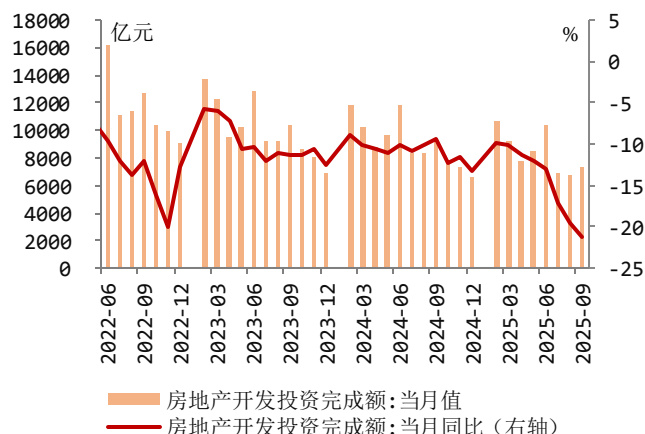
数据来源：wind、西南证券整理

图 6：8 月政府债券发行节奏放缓



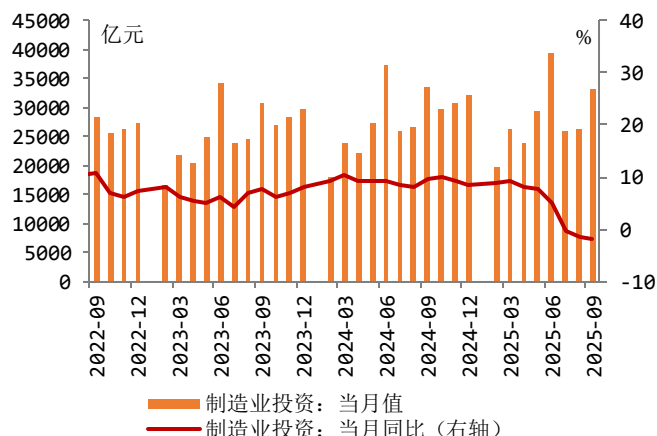
数据来源：wind、西南证券整理

图 7：房地产开发投资同比降幅扩大



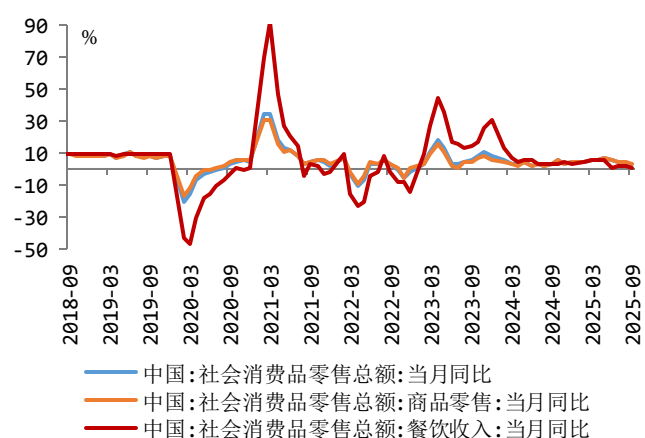
数据来源：wind、西南证券整理

图 9：制造业投资增速走低



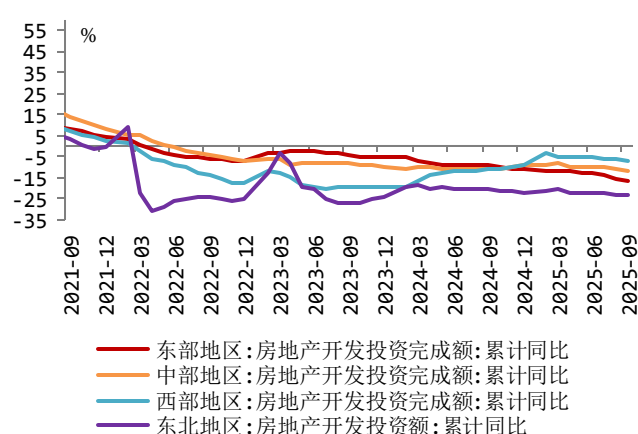
数据来源：wind、西南证券整理

图 11：社会消费品零售总额增速回落



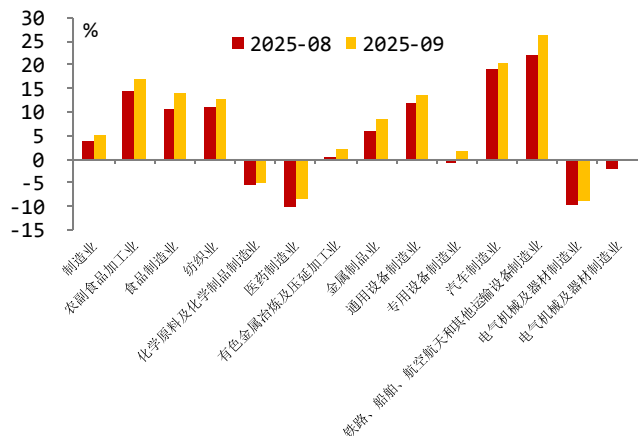
数据来源：wind、西南证券整理

图 8：不同地区房地产开发投资情况



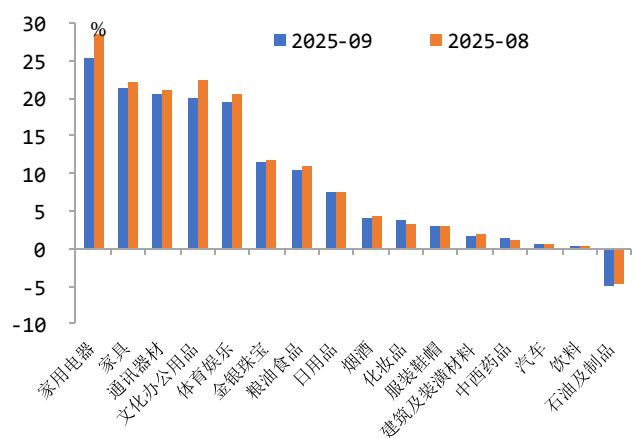
数据来源：wind、西南证券整理

图 10：制造业投资各行业增速变化



数据来源：wind、西南证券整理

图 12：主要品类消费累计同比增速对比



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn