

# 前三季度 GDP 同比增长 5.2%，全年完成目标压力不大

——2025 年 9 月经济数据点评

宏观点评

生产扩张较快，前三季度实际 GDP 同比增长 5.2%。三季度实际 GDP 同比增速 4.8%，符合预期，前三季度实际 GDP 同比增速 5.2%。四季度实际 GDP 同比增速达到 4.6%，全年实际 GDP 增速可实现 5%。四季度实际 GDP 同比增速达到 3.6% 以上，可实现全年实际 GDP 增速在 4.75% 以上，即在 5% 左右，全年完成目标压力不大。当前，外部不稳定不确定性因素依然较多，世界经贸增长面临重大挑战，国内一些领域结构性矛盾还在显现。要加力提效实施逆周期调节，持续用力扩大内需、做强国内大循环，进一步激发市场活力、提振发展预期，不断增强内生增长动能，力促经济持续健康发展。

出口拉动叠加季末效应，工业生产增速回升。9 月工业生产增长 6.5%，增速高于 7、8 月的 5.7%、5.2%。主要有以下几方面原因。一是，出口韧性较强。9 月出口同比增长 8.3%，增速好于上月的 4.4%。二是季节效应。受天气好转加上季末效应，9 月是传统生产旺季。三是中秋节错位影响工作日。去年中秋节在 9 月，去年 9 月工作日是 21 天。今年中秋节在 10 月，今年 9 月工作日是 23 天。服务业生产稳定，9 月服务业生产指数同比增速 5.6%，持平于前值。

工业投资稳步增长。9 月，固定资产投资累计同比增速从 0.5% 下降至 -0.5%，当月同比增速下降至 -7.1%，主要是受房地产投资拖累。基建（不含电力等）投资累计同比增速 1%，仍维持正增长。制造业投资累计同比增速 4%，整体上稳步增长。设备工器具购置投资累计同比增长 14.1%，增速仍较高。

房屋竣工、新开工面积降幅收窄。9 月份，房地产投资累计同比下降 13.9%，降幅较前 8 月扩大 1 个百分点，当月降幅扩大至 21.3%。商品房销售面积同比累计下滑 5.5%，降幅较前 8 月扩大 0.8 个百分点。4 月份以来，房地产销售累计同比降幅持续走扩。9 月份，商品房竣工面积、新开工同比累计分别下滑 17% 和 19.5%，降幅较前 8 月收窄 1.7 和 0.6 个百分点。

以旧换新相关消费增势较好。受中秋节错月等因素影响，9 月份社会消费品零售总额同比增长 3%，增速较上月回落 0.4 个百分点。家具、通讯器材消费同比增速均为 16.2%，保持在高位。汽车消费同比增长 1.6%，增速连续两个月回升。高基数下部分以旧换新相关消费同比增速下滑。9 月份，家用电器和音像器材类消费同比增长 3%，增速较上月回落 11 个百分点。文化办公用品消费同比增长 6.2%，增速较上月回落 8 个百分点。

● 风险提示：新增政策低于预期；房地产市场持续降温；中美关税谈判存在较大不确定性。

## 邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280520050003

## 钟 山（分析师）

zhongshan01@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280525060002

## 相关报告

《前置效应消退，经济数据波动加大》  
2025-09-16

《经济数据有所波动，生产端仍较稳健》  
2025-08-16

《顶住压力、迎难而上，上半年 GDP 增长 5.3%》  
2025-07-17

《“两重”“两新”持续发力，经济呈现较强韧性》  
2025-06-17

《顶住外部压力，经济实现平稳增长》  
2025-05-20

《一季度经济的动力及亮点》  
2025-04-18

《经济数据“开门红”的动力来自哪》  
2025-03-18

《“9·24”以来经济复苏情况如何》  
2025-02-16

《四季度经济数据有哪些亮点》  
2025-01-19

《积极有为，乘风破浪》  
2024-12-30



## 目 录

1、 生产扩张较快，前三季度 GDP 同比增长 5.2% .....	3
2、 出口拉动叠加季末效应，工业生产增速回升 .....	4
3、 工业投资稳步增长 .....	5
4、 房屋竣工、新开工面积降幅收窄 .....	7
5、 以旧换新相关消费增势较好 .....	8

## 图表目录

图 1： 出口拉动下生产好于需求 .....	3
图 2： 三季度 GDP 增速基本符合预期 .....	4
图 3： 前三季度出口拉动 GDP 同比增长 1.5% .....	4
图 4： GDP 平减指数连续 10 个季度负增长 .....	4
图 5： 名义 GDP 增速低于实际增速 .....	4
图 6： 9 月工业生产增速回升 .....	5
图 7： 服务业生产平稳 .....	5
图 8： 投资增速持续回落 .....	6
图 9： 基建投资维持正增长 .....	6
图 10： 公用事业投资增速较高 .....	6
图 11： 制造业投资稳步增长 .....	7
图 12： 设备工器具购置投资增速较高 .....	7
图 13： 房屋竣工、新开工面积降幅收窄 .....	8
图 14： 9 月，70 大中城市商品房价格降幅扩大 .....	8
图 15： 9 月，二手房价格环比降幅扩大 .....	8
图 16： 9 月份，社会消费品零售总额当月同比增速回落 .....	9
图 17： 9 月份，部分以旧换新相关消费增速仍较高 .....	9
图 18： 2024 年 9 月开始，家用电器和音像器材类零售额加速回升 .....	10
图 19： 2024 年 9 月开始，文化办公用品类零售额加速回升 .....	10

三季度实际 GDP 同比增速 4.8%，符合预期，前三季度实际 GDP 同比增速 5.2%。四季度实际 GDP 同比增速达到 4.6%，全年实际 GDP 增速可达到 5%。四季度实际 GDP 同比增速达到 3.6%以上，可实现全年实际 GDP 增速在 4.75%以上，即在 5%左右，全年完成目标压力不大。

当前，外部不稳定不确定性因素依然较多，世界经贸增长面临重大挑战，国内一些领域结构性矛盾还在显现。要加力提效实施逆周期调节，持续用力扩大内需、做强国内大循环，进一步激发市场活力、提振发展预期，不断增强内生增长动能，力促经济持续健康发展。

图1： 出口拉动下生产好于需求

一级指标	二级指标	三级指标	预期差/9月预期值	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12
增长动力	GDP	GDP: 当季同比(%)	4.76	4.8	--	--	5.2	--	--	5.4	--	--	5.4
	消费	社会消费品零售: 当月同比(%)	3.1	3.0	3.4	3.7	4.8	6.4	5.1	5.9	4.0	--	3.7
	投资	固定资产投资: 累计同比(%)	0.0	-0.5	0.5	1.6	2.8	3.7	4.0	4.2	4.1	--	3.2
		——房地产	-13.4	-13.9	-12.9	-12.0	-11.2	-10.7	-10.3	-9.9	-9.8	--	-10.6
		——采矿业	--	3.7	3.0	3.0	3.4	5.8	6.3	5.6	4.7	--	10.5
		——制造业	4.7	4.0	5.1	6.2	7.5	8.5	8.8	9.1	9.0	--	9.2
		——基建	3.3	3.3	5.4	7.3	8.9	10.4	10.9	11.5	10.0	--	9.2
	房地产	商品房销售面积: 累计同比(%)	--	-5.5	-4.7	-4.0	-3.5	-2.9	-2.8	-3.0	-5.1	--	-12.9
		房屋新开工面积: 累计同比 (%)	--	-18.9	-19.5	-19.4	-20.0	-22.8	-23.8	-24.4	-29.6	--	-23.0
		70城二手住宅价格: 当月同比 (%)	--	-5.2	-5.5	-5.9	-6.1	-6.3	-6.8	-7.3	-7.5	-7.8	-8.1
		土地购置费: 累计同比 (%)	--	0.0	-10.2	-8.9	-7.0	-7.1	-5.9	-4.5	-0.3	--	-8.7
	对外贸易	进口: 当月同比(%)	1.5	7.4	1.2	4.1	1.1	-3.4	-0.3	-4.3	1.6	-16.3	0.8
		出口: 当月同比(%)	5.9	8.3	4.3	7.1	5.8	4.7	8.0	12.2	-3.1	5.9	10.7
		贸易差额(亿美元)	964.2	904.5	1022.6	979.2	1144.1	1028.9	959.3	1020.2	311.6	1380.4	1051.8
经济运行	生产	工业增加值: 当月同比(%)	5.2	6.5	5.2	5.7	6.8	5.8	6.1	7.7	5.9	--	6.2
	景气度	PMI(%)	49.6	49.8	49.4	49.3	49.7	49.5	49.0	50.5	50.2	49.1	50.1
	就业	失业率(%)	5.3	5.2	5.3	5.2	5.0	5.1	5.2	5.4	5.2	5.1	5.1
	价格	CPI(%)	-0.15	-0.30	-0.40	0.00	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.70	0.50	0.10
		PPI(%)	-2.40	-2.30	-2.90	-3.60	-3.60	-3.30	-2.70	-2.50	-2.20	-2.30	-2.30
金融信贷	信贷融资	人民币贷款: 新增 (亿元)	13900	12900	5900	-500	22400	6200	2800	36400	10100	51300	9900
		人民币贷款余额: 同比 (%)	6.7	6.6	6.8	6.9	7.1	7.1	7.2	7.4	7.3	7.5	7.6
		社融存量: 同比 (%)	8.6	8.7	8.8	9.0	8.9	8.7	8.7	8.4	8.2	8.0	8.0
	货币供应	M2: 同比(%)	8.5	8.4	8.8	8.8	8.3	7.9	8.0	7.0	7.0	7.0	7.3

资料来源：Wind，诚通证券研究所

1、 生产扩张较快，前三季度 GDP 同比增长 5.2%

三季度实际 GDP 同比增速 4.8%，符合预期，前三季度实际 GDP 同比增速 5.2%。四季度实际 GDP 同比增速达到 4.6%，全年实际 GDP 增速可达到 5%。四季度实际 GDP 同比增速达到 3.6%以上，可实现全年实际 GDP 增速在 4.75%以上，即在 5%左右，全年完成目标压力不大。

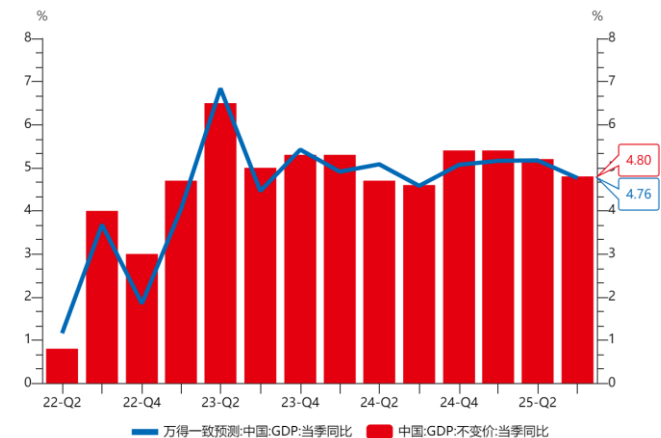
三季度，第二产业增加值同比增长 4.2%，第三产业增加值同比增长 5.4%。第二产业生产同比增速 4.2%，低于工业生产同比增速 5.8%（月均值），主要是因为第二产业还包括建筑业，建筑业增加值下降拖累了第二产业。

第三产业增加值同比增速 5.4%，低于服务业生产指数同比增速 5.7%（月均值）。其原因是，服务业生产指数主要反映市场性服务业的产出变化，不包含非市场性服务活动，例如政府提供的教育、医疗、公共管理等服务，而第三产业增加值核算包括政府服务。

名义 GDP 增速仍低于实际增速。三季度名义 GDP 同比增速 3.7%，GDP 平减指数同比下降 1.1%，自 2023 年二季度以来，连续 10 个季度负增长，创下历史最

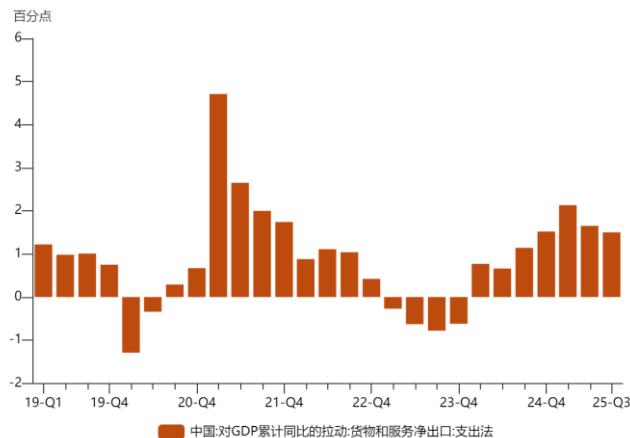
长时间。一方面，GDP 平减指数降幅仍较大，物价压力仍很大，三季度 CPI、PPI 同比增速分别为-0.2%、-2.9%。另一方面，GDP 平减指数同比降幅较上季度收窄 0.2 个百分点。受反内卷影响，三季度末工业产能利用率 74.6%，较上季度回升 0.6 个百分点，PPI 同比降幅从 7 月的 3.6% 收窄至 9 月的 2.3%，连续两个月收窄。

图2： 三季度 GDP 增速基本符合预期



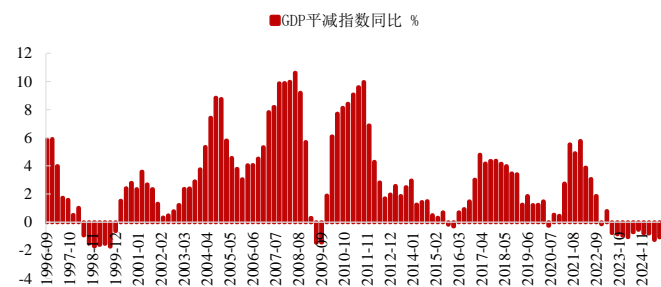
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图3： 前三季度出口拉动 GDP 同比增长 1.5%



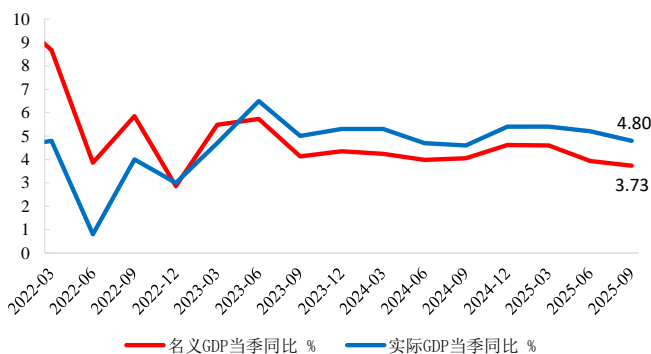
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图4： GDP 平减指数连续 10 个季度负增长



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图5： 名义 GDP 增速低于实际增速



资料来源：Wind，诚通证券研究所

## 2、出口拉动叠加季末效应，工业生产增速回升

三季度，工业生产同比增长 5.8%（月均值），增速较高。9 月当月工业生产增长 6.5%，增速高于 7、8 月的 5.7%、5.2%。9 月工业生产增速回升主要有以下几方面原因。

一是出口韧性较强。9 月出口同比增长 8.3%，增速好于上月的 4.4%，为年初以来第二高增速。三季度出口同比增长 6.6%，增速高于一季度的 5.6%、二季度的 6.2%。我国前三季度出口维持良好走势，特别是二季度中美贸易摩擦以来，我国出口表现出较强韧性，这既有“抢出口”“抢转口”的作用，也受到欧盟等经济

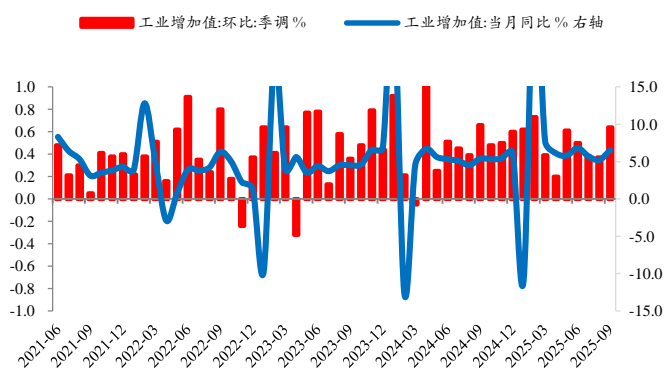
持续好转、东盟产业链重构的影响，8月、9月全球制造业PMI分别高达50.9%、50.8%。

**二是季节效应。**受天气好转加上季末效应，9月是传统生产旺季。过去十年（2015-2024年）9月工业生产环比增速均值是0.57%，较8月上升0.07个百分点。2025年9月工业生产环比增速0.64%，较上月增加0.27个百分点，略超季节性。

**三是中秋节错位影响工作日。**去年中秋节在9月，去年9月工作日是21天。今年中秋节在10月，今年9月工作日是23天。

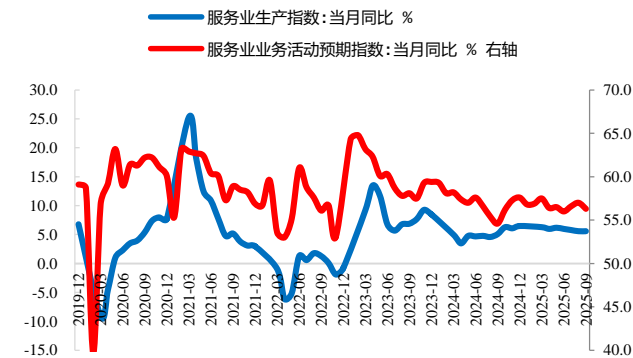
**服务业生产稳定。**三季度，服务业生产指数同比增速5.7%（月均值），增速仍较高。9月，服务业生产指数同比增速5.6%，持平于前值。从结构上看有四个特点。其一，金融市场活跃度有所回落，金融业生产指数从9.2%下降至8.7%。其二，暑期结束加上中秋节错位，餐饮收入同比增速从2.1%下降至0.9%。其三，转型升级持续，新质生产力加快形成。信息传输、软件和信息技术服务业同比增速从年初的9.3%持续上升至12.8%。其四，受工业生产增速回升的溢出效应影响，租赁和商务服务业同比增速从7.4%上升至7.8%。

图6：9月工业生产增速回升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图7：服务业生产平稳



资料来源：Wind，诚通证券研究所

### 3、工业投资稳步增长

9月，固定资产投资累计同比增速从0.5%下降至-0.5%，当月同比增速下降至-7.1%，这主要是受房地产投资拖累。基建（不含电力等）、制造业、房地产投资累计同比增速分别下滑至1.1%、4%、-13.9%。

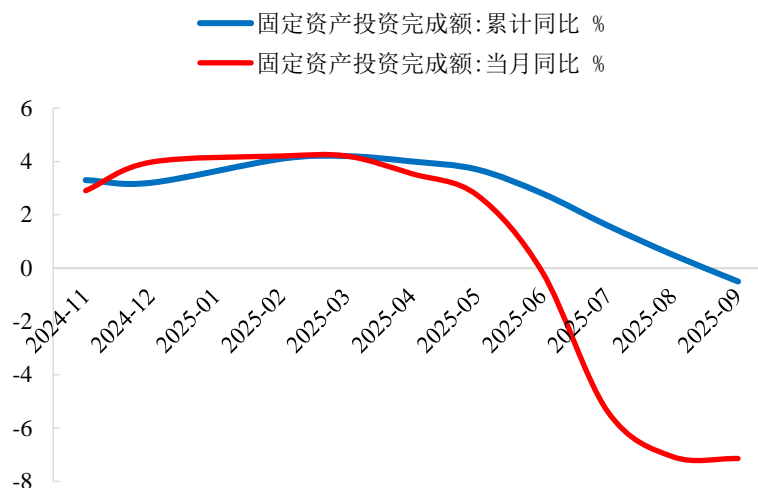
**基建投资保持增长。**基建（不含电力等）投资累计同比增速从2%下降至1%，全口径基建投资累计同比增速从5.4%下降至3.3%，虽然增速有所下滑，但仍为正。前期中央财政发力，基建投资增速较高，前置效应逐渐衰退，加上财政压力仍存，在“三保”支出约束下，基建投资增速有所下滑。此外，4月特别国债才开始发行，之前的“两重”“两新”资金可能是通过中央预算稳定调节基金等渠道获得的，后续特别国债发行需要弥补这部分资金，这也制约了基建投资。从结构上看，前9月，电力等公用事业投资累计同比增速从18.8%下降至15.3%；交通运输类投资累计同比增速从2.7%下降至1.6%；水利等投资累计同比增速则从-0.2%进一步下降至-2.4%。



**制造业投资稳步增长。**9月，制造业投资累计同比增长4%，增速平稳。不过需要注意以下几方面。其一，设备更新资金支持规模是2000亿元，资金安排节奏对下半年投资的拉动相对减弱；其二，前8月工业利润同比增长0.9%，加上中美经贸关系仍存在较大不确定性，企业信心需要进一步增强；其三，产能利用率处于低位，部分行业加强“反内卷”，企业暂缓扩张投资。

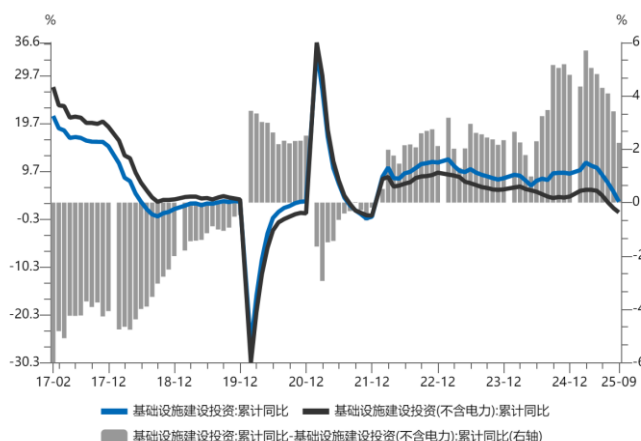
综合影响下，设备工器具购置投资累计同比增长14.1%，增速仍较高。同时，建筑安装工程投资累计同比增速从-2.2%下降至-4.1%。

**图8： 投资增速持续回落**



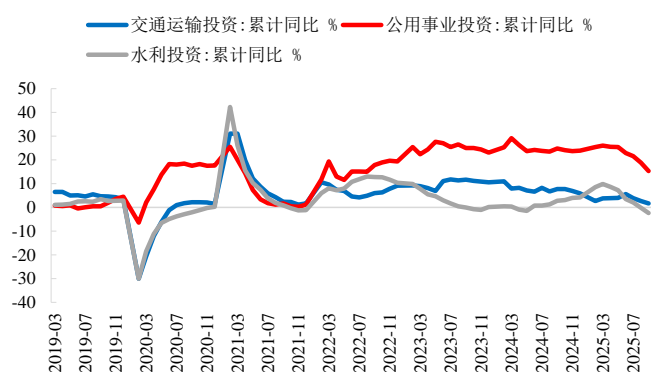
资料来源：Wind，诚通证券研究所

**图9： 基建投资维持正增长**



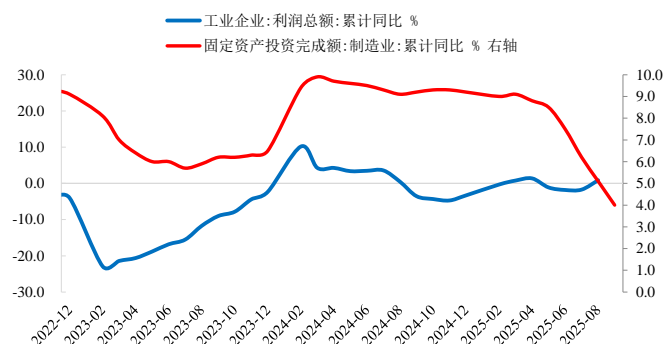
资料来源：Wind，诚通证券研究所

**图10： 公用事业投资增速较高**



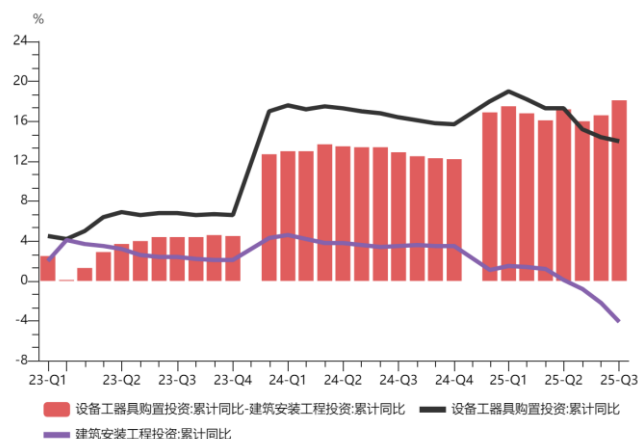
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图11： 制造业投资稳步增长



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图12： 设备工器具购置投资增速较高



资料来源：Wind，诚通证券研究所

## 4、房屋竣工、新开工面积降幅收窄

9月，房地产市场动能有待进一步增强，房地产投资累计同比下降13.9%，降幅较前8月扩大1个百分点，当月降幅扩大至21.3%，但房屋竣工、新开工面积累计降幅收窄。

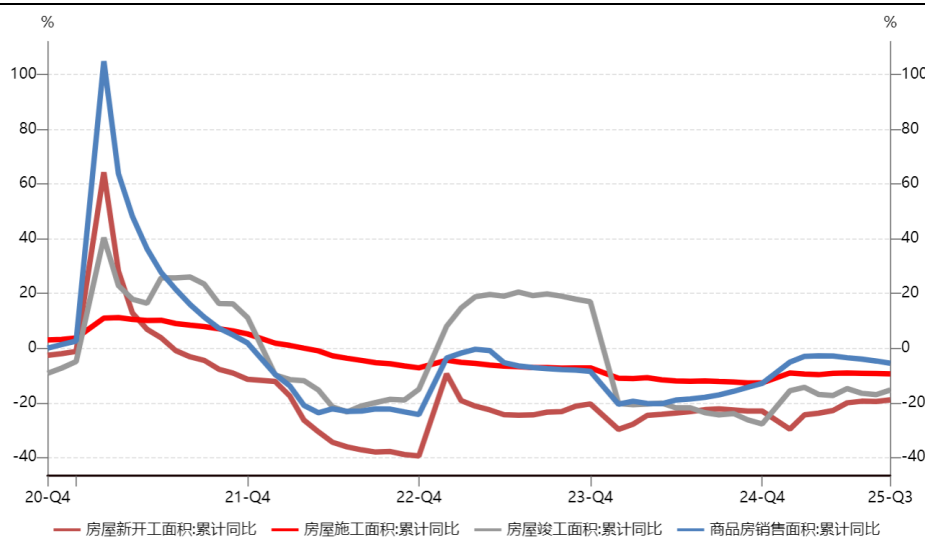
**商品房销售面积累计降幅走扩。**1-9月份，商品房销售面积同比累计下滑5.5%，降幅较前8月扩大0.8个百分点。4月份以来，房地产销售累计同比降幅持续走扩，房地产销售回落趋势得到强化。由于上年政策支持下商品房销售基数会有所走高，预计四季度商品房销售面积同比降幅仍将进一步走扩。不过预计全年降幅较2024年近13%的跌幅会有所收敛。

**房屋竣工、新开工面积累计降幅收窄。**1-9月份，商品房竣工面积、新开工同比累计分别下滑17%和19.5%，降幅较前8月收窄1.7和0.6个百分点。房屋新开工面积累计降幅自年初以来趋势性收窄，对未来房地产投资有一定支持作用。

**住宅价格延续弱势。**9月份，70大中城市二手房价格指数整体环比回落0.6%，降幅较上月持平。其中，一线城市二手房价格环比回落1%，降幅与上月持平。二线城市二手房价格环比回落0.7%，降幅较上月扩大0.1个百分点。三线城市二手房价格环比回落0.6%，降幅较上月扩大0.1个百分点。

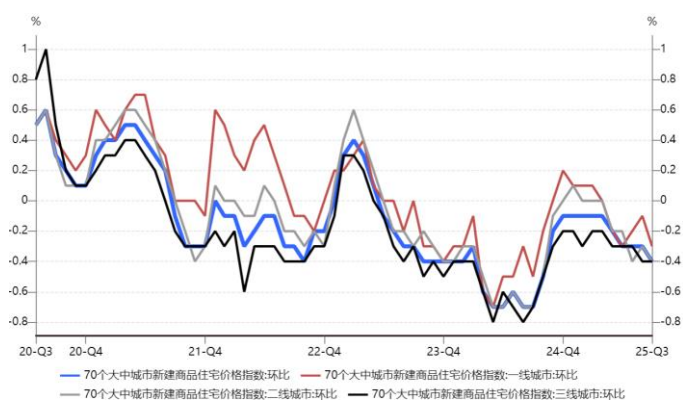
从新房价格看，一线城市价格降幅扩大。9月份，70个大中城市中，一线城市新房价格较上月回落0.3%，环比降幅较上月扩大0.2个百分点。二线城市新房价格较上月回落0.4%，环比降幅较上月扩大0.1个百分点。三线城市新房价格环比回落0.4%，环比降幅与上月持平。

图13： 房屋竣工、新开工面积降幅收窄



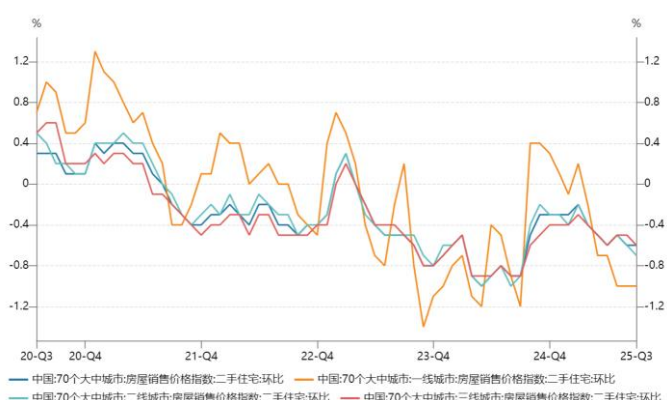
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图14： 9月，70大中城市商品房价降幅扩大



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图15： 9月，二手房价格环比降幅扩大



资料来源：Wind，诚通证券研究所

## 5、以旧换新相关消费增势较好

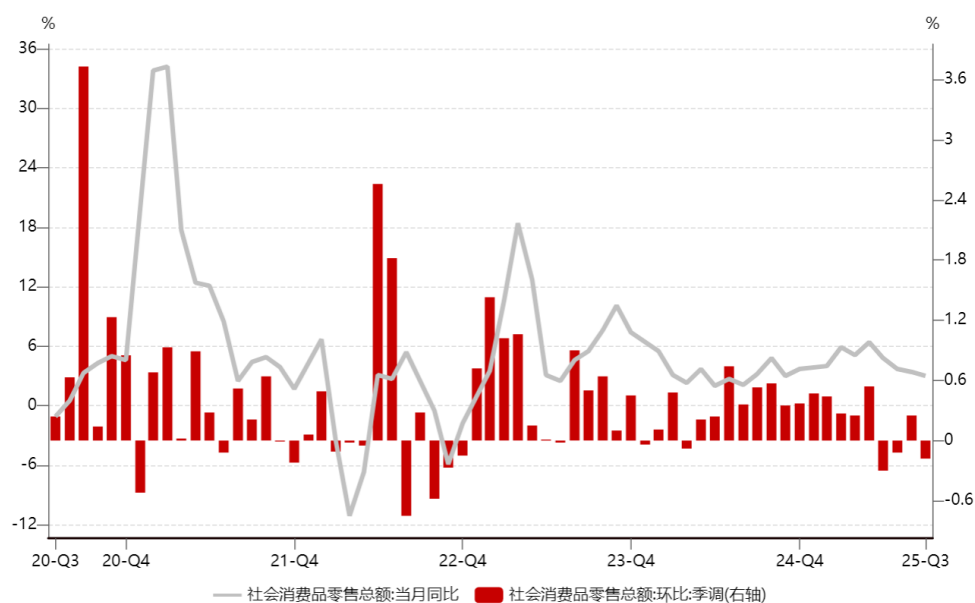
受中秋节错月等因素影响，9月份社会消费品零售总额同比增长3%，增速较上月回落0.4个百分点，同比增速连续4个月出现回落。从环比看，9月份社会消费品零售总额季调环比下滑0.18%，再度转负。

以旧换新相关消费增势较好。家具、通讯器材消费同比增速均为16.2%，保持在高位。汽车消费同比增长1.6%，增速连续两个月回升。全国家电“以旧换新”政策于2024年9月开始大规模实施，在高基数下，部分以旧换新相关消费同比增速下滑。9月份，家用电器和音像器材类消费同比增长3%，增速较上月回落11个百分点。文化办公用品消费同比增长6.2%，增速较上月回落8个百分点。

受中秋节错月、“西贝预制菜事件”等影响，餐饮收入同比增长0.9%，增速较上月回落1.2个百分点。其中限额以上单位餐饮收入下滑1.6%，增速较上月回落2.6个百分点。

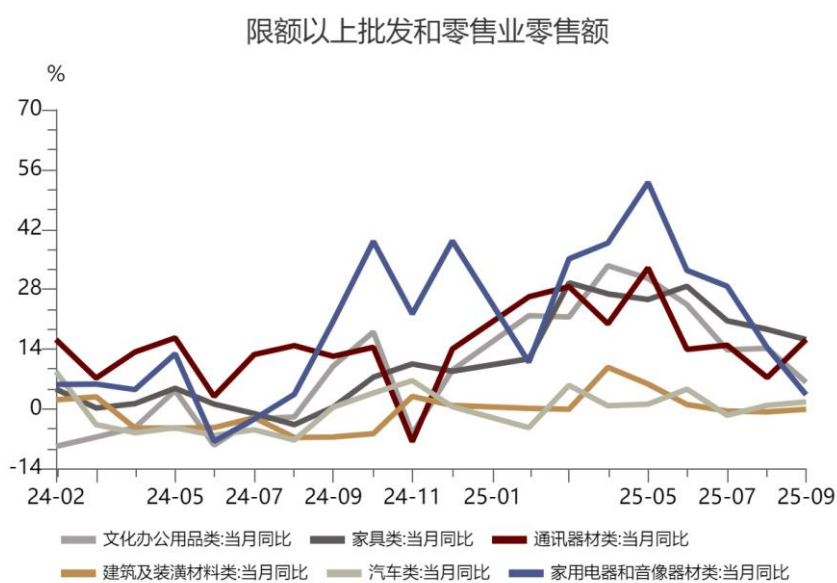


图16： 9 月份，社会消费品零售总额当月同比增速回落



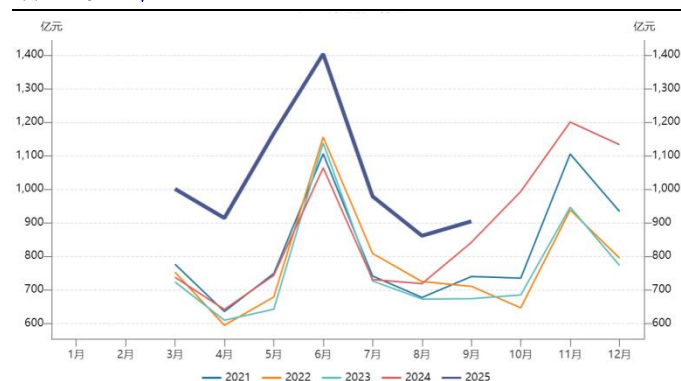
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图17： 9 月份，部分以旧换新相关消费增速仍较高



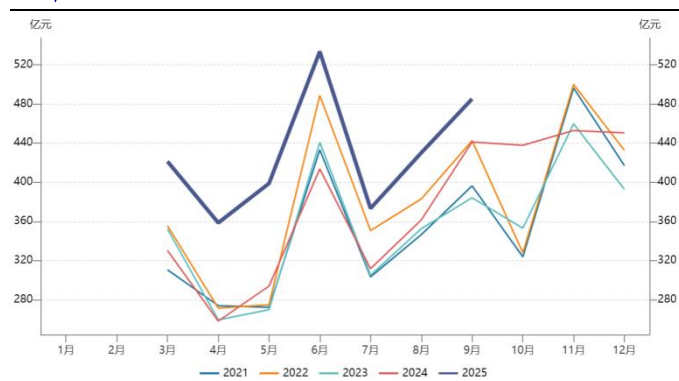
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图18： 2024 年 9 月开始，家用电器和音像器材类零售额加速回升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图19： 2024 年 9 月开始，文化办公用品类零售额加速回升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

## 特别声明

根据《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）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），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。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

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登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均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。

## 投资评级说明

### 诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 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。

## 免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

## 联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所  
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层  
公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>

邮编：100020