

内需放缓带动三季度 GDP 增速下行，四季度稳增长政策有望加力

——2025 年 9 月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 研究发展部执行总监 冯琳

事件：据国家统计局 2025 年 10 月 20 日公布的数据，2025 年三季度 GDP 同比增长 4.8%，前三季度 GDP 同比增长 5.2%，较 2024 年全年加快 0.2 个百分点；2025 年 9 月规模以上工业增加值同比实际增长 6.5%，前值为 5.2%；前三季度规模以上工业增加值累计同比实际增长 6.2%，2024 年全年累计同比为 5.8%；9 月社会消费品零售总额同比增长 3.0%，前值为 3.4%；前三季度社会消费品零售总额累计同比增长 4.5%，2024 年全年累计同比为 3.5%；2025 年 1-9 月全国固定资产投资累计同比下降 0.5%，前值为 0.5%，2024 年全年累计同比增长 3.2%。

基本观点：

整体上看，前三季度面临外部经贸环境剧烈波动带来的重大冲击，宏观经济延续去年四季度以来的偏强增长态势，代表新质生产力发展的高技术制造业等领域保持较快增速。三季度 GDP 同比增速回落至 4.8%，主要是在出口增速加快的同时，国内投资、消费减速，内需对经济增长的拉动力减弱。其中，上半年经济运行稳中偏强，三季度宏观政策处于观察期，加之当前地方政府财政偏紧，三季度基建投资增速下行较快，外部波动持续影响国内制造业投资信心，楼市调整带动房地产投资下滑幅度扩大。以上导致三季度投资增速下行明显，1-9 月固定资产投资同比为-0.5%，出现历史罕见的负值，增速较上半年回落 3.3 个百分点，是当季 GDP 增速下行的主要原因。

其他宏观指标方面，9 月工业增加值增速大幅上行，主要受当月出口加速带动，同时，今年 9 月工作日比去年同期多 2 天，当月制造业 PMI 指数中的生产指数上行加快，也对 9 月制造业生产增速形成支撑。整体上看，三季度工业生产保持 5.8% 的较快增长，出口拉动和国内“两新”政策效应显现是主要原因，另外，近期代表新质生产力发展的高技术制造业保持快速增长，也对工业生产有直接拉动作用。消费方面，主要受去年同期以旧换新政策实施推升基数以及中秋节错期导致今年 9 月工作日偏多影响，9 月社零同比增速延续下滑。三季度社零平均增速为 3.4%，较上季度回落 2 个百分点，一个重要原因是去年下半年促消费政策全面发力，商品消费基数大幅抬高。另外，受房地产市场调整影响，当前居民消费信心依然偏低。

往后看，美国高关税政策对全球贸易和我国出口的冲击会在四季度进一步显现，着眼于稳定四季度及明年一季度宏观经济运行，出台新一轮稳增长政策的必要性上升，核心是财政加力、货币宽松、更大力度推动房地产市场止跌回稳。我们预计，在稳增长政策发力带动下，四季度 GDP 增速有望达到 4.7% 左右，进而顺利完成全年“5.0%左右”的经济增长目标，以高技术制造业为代表的新质生产力领域将延续较快增长势头。

具体解读如下：

一、主要受内需走弱影响，三季度经济 GDP 增速有所回落

整体上看，前三季度面临外部经贸环境剧烈波动带来的重大冲击，宏观经济延续去年四季度以来的偏强增长态势，经济增速达到 5.2%，高于年初制定的“5.0%左右”的增长目标，代表新质生产力发展的高技术制造业等领域保持较快增长。背后是外贸企业积极应对外部波动，出口增速不降反升，国内稳增长政策发力显效，内需对经济增长的拉动力增强。

在一、二季度 GDP 同比增速分别达到 5.4%、5.2% 之后，三季度 GDP 增速回落至 4.8%。主要受投资、消费减速影响，内需对经济增长的拉动力有所减弱。从“三驾马车”来看，受贸易转移效应持续发酵、上年同期基数变化等影响，三季度出口增速加快，由二季度的 6.2% 升至 6.6%（以美元计价），净出口对经济增长的拉动力达到 1.2 个百分点，与上季度持平，继续明显高于近 10 年约 0.5 个百分点的平均水平。不过，主要受投资增速快速回落拖累，三季度内需对经济增长的拉动力从上季度的 4 个百分点降至 3.6 个百分点，其中投资拉动力从上季度的 1.3 个百分点降至 0.9 个百分点。背后主要是受上半年经济运行稳中偏强，宏观政策处于观察期，加之当前地方政府财政偏紧，外部波动影响国内制造业投资信心，以及楼市延续调整等影响，三季度基建投资、制造业投资和房地产投资三大投资板块增速全面下行。值得注意的是，受去年同期促消费政策发力抬高基数等影响，三季度居民商品消费增速也在下行。

往后看，美国高关税政策对全球贸易和我国出口的冲击会在四季度进一步显现，出口增速有可能显著回落，外需对经济增长的拉动力将“由正转负”；加之近期投资、消费增速有所下行，着眼于稳定四季度及明年一季度宏观经济运行，出台新一轮稳增长政策的必要性上升，核心是财政加力、货币宽松、更大力度推动房地产市场止跌回稳。可以看到，9 月末以来 5000 亿新型政策性金融工具加快推进，10 月进一步安排 5000 亿元地方政府债务结存限额，用于化解存量债务及扩大有效投资，财政稳增长政策正在加力。我们判断，年底前央行有可能实施新一轮降息降准，房地产支持政策有望在供需两端全面加码，居民房贷利率有进一步下调空间。我们预计，在稳增长政策发力带动下，四季度 GDP 增速有望达到 4.7%

左右，进而顺利完成全年“5.0%左右”的经济增长目标，以高技术制造业为代表的新质生产力领域将继续较快增长。

二、工业生产：9月工业增加值增速大幅上行，主要受当月出口加速带动，同时，今年9月工作日比去年同期多2天，当月制造业PMI指数中的生产指数上行加快，也对9月制造业生产增速形成支撑。

9月规模以上工业增加值同比实际增长6.5%，增速较上月大幅加快1.3个百分点。三大门类中，采矿业和制造业增加值增速均有所上行，当月同比为6.4%和7.3%，增速较上月分别加快1.3和1.6个百分点；仅电力燃气及水的生产和供应业增加值同比增速有所放缓，较上月下行1.8个百分点至0.6%。

9月制造业增加值增速较快上行，主要受当月出口加速带动——9月工业企业出口交货值同比增长3.8%，增速较上月加快4.2个百分点，同时，今年9月工作日比去年同期多2天，当月制造业PMI指数中的生产指数上行加快，也对9月制造业生产增速形成支撑。从细分行业来看，受汽车出口高增带动，9月汽车制造业增加值同比增长16.0%，增速较上月加快7.6个百分点，对当月工业生产总体增速产生明显拉动。

今年以来，工业生产增速总体加快，1-9月工业增加值累计同比增长6.2%，增速较上年同期和上年全年均加快0.4个百分点，高于同期实际GDP累计同比增速。背后是各类“抢出口”、“转出口”效应下出口表现出较强韧性，“两新”等扩内需政策加力扩围，以及高技术制造业、装备制造业等中高端产业快速增长，并带动产业结构持续优化。

往后看，10月中秋节错期效应逆转，出口有可能转入同比负增长，而国内促消费、扩投资力度有望加大。综合以上因素带来的复合影响，工业生产增速将呈现回落趋势，其中10月增速将降至5.0%左右。后期要重点关注外需下滑、反内卷政策对生产端的影响。我们预计，全年工业生产增速将在5.0%左右，较去年全年回落0.8个百分点。

三、消费：主要受去年同期以旧换新政策实施推升基数以及中秋节错期导致今年9月工作日偏多影响，9月社零同比增速延续下滑。

9月社零同比增长3.0%，增速较上月下行0.4个百分点。9月社零增速放缓，主要有两方面原因：一是第三批690亿元以旧换新资金于7月末下达，8月恢复领取，对9月相关商品销售继续带来支撑，但受剩余额度限制，补贴领取难度加大，加之上年同期以旧换新政策实施推升基数，9月家电、家具、文化办公用品等补贴范围内商品销售增速明显下行；二是今年中秋节落在10月，9月工作日较去年同期多2天，也会对当月消费带来不利影响，这在服装、体育娱乐用品等商品销售增速的放缓上得到一定体现。同时，

近期整治违约吃喝导致餐饮销售增速低位运行，加之中秋节错期影响，9月餐饮收入同比仅增长0.9%，增速较上月放缓1.2个百分点。

从限额以上主要商品类别来看，主要受去年9月以旧换新政策实施推高基数影响，9月以旧换新政策范围内的家电、家具、文化办公用品零售额同比分别增长3.3%、16.2%和6.2%，增速较上月分别放缓11.0、2.4和8.0个百分点；同时，9月汽车零售额同比增速延续低位运行，当月增长1.6%，增速较上月小幅加快0.8个百分点。值得一提的是，由于上年同期以旧换新政策范围暂不包括电子产品，加之9月重点品牌新机型开售以及消费贷贴息落地提振购机需求，9月通讯器材零售额同比增速较上月加快8.9个百分点至16.2%。

从其他商品类别来看，9月粮油食品、日用品、中西药品等必需消费品零售额同比增速保持稳定，与上月相比变动幅度不大。可选消费品中，9月服装、体育娱乐用品、金银珠宝等商品零售额同比增速均有所放缓，当月分别增长0.0%、11.9%和9.7%，增速较上月下行1.9、5.0和7.1个百分点。其他可选消费品中，9月化妆品零售额增长加速，当月同比增速较上月加快3.5个百分点至8.6%；9月成品油价格继续下调，拖累石油及制品零售额同比延续负增，但受基数走低拉动，当月同比降幅较上月收窄0.9个百分点至-7.1%；9月建筑装潢材料零售额同比连续第三个月负增，当月下降0.1%，降幅较上月收窄0.6个百分点。总体上看，9月可选消费品零售表现偏弱，除因中秋节错期导致当月工作日同比增多外，也折射出当前整体消费需求不振的局面仍在延续，这与9月物价水平依然偏低相印证。

今年前9个月，社零累计同比增长4.5%，增速较上年同期和上年全年分别加快1.2和1.0个百分点，主要受促消费政策加力扩围提振。不过，三季度以来，伴随去年同期促消费政策加码带动基数抬升，社零增速出现较为明显的下行波动——三季度社零平均增速为3.4%，较上季度回落2个百分点。另外，受房地产市场调整影响，当前居民消费信心依然偏低。展望10月，由于上年同期以旧换新政策效应全面释放带动基数显著抬高，社零同比增速下行压力将进一步加大，10月社零同比增速或跌破3.0%，预计将在2.5%左右。

往后看，伴随四季度出口下行压力显现，国内促消费政策有望进一步加码，其中除了近期下达的第四批国补资金外，四季度上调以旧换新支持资金额度的可能性很大，也不排除在全国范围内发放消费券、将非耐用消费品纳入支持范围、支持出口转内销的可能。这将带动年底前社零增速由降转升。我们预计，全年社零增速有望达到4.0%左右，较上年加快0.5个百分点。这是今年宏观政策以促消费为核心，大力提振内需的具体体现。我们也认为，当前除了以以旧换新政策等为代表的消费刺激政策外，促消费的关键仍是尽快推动楼市回暖，有效提振消费信心。

四、投资：1-9月固定资产投资同比增速为-0.5%，出现历史罕见的负值，较前值回落1.0个百分点。背后是受上半年经济运行稳中偏强，三季度宏观政策处于观察期，加之当前地方政府财政偏紧等影响，基建投资增速持续下行，以及外部波动影响国内制造业投资信心，楼市调整带动房地产投资下滑幅度扩大。

具体来看，1-9月制造业投资累计同比为4.0%，增速较前值回落1.1个百分点，延续二季度以来的较快下行势头。背后是外部环境波动加剧，短期内国内制造业投资信心出现波动。实际上，这一现象也曾在上一轮中美贸易战中出现。另外，9月反内卷继续推进，一些产能过剩行业投资可能也会受到影响；最后，去年7月开始实施大规模设备更新政策，高基数导致1-9月设备工器具投资增速较前值下行0.4个百分点。不过，当前政策面仍将对制造业投资形成有力支撑。其中，国内大规模设备更新政策持续发力，1-9月设备工器具投资增速达到14.0%，继续明显领先整体制造业投资增长水平，对整体投资的拉动力也达到2个百分点。此外，9月末制造业中长期贷款余额同比增长8.2%，比同期全部贷款余额增速高出1.6个百分点，也对制造业投资有重要推动作用。

展望未来，外部经贸环境波动对国内制造业投资的影响还有可能进一步显现，反内卷政策推进也可能对产能过剩行业投资产生抑制效应，预计四季度制造业投资增速将延续下行态势，全年增速将在3.5%左右，比去年全年增速下行5.7个百分点。我们判断，四季度大规模设备更新支持资金规模有望上调，进而对制造业投资形成有力支撑。需要指出的是，除了外部经贸环境变化外，未来影响制造业投资的另一个不确定因素仍是国内房地产行业能否尽快实现软着陆，进而拉动制造业产品需求并提振投资信心。

房地产投资方面，1-9月累计同比为-13.9%，降幅较前值扩大1.0个百分点。主要原因是近期房地产市场延续调整状态。数据显示，9月当月房地产施工数据延续较快下滑态势，商品房销售面积同比降幅连续两个月达到两位数。此前连续三个月保持正增长的房企信贷资金来源累计同比也再度出现负增长，带动房企整体资金来源降幅明显扩大。我们判断，四季度房地产支持政策有望进一步加码，楼市下行势头会得到一定缓解。另外，当前商业银行审批通过的“白名单”贷款增至7万亿元，较去年末大幅增加约2万亿，房企信贷资金来源仍有改善潜力。总体上看，随着房企信贷资金来源改善，叠加上年同期房地产投资基数已降至较低水平，以及接下来房地产支持政策会进一步发力，四季度房地产投资同比降幅有望小幅收窄。

1-9月基建投资（不含电力）累计同比增长1.1%，增速较前值回落0.9个百分点。我们分析主要有两个原因：一是上半年经济稳中偏强，三季度基建投资稳增长需求减弱。二是伴随房地产市场持续调整，前三季度地方政府土地出让金收入同比下降4.2%，地方政府财力偏紧也对基建投资有一定拖累作用。这

也是9月末以来5000亿新型政策性金融工具加快推进，10月进一步安排5000亿元地方政府债务结存限额，用于化解存量债务及扩大有效投资的直接原因。往后看，伴随四季度外部环境波动加大，外需对经济增长的拉动力减弱，基建投资的宏观经济“稳定器”作用会受到进一步倚重。在扩投资政策效应显现推动下，我们判断四季度基建投资同比增速有望扭转6月以来当月同比连续负增长的状态，全年基建投资（不含电力）增速有望达到3.0%左右，比去年全年放缓1.4个百分点。背后主要是受美国加征关税过程反复多变，年初以来各类抢出口、转出口效应发酵影响，全年出口保持较快正增长，使得今年基建投资提速对冲的必要性下降。

最后，9月份全国城镇调查失业率为5.2%，比上月回落0.1个百分点，与上年同期持平，低于全年“5.5%左右”的控制目标。这表明当前就业市场压力可控。不过值得注意的是，受毕业季来临等因素影响，8月16-24岁青年失业率大幅升至18.9%，为历史最高水平，估计9月毕业季后该指标有可能出现一定幅度回落，但仍会处于偏高状态。这显示四季度适度加力稳增长、缓解结构性失业压力的必要性在上升。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。