



【鑫期汇】数据解读 1019：三季度 GDP 回升 0.2pp 靠出口，PPI 五连升上中下游劈叉，内需仍待增量政策；大类资产前瞻

华鑫期货研究所 | 数据解读·2026 年 10 月 19 日 | 数据发布：国家统计局 10 月 19 日 10:00 | 国新办发布会发言人：副局长毛盛勇

本周主线： 前三季度 GDP 107.11 万亿元、同比 4.6%；三季度 4.5%、较二季度回升 0.2 个百分点，但季调环比仅 1.2%、仍低于一季度的 1.3%。出口+16.4%（9 月+29.6%）是唯一强需求项，固投 -7.2%、民间投资 -10.4%、社零+1.1%显示内需三项目全面收缩。9 月 PPI 同比+5.0%为连续第 7 个月上涨，煤炭+35.3%、油气+24.5%、有色+21.4%，上游拉动、中下游降价，价格结构分裂。

4.5%

三季度 GDP 同比

-7.2%

固定资产投资累计

+29.6%

9 月出口同比

+5.0%

9 月 PPI 同比

+1.1%

9 月社零同比

+5.5%

9 月规上工业增加值

5.2%

9 月城镇调查失业率

+1.0%

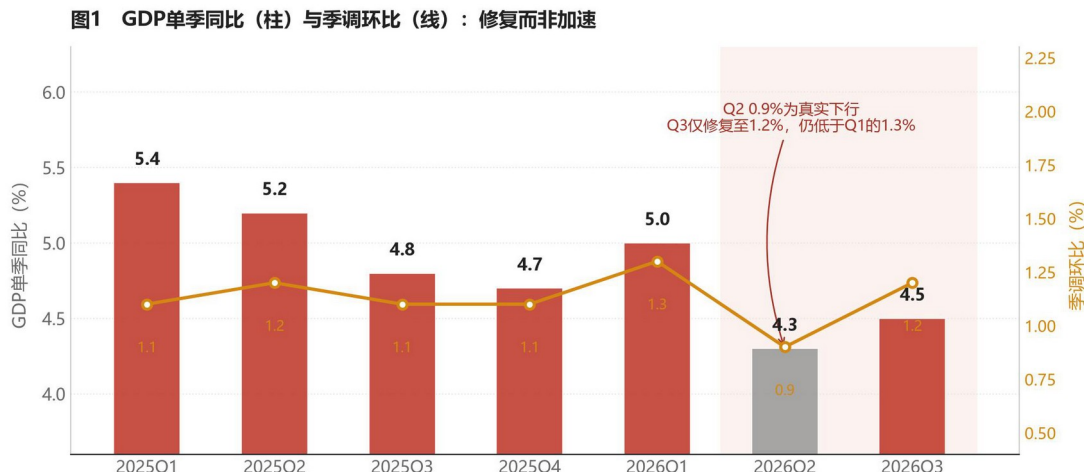
9 月核心 CPI

注：GDP 为不变价同比；固投、民间投资、社零、出口为现价累计/当月同比；核心 CPI 为扣除食品和能源后的涨幅。

一、总量：三季度 4.5%是“修复”，不是“加速”

- **环比序列比同比更诚实** Q1 环比 1.3%、Q2 只有 0.9%（真实的增长放缓），Q3 回升至 1.2%只是回到正常水平，仍未收复 Q1 的 1.3%。4.5%低于前三季度累计增速 4.6%，意味着三季度在拖累而非拉动全年。
- **毛盛勇的三点解释** ① 4.6%符合全年预期增长目标；②前三季度经济增量 5.7 万亿元，为过去五年同期最大；③三季度比二季度回升 0.2 个百分点，而国际机构对主要经济体三季度预测多数回落——这三点是在“相对水平”上作比较，并未论证绝对增速有多强。
- **分产业** 第一产业+3.7%、第二产业+3.8%、第三产业+5.2%；三季度二产单季+3.4%、三产+5.2%。生产端靠三产和高技术制造业撑住。

图 1 GDP 单季同比与季调环比 数据来源：国家统计局，华鑫期货研究所





二、结构：外需独强，内需三项全面收缩

- **出口是唯一强需求项** 前三季度出口+16.4%，三季度出口规模首次突破 8 万亿元、增长 22%；9 月单月出口+29.6%、进口+24.6%，进出口+27.5%，比上月加快 7.7 个百分点。三季度 GDP 的边际回升，首要贡献来自出口——这决定了增长的质量和外部依赖度。
- **内需与外需的分叉（图 3）** 把社零与出口放到同一张图上，裂口一目了然：24 个月里，出口同比在 2026 年站上 25%—36.3% 的高位区间，而社零除 3 月春节错位（+1.7%）外单月多在 1% 以内（2024 年波动区间 2%—4.8%、2025 年 2.9%—6.4%、2026 年多在 1% 以内），增速台阶逐级下移。9 月出口+36.3%（美元口径；人民币口径+29.6%）与社零+1.1% 相差逾 35 个百分点——外需在拉动生产端和 GDP，内需消费端并未跟上。9 月的 1.1% 仍属弱修复，谈不上复苏。
- **投资整体负增长、结构分化极大** 固投-7.2%（与 1—8 月持平）；制造业-2.1%（降幅收窄 0.2pp）、基建（不含电力）-4.2%（降幅反而扩大 0.2pp）、房地产-20.6%；民间投资-10.4%、扣除房地产后-6.7%。亮点集中在高技术产业+4.9%：信息服务业+20.2%、航空航天+12.5%、电子通信设备+7.6%；知识产权产品投资+9.3%。分地区看东部-10.3%、中部-11.1%、西部-8.7%、东北-26.0%。
- **消费：限额以上在减少** 社零+1.1%，但限额以上单位商品零售额-1.8%、9 月单月-2.5%。增长集中在必选与补贴品：粮油食品+6.8%、通讯器材+18.1%、文化办公用品+6.2%。可选消费的量在收缩，消费复苏的说法与限额以上数据不符。
- **生产端仍有韧性** 规上工业增加值+5.3%（9 月+5.5%、加快 0.3pp），装备制造业+10.2%、高技术制造业+14.3%，分别快于全部规上工业 4.9 和 9.0 个百分点。3D 打印设备+62.5%、锂离子电池+39.5%、工业机器人+29.1%。服务业增加值+5.2%，较 1—8 月加快 0.5pp。

图 2 生产端与外需尚可，内需三项全面收缩 数据来源：国家统计局，华鑫期货研究所

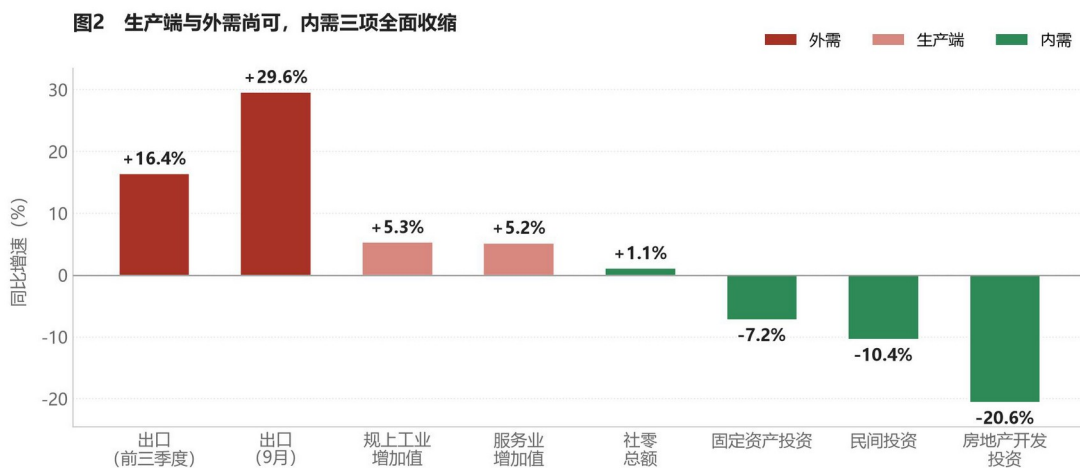
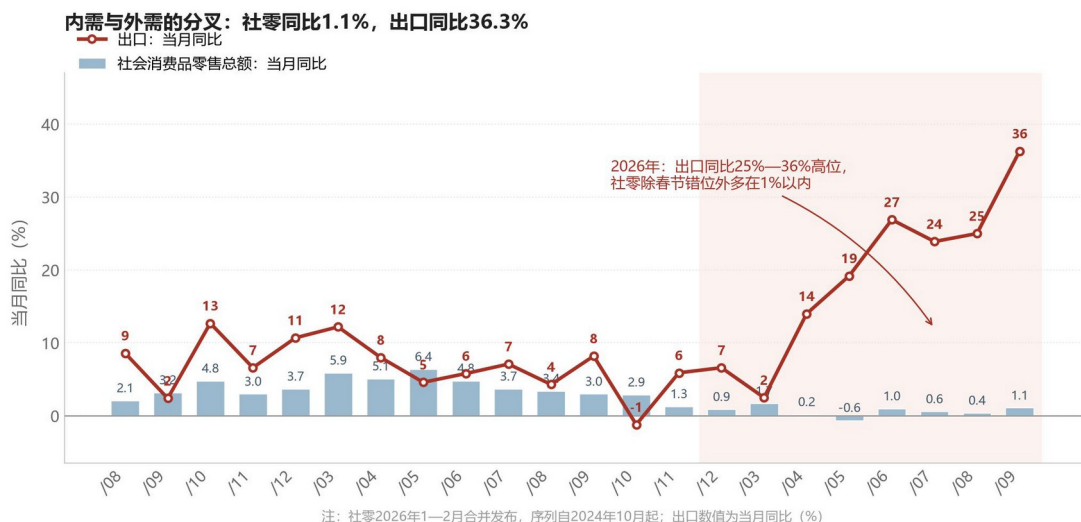


图 3 内需与外需的分叉：社零与出口当月同比（2024/08—2026/09） 数据来源：国家统计局、海关总署（东方财富数据中心整理），华鑫期货研究所



三、价格：PPI 连续 7 个月上涨，上中下游劈叉

- **PPI 9 月同比+5.0%，涨幅扩大 1.2pp** 自 3 月走出下行区间后连续第 7 个月同比上涨；环比+1.2%，扩大 0.8pp。8 个上涨行业合计上拉同比约 5.42 个百分点，比上月多拉 1.12 个百分点。
- **上涨集中在四条线** 煤炭+35.3%（冬季备煤、主产区供应阶段性偏紧、国际煤价预期）；油气开采+24.5%、石油煤炭加工+21.6%、化学原料+12.1%；有色矿采选/冶炼压延均+21.4%；电气机械+6.2%、计算机通信电子+5.8%（AI 与算电协同需求）。
- **下跌的五个行业合计下拉 0.66 个百分点** 酒饮料-5.3%、电力热力-3.9%、医药-3.3%、非金属矿物制品-2.5%、汽车-2.0%。9 月非金属矿物制品环比+0.3%，为连降 7 个月首次转正，建材需求边际回暖值得跟踪。
- **核心 CPI 与 PPI 的落差** 9 月核心 CPI 仅+1.0%、CPI+0.9%，与 PPI+5.0%相差 4 个百分点。涨价停在上游，没有传导到终端——对应“反内卷”下上游利润扩张、中下游被挤压的格局，也意味着 PPI 向 CPI 的传导在年内难以完成。拉长看，PPI 自 2024 年 10 月的-2.9%一路修复到 2026 年 3 月转正、9 月达+5.0%；同期 CPI 始终在±1.3%的窄区间内徘徊——两条线越拉越开，9 月剪刀差扩至 4.1 个百分点，为 2024 年 10 月以来最大。

图 4 9 月 PPI 同比+5.0%的行业分解 数据来源：国家统计局，华鑫期货研究所



图3 9月PPI同比+5.0%的行业分解：上游资源拉动，中下游仍在降价

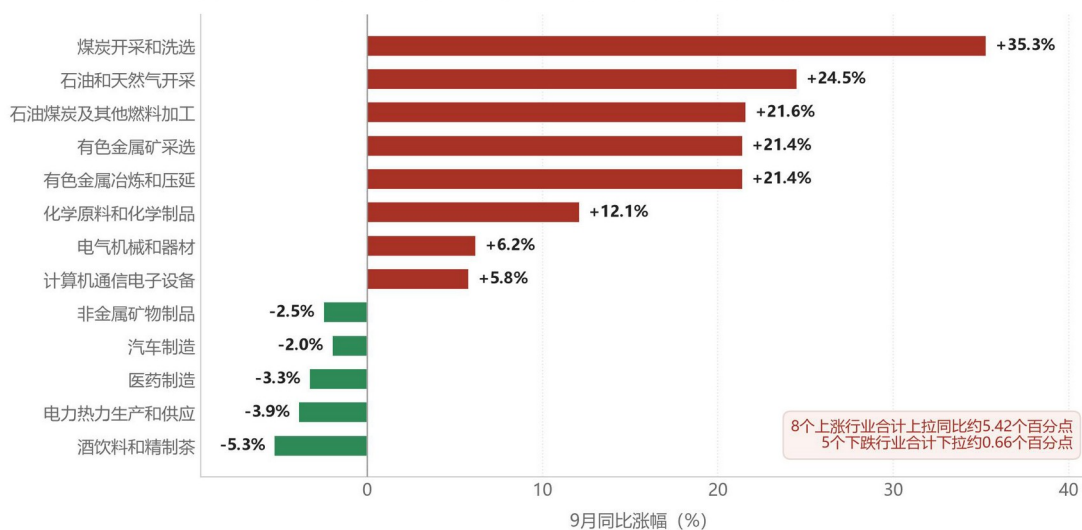
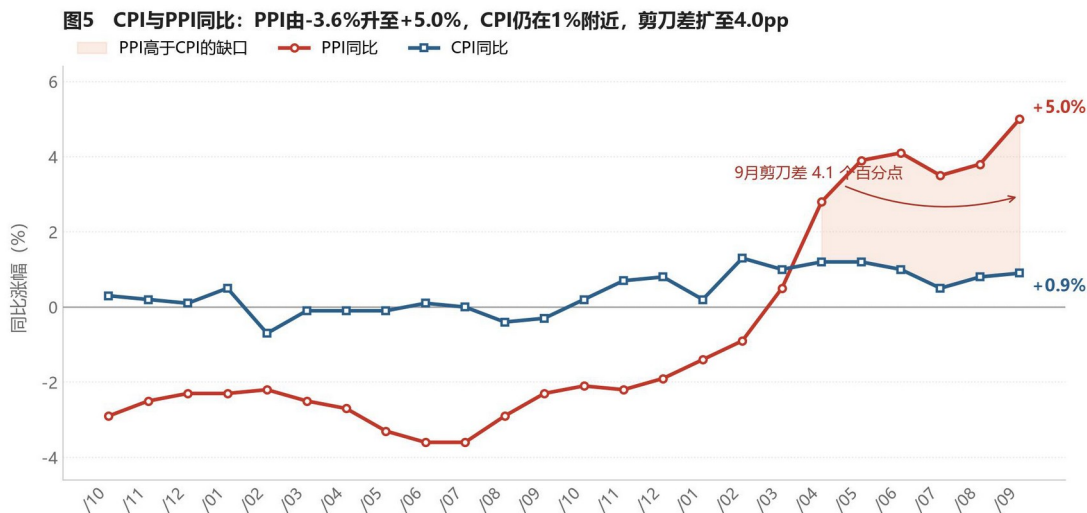


图5 CPI与PPI同比对照（2024/10—2026/09） 数据来源：国家统计局（东方财富数据中心整理），华鑫期货研究所



四、官方解读的三个表述与三点保留

- **“内需逐步改善”** 支撑论据是消费贡献率 46.7%、拉动增长 2.1 个百分点，以及进口连续四个季度 20% 以上。保留：46.7% 的贡献率在过去十年偏低（正常年份 60% 以上），且是在投资-7.2% 压缩分母后形成的比例；9 月进口+24.6% 中价格因素占比不小（PPI+5.0%、购进价+6.9%），毛盛勇本人也强调“既有量的增长，也有价格的上升”。
- **“价格温和上涨，供求关系正在改善”** CPI+0.9%、核心+1.0% 说“温和”没错。但拉动的 8 个行业里有 7 个来自上游资源与 AI 设备链，与终端供求关系改善的直接关联有限。
- **“国内需求不足问题仍较突出”** 这是全篇最关键的一句定性。下阶段部署从“着力扩大内需”改为“加力扩大内需、优化供给”，与 9 月 28 日国常会“加大宏观政策逆周期调节力度”、9 月 29 日多部委政策、10 月安排 5500 亿元地方债结存限额形成同一条政策链——为四季度增量政策做铺垫。

五、对资产定价的三点判断



- **债市：中性偏多，长端空间受限** GDP 不及累计增速、固投负增长、核心 CPI 仅 1.0%，基本面利多债市；但 PPI+5.0%是名义增速的支撑，会压制长端下行幅度。30 年国债上周五已至 2.055 附近，进一步下行需资金面宽松接力。
- **A 股：科技与红利主线获数据支撑，消费复苏尚无数据基础** 高技术制造业+14.3%、装备制造+10.2%、工业机器人+29.1%支持科技成长主线；能源、资源价格共振支持红利与上游。社零+1.1%、限额以上-1.8%，靠消费复苏定价的板块暂缺数据支撑。今日早盘三大指数集体低开（沪指低开 0.6%），驱动仍是上周五费半八连跌，与数据本身关系有限。
- **商品：上游强、下游弱的数据印证** 煤炭（+35.3%）、油气（+24.5%）、化工原料（+12.1%）、有色（+21.4%）价格韧性最强；汽车、建材仍在修复早期。与我们晨报判断的“成本推动型分化”是同一套逻辑，国家统计局数据给出了印证。

附：主要指标速览

表 1 2026 年前三季度主要经济指标（国家统计局 10 月 19 日 10:00 发布）

指标	前三季度	9 月	较上月	备注
GDP 当季同比	累计+4.6%	+4.5%（三季度）	+0.2pp	Q2 为+4.3%
规上工业增加值	+5.3%	+5.5%	+0.3pp	高技术制造+14.3%
服务业生产指数	+4.7%	+4.8%	+0.7pp	—
社会消费品零售	+1.1%	+1.1%	+0.7pp	限上商品-1.8%
固定资产投资	-7.2%	环比+0.07%	转正	民间-10.4%
房地产开发投资	-20.6%	—	—	销售面积-13.2%
出口	+16.4%	+29.6%	+7.7pp	单月新高
进口	+22.3%	+24.6%	—	—
CPI	+0.9%	+0.9%	持平	核心+1.0%
PPI	+2.3%	+5.0%	+1.2pp	连涨 7 个月
城镇调查失业率	均值 5.2%	5.2%	-0.1pp	31 城 5.2%
居民人均可支配收入	34230 元	实际+4.4%	—	农村快于城镇

数据来源：国家统计局（2026 年 10 月 19 日 10:00 发布）、国新办新闻发布会实录，华鑫期货研究所；“较上月”列中，GDP 为较上季增速差，其余为较 8 月增速差；失业率“-0.1pp”为较 8 月下降 0.1 个百分点



注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“见微知著 臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

章致海

期货从业资格：F03117293

投资咨询资格：Z0019353

邮箱：zhangzh@shhxqh.com

华鑫期货有限公司研究所

地址：上海市徐汇区云锦路 277 号 9F、10F（电梯楼层 10F、11F）

邮编：200000

电话：400-186-8822