



外强内弱延续，政策脉冲待传导—— 2026 年 9 月经济数据点评

联合资信 主权部

前三季度 GDP 同比增长 4.6%，三季度回升至 4.5%，经济在二季度减速后温和企稳。9 月延续“外需与高技术制造引领、内需与传统部门偏弱”的分化格局：出口再创新高、AI 链主导且动能向多品类扩散；消费边际改善但汽车拖累显著，投资与房地产仍在寻底；工业增加值加快，但增长高度集中于高技术制造；PPI 创年内新高，CPI 与 PPI 剪刀差重新扩大；新增社融超预期但主要由政府债支撑，信贷仍偏弱。政策端增量工具加快落地，但向实体需求的传导仍待观察。整体处于政策驱动向内生修复过渡的“缺口期”，修复持续性取决于消费与房地产的企稳节奏。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



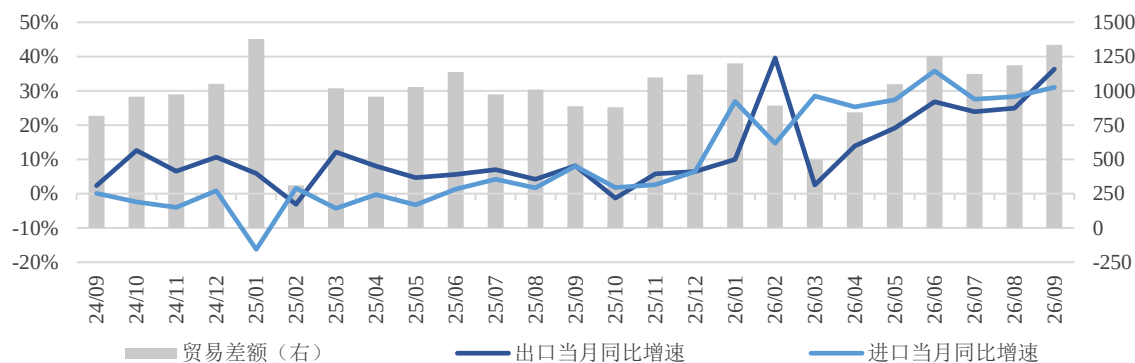
2026 年前三季度 GDP 同比增长 4.6%，分季度看，一季度增长 5.0%，二季度放缓至 4.3%，三季度回升至 4.5%，环比增长 1.2%，经济在经历二季度减速后于三季度温和企稳。9 月数据延续“外需与高技术制造引领、内需与传统部门偏弱”的分化格局：出口再创新高、工业增加值加快增长，但消费仅边际改善，固定资产投资与房地产仍在寻底，PPI 与 CPI 剪刀差重新扩大，社融总量承压而结构优化。整体而言，经济处于由政策驱动向内生修复过渡的“缺口期”，修复的持续性取决于消费与房地产的企稳节奏，而非外需或政策脉冲的单一强度。

一、出口：再创新高、AI 链主导、动能向多品类扩散

9 月，按美元计价，中国出口总值同比增长 36.3%，前值为 25.0%；进口总值同比增长 31.0%，前值为 28.2%；贸易顺差 1335.3 亿美元，较去年同期增加 448.1 亿美元，创 2025 年 1 月以来最高水平。

出口的强劲表现仍高度集中于 AI 相关产业链，但增长动能开始向更多品类扩散。9 月集成电路出口同比增长 136.8%，增速较上月加快 6.2 个百分点；自动数据处理设备及其零部件同比增长 93.3%，增速加快 16.3 个百分点，两者合计拉动出口增长约 13 个百分点。与此同时，增长动能向更多品类扩散：传统消费品出口明显回暖，玩具增长 40.8%，服装、鞋靴、家具分别增长 24.1%、20.3%和 22.1%，服装、鞋靴、箱包、玩具和家具合计拉动出口增长 1.9 个百分点，低基数效应及对美出口修复可能是重要原因。

分区域看，对东盟出口增速升至 52.3%，对韩国出口增速达 68.2%，均创 2021 年 2 月以来新高；对美出口在低基数效应及中美经贸关系边际缓和支撑下回升至 39.6%，增速创 2021 年 3 月以来新高；对欧盟出口增速大幅回升至 25.3%，为今年 2 月以来最高水平，但 9 月中国对欧盟贸易顺差扩大至 348 亿美元，创有记录以来新高，需关注欧盟在 10 月中旬中欧贸易磋商关键窗口期的政策表态是否升级贸易限制措施。



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

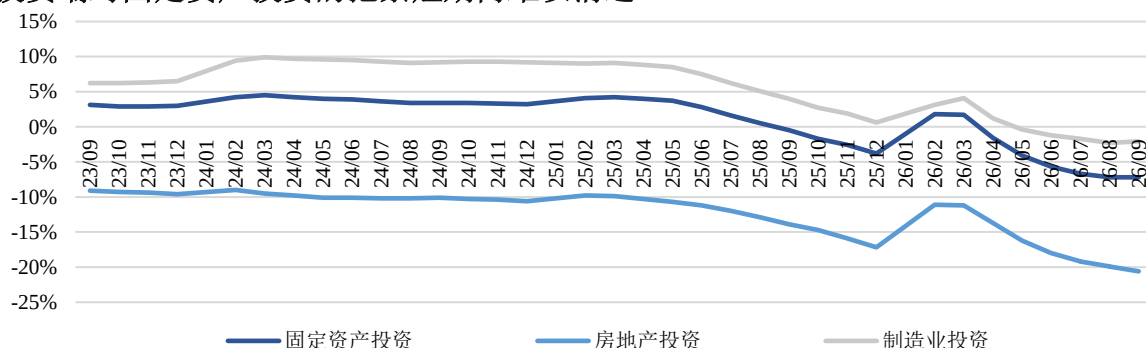
图1 进出口情况（%，亿美元）

二、内需：消费边际改善但结构分化延续，投资与房地产仍在寻底

9月，社会消费品零售总额同比增长1.1%，较8月的0.4%回升0.7个百分点。剔除汽车以外的消费品零售额同比增长3.9%，较8月的2.5%明显改善，反映非汽车类消费的修复动能在增强。但汽车类仍是最大拖累：9月汽车类零售额同比下降21.2%，降幅较8月的18.5%进一步扩大。消费数据的边际改善部分源于低基数和以旧换新政策的脉冲效应，汽车等大宗消费的收缩尚未出现拐点，商品消费的内生修复基础仍不牢固。

固定资产投资方面，1—9月全国固定资产投资（不含农户）同比下降7.2%，与1—8月降幅持平，跌势未进一步加深，但仍处于深度收缩区间。分产业看，第三产业投资下降10.0%，仍是最大拖累；第二产业投资下降2.7%，其中制造业投资下降2.1%，基础设施投资下降4.2%。从资金端看，截至9月末，新增专项债累计发行完成全年4.4万亿元额度的约76.9%，较上年同期进度稍缓但仍维持较大规模。专项债发行与投资增速回稳之间的时滞，表明资金从财政体系到项目落地的传导效率仍是投资端修复的关键瓶颈。

房地产市场方面，1—9月全国房地产开发投资同比下降20.6%，降幅较1—8月扩大0.7个百分点；其中住宅投资下降20.5%。1—9月新建商品房销售面积同比下降13.2%，销售额同比下降13.9%，投资端与销售端同步走弱，且销售额降幅大于面积降幅，意味着房价仍在下行，以价换量未能有效扭转市场预期。二手房交易网签面积同比增长10.7%，与新房销售的下滑形成分化，部分需求正从新房市场向二手房转移，但这并未改变房地产开发投资深度收缩的整体格局。房地产市场的筑底过程仍在延续，投资端对固定资产投资的拖累短期内难以消退。



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图2 投资累计同比增速

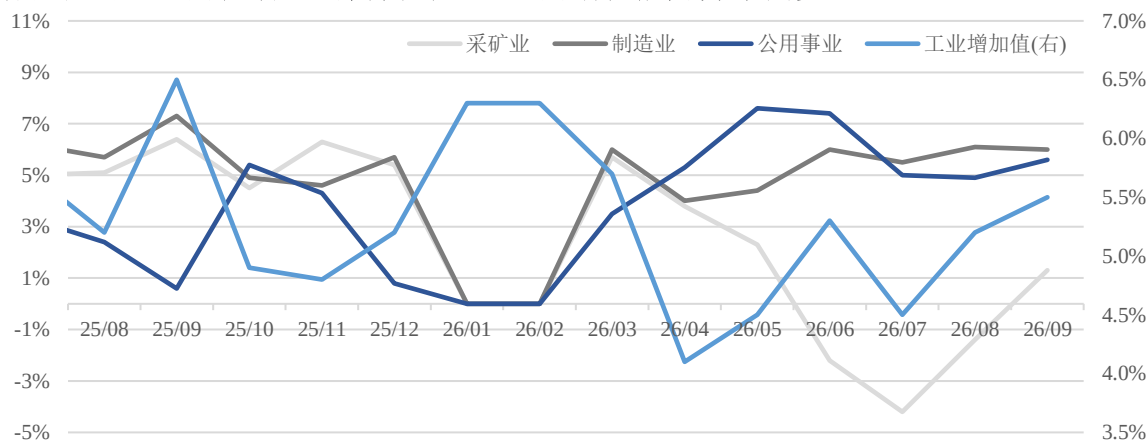
三、工业：增长加快但结构高度集中

9月规模以上工业增加值同比增长5.5%，较8月的5.2%加快0.3个百分点，环比增长0.61%。生产端的扩张在总量层面是明确的，但拆开门类与行业结构，增长的来源高度集中，传统部门的下行压力并未消退。

三大门类中，制造业增加值增长6.0%，显著高于整体增速；采矿业仅增长1.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长5.6%。制造业内部的分化更为鲜明：计算机、通信和其他电子设备制造业增长16.4%，专用设备制造业增长12.1%，均显著高于整体工业增速。与之对照，有色金属冶炼和压延加工业下降5.1%，煤炭开采和洗选业下降3.3%，非金属矿物制品业下降2.4%，黑色金属冶炼仅微增1.6%。41个大类行业中31个保持增长，增长的覆盖面并不窄，但增速的“高度”几乎完全由高技术制造和设备制造撑起，原材料部门则在负增长区间继续收缩。

产品产量数据进一步印证了这一结构特征。9月汽车产量同比下降5.7%，但其中新能源汽车增长16.9%；集成电路产量增长18.4%；工业机器人增长18.9%。而9月原油加工量下降8.4%，水泥下降5.3%，钢材下降3.8%。与能源转型、设备更新和出口链相关的产品保持双位数增长，与传统基建和房地产周期绑定的重化工业品则延续收缩。

一个值得警惕的信号来自产销衔接。9月出口交货值同比增长17.0%，外需对工业产出的吸收仍在发挥重要作用。生产端的景气在很大程度上依赖高技术制造业的高增长和出口链的拉动，而内需对工业品的消化能力并未同步跟上。



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

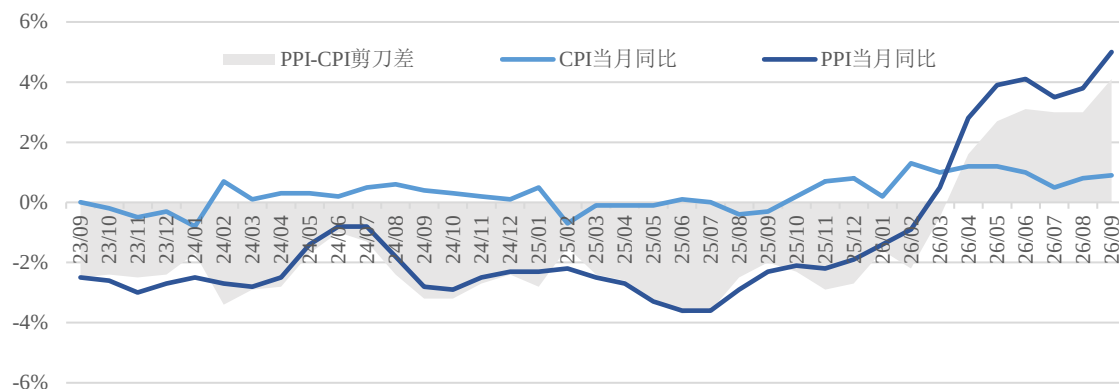
图3 工业增加值当月同比增速

四、价格：PPI 创年内新高，剪刀差重新扩大

9月CPI同比上涨0.9%，涨幅较8月的0.8%扩大0.1个百分点；环比上涨0.2%，涨幅较上月回落0.2个百分点。扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.0%，涨幅与上月相同。CPI同比涨幅的扩大主要由能源价格驱动。受国际油价高位运行影响，国内汽油价格同比上涨16.6%，涨幅较上月大幅扩大7.3个百分点，影响CPI同比上涨约0.47个百分点。服务价格同比上涨0.8%，涨幅与上月持平；但环比由上月上涨0.1%转为下降0.2%，主要受暑期结束影响，飞机票、宾馆住宿和旅行社收费价格分别下降8.7%、7.0%和6.0%。食品价格同比仍为负增长，同比下降1.7%，降幅较上月扩大0.3个百分点，其中猪肉和鲜菜价格分别下降10.0%和8.1%。AI相关高技术产品价格对CPI的正向贡献进一步显性化：数据存储设备、平板电脑、计算机和移动电话机价格同比分别上涨46.7%、23.6%、21.8%和14.9%，涨幅均有扩大，合计影响CPI同比上涨约0.23个百分点。

PPI方面，9月全国工业生产者出厂价格同比上涨5.0%，涨幅较8月的3.8%大幅扩大1.2个百分点，创年内新高；环比上涨1.2%，涨幅较上月扩大0.8个百分点，由8月的微涨转为明显上行。PPI同比涨幅的显著扩大由输入性因素与国内产业因素共振驱动。输入性方面，国际原油价格高位运行带动石油和天然气开采业价格同比上涨24.5%，石油煤炭及其他燃料加工业上涨21.6%，化学原料和化学制品制造业上涨12.1%。国内因素方面，煤炭开采和洗选业价格同比上涨35.3%，有色金属矿采选业和冶炼压延加工业均上涨21.4%。新动能相关行业价格延续上行，计算机通信和其他电子设备制造业同比上涨5.8%，电气机械及器材制造业上涨6.2%。上述8个主要行业合计影响PPI同比上涨约5.42个百分点。

CPI与PPI的同比剪刀差在9月重新扩大。8月剪刀差为3.0个百分点，9月扩大至4.1个百分点。剪刀差扩大的方向与8月“有所收窄”的趋势相反，核心原因在于PPI的上行动力远强于CPI。价格信号的传导仍然不畅，上游涨价高度集中于能源、煤炭和有色金属等资源品领域，中下游传统制造业和消费品行业的价格传导依然有限。能源和资源品价格的脉冲式上行拉大了工业品与消费品之间的价格裂口，核心CPI的平稳表现则说明终端需求的真实修复仍不足以形成全面的通胀传导链条。



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图4 CPI、PPI 同比增速

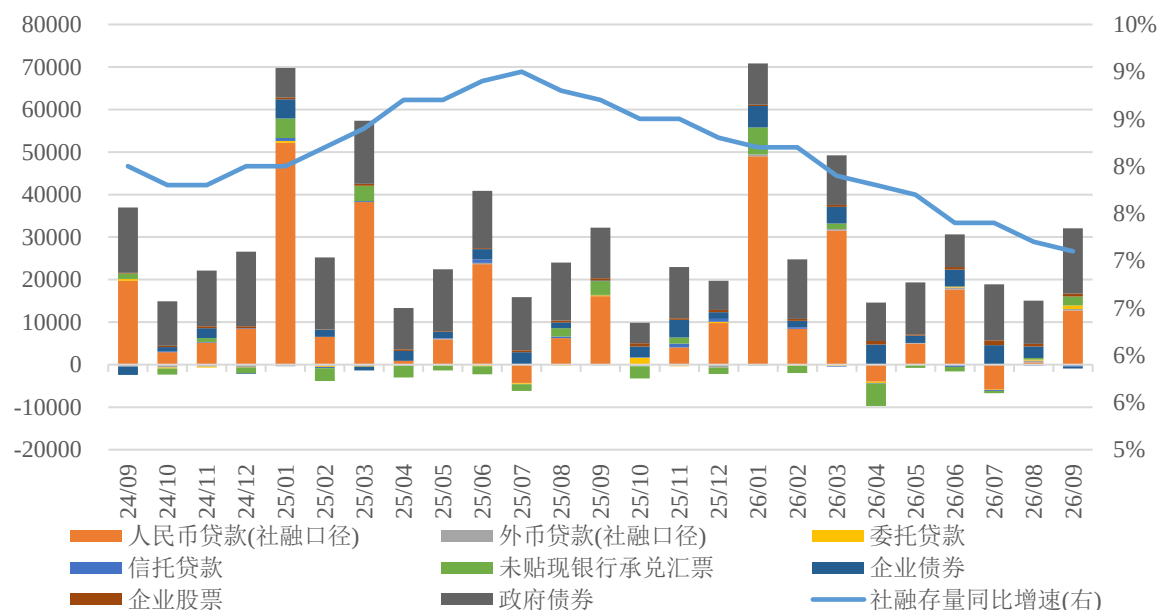
五、金融：社融超预期回升，政府债支撑，私人需求待修复

9月金融数据呈现“新增社融超预期回升、信贷总量仍偏弱但结构边际改善”的格局。9月新增社会融资规模3.55万亿元，环比大幅增加1.89万亿元，同比多增192亿元，表现好于市场预期；社融存量同比增速为7.1%，较8月末的7.2%小幅回落0.1个百分点。前三季度社融增量累计为27.46万亿元，比上年同期少2.63万亿元，其中对实体经济发放的人民币贷款同比少增3.04万亿元，社融口径下信贷收缩仍是主要拖累。

信贷需求仍偏弱，但季末冲量带动环比大幅改善。9月人民币贷款增加1.08万亿元，环比大幅增加1.02万亿元，同比少增2100亿元。从结构看，企业端改善较为明显：企（事）业单位贷款增加1.29万亿元，同比多增700亿元。居民端则持续疲弱：9月新增住户贷款为零，同比大幅减少3890亿元。消费贴息政策扩围落地和重点城市楼市活跃度提高对居民信贷形成一定拉动，但商品消费恢复有限、房地产市场延续分化格局，居民加杠杆意愿仍受到明显约束。**政府债券仍是社融的核心支撑项。**9月政府债券净融资1.53万亿元，同比多增3445亿元，在当月社融中的占比达43%。与此同时，政府融资增速结束了连续13个月的下行，在9月转为上行，财政部已安排使用地方政府债务结存限额5500亿元，四季度政府融资规模大概率高于去年同期，政府融资的拐点基本得以确认。**但企业债券表现不及预期。**企业债券净融资当月减少425亿元，为年内罕见负增。自2022年以来，企业债券融资在9月表现较弱，但只有2024年负增长，2026年再次负增长，这一情况后续值得密切跟踪观察。

M2与M1增速双双回落，资金活化程度走弱。9月末M2同比增长7.2%，较8月回落0.3个百分点；M1同比增长3.2%，较8月回落0.9个百分点。M2增速下滑主要源于贷款增速回落，信贷派生的货币减少；M2当月新增2.82万亿元，同比少增

5733 亿元。M1 增速的回落则更多受高基数扰动。2025 年同期 M1 当月新增 1.91 万亿元，显著强于季节性，而本月 M1 新增 9822 亿元，基本符合季节性水平，并非企业资金活化程度的显著恶化。M2-M1 剪刀差扩大至 4.0 个百分点，较 8 月扩大 0.6 个百分点，企业活期存款的活化程度仍待改善。



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图 5 社融存量增速（%）和增量结构（亿元）

政策层面，9 月的核心变化是增量政策从“部署”转向“落地”。9 月 28 日国务院常务会议明确推出增量政策，次日央行即落地四项工具。往后看，四季度财政端的地方债务结存限额动用构成增量政策的下一个着力点。但在私人部门信贷需求仍弱、专项债向实物工作量转化尚在途中的背景下，政策加力的效果更可能体现为“托底”而非“反转”，其向实体需求的传导效率仍是判断全年经济走势的关键变量。

联系人

投资人服务 010-85679696-8704 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告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研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，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，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。