

宏观研究

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《假期国内消费平稳增长，海外风险事件频出》 - 2025.10.10

居民存款搬家趋缓，股债配置又逢节点

● 核心观点

9月实体经济融资需求相对稳定，环比改善，同比仍有所放缓，背后应是经济增长动能切换的影响。(1)从结构来看，金融结构与实体经济增长动能匹配度持续提升，信贷融资与债券融资并重，成为实体经济融资重要方式。(2)从融资主体来看，居民融资需求环比回升，同比仍有所走弱，贴息政策和房屋销售环比回暖是支撑居民融资需求的重要因素；季节性原因推动企业融资需求环比回暖，贴息政策效应在企业融资中尚未显著显现。(3)9月A股市场震荡或降低居民风险偏好，居民存款搬家行为减弱，或存在从权益投资转回存款的行为，后续重点关注该部分资金的再配置行为。若居民风险偏好并未修复，居民存款或流向理财市场，利好债券市场。(4)M1与M2增速剪刀差连续5个月持续收窄，M1与M2同比增速剪刀差领先PPI同比增速1-2个季度，或指向2025年6月PPI同比增速-3.6%或是阶段性底部，短期PPI同比增速有望持续修复，支撑企业利润持续修复。

向后看，10月金融数据或存在季节性回落，但全年实体经济融资需求有望保持平稳。短期关注贴息政策效果显现、居民存款搬家行为以及价格回升的可持续性的变化。

● 风险提示：

海外地缘政治冲突加剧；全球贸易摩擦加剧；政策效果不及预期。

目录

1 实体经济融资需求同比放缓，贴息政策对企业融资支撑有待增强.....	4
1.1 实体经济融资需求同比放缓，融资方式适配增长转换.....	4
1.2 房屋销售回暖支撑居民融资需求，贴息政策在企业端尚未显著体现.....	4
2 居民存款搬家行为有所减弱，关注居民存款再配置.....	5
3 M1 与 M2 增速剪刀差收窄，引领企业盈利改善.....	6
4 年内融资需求有望保持平稳，短期关注三大变量	7
风险提示	8

图表目录

图表 1: 新增社融同比变化 (亿元)	5
图表 2: 新增贷款及部分分项同比增减 (亿元)	5
图表 3: 新增人民币存款同比变动 (亿元)	6
图表 4: 上证综指走势.....	6
图表 5: M1 与 M2 同比增速剪刀差收窄 (%)	7
图表 6: M1 与 M2 同比增速与 PPI 同比增速 (%)	7

1 实体经济融资需求同比放缓，贴息政策对企业融资支撑有待增强

1.1 实体经济融资需求同比放缓，融资方式适配增长转换

从实体经济融资数据来看，呈现两方面特点：一是实体经济融资需求同比有所放缓，基本是贯穿全年的主基调，主因或是经济增长动能切换的短期影响，不必过度解读。二是金融结构与实体经济增长动能转换相匹配，信贷融资与债券融资综合发展。上半年我国经济实现 5.3% 的超预期增长，展现了经济内在韧性，而实体经济融资需求同比仍有所放缓，或并非实体经济增长动能的放缓导致，背后深层次原因或是经济增长动能切换的短期影响，传统动能有所收缩，新增长动能尚在培育，投资与消费动能衔接尚未完全顺畅。9 月社融口径下的新增人民币贷款 16080 亿元，同比少增 3662 亿元；企业债券融资 105 亿元，同比多增 2031 亿元。社融口径下的新增人民币贷款和企业债券融资合计为 16185 亿元，同比少增 1631 亿元。

1.2 房屋销售回暖支撑居民融资需求，贴息政策在企业端尚未显著体现

(1) 居民融资需求环比回升，同比仍有所走弱，贴息政策和房屋销售环比回暖是支撑居民融资需求的重要因素。

9 月居民新增贷款为 3890 亿元，同比少增 1110 亿元，较前值增加 3587 亿元。其中，新增居民短贷 1421 亿元，同比少增 1279 亿元，较前值增加 1316 亿元。我们理解，居民新增短贷环比增加具有季节性特点，往年 9 月多呈现环比回暖迹象，同时或因居民消费贷贴息政策效果有所显现，激发居民信贷融资需求；新增居民中长期贷款 2500 亿元，同比多增 200 亿元，这与房屋销售回暖有关，克而瑞地产研究发布报告称，2025 年 9 月，TOP100 房企实现销售操盘金额 2527.8 亿元，环比增长 22.1%，同比增长 0.4%。

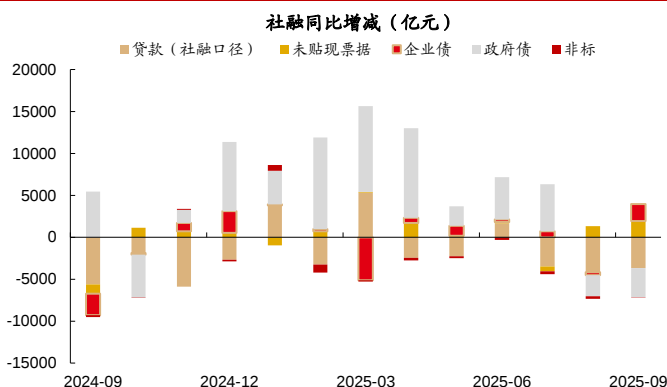
(2) 季节性原因推动企业融资需求环比回暖，贴息政策效应尚未显著显现，企业融资需求存在信贷向债券转化特点。

9月企业部门新增融资12200亿元，同比少增2700亿元，较前值增加6300亿元，其中，企业部门新增短期贷款和新增中长期贷款为7100亿元和9100亿元，同比变动分别为多增2500亿元和少增500亿元；票据融资为-4026亿元，同比少增4712亿元。

9月企业信贷数据环比回暖，或存在季节性扰动。由于7月和8月往往存在高温、暴雨天气影响，以及为避免十一假期影响，部分生产或存在打提前量的准备，9月企业信贷融资需求存在较为明显季节性，信贷需求较8月往往较为明显回升，在本月数据中亦有所体现。

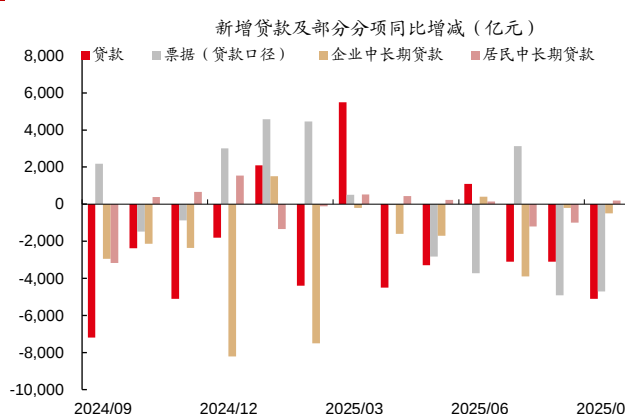
值得注意的是，8月贴息政策效应或并未在9月企业融资数据中显著体现，9月企业信贷融资数据仍是同比少增。我们理解，或存在三方面的原因：一是财政存款支出，解决企业部分融资需求。9月新增财政存款-8400亿元，同比少增6042亿元；二是贴息政策效果兑现或存在一定时滞。8月12日，财政部、中国人民银行、金融监管总局公布《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》，从政策颁布到金融机构制定实施方案，再到企业申请等整个流程或存在一定时间损耗，政策效果或并未在9月显著体现；三是不排除部分信贷需求转换为债券融资。9月企业债券融资同比多增2031亿元，信贷口径下企业新增贷款同比少增2700亿元，两者合计同比仅少增669亿元。

图表1：新增社融同比变化（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：新增贷款及部分分项同比增减（亿元）



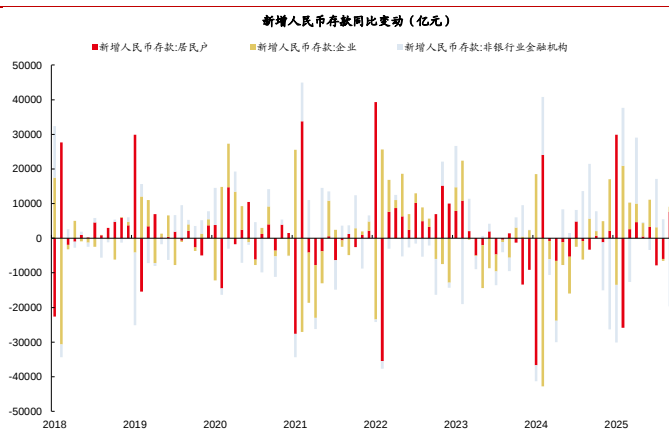
资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 居民存款搬家行为有所减弱，关注居民存款再配置

7月和8月居民存款搬家行为有所加强,但9月居民存款搬家行为有所弱化。9月居民新增人民币存款 22100 亿元,同比多增 7600 亿元;非银行业金融机构新增人民币存款-10600 亿元,同比少增-19700 亿元。

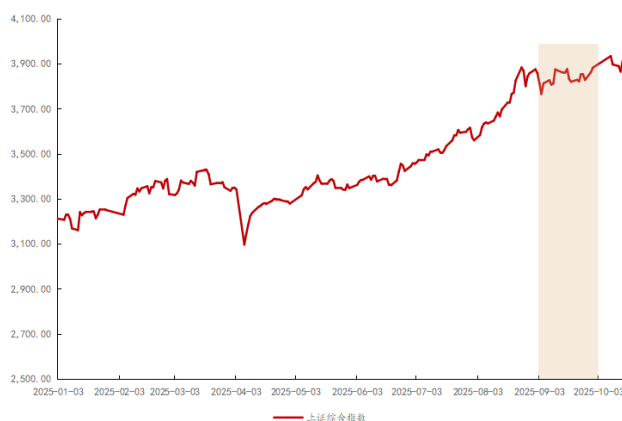
我们理解,6月和7月A股市场呈现了较为强势的上涨态势,吸引了居民资金从存款转向权益投资,但9月A股市场有所降温,呈现震荡格局,部分居民资金从权益市场回流存款。居民存款搬家行为弱化,体现了居民风险偏好有所下降,鉴于该部分资金是居民投资性资金,若短期该部分资金未回流权益市场,四季度或成为理财产品的增量资金,有望支撑债券市场修复,后续仍需重点跟踪观察。

图表3: 新增人民币存款同比变动(亿元)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表4: 上证综指走势



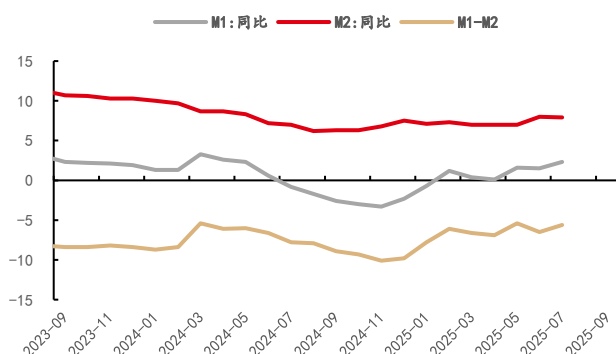
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

3 M1 与 M2 增速剪刀差收窄, 引领企业盈利改善

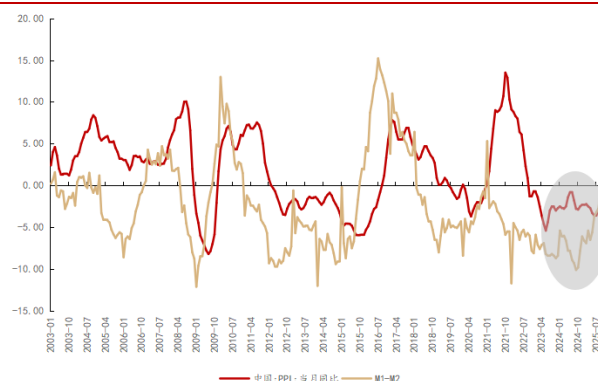
9月M1同比增长7.2%,较前值上升1.2pct,连续5个月呈现回升态势。我们理解,一是存在低基数效应影响;二是居民存款搬家行为弱化,部分资金从权益投资转回存款,短期或仍处于观察期,尚未进行再分配,或仍以活期存款形式存在;三是9月房屋销售有所回暖,房企流动性存款增加。

9月M2同比增长8.4%,较前值下降0.4pct,存在基数走高的影响。

M1与M2同比增速剪刀差连续5个月持续收窄,或引领企业盈利改善。9月M1与M2同比增速剪刀差为-1.2%,较前值回升1.6pct。M1与M2同比增速剪刀差领先PPI同比增速1-2个季度,而M1与M2同比增速剪刀差阶段性底部在2024年10月已经显现,或指向2025年6月PPI同比增速-3.6%或亦是阶段性底部,短期将迎来修复,支撑企业利润持续修复。

图表5：M1 与 M2 同比增速剪刀差收窄（%）


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表6：M1 与 M2 同比增速与 PPI 同比增速（%）


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

4 年内融资需求有望保持平稳，短期关注三大变量

9 月实体经济融资需求相对稳定，环比改善，同比仍有所放缓，背后应是经济增长动能切换的影响。（1）从结构来看，金融结构与实体经济增长动能匹配度持续提升，信贷融资与债券融资并重，成为实体经济融资重要方式。（2）从融资主体来看，居民融资需求环比回升，同比仍有所走弱，贴息政策和房屋销售环比回暖是支撑居民融资需求的重要因素；季节性原因推动企业融资需求环比回暖，贴息政策效应在企业融资中尚未显著显现。（3）9 月 A 股市场震荡或降低居民风险偏好，居民存款搬家行为减弱，或存在从权益投资转回存款的行为，后续重点关注该部分资金的再配置行为。若居民风险偏好并未修复，居民存款或流向理财市场，利好债券市场。（4）M1 与 M2 增速剪刀差连续 5 个月持续收窄，M1 与 M2

同比增速剪刀差领先 PPI 同比增速 1-2 个季度，或指向 2025 年 6 月 PPI 同比增速-3.6%或是阶段性底部，短期 PPI 同比增速有望持续修复，支撑企业利润持续修复。

向后看，10 月金融数据或存在季节性回落，但全年实体经济融资需求有望保持平稳。短期关注贴息政策效果显现、居民存款搬家行为以及价格回升的可持续性的变化。一方面，贴息政策或存在时滞，9 月金融数据尚未体现政策效应，但政策效应或在年内逐步显现，四季度或是重要兑现窗口，有望对居民融资和企业融资需求形成支撑。二是 9 月居民存款搬家行为弱化，短期居民资金再配置或称为市场重要影响变量。若短期居民风险偏好快速修复，居民存款行为回流权益市场，有望支撑市场向好态势；若居民风险偏好并未显著改善，居民存款配置固

定收益产品，或利好债券市场。三是 M1 与 M2 同比增速负剪刀差持续收窄，或引领 PPI 同比增速持续改善，但有效需求不足仍是当前主要矛盾，在需求并未显著改善的情况下，如 9 月制造业 PMI 显示供需缺口有所加剧，PPI 同比增速持续改善是否具有持续性，有待进一步观察。在短期来看，我们判断，四季度 PPI 同比增速或延续修复态势，但修复斜率或逐步放缓，年内或回升至-1.5%左右水平。若以上预期兑现，量价再平衡，有望支撑企业利润持续改善。

风险提示

海外地缘政治冲突加剧；全球贸易摩擦加剧；政策效果不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048