

## 9 月金融数据点评：信用修复取决于盈利与财政合力



沈夏宜 分析师  
Email:shenxiayi@lcqz.com  
证书:S1320523020004



魏争 分析师  
Email:weizheng@lcqz.com  
证书:S1320524100001

### 投资要点：

**社融存量增速回落至 8.7%。**9 月新增社融 3.53 万亿元，同比少增 2339 亿元，社融存量增速较上月回落 0.1 个百分点至 8.7%。从分项来看，9 月社融回落主要由政府债供给节奏放缓与人民币贷款走弱造成，而企业债与表外票据融资形成一定支撑。整体上看，财政发力阶段性减弱、信贷派生动力不足，使当月信用修复呈现结构性波动特征。

**企业贷款有所分化。**当月企业部门新增短贷 7100 亿，同比多增 2500 亿。一方面，票据与短贷的替代效应明显。9 月票据融资减少 4026 亿元，同比少增 4920 亿，票据贴现利率上行约束了银行通过票据冲量的意愿，部分企业流动性需求转向短期贷款，推动短贷多增；另一方面，银行投放更偏短期化。在净息差承压的背景下，银行更偏好于投放期限短、回收快的贷款。新增中长期贷款 9100 亿，同比少增 500 亿。仍然受制于企业盈利与投资信心不足。9 月 BCI 企业利润前瞻指数、融资环境指数均持续承压。此外，部分地方再融资债当月发行集中，也在一定程度上挤占企业中长贷空间。

**居民部门信贷结构仍弱。**当月居民部门新增短期贷款 1421 亿，同比少增 1279 亿；指向居民收入预期和就业压力尚未明显改善，加之低通胀下实际利率对举债的约束，消费信心修复仍显乏力；新增中长期贷款 2500 亿元，同比多增 200 亿。“金九”带动房地产销售环比改善，9 月 30 大中城市商品房成交面积同比增长 6.7%，一、二线城市同比增速均有不同程度修复。但同比放量绝对值仅 200 亿，反映出购房者对房价预期仍然偏谨慎，加杠杆购房意愿仍然不强。

**M1 显著回升，M2 温和回落。**①当月 M1 同比增速升至 7.2%，环比上升 1.2 个百分点，延续年内修复态势。一是财政发力带来流动性回流。各地以“专项债+专项贷款”加快清偿拖欠企业账款，资金从财政体系向企业、居民流出并沉淀为活期存款；二是股市回暖与存款利率下行使部分资金由定期转向活期及风险资产，也对活期存款形成支撑。②当月 M2 同比增速为 8.4%，环比回落 0.4 个百分点。一是信贷派生力度仍然不足，制约了广义货币乘数的发挥；二是去年同期权益市场回暖，理财产品回流至证券客户保证金推高基数；三是财政对冲作用有限。存款结构上，当月居民、企业存款分别同比多增 7600 亿和 1494 亿，财政存款同比少增 6042 亿元，资金呈现从财政部门回流至居民与企业的特征。整体看，广义流动性仍维持充裕，但资金向实体经济传导的效率仍待进一步提升。

### 相关报告

9 月外贸数据点评：低基数下出口增速反弹

2025.10.15

美国《大而美法案》与特朗普财政政策框架

2025.10.14

9 月高频数据跟踪

2025.10.13

**信用修复取决于盈利与财政合力。**整体看，9月金融数据延续了“政府债供给放缓+信贷需求偏弱”的格局，信用派生链条尚未企稳，内生性修复动力仍需增强。往前看，信用修复能否转为趋势性改善仍关键取决于两方面：一是企业盈利与投资信心的恢复。9月PPI降幅继续收窄、制造业景气度边际改善，为中长期贷款释放创造条件。若企业利润逐步修复，有望带动资本开支和融资需求改善；二是财政支出与政策性工具的协同发力。专项债后续加快发行、财政支出节奏有望提速，同时9月底新增5000亿元政策性金融工具落地，将与专项债形成合力，撬动更多基建与制造业中长期贷款需求。若企业盈利改善与财政支出节奏加快形成合力，信用派生有望在四季度迎来的边际改善。

**风险提示：**宏观经济不及预期，需求恢复不及预期，美国关税政策超预期，地缘政治风险超预期。

## 目 录

|                          |   |
|--------------------------|---|
| 1. 社融：存量增速同比回落 .....     | 5 |
| 2. 信贷：实体融资需求仍偏弱 .....    | 6 |
| 3. M1 显著回升，M2 温和回落 ..... | 8 |
| 3.1 M1 增速回升，M2 增速回落..... | 8 |
| 3.2 信用修复取决于盈利与财政合力.....  | 9 |
| 4. 风险提示 .....            | 9 |

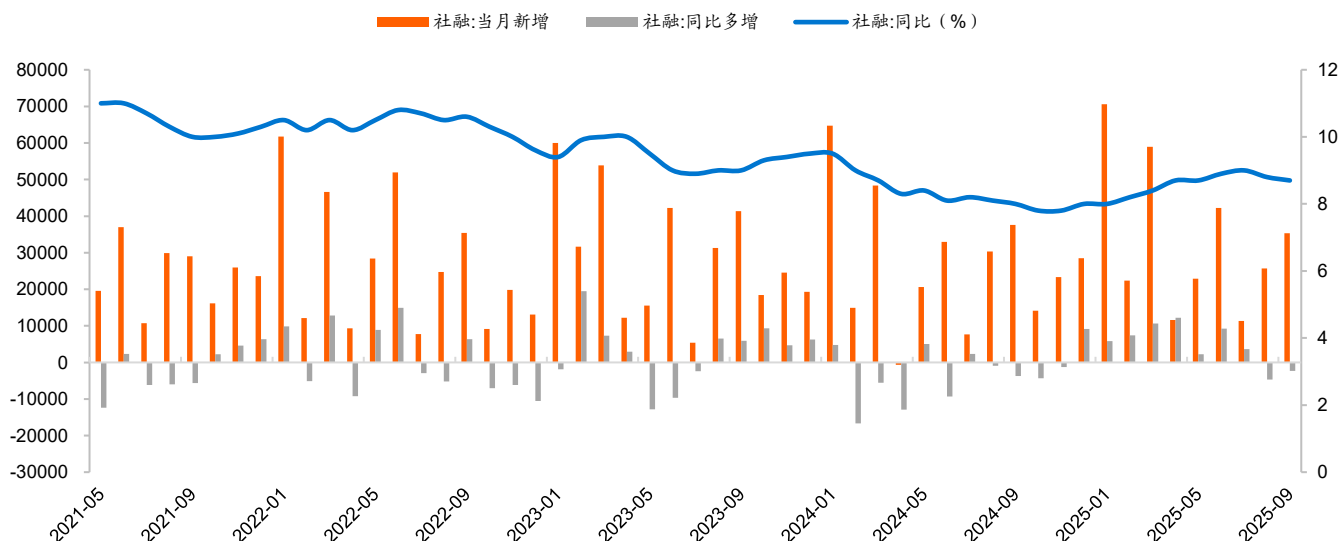
## 图目录

|      |                                |   |
|------|--------------------------------|---|
| 图 1  | 9 月社融同比少增（亿元） .....            | 5 |
| 图 2  | 政府债券和人民币贷款是主要拖累项（亿元） .....     | 6 |
| 图 3  | 国债净融资同比多增 .....                | 6 |
| 图 4  | 新增专项债发行有所放缓 .....              | 6 |
| 图 5  | 城投债净融资仍然负增 .....               | 6 |
| 图 6  | 9 月新增人民币贷款（亿元） .....           | 7 |
| 图 7  | 9 月票据融资同比大幅少增（亿元） .....        | 7 |
| 图 8  | 企业部门中长期贷款同比少增（亿元） .....        | 8 |
| 图 9  | 企业部门短期贷款同比多增（亿元） .....         | 8 |
| 图 10 | 9 月乘用车日均销量同比小幅增长 .....         | 8 |
| 图 11 | 9 月 30 大中城市商品房销售面积同比有所回升 ..... | 8 |
| 图 12 | 居民部门中长期贷款同比多增（亿元） .....        | 8 |
| 图 13 | 居民部门短期贷款同比少增（亿元） .....         | 8 |
| 图 14 | M0、M1、M2 同比增速（%） .....         | 9 |
| 图 15 | 居民、企业存款同比多增（亿元） .....          | 9 |

## 1. 社融：存量增速同比回落

**社融存量增速回落至 8.7%。**9 月新增社融 3.53 万亿元，同比少增 2339 亿元，社融存量增速较上月回落 0.1 个百分点至 8.7%。从分项来看，9 月社融回落主要由政府债供给节奏放缓与人民币贷款走弱造成，而企业债与表外票据融资形成一定支撑。整体上看，财政发力阶段性减弱、信贷派生动力不足，使当月信用修复呈现结构性波动特征。

图1 9月社融同比少增（亿元）



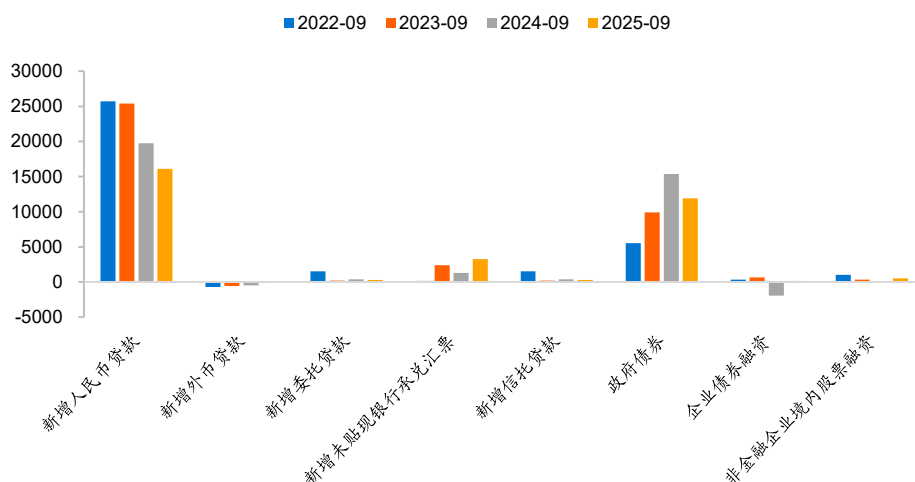
资料来源：Wind，联储证券研究院

**人民币贷款同比少增。**当月新增人民币贷款 1.61 万亿，同比少增 3661 亿。一是需求端修复仍显缓慢。企业与居民的中长期融资需求仍受制于利润恢复与收入预期不足，固定资产投资与房地产销售回暖幅度有限；生产端部分行业虽保持生产活跃，但尚未形成广谱性扩张；二是银行投放趋于结构化与节奏化。与年中相比，信贷政策更多强调结构优化与息差稳定，银行投放节奏趋稳并更倾向定向支持。结合未贴现票据同比多增 1922 亿元来看，银行在当月更倾向于平滑投放，减少一次性冲量。

**政府债券同比少增。**当月政府债券新增 1.19 万亿，同比少增 3464 亿。从结构上看，国债净融资 7284 亿，同比多增 3389 亿，发行节奏较上月有所回升；但新增专项债仅 4130 亿，同比大幅少增 6248 亿，成为当月政府债放缓的主要拖累。新增专项债发行放缓或意在为四季度政策集中发力留出空间，以便与政策性金融工具形成合力；再融资专项债净融资 1820 亿，同比多增 961 亿，指向化债仍是财政政策的重要取向。

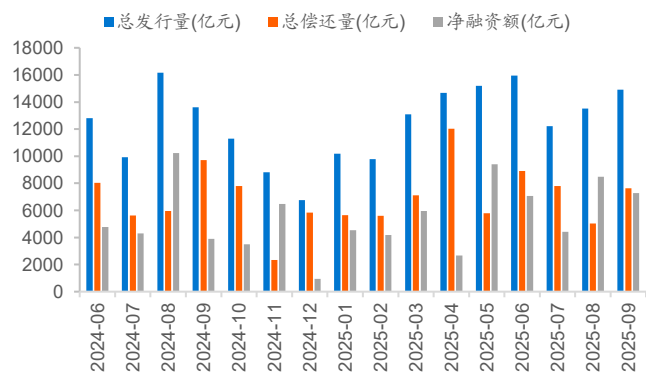
**企业债券同比多增。**当月新增企业债券 136 亿元，同比多增 2062 亿元。是当月社融结构中改善最明显的分项。一方面，去年同期信用债市场利率上行，发债成本抬升，部分企业延期发行，形成了较低的同比基数；另一方面，年内政策持续强化对科技创新债、民营企业债及绿色债等领域的支持，一定程度上带动了相关发行主体与规模持续扩容。加之，三季度权益市场回暖，风险偏好修复，均为企业债发行提供了相对有利的外部环境。

图2 政府债券和人民币贷款是主要拖累项（亿元）



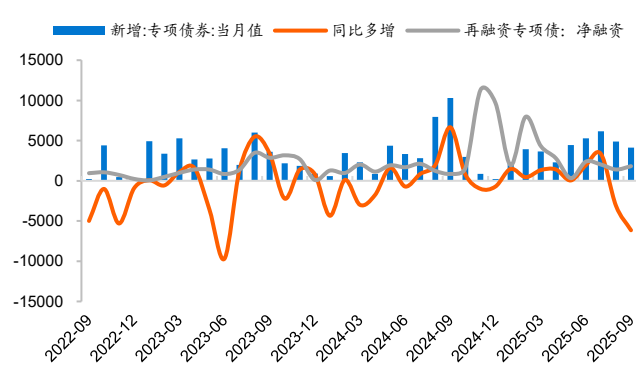
资料来源：Wind，联储证券研究院

图3 国债净融资同比多增



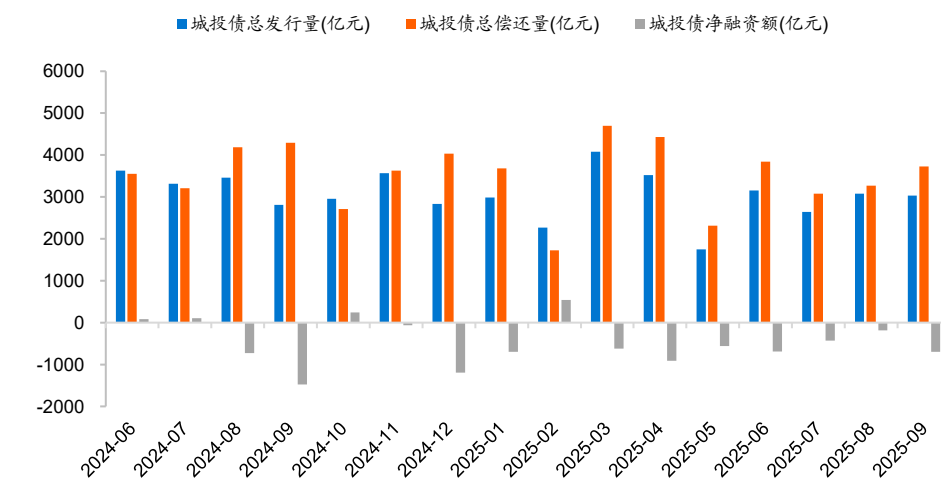
资料来源：Wind，联储证券研究院

图4 新增专项债发行有所放缓



资料来源：Wind，联储证券研究院

图5 城投债净融资仍然负增



资料来源：Wind，联储证券研究院

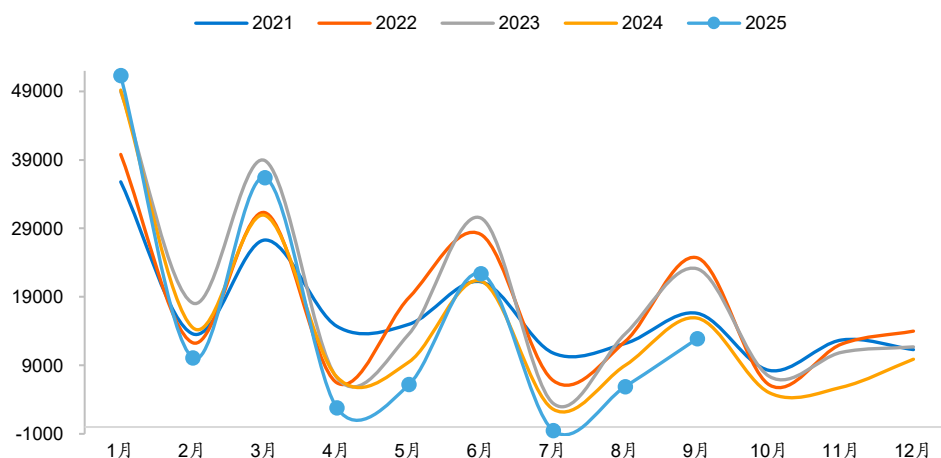
## 2. 信贷：实体融资需求仍偏弱

企业贷款有所分化。当月企业部门新增短贷 7100 亿，同比多增 2500 亿。一方面，票据与短贷的替代效应明显。9 月票据融资减少 4026 亿元，同比少增 4920 亿，票据

贴现利率上行约束了银行通过票据冲量的意愿，部分企业流动性需求转向短期贷款，推动短贷多增；另一方面，银行投放更偏短期化。在净息差承压的背景下，银行更偏好于投放期限短、回收快的贷款。新增中长期贷款 9100 亿，同比少增 500 亿。仍然受制于企业盈利与投资信心不足。9 月 BCI 企业利润前瞻指数、融资环境指数均持续承压。此外，部分地方再融资债当月发行集中，也在一定程度上挤占企业中长贷空间。

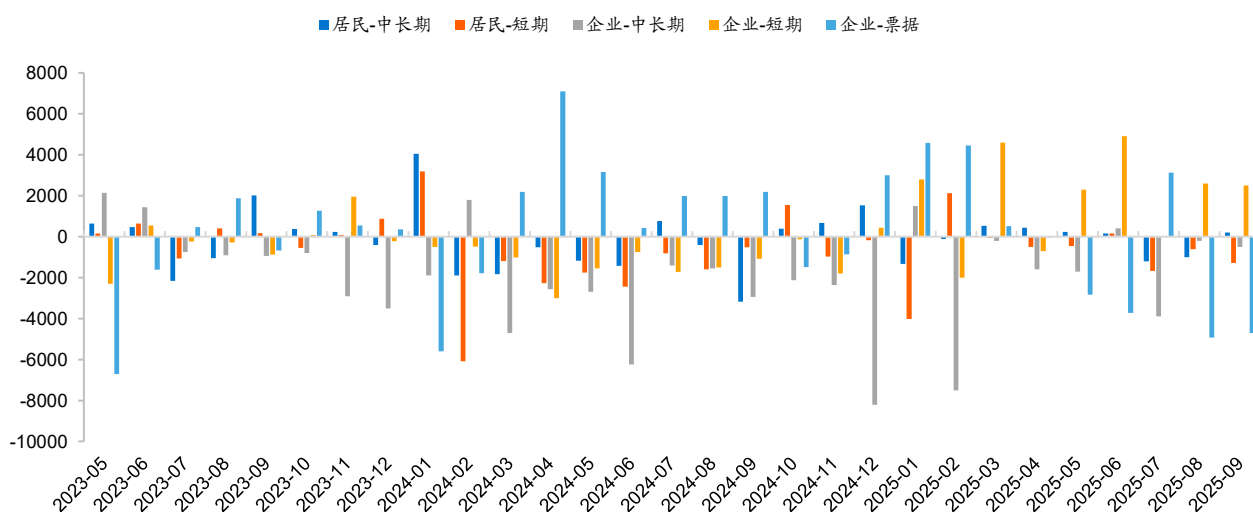
**居民部门信贷结构仍弱。**当月居民部门新增短期贷款 1421 亿，同比少增 1279 亿；指向居民收入预期和就业压力尚未明显改善，加之低通胀下实际利率对举债的约束，消费信心修复仍显乏力；新增中长期贷款 2500 亿元，同比多增 200 亿。“金九”带动房地产销售环比改善，9 月 30 大中城市商品房成交面积同比增长 6.7%，一、二线城市同比增速均有不同程度修复。但同比放量绝对值仅 200 亿，反映出购房者对房价预期仍然偏谨慎，加杠杆购房意愿仍然不强。

图6 9月新增人民币贷款（亿元）



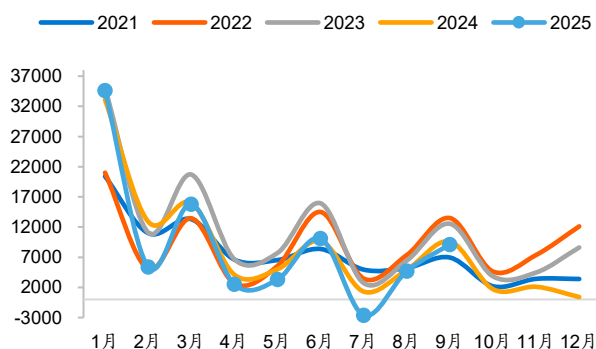
资料来源：Wind，联储证券研究院

图7 9月票据融资同比大幅少增（亿元）



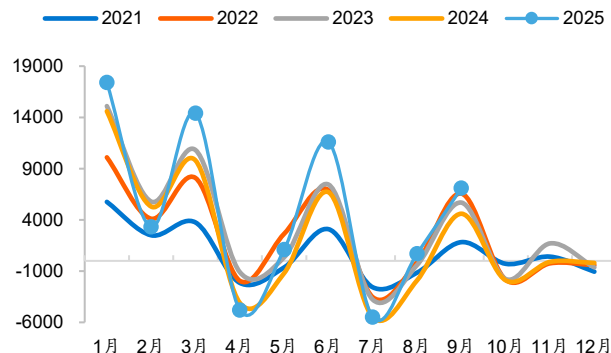
资料来源：Wind，联储证券研究院

图8 企业部门中长期贷款同比少增（亿元）



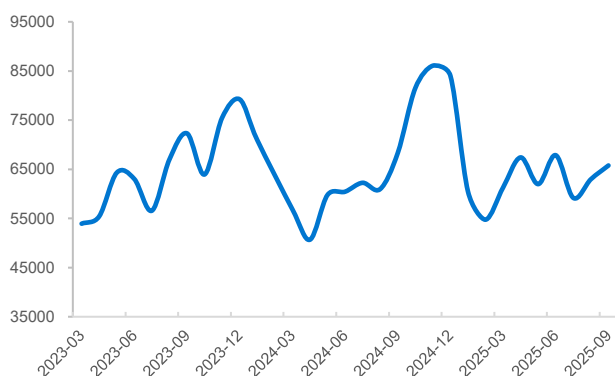
资料来源：Wind，联储证券研究院

图9 企业部门短期贷款同比多增（亿元）



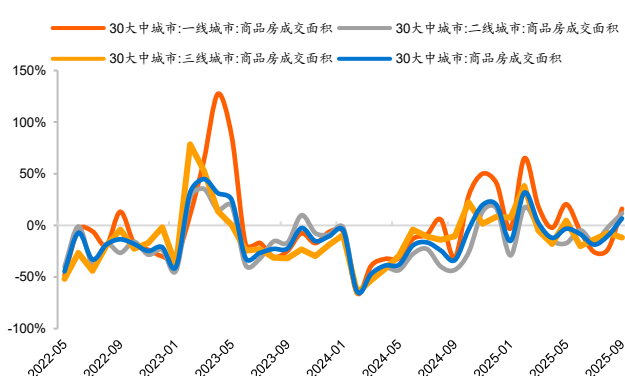
资料来源：Wind，联储证券研究院

图10 9月乘用车日均销量同比小幅增长



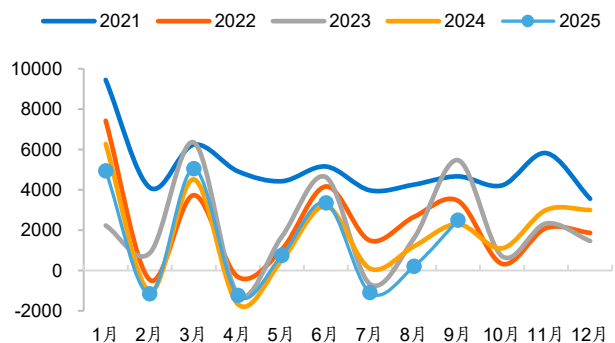
资料来源：Wind，联储证券研究院

图11 9月30大中城市商品房销售面积同比有所回升



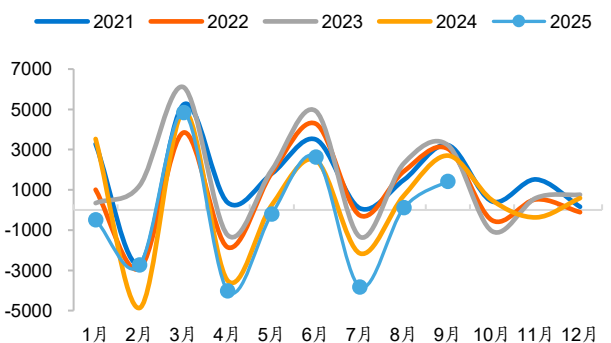
资料来源：Wind，联储证券研究院

图12 居民部门中长期贷款同比多增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图13 居民部门短期贷款同比少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

### 3. M1 显著回升，M2 温和回落

#### 3.1 M1 增速回升，M2 增速回落

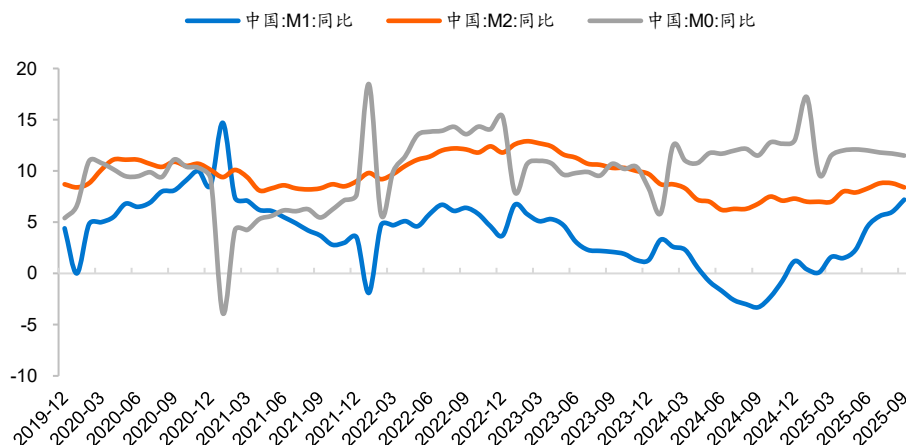
**M1 增速明显回升。**当月 M1 同比增速升至 7.2%，环比上升 1.2 个百分点，延续年内修复态势。一是财政发力带来流动性回流。各地以“专项债+专项贷款”加快清偿拖欠企业账款，资金从财政体系向企业、居民流出并沉淀为活期存款；二是股市回暖与存款利率下行使部分资金由定期转向活期及风险资产，也对活期存款形成支撑。

**M2 增速小幅回落。**当月 M2 同比增速为 8.4%，环比回落 0.4 个百分点。一是信贷派生力度仍然不足，制约了广义货币乘数的发挥；二是去年同期权益市场回暖，理财产



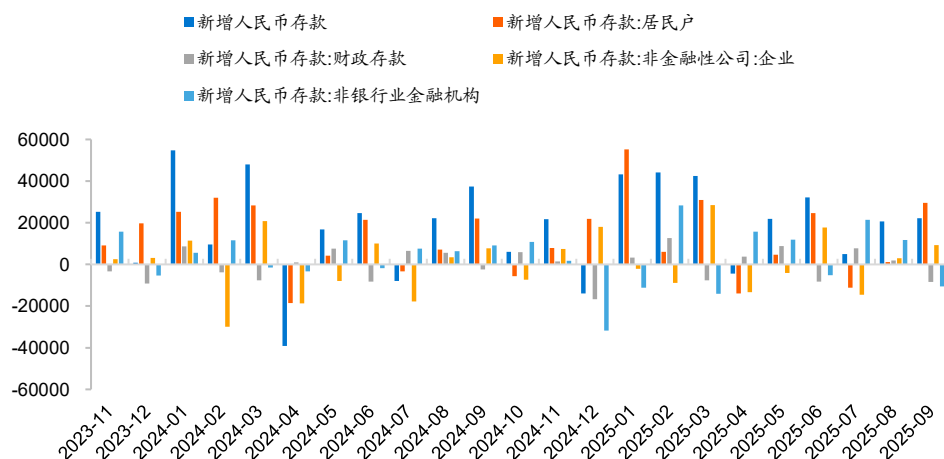
品回流至证券客户保证金推高基数；三是财政对冲作用有限。存款结构上，当月居民、企业存款分别同比多增 7600 亿和 1494 亿，财政存款同比少增 6042 亿元，资金呈现从财政部门回流至居民与企业的特征。整体看，广义流动性仍维持充裕，但资金向实体经济传导的效率仍待进一步提升。

图14 M0、M1、M2 同比增速 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图15 居民、企业存款同比多增 (亿元)



资料来源：Wind，联储证券研究院

### 3.2 信用修复取决于盈利与财政合力

整体看，9 月金融数据延续了“政府债供给放缓+信贷需求偏弱”的格局，信用派生链条尚未企稳，内生性修复动力仍需增强。往前看，信用修复能否转为趋势性改善仍关键取决于两方面：一是企业盈利与投资信心的恢复。9 月 PPI 降幅继续收窄、制造业景气度边际改善，为中长期贷款释放创造条件。若企业利润逐步修复，有望带动资本开支和融资需求改善；二是财政支出与政策性工具的协同发力。专项债后续加快发行、财政支出节奏有望提速，同时 9 月底新增 5000 亿元政策性金融工具落地，将与专项债形成合力，撬动更多基建与制造业中长期贷款需求。若企业盈利改善与财政支出节奏加快形成合力，信用派生有望在四季度迎来的边际改善。

## 4. 风险提示

宏观经济不及预期，需求恢复不及预期，美国关税政策超预期，地缘政治风险超预期

期。

### 免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                 |      | 评级 | 说明                    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|-----------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上     |
|                                                                                                                           |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间  |
|                                                                                                                           |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间 |
|                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上      |
|                                                                                                                           | 行业评级 | 看好 | 相对表现优于市场              |
|                                                                                                                           |      | 中性 | 相对表现与市场持平             |
|                                                                                                                           |      | 看淡 | 相对表现弱于市场              |

### 联储证券研究院

#### 青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F  
 邮编：266100

#### 上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层  
 邮编：200135

#### 北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院北投投资大厦 A 栋 7 层  
 邮编：100029

#### 深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F  
 邮编：518000