

居民存款搬家暂缓，社融受基数效应回落

——2025 年 9 月金融数据点评

细分研究

相关研究

《固定收益周报：央行货币政策委员会 2025 年三季度例会解读：从“投放”转向“落实”》
2025-09-27

《固定收益周报：品种利差有望阶段性收窄》
2025-09-22

《固定收益周报：公募新规预期扰动趋缓，品种利差或迎阶段性收敛》2025-09-16

《固定收益周报：《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》对债市影响几何？》2025-09-09

证券分析师

赵金厚
S0820524120001
021-32229888-25510
zhaojinhou@ajzq.com

联系人

陆嘉怡
S0820124120008
021-32229888-25521
lujiayi@ajzq.com

投资要点：

■ 2025 年 10 月 15 日，中国人民银行公布 2025 年 9 月金融数据。

(1) 社融存量同比+8.68%，Wind 一致预期+8.64%，前值+8.81%；社会融资规模当月新增 35,338.00 亿元，Wind 一致预期 32,777.78 亿元，前值 25,668.00 亿元。

(2) M0 同比+11.50%。M1 同比+7.20%，Wind 一致预期+6.00%，前值+6.00%；M2 同比+8.40%，Wind 一致预期+8.51%，前值+8.80%。

(3) 新增人民币贷款 12,900.00 亿元，Wind 一致预期 13,900.00 亿元，前值 5,900.00 亿元。

■ 金融数据点评：M1 延续高增趋势，社融增速放缓

社融：社融同比小幅回落，政府债对于社融的拉动作用减弱。2025 年 9 月，社会融资规模增量为 35,338 亿元，较去年同期少增 2,297 亿元，同比增速由 8 月的 8.81% 小幅回落至 8.68%。若剔除政府债券因素，当月社融同比增速为 5.94%。整体来看，社融呈现同比少增态势，主要受政府债券发行节奏错位影响。从结构上看，政府债券融资新增 11,886 亿元，在社融中占比 33.64%，同比少增 3,471 亿元。尽管当前政府债发行绝对规模仍处较高水平，但由于去年同期的发行节奏相对后置，形成较高基数，导致其对社融的同比支撑作用明显减弱，成为拖累本月社融增速的主要因素。

货币：M1 延续高增趋势。2025 年 9 月，M1 同比增速进一步回升至 7.2%，较上月提升 1.2 个百分点，延续了其高增长态势。与此同时，M1 与 M2 的同比剪刀差也由前值继续走扩至 -1.2%。M1 增速的持续走高主要受到两方面因素驱动：其一，去年同期基数较低，2024 年 9 月 M1 同比仅为 -3.3%，对本期同比读数形成显著支撑；其二，财政政策在 9 月持续发力，当月财政存款减少 8,400 亿元，同比多减超 6,000 亿元，财政支出力度加大，或推升了 M1 增速。

信贷：总量略弱、结构分化。9 月新增人民币贷款 12,900 亿元，略低于市场一致预期，同比少增 3,000 亿元。从结构来看，企业端仍为信贷增量的主要支撑，居民端信贷需求则延续相对低迷状态。(1) 企业贷款方面，当月新增 12,200 亿元，同比少增 2,700 亿元。其中，短期贷款表现相对积极，同比多增 2,500 亿元，主要得益于服务业领域贷款贴息政策落地实施。(2) 居民贷款方面，当月新增 3,890 亿元，同比少增 1,110 亿元，整体信贷需求仍处低位。从期限结构看，居民短期贷款同比少增 1,279 亿元，显示自 2025 年 9 月起实施的个人消费贷款贴息政策对居民短贷的拉动作用尚未充分显现。而在中长期贷款方面，随着北上深等重点城市进一步优化住房限购政策，叠加传统“金九”销售旺季效应，9 月 30 大中城市商品房销售面积同比由负转正，自 8 月的 -9.89% 回升至 +6.71%，带动居民中长期贷款实现同比多增 200 亿元，房地产销售端在政策支持下出现初步企稳迹象。后续需关注政策落地效能释放及房地产市场回暖的可持续性。

存款：结构性分化，“存款搬家”进程仍待验证。居民部门存款大幅增加 29,600 亿元，同比多增 7,600 亿元；而非银行业金融机构存款则减少 10,600 亿元，同比大幅少增 19,700 亿元。我们认为，这“一增一减”的格局并非意味着存款向资本市场迁移进程的逆转，而是受到季节性因素与去年同期高基数的共同扰动，尚不能据此断定“存款搬家”趋势的终结，其持续性仍需后续月份数据的进一步验证。

■ **投资建议：**整体来看，9 月金融数据整体中性，延续“信贷偏弱、M1 同比回升”的特征。受基数效应影响，后续社融同比增速预计趋于回落。建议持续跟踪 M1 同比、存款结构变化与短期贷款趋势，以进一步确认“存款搬家”进程是否延续。对债市而言，实体融资需求偏弱虽带来一定基本面支撑，但并非当前定价核心。展望四季度，债市表现或较三季度有所改善，但整体仍属弱势资产，预计以震荡为主，建议投资者保持谨慎乐观。操作上需重点关注四类短期扰动因素：关税动向、基金销售费率调整、通胀走势及权益市场表现，尤其关注相关政策实际落地与预期差异带来的影响。

■ **风险提示：**1) 关税政策不确定性；2) 公募基金销售费率新规超预期；3) 货币政策超预期。

目录

1. 金融数据点评.....	4
2. 金融数据与债市展望.....	8
3. 风险提示.....	8

图表目录

图表 1：近 6 个月社会融资当月新增情况（亿元）	4
图表 2：近 6 个月社会融资多增情况（亿元）	5
图表 3：地方政府专项债月度新增情况	5
图表 4：地方政府专项债发行进度	5
图表 5：近 6 个月人民币贷款当月新增情况（亿元）	7
图表 6：近 6 个月人民币贷款同比多增情况（亿元）	7
图表 7：2020 年以来新增居民存款情况	8
图表 8：2020 年以来新增非银存款情况	8

1. 金融数据点评

■ 2025 年 10 月 15 日，中国人民银行公布 2025 年 9 月金融数据。

(1) 社融存量同比+8.68%，Wind 一致预期+8.64%，前值+8.81%；社会融资规模当月新增 35,338.00 亿元，Wind 一致预期 32,777.78 亿元，前值 25,668.00 亿元。

(2) M0 同比+11.50%。M1 同比+7.20%，Wind 一致预期+6.00%，前值+6.00%；M2 同比+8.40%，Wind 一致预期+8.51%，前值+8.80%。

(3) 新增人民币贷款 12,900.00 亿元，Wind 一致预期 13,900.00 亿元，前值 5,900.00 亿元。

社融同比小幅回落，政府债对于社融的拉动作用减弱。2025 年 9 月，社会融资规模增量为 35,338 亿元，较去年同期少增 2,297 亿元，同比增速由 8 月的 8.81% 小幅回落至 8.68%。若剔除政府债券因素，当月社融同比增速为 5.94%。整体来看，社融呈现同比少增态势，主要受政府债券发行节奏错位影响。从结构上看，政府债券融资新增 11,886 亿元，在社融中占比 33.64%，同比少增 3,471 亿元。尽管当前政府债发行绝对规模仍处较高水平，但由于去年同期的发行节奏相对后置，形成较高基数，导致其对社融的同比支撑作用明显减弱，成为拖累本月社融增速的主要因素。

图表 1：近 6 个月社会融资当月新增情况（亿元）

	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04
当月新增	35,338.00	25,668.00	11,307.00	42,251.00	22,899.00	11,599.00
表内业务	15,951.00	6,162.00	-4,383.00	23,925.00	6,057.00	754.00
本币	16,080.00	6,253.00	-4,296.00	23,600.00	5,923.00	884.00
外币	-129.00	-91.00	-87.00	325.00	134.00	-130.00
表外业务	3,579.00	2,158.00	-1,666.00	-1,484.00	-1,157.00	-2,873.00
委托贷款	282.00	-165.00	-177.00	-400.00	-166.00	-2.00
信托贷款	62.00	350.00	149.00	816.00	173.00	-77.00
未贴现承兑汇票	3,235.00	1,973.00	-1,638.00	-1,900.00	-1,164.00	-2,794.00
政府债券	11,886.00	13,672.00	12,482.00	13,508.00	14,585.00	9,729.00
直接融资	605.00	1,794.00	3,253.00	2,625.00	1,648.00	2,731.00
企业债券	105.00	1,338.00	2,748.00	2,422.00	1,496.00	2,340.00
股票融资	500.00	456.00	505.00	203.00	152.00	391.00
其他	-	827.00	559.00	2,367.00	728.00	315.00

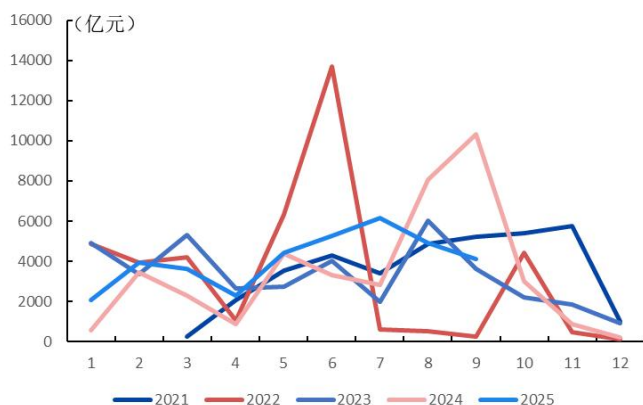
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 2：近 6 个月社会融资多增情况（亿元）

	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04
当月新增	-2,297.00	-4,655.00	3,600.00	9,266.00	2,276.00	12,257.00
表内业务	-3,311.00	-3,637.00	-2,685.00	2,805.00	-1,653.00	-2,285.00
本币	-3,662.00	-4,158.00	-3,488.00	1,673.00	-2,274.00	-2,465.00
外币	351.00	521.00	803.00	1,132.00	621.00	180.00
表外业务	1,869.00	998.00	-910.00	-184.00	-41.00	1,386.00
委托贷款	-110.00	-190.00	-522.00	-397.00	-157.00	-91.00
信托贷款	56.00	-134.00	175.00	68.00	-51.00	-219.00
未贴现承兑汇票	1,923.00	1,322.00	-563.00	145.00	167.00	1,696.00
政府债券	-3,471.00	-2,505.00	5,601.00	5,032.00	2,319.00	10,666.00
直接融资	2,403.00	-41.00	986.00	371.00	1,252.00	838.00
企业债券	2,031.00	-365.00	712.00	322.00	1,211.00	633.00
股票融资	372.00	324.00	274.00	49.00	41.00	205.00
其他	-1,991.00	535.00	601.00	970.00	420.00	1,762.00

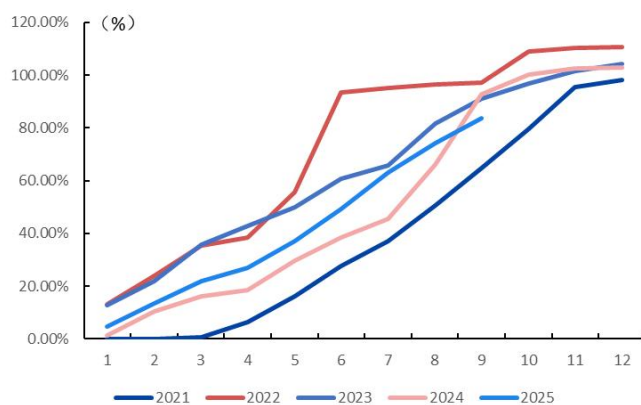
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 3：地方政府专项债月度新增情况



资料来源：Wind，企业预警通，爱建证券研究所

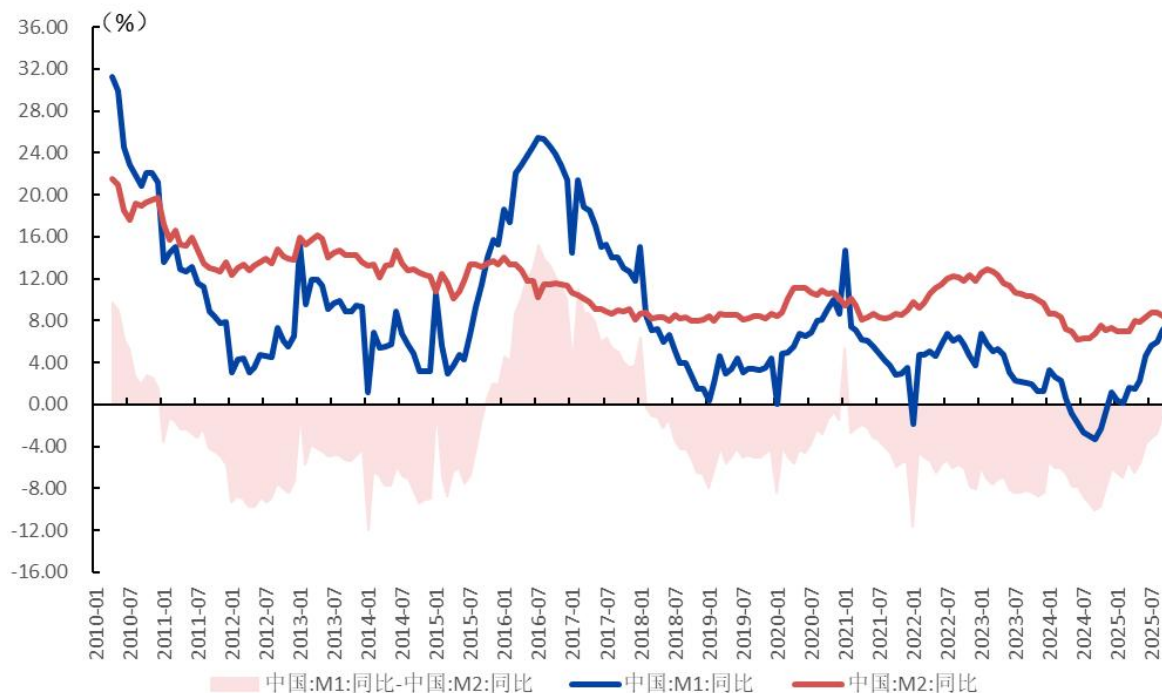
图表 4：地方政府专项债发行进度



资料来源：Wind，企业预警通，爱建证券研究所

M1 延续高增趋势。2025 年 9 月，M1 同比增速进一步回升至 7.2%，较上月提升 1.2 个百分点，延续了其高增长态势。与此同时，M1 与 M2 的同比剪刀差也由前值继续走扩至-1.2%。M1 增速的持续走高主要受到两方面因素驱动：其一，去年同期基数较低，2024 年 9 月 M1 同比仅为-3.3%，对本期同比读数形成显著支撑；其二，财政政策在 9 月持续发力，当月财政存款减少 8,400 亿元，同比多减超 6,000 亿元，财政支出力度加大，或推升了 M1 增速。

图表 5: M1 同比与 M2 同比剪刀差



资料来源：Wind，爱建证券研究所

企业短贷扩张，居民信贷表现疲软。9月新增人民币贷款12,900亿元，略低于市场一致预期，同比少增3,000亿元。从结构来看，企业端仍为信贷增量的主要支撑，居民端信贷需求则延续相对低迷状态。**(1) 企业贷款方面**，当月新增12,200亿元，同比少增2,700亿元。其中，短期贷款表现相对积极，同比多增2,500亿元，主要得益于服务业领域贷款贴息政策的落地实施。然而，企业中长期贷款同比少增500亿元，反映企业部门在长期资本开支方面的意愿仍显不足，投资信心有待进一步提振。**(2) 居民贷款方面**，当月新增3,890亿元，同比少增1,110亿元，整体信贷需求仍处低位。从期限结构看，居民短期贷款同比少增1,279亿元，显示自2025年9月起实施的个人消费贷款贴息政策对居民短贷的拉动作用尚未充分显现。而在中长期贷款方面，随着北上深等重点城市进一步优化住房限购政策，叠加传统“金九”销售旺季效应，9月30大中城市商品房销售面积同比由负转正，自8月的-9.89%回升至+6.71%，带动居民中长期贷款实现同比多增200亿元，房地产销售端在政策支持下出现初步企稳迹象。**(3) 票据融资方面**表现平淡，同比少增4,712亿元。9月末票据贴现利率未出现明显下行，表明银行通过票据冲量信贷规模的意愿较弱，也反映出当前信贷投放更注重实质融资需求。

综合来看，9月信贷数据呈现“总量略弱、结构分化”特征。政策面对特定领域信贷的引导作用正在显现，尤其在企业短期贷款和居民中长期贷款方面有所体现。然而，企业中长期资本开支意愿偏弱及居民消费信贷复苏缓慢，仍构成当前信用扩张的主要制约。后续需关注政策落地效能释放及房地产市场回暖的可持续性。

图表 5：近 6 个月人民币贷款当月新增情况（亿元）

	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04
当月新增	12,900.00	5,900.00	-500.00	22,400.00	6,200.00	2,800.00
居民部门	3,890.00	303.00	-4,893.00	5,976.00	540.00	-5,216.00
短期贷款	1,421.00	105.00	-3,827.00	2,621.00	-208.00	-4,019.00
中长期贷款	2,500.00	200.00	-1,100.00	3,353.00	746.00	-1,231.00
企业部门	12,200.00	5,900.00	600.00	17,700.00	5,300.00	6,100.00
短期贷款	7,100.00	700.00	-5,500.00	11,600.00	1,100.00	-4,800.00
中长期贷款	9,100.00	4,700.00	-2,600.00	10,100.00	3,300.00	2,500.00
票据融资	-4,026.00	531.00	8,711.00	-4,109.00	746.00	8,341.00
非金融机构	-2,348.00	-1,130.00	2,026.00	-1,026.00	589.00	1,634.00

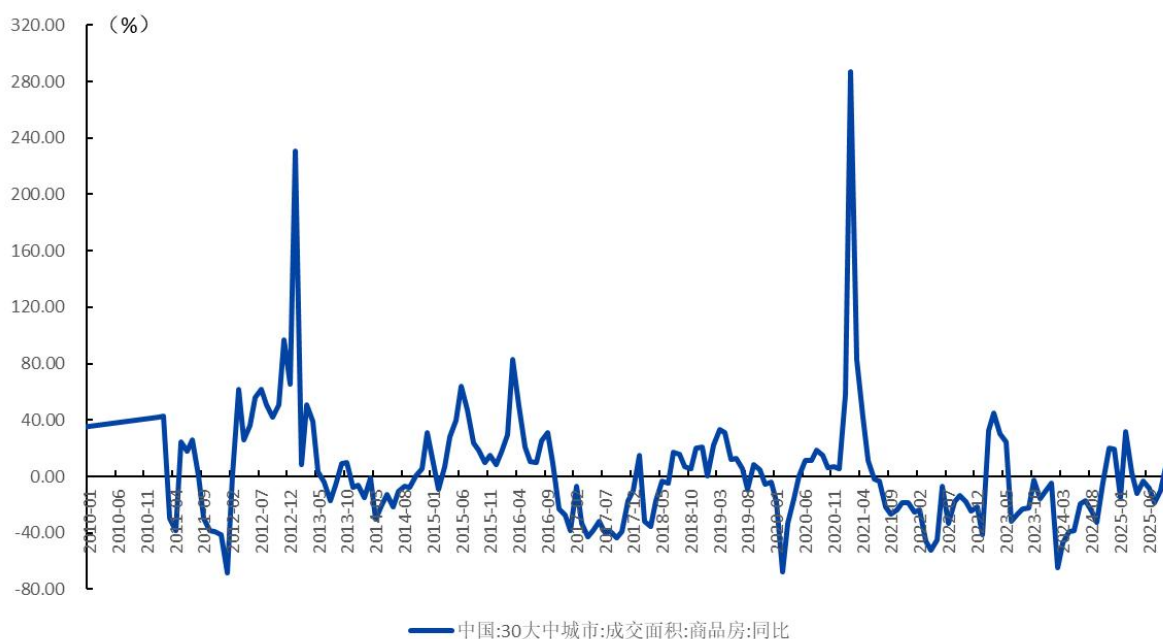
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 6：近 6 个月人民币贷款同比多增情况（亿元）

	2025/09	2025/08	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04
当月新增	-3,000.00	-3,100.00	-3,100.00	1,100.00	-3,300.00	-4,500.00
居民部门	-1,110.00	-1,597.00	-2,793.00	267.00	-217.00	-50.00
短期贷款	-1,279.00	-611.00	-1,671.00	150.00	-451.00	-501.00
中长期贷款	200.00	-1,000.00	-1,200.00	151.00	232.00	435.00
企业部门	-2,700.00	-2,500.00	-700.00	1,400.00	-2,100.00	-2,500.00
短期贷款	2,500.00	2,600.00	-	4,900.00	2,300.00	-700.00
中长期贷款	-500.00	-200.00	-3,900.00	400.00	-1,700.00	-1,600.00
票据融资	-4,712.00	-4,920.00	3,125.00	-3,716.00	-2,826.00	-40.00
非金融机构	356.00	225.00	-31.00	391.00	226.00	-973.00

资料来源：Wind，爱建证券研究所

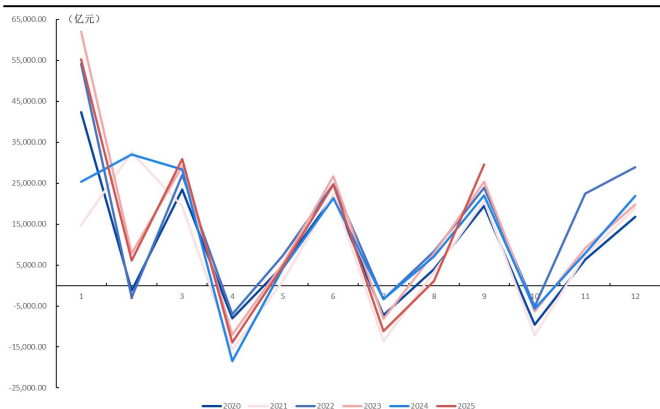
图表 5：9 月 30 大中城市商品房成交面积有所回升



资料来源：Wind，爱建证券研究所

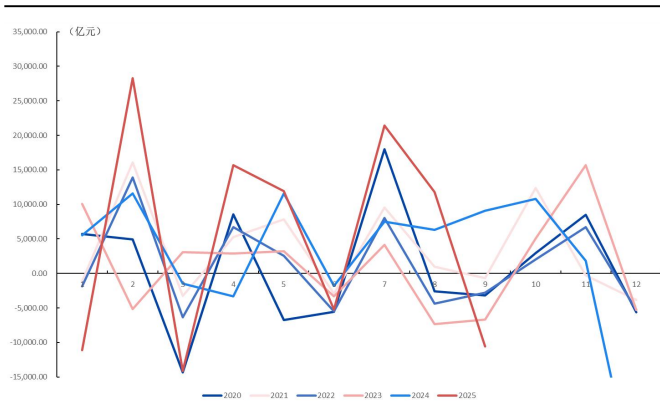
9 月人民币存款数据呈现结构性分化，“存款搬家”进程仍待验证。居民部门存款大幅增加 29,600 亿元，同比多增 7,600 亿元；而非银行业金融机构存款则减少 10,600 亿元，同比大幅少增 19,700 亿元。我们认为，这一“一增一减”的格局并非意味着存款向资本市场迁移进程的逆转，而是受到季节性因素与去年同期高基数的共同扰动。具体而言，从季节性规律看，季末往往因考核等因素出现资金从非银体系阶段性回流银行表内的现象，从而导致居民存款增加与非银存款减少的周期性波动。更关键的影响来自去年同期极高的基数效应：2024 年 9 月，在“924”一揽子政策推动下，权益市场表现强劲，吸引了大规模资金流入，致使当月非银存款呈现高达 9,100 亿元的增长，同比多增 15,750 亿元，形成了非银存款的同比高基数。同时，去年同期的居民存款因资金分流而显著弱于季节性常态，形成了居民存款的低基数。因此，本月居民存款的同比多增与非银存款的同比大幅少增，在很大程度上是基数效应的镜像反映，尚不能据此断定“存款搬家”趋势的终结，其持续性仍需后续月份数据的进一步验证。

图表 7：2020 年以来新增居民存款情况



资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 8：2020 年以来新增非银存款情况



资料来源：Wind，爱建证券研究所

2. 金融数据与债市展望

整体来看，9 月金融数据整体中性，延续“信贷偏弱、M1 同比回升”的特征。受基数效应影响，后续社融同比增速预计趋于回落。建议持续跟踪 M1 同比、存款结构变化与短期贷款趋势，以进一步确认“存款搬家”进程是否延续。

对债市而言，实体融资需求偏弱虽带来一定基本面支撑，但并非当前定价核心。展望四季度，债市表现或较三季度有所改善，但整体仍属弱势资产，预计以震荡为主，建议投资者保持谨慎乐观。操作上需重点关注四类短期扰动因素：关税动向、基金销售费率调整、通胀走势及权益市场表现，尤其关注相关政策实际落地与预期差异带来的影响。

3. 风险提示

- 1) 关税政策不确定性；
- 2) 公募基金销售费率新规超预期；
- 3) 货币政策超预期。

爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测后续可随时更改。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，爱建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。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。