

2025 年 10 月 15 日

信贷结构与资金活性持续优化

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

沈美辰（分析师）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790524110002

事件：9 月社会融资规模增长 3.5 万亿元，预期 3.3 万亿，前值 2.6 万亿；人民币贷款增长 12900 亿元，预期 13900 亿，前值 5900 亿。

● 信贷：人民币信贷同比缩量、结构改善

9 月信贷增长 12900 亿元，同比少增 3000 亿元。居民融资意愿无明显起色。9 月居民贷款录得 3890 亿元，同比少增 1110 亿元，其中按揭贷款同比微幅多增，居民短贷走弱、同比少增 1279 亿元。居民信贷同比少增幅度与 8 月差异较小，居民需求偏弱的趋势不变。“金九”房地产市场止跌回稳，30 大中城市商品房成交面积同比增速均值较 8 月回升约 17 个百分点，按揭贷款较 8 月有一定改善，同比多增 200 亿元（前值同比少增 1000 亿元）；消费贷、经营贷并未有改善，或反映居民消费和扩表意愿仍低。9 月财政对消费贷和经营贷贴息政策落地，政策效果或受申领复杂度等因素影响还未明显反映，后续可持续跟踪。

企业信贷平稳回暖，短贷增长仍强。9 月新增企业贷款 12200 亿元，同比少增 2700 亿元，企业短贷仍强，表内票据为主要拖累。9 月企业短贷新增 7100 亿元，同比多增 2500 亿元，表内票据融资同比少增 4712 亿元。9 月依然保持企业端短贷强、票据弱，新增贷款结构持续改善。企业短贷多增或与化债和企业欠款清偿进程加深有关，企业现金流景气度提升。企业中长贷增加 9100 亿，同比少增 500 亿元，企业中长贷投放稳步好转、逐渐回归 2024 年水平，自 8 月以来有所回暖，但依然低于过去 3 年平均水平。9 月基建开工情况看，水泥、石油沥青开工加速，螺纹钢开工率有所下滑但仍强于 2024 年，Q3 地方债发行强度不减，资金对项目的投放效率逐渐提升。国家发改委表示政策性金融工具即将落地，对四季度企业配套贷款或将有显著拉动效果。

● 社融：政府债供给缓慢退坡，高基数下社融少增

9 月新增社融 35338 亿元，同比少增 2297 亿元，社融增速回落至 8.7%。企业债券融资同比转正，人民币贷款、政府债券在高基数下同比少增。表内人民币贷款新增 16080 亿元，同比少增 3662 亿元。9 月政府债力度可观，超长期特别国债已基本发行完毕，专项债仍有空间。9 月政府债券融资额新增 11886 亿元，同比少增 3471 亿元。政府债券供给下降的速度较为缓慢，但专项债基数偏高导致同比负增。9 月地方债净融资额环比仅减少 936 亿元、同比减少 8000 亿元；国债净融资额环比增加 407 亿元、同比增加 5002 亿元。9 月特别国债和专项债发行的力度并未明显缩减，但截至 9 月底，超长期特别国债已发行 1.23 万亿，完成全年额度的 95%，剩余额度较少；专项债完成全年的 74%，还有一定发行额度。四季度增量政策性金融工具有望拉动信贷放量，社融增速可能先保持当前增速再小幅下降。其他分项方面，企业债券同比多增 2031 亿元，9 月信用债保持净增，同比读数偏高主要受基数影响。股票融资录得 500 亿元，同比多增 372 亿元，股票融资延续改善。未贴现银行承兑汇票同比多增 1923 亿元。

● 广义货币：非银存款由升转降，资金活性持续改善

9 月 M1 增速环比提升 1.2pct 至 7.2%，M2 增速降至 8.4%，M2 增速在高基数上有所下降。存款结构看，财政存款同比多减 6042 亿元，9 月财政支出力度强于 2024 年同期。居民和企业存款分别同比多增 7600 亿、1494 亿元，财政存款向实体进行转移的程度更强。非银存款同比大幅少增，少增 1.97 万亿，结束了持续 2 个月的同比多增。非银存款的超额流出或意味着存款搬家的趋势有所放缓。M1 增速继续回升或源自较低基数和财政支出发力的作用。尽管化债和企业欠款清偿资金发行进入尾声，经历时滞后这部分资金仍持续改善企业现金流。此外，从企业短贷、表外票据数据的强势也可以交叉印证，企业端生产经营的活力正在逐步积聚。M1-M2 剪刀差缩窄至 -1.2%，同样也是资金活性提高的积极信号。当前金融数据月度差异较小，或已进入稳定的调结构期，一是贷款冲量规模逐渐降低，贷款去水分后更能反映实体需求情况；二是化债的影响减弱；三是实体的资金活性在逐渐回暖。但居民、企业中长期融资需求未改善、社会融资需求主要依赖政府融资的问题仍未解决，内生性的改善或仍需政策加码。

● 风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

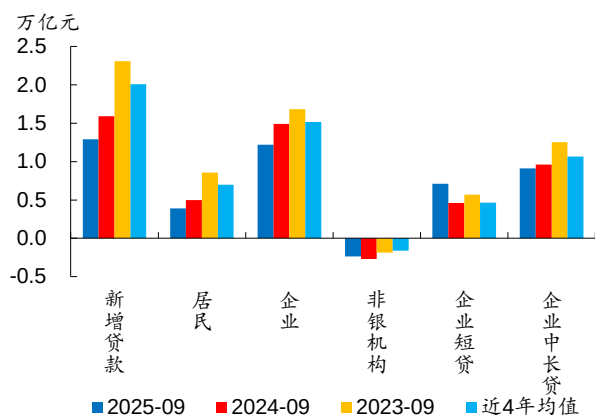
相关研究报告

《PPI 同比转正的可能性——宏观经济点评》-2025.10.15

《贸易链条上的 AI 产业需求线索——宏观经济点评》-2025.10.13

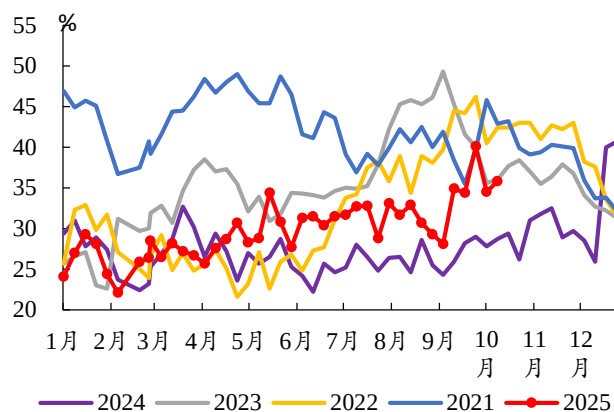
《科学看待当前经济发展态势——宏观周报》-2025.10.12

附图 1：9 月新增信贷偏弱，企业短贷较为强势



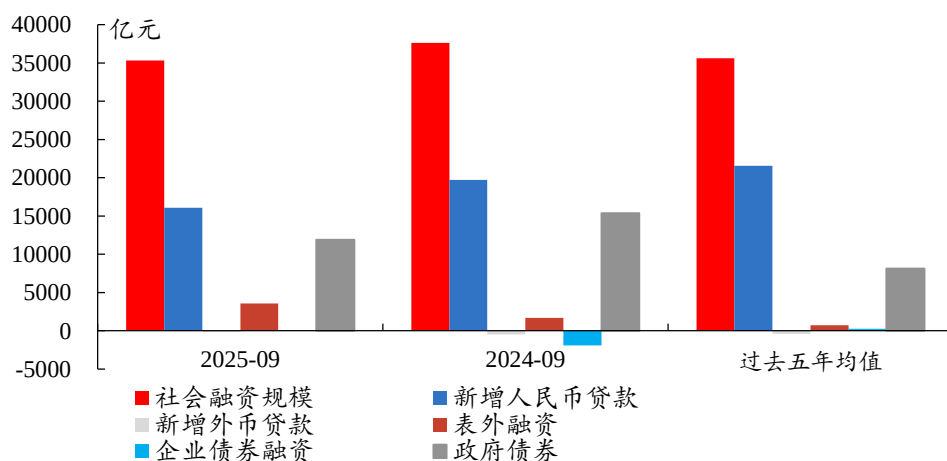
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：9 月石油沥青开工率显著提升



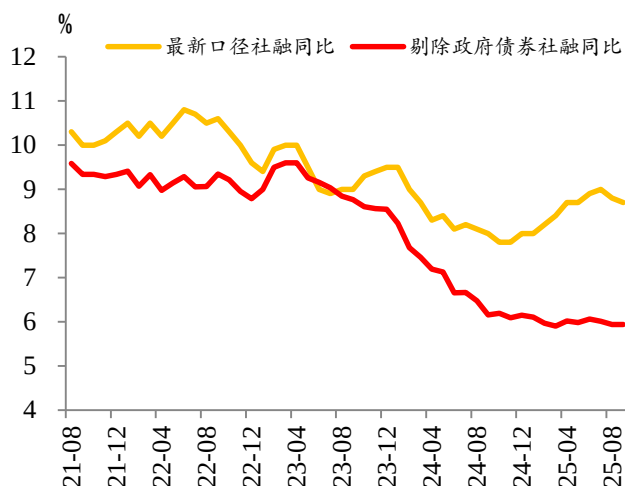
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：9 月社融读数受信贷和政府债券拖累



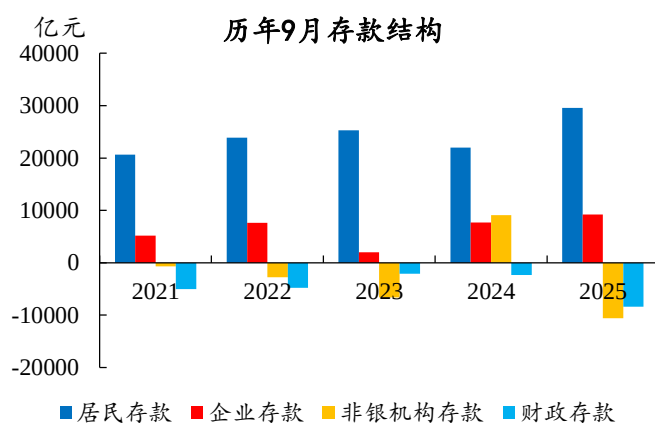
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：社融增速持续回落



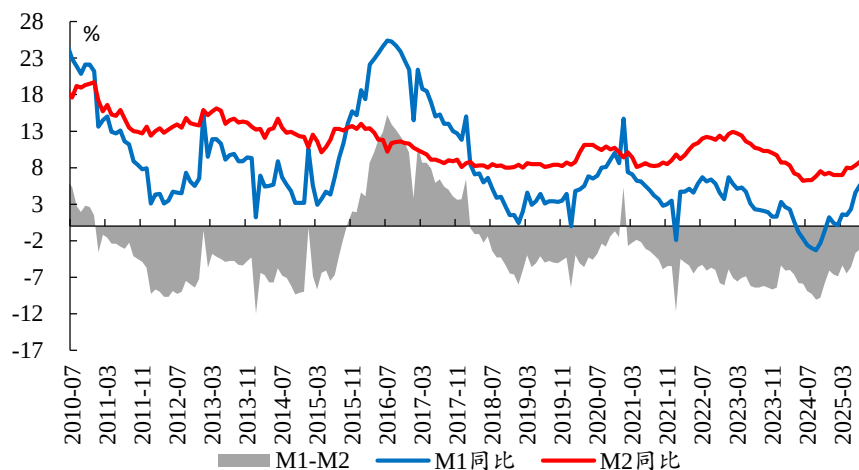
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：9 月财政存款向居民和企业转移幅度提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：M1-M2 负剪刀差缩窄至-1.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn