



2025年10月16日

标配

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

政府融资放缓，存款继续活化

——银行业“量价质”跟踪（十九）

投资要点：



相关研究

- 1.工商银行（601398）：息差降幅收窄，资产质量稳定——公司简评报告
- 2.邮储银行（601658）：非息收入亮眼，储蓄代理费率调整效果显现——公司简评报告
- 3.企业短贷明显改善，存款继续活化——银行业“量价质”跟踪（十八）

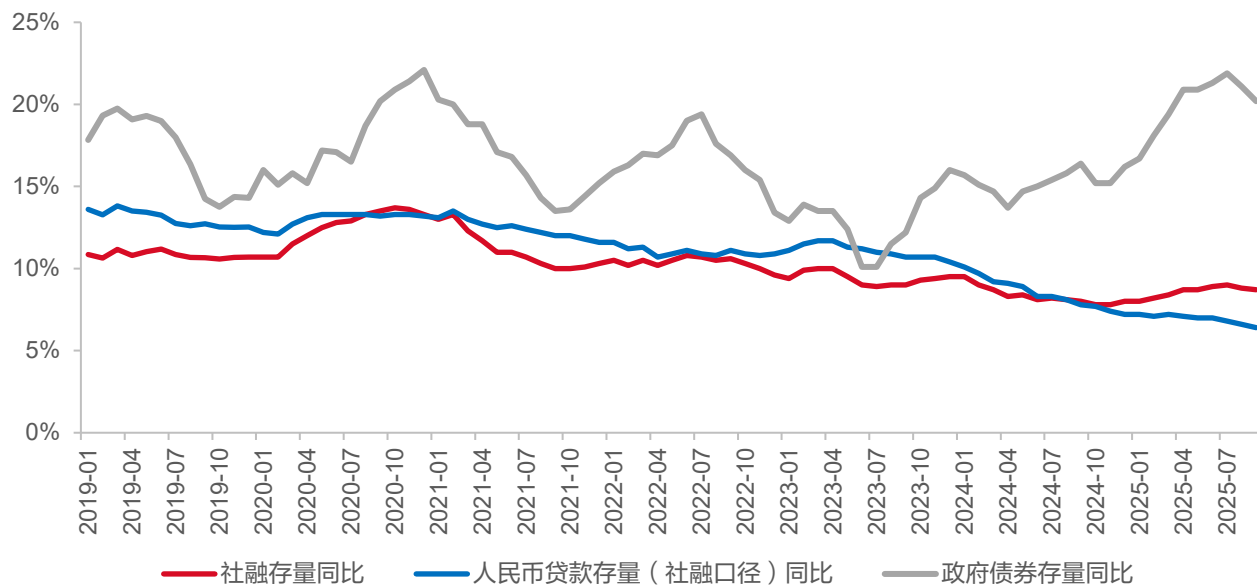
- **事件：**中国人民银行公布9月金融数据。9月末，社会融资规模存量同比增长8.7%（前值8.80%），社融口径人民币贷款同比增长6.4%（前值6.6%），金融机构口径人民币贷款同比增长6.6%（前值6.8%）。M2与M1分别同比增长8.4%与7.2%（前值为8.8%与6.0%），二者剪刀差收窄至年内新低。据《金融时报》报道，9月企业新发放贷款加权平均利率约3.1%（8月为3.1%），个人住房新发放贷款加权平均利率约为3.1%（8月为3.1%），同比分别下降40BPS与25BPs。
- **贷款贴息政策结构性效果有所体现，政府融资放缓。**9月社融口径人民币贷款增加16080亿元，同比少增3662亿元。下半年中，9月属投放放大月，新增信贷弱于季节性反映需求端偏弱。结构上看，企业中长期贷款增加9100亿元，同比少增500亿元，主要是由于实体融资需求偏弱；企业短期贷款增加7100亿元，同比多增2500亿元，或是受到制造业景气度边际回暖、服务业经营贷贴息政策落地以及企业短期融资需求回升的推动；票据贴现减少4026亿元，同比多减4712亿元，或是由于部分银行选择压降票据以满足季末流动性管理要求。由于旺季信贷对债券融资形成一定替代效应，9月企业债券融资季节性回落。居民中长期贷款增加2500亿元，同比多增200亿元，或是受益于消费贷款与经营性贷款贴息政策。居民短期贷款增加1421亿元，同比少增1279亿元，主要反映短期需求偏弱。今年财政靠前发力，9月政府债券发行力度相应放缓，当月新增11886亿元，同比少增3471亿元。
- **信贷更加聚焦于结构优化，关注Q4新型政策性工具对信贷的撬动效应。**预计居民领域仍会向消费、经营倾斜，后续继续关注消费贷、经营贷贴息政策的效果。预计对公领域向小微、科创、资本市场、绿色等领域倾斜，以配合消费、科创、民生等领域的支持性财政、产业政策组合，而部分领域信贷需求或受“反内卷”政策导向的抑制。5000亿元新型政策工具将在Q4密集落地，将用于支持科技创新、新质生产力、消费基础设施等领域。新型政策工具将全部用于补充项目资本金，有望撬动银行配套中长期贷款，改善信贷结构。
- **季末存款季节性回流，结构继续活化。**9月M2与M1分别同比增长8.4%与7.2%，M2较8月高点回落0.4pct，M1较8月末回升1.2pct。结构上来看，新增个人存款与非金融企业存款均高于去年同期，而非银存款弱于去年同期，方向上与7-8月正好相反。这一现象主要有三方面原因造成：一方面，季末资金季节性回流存款；另一方面，9月债市属于调整市，或触发现理财赎回；再者，季末财政支出力度较大，财政资金沉淀为实体存款。M1增速继续改善，一方面是因为去年基数较低，另一方面是由于存款继续活化。存款活化主要包含以下几个原因：汇率预期改变，企业结汇更为积极进而增加活期存款；财政资金下沉后企业活期存款形式留存；理财赎回后，非银定期存款活化为住户活期存款或企业活期存款；中小企业账款周期有所缩短，从而增加企业活期存款。
- **贷款利率稳定，息差压力趋缓。**根据《金融时报》报道，9月企业新发放贷款加权平均利率约3.1%，个人住房新发放贷款加权平均利率约为3.1%，均环比持平，体现了金融反内卷的效果。下半年，货币政策较为克制，在当前利率条件下，预计2025年息差下行压力将明显小于2024年。鉴于价格指数持续偏弱，汇率压力明显减弱，不排除QQ4货币政策进一步宽松。届时若息差压力加大，按照贷存联动规律，存款利率将继续跟进。
- **投资建议：**规模方面，政府融资驱动由强变弱，关注Q4新型政策性工具对信贷的撬动效果。政策利率总体上对息差较为友好，预计2025年息差下行压力将明显小于2024年。现阶段银行业零售资产风险拐点有待进一步确认，但参照此前制造业、对公房地产业不良周期

的演进路径，预计整体资产质量依然稳定。Q3市场风险偏好回升，银行板块调整明显，当前板块股息优势再度体现，建议关注板块修复机会。

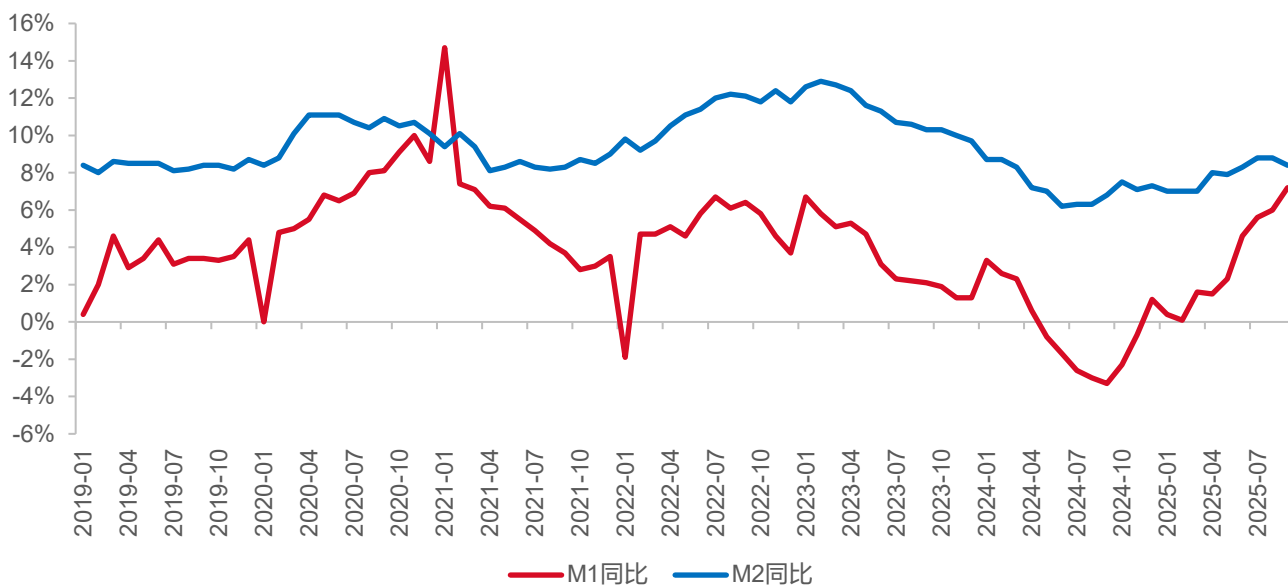
- 风险提示：制造业贷款、经营性贷款风险快速上升；债市大幅调整导致中小银行投资收益明显承压。

图表目录

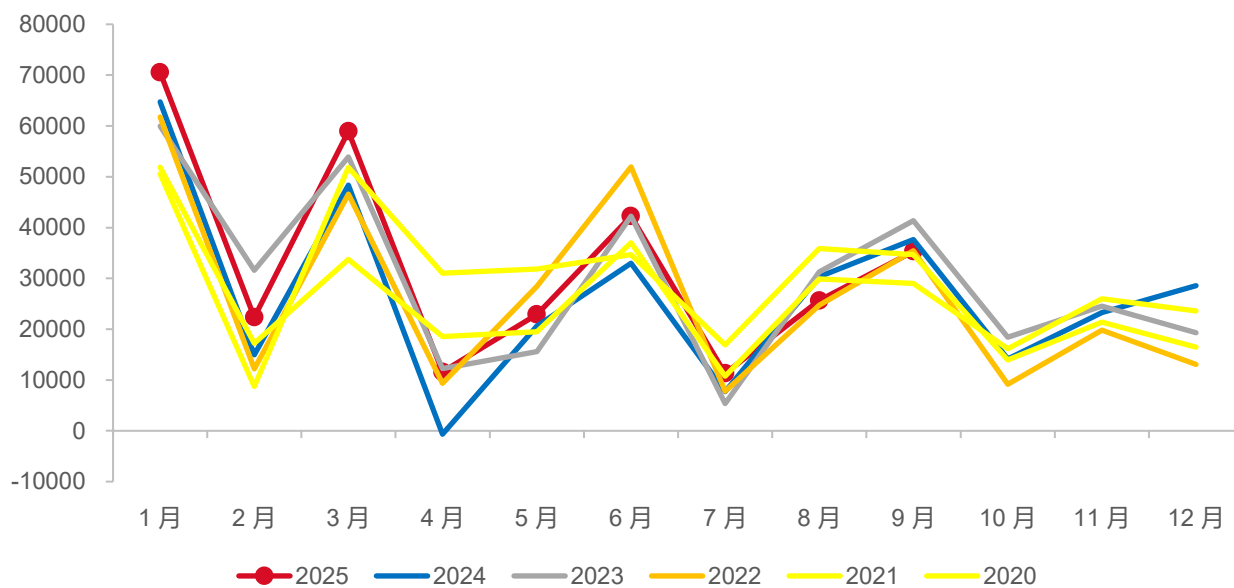
图 1 社会融资规模存量同比增速	4
图 2 M1 与 M2 同比增速	4
图 3 各月新增社会融资规模，单位：亿元	5
图 4 各月新增人民币贷款（社融），单位：亿元	5
图 5 各月新增企（事）业单位贷款，单位：亿元	6
图 6 各月新增居民贷款，单位：亿元	6
图 7 各月新增政府债券，单位：亿元	7
图 8 各月新增非金融企业存款，单位：亿元	7
图 9 各月新增居民存款，单位：亿元	8
图 10 各月新增非银行金融机构存款，单位：亿元	8

图1 社会融资规模存量同比增速

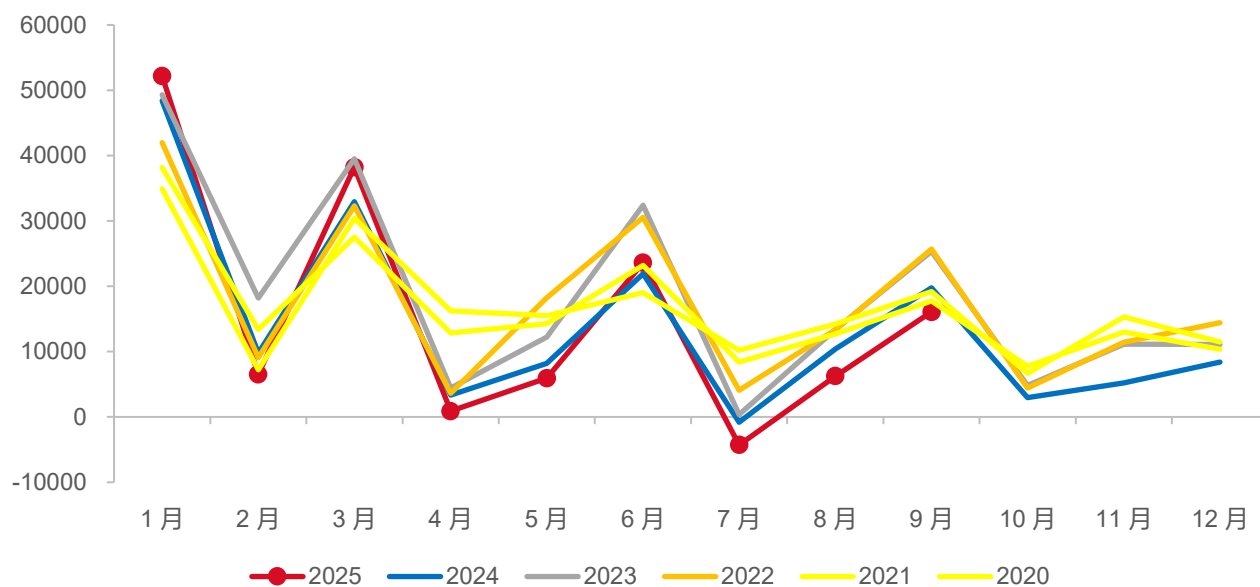
资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 M1 与 M2 同比增速

资料来源：Wind，东海证券研究所

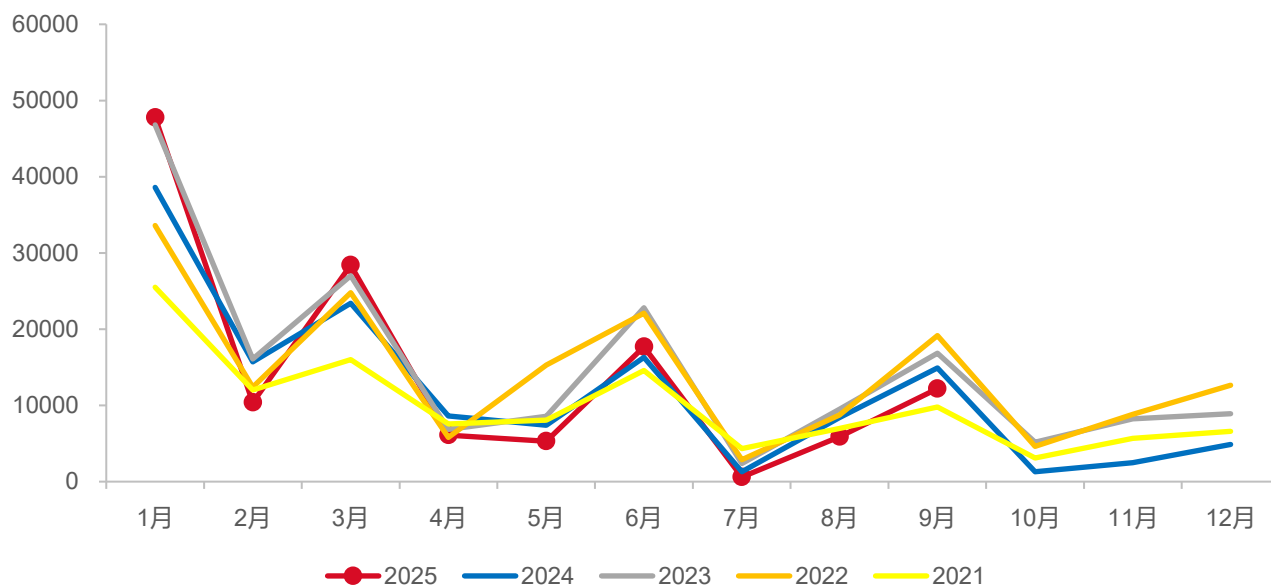
图3 各月新增社会融资规模，单位：亿元

资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 各月新增人民币贷款（社融），单位：亿元

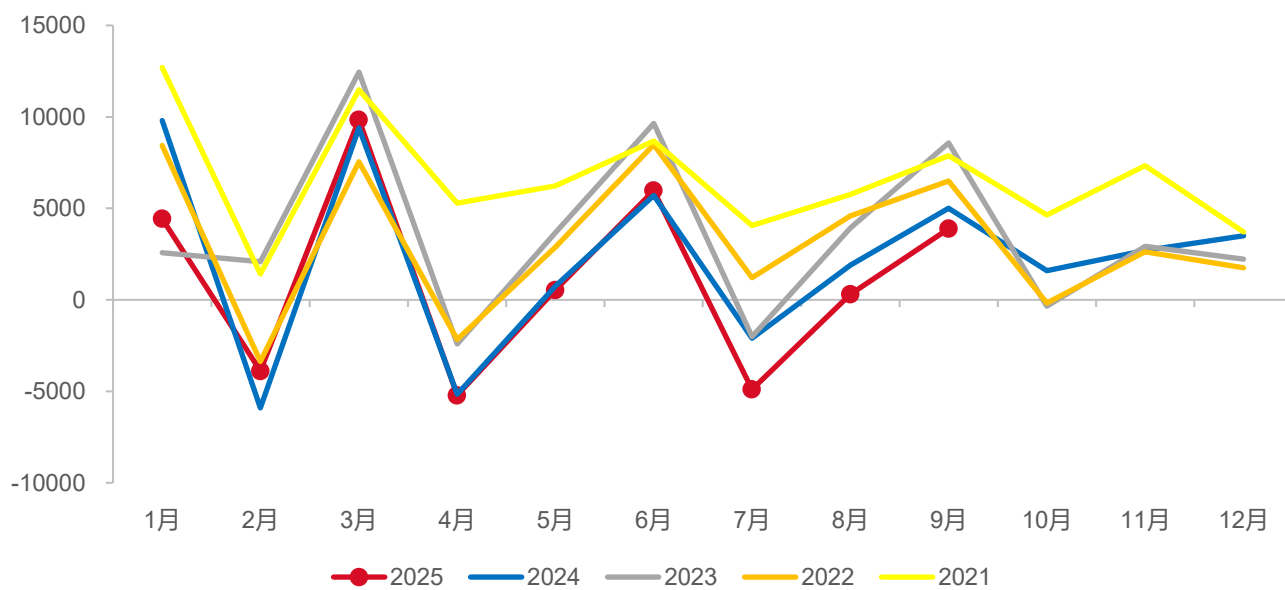
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 各月新增企（事）业单位贷款，单位：亿元



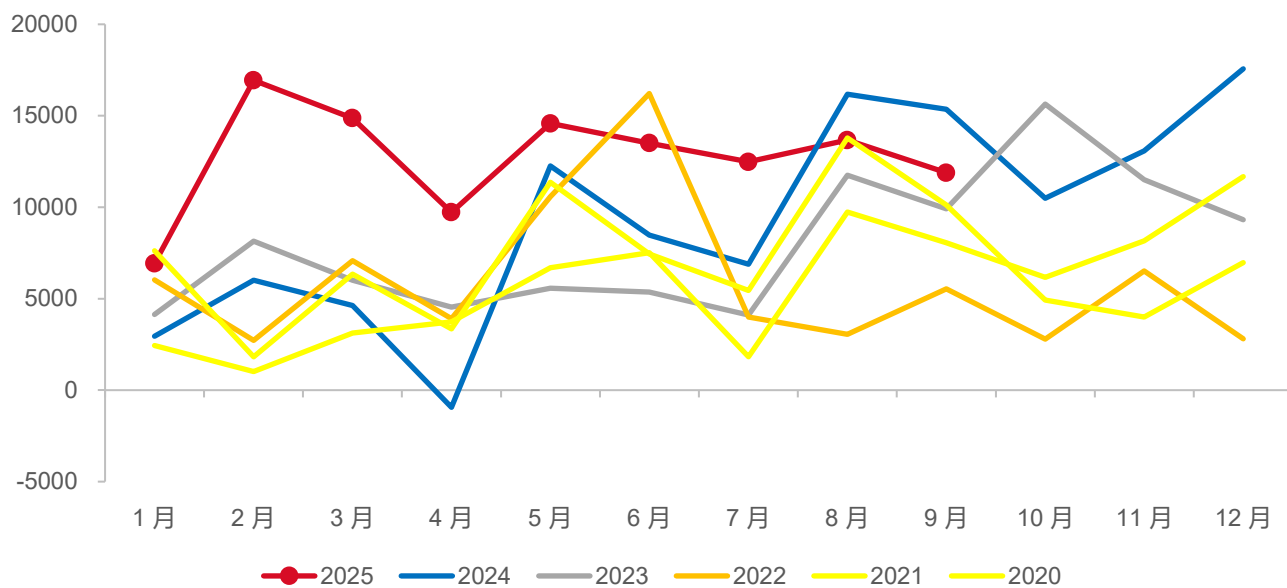
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 各月新增居民贷款，单位：亿元



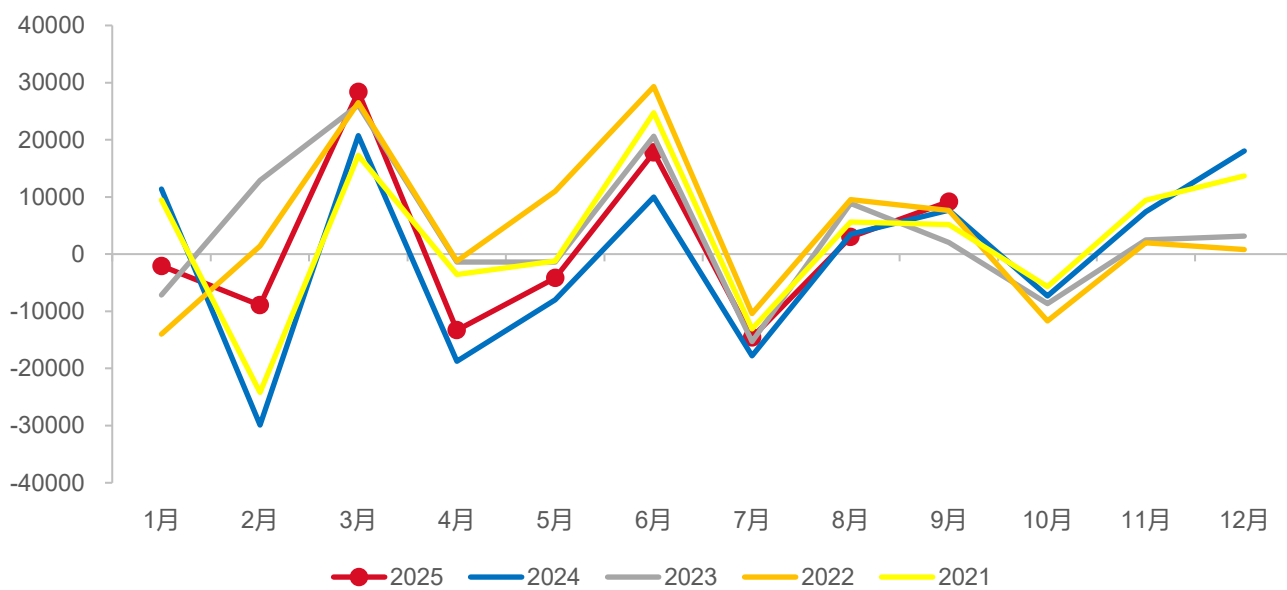
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 各月新增政府债券，单位：亿元



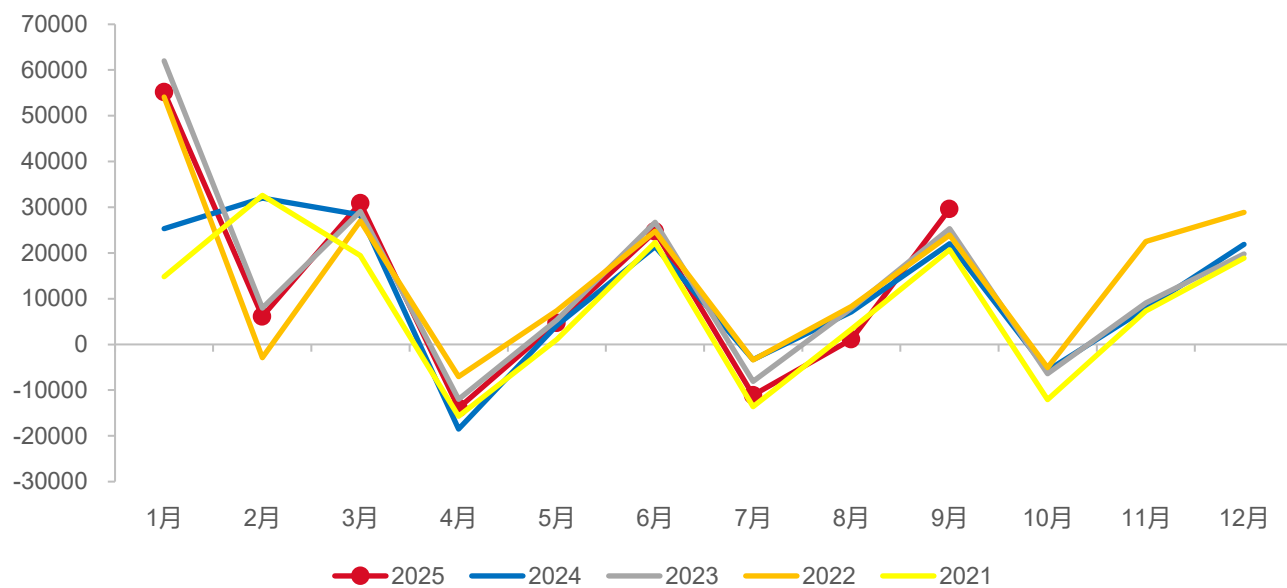
资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 各月新增非金融企业存款，单位：亿元



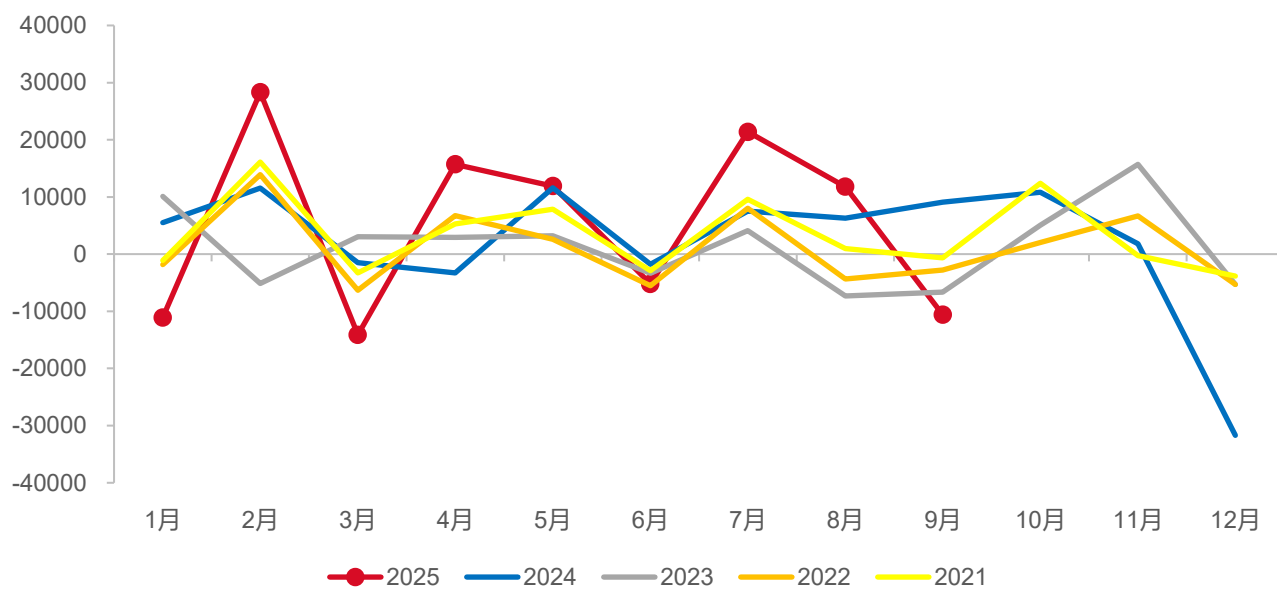
资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 各月新增居民存款，单位：亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所

图10 各月新增非银行金融机构存款，单位：亿元



资料来源：Wind，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089