

9月金融数据解读

社融承压，结构现暖意

◆ 经济研究 · 宏观快评

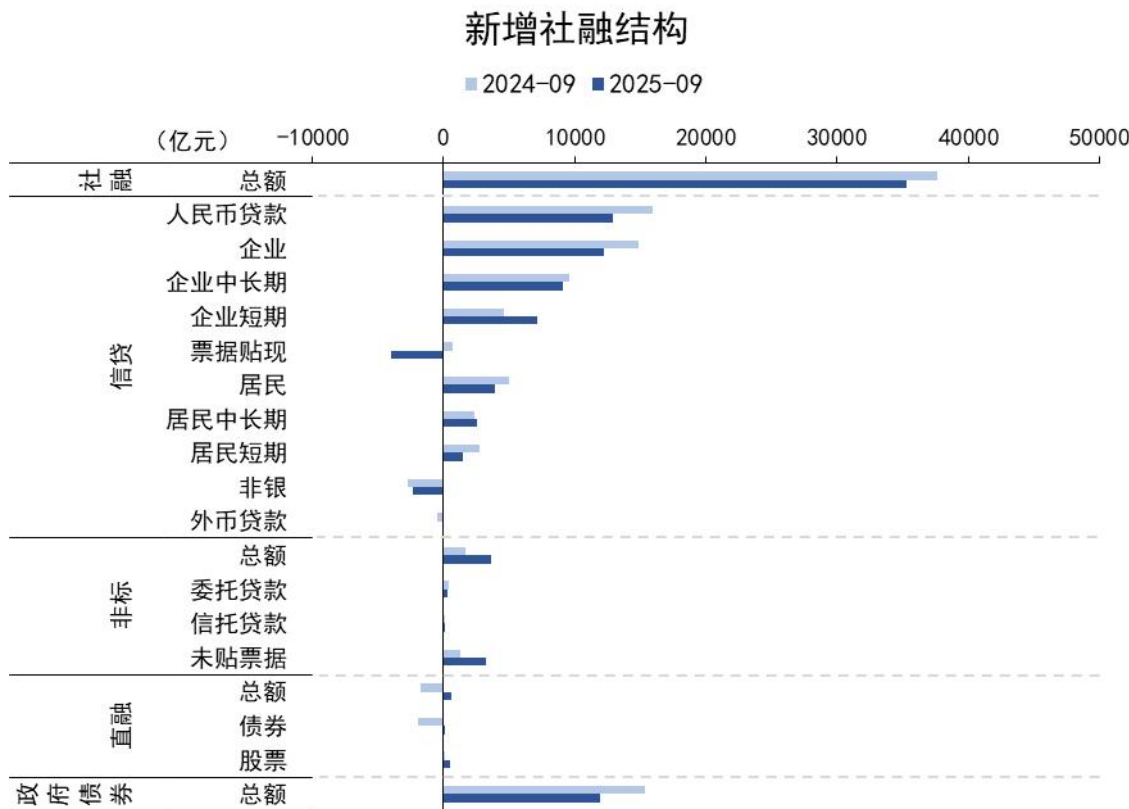
证券分析师：李智能 0755-22940456 lizn@guosen.com.cn 执证编码：S0980516060001
 证券分析师：田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980524090003

事项：

9月我国新增社融3.53万亿元（预期3.27万亿元），新增人民币贷款1.29万亿元（预期1.39万亿元），M2同比增长8.4%（预期8.5%）。

评论：

图1：金融数据分项一览



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

结论：9月金融数据呈现“总量承压、结构优化”的特征。社融增速进一步回落至8.7%，环比增加9670亿元基本符合季节性表现，但同比少增2297亿元，反映融资需求整体仍偏弱。结构上，企业信贷结构持续改善，居民中长贷初现暖意。9月票据融资同比少增4712亿元，而企业短贷同比多增2500亿元，显示虚增“水分”被挤压，实体经济流动性需求保持稳定；居民中长贷同比多增200亿元，与近期房地产政策优化效果逐步显现相呼应。此外，9月金融数据还显示货币活化程度提升，财政支出明显提速。M1同比增速明显上升1.2个百分点至7.2%。居民和企业存款同比多增，而非银存款同比少增1.97万亿元，显示资

金从金融市场向实体回流。同时财政存款同比少增 6042 亿元，表明政府支出节奏加快，正积极发挥托底作用。

后续需重点关注：1、财政政策是否继续保持支出强度，加快形成实物工作量，可关注新型政策性金融工具的发力效果；2、房地产“金九银十”销售成色能否巩固信贷回暖势头。实际上，外部环境不确定性与内部价格水平偏低仍将制约企业资本开支意愿。预计四季度货币政策将保持宽松基调，重点推动“宽货币”向“宽信用”传导，财政政策则着力于弥补总需求不足。随着政策效能持续释放，金融数据有望在当前水平上企稳并实现温和修复。

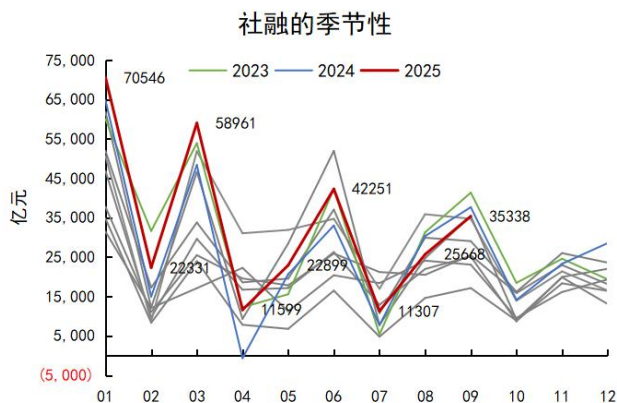
具体看，9 月数据的几个主要特征：

9 月社融回升斜率与最近三年同期水平平均值相差不大，表现中规中矩。与过去三年同期绝对金额比较，今年 9 月社融处于偏低水平；从同比角度看，去年同期政府债券环比减少幅度较小拉高基数，因此本月社融增速继续回落至 8.7%。相较去年同期，9 月社融同比少增 2297 亿元，各科目对同比增量的贡献排名如下：政府（贡献-138.3%）、信贷（贡献-131.9%）、直融（贡献 95.7%）和非标（贡献 74.5%）。

9 月信贷数据环比明显反弹但同比表现仍然偏弱，企业端结构进一步改善。宽口径下（非社融），当月新增信贷为 1.29 万亿元，同比少增 3000 亿元；社融口径下，人民币+外币贷款新增 1.60 万亿元，同比少增 3311 亿元。

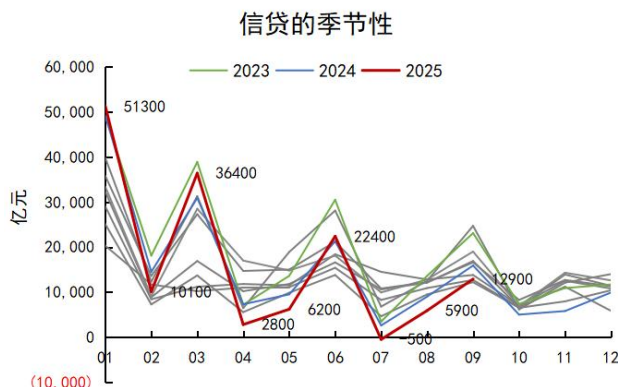
当月存款增加 2.21 万亿元，M2 同比增速回落至 8.4%。从结构看，居民、企业存款增加，财政、非银存款明显减少。同比看，居民、企业存款多增，财政、非银存款明显少增。与此同时，M1 同比增速较 8 月继续提升（上升 1.2pct 至 7.2%），上升幅度明显大于去年同期的低基数效应（去年 9 月较 8 月回落 0.3pct），显示资金活性有所增强，这一方面与股票市场行情盘整背景下居民非银存款转出变成活期存款有关，另一方面也与房地产边际回暖以及政府支出加快有关。

图2：9 月新增社融延续季节性回升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：9 月新增信贷延续季节性回升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 解读

社融：同比增速继续回落

9 月社融回升斜率与最近三年同期水平平均值相差不大，表现中规中矩。9 月是社融回升月份，过去三年同期环比平均增加 9353 亿元，今年 9 月社融环比增加 9670 亿元，与历史均值相差不大。其中信贷环比增加 9789 亿元（历史平均增加 1.12 万亿元），非标环比增加 1421 亿元（历史平均减少 256 亿元），政府债券环比减少 1786 亿元（历史平均减少 57 亿元），直融环比减少 1189 亿元（历史平均减少 2626 亿元）。与过去三年同期绝对金额比较，今年 9 月社融处于偏低水平；从同比角度看，去年同期政府债券环比减少幅度较小拉高基数，因此本月社融增速继续回落至 8.7%。相较去年同期，9 月社融同比少增 2297 亿元，各科目

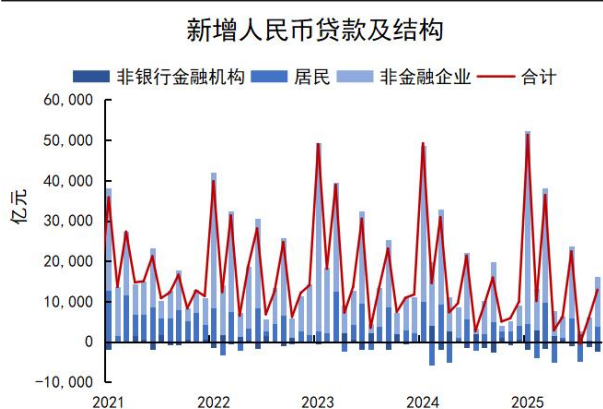
对同比增量的贡献排名如下：政府（贡献-138.3%）、信贷（贡献-131.9%）、直融（贡献95.7%）和非标（贡献74.5%）¹。

人民币贷款

9月信贷数据环比明显反弹但同比表现仍然偏弱，企业端结构进一步改善。宽口径下（非社融），当月新增信贷为1.29万亿元，同比少增3000亿元；社融口径下，人民币+外币贷款新增1.60万亿元，同比少增3311亿元。

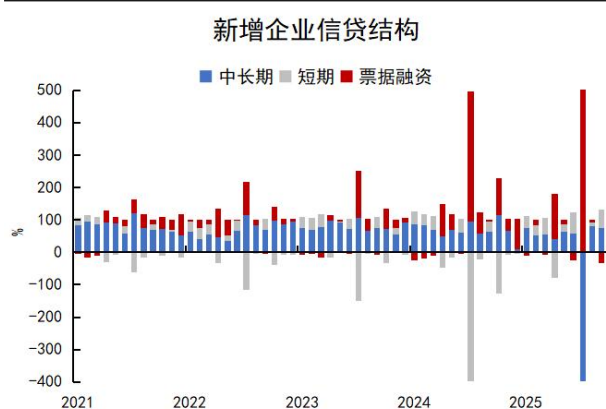
9月企业贷款环比继续上升但同比延续少增，结构进一步改善。当月非金融企业贷款新增1.22万亿元，同比少增2700亿元。结构上，中长贷同比略微少增，短贷同比多增，票据同比明显少增。中长贷当月增加9100亿元（同比-500亿元）；短贷增加7100亿元（同比+2500亿元），票据减少4026亿元（同比-4712亿元）。

图4：9月新增贷款季节性回升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

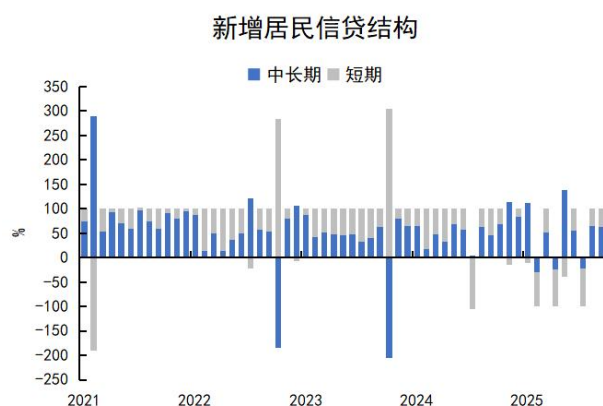
图5：9月票据贴现环比明显负增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

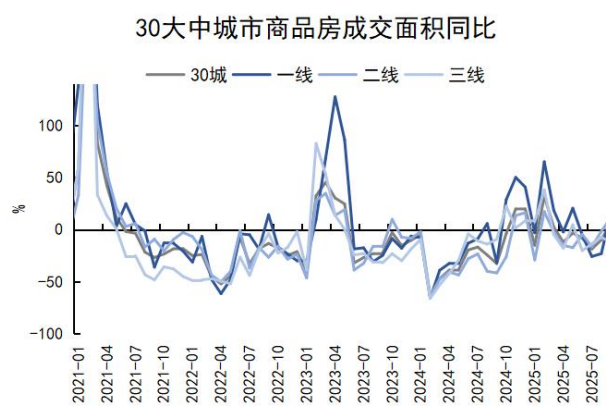
新增居民贷款环比继续回升但同比延续少增，其中中长贷转为同比多增。当月新增居民贷款3890亿元，同比少增1110亿元，显示居民消费和购房需求进一步回暖但仍偏弱。具体看，短贷增加1421亿元，同比少增1279亿元，提示9月居民消费同比数据或仍偏弱。9月居民中长贷增加2500亿元，同比多增200亿元，与地产景气度略有改善相印证。

图6：9月居民短贷和中长贷继续回升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：9月楼市销售面积同比由负转正



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

¹ ABS 和贷款核销两项尚未公布。

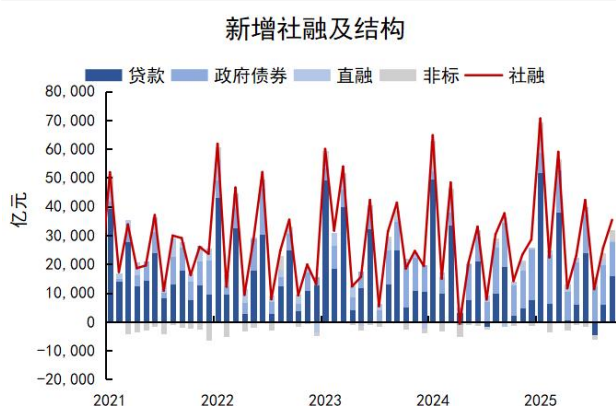
非标、直接融资与政府债券

政府融资延续万亿以上新增量，构成本月社融增量的主要来源之一。受特别国债和地方政府专项债发行带动，当月新增政府债融资 1.19 万亿元，是本月社融增量的主要来源之一，但受高基数影响较去年同期少增 3471 亿元。

表外融资进一步扩张。当月表外三项融资合计扩张 3579 亿元，同比多增 1869 亿元。其中，未贴现银行承兑汇票增加 3235 亿元（同比+1923 亿元）；信托贷款增加 62 亿元（同比+56 亿元），委托贷款减少 282 亿元（同比-110 亿元）。

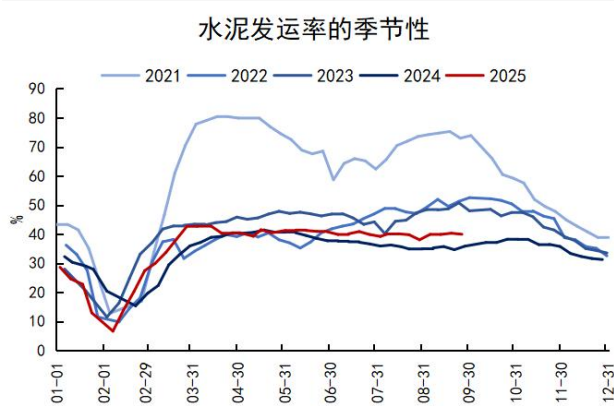
9 月企业直接融资同比明显多增。当月新增企业直接融资 605 亿元，同比多增 2403 亿元。结构上，信用债新增融资 105 亿元，同比多增 2031 亿元。同时，股票融资继续扩张，新增 500 亿元，同比多增 372 亿元。

图8：政府融资仍构成本月社融增量的主要来源之一



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

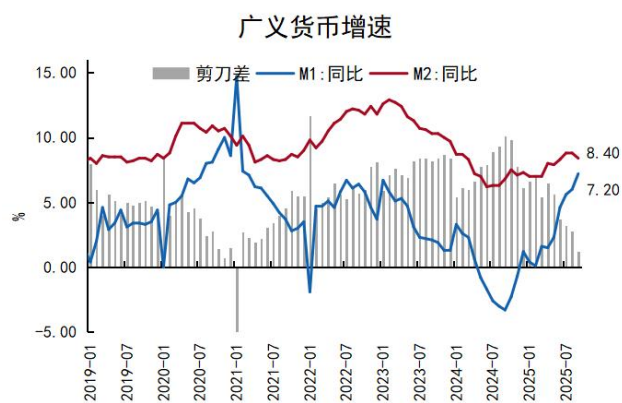
图9：9 月水泥发运率小幅回升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

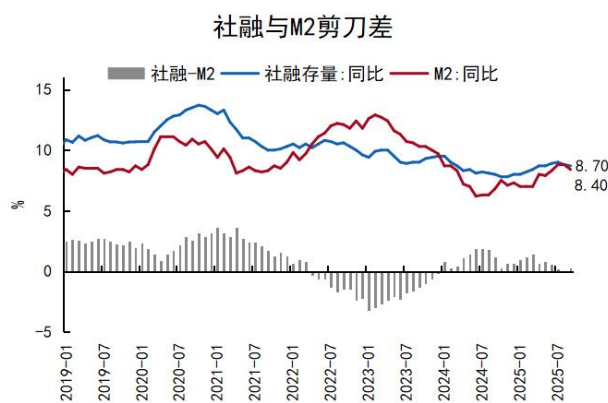
货币：M2-M1 剪刀差继续收窄

图10：M2-M1 剪刀差继续收窄



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：社融-M2 剪刀差有所走阔



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

当月存款增加 2.21 万亿元，M2 同比增速回落至 8.4%。从结构看，居民、企业存款增加，财政、非银存款明显减少。同比看，居民、企业存款多增，财政、非银存款明显少增。当月居民存款增加 2.96 万亿元，同比多增 7600 亿元；企业存款增加 9194 亿元，同比多增 1494 亿元；新增非银存款-1.06 万亿元，同比少增 1.97 万亿元，显示股票市场行情盘整背景下居民存款从非银中转出；新增财政存款-8400 亿元，同比少

增 6042 亿元，显示 9 月政府支出明显加快。

与此同时，M1 同比增速较 8 月继续提升（上升 1.2pct 至 7.2%），上升幅度明显大于去年同期的低基数效应（去年 9 月较 8 月回落 0.3pct），一方面与股票市场行情盘整背景下居民非银存款转出变成活期存款有关，另一方面也与房地产边际回暖以及政府支出加快有关。M2-M1 增速剪刀差收窄 1.6pct 至 1.2%，社融-M2 走阔 0.3pct 至 0.3%。

◆ 风险提示

海外市场波动，海外经济进入衰退。

相关研究报告：

《通胀数据快评-PPI 环比连续两个月为 0》——2025-10-15

《9 月进出口数据点评-硝烟再起，外贸逆势突围》——2025-10-15

《近期黄金大涨快评-黄金牛市：长期逻辑、短期触发与未来展望》——2025-10-08

《9 月 PMI 数据解读-“秋旺”如期而至》——2025-10-01

《美国 9 月 FOMC 会议点评-两难中的“中庸之道”》——2025-09-21

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032