

宏观点评 20251015

直接融资回暖、存款继续活化

——2025 年 9 月金融数据点评

2025 年 10 月 15 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 王洋

执业证书：S0600524120012

wangyang@dwzq.com.cn

事件

■ 2025 年 10 月 15 日，人民银行发布 2025 年 9 月金融统计数据：

(1) 社会融资规模：2025 年 9 月新增社融 3.53 万亿，同比少增 2,297 亿元，略低于季节性表现（近三年同期均值 3.81 万亿），截至 9 月末社融存量增速环比回落 0.1 个百分点至 8.7%。从社融分项来看，人民币贷款和政府债融资同比少增拖累社融，企业票据融资和债券融资继续回暖：社融口径人民币贷款增加 1.61 万亿元，同比少增 3,662 亿元；政府债券融资新增 1.19 万亿，同比少增 3,471 亿元；企业债券融资新增 105 亿元，同比多增 2,031 亿元；三项“表外融资”合计新增 3,579 亿，同比多增 1,869 亿元，其中委托贷款继续收缩，但企业发行的未贴现票据融资增加 3,235 亿元，同比多增 1,923 亿元；股票融资新增 500 亿元，同比多增 372 亿元，连续 7 个月同比多增。

(2) 贷款投放：2025 年 9 月金融机构口径人民币贷款增加 1.29 万亿元，较去年同期同比少增 3,000 亿元，低于季节性表现（近三年同期均值 2.12 万亿元）。截至 2025 年 9 月末，金融机构人民币贷款余额同比增速下滑 0.2 个百分点至 6.60%。

(3) 货币供应：截至 2025 年 9 月末，M1 同比 7.2%（新口径，包括居民活期存款），较上月回升 1.2 个百分点；M2 增速同比 8.4%，较上月回落 0.4 个百分点；M2-M1 剪刀差收窄至 1.2%（前值为 2.8%）。从存款来看，9 月人民币存款新增 2.21 万亿，同比少增 1.53 万亿元，其中财政存款减少 8,400 亿元，同比多减 6,042 亿元；9 月份非银存款减少 1.06 万亿，同比少增 1.97 万亿；9 月居民部门存款增加 2.96 万亿，同比多增 7,600 亿元；企业部门存款增加 9,194 亿元，同比多增 1,494 亿元。

观点

■ **总量：关注政府债如何前置发行使用。**近三年 9 月份，社会融资规模平均增加 3.81 万亿，2025 年 9 月新增社融略低于季节性，由于今年政府债融资节奏上与去年形成错位，随着今年安排的政府债融资度过发行高峰，8 月至 9 月社融增速下降符合预期，剔除政府债融资后的存量社会融资增速则为 5.94%，与上个月持平。

■ **社融结构持续优化，体现出直接融资回暖的特征：**尽管人民币贷款和政府债融资同比少增拖累社融，但企业票据融资和债券融资继续回暖：企业债券融资新增 105 亿元，同比多增 2,031 亿元，信用债发行节奏继续保持平稳；股票融资新增 500 亿元，同比多增 372 亿元，连续 7 个月同比多增，表明在股市活跃度升温的推动下，企业 IPO 与定增需求也在释放。在表外融资方面，委托贷款继续收缩显示与地产、城投相关的融资继续收缩，而未贴现银行承兑汇票融资增加 3,235 亿元，同比多增 1,923 亿元，显示表内贴现继续较高的强度，票据市场继续呈现供不应求的特征。直接融资回暖推动融资结构正在向多元化方面优化发展，截至 2025 年 9 月末，今年以来政府债、企业债和股票融资三者占新增社融的比例达到 44.36%，比去年同期高 9.52 个百分点；企业债和股票融资两项占新增社融的比例则为 6.27%，比去年同期偏低 0.58 个百分点，但随着股票市场持续回暖和企业主动融资需求复苏，私人部门直接融资占比仍有继续抬升的空间。

■ **结构：关注政策性金融工具落地。**展开贷款分项来看，9 月份居民部门短期贷款增加 1,421 亿元，同比少增 1,279 亿元，由于 9 月份个人消费

相关研究

《每周宏观经济和资产配置研判——20251013》

2025-10-14

《逆周期调控的增量举措渐行渐近》

2025-10-12

贷贴息和服务业经营主体贷款贴息政策开始实施，对撬动消费贷款需求发挥了一定作用；居民中长期贷款增加 2,500 亿，同比多增 200 亿元，反映出 9 月份在北上深等一线城市调整住房限购政策之后，居民按揭贷款也随地产成交量回升而出现回暖，但其持续性仍有待观察。9 月份企业短期贷款增加 7,100 亿，同比多增 2,500 亿元，相比过去 3 年企业短期贷款季节性新增 5,617 亿元的水平，企业短期融资需求延续复苏；9 月票据融资减少 4,026 亿，不仅同比多减 4,712 亿元，而且减少幅度超出过去 3 年季节性水平-547 亿元，表明银行在季末月“票据冲量”的诉求下降；9 月份企业中长期贷款新增 9,100 亿，同比少增 500 亿，略低于过去 3 年季节性新增 1.19 万亿的水平，表明尽管“化债”对贷款读数的影响减弱，但是有效融资需求不足依旧制约中长期贷款增量，随着四季度 5,000 亿元左右政策性金融工具落地、相关项目带动配套融资回升，或阶段性改善年内企业中长期贷款读数。

■ **货币：非银存款对一般存款的分流作用下降。**9 月末 M1 同比 7.2%（新口径，包括居民活期存款），9 月份 M1 单月增加 1.92 万亿元，相比去年同期多增 1.35 万亿元，主要有两点原因：一是 9 月份财政“多支少收”，财政资金继续向居民和企业部门转移；二是由于三季度股市持续回暖，居民部门交易性需求增加，存款进一步活化。但由于 2024 年“924”造成 M2 较高的基数，今年 9 月份 M2 增速合理回落。

■ **映射至存款端**，9 月份在新增 2.21 万亿的人民币存款结构中，财政存款减少 8,400 亿元，同比多减 6,042 亿元，在剔除政府债券融资之后，财政存款减少 2.03 万亿元，但私人部门存款多增，表明一方面 8 月至 9 月财政支出持续保持较高的支出强度，财政资金继续加快向私人部门转移，推动存款活化；另一方面，季末月非银存款对一般存款的分流作用下降，但预计四季度初一般存款或再度转化为非银存款。

■ **四季度财政政策和货币政策等方面的增量举措或推动融资需求回暖：**

（1）财政政策方面，9 月中旬财政部已经表示“提前下达部分 2026 年新增地方政府债务限额，靠前使用化债额度”，或意味着部分 2026 年的“化债”资金以及限额以内地方政府债可提前至四季度发行使用，若四季度政府债发行力度抬升，或可对冲年内社融增速下滑的压力；（2）为协同财政政策及稳定四季度经济增长，货币政策或继续保持适度宽松基调，买断式逆回购和 MLF 等短中期流动性或继续超量投放，降准降息也取决于对四季度经济形势的综合研判；（3）政策性金融工具落地，撬动相关项目配套融资。总体上看，至年末社融和贷款增速或继续保持适度增长的态势，融资结构继续向直接融资倾斜。

■ **风险提示：**海外关税政策等风险冲击；一揽子增量政策的宽松效应尚在传导；人民币资产预期回报率低于市场预期。

图1：2025 年 9 月金融统计数据概览

指标（当月值，亿元、%）		9 月同比多增	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2024-09
社会融资规模	规模总量	-2297	35338	25668	11307	42251	22899	37635
	表内业务（本外币贷款）	-3311	15951	6162	-4383	23925	6057	19262
	表外业务	1869	3579	2158	-1666	-1484	-1157	1710
	贷款类（委贷、信托）	-54	344	185	-28	416	7	398
	未贴现承兑汇票	1923	3235	1973	-1638	-1900	-1164	1312
	直接融资	-1068	12491	15466	15735	16133	16233	13559
	政府债券	-3471	11886	13672	12482	13508	14585	15357
	企业债券	2031	105	1338	2748	2422	1496	-1926
	股票融资	372	500	456	505	203	152	128
	其他项目	535	827	559	2367	728	315	292
	贷款总量	-3000	12900	5900	-500	22400	6200	15900
人民币贷款	居民部门	-1110	3890	303	-4893	5976	540	5000
	短期贷款	-1279	1421	105	-3827	2621	-208	2700
	中长期贷款	200	2500	200	-1100	3353	746	2300
	企业部门	-2700	12200	5900	600	17700	5300	14900
	短期贷款	2500	7100	700	-5500	11600	1100	4600
	中长期贷款	-500	9100	4700	-2600	10100	3300	9600
	票据融资	-4712	-4026	531	8711	-4109	746	686
货币供给	M1 同比	-	7.2	6.0	5.6	4.6	2.3	-3.3
	M2 同比	-	8.4	8.8	8.8	8.3	7.9	6.8

数据来源：Wind、东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>