

9 月贷款继续“降速提质”，政府债券融资恢复同比多增

——2026 年 9 月金融数据点评

王青 冯琳

事件：2026 年 10 月 14 日，央行公布的数据显示，2026 年 9 月新增人民币贷款 10800 亿，同比少增 2100 亿；9 月新增社会融资规模为 35491 亿，同比多增 192 亿；9 月末，广义货币 (M2) 同比增长 7.2%，增速较上月末低 0.3 个百分点；狭义货币 (M1) 同比增长 3.2%，增速较上月末低 0.9 个百分点。

基本观点：

总的来看，9 月贷款继续“减速提质”，主因企业融资需求不足与居民部门持续降杠杆，但投向结构持续优化，金融“五篇大文章”领域贷款保持高增，有力支撑经济结构向新向优。社融方面，9 月政府债券融资大幅多增，带动社融恢复同比多增，直接融资渠道重要性上升。9 月末 M2 增速下行，主要源于当月新增贷款规模较低，拖累存款派生；另外，当月政府债券融资规模大幅上升，带动财政存款同比少减，也会在短期内压低 M2 增速。当前 M2 增速仍然明显高于名义 GDP 增速，显示货币政策保持支持性立场；9 月末 M1 增速出现较大幅度放缓，除上年同期基数偏高，房地产市场持续调整，以及企业和居民投资、消费动能有待进一步提振外，还可能与近期拖欠企业账款规模再度较快上升有关。当前 M1 增速偏低，与 M2 增速之间存在明显的“剪刀差”，背后是内需偏弱背景下，宽货币向宽信用传导不畅。

展望未来，9 月 29 日央行调整若干结构性货币政策工具，加大对基建投资、科技融资和中小微企业融资的支持力度，加之年底前出口有望保持 30% 左右的高增速，我们预计短期内动用降息降准等总量型货币政策工具的可能性下降。我们判断，短期内央行将主要通过对买断式逆回购、MLF 等在内的中期流动性工具开展加量续作，支持政府债券发行和银行配套信贷投放。这是当前货币政策加大逆周期调节力度的一个重要发力点。总体上看，年底前贷款“减速提质”过程还会延续，政府债券融资规模上升将推动社融持续同比多增。

具体来看：

一、9月贷款继续“减速提质”，主因企业融资需求不足与居民部门持续降杠杆，但投向结构持续优化，金融“五篇大文章”领域贷款保持高增，有力支撑经济结构向新向优。

9月新增人民币贷款1.08万亿，环比季节性多增1.02万亿，但同比少增2100亿，贷款总量表现依然较弱。受同比少增影响，9月末各项贷款余额同比增速较上月末放缓0.1个百分点至4.8%，续创有数据记录以来最低水平。

从分项来看，9月新增企业贷款1.29万亿，同比多增700亿，总量有所改善但结构上呈现票据冲量的特征。9月票据融资同比大幅少减3526亿，是当月企业贷款同比多增的主要拉动项；而在票据替代效应下，当月企业短贷同比少增2500亿。9月企业中长期贷款同比延续少增，但少增幅度已由上月的1500亿收窄至200亿，边际改善明显。

当前企业中长期贷款偏弱，一方面符合新旧动能转换加速推进的趋势——新动能融资密度较低，对信贷资金的依赖度小于旧动能；另一方面，也因当前市场需求偏弱，企业投资扩产意愿相对不足，中长期贷款需求相应减弱。此外，企业中长期贷款还受到以下阶段性因素拖累：一是银行在2020-2023年显著加大信贷投放力度以支持企业纾困，其中中长期贷款占比相对较高，今年迎来到期高峰；二是企业债券发行利率下行推动融资结构“以债替贷”。我们判断，9月企业中长期贷款同比少增幅度明显收窄，主要源于当月政府债券供给增加、政策性金融工具加速投放，对配套贷款的撬动作用开始显现。

居民贷款方面，9月新增居民贷款为0，同比大幅少增3890亿，其中，居民短贷同比多减2321亿，居民中长期贷款恢复正增，但同比仍少增1626亿。这表明，当前居民部门仍处在降杠杆以修复资产负债表的过程中，这主要受房地产市场持续调整影响，同时，居民消费意愿不足、个体经营活动复苏乏力等也在抑制居民贷款需求。

总体来看，9月新增信贷总量依然偏弱，但贷款增长已难以完整反映融资增长全貌，背后是伴随当前经济加速转型，融资结构正经历深层次调整，直接融资重要性上升，贷款“降速提质”渐成常态。从投向上看，当前银行体系正顺应经济转型趋势，推动信贷资源更多流向科技创新、绿色转型等新动能领域。今年以来，金融“五篇大文章”领域贷款保持两位数快速增长，增量占各项贷款增量的比重已提高至70%以上；9月末普惠小微贷款余额、不含房地产业的服务业中长期贷款余额同比分别增长6.7%和9.2%，均高于全部贷款增速，信贷投放结构持续向新向优。从利率上看，9月企业新发放贷款加权平均利率略低于3%，

同比低约 0.2 个百分点；个人住房新发放贷款加权平均利率约 3.1%，与上年同期基本持平。贷款利率继续保持低位运行，反映信贷资金供给较为充裕，正持续助力实体经济降本增效。

二、9 月政府债券融资多增带动社融恢复同比多增，直接融资渠道重要性上升。

9 月新增社融 3.55 万亿，环比多增 1.89 万亿，同比多增 192 亿，但因多增幅度较小，月末社融存量同比增速仍较上月末下滑 0.1 个百分点至 7.1%。

从分项来看，9 月社融恢复同比多增，主要由政府债券融资多增带动。9 月政府债券到期量显著下降，带动净供给增加，政府债券融资同比多增 3438 亿。同时，9 月外币贷款同比多增 478 亿，委托贷款同比多增 519 亿，对当月社融同比也起到一定支撑作用。其中，委托贷款同比多增主因 9 月新增政策性金融工具加速投放，且多以委托贷款渠道落地。另外，9 月企业股票融资同比多增 159 亿，延续今年 2 月以来的多增势头。

社融其他分项中，受“补半年报”效应、城投融资监管进一步收紧等因素影响，9 月企业债券融资负增 425 亿，同比多减 561 亿；同时，由于银行票据冲量带动表外票据转表内，9 月表外票据融资同比少增 1081 亿；信托贷款则延续负增，当月同比多减 540 亿。

总体上看，当前债券、股票等直接融资渠道在社融中的重要性上升，尤其在支持科技型企业融资方面发挥重要作用。根据测算，前三季度债券和股票融资在社会融资规模增量中的占比约 49.48%，超过贷款占比约 7 个百分点。

三、9 月末 M2 增速下行，主要源于当月新增贷款规模较低，拖累存款派生；另外，当月政府债券融资规模大幅上升，带动财政存款同比少减，也会在短期内压低 M2 增速。当前 M2 增速仍然明显高于名义 GDP 增速，显示货币政策保持支持性立场；9 月末 M1 增速出现较大幅度放缓，除上年同期基数偏高，房地产市场持续调整，以及企业和居民投资、消费动能有待进一步提振外，还可能与近期拖欠企业账款规模再度较快上升有关。当前 M1 增速偏低，与 M2 增速之间存在明显的“剪刀差”，背后是内需偏弱背景下，宽货币向宽信用传导不畅。

9 月末 M2 同比增速为 7.2%，较上月末放缓 0.3 个百分点。主要原因是当月新增贷款同比少增 2100 亿，人民币贷款余额增速降至 4.8%，拖累存款派生。另外，9 月政府债券融资同比多增 3438 亿，带动月末财政存款同比少减 4100 亿，也会在短期内压低 M2 增速约 0.1 个百分点。总体来看，当前 M2、存量社融增速运行在 7.0%-8.0% 区间，仍显著高于上半年 5.4% 的名义 GDP 增速，表明当前社会融资条件处在较为宽松的状态，货币政策保持支持性立场。

9 月末 M1 同比增速为 3.2%，较上月末大幅下行 0.9 个百分点，主要原因有三个：一是去年同期 M1 环比增速为 1.7%，显著高于过去十年 0.2% 的平均环比增速。这意味着 2025 年 9 月 M1 基数显著偏高，会压低今年 9 月 M1 同比增速。二是近期房地产市场持续调整，叠加内需偏弱背景下，企业和居民的投资、消费活跃度较低。三是 8 月末规模以上工业企业应收账款同比增长 9.0%，创 2025 年 6 月以来最高，近期增速在持续小幅加快。这意味着下游大量中小企业账款被拖欠，会直接影响这些市场主体的活期存款。

9 月末 M2 与 M1 增速“剪刀差”为 4.0 个百分点，较上月扩大 0.6 个百分点，继续处于偏高状态。背后的主要原因在于，房地产市场持续调整导致投资消费动能不足，资金活化程度偏低，宽货币向宽信用传导存在阻滞。这意味着后续宏观政策需要持续发力提振内需，关键是要切实稳定房地产市场。

展望未来，9 月 29 日央行调整若干结构性货币政策工具，加大对基建投资、科技融资和中小微企业融资的支持力度，加之短期内出口有望保持 30% 左右的高增速，我们预计短期内动用降息降准等总量型货币政策工具的可能性下降。考虑到四季度包括加发 5500 亿地方政府债券在内，政府债券融资规模会显著扩大，叠加 8000 亿元新型政策性金融工具持续投放，都需要央行在流动性方面给予支持。我们判断，短期内央行将主要通过对买断式逆回购、MLF 等在内的中期流动性工具开展加量续作，支持政府债券发行和银行配套信贷投放。这是当前货币政策加大逆周期调节力度的一个重要发力点。总体上看，年底前贷款“减速提质”过程还会延续，政府债券融资规模上升将推动社融持续同比多增。