



金融数据点评

固定收益动态

证券研究报告

固定收益组

分析师：尹睿哲（执业 S1130525030009） 分析师：魏雪（执业 S1130525030011）

yinruizhe@gjzq.com.cn

wei_xue@gjzq.com.cn

信用收缩减速

9月社融存量增速下行0.1pct至7.1%，人民币信贷和政府债券是9月社融的主要贡献项

9月新增社融3.55万亿，同比多增192亿，新增规模与过去五年同期均值3.57万亿相差不大。社融存量增速继续下行0.1pct至7.1%，M2、M1增速分别下行0.9pct、0.3pct至3.2%、7.2%。拆分结构来看，新增人民币贷款、政府债券融资是本月社融的主要贡献项，分别新增1.27万亿、1.53万亿，前者同比少增3342亿、后者同比多增3438亿。

企业中长贷增速下行斜率放缓，不过信用周期下行的趋势可能暂未改变

9月企业中长贷较去年同期仅小幅少增200亿，但票融依旧是企业部门的最大贡献项。9月企业部门新增信贷1.29万亿、同比小幅多增700亿，新增规模略低于过去五年同期均值1.46万亿。拆分来看：①中长贷同比小幅少增200亿至8900亿，9月末转贴利率最高上行至0.6%、一改前期紧贴0.5%运行的态势，说明季末可能仍有一定投放需求。这可能与9月PMI边际有所呼应，加之前期投放的新型政策性金融工具可能迅速拉动一定配套融资，带动季末中长期贷款企稳。②企业短贷同比少增2500亿至4600亿，基本符合季末回升的季节性。③票融同比大幅少减3526亿至-500亿，末企业中长贷投放虽然边际好转，但是银行仍有票融冲量需求。

信贷脉冲增速小幅回升1个百分点，企业中长贷增速下行斜率边际放缓。9月企业中长贷余额增速继续下行0.06个百分点至6.01%，本月下行斜率较上月边际放缓；信贷脉冲也小幅上行1个百分点。除了9月PMI边际回升以外，近期建筑业PMI同比趋势值也呈现出斜率放缓、底部企稳的趋势，一定程度上对企业中长贷的拖累也减弱。

不过企业信用下行方向或许暂未改变，企业部门信用增速均继续回落。9月企业债券同比少增561亿至-425亿，叠加企业中长贷来看，9月企业部门信用增速回落0.13个百分点至6.74%，下行斜率边际加快。显示当前内生融资需求偏弱的方向可能尚未改变，基本面小周期见顶的逻辑还未被证伪，目前对债市仍然有利。

8月地产托底政策成效有限，居民部门扩表意愿仍然偏弱

9月居民部门新增贷款为0亿、同比少增3890亿，新增规模为历史同期新低。其中短贷负增长900亿、同比少增2321亿，为历史同期首次负增长；居民中长贷新增874亿、同比少增1626亿，新增规模远低于过去几年同期均值。

今年“金九”成色不甚理想。9月30大中城市新房销售面积同比增速大幅回落至-11%，较8月-3%的降幅扩大、较2025年9月14%的增速也明显回落。二手房市场成交可能更为活跃，但问题在于二手房市场的成交可能并不能带来居民信贷的显著增长。8月虽有地产托底修复政策出台，但难以支撑成交放量，今年“金九”成色明显不如去年。

后续政府债券项将继续支撑社融

今年前期政府债发行偏慢，而且注资特国发行靠后，因此和去年政府债发行节奏略有错位。往后看，年内四季度还有2.09万亿国债、1.93万亿地方债待净融资，较过去几年四季度净融资规模偏高，因此年内政府债券项可能对社融转为持续支撑，社融增速下行斜率可能放缓、甚至可能阶段性止跌回升。

综上，9月社融在政府债错位支撑的背景下实现小幅同比多增，后续四季度政府债待融资规模较往年四季度偏高，年内政府债对社融转为支撑，社融存量增速下行斜率大概率放缓、甚至有可能转为阶段性企稳上行。信贷方面，9月PMI边际回升叠加建筑业PMI趋势值底部企稳支撑企业中长贷不再大幅下滑，企业中长贷同比增速下行斜率也较8月略有放缓；不过从我们跟踪的企业部门信用增速来看，信用周期向下的趋势可能仍未改变。一揽子政策已经落地，后续进入政策观察期，总体来看企业和居民部门自发修复动能依旧偏弱，注意政策性金融工具能否在年内及时形成配套信贷融资，以及地产相关政策会否推动居民部门信贷边际好转。

风险提示

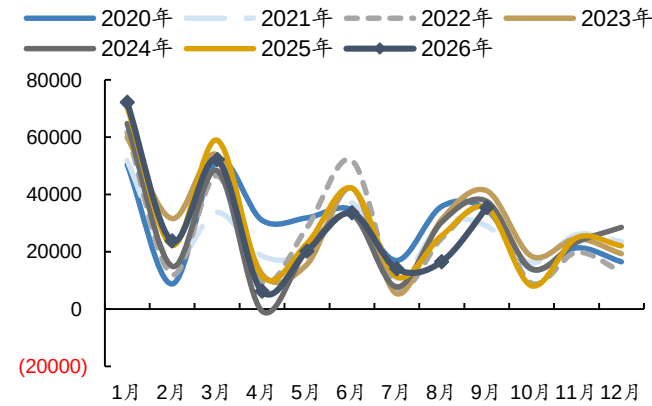
政策超预期、测算误差、历史经验不适用



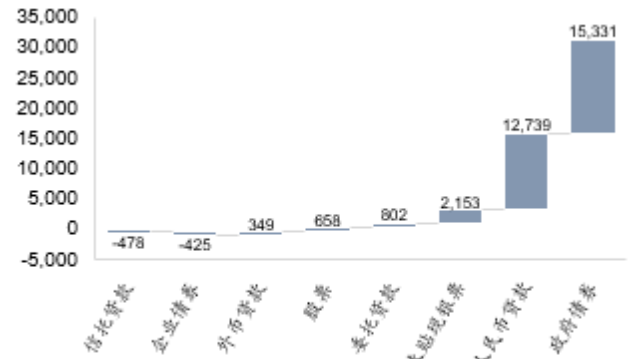
9月社融存量增速下行0.1pct至7.1%。2026年10月14日央行公布9月金融数据，9月新增社融3.55万亿，同比多增192亿，新增规模与过去五年同期均值3.57万亿相差不大。社融存量增速继续下行0.1pct至7.1%，M2、M1增速分别下行0.9pct、0.3pct至3.2%、7.2%。

人民币信贷和政府债券是9月社融的主要贡献项。拆分结构来看，新增人民币贷款、政府债券融资是本月社融的主要贡献项，分别新增1.27万亿、1.53万亿，前者同比少增3342亿、后者同比多增3438亿。除此外，未贴现银票新增2153亿、新增规模相对较多，委托贷款、股票、外币贷款对社融亦有正向贡献，但是新增规模偏低。信托贷款、企业债券本月负增长478亿、425亿。

图表1：9月新增社融基本符合季节性，亿



图表2：9月人民币贷款、政府债券对社融贡献较大，亿



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

图表3：9月社融各细分项同比、环比变化

单位：亿元	同比	环比	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01
表内融资	-2,864	12,127	13,088	961	-5,811	18,105	5,082	-3,822	31,942	8,422	49,484
人民币贷款	-3,342	12,187	12,739	552	-5,896	17,650	4,965	-4,006	31,522	8,458	49,016
外币贷款	478	-60	349	409	85	455	117	184	420	-36	468
表外融资	-1,102	2,099	2,477	378	-778	-1,344	-722	-5,696	801	-1,626	6,097
委托贷款	519	573	802	229	-22	243	-90	-283	-284	-181	-192
信托贷款	-540	-245	-478	-233	-226	-503	53	-129	-173	310	-4
未贴现银票	-1,081	1,771	2,153	382	-530	-1,084	-685	-5,284	1,258	-1,755	6,293
直接融资	3,036	2,116	15,564	13,448	18,840	12,323	14,214	14,396	15,996	15,990	15,088
企业债券	-561	-3,137	-425	2,712	4,536	4,012	1,680	4,520	3,910	1,522	5,033
股票	159	19	658	639	1,128	628	298	835	428	454	291
政府债券	3,438	5,234	15,331	10,097	13,176	7,683	12,236	9,041	11,658	14,014	9,764
其他融资	-	-	-	730	639	3,510	775	452	2,406	323	256
ABS	-	-	-	-176	-159	322	-241	-128	-132	-56	-99
贷款核销	-	-	-	906	798	3,188	1,016	580	2,538	379	355
社融增量	192	18,914	35,491	16,577	14,068	33,671	20,293	6,238	52,240	23,837	72,185
	同比	环比	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01
人民币企业	700	10,300	12,900	2,600	-1,300	15,000	6,400	3,900	26,600	14,900	44,500
票据融资	3,526	-1,500	-500	1,000	3,757	1,144	5,570	12,429	-1,911	-350	-8,739
短期	-2,500	6,200	4,600	-1,600	-2,500	8,200	1,000	-4,600	14,800	6,000	20,500



贷款	中长期	-200	5,700	8,900	3,200	-2,300	5,600	-200	-4,100	13,500	8,900	31,800
居民		-3,890	2,029	0	-2,029	-4,603	2,646	-1,412	-7,869	4,909	-6,507	4,565
	短期	-2,321	319	-900	-1,219	-3,400	1,061	-840	-4,462	1,956	-4,693	1,097
	中长期	-1,626	1,696	874	-822	-1,202	1,584	-571	-3,408	2,953	-1,815	3,469
非银		863	-1,049	-1,485	-436	279	-1,426	-862	1,745	-1,693	-105	-1,882
人民币贷款增量		-2,100	10,200	10,800	600	-3,400	16,100	5,200	-100	29,900	9,000	47,100

来源：iFind，国金证券研究所

对于本月社融，我们提示以下三点：

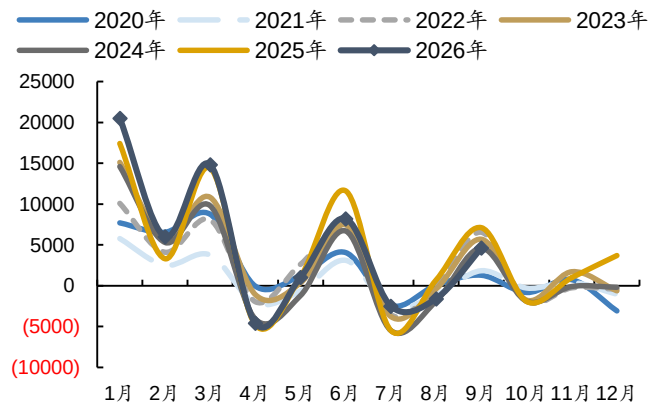
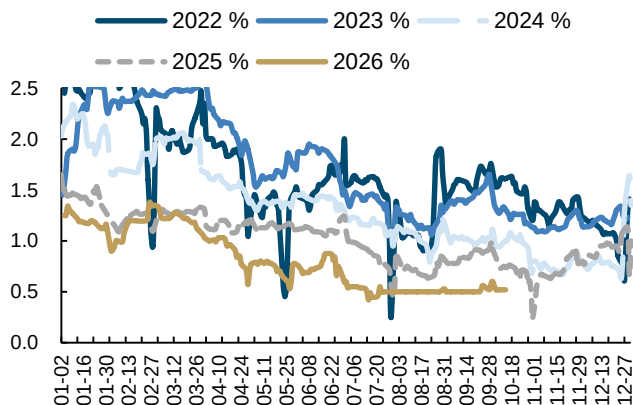
1) PMI 边际回升叠加建筑业 PMI 趋势值底部企稳，企业中长贷增速下行斜率放缓，不过企业部门信用周期下行的趋势可能暂未改变。

9 月企业中长贷较去年同期仅小幅少增 200 亿，但票融依旧是企业部门的最大贡献项。9 月企业部门新增信贷 1.29 万亿、同比小幅多增 700 亿，9 月新增规模略低于过去五年同期均值 1.46 万亿。

拆分来看：① 中长贷同比小幅少增 200 亿至 8900 亿、略低于过去五年均值 1.03 万亿，9 月末转贴利率最高上行至 0.6%，一改前期紧贴 0.5% 运行的态势，说明季末可能仍有一定投放需求。这可能与 9 月 PMI 回升 0.3 个点至 50.1、时隔两月再次重返临界值以上有所呼应，加之前期投放的新型政策性金融工具可能迅速拉动一定配套融资，带动季末中长期贷款企稳。② 企业短贷同比少增 2500 亿至 4600 亿，基本符合季末回升的季节性，不过新增规模略低于过去五年同期均值 5156 亿。③ 票融同比大幅少减 3526 亿至 -500 亿，从同比增幅来看，9 月票融其实是企业部门信贷同比多增的唯一支撑项，体现出季末企业中长贷投放虽然边际好转，但是银行仍有票融冲量需求。

图表4：9月末国股行6M转贴利率向上突破0.5%，%

图表5：9月新增企业短贷基本符合季节性，亿



来源：Wind，国金证券研究所

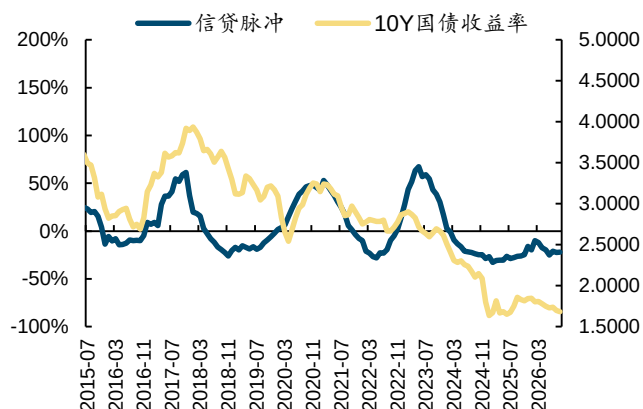
来源：Wind，国金证券研究所

信贷脉冲增速小幅回升 1 个百分点，企业中长贷增速下行斜率边际放缓。9 月企业中长贷余额增速继续下行 0.06 个百分点至 6.01%，本月下行斜率较上月边际放缓（8 月下行 0.16 个百分点）；我们跟踪的信贷脉冲（12M 企业中长贷/12M GDP 同比增速）在 9 月也小幅上行 1 个百分点至 -22%。

除了 9 月 PMI 边际回升以外，近期建筑业 PMI 同比趋势值也呈现出斜率放缓、底部企稳的趋势。此指标近几年和企业中长贷增速走势一致性较高，原因可能在于近两年蓬勃发展的新质生产力对贷款依赖度偏低，地产、基建等信贷依赖度偏高的传统重资产行业走弱使得建筑业 PMI 趋势值和企业中长贷均走弱。因此，建筑业 PMI 趋势值在近期出现企稳，可能一定程度上对企业中长贷的拖累也边际减弱。

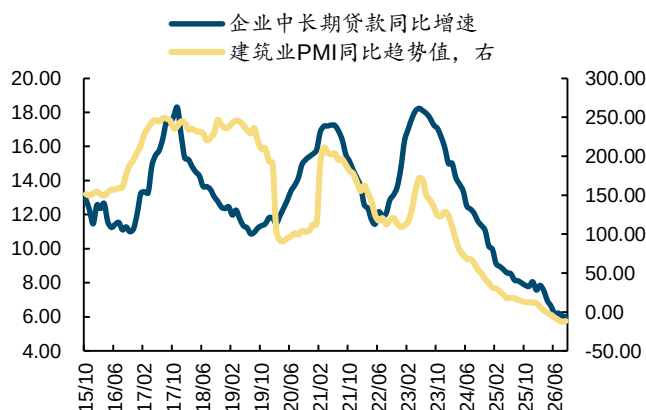


图表6: 9月信贷脉冲增速小幅上行1个百分点, %



来源: Wind, 国金证券研究所

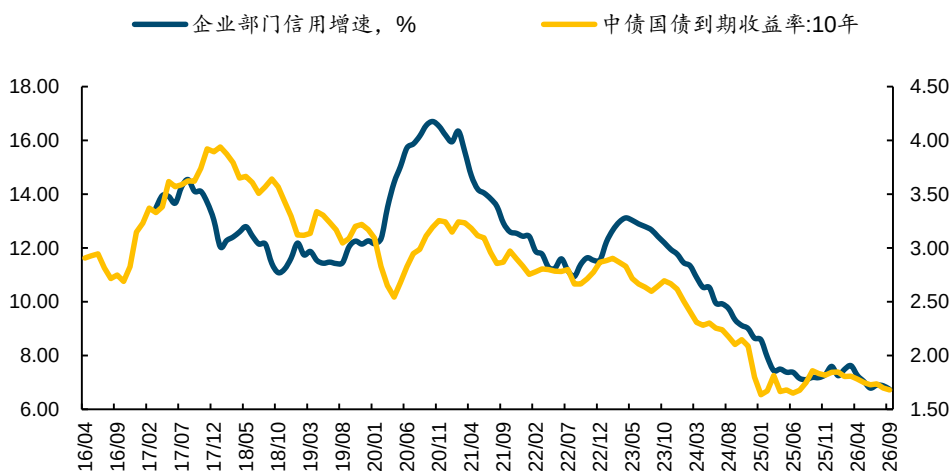
图表7: 近期建筑业PMI趋势值呈现企稳倾向, %



来源: Wind, 国金证券研究所

不过企业信用下行方向或许暂未改变, 企业部门信用增速均继续回落。9月企业债券同比少增561亿至-425亿, 叠加企业中长贷来看, 9月企业部门信用增速回落0.13个百分点至6.74%, 下行斜率边际加快。显示当前内生融资需求偏弱的方向可能尚未改变, 基本面小周期见顶的逻辑还未被证伪, 目前对债市仍然有利。

图表8: 企业部门信用增速仍在下行



来源: Wind, 国金证券研究所

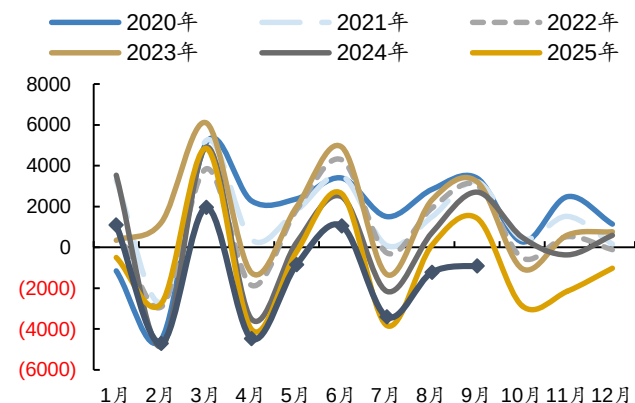
2) 8月地产托底政策成效有限, 居民部门扩表意愿仍然偏弱。

9月居民部门新增贷款为0亿、同比少增3890亿, 新增规模为历史同期新低。拆分来看: ①居民短贷负增长900亿、同比少增2321亿, 为历史同期首次负增长。②居民中长贷新增874亿、同比少增1626亿, 新增规模远低于过去几年同期均值。

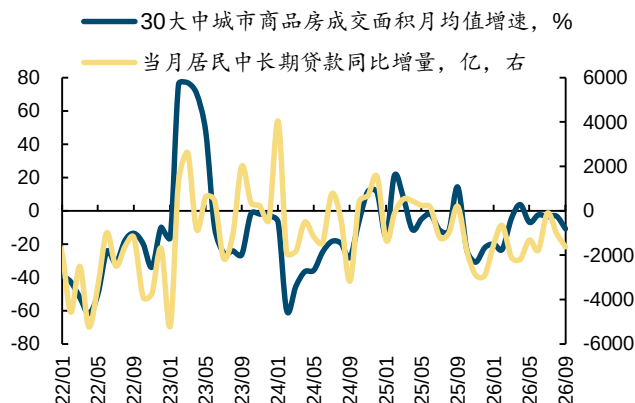
今年“金九”成色不甚理想。9月30大中城市新房销售面积同比增速大幅回落至-11%, 较8月-3%的降幅扩大、较2025年9月14%的增速也明显回落。二手房市场成交可能更为活跃, 但是问题在于二手房市场的成交可能并不能带来居民信贷的显著增长, 买方借贷、卖方还贷的背景下, 居民部门整体信贷可能变动不大。因此虽然8月有地产托底修复政策出台, 但难以支撑成交放量, 今年“金九”成色明显不如去年。9月底又有地产需求端政策出台, 后续可以持续观察政策落地效果。



图表9：9月居民短贷历史同期首次负增长，亿



图表10：9月30大中城市商品房销售回落



来源：Wind，国金证券研究所

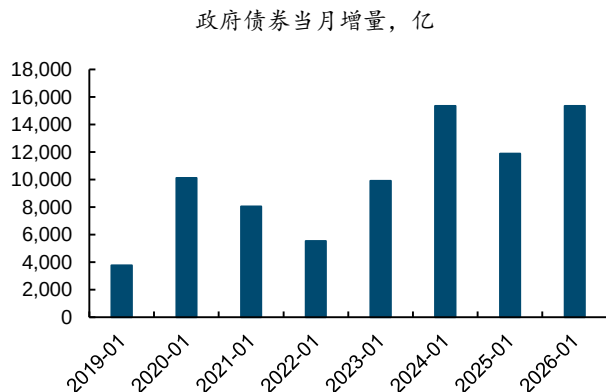
来源：Wind，国金证券研究所

3) 后续政府债券项将继续支撑社融

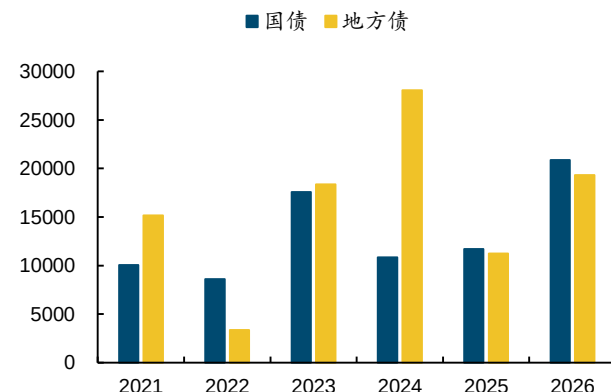
今年前期政府债发行偏慢，而且注资特国发行靠后，因此和去年政府债发行节奏略有错位，9月政府债同比多增3438亿至1.53万亿，是本月社融最主要的支撑项，新增规模也基本位于历史同期高位。

往后看，年内四季度还有2.09万亿国债、1.93万亿地方债（考虑5500亿的结存额度、且结存额度在四季度全部使用）待净融资，较过去几年四季度净融资规模偏高，因此年内政府债券项可能对社融转为持续支撑，社融增速下行斜率可能放缓、甚至可能阶段性止跌回升。

图表11：9月政府债券项为历年同期新高，亿



图表12：今年四季度剩余待净融资政府债规模偏高，亿



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

综上，9月社融在政府债错位支撑的背景下实现小幅同比多增，后续四季度政府债待融资规模较往年四季度偏高，年内政府债对社融转为支撑，社融存量增速下行斜率大概率放缓、甚至有可能转为阶段性企稳上行。信贷方面，9月PMI边际回升叠加建筑业PMI趋势值底部企稳支撑企业中长贷不再大幅下滑，企业中长贷同比增速下行斜率也较8月略有放缓；不过从我们跟踪的企业部门信用增速来看，信用周期向下的趋势可能仍未改变。一揽子政策已经落地，后续进入政策观察期，总体来看企业和居民部门自发修复动能依旧偏弱，注意政策性金融工具能否在年内及时形成配套信贷融资，以及地产相关政策会否推动居民部门信贷边际好转。

风险提示

政策超预期。信贷投放规模、速度可能受到政策态度影响。

测算误差。静态测算结果可能无法预测未来市场动态变化。



历史经验不适用。市场环境复杂多变，历史经验可能不适用于未来债市情况。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究