

9月金融数据点评

好于预期的数据从哪来？

◆ 经济研究 · 宏观快评

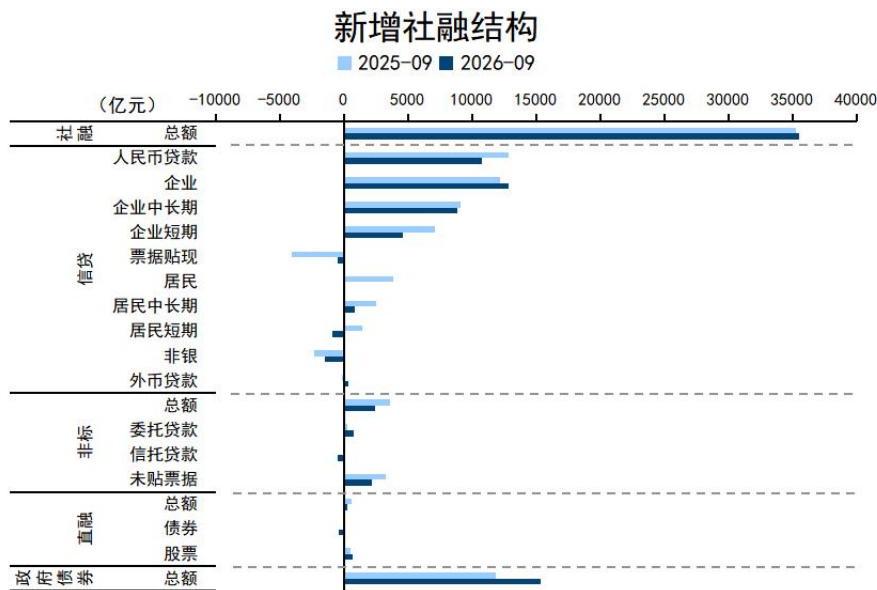
证券分析师：王奕群 0755-81982462 wangyiqun1@guosen.com.cn 执证编码：S0980525110002
 证券分析师：田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980524090003
 证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001

事项：

9月份，新增社会融资规模 3.55 万亿元，同比多增 192 亿元；新增人民币贷款 1.08 万亿元，同比少增 2100 亿元。

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月金融数据总体好于市场预期，开年后持续走弱的局面有所缓和。但结构上，政府债券支撑社融季末回升，非政府部门融资需求仍然较弱。社融新增 3.55 万亿元、同比多增 192 亿元；信贷新增 1.08 万亿元，但同比仍少增 2100 亿元。企业中长贷是贷款端主要支撑，居民端暂时停止缩表；M1 回落至 3.2%、与 M2 的剪刀差重新走阔至 4.0 个百分点；财政资金投放加快，9 月财政缺口预计冲高。值得注意的是，新型政策性金融工具开始落地，9 月投放规模或许显著超过部分测算，达 3000 亿左右。

展望后续，10 月低基数下金融数据同比读数有望延续改善。去年 10 月新增贷款 2200 亿元、新增社融 8178 亿元，基数偏低。四季度新型政策性金融工具 9 月启动首批投放后将持续发力，叠加近期的购房贷款贴息政策，对企业中长期贷款和居民按揭能构成一定支撑。但在实体融资需求实质性回暖之前，贷款余额与社融存量同比的下行趋势将会持续。

具体看，9 月数据：

社融季末回升，主要靠政府债支撑。9月新增社融3.55万亿元，同比多增192亿元；政府债券净融资1.53万亿元、同比多增3438亿元，是同比转正的主要支撑；扣除政府债券的非政府融资同比少增3246亿元，显示实体融资需求仍然较弱。此外，当月新型政策性金融工具集中落地，交叉比对公开信息发现，其投放规模或达3000亿元左右（其中直接公布的约1000亿元为民间投资），即非政府融资中亦含有政策驱动的成分。

信贷季末回升超预期，居民端停止缩表。9月新增人民币贷款1.08万亿，高于市场预期，同比少增2100亿元，贷款余额增速降至4.8%、续创新低；企业中长贷是主要支撑，居民贷款净增为零，结束了连续两个月的缩表。

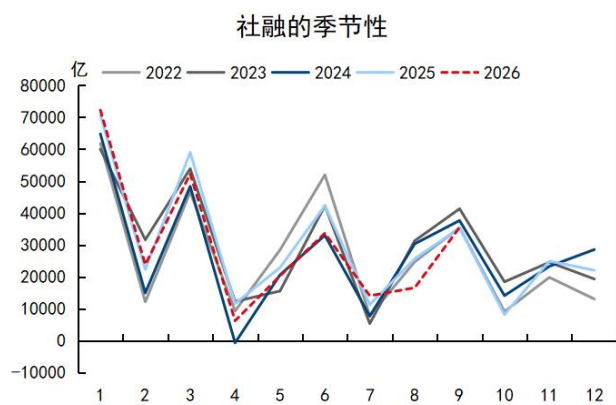
总体来看，信用扩张中枢下移的趋势尚未扭转。政府债券融资放量叠加财政存款下降，财政资金季末投放加快；受去年同期基数效应影响，M1增速回落至3.2%、与M2的剪刀差重新走阔。10月低基数下同比读数有望改善，随着政策效果逐步显现，四季度信贷有望边际修复。

解读：

◆ 社融：政府债为主要支撑，非政府融资仍弱

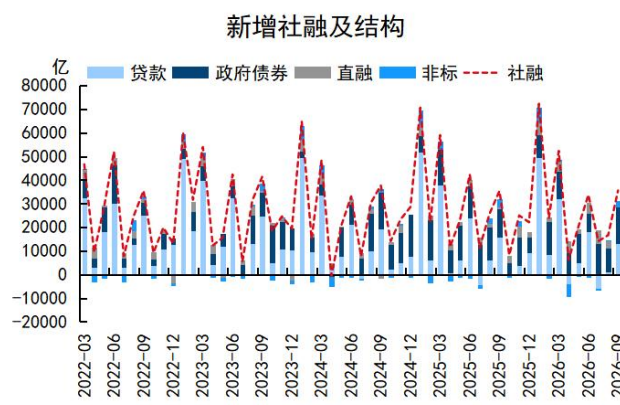
9月新增社融3.55万亿元，较8月的1.66万亿元明显回升，同比多增192亿元，基本持平于过去五年同期约3.57万亿元的均值；月末社融存量同比增长7.1%，较上月回落0.1个百分点，继续创2003年有数据以来的新低。结构上，政府债券净融资1.53万亿元，占新增社融的43.1%，同比多增3438亿元，贡献度达1791%，是社融同比转正的主要支撑。9月是社融季节性回升月份，当月环比增加约1.89万亿元，明显高于过去五年同期平均的约0.74万亿元。各科目对同比增量的贡献排序：政府债券（+3438亿元）、外币贷款（+478亿元）、直接融资（-402亿元）、非标（-1102亿元）、人民币贷款（-3342亿元）¹。

图2：社融的季节性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：新增社融及结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 信贷：季末回升超预期，居民端停止缩表

信贷季末回升，高于市场预期。9月新增人民币贷款1.08万亿元，高于市场普遍预期的约9900亿元，但低于过去五年同期约1.86万亿元的均值，同比少增2100亿元；9月末贷款余额同比增长4.8%，较上月回落0.1个百分点，继续创有数据以来新低。

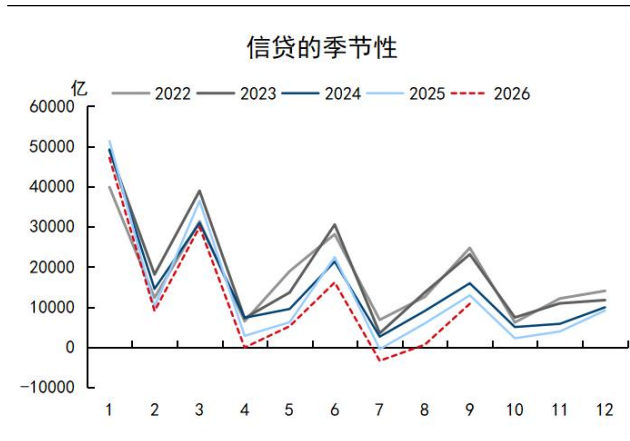
居民端暂时停止缩表。9月居民部门贷款净增为零，结束7-8月连续两个月的净减少：短期贷款减少900亿元、中长期贷款增加874亿元，分别同比少增2321亿元和1626亿元；9月末落地的房贷贴息政策对接

¹ ABS和贷款核销两项尚未公布。

揭需求的提振效果尚待观察。

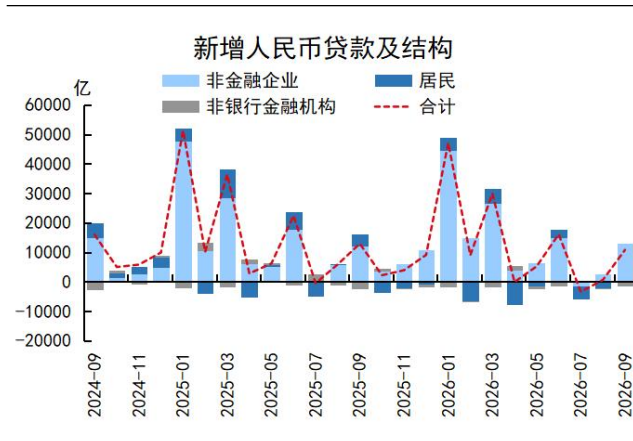
企业贷款同比多增，中长贷为主要支撑。企业部门贷款增加 1.29 万亿元，同比多增 700 亿元：中长期贷款增加 8900 亿元，同比仅少增 200 亿元，是当月企业端信贷的最主要支撑；短期贷款增加 4600 亿元，同比少增 2500 亿元；票据融资减少 500 亿元，季末未现票据冲量特征，一定程度上显示主管部门认为 9 月企业贷款处于合理区间。非银金融机构贷款减少 1485 亿元。

图4：信贷的季节性



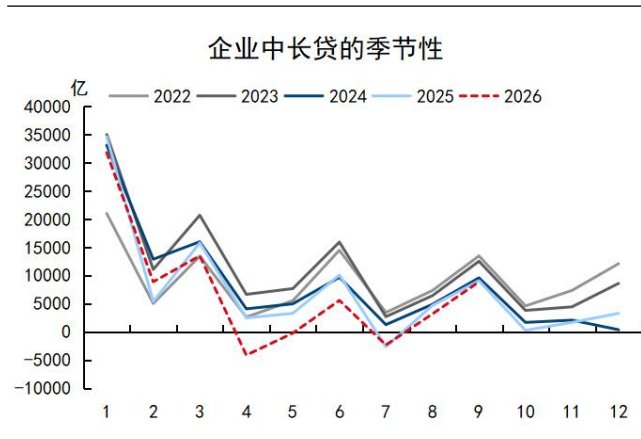
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图5：新增人民币贷款及结构



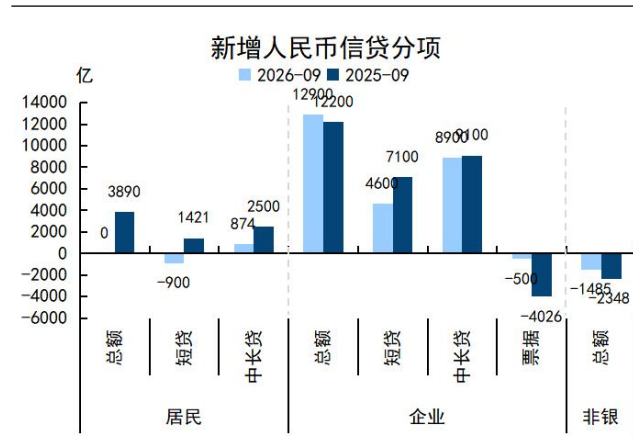
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图6：企业中长贷的季节性



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图7：新增人民币贷款分项结构对比

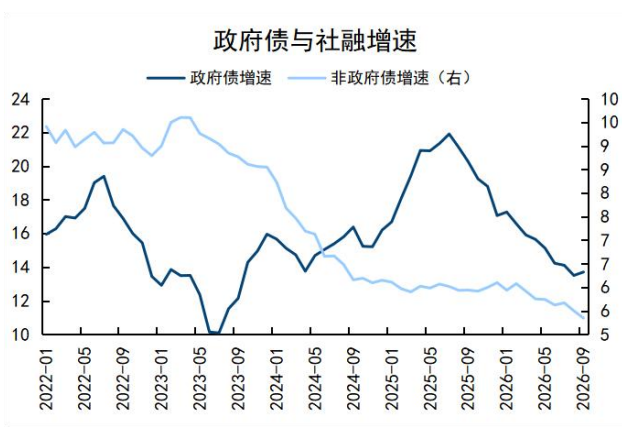


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

◆ 非标、直接融资与政府债券

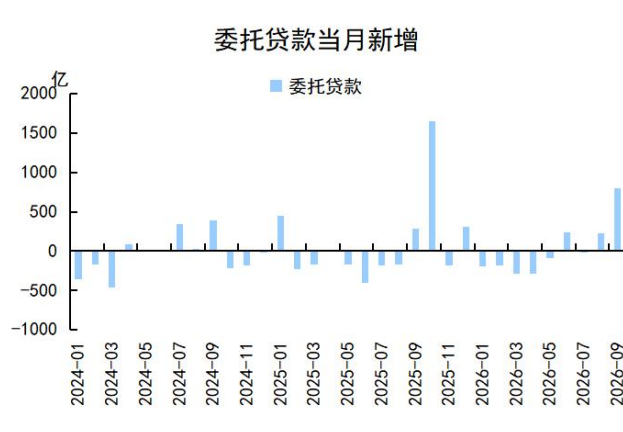
非政府融资需求仍然较弱。扣除政府债券后，9月非政府融资约 2.02 万亿元，同比少增 3246 亿元：社融口径人民币贷款增加 1.27 万亿元，同比少增 3342 亿元；直接融资增加 233 亿元，同比少增 402 亿元，主要是企业债券净融资减少 425 亿元、同比少增 561 亿元，一定程度上与信贷投放形成“跷跷板”，可能主要与城投化债有关；而境内股票同比依然维持多增（159 亿元）；非标融资增加 2477 亿元，同比少增 1102 亿元，其中委托贷款增加 802 亿元、同比多增 519 亿元，反映新型政策性金融工具投放加快，信托贷款减少 478 亿元，未贴现银行承兑汇票增加 2153 亿元。前 9 个月债券与股票融资合计占社融增量的比重为 49.5%，仍高于贷款占比。

图8: 非政府债增速继续创新低



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 政策性金融工具带动委托贷款高增



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 4. 货币与存款：财政资金季末投放加快

M1 增速回落，剪刀差重新走阔。9月M2同比增长7.2%，较上月回落0.3个百分点，低于市场普遍预期的7.45%，主要受信贷派生偏弱拖累；M1同比增长3.2%，受基数影响回落0.9个百分点，与M2的剪刀差重新走阔至4.0个百分点。

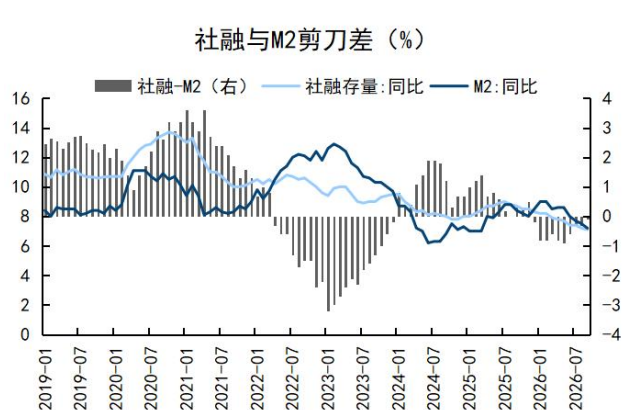
存款端，财政资金季末投放加快，非银存款流出。9月新增人民币存款1.77万亿元，同比少增4400亿元：财政存款减少4300亿元、同比多减4100亿元，与政府债融资放量合计的单月财政赤字显著扩大，显示季末财政支出大幅提速；居民存款增加2.4万亿元、同比少增5600亿元；企业存款增加1.31万亿元、同比多增约3900亿元；非银存款减少1.91万亿元、同比多减8500亿元，是存款端的主要拖累。

图10: 广义货币增速



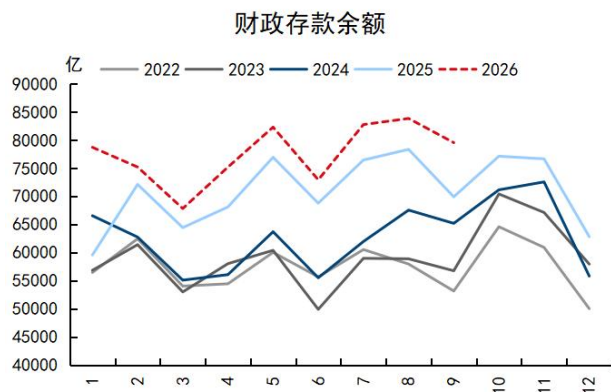
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 社融与M2剪刀差



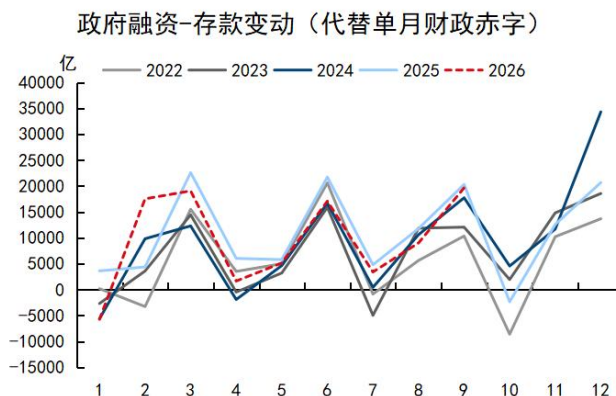
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 财政存款余额仍然高企



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 单月的财政缺口有季末冲量的特征



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

海外流动性收紧超预期，增量政策效果不及预期。

相关研究报告:

- 《通胀数据快评-PPI 大幅高于预期》——2026-10-14
- 《9月进出口数据点评——出口广谱走强，年末压力渐增》——2026-10-14
- 《十一假期数据点评-旅游目的地“极化”背后》——2026-10-10
- 《9月非农数据点评-就业风向突变，政策航向难改》——2026-10-04
- 《9月PMI数据解读-季末回暖，政策续力》——2026-09-30

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