2026 年 11 月 13 日

证券研究报告•宏观简评报告

数据点评

政策托底下信用扩张磨底，内生融资需求仍显不足

——2026 年 10 月社融数据点评

点评

- **摘要：**总体来看，10 月社会融资规模存量同比增长 7.2%，增速较上月回升 0.1 个百分点，为 2025 年 8 月以来首次回升，单月新增社融 1.14 万亿元，同比多增 3251 亿元，低基数叠加政府债券融资大幅多增是主要支撑。10 月政府债券融资新增 1.18 万亿元，同比多增 6983 亿元，其中国债净融资明显提速，中央加杠杆成为政府债融资的主要支撑；地方专项债发行节奏边际放缓，年内剩余额度仍有待释放。企业债券净融资同比多增 946 亿元，低利率环境下直接融资保持韧性；委托贷款同比多增 208 亿元，主要受新型政策性金融工具以股东借款方式注入项目资本金带动。间接融资方面，10 月人民币贷款减少 5846 亿元，同比多减 5692 亿元，主要受票据融资集中到期拖累。企业短期贷款和中长期贷款分别同比多增 2000 亿元、1300 亿元，但整体投放规模仍偏弱，政策性金融工具对企业融资的带动作用逐步显现；居民贷款减少 4300 亿元，同比多减 696 亿元，居民中长期贷款多减，个人住房贷款余额连续 14 个季度负增长，房贷长期净偿还趋势延续。展望后续，政府债融资及结存限额发行仍将支撑社融，企业中长期贷款有望受益于政策性金融工具逐步落地，但居民信贷修复仍受地产市场调整制约，社融改善仍较依赖财政及政策发力。存款端，10 月人民币存款同比多增 6000 亿元，居民存款同比少减、非银存款同比少增，反映居民存款向非银资管渠道再配置的速度边际放缓。10 月末 M2、M1 同比分别增长 7.1%、4.4%，M2 增速小幅回落，M1 增速明显回升，M2-M1 剪刀差收窄至 2.7 个百分点，货币活化程度有所改善。但 M1 回升仍受到低基数及财政支出的阶段性支撑，实体需求尚未实质性改善，后续货币活化程度能否持续提升仍取决于信贷内生动能的修复。

- **社融存量增速迎一年多来首次回升，低基数与政府债托底社融增量。**从社融存量看，2026 年 10 月，社会融资规模存量同比上升 7.2%，增速相比上月加快 0.1 个百分点，为 2025 年 8 月以来增速首次边际回升。从社融增量看，10 月单月的社会融资规模增量为 1.14 万亿元，同比多增 3251 亿元，主要受低基数（2025 年 10 月社融增量仅为 8178 亿元）叠加政府债融资支撑影响。10 月单月的人民币贷款减少 5846 亿元，同比多减 5692 亿元。**10 月社融同比多增主要依靠政府债券融资拉动，其中国债融资明显提速，地方专项债发行有所放缓，社融支撑更多来自中央加杠杆。信贷总量同比转负，主要受票据融资收缩拖累；企业短贷和中长贷虽同比多增，但整体规模偏弱，反映信贷呈现政策托底下的弱修复。居民中长贷同比多减，显示居民房贷偿还压力仍大，主动降杠杆的取向尚未改变。**10 月下旬以来，央行密集推出政策工具并明确货币政策基调，先后设立债市非银大额赎回互换便利，将主要政策利率锚由 7 天期逆回购切换至隔夜逆回购；11 月初联合金融监管总局、证监会召开专题座谈会，优化互换便利、股票回购增持再贷款两项资本市场支持工具的操作模式与利率定价机制。11 月发布的三季度货币政策执行报告重申实施适度宽松货币政策，结构性工具新增“六张网”建设投向，深化资本市场政策工具箱协同发力。**预计四季度社融仍将呈现财政托底、内生需求偏弱的格局。政府债券及结存限额的集中发行将成为社融增长的主要支撑。信贷方面预计仅呈现弱修复态势：地产市场调整制约居民中长期贷款改善，企业中长期贷款则更多依靠 PSL 及政策性工**

西南证券研究院

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-57631106

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：徐小然

邮箱：xuxr@swsc.com.cn

相关研究

1. 国内货币政策托底预期增强，美国通胀粘性提升加息幅度押注 (2026-11-13)
2. 外贸增长的价格权重持续上升——2026 年 10 月贸易数据点评 (2026-11-10)
3. 菜价反季节下行压制食品价格，PPI 同比涨幅或逐步见顶——2026 年 10 月通胀数据点评 (2026-11-09)
4. 国内央行丰富政策工具组合，美国中期选举扰动市场预期 (2026-11-06)
5. 制造业产需景气边际回落，建筑业新订单有所承压——2026 年 10 月 PMI 数据点评 (2026-11-02)
6. 国内债市流动性工具落地，美联储维持政策利率不变 (2026-10-30)
7. 金融街论坛释放改革信号，日本通胀升温与内需疲弱交织 (2026-10-23)
8. 总量企稳的读数，结构分化的底色——2026 年 9 月经济数据点评 (2026-10-20)
9. 国内确立健康优先战略地位，美国通胀反弹推升加息预期 (2026-10-16)
10. 政府债融资支撑增强，政策成效静待释放——2026 年 9 月社融数据点评 (2026-10-16)

具定向支持。整体来看，四季度宽信用仍主要依靠财政发力，剔除政府债券融资后，实体经济融资需求依然偏弱。

- **国债放量支撑政府债融资，政策性工具托底委托贷款。**从社融结构看，2026年10月，直接融资新增1.56万亿元，同比多增7581亿元，主要受政府债券融资支撑。从分项看，政府债融资方面，10月政府债融资新增1.18万亿元，同比多增6983亿元。10月单月国债净融资7727亿元，同比去年同期的2245亿元提升超三倍，中央国债加速放量。10月地方政府新增专项债发行3280亿元，同比涨幅收窄至14.13%，发行进度88.07%，慢于去年同期2.03个百分点，地方专项债发行节奏边际放缓。企业直接融资方面，10月单月企业债券净融资增加3446亿元，同比多增946亿元，主要受利率下行环境下企业融资成本降低影响。非金融企业境内股票融资增加347亿元，同比少增348亿元，股权融资小幅收缩。表外融资方面，10月表外融资减少240亿元，同比少减846亿元。其中，委托贷款增加1862亿元，同比多增208亿元，核心驱动是新型政策性金融工具以“股东借款”模式注入项目资本金。信托贷款减少415亿元，同比多减570亿元。未贴现银行承兑汇票减少1687亿元，同比少减1208亿元。承兑规模收缩叠加表内信贷分流持续压制票据融资需求，去年同期基数偏低导致本期同比少减。**往后看，政府债方面，截至11月12日，今年地方政府专项债已发行3.88万亿元，年内剩余发行额度为5249亿元。后续需关注国债放量后，地方政府专项债能否在年底至明年初接续放量。如果专项债进度持续偏慢，政府债对社融的托底力度存在边际衰减的风险。低利率环境为企业债提供发行支撑，但实体盈利预期尚未实质性修复，自发融资扩张动能偏弱。**

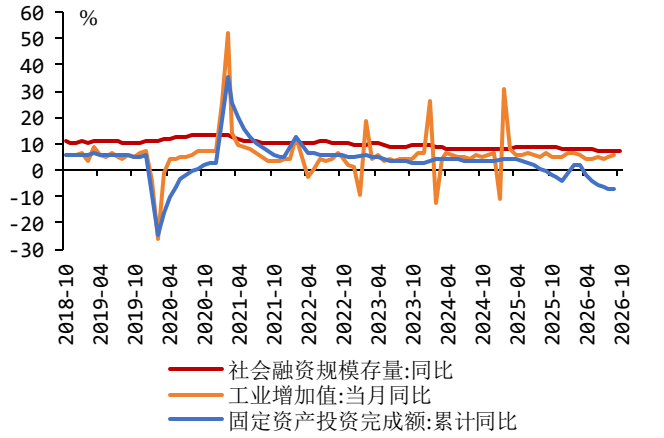
- **票据集中到期拉低净融资额，非银资金需求阶段性上行。**企业端，2026年10月，企（事）业单位贷款减少1600亿元，同比多减5100亿元。企业贷款自2026年7月单月减少1300亿元后，本月再度负增且减少幅度有所扩大，主要由票据融资大幅多减导致。其中，企业短期贷款增加100亿元，同比多增2000亿元。企业中长期贷款增加1600亿元，同比多增1300亿元。**企业短贷、中长贷同比均实现多增，指向实体融资需求边际回暖，但投放规模中枢仍处低位，整体呈现政策托底下的弱修复特征。**票据融资减少3117亿元，同比多减8123亿元。票据的“滚续期”通常在6个月左右。今年二季度票据融资总额达到1.91万亿元，同比去年二季度多增了1.42万亿元，4月单月票据融资额更是达到1.24万亿元，处于近年内高位水平。这些票据在四季度（尤其是10月）集中到期，形成了巨大的兑付压力，叠加9月末银行冲量行为退潮，共同导致本月票据融资大幅减少。非银贷款增加3470亿元，同比多增2534亿元。11月初央行牵头召开资本市场两项支持工具座谈会、加码实施股票回购增持再贷款，非银资金需求阶段性上行，或源于资本市场维稳相关诉求。居民端，10月居民贷款减少4300亿元，同比多减696亿元，居民端信贷需求整体偏弱的格局没有改变。其中，居民短期贷款减少2700亿元，同比少减166亿元。居民中长期贷款减少1563亿元，同比多减863亿元。截至2026年三季度末，个人住房贷款余额35.91万亿元，同比下降4.1%，连续14个季度负增长，房贷长期净偿还趋势深化。**后续看，政策性金融工具资金拨付和形成配套融资需求之间存在时滞，银行开始筹备明年“开门红”，预计四季度企业中长贷将处于季节性偏弱阶段。**10月我国30大中城市成交面积为600.84万平方米，同比下降18.14%，降幅较上月扩大7.39个百分点。**新房销售尚未迎来趋势性回暖，居民信贷同比多减的压力有望在政策托底下得到阶段性缓释，然而信贷由负转正仍有较大距离。**

- **“存款搬家”有所降速，货币活化程度边际改善。**从存款端来看，2026年10月，人民币存款增加1.21万亿元，同比多增6000亿元。分存款类型看，居民存款减少9200亿元，同比少减4200亿元。在居民收入预期未见实质性回暖的背景下，存款规模回落或反映居民优先压降存量债务、保障现金流稳定，同时伴随储蓄资金向理财等非银资管渠道再配置的特征。非金融企业存款减少1.25万亿元，是四类存款中收缩幅度最大的一项，同比多减1647亿元，主要

源于信贷派生偏弱叠加季度缴税资金出库的共同拖累。财政存款增加 1.4 万亿元，同比多增 6800 亿元，主要受季度主体税种集中入库带动。非银行业金融机构存款增加 1.58 万亿元，同比少增 2700 亿元。非银存款已连续多月同比少增，显示居民存款搬家的速度在放缓。从货币端来看，10 月末，M2 同比增速收窄 0.1 个百分点至 7.1%，低于市场预期的 7.2%，主要系信贷派生走弱，同时缴税、购债带来实体资金回流国库，而国库沉淀资金不计入 M2。M1 同比增速扩大 1.2 个百分点至 4.4%，高于市场预期的 3.5%，主要靠低基数与财政支出沉淀的临时支撑，而非实体需求自发回暖。10 月末，M2-M1 同比剪刀差收窄 1.3 个百分点至 2.7 个百分点，显示企业活期资金压力边际缓解、资金活化程度有所提升。**在信贷内生动能未实质修复之前，M1 反弹的斜率更可能呈现“台阶式”而非“趋势性”，剪刀差进一步收窄的空间不宜高估。**

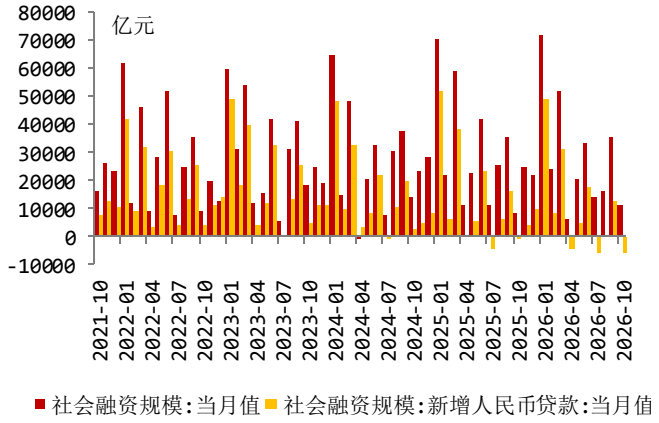
- **风险提示：**政策落地节奏不及预期风险，海外经济超预期波动风险。已公布的宏观或产业政策在实际执行过程中，可能因配套措施不完善、部门协调不畅、地方执行力度差异或市场环境变化等因素，导致其推进速度、覆盖范围或最终效果慢于或弱于市场预期，从而影响政策目标的实现与经济修复的进程；主要经济体的政治局势、经济数据或宏观政策出现意外变化，其幅度或频率超出市场普遍预测。这种超预期波动可能引发全球金融市场动荡、贸易条件恶化或外需急剧收缩，并通过金融、贸易及预期渠道向国内传导，增加我国外部环境的复杂性与不稳定性。

图 1：社融存量同比涨幅扩大



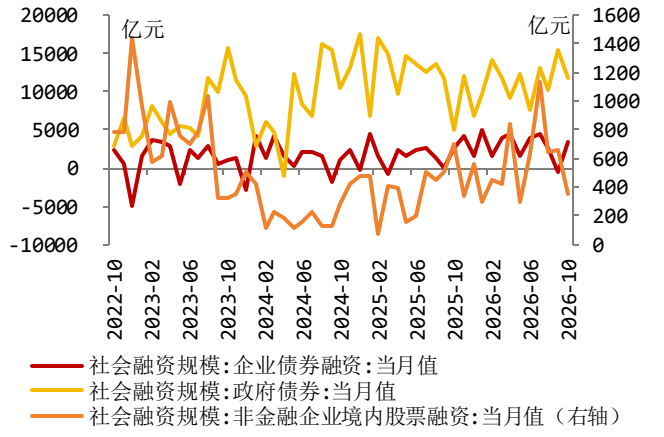
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：新增社融同比多增，新增人民币贷款同比多减



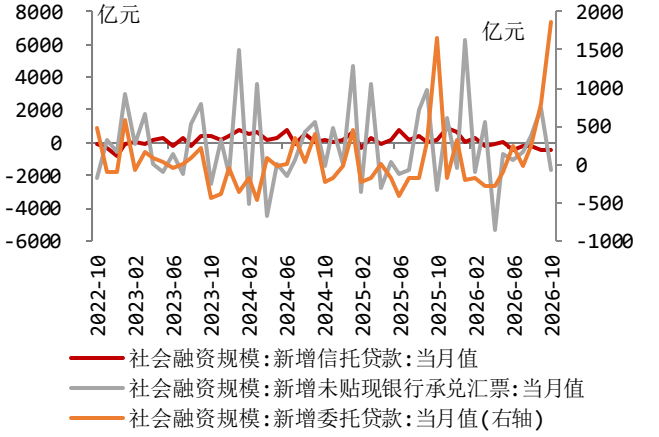
数据来源：wind、西南证券整理

图 3：直接融资各分项表现



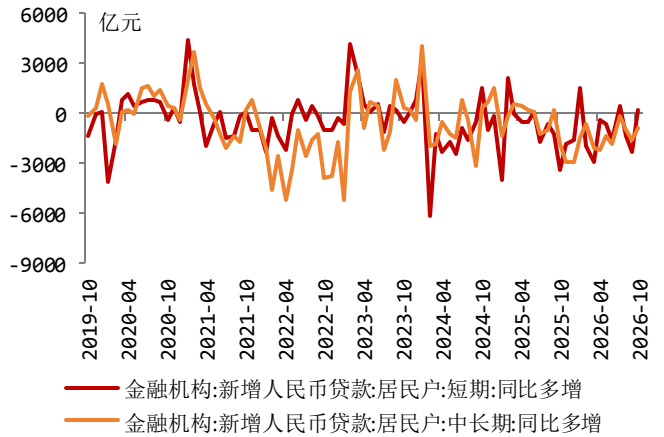
数据来源：wind、西南证券整理

图 4：表外融资各分项表现



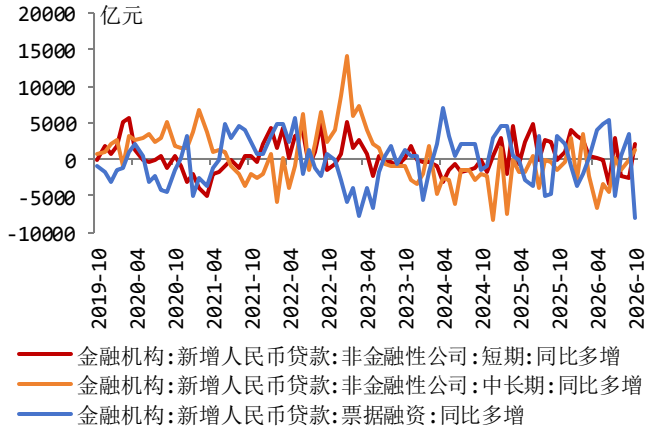
数据来源：wind、西南证券整理

图 5：居民短贷同比少减，居民中长贷同比多减



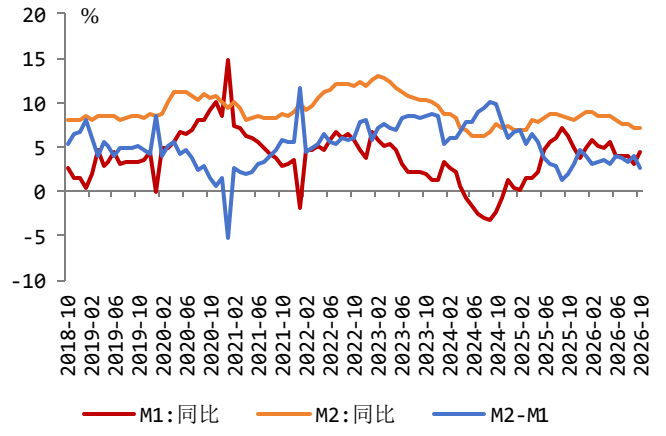
数据来源：wind、西南证券整理

图 6：企（事）业单位短贷、中长贷同比多增



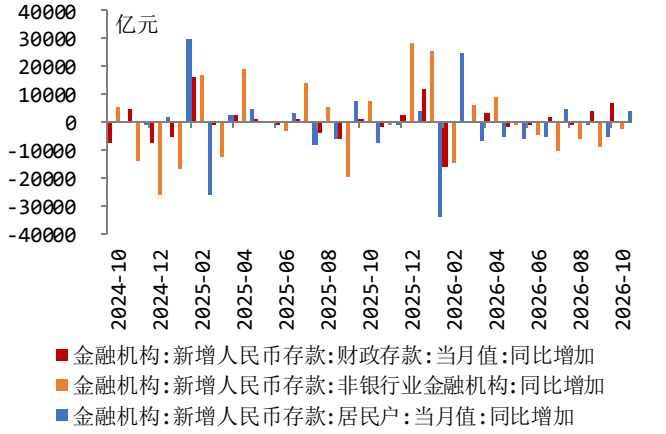
数据来源：wind、西南证券整理

图 7：M2-M1 同比剪刀差收窄



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：人民币存款各分项表现



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	李逸凡	销售岗	13906354066	liyf@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzr@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn