仅供内部参考，请勿外传！

广发研究 GF RESEARCH

8 月金融数据点评

信贷增长降速，存款活化延续

行业评级

买入

前次评级 买入

2026 年 9 月 14 日，央行公布 8 月金融数据。8 月底社融同比增速较 7 月末回落 0.2PCT 至 7.2%，M2 增速环比回落 0.2PCT 至 7.5%，社融及 M2 略低于我们预期；M1 增速环比回升 0.1PCT 至 4.1%。

社融情况：政府债高基数叠加信贷偏弱，社融同比少增；直接融资替代作用持续。8 月社融同比少增 0.91 万亿元，社融增速环比回落 0.2PCT 至 7.2%。**分项来看：（1）高基数下，政府债净融资同比少增 0.36 万亿元**（去年 8 月净融资 1.37 万亿元）。**（2）信贷需求弱于预期，直接融资替代作用影响持续，**8 月社融口径人民币贷款同比大幅少增 0.57 万亿元，高信用等级企业"以债换贷"倾向延续，企业融资从表内信贷转向直接融资渠道的趋势未变，企业债及股票融资同比多增 0.16 万亿元。

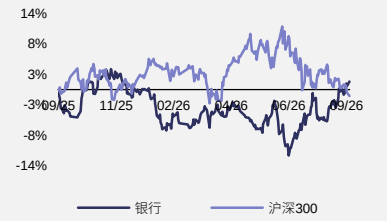
信贷情况：贷款"降速提质"延续，信贷需求改善仍有待政策性金融工具等资金进一步到位。8 月全口径人民币贷款新增 0.06 万亿元，同比少增 0.53 万亿元；各项贷款同比增速环比继续回落 0.2PCT 至 4.9%。**对公端总量走弱，政策性金融工具落地初现端倪。**8 月对公贷款新增 0.26 万亿元，同比少增 0.33 万亿元。其中，中长期贷款新增 0.32 万亿元，单月增量由负转正；结合 8 月委托贷款同比多增 394 亿元，8 月中发改委部署加快推进新型政策性金融工具投放以来，三家政策性银行已在多地陆续落地，委托贷款与对公中长贷的边际改善或已反映工具投放的初步成效，**参照去年投放节奏，本轮工具预计将在未来一两个月内快速投放完毕，预计将对 9 月及四季度的委托贷款和对公中长期贷款形成明显带动。其二，居民端全面走弱。**8 月居民贷款减少 0.20 万亿元，同比多降 0.23 万亿元，内需偏弱、居民加杠杆意愿偏弱，短贷及中长期贷款增长均处于水下，8 月末以来房贷支持政策密集出台，但按揭需求的回升可能仍取决于房价预期与人口等中长期因素，居民信贷需求短期或仍偏弱。

货币增速：信贷派生偏弱叠加高基数拖累 M2 增速，M1 增速回升，存款活化持续。8 月末 M2 同比增长 7.5%，增速环比下降 0.2PCT。**从内部看，一是信贷派生偏弱，二是财政因子对货币环境的支撑仍有限，**8 月财政存款同比少增 0.08 万亿元，但政府债发行不及去年同期，财政存款净下发量同比少增 0.28 万亿元。**从外部看，**8 月出口竞争力延续、人民币走强，预计跨境回流对 M2 的支撑持续，M2-社融同比剪刀差较上月持平 0.3PCT。**从 M1 数据来看，存款活化持续，**8 月末 M1 同比增速环比回升 0.1PCT 至 4.1%，M1-M2 增速差环比回升 0.3PCT 至-3.4%，连续两个月回升。

往后看，随着政府债发行提速、新型政策性金融工具加快投放，社融增速有望阶段性由降转稳；中东地缘格局维持动荡，油价二次上涨对流动性的压力再临。一是 9 月美联储加息落地与 11 月美国中期选举前，特朗普再度 TACO 空间受限，人民币双向波动及中美利差高位下，金融账户净流出可能再度加速。其次，石化下游供求关系大概率较 3 月紧张，名义价格上行对流动性的需求可能加大，流动性冲击对资产估值的压力可能大于上次。**考虑到 9 月底财政支出季节性增加，油价冲击的影响可能在 Q4 逐步显现。考虑到市场风偏变化、板块防御性需求上升，建议重视对出口区域相关标的的配置。**

风险提示：（1）经济不及预期；（2）金融风险超预期；（3）财政不及预期；（4）政策调控力度超预期。

相对市场表现



倪军
SAC 执证号：S0260518020004
nijun@gf.com.cn

张晓辉
SAC 执证号：S0260526040001
SFC CE No. BYA783
bjzhangxiaohui@gf.com.cn

李文洁
SAC 执证号：S0260526060006
gfliwenjie@gf.com.cn

请注意，倪军,李文洁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

银行投资观察 20260913:流动性研究的边界何在?	2026-09-13
银行资负跟踪 20260913:隔夜逆回购逐步常态化	2026-09-13
跨境流动性跟踪 20260913:8 月外储规模加速回升，央行购金量续创本轮新高	2026-09-13

仅供内部参考，请勿外传！

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新收盘价	最近报告日期	评级	合理价值（元/股）	EPS(元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)	
							2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
建设银行	601939.SH	CNY	11.11	2026/8/29	买入	13.00	1.34	1.42	8.29	7.82	0.78	0.73	9.78	9.63
中国银行	601988.SH	CNY	6.64	2026/8/29	买入	7.68	0.75	0.80	8.85	8.30	0.74	0.69	8.71	8.60
邮储银行	601658.SH	CNY	5.45	2026/8/29	买入	6.10	0.70	0.75	7.79	7.27	0.61	0.57	8.11	8.11
交通银行	601328.SH	CNY	7.62	2026/8/29	买入	8.59	1.11	1.18	6.86	6.46	0.56	0.52	8.36	8.33
招商银行	600036.SH	CNY	41.83	2026/9/8	买入	54.48	5.90	6.12	7.09	6.83	0.88	0.81	12.98	12.34
浦发银行	600000.SH	CNY	9.40	2026/8/28	买入	11.32	1.45	1.47	6.48	6.39	0.40	0.39	6.41	6.19
兴业银行	601166.SH	CNY	18.15	2026/8/28	买入	21.80	3.50	3.64	5.19	4.99	0.44	0.41	8.76	8.53
光大银行	601818.SH	CNY	3.05	2026/8/30	买入	3.42	0.56	0.56	5.45	5.45	0.35	0.33	6.54	6.19
华夏银行	600015.SH	CNY	6.37	2026/9/8	买入	10.07	1.17	1.03	5.44	6.18	0.31	0.29	5.77	4.85
浙商银行	601916.SH	CNY	2.98	2026/8/27	买入	3.64	0.45	0.46	6.62	6.48	0.45	0.43	6.82	6.74
平安银行	000001.SZ	CNY	11.85	2026/8/16	买入	14.48	2.13	2.22	5.56	5.34	0.48	0.45	8.83	8.62
北京银行	601169.SH	CNY	5.68	2026/8/30	买入	6.07	0.84	0.90	6.76	6.31	0.42	0.40	6.31	6.46
江苏银行	600919.SH	CNY	12.55	2026/8/4	买入	13.68	1.92	2.13	6.54	5.89	0.81	0.73	12.96	12.94
宁波银行	002142.SZ	CNY	35.76	2026/8/19	买入	32.98	4.87	5.57	7.34	6.42	0.95	0.85	13.67	14.04
南京银行	601009.SH	CNY	12.25	2026/8/19	买入	15.62	1.91	2.19	6.41	5.59	0.76	0.69	12.41	12.89
杭州银行	600926.SH	CNY	17.69	2026/8/27	买入	20.83	2.77	3.08	6.39	5.74	0.86	0.84	14.31	14.38
成都银行	601838.SH	CNY	20.25	2026/8/27	买入	21.76	3.37	3.51	6.01	5.77	0.98	0.88	14.21	14.13
苏州银行	002966.SZ	CNY	9.35	2026/8/27	买入	10.67	1.19	1.27	7.86	7.36	0.77	0.71	10.20	10.09
沪农商行	601825.SH	CNY	8.87	2026/8/28	买入	11.04	1.29	1.30	6.88	6.82	0.63	0.59	9.39	8.94
常熟银行	601128.SH	CNY	6.46	2026/8/27	买入	6.39	1.29	1.43	5.01	4.52	0.67	0.60	14.28	14.03
齐鲁银行	601665.SH	CNY	7.15	2026/8/29	买入	8.03	1.05	1.26	6.81	5.67	0.81	0.73	12.50	13.50
青岛银行	002948.SZ	CNY	6.27	2026/8/27	买入	7.51	1.03	1.24	6.09	5.06	0.79	0.70	13.84	14.62
长沙银行	601577.SH	CNY	10.04	2026/8/28	买入	11.33	2.07	2.19	4.85	4.58	0.52	0.47	11.19	10.81
江阴银行	002807.SZ	CNY	4.29	2026/8/21	买入	4.87	0.85	0.87	5.05	4.93	0.50	0.47	10.28	9.78
渝农商行	601077.SH	CNY	6.76	2026/9/8	买入	9.86	1.15	1.27	5.88	5.32	0.54	0.51	9.61	9.85
瑞丰银行	601528.SH	CNY	5.13	2026/8/24	买入	6.38	1.01	1.03	5.08	4.98	0.47	0.44	9.70	9.15
建设银行	00939.HK	HKD	9.89	2026/8/29	买入	11.12	1.34	1.42	7.38	6.96	0.70	0.65	9.78	9.63
中国银行	03988.HK	HKD	6.09	2026/8/29	买入	6.93	0.75	0.80	8.11	7.61	0.68	0.64	8.71	8.60
交通银行	03328.HK	HKD	8.16	2026/8/29	买入	9.09	1.11	1.18	7.35	6.92	0.59	0.56	8.36	8.33
招商银行	03968.HK	HKD	52.75	2026/9/8	买入	69.14	5.90	6.12	8.94	8.62	1.11	1.02	12.98	12.34
中国光大银行	06818.HK	HKD	2.83	2026/8/30	买入	3.35	0.56	0.56	5.05	5.05	0.32	0.31	6.54	6.19
邮储银行	01658.HK	HKD	5.39	2026/8/29	买入	6.06	0.70	0.75	7.69	7.18	0.60	0.57	8.11	8.11
浙商银行	02016.HK	HKD	2.42	2026/8/27	买入	2.84	0.45	0.46	5.37	5.25	0.37	0.35	6.82	6.74
青岛银行	03866.HK	HKD	5.14	2026/8/27	买入	6.34	1.03	1.24	4.99	4.15	0.65	0.57	13.86	13.84
重庆农村商业银行	03618.HK	HKD	6.30	2026/9/8	买入	9.28	1.15	1.27	5.48	4.96	0.51	0.47	9.61	9.85

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

备注：A+H 股上市银行的业绩预测一致，且货币单位均为人民币元；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。表中估值指标按照最新收盘价计算。

仅供内部参考，请勿外传！

目录索引

一、整体情况：信贷增长降速，存款活化延续 6

二、政府部门：高基数下政府债发行节奏偏慢 12

三、居民部门：居民加杠杆意愿仍待修复 17

四、对公部门：对公需求走弱，政策性金融工具落地初现端倪 20

五、非银部门：高基数下非银存款同比大幅少增 27

六、风险提示 28

仅供内部参考，请勿外传！

图表索引

图 1：社融存量及存贷款同比增速（单位:%）.....7
图 2：新老口径 M1 同比增速（单位:%）.....7
图 3：单月新增 M2（单位:亿元）.....8
图 4：单月新增 M1（单位:亿元）.....8
图 5：单月财政力度 2（单位:亿元）.....12
图 6：当年累计财政力度 2（单位:亿元）.....13
图 7：单月财政力度 2 同比多增（单位:亿元）.....13
图 8：当年累计财政力度 2 同比多增（单位:亿元）.....14
图 9：财政力度 2 滚动 12 月-同比多增（单位:亿元）.....14
图 10：单月新增政府债券（单位:亿元）.....15
图 11：单月新增财政存款（单位:亿元）.....15
图 12：单月政府部门净融资（单位:亿元）.....16
图 13：政府债 9 月日度累计净融资（单位:亿元）.....16
图 14：单月新增居民部门贷款（单位:亿元）.....17
图 15：单月新增居民部门短期贷款（单位:亿元）.....18
图 16：单月新增居民部门中长期贷款（单位:亿元）.....18
图 17：单月新增居民部门存款（单位:亿元）.....19
图 18：单月居民部门净融资（单位:亿元）.....19
图 19：单月新增非金融对公部门社融融资（单位:亿元）.....20
图 20：单月新增非金融对公部门贷款（单位:亿元）.....21
图 21：单月新增非金融对公部门短期贷款（单位:亿元）.....21
图 22：单月新增非金融对公部门中长期贷款（单位:亿元）.....22
图 23：单月新增票据融资（单位:亿元）.....22
图 24：单月新增委托贷款（单位:亿元）.....23
图 25：单月新增信托贷款（单位:亿元）.....23
图 26：单月新增外币贷款（单位:亿元）.....24
图 27：单月新增企业债融资（单位:亿元）.....24
图 28：单月新增企业境内股票融资（单位:亿元）.....25
图 29：非金融企业部门单月新增人民币存款（单位:亿元）.....25
图 30：单月新增其他企业存款（主要为机关团体存款）（单位:亿元）.....26
图 31：非金融对公部门净流动性（单位:亿元）.....26
图 32：单月新增非银金融机构贷款（单位:亿元）.....27
图 33：单月新增非银金融机构存款（单位:亿元）.....28
图 34：单月新增非银金融机构净融资（单位:亿元）.....28

仅供内部参考，请勿外传！

表 1：社融、存贷款、货币同比增速 6
表 2：历年 8 月新增货币社融结构（亿元） 6
表 3：历年截至 8 月新增货币社融结构（亿元） 6
表 4：历年 8 月新增社融结构（单位:亿元） 9
表 5：历年 8 月新增贷款结构（单位:亿元） 9
表 6：历年 8 月新增存款结构（单位:亿元） 9
表 7：历年 8 月净金融债务增量（单位:亿元） 10
表 8：历年截至 8 月累计新增社融结构（单位:亿元） 10
表 9：历年截至 8 月累计新增贷款结构（单位:亿元） 10
表 10：历年截至 8 月累计新增存款结构（单位:亿元） 11
表 11：历年截至 8 月累计净金融债务增量（单位:亿元） 11
表 12：历年 8 月政府部门单月新增融资-亿元 12
表 13：历年 8 月政府部门累计新增融资-亿元 12
表 14：历年 8 月居民部门单月新增融资-亿元 17
表 15：历年 8 月居民部门累计新增融资-亿元 17
表 16：历年 8 月非金融对公部门单月新增融资-亿元 20
表 17：历年 8 月非金融对公部门累计新增融资-亿元 20
表 18：历年 8 月非银金融机构单月及累计新增融资-亿元 27

仅供内部参考，请勿外传！

一、整体情况：信贷增长降速，存款活化延续

表 1：社融、存贷款、货币同比增速

	2026/8	2026/7	2026/6	2026/5	2026/4	2026/3	2026/2	2026/1	2025/12	2025/11
社融增速	7.2%	7.4%	7.4%	7.7%	7.8%	7.9%	8.2%	8.2%	8.3%	8.5%
社融增速（扣政府债）	5.5%	5.7%	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%	6.1%	5.9%	6.1%	6.0%
各项贷款增速	4.9%	5.1%	5.2%	5.5%	5.6%	5.7%	6.0%	6.1%	6.4%	6.4%
各项存款增速	7.7%	8.1%	8.2%	8.7%	8.9%	8.6%	8.7%	9.9%	8.7%	7.7%
非财政存款增速	7.7%	8.0%	8.3%	8.7%	8.8%	8.7%	8.8%	9.4%	8.7%	7.7%
M2 增速	7.5%	7.7%	8.0%	8.6%	8.6%	8.5%	9.0%	9.0%	8.5%	8.0%
M1 增速	4.1%	4.0%	4.0%	5.5%	5.0%	5.1%	5.9%	4.9%	3.8%	4.9%
M1 增速-M2 增速	-3.4%	-3.7%	-4.0%	-3.1%	-3.6%	-3.4%	-3.1%	-4.1%	-4.7%	-3.1%
M0 增速	11.2%	11.6%	11.8%	11.9%	12.2%	12.5%	14.1%	2.7%	10.2%	10.6%
（M1-M0）增速	3.1%	2.9%	3.0%	4.6%	4.0%	4.2%	4.8%	5.2%	2.9%	4.1%

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心，注：中国人民银行自统计 2025 年 1 月份数据起，启用新修订的狭义货币（M1）统计口径，表中 M1 增速为修订后可比口径。修订后的 M1 包括：流通中货币（M0）、单位活期存款、个人活期存款、非银行支付机构客户备付金。（下同）

表 2：历年 8 月新增货币社融结构（亿元）

	社会融资规模	社融扣政府债	社融口径贷款	人民币贷款	人民币贷款+政府债	人民币贷款+政府债-财政存款	M2	M0	M1	M1-M0
2020	35,853	22,065	14,201	12,800	26,588	21,249	11,378	176	12,286	12,111
2021	29,893	20,155	12,713	12,200	21,938	20,214	10,114	342	7,586	7,244
2022	24,712	21,667	13,344	12,500	15,545	18,117	16,990	722	4,985	4,263
2023	31,279	19,520	13,412	13,600	25,359	25,447	15,312	386	2,255	1,870
2024	30,323	14,146	10,411	9,000	25,177	19,590	17,400	632	-2,023	-2,656
2025	25,660	11,988	6,253	5,900	19,572	17,672	20,402	557	1,669	1,111
2026	16,619	6,491	591	600	10,728	9,628	13,023	97	3,077	2,980
同比多增	-9,041	-5,497	-5,662	-5,300	-8,844	-8,044	-7,380	-460	1,408	1,869

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

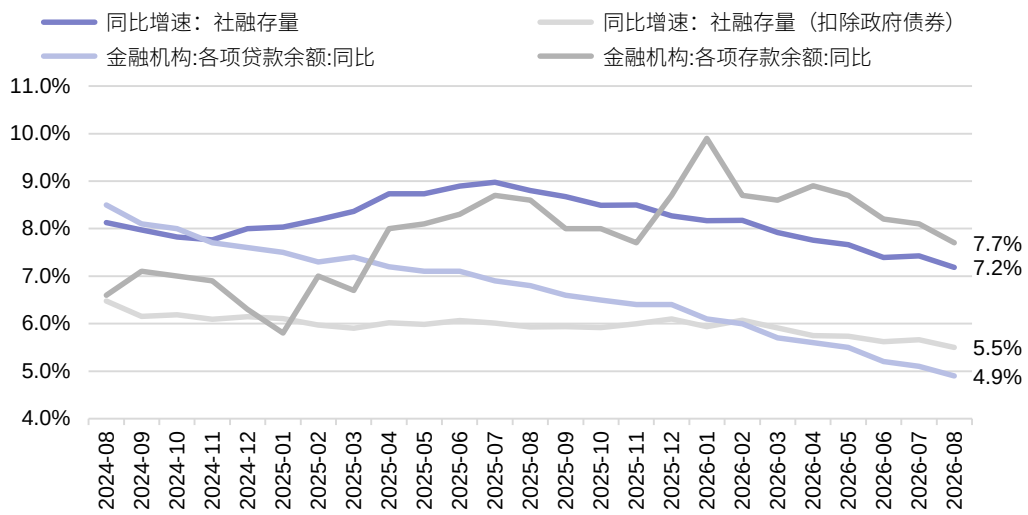
表 3：历年截至 8 月新增货币社融结构（亿元）

	社会融资规模	社融扣政府债	社融口径贷款	人民币贷款	人民币贷款+政府债	人民币贷款+政府债-财政存款	M2	M0	M1	M1-M0
2020	261,465	204,268	147,708	143,584	200,781	186,186	150,348	2,853	37,882	35,029
2021	218,643	182,552	150,526	150,600	186,691	169,560	125,472	745	2,097	1,352
2022	242,659	189,084	153,181	156,144	209,719	202,367	212,169	6,406	25,418	19,012
2023	252,152	202,501	169,824	174,347	223,998	215,133	205,022	1,809	-1,836	-3,645
2024	219,008	162,561	134,170	144,300	200,747	191,141	127,748	6,028	-50,070	-56,098
2025	265,555	162,841	129,320	134,600	237,314	215,214	184,509	5,208	-1,018	-6,226
2026	239,109	151,440	102,261	104,400	192,069	171,469	165,152	7,039	2,554	-4,485
同比多增	-26,446	-11,401	-27,059	-30,200	-45,245	-43,745	-19,357	1,831	3,571	1,741

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

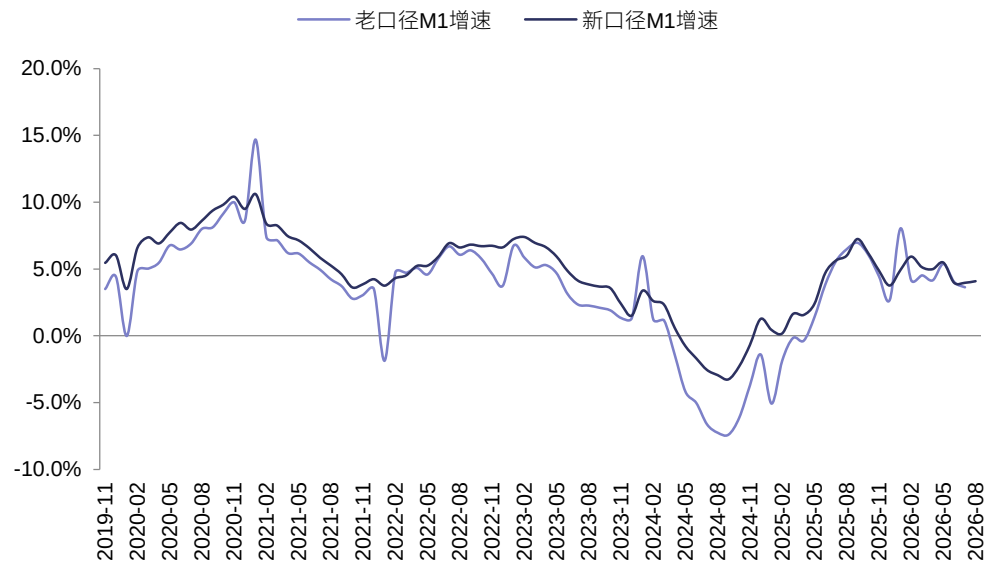
仅供内部参考，请勿外传！

图 1：社融存量及存贷款同比增速（单位:%）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

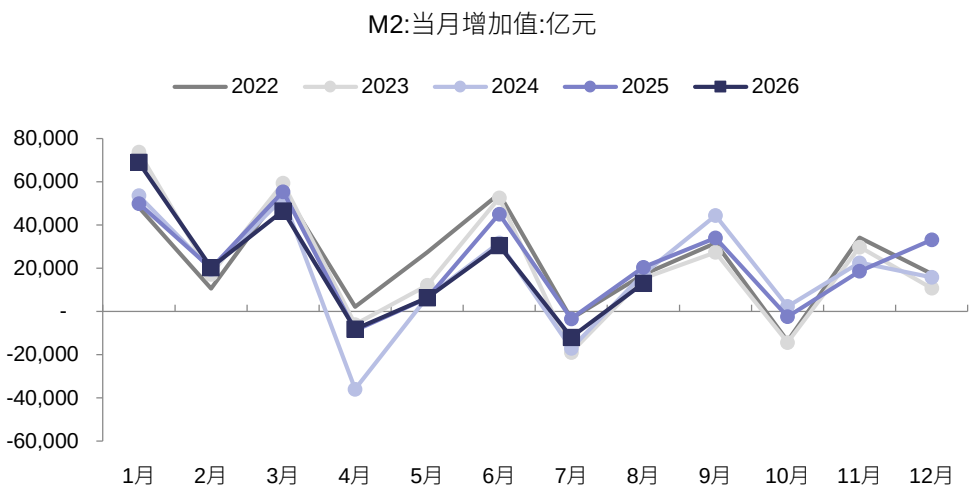
图 2：新老口径 M1 同比增速（单位:%）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

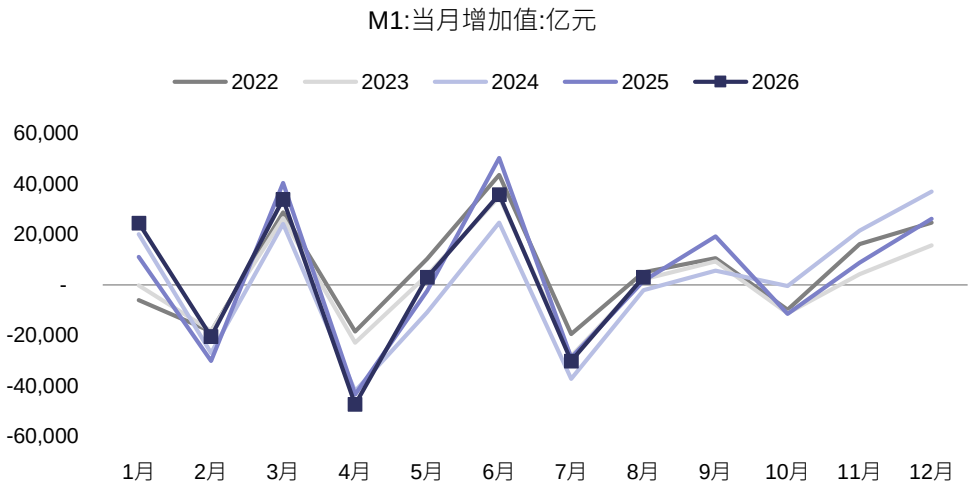
仅供内部参考，请勿外传！

图 3：单月新增 M2（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

图 4：单月新增 M1（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传！

表 4：历年 8 月新增社融结构（单位:亿元）

年份	社会融资规模	社融口径人民币贷款	新增外币贷款	新增委托贷款	新增信托贷款	新增未贴现银行承兑汇票	企业债券融资	非金融企业境内股票融资	政府债券	其他
2020	35,853	14,201	397	-415	-316	1,441	3,659	1,282	13,788	1,816
2021	29,893	12,713	347	177	-1,362	127	4,649	1,478	9,738	2,026
2022	24,712	13,344	-826	1,755	-472	3,486	1,512	1,251	3,045	1,617
2023	31,279	13,412	-201	97	-221	1,129	2,788	1,036	11,759	1,480
2024	30,323	10,411	-612	25	484	651	1,703	132	16,177	1,352
2025	25,660	6,253	-91	-165	350	1,973	1,338	456	13,672	1,874
2026	16,577	552	409	229	-233	382	2,712	639	10,097	1,790
同比多增	-9,083	-5,701	500	394	-583	-1,591	1,374	183	-3,575	-84

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

表 5：历年 8 月新增贷款结构（单位:亿元）

年份	金融机构:新增人民币贷款	社融口径人民币贷款(投向实体)	人民币贷款(投向实体，扣除票据融资)	对公:中长期	对公:短期	对公:票据融资	居民户:中长期	居民户:短期	非银行业金融机构贷款	其他
2020	12,800	14,201	15,877	7,252	47	-1,676	5,571	2,844	-1,474	236
2021	12,200	12,713	9,900	5,215	-1,149	2,813	4,259	1,496	-681	247
2022	12,500	13,344	11,753	7,353	-121	1,591	2,658	1,922	-425	-478
2023	13,600	13,412	9,940	6,444	-401	3,472	1,602	2,320	-358	521
2024	9,000	10,411	4,960	4,900	-1,900	5,451	1,200	716	-1,355	-12
2025	5,900	6,253	5,722	4,700	700	531	200	105	-1,130	794
2026	600	591	-409	3,200	-1,600	1,000	-822	-1,219	-436	477
同比多增	-5,300	-5,662	-6,131	-1,500	-2,300	469	-1,022	-1,324	694	-317

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

表 6：历年 8 月新增存款结构（单位:亿元）

年份	新增人民币存款	居民+企业存款	新增居民存款	新增企业存款	财政存款	非银金融机构存款	其他企业存款（主要机关团体存款）	机关团体存款	境外存款	其他
2020	19,400	11,464	3,973	7,491	5,339	-2,612	5,209	5,196	-23	35
2021	13,700	8,946	3,338	5,608	1,724	993	2,037	2,038	-9	7
2022	12,800	17,837	8,286	9,551	-2,572	-4,353	1,888	1,406	448	34
2023	12,600	16,767	7,877	8,890	-88	-7,322	3,243	2,943	316	-17
2024	22,200	10,600	7,100	3,500	5,587	6,300	-287	387	-615	-59
2025	20,600	4,097	1,100	2,997	1,900	11,800	2,803	2,894	-52	-39
2026	12,000	3,200	400	2,800	1,100	5,600	2,100			
同比多增	-8,600	-897	-700	-197	-800	-6,200	-703			

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传！

表 7：历年 8 月净金融债务增量（单位:亿元）

年份	居民贷款	居民存款	居民部门净融资	对公社融融资	对公存款	对公部门净融资	政府债券	财政存款	政府部门净融资	非银贷款-非银存款
2020	8,415	3,973	4,442	10,230	12,700	-2,470	13,788	5,339	8,449	1,138
2021	5,755	3,338	2,417	12,168	7,645	4,523	9,738	1,724	8,014	-1,674
2022	4,580	8,286	-3,706	12,043	11,439	604	3,045	-2,572	5,617	3,928
2023	3,922	7,877	-3,955	13,014	12,133	881	11,759	-88	11,847	6,964
2024	1,916	7,100	-5,184	10,183	3,213	6,970	16,177	5,587	10,590	-7,655
2025	305	1,100	-795	7,819	5,800	2,019	13,672	1,900	11,772	-12,930
2026	-2,041	400	-2,441	6,356	4,900	1,456	10,097	1,100	8,997	-6,036
同比多增	-2,346	-700	-1,646	-1,463	-900	-563	-3,575	-800	-2,775	6,894

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

表 8：历年截至 8 月累计新增社融结构（单位:亿元）

年份	社会融资规模	社融口径人民币贷款	新增外币贷款	新增委托贷款	新增信托贷款	新增未贴现银行承兑汇票	企业债券融资	非金融企业境内股票融资	政府债券	其他
2020	261,465	147,708	3,354	-2,873	-2,978	4,174	39,611	4,959	57,197	10,313
2021	218,643	150,526	2,549	-1,120	-10,171	-2,243	23,294	7,370	36,091	12,347
2022	242,659	153,181	-1,504	1,791	-4,622	-1,025	22,034	7,717	53,575	11,512
2023	252,152	169,824	-782	849	236	21	15,780	6,417	49,651	10,156
2024	219,008	134,170	-1,583	-549	3,556	-2,788	17,811	1,577	56,447	10,367
2025	265,555	129,320	-817	-854	1,942	-224	15,595	2,668	102,714	15,211
2026	239,109	102,261	2,102	-580	-905	-1,405	27,925	4,701	87,669	17,341
同比多增	-26,446	-27,059	2,919	274	-2,847	-1,181	12,330	2,033	-15,045	2,130

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

表 9：历年截至 8 月累计新增贷款结构（单位:亿元）

年份	金融机构:新增人民币贷款	社融口径人民币贷款	人民币贷款(投向实体，扣除票据融资)	对公:中长期	对公:短期	对公:票据融资	居民户:中长期	居民户:短期	非银行业金融机构贷款	其他
2020	143,584	147,708	140,708	61,820	25,826	7,000	39,638	11,906	-4,519	1,913
2021	150,600	150,526	143,731	76,352	8,574	6,795	42,533	13,081	-739	4,004
2022	156,144	153,181	127,354	73,012	26,233	25,827	19,744	7,862	1,154	2,312
2023	174,347	169,824	171,679	106,256	34,214	-1,855	15,530	14,285	1,797	4,120
2024	144,300	134,170	126,573	87,000	23,700	7,597	13,100	1,324	4,591	6,988
2025	134,600	129,320	120,542	73,800	38,200	8,778	10,800	-3,725	1,227	5,520
2026	104,400	102,261	89,361	56,400	41,800	12,900	188	-10,500	-4,380	7,992
同比多增	-30,200	-27,059	-31,181	-17,400	3,600	4,122	-10,612	-6,775	-5,607	2,472

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传！

表 10：历年截至 8 月累计新增存款结构（单位:亿元）

年份	新增人民币存款	居民+企业存款	新增居民存款	新增企业存款	财政存款	非银金融机构存款	其他企业存款（主要机关团体存款）	机关团体存款	境外存款	其他
2020	165,603	124,869	80,078	44,791	14,595	7,942	18,197	17,203	1,400	-407
2021	142,848	79,246	64,238	15,008	17,131	32,469	14,002	13,582	1,111	-691
2022	201,456	160,357	108,206	52,151	7,352	13,205	20,542	18,247	2,097	198
2023	202,391	162,074	118,884	43,190	8,865	7,608	23,844	23,531	980	-667
2024	128,800	67,700	96,500	-28,800	9,606	35,900	15,594	14,267	1,804	-476
2025	205,000	103,806	97,700	6,106	22,100	58,700	20,394	20,148	675	-429
2026	189,900	88,400	69,900	18,500	20,600	63,200	17,700			
同比多增	-15,100	-15,406	-27,800	12,394	-1,500	4,500	-2,694			

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

表 11：历年截至 8 月累计净金融债务增量（单位:亿元）

年份	居民贷款	居民存款	居民部门净融资	对公社融融资	对公存款	对公部门净融资	政府债券	财政存款	政府部门净融资	非银贷款-非银存款
2020	51,544	80,078	-28,534	136,719	62,988	73,731	57,197	14,595	42,602	-12,461
2021	55,614	64,238	-8,624	113,643	29,010	84,633	36,091	17,131	18,960	-33,208
2022	27,606	108,206	-80,600	150,488	72,693	77,795	53,575	7,352	46,223	-12,051
2023	29,815	118,884	-89,069	161,115	67,034	94,081	49,651	8,865	40,786	-5,811
2024	14,424	96,500	-82,076	139,109	-13,206	152,315	56,447	9,606	46,841	-31,309
2025	7,075	97,700	-90,625	139,312	26,500	112,812	102,714	22,100	80,614	-57,473
2026	-10,312	69,900	-80,212	144,316	36,200	108,116	87,700	20,600	67,100	-67,580
同比多增	-17,387	-27,800	10,413	5,004	9,700	-4,696	-15,014	-1,500	-13,514	-10,107

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

请务必阅



仅供内部参考，请勿外传！

二、政府部门：高基数下政府债发行节奏偏慢

表 12：历年 8 月政府部门单月新增融资-亿元

	政府债券	财政存款	政府债务-政府存款	财政力度
2020	13,788	5,339	8,449	7,720
2021	9,738	1,724	8,014	3,102
2022	3,045	-2,572	5,617	5,898
2023	11,759	-88	11,847	7,200
2024	16,177	5,587	10,590	5,082
2025	13,672	1,900	11,772	10,090
2026	10,097	1,100	8,997	8,654
同比多增	-3,575	-800	-2,775	-1,435

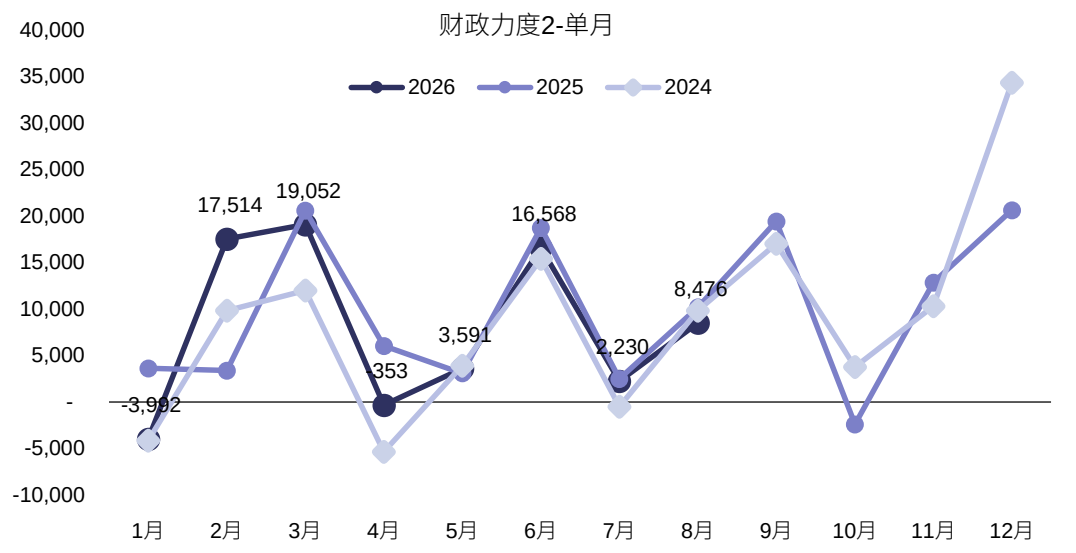
数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心，注：财政力度 3=当月政府债增量+当月 PSL 增量-当月财政存款增量-（央行其他负债-其他资产）增量

表 13：历年 8 月政府部门累计新增融资-亿元

	政府债券	财政存款	政府债务-政府存款	财政力度
2020	57,197	14,595	42,602	35,934
2021	36,091	17,131	18,960	13,446
2022	53,575	7,352	46,223	57,480
2023	49,651	8,865	40,786	28,833
2024	56,447	9,606	46,841	30,374
2025	102,714	22,100	80,614	66,936
2026	87,669	20,600	67,069	69,739
同比多增	-15,045	-1,500	-13,545	2,803

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

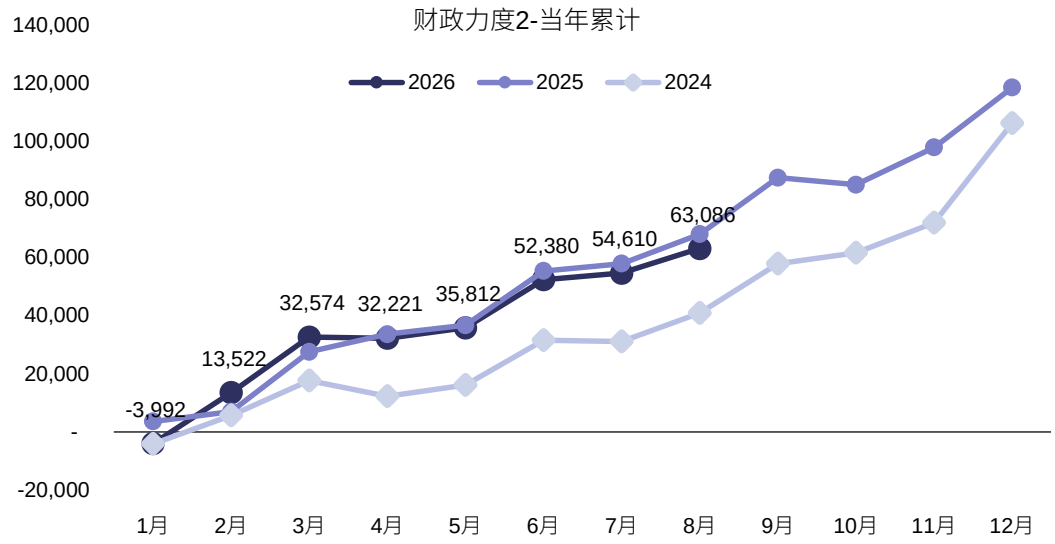
图 5：单月财政力度 2（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心，注：财政力度 2=当月政府债增量+当月 PSL 增量-当月财政存款增量

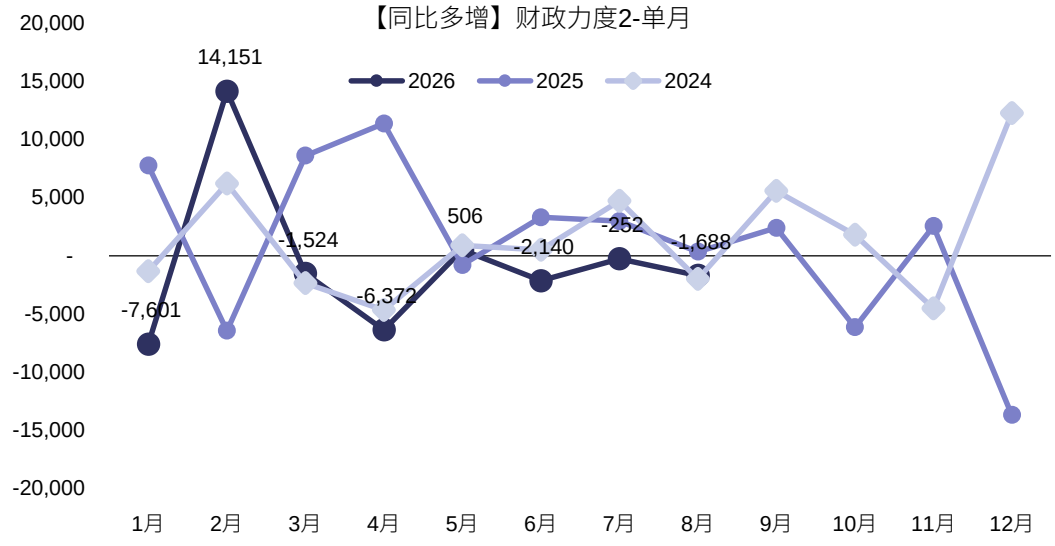
仅供内部参考，请勿外传！

图 6：当年累计财政力度 2（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

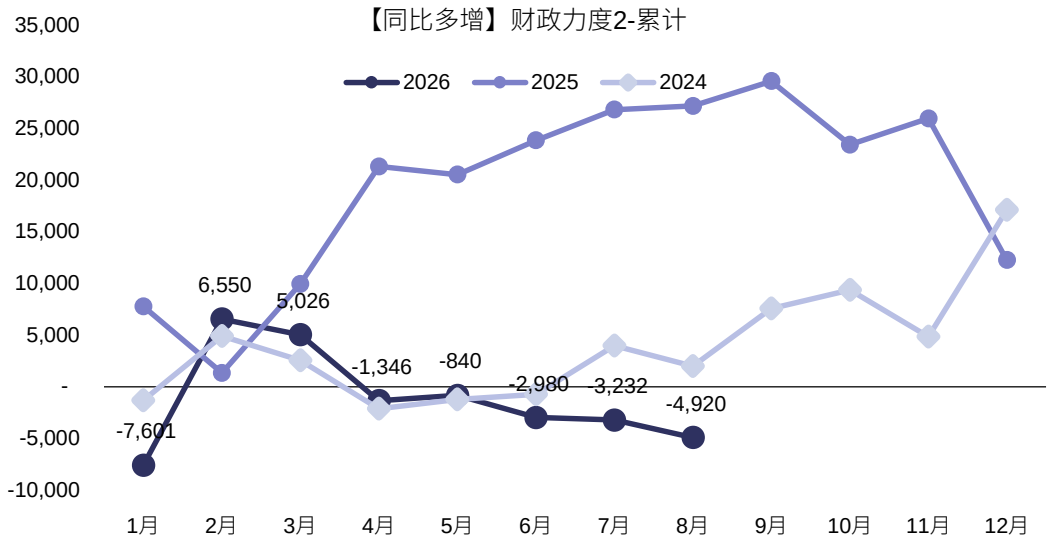
图 7：单月财政力度 2 同比多增（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

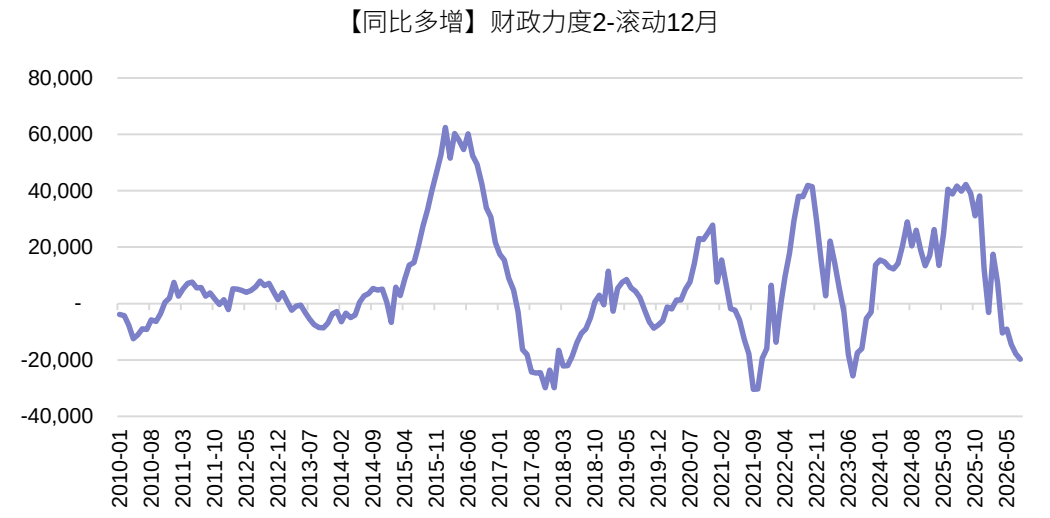
仅供内部参考，请勿外传！

图 8：当年累计财政力度 2 同比多增（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

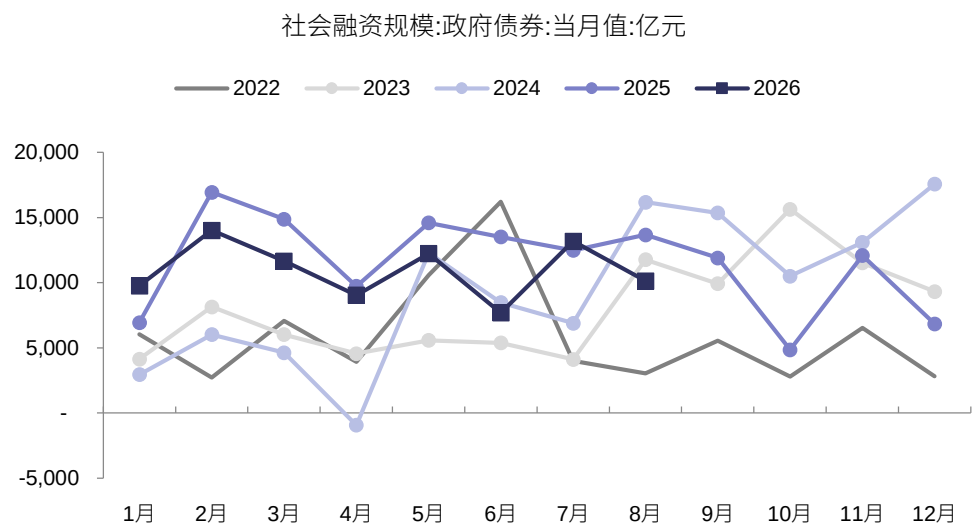
图 9：财政力度 2 滚动 12 月-同比多增（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

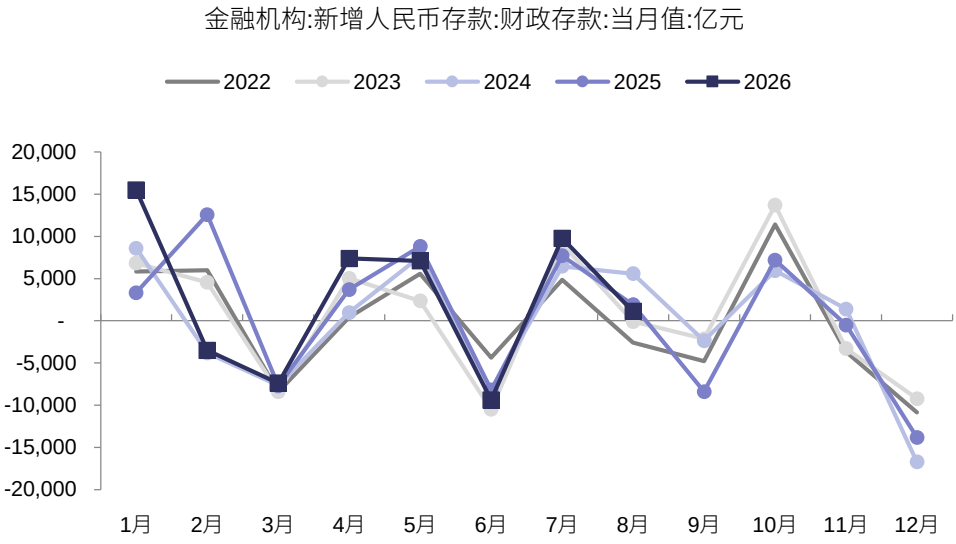
仅供内部参考，请勿外传！

图 10：单月新增政府债券（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

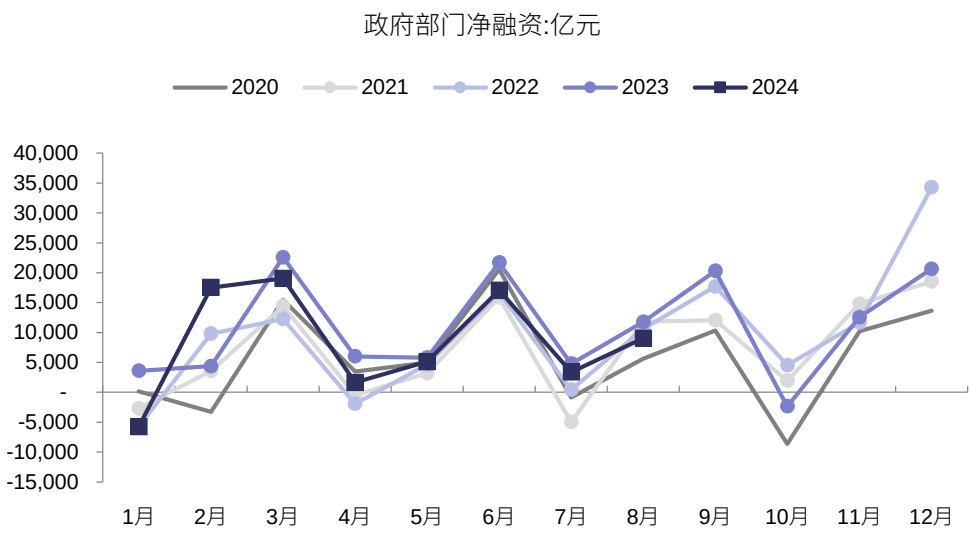
图 11：单月新增财政存款（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

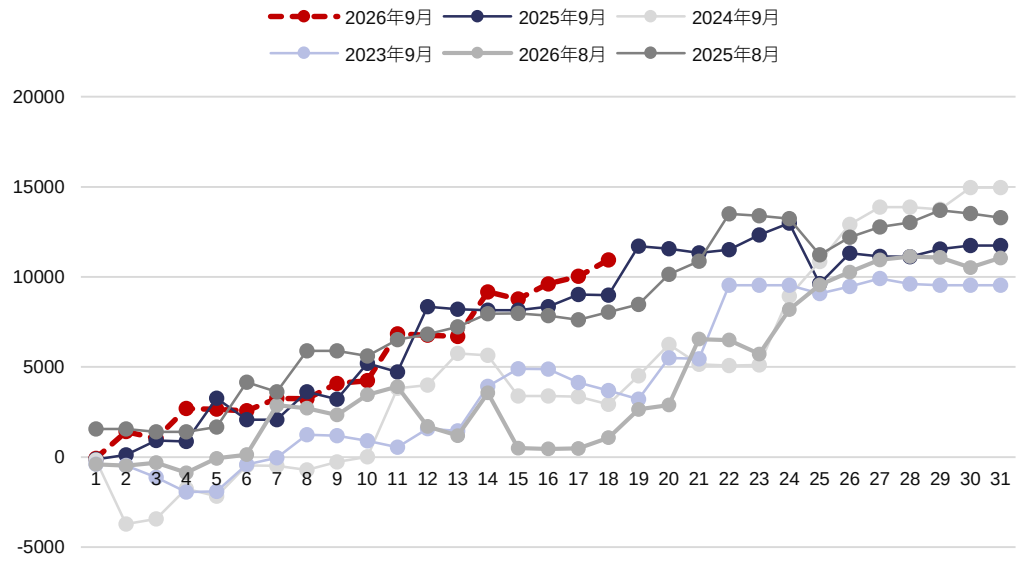
仅供内部参考，请勿外传！

图 12：单月政府部门净融资（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

图 13：政府债 9 月日度累计净融资（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传！

三、居民部门：居民加杠杆意愿仍待修复

表 14：历年 8 月居民部门单月新增融资-亿元

	居民贷款	居民户：中长期贷款	居民户：短期贷款	居民存款	居民贷款-存款
2020	8,415	5,571	2,844	3,973	4,442
2021	5,755	4,259	1,496	3,338	2,417
2022	4,580	2,658	1,922	8,286	-3,706
2023	3,922	1,602	2,320	7,877	-3,955
2024	1,916	1,200	716	7,100	-5,184
2025	305	200	105	1,100	-795
2026	-2,041	-822	-1,219	400	-2,441
同比多增	-2,346	-1,022	-1,324	-700	-1,646

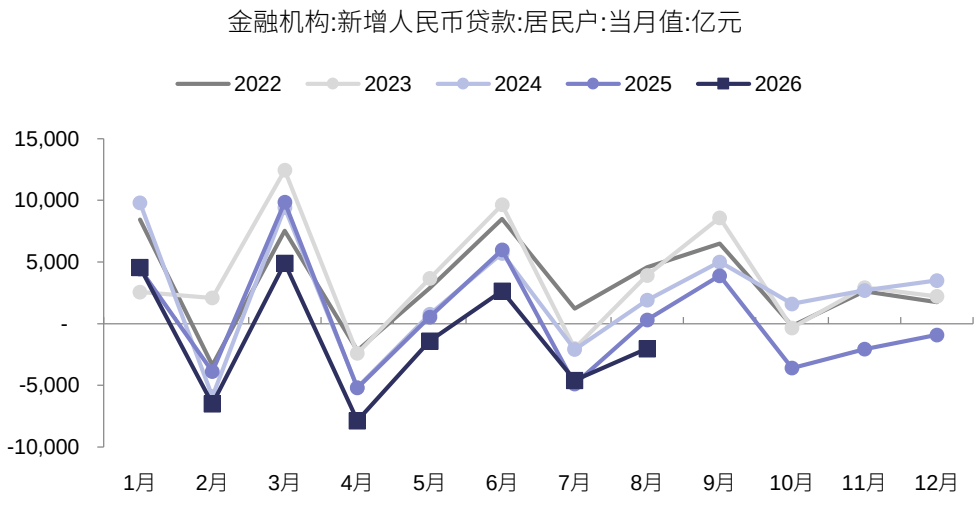
数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

表 15：历年 8 月居民部门累计新增融资-亿元

	居民贷款	居民户:中长期贷款	居民户:短期贷款	居民存款	居民贷款-存款
2020	51,544	39,638	11,906	80,078	-28,534
2021	55,614	42,533	13,081	64,238	-8,624
2022	27,606	19,744	7,862	108,206	-80,600
2023	29,815	15,530	14,285	118,884	-89,069
2024	14,424	13,100	1,324	96,500	-82,076
2025	7,075	10,800	-3,725	97,700	-90,625
2026	-10,312	188	-10,500	69,900	-80,212
同比多增	-17,387	-10,612	-6,775	-27,800	10,413

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

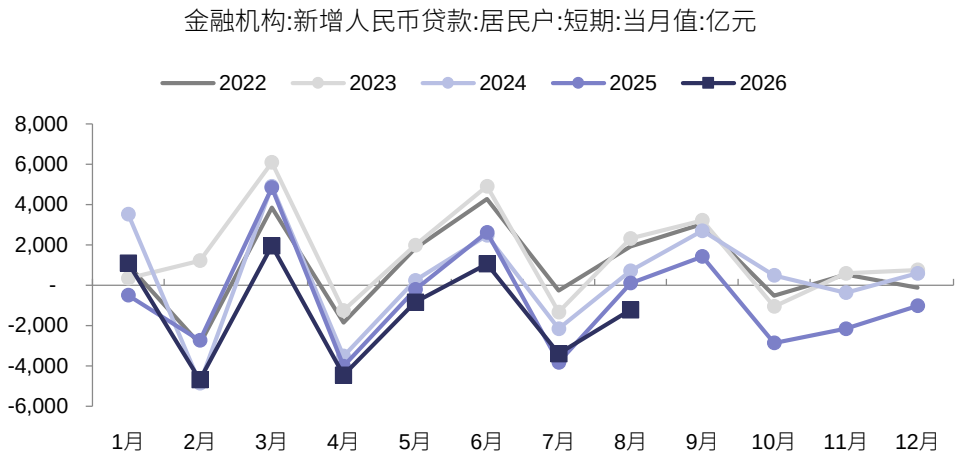
图 14：单月新增居民部门贷款（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

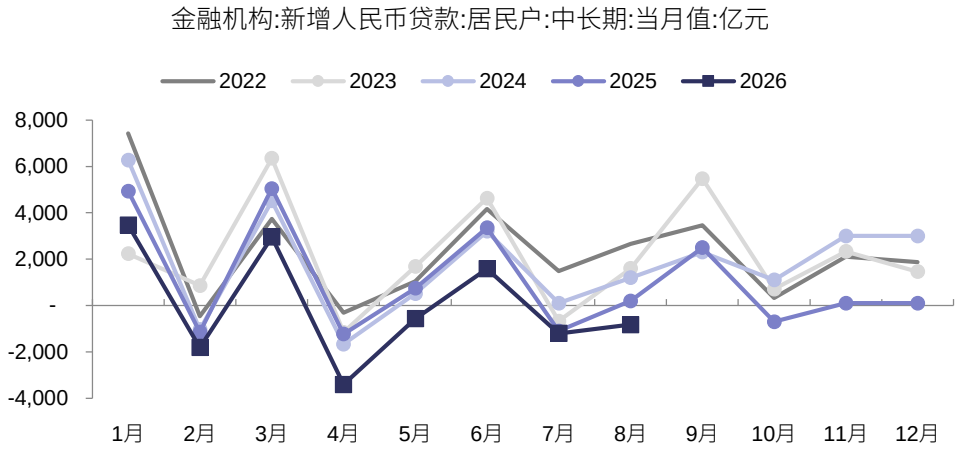
仅供内部参考，请勿外传！

图 15：单月新增居民部门短期贷款（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

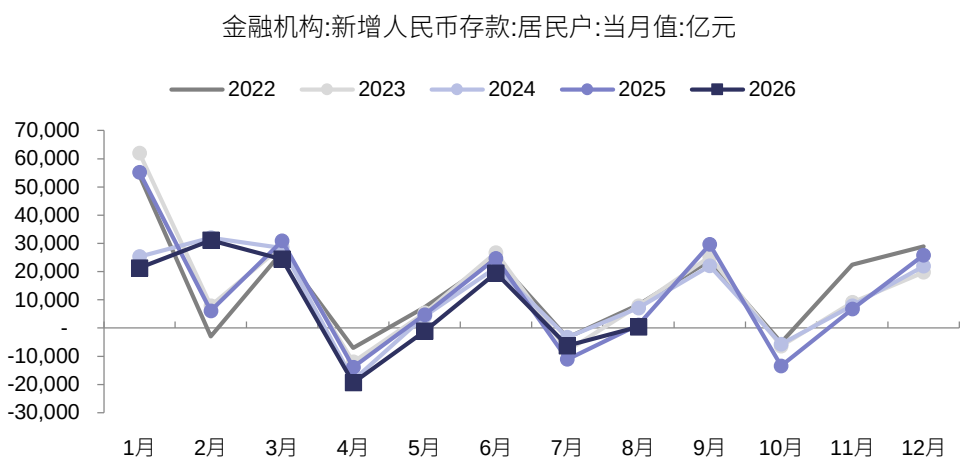
图 16：单月新增居民部门中长期贷款（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

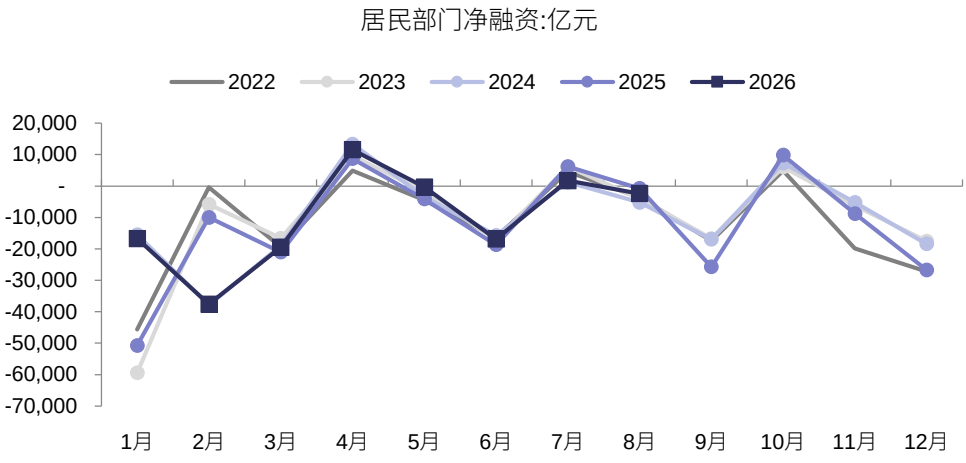
仅供内部参考，请勿外传！

图 17：单月新增居民部门存款（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

图 18：单月居民部门净融资（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传！

四、对公部门：对公需求走弱，政策性金融工具落地初现端倪

表 16：历年 8 月非金融对公部门单月新增融资-亿元

	企业社融融资	对公:中长期	对公:短期	对公:票据融资	新增外币贷款	新增委托贷款	新增信托贷款	新增未贴现银行承兑汇票	企业债券融资	非金融企业境内股票融资	新增企业存款	其他单位存款	企业债务-企业存款
2020	10,230	7,252	47	-1,676	397	-415	-316	1,441	3,659	1,282	7,491	5,209	-2,470
2021	12,168	5,215	-1,149	2,813	347	177	-1,362	127	4,649	1,478	5,608	2,037	4,523
2022	12,043	7,353	-121	1,591	-826	1,755	-472	3,486	1,512	1,251	9,551	1,888	604
2023	13,014	6,444	-401	3,472	-201	97	-221	1,129	2,788	1,036	8,890	3,243	881
2024	10,183	4,900	-1,900	5,451	-612	25	484	651	1,703	132	3,500	-287	6,970
2025	7,819	4,700	700	531	-91	-165	350	1,973	1,338	456	2,997	2,803	2,019
2026	6,356	3,200	-1,600	1,000	409	229	-233	382	2,712	639	2,800	2,100	1,456
同比多增	-1,463	-1,500	-2,300	469	500	394	-583	-1,591	1,374	183	-197	-703	-563

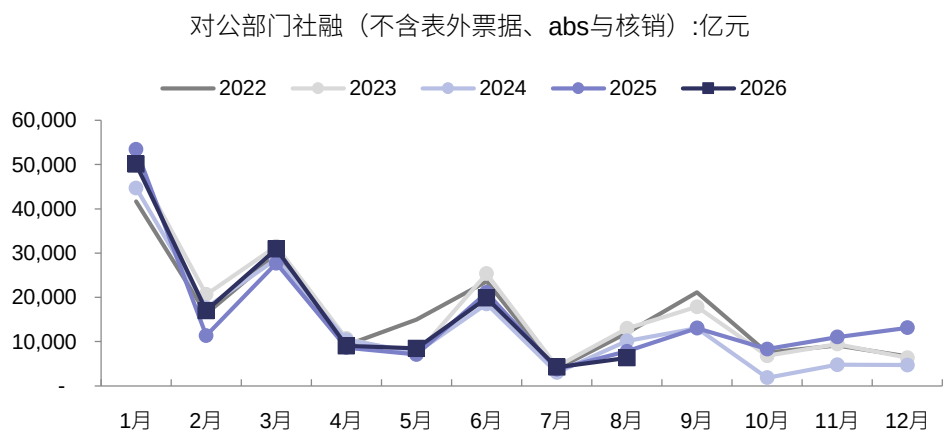
数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

表 17：历年 8 月非金融对公部门累计新增融资-亿元

	企业社融融资	对公:中长期	对公:短期	对公:票据融资	新增外币贷款	新增委托贷款	新增信托贷款	新增未贴现银行承兑汇票	企业债券融资	非金融企业境内股票融资	新增企业存款	其他单位存款	企业债务-企业存款
2020	136,719	61,820	25,826	7,000	3,354	-2,873	-2,978	4,174	39,611	4,959	44,791	18,197	73,731
2021	113,643	76,352	8,574	6,795	2,549	-1,120	-10,171	-2,243	23,294	7,370	15,008	14,002	84,633
2022	150,488	73,012	26,233	25,827	-1,504	1,791	-4,622	-1,025	22,034	7,717	52,151	20,542	77,795
2023	161,115	106,256	34,214	-1,855	-782	849	236	21	15,780	6,417	43,190	23,844	94,081
2024	139,109	87,000	23,700	7,597	-1,583	-549	3,556	-2,788	17,811	1,577	-28,800	15,594	152,315
2025	139,312	73,800	38,200	8,778	-817	-854	1,942	-224	15,595	2,668	6,106	20,394	112,812
2026	144,343	56,400	41,800	12,900	2,102	-580	-905	-1,405	27,925	4,701	18,500	17,700	108,143
同比多增	5,031	-17,400	3,600	4,122	2,919	274	-2,847	-1,181	12,330	2,033	12,394	-2,694	-4,669

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

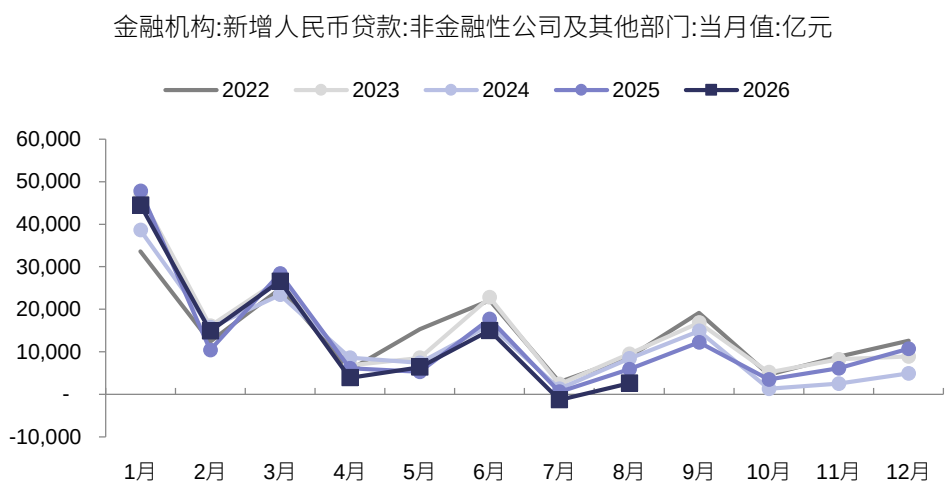
图 19：单月新增非金融对公部门社融融资（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

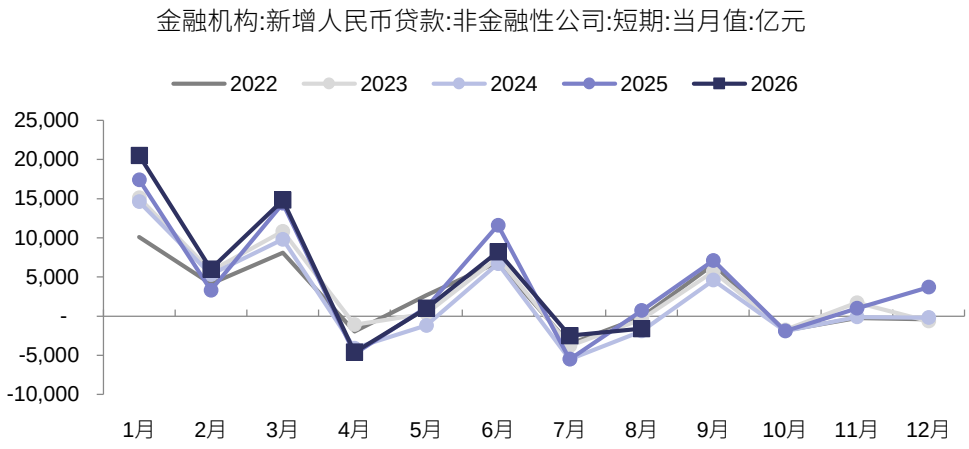
仅供内部参考，请勿外传！

图 20：单月新增非金融对公部门贷款（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

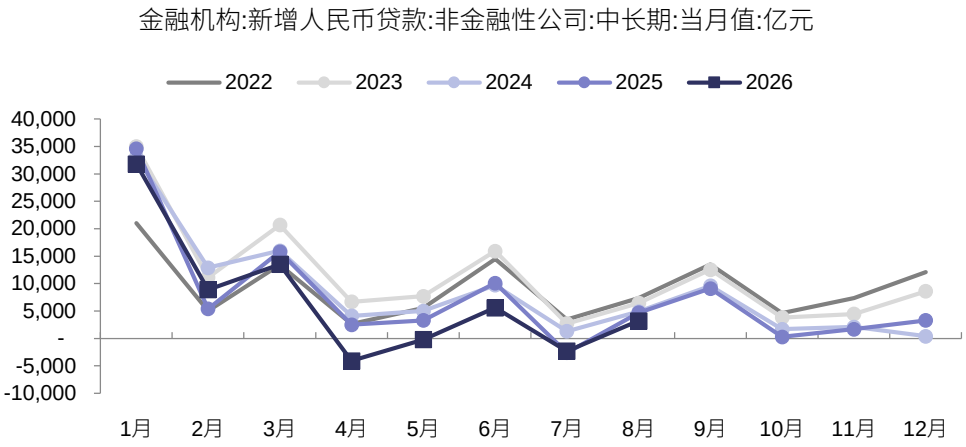
图 21：单月新增非金融对公部门短期贷款（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

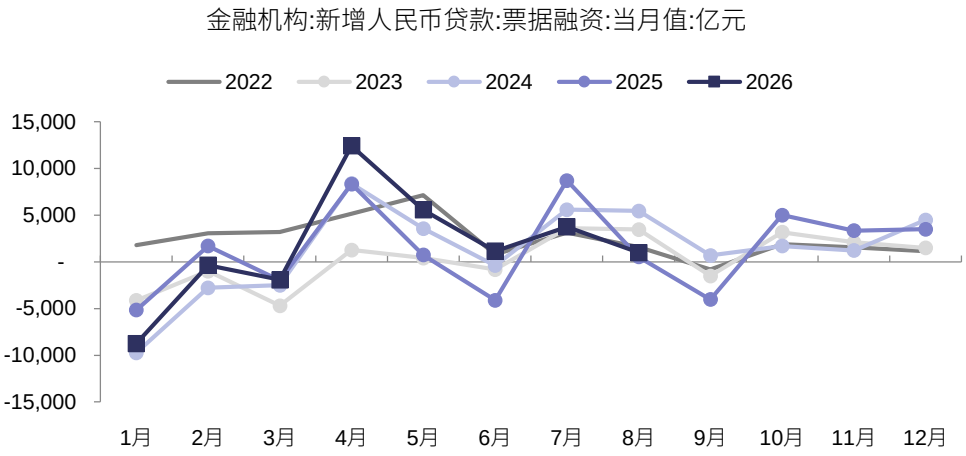
仅供内部参考，请勿外传！

图 22：单月新增非金融对公部门中长期贷款（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

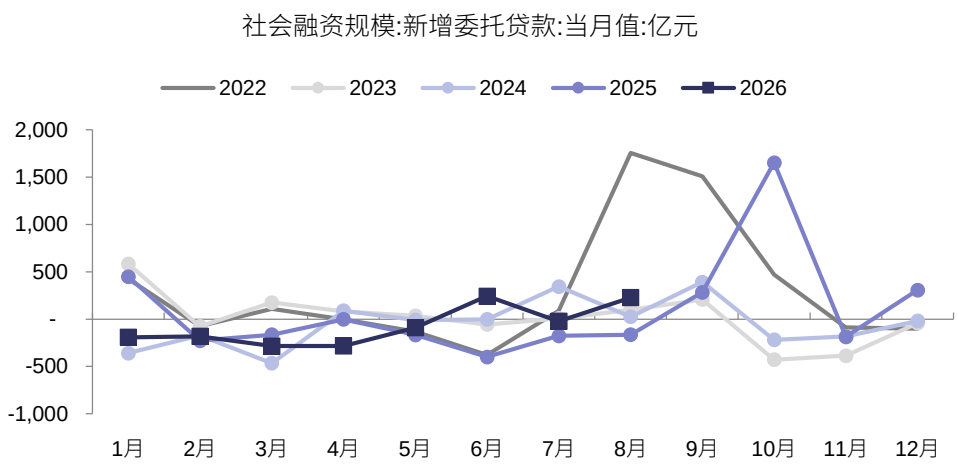
图 23：单月新增票据融资（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

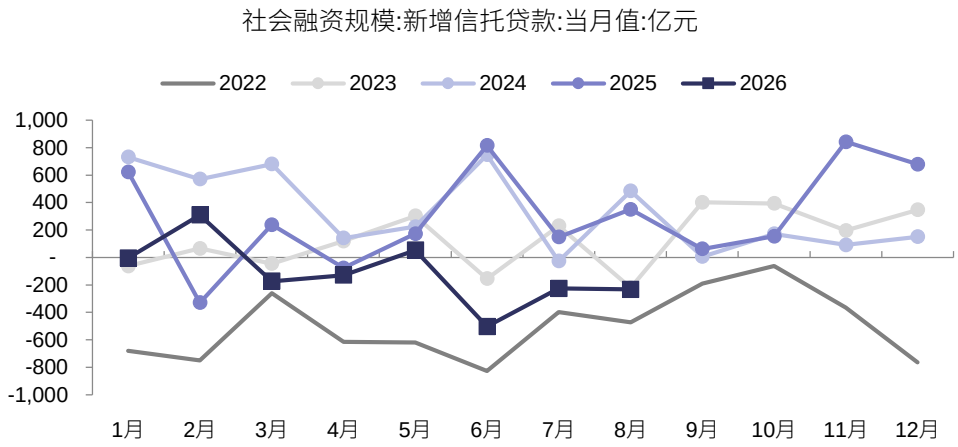
仅供内部参考，请勿外传！

图 24：单月新增委托贷款（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

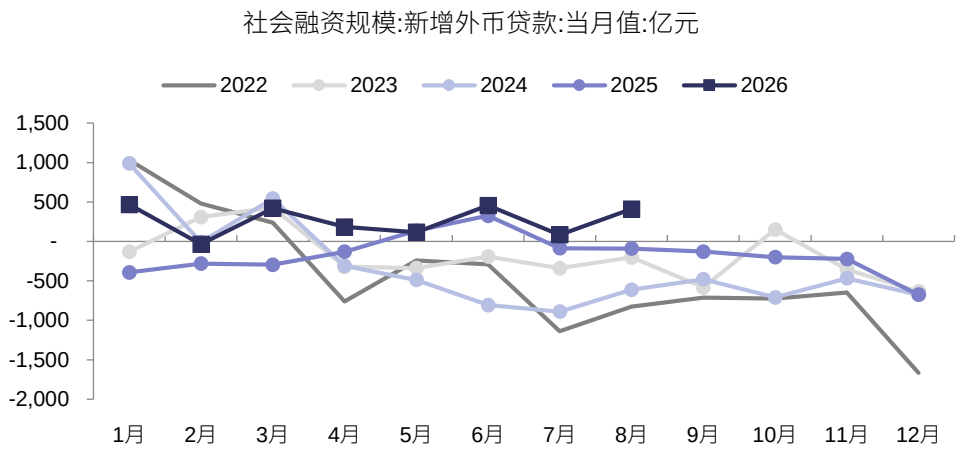
图 25：单月新增信托贷款（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

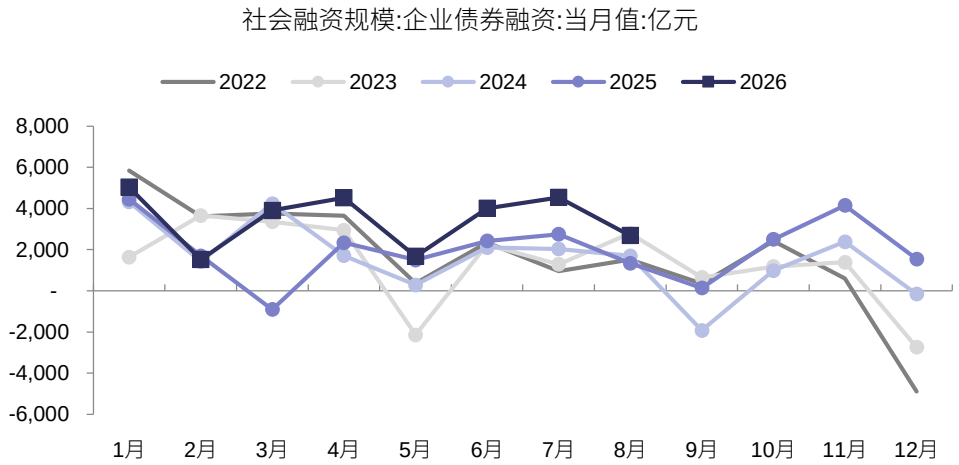
仅供内部参考，请勿外传！

图 26：单月新增外币贷款（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

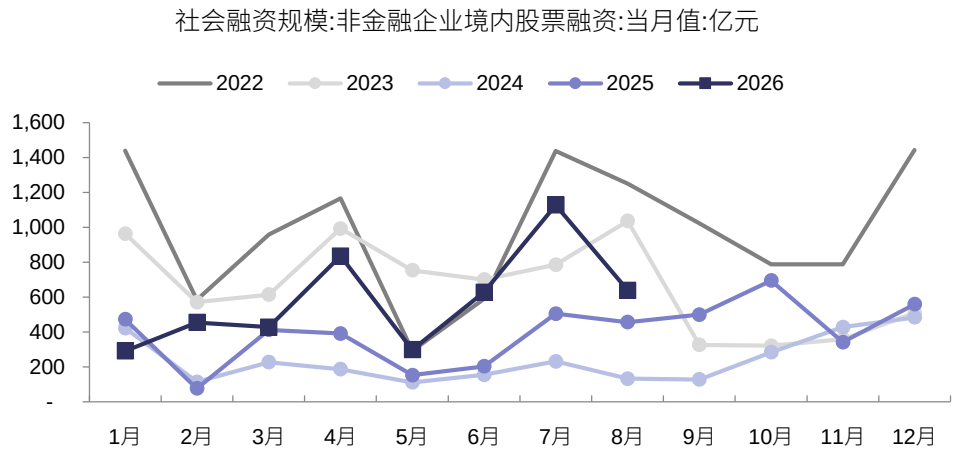
图 27：单月新增企业债融资（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

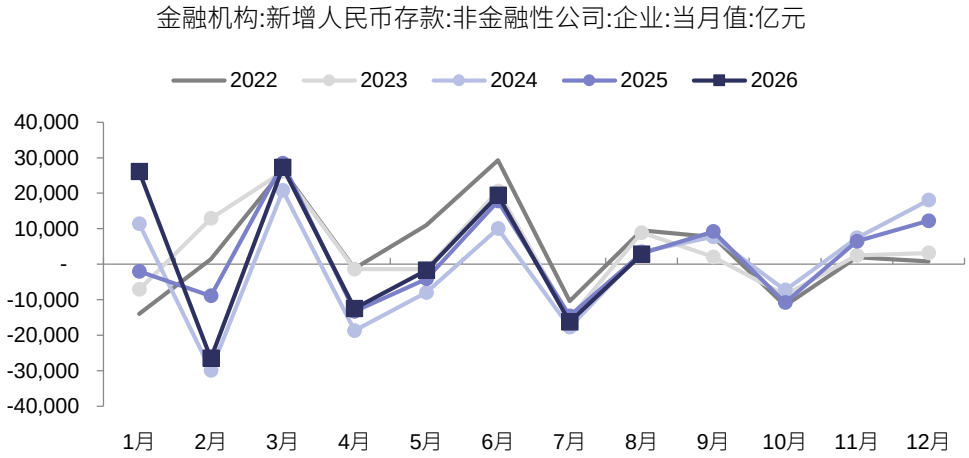
仅供内部参考，请勿外传！

图 28：单月新增企业境内股票融资（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

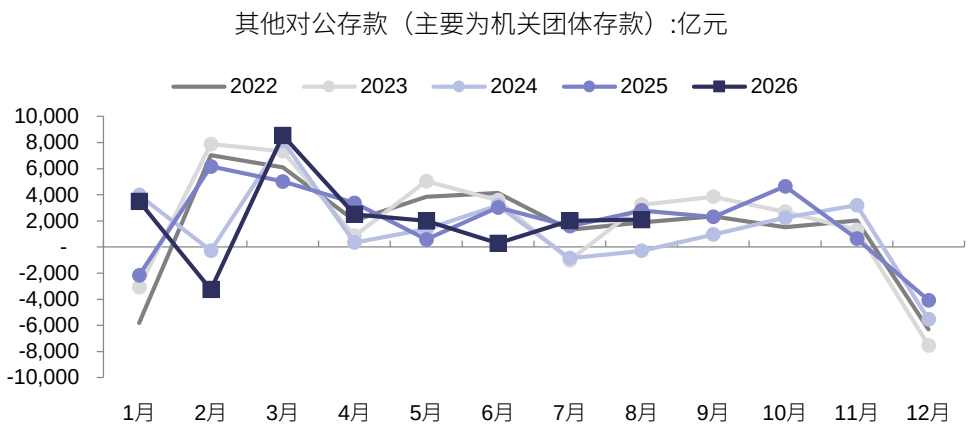
图 29：非金融企业部门单月新增人民币存款（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

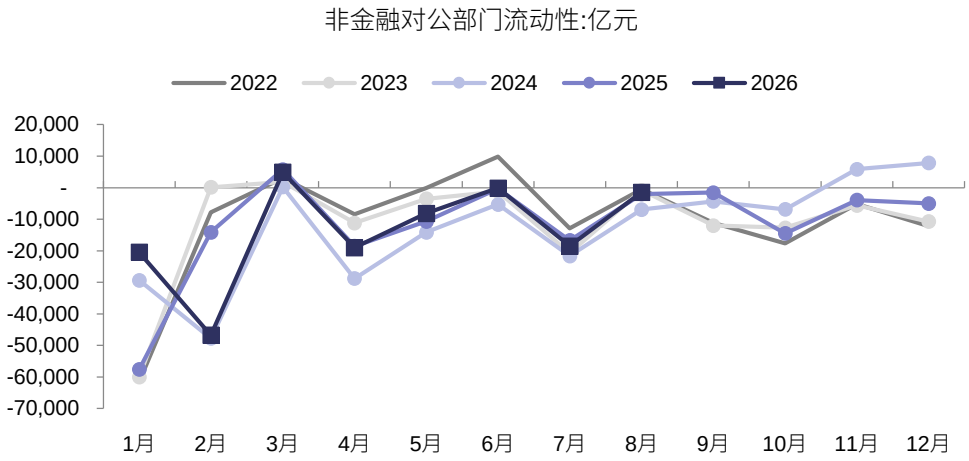
仅供内部参考，请勿外传！

图 30：单月新增其他企业存款（主要为机关团体存款）（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

图 31：非金融对公部门净流动性（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心，注：非金融对公部门流动性=单月新增对公部门存款-对公部门社融

仅供内部参考，请勿外传！

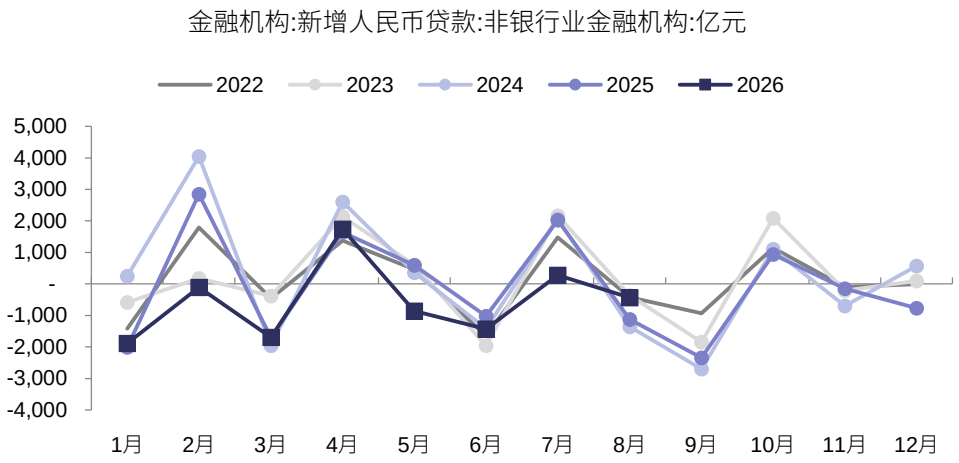
五、非银部门：高基数下非银存款同比大幅少增

表 18：历年 8 月非银金融机构单月及累计新增融资-亿元

	历年 8 月非银金融机构单月新增融资-亿元			历年 8 月非银金融机构累计新增融资-亿元		
	非银行业金融机构贷款	非银金融机构存款	非银贷款-非银存款	非银行业金融机构贷款	非银金融机构存款	非银贷款-非银存款
2020	-1,474	-2,612	1,138	-4,519	7,942	-12,461
2021	-681	993	-1,674	-739	32,469	-33,208
2022	-425	-4,353	3,928	1,154	13,205	-12,051
2023	-358	-7,322	6,964	1,797	7,608	-5,811
2024	-1,355	6,300	-7,655	4,591	35,900	-31,309
2025	-1,130	11,800	-12,930	1,227	58,700	-57,473
2026	-436	5,600	-6,036	-4,380	63,200	-67,580
同比多增	694	-6,200	6,894	-5,607	4,500	-10,107

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

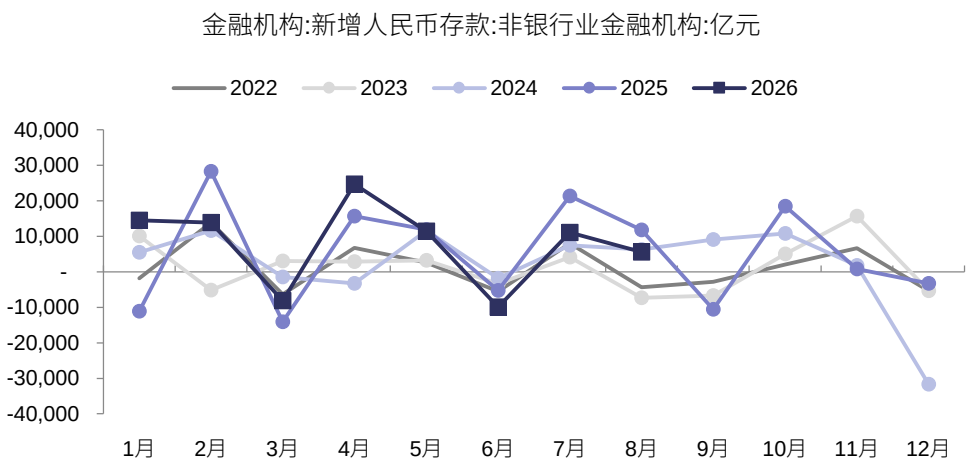
图 32：单月新增非银金融机构贷款（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

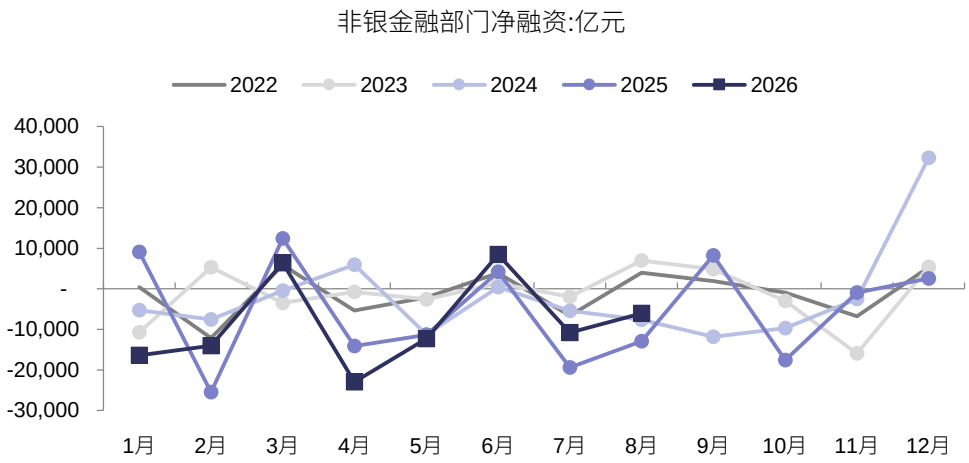
仅供内部参考，请勿外传！

图 33：单月新增非银金融机构存款（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

图 34：单月新增非银金融机构净融资（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

六、风险提示

（1）经济表现不及预期：外部环境存在诸多不确定性，可能导致经济下行超预期。

（2）金融风险超预期：宏观经济下行，导致融资需求大幅下滑、息差快速收窄、资产质量压力显著上升。

（3）财政政策力度不及预期，导致实体经济预期回暖不及预期。

（4）政策调控力度超预期，利率大幅波动，导致流动性风险超预期上升。

仅供内部参考，请勿外传！

广发银行业研究小组

倪 军 ：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008 年开始从事银行业研究，2018 年进入广发证券发展研究中心。

张晓辉 ：资深分析师，悉尼大学硕士，2020 年开始从事银行业研究，2026 年加入广发证券发展研究中心。

李文洁 ：高级分析师，中国人民大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

王 宇 ：高级分析师，中国人民大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

刘婉琴 ：高级研究员，北京大学经济学硕士，2025 年 7 月加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



倪军

SAC 执证号：S0260518020004
nijun@gf.com.cn



张晓辉

SAC 执证号：S0260526040001
SFC CE No. BYA783
bjzhangxiaohui@gf.com.cn



李文洁

SAC 执证号：S0260526060006
gfliwenjie@gf.com.cn

请注意，倪军,李文洁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

仅供内部参考，请勿外传！

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

仅供内部参考，请勿外传！

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。