下载日志已记录，仅供内部参考

从存贷款增速差走阔看金融结构变迁
——国内宏观周报第 3 期

证券研究报告/宏观专题报告　　2026 年 09 月 21 日

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

Email：zhangdl01@zts.com.cn

报告摘要

- **2026 年 9 月 16 日，央行行长潘功胜在《求是》杂志发文《深刻认识中国金融结构变迁 提升金融服务实体经济适配性》，明确指出“金融结构正发生深刻变化”。**中国金融机构的重要维度之一就是融资结构，目前中国以银行贷款为主体的间接融资占比持续下降，包括债券、股票在内的直接融资占比稳步上升。
- **融资结构的这一转变，正是近年存贷款增速差由负转正并持续走阔的重要原因。**
- **本轮存贷款增速差走阔，从存款端、贷款端分别拆分结构，可发现各有原因支撑。**存款增速主要受企业结汇和化债的影响而走高，前期非银同比回升主因“存款搬家”。贷款端增速走弱，主要原因是居民信贷需求较弱，以及企业中长期贷款回落。
- **更深层的原因是融资结构转变。**过去以间接融资为主的融资结构下，“贷款创造存款”使得存贷款增速高度一致。而直接融资占比提升，企业贷款增速放慢，弱化了这一途径的作用；存款端，直接融资渠道使得居民存款直接转换为企业存款，存款整体增速保持稳定，甚至受企业结汇支撑进一步走高。因此，存贷款之间的增速差不断拉大。
- **存贷款增速差走阔，对资本市场有着深刻影响。**对于银行来说，负债端存款被动高增，资产端合意信贷项目不足。一方面，由此形成的资产缺口往往需通过债券配置来弥补，为债市提供了一定支撑。另一方面，净息差压力也使得银行难以提高存款利率，这部分潜在配置需求，对资本市场来说是利好。
- **对实体经济运行情况的高频跟踪，我们从生产、内需、外贸、价格四个方面来观测：一是生产，**黑色链、化工链的多数指标环比延续回升，工业生产逐步恢复，步入秋季，重点电厂日均耗煤、发电量环比持续回落；**二是内需，**消费和出行指标多数环比小幅回升，地产指标边际走强；**三是外贸，**港口吞吐量指标环比较前值有所回落，运价指数环比继续回升，外需韧性仍存；**四是价格，**总体出现回落，但海外油价维持上涨，国内定价工业品中双焦价格环比继续回落，不过农产品多数指标环比上涨。
- **对金融市场的运行情况，我们从货币市场、债市、股市、汇率四个方面来观测：一是货币市场，**主要货币市场利率回升，可能的原因一是税期，二是政府债缴款大幅增加，尽管央行公开市场逆回购操作合计净投放约 8268 亿元，但资金面仍偏紧；**二是债市，**长端国债收益率回落，1 年期国债收益率环比小幅上行；利率债合计发行 6824.8 亿元，同比多增 179.4 亿元，受国债和地方债发行支撑；**三是股市，**A 股主要指数多数回升，仅沪深 300、上证 50 环比为-0.06%、-0.26%；**四是汇率，**在岸/离岸人民币汇率均突破 6.7，维持升值趋势。
- **风险提示：政策推进节奏不及预期，数据更新不及时，数据测算偏差风险。**

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

一、从存贷款增速差走阔看金融结构变迁 3
二、高频数据跟踪 7
风险提示 9

图表目录

图表 1：社融存量结构中直接融资占比稳步上升 3
图表 2：2026 年以来存贷款增速差位于 3%左右 4
图表 3：近年存贷款同比位于低位，走势分化 4
图表 4：企业存款对整体存款同比的拉动明显上升 4
图表 5：2025 年上半年及 2026 年一季度的财政支出进度较快 5
图表 6：住户和企业贷款对贷款增速的拖累都比较大 5
图表 7：融资结构转变是存贷款增速差拉大的深层原因 6
图表 8：实体经济高频数据一览表 8
图表 9：金融市场数据一览表 9
图表 10：金融市场数据一览表（补充） 9

下载日志已记录，仅供内部参考

一、从存贷款增速差走阔看金融结构变迁

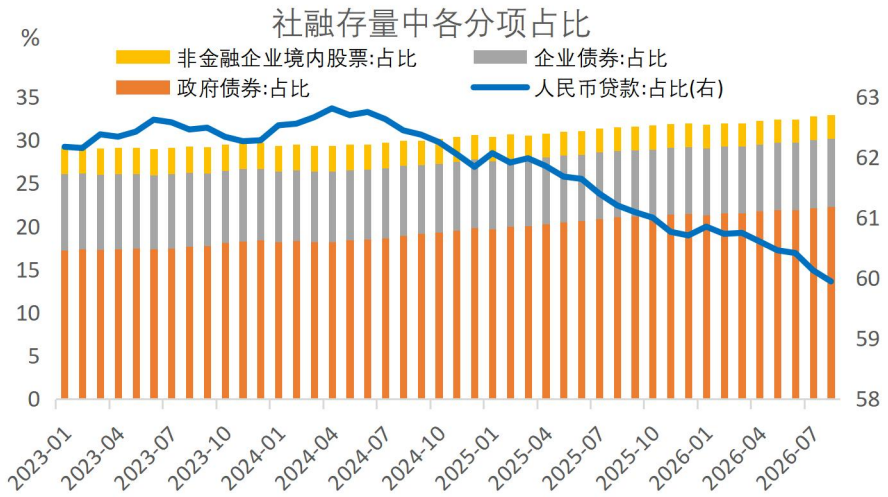
2026 年 9 月 16 日，央行行长潘功胜在《求是》杂志发文《深刻认识中国金融结构变迁 提升金融服务实体经济适配性》，明确指出“金融结构正发生深刻变化”。

金融结构可以从多个维度衡量，融资结构是其中的重要维度之一。近年以银行贷款为主体的间接融资占比持续下降，包括债券、股票在内的直接融资占比稳步上升。

从增量看，2025 年社会融资规模增量 35.6 万亿元，其中企业债券、政府债券和股票融资合计占比约 46.9%，首次超过人民币贷款占比 44.7%。

从存量看，截至 2026 年 8 月，直接融资占比稳步升至 32.9%，人民币贷款占比则下降到 59.9%。可以看到，中国融资结构逐步转向多元化。

图表 1：社融存量结构中直接融资占比稳步上升



来源：iFind，中泰证券研究所

融资结构的这一转变，正是近年存贷款增速差由负转正并持续走阔的原因之一。具体影响，我们在后文展开分析。

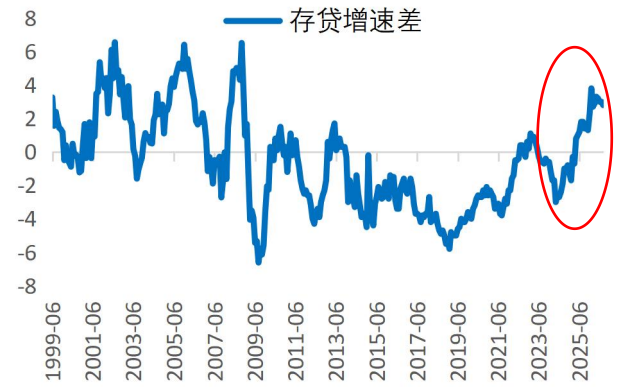
这里所说的存贷款增速差，是指金融机构口径下的“人民币存款余额同比”减去“人民币贷款余额同比”。这一差值从 2024 年 4 月的-3.0%持续回升，于 2025 年 4 月由负转正，此后呈现明显的上行趋势。2026 年以来，两者的差值持续位于 3%附近，处于历史高位。

本轮存贷款增速差走阔，和历史情况有所不同。2008 年以前，这一差值波动剧烈，甚至多次达到 6%以上水平，但彼时存、贷款同比的绝对水平高，两者的增速差处于高位也正常，且它们的走势是比较一致的。

但现在有所不同：一是存、贷款同比处于较低水平；**二是**走势分化，存款高增与贷款增速低迷并存。

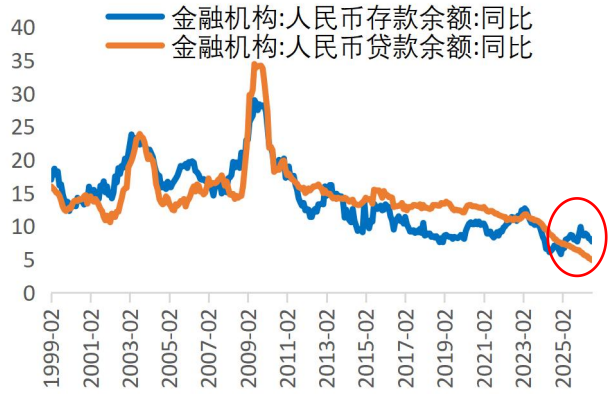
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2：2026 年以来存贷款增速差位于 3%左右



来源：iFind，中泰证券研究所

图表 3：近年存贷款同比位于低位，走势分化



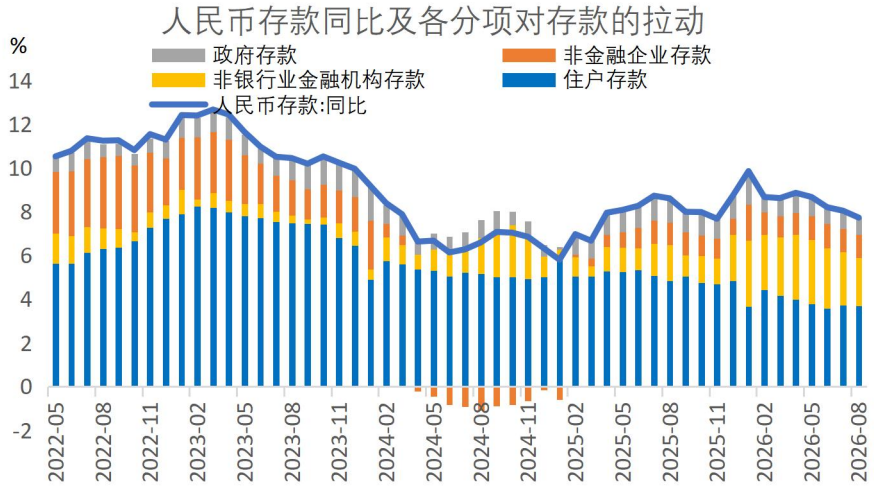
来源：iFind，中泰证券研究所

存款方面，本轮存款增速拐点出现在 2025 年 1 月，此后虽有小幅波动，但整体来看上行趋势明确。截至 2026 年 8 月底，人民币存款增速为 7.7%。

结构视角下，企业存款是本轮存款增速上行的主要驱动。

通过拆分存款各分项对整体增速的拉动来看，企业和非银存款的拉动都有所上升。其中，企业存款对整体同比的拉动，从 2025 年 1 月的-0.6 个百分点，上升至 2026 年 8 月的 1.1 个百分点。非银对整体同比的拉动，从 2025 年 1 月的 0.3 个百分点，上升到 2026 年 8 月的 2.2 个百分点。财政存款的拉动稳定在 1 个百分点上下。住户存款的拉动则呈下降趋势，从 2025 年 1 月的 6.0 个百分点，回落至 2026 年 8 月的 3.7 个百分点。

图表 4：企业存款对整体存款同比的拉动明显上升



来源：iFind，中泰证券研究所

非银存款增速的回升，是结构性问题。如果将非银和居民存款合并观察，它们的同比增速表现平稳，对存款整体的拉动也稳定在 6-7 个百分点左右。我们认为，因为 2025 年以来银行存款利率较低，导致理财等资管产品的吸引力更高，再加上股市回暖，所以非银的同比高增，一定程度上受到“居民

下载日志已记录，仅供内部参考

存款搬家”的影响。这种转移，不会带来存款总量的增加，只是存款的结构性变化。

企业存款增速的回升，主要原因有三：一是人民币持续升值，带动结汇需求上升，企业向银行结汇后人民币存款总量增加；**二是**化债和清理欠款，直接增加了企业存款；**三是**前期财政支出推高企业存款，2025 年上半年及 2026 年一季度，财政支出明显靠前发力，财政支出转换为企业存款，推高企业存款同比。

图表 5：2025 年上半年及 2026 年一季度的财政支出进度较快

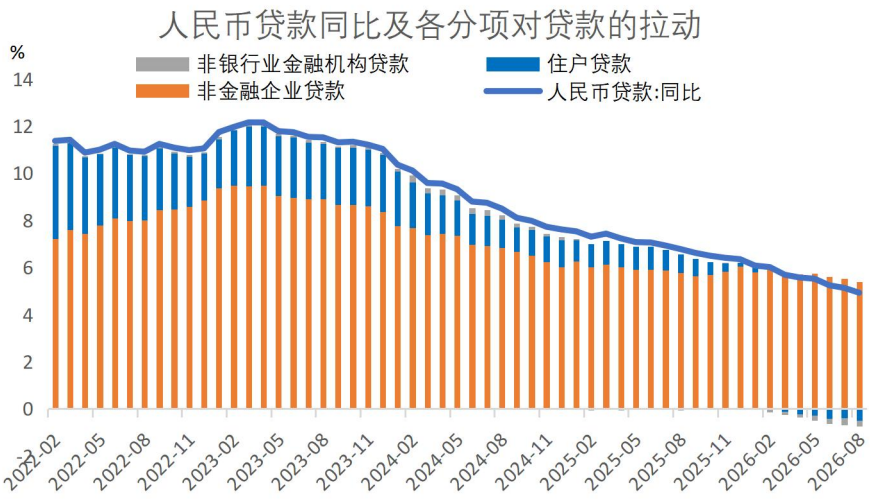
	2022	2023	2024	2025	2026
2月	12.9%	13.6%	13.5%	13.4%	14.3%
3月	21.8%	22.6%	21.6%	21.9%	22.7%
4月	27.7%	29.1%	27.5%	28.4%	28.7%
5月	34.1%	35.4%	33.5%	34.4%	34.5%
6月	45.2%	45.1%	42.4%	44.5%	43.5%
7月	51.9%	51.1%	48.5%	51.0%	49.7%
8月	58.7%	58.2%	54.7%	57.3%	55.7%
9月	66.7%	67.2%	64.6%	67.1%	
10月	71.9%	73.4%	71.9%	72.7%	
11月	79.6%	81.8%	80.4%	80.7%	
12月	91.4%	95.6%	95.2%	94.9%	

来源：iFind，中泰证券研究所

上述三个渠道，都会增加存款的总量。第一个渠道对存款总量的影响很直接。第二个渠道里，比如通过发行专项债来化债，这会让企业的应收账款变成存款，从而增加存款总量。第三个渠道也是，比如银行自营买了政府债券，财政支出加快，结果是银行资金（比如超储）转化成了企业存款。

人民币贷款增速下行已经持续了一段时间。2024 年 1 月以来，贷款同比下行加快。用同样方法，通过拆分贷款各分项对整体增速的影响来看，近期贷款增速下行受住户贷款和企业中长贷的拖累比较大。

图表 6：住户和企业贷款对贷款增速的拖累都比较大



来源：iFind，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

其中，住户贷款对贷款整体同比的影响，从 2024 年 1 月的拉动 2.3 个百分点，下降到 2026 年 8 月的拖累 0.5 个百分点。住户贷款中，短贷和中长贷同比均出现明显回落，反映了居民消费和置业的意愿都不高。

企业贷款对整体同比的拉动，从 2024 年 1 月的 7.8 个百分点，回落到 2026 年 8 月的 5.4 个百分点。企业贷款中，中长贷同比持续回落，主要受房地产拖累；短期贷款同比自 2025 年 1 月起持续回升，可能原因是企业对短期的流动资金需求有所回升。

存款高增、贷款低迷，从各自角度看都有理由可以解释。不过综合来看，存贷款增速差拉大，更深层原因是前文提及的融资结构转变。

过去以间接融资为主的融资结构下，存贷款的联动关系十分清晰。根据信用创造理论，当银行向企业或个人发放贷款时，它并非直接把库存现金支付给借款人，而是在借款人账户上记上一笔同样金额的存款。因此，存款总量的增长与信贷投放高度相关。

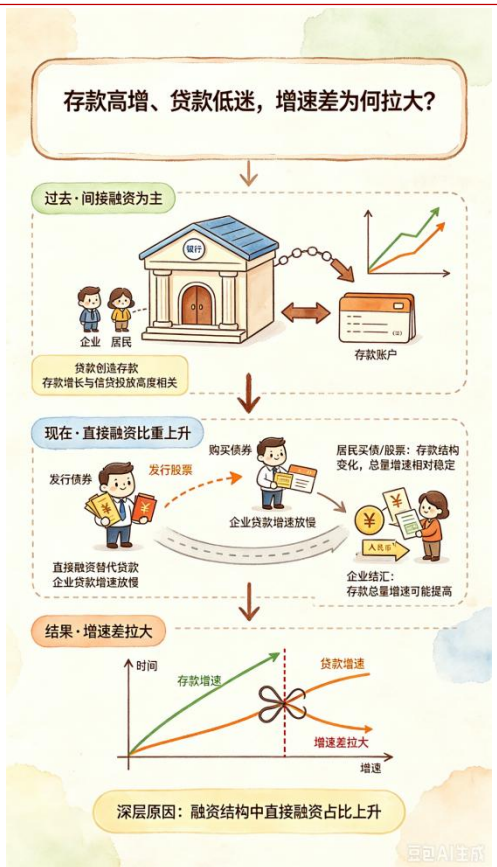
随着直接融资比重逐步走高，这一联动关系有所弱化。

贷款方面，由于存在直接融资这一替代渠道，企业贷款增速可能放慢。我们在 7、8 月的金融数据点评中也分析到，结合企业中长贷和企业债数据看，企业融资不是特别弱；但单看信贷数据，企业中长贷处于较低水平。

存款方面，居民购买债券或股票，本质上是存款的结构变化，总量增速可能相对稳定；如果企业保持结汇趋势，则存款总量增速可能进一步提高。

因此，总存款与贷款之间的增速差就不断拉大。

图表 7：融资结构转变是存贷款增速差拉大的深层原因



来源：中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

存贷款增速差走阔，直接体现在银行的资产负债表上。负债端存款被动高增，资产端合意信贷项目不足。

一方面，由此形成的资产缺口往往需通过债券配置来弥补，存贷差距扩大所驱动的配置力量将为债市提供支撑。**另一方面，净息差压力使得银行难以提高存款利率，利好资本市场。**银行存款、房产与金融资产是居民财富配置的三大方向，当前存款利率偏低、房地产调整尚未出清，这部分潜在的配置需求对资本市场相对利好。

二、高频数据跟踪

对实体经济运行情况的高频跟踪，我们从生产、内需、外贸、价格四个方面来观测：一是生产，黑色链、化工链的多数指标环比延续回升，工业生产逐步恢复，步入秋季，重点电厂日均耗煤、发电量环比持续回落；**二是内需，**消费和出行指标多数环比小幅回升，地产指标边际走强；**三是外贸，**港口吞吐量指标环比较前值有所回落，运价指数环比继续回升，外需韧性仍存；**四是价格，**总体出现回落，但海外油价维持上涨，国内定价工业品中双焦价格环比继续回落，不过农产品多数指标环比上涨。

对金融市场的运行情况，我们从货币市场、债市、股市、汇率四个方面来观测：一是货币市场，主要货币市场利率回升，可能的原因一是税期，二是政府债缴款大幅增加，尽管央行公开市场逆回购操作合计净投放约 8268 亿元，但资金面仍偏紧。**二是债市，**长端国债收益率回落，1 年期国债收益率环比小幅上行；利率债合计发行 6824.8 亿元，同比多增 179.4 亿元，受国债和地方债发行支撑；**三是股市，**A 股主要指数多数回升，仅沪深 300、上证 50 环比下降 0.06%、0.26%；**四是汇率，**在岸/离岸人民币汇率均突破 6.7，维持升值趋势。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 8：实体经济高频数据一览表

类别		指标名称	单位	时间区间	当周值/周均值	较上周环比	较去年同比
生产	电力耗煤链	全国重点电厂日均耗煤量	——	0904-0910	——	-5.5	-9.6
		全国重点电厂日均发电量	——	0904-0910	——	-5.1	-13.4
	黑色链	230 家焦炉生产率	%	0912-0918	67.5	1.3	-7.8
		247 家高炉开工率	%	0912-0918	82.3	-0.8	-1.7
		247 家钢厂日均铁水产量	万吨	0912-0918	237.7	0.6	-1.4
		螺纹钢产量	万吨	0912-0918	174.0	1.4	-17.9
	化工链	PTA 开工率	%	0911-0917	76.3	6.3	-2.0
		江浙地区涤纶长丝开工率	%	0911-0917	74.1	0.3	-17.5
		纯碱开工率	%	0911-0917	70.3	-1.5	-15.3
		石油沥青装置开工率	%	0910-0916	24.6	2.4	-9.8
	汽车链	半钢胎开工率	%	0911-0917	64.94	-0.6	-8.7
		全钢胎开工率	%	0911-0917	59.89	-3.6	-5.8
内需	消费	乘用车零售销量: 日均	辆	0907-0913	43515.0	8465.0	-17627.0
		全国电影票房: 日均	万元	0911-0917	3854.6	-31.9	-56.1
	出行	24 城地铁客运量: 日均	万人次	0911-0917	7776.8	1.7	3.4
		国内航班量	班次	0912-0918	12922.0	0.9	0.2
		国际航班量	班次	0912-0918	1890.0	1.4	-1.0
	地产	百城供应土地占地面积	万平方米	0907-0913	2023.5	46.8	44.4
		百城成交土地占地面积	万平方米	0907-0913	1211.8	13.4	22.0
		38 城新房成交面积	万平方米	0912-0918	27.9	0.5	-22.5
		19 城二手房成交面积	万平方米	0912-0918	36.1	13.5	4.4
		全国二手房出售挂牌价指数	——	0907-0913	140.5	-0.2	-7.5
外贸	出口外需	港口货物吞吐量	万吨	0907-0913	27016.8	-0.3	2.2
		港口集装箱吞吐量	万箱	0907-0913	715.0	2.6	7.5
		CCFI 综合指数	——	0912-0918	1897.2	1.9	69.4
		CCFI 美西航线	——	0912-0918	1642.5	0.0	103.9
		CCFI 欧洲航线	——	0912-0918	2115.4	-1.1	43.8
		CCFI 东南亚航线	——	0912-0918	1112.3	3.6	37.1
价格	综合指数	南华工业品指数	——	0912-0918	4113.4	-2.0	13.3
	海外定价	布伦特原油期货结算价	美元/桶	0912-0918	105.8	4.0	56.4
		伦敦金现价	美元/盎司	0912-0918	4321.5	-1.6	17.9
		伦敦银现价	美元/盎司	0912-0918	64.4	-1.7	53.1
		LME 铜现货价	美元/吨	0912-0918	14249.1	-1.8	42.9
		LME 铝现货价	美元/吨	0912-0918	3293.9	-0.8	21.8
	国内定价	螺纹钢期货结算价	元/吨	0912-0918	3111.6	-1.2	-0.9
		水泥价格指数	——	0912-0918	124.3	0.7	-5.2
		焦煤期货结算价	元/吨	0912-0918	1590.0	-3.2	32.9
		焦炭期货结算价	元/吨	0912-0918	2047.4	-4.3	21.0
	农产品	农产品批发价格指数	——	0912-0918	117.2	0.0	-0.8
		猪肉	元/公斤	0912-0918	16.4	0.4	-17.0
		鸡蛋	元/公斤	0912-0918	11.1	2.0	37.0
		蔬菜	元/公斤	0912-0918	4.7	-0.3	-6.6

下载日志已记录，仅供内部参考

	水果	元/公斤	0912-0918	6.6	0.2	-2.4

来源：WIND，iFind，中泰证券研究所

图表 9：金融市场数据一览表

类别	指标名称	单位	最新时间	最新值	较上周变化
货币市场	央行逆回购净投放额	亿元	0918	8268.0	——
	DR001	%	0918	1.4277	+0.7bp
	DR007	%	0918	1.4396	+1.6bp
	R007	%	0918	1.4692	+5.0bp
	Shibor:1 周	%	0918	1.4620	+4.2bp
	1 年期国有银行同业存单发行利率	%	0918	1.4867	-0.1bp
债市	1Y 国债收益率	%	0918	1.2298	+0.1bp
	10Y 国债收益率	%	0918	1.6820	-0.8bp
	30Y 国债收益率	%	0918	2.1260	-2.0bp
	普通国债净融资累计进度	%	0918	68.3	6.0
	注资特别国债累计发行进度	%	0918	0.0	0.0
	特别国债累计发行进度	%	0918	90.5	5.6
	地方新增一般债累计发行进度	%	0918	78.0	2.5
	地方新增专项债累计发行进度	%	0918	71.3	2.3
股市	上证综指	——	0918	3911.87	0.61%
	沪深 300	——	0918	4507.39	-0.06%
	上证 50	——	0918	2860.77	-0.26%
	创业板指	——	0918	3372.68	1.52%
	中小 100	——	0918	8403.12	0.92%
	中证 500	——	0918	7799.61	2.89%
	科创 50	——	0918	1652.63	6.39%
汇率	在岸人民币兑美元汇率	——	0918	6.6973	-0.18%
	离岸人民币兑美元汇率	——	0918	6.6964	-0.22%
	CFETS 人民币汇率指数	2014 年 12 月 31 日=100	0911	101.49	-0.15%
	CFETS 人民币汇率指数(参考 BIS)	2014 年 12 月 31 日=100	0911	108.61	-0.12%
	CFETS 人民币汇率指数(参考 SDR)	2014 年 12 月 31 日=100	0911	96.50	-0.05%

来源：WIND，iFind，中泰证券研究所

图表 10：金融市场数据一览表（补充）

类别	指标名称	单位	最新时间	合计值	同比变化
债市(补充)	利率债	亿元	0918	6824.8	179.4
	国债	亿元	0918	3585.7	310.5
	地方债	亿元	0918	2029.1	143.9
	政金债	亿元	0918	1210.0	-275.0

来源：WIND，iFind，中泰证券研究所

风险提示

政策推进节奏不及预期，数据更新不及时，数据测算偏差风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。