下载日志已记录，仅供内部参考

银行角度看 9 月社融：政府债支撑社融改善，融资结构延续切换

银行

证券研究报告/行业点评报告

2026 年 10 月 14 日

评级： 增持（维持）

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email：daizf@zts.com.cn

分析师：邓美君

执业证书编号：S0740519050002

Email：dengmj@zts.com.cn

分析师：马志豪

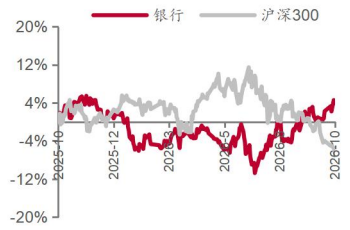
执业证书编号：S0740523110002

Email：mazh@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	42
行业总市值(亿元)	168,051.36
行业流通市值(亿元)	160,934.69

行业-市场走势对比



相关报告

1、《9.29 房贷贴息点评及测算：覆盖范围及贴息规模测算；对银行三重利好》2026-09-30

2、《前瞻 | 上市银行 2026 年三季报：利息收入、其他非息共同支撑营收韧性，利润表现预计稳定》2026-09-28

3、《银行角度看 8 月社融：以债替贷延续，M1 增速回升》2026-09-15

报告摘要

- **社融情况：2026 年 9 月社融新增 3.55 万亿元，较去年同期小幅多增 192 亿元，新增规模高于万得一致预期（3.13 万亿元）；**9 月末社会融资规模存量同比增加 7.1%，增速较上月放缓 0.1 个点。**2026 年三季度合计新增社融 6.61 万亿元，较去年三季度下降 6130 亿元；融资规模呈现“增量同比收缩、结构优化”的态势，企业直接融资延续放量，信贷与表外融资拖累较多。**

- **社融增量细拆： 2026 年 9 月社融规模同比+192 亿元，结构来看人民币贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债不及去年同期；委托贷款、政府债、股票融资的增量较去年同期增加。**

- **9 月具体来看，1、表内信贷情况：银行信贷需求依然有待进一步修复，债券融资的替代效应持续演进。**9 月人民币贷款余额较 8 月底增加 1.27 万亿元，较去年同期-3342 亿元。**2、表外信贷情况：表外融资分化，委托贷款同比小幅多增，信托贷款与未贴现承兑汇票仍同比下滑。**9 月委托贷款增加 802 亿元，同比+519 亿元；信托贷款减少 478 亿元，同比-540 亿元，对实体经济融资支持走弱；未贴现银行承兑汇票增加 2153 亿元，同比-1081 亿元。**3、债券和股权融资分析：（1）政府债发行规模同比上升。**2026 年 9 月政府债新增融资 1.53 万亿元，同比+3438 亿元，是 9 月单月社融同比转正的主要支撑项。**（2）企业债同比下降，股票融资同比小幅多增。**9 月企业债融资减少 425 亿，新增股票融资 658 亿，同比分别-561 亿元、+159 亿元，利率环境整体处于历史低位，贷款受限于自律机制下限约束，企业"以债替贷"动力仍然较强，但近期企业债净增融波动加大。**2026 年三季度来看，呈现"信贷有待修复、信托与未贴现承兑收缩、企业债与委托贷款扩张"的特征，主要受宏观经济修复偏弱、融资结构优化、政策节奏差异及季节性因素的综合影响。**

- **信贷情况：9 月人民币贷款余额较 8 月底增加 1.08 万亿元，同比少增 2100 亿元，高于万得一致预期（9880 亿元）；**信贷余额同比增长 4.8%，增速延续放缓，较上月下降 0.1 个百分点。**2026 年三季度合计新增人民币贷款 8000 亿元，较去年同期下降 1.03 万亿元。**

- **信贷结构分析：9 月新增贷款较去年同期下降 2100 亿元，居民贷款同比下降 3890 亿元，企业贷款同比多增 700 亿元（但季内 Q3 合计企业贷款仍同比少增 4500 亿元）；其中居民短贷、中长贷分别同比下降 2321 亿元和下降 1626 亿元；企业短贷、企业中长贷分别同比下降 2500 亿元和下降 200 亿元；票据同比多增 3526 亿元。具体来看：仅票据延续同比多增趋势，其余各项余额增长均不及去年同期。（1）企业贷款：**企业短期贷款增量同比大幅回落，中长期贷款增量小幅走弱，仅票据融资同比少减较多。**（2）居民贷款：**9 月居民贷款净增规模约为 0 亿元，环比由负转正，但同比仍少增 3890 亿元；其中居民短贷、中长贷新增-900 亿元、874 亿元，分别较去年同期-2321 亿元、-1626 亿元。**（3）非银机构信贷：**当月减少 1485 亿元，较上年同期少减 863 亿元，对整体信贷的拖累边际缓解。

- **流动性与存款情况：9 月 M1 增速环比大幅回落，M2 增速环比小幅下降，剪刀差走扩。**9 月 M1、M2 分别同比增长 3.2%、7.2%，较上月同比增速分别-0.9、-0.3 个百分点。M2-M1 的剪刀差为 4.0%，较上月上升 0.6 个百分点。M1 增速再度回落反映企业活期资金并未真正大幅增加，居民和企业的观望情绪依然存在，资金活化再度走弱。

- **9 月人民币存款增加 1.77 万亿元，同比-4400 亿元，存款余额同比增速 7.5%，较上月下降 0.2 个百分点。**存款同比下滑集中在非银端（同比-8500 亿元），和居民端（同比-5600 亿元），企业存款与财政存款同比分别+3906 亿元、+4100 亿元。季末理财回表推动居民存款回升，但同比仍少增；非银存款由 8 月净流入转为 9 月大幅净流出（9 月单月净流出 1.91 万亿元），与去年同期"非银净流入"形成明显对比，反映理财季末回表节奏放缓、资本市场分流加剧。**具体来看：1、居民存款：**9 月居民存款增加 2.40 万亿元，较去年同期-5600 亿元。**2、企业存款：**9 月企业存款增加 1.31 万亿元，较去年同期+3906 亿元。**3、财政存款：**9 月财政存款减少 4300 亿元，较去年同期+4100 亿元（少减）。**4、非银存款：9 月非银存款减少 1.91 万亿元，较去年同期-8500 亿元。**

下载日志已记录，仅供内部参考

季度数据来看，2026 年三季度人民币存款合计新增 3.00 万亿元，同比下降 1.77 万亿元，环比下降 1.03 万亿元。

- 投资建议：1、全年银行确定性业绩会带来银行股 2026 年的稳健收益，短期与市场风格相关；经济发展模式会持续（政策定力强），对公业务强劲和居民持续的低风险偏好会推动息差筑底回升、营收增速会持续是亮点，业绩确定性强。2、银行股两条投资主线：一是拥有区域优势、确定性强的城农商行，区域包括江苏、上海、成渝、山东和福建等（详见我们区域经济系列深度研究），重点推荐江苏银行、齐鲁银行、渝农商行、杭州银行、上海银行、南京、成都、上海、沪农等区域银行。二是高股息稳健的逻辑，重点推荐大型银行：六大行（如农行、建行和工行）；以及股份行中招行、兴业和中信等。

- 风险提示：经济下滑超预期，经济恢复不及预期，数据更新不及时等。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

银行角度看 9 月社融：政府债支撑社融改善，融资结构延续切换 1
一、社融情况：政府债支撑明显，9 月单月新增社融同比转正 4
二、信贷情况：居民融资需求观望，票据融资同比改善 6
三、流动性与存款情况：M1 增速再度回落，剪刀差走扩 10
四、银行投资建议与风险提示 12

图表目录

图表 1： 社融同比增速 4
图表 2： 新增社融较上年同期增加情况（亿元） 5
图表 3： 新增社融结构占比 6
图表 4： 人民币贷款增加额与人民币贷款余额同比增速（亿，%） 7
图表 5： 新增贷款同比增加（亿元） 8
图表 6： 新增表内外票据融资及企业短贷占比新增社融（亿元） 8
图表 7： 剔除非银和票据的新增贷款情况（亿元） 9
图表 8： 10 大城市商品房月均成交面积（万平方米） 10
图表 9： 30 大中城市商品房月均成交面积（万平方米） 10
图表 10： M2 及 M1 同比增速（%） 10
图表 11： M2 与 M1 增速差（%） 10
图表 12： 人民币存款增加额与人民币存款余额同比增速（亿，%） 11
图表 13： 新增存款同比增加（亿元） 12

下载日志已记录，仅供内部参考

一、社融情况：政府债支撑明显，9 月单月新增社融同比转正

■ **2026 年 9 月社融新增 3.55 万亿元，较去年同期小幅多增 192 亿元，新增规模高于万得一致预期**（3.13 万亿元）；9 月末社会融资规模存量同比增加 7.1%，增速较上月放缓 0.1 个点。**2026 年三季度合计新增社融 6.61 万亿元，较去年三季度下降 6130 亿元；**融资规模呈现“增量同比收缩、结构优化”的态势，企业直接融资延续放量，信贷与表外融资拖累较多。

图表 1：社融同比增速

	新增社融（亿）	比去年同期增加（亿）	同比增速
2023/9/30	41,326	5,915	9.00%
2023/10/31	18,441	9,307	9.30%
2023/11/30	24,554	4,717	9.40%
2023/12/31	19,326	6,095	9.50%
2024/1/31	64,734	4,778	9.50%
2024/2/29	14,959	-16,651	9.00%
2024/3/31	48,335	-5,532	8.70%
2024/4/30	-658	-12,907	8.30%
2024/5/31	20,623	5,063	8.40%
2024/6/30	32,985	-9,280	8.10%
2024/7/31	7,707	2,341	8.20%
2024/8/31	30,323	-956	8.10%
2024/9/30	37,635	-3,691	8.00%
2024/10/31	14,120	-4,321	7.80%
2024/11/30	23,288	-1,266	7.80%
2024/12/31	28,537	9,211	8.00%
2025/1/31	70,546	5,812	8.00%
2025/2/28	22,331	7,372	8.20%
2025/3/31	58,961	10,626	8.40%
2025/4/30	11,599	12,257	8.70%
2025/5/31	22,900	2,277	8.70%
2025/6/30	42,251	9,266	8.90%
2025/7/31	11,307	3,600	9.00%
2025/8/31	25,660	-4,663	8.80%
2025/9/30	35,299	-2,336	8.70%
2025/10/31	8,178	-5,942	8.50%
2025/11/30	24,926	1,638	8.50%
2025/12/31	22,075	-6,462	8.30%
2026/1/31	72,185	1,639	8.20%
2026/2/28	23,837	1,506	8.20%
2026/3/31	52,240	-6,721	7.90%
2026/4/30	6,238	-5,361	7.80%
2026/5/31	20,293	-2,607	7.70%
2026/6/30	33,671	-8,580	7.40%
2026/7/31	14,068	2,761	7.40%
2026/8/31	16,577	-9,083	7.20%
2026/9/30	**35,491**	**192**	**7.10%**

来源：WIND，中泰证券研究所

■ **社融增量细拆：2026 年 9 月社融规模同比+192 亿元，结构来看人民币贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债不及去年同期；委托贷款、政府债、股票融资的增量较去年同期增加。**

■ **9 月具体来看，1、表内信贷情况：银行信贷需求依然有待进一步修复，债券融资的替代效应持续演进。**9 月人民币贷款余额较 8 月底增加 1.27 万亿

下载日志已记录，仅供内部参考

元，较去年同期-3342 亿元。**2、表外信贷情况：表外融资分化，委托贷款同比小幅多增，信托贷款与未贴现承兑汇票仍同比下滑。**9 月委托贷款增加 802 亿元，同比+519 亿元；信托贷款减少 478 亿元，同比-540 亿元，对实体经济融资支持走弱；未贴现银行承兑汇票增加 2153 亿元，同比-1081 亿元。**3、债券和股权融资分析：（1）政府债发行规模同比上升。**2026 年 9 月政府债新增融资 1.53 万亿元，同比+3438 亿元，是 9 月单月社融同比转正的主要支撑项。**（2）企业债同比下降，股票融资同比小幅多增。**9 月企业债融资减少 425 亿，新增股票融资 658 亿，同比分别-561 亿元、+159 亿元，利率环境整体处于历史低位，贷款受限于自律机制下限约束，企业"以债替贷"动力仍然较强，但近期企业债净增融波动加大。

- **2026 年三季度来看，呈现"信贷有待修复、信托与未贴现承兑收缩、企业债与委托贷款扩张"的特征，主要受宏观经济修复偏弱、融资结构优化、政策节奏差异及季节性因素的综合影响。**债券、股票等直接融资得益于低利率环境下发债需求的释放，对社融增量起到了重要的正向支撑作用。具体数据来看，三季度人民币贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票不及去年同期，分别同比-1.06 万亿元、-1498 亿元、-1564 亿元；企业债、股票融资、委托贷款、政府债同比多增，分别同比+2601 亿元、+965 亿元、+1068 亿元、+557 亿元。

图表 2：新增社融较上年同期增加情况（亿元）

	社融	人民币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	债券融资	股票融资	政府债券	Abs	核销
2023/9/30	5,915	-317	-1,300	593	2,265	305	-696	4,387	20	287
2023/10/31	9,307	406	-899	454	-380	-1,235	-467	12,847	-2,398	101
2023/11/30	4,717	-328	-298	562	11	784	-429	4,992	-1,122	117
2023/12/31	6,095	-3,309	58	1,111	-1,311	2,146	-935	6,515	-126	963
2024/1/31	4,778	-913	-943	794	2,673	2,682	-542	-1,193	130	162
2024/2/29	-16,651	-8,411	-95	505	-3,617	-2,239	-457	-2,127	69	121
2024/3/31	-5,532	-6,567	-640	726	1,760	880	-387	-1,389	-438	352
2024/4/30	-12,907	-1,082	6	23	-3,145	-1,233	-807	-5,485	-1,591	72
2024/5/31	5,063	-4,022	-44	-79	464	2,429	-642	6,695	-77	218
2024/6/30	-9,280	-10,486	53	902	-1,354	-149	-546	3,105	-669	316
2024/7/31	2,341	-1,172	337	-256	888	746	-555	2,772	-194	46
2024/8/31	-956	-3,001	-72	705	-478	-1,085	-904	4,418	-331	162
2024/9/30	-3,691	-5,627	184	-396	-1,085	-2,576	-198	5,437	9	355
2024/10/31	-4,321	-1,872	210	-221	1,140	-191	-37	-5,143	2,330	150
2024/11/30	-1,266	-5,904	203	-106	708	993	69	1,577	1,243	82
2024/12/31	9,211	-2,690	23	-196	535	2,582	-24	8,242	161	290
2025/1/31	5,812	3,793	808	-109	-982	134	51	3,986	-24	-77
2025/2/28	7,372	-3,245	-56	-901	699	279	-38	10,928	-59	54
2025/3/31	10,626	5,314	300	-443	80	-5,142	185	10,240	512	380
2025/4/30	12,257	-2,465	-91	-219	1,696	633	205	10,666	1,651	111
2025/5/31	2,277	-2,274	-157	-51	167	1,211	41	2,319	324	96
2025/6/30	9,266	1,673	-397	68	145	322	49	5,032	584	386
2025/7/31	3,600	-3,488	-522	175	-563	712	274	5,601	501	100
2025/8/31	-4,663	-4,158	-190	-134	1,322	-365	324	-2,505	418	117
2025/9/30	-2,336	-3,661	-109	56	1,922	2,062	371	-3,464	236	-124
2025/10/31	-5,942	-3,119	1,873	-17	-1,499	1,513	411	-5,643	298	-125
2025/11/30	1,638	-1,120	-4	752	578	1,764	-87	-1,012	99	298
2025/12/31	-6,462	1,402	328	528	-162	1,700	75	-10,733	124	208
2026/1/31	1,639	-3,178	-641	-627	1,639	579	-182	2,831	128	-42
2026/2/28	1,506	1,930	47	640	1,232	-180	378	-2,925	213	-163
2026/3/31	-6,721	-6,712	-119	-411	-2,374	4,815	16	-3,208	-56	571
2026/4/30	-5,361	-4,890	-281	-52	-2,490	2,180	444	-688	188	-51
2026/5/31	-2,607	-958	76	-120	479	184	146	-2,349	-139	186
2026/6/30	-8,580	-5,950	643	-1,319	816	1,590	425	-5,825	433	710
2026/7/31	2,761	-1,600	155	-375	1,108	1,788	623	694	-170	250
2026/8/31	-9,083	-5,701	394	-583	-1,591	1,374	183	-3,575	-128	31
2026/9/30	**192**	**-3,342**	**519**	**-540**	**-1,081**	**-561**	**159**	**3,438**	**-73**	**-2,030**

来源：WIND，中泰证券研究所
注：核销数据暂未披露

下载日志已记录，仅供内部参考

■ **社融增量结构占比来看，9 月社融增量主要由政府债和信贷贡献。**新增的贷款/直接融资/政府债的占比分别 36.9%/ 0.7%/43.2%，上月占比分别为 5.8%/ 20.2%/60.9%。

图表 3：新增社融结构占比

	新增信贷	表外融资	直接融资	政府债	abs	核销
2023/9/30	60.0%	7.3%	2.4%	24.0%	-0.4%	4.4%
2023/10/31	27.1%	-13.9%	8.1%	84.8%	-13.7%	2.3%
2023/11/30	43.8%	0.1%	7.1%	46.9%	-5.5%	3.0%
2023/12/31	54.1%	-8.1%	-11.6%	48.2%	-1.4%	12.1%
2024/1/31	76.3%	9.3%	7.3%	4.6%	-0.3%	0.7%
2024/2/29	65.3%	-22.0%	10.3%	40.2%	-1.4%	3.3%
2024/3/31	69.2%	7.8%	9.2%	9.6%	-1.2%	3.3%
2024/4/30	-461.9%	647.3%	-287.7%	142.4%	298.9%	-79.0%
2024/5/31	37.4%	-5.4%	1.9%	59.5%	-2.1%	3.6%
2024/6/30	64.0%	-3.9%	6.8%	25.7%	-2.1%	6.3%
2024/7/31	-22.0%	-9.8%	29.4%	89.3%	-6.4%	5.8%
2024/8/31	32.3%	3.8%	6.1%	53.3%	-1.5%	2.5%
2024/9/30	51.2%	4.5%	-4.8%	40.8%	-0.4%	5.7%
2024/10/31	16.0%	-10.2%	9.0%	74.3%	-1.4%	4.1%
2024/11/30	20.4%	3.5%	12.1%	56.2%	-0.5%	3.5%
2024/12/31	27.1%	-4.2%	1.1%	61.6%	-0.4%	9.2%
2025/1/31	73.4%	8.1%	7.0%	9.8%	-0.3%	0.6%
2025/2/28	28.0%	-15.9%	8.0%	75.9%	-1.2%	2.4%
2025/3/31	64.3%	6.3%	-0.8%	25.2%	-0.1%	3.3%
2025/4/30	6.5%	-24.8%	23.5%	83.9%	-2.7%	5.4%
2025/5/31	26.4%	-5.1%	7.2%	63.7%	-0.4%	3.6%
2025/6/30	56.6%	-3.5%	6.2%	32.0%	-0.3%	5.9%
2025/7/31	-38.8%	-14.7%	28.8%	110.4%	0.1%	4.8%
2025/8/31	24.0%	8.4%	7.0%	53.3%	-0.2%	3.4%
2025/9/30	45.2%	10.1%	1.8%	33.7%	0.2%	5.8%
2025/10/31	-4.3%	-13.3%	39.1%	59.3%	1.2%	5.5%
2025/11/30	15.5%	8.6%	18.0%	48.5%	-0.1%	4.5%
2025/12/31	41.4%	-2.3%	9.5%	31.0%	0.0%	12.9%
2026/1/31	68.6%	8.4%	7.4%	13.5%	-0.1%	0.5%
2026/2/28	35.3%	-6.8%	8.3%	58.8%	-0.2%	1.6%
2026/3/31	61.1%	1.5%	8.3%	22.3%	-0.3%	4.9%
2026/4/30	-61.3%	-91.3%	85.8%	144.9%	-2.1%	9.3%
2026/5/31	25.0%	-3.6%	9.7%	60.3%	-1.2%	5.0%
2026/6/30	53.8%	-4.0%	13.8%	22.8%	1.0%	9.5%
2026/7/31	-41.3%	-5.5%	40.3%	93.7%	-1.1%	5.7%
2026/8/31	5.8%	2.3%	20.2%	60.9%	-1.1%	5.5%
2026/9/30	**36.9%**	**7.0%**	**0.7%**	**43.2%**	**0.0%**	**0.0%**

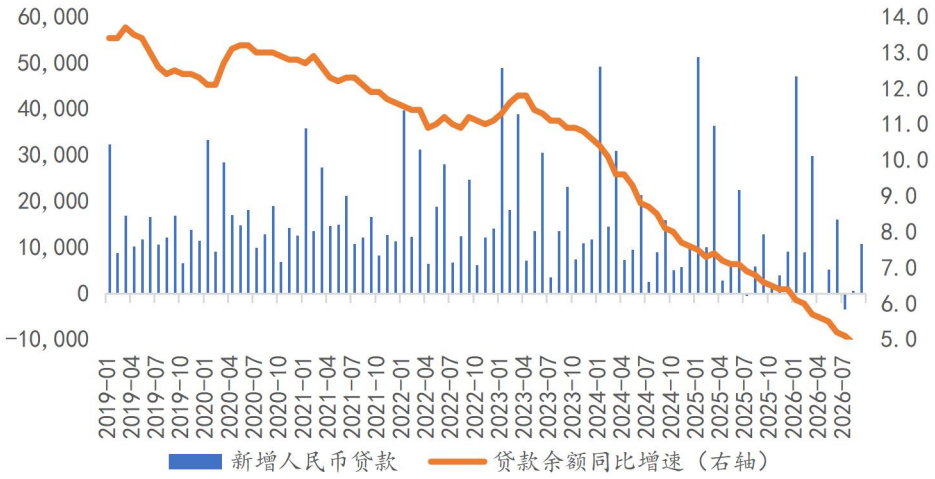
来源：WIND，中泰证券研究所

二、信贷情况：居民融资需求观望，票据融资同比改善

■ **9 月人民币贷款余额较 8 月底增加 1.08 万亿元，同比少增 2100 亿元，高于万得一致预期（9880 亿元）；**信贷余额同比增长 4.8%，增速延续放缓，较上月下降 0.1 个百分点。**2026 年三季度合计新增人民币贷款 8000 亿元，较去年同期下降 1.03 万亿元。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4：人民币贷款增加额与人民币贷款余额同比增速（亿，%）



来源：WIND，中泰证券研究所

- **信贷结构分析：9 月新增贷款较去年同期下降 2100 亿元，居民贷款同比下降 3890 亿元，企业贷款同比多增 700 亿元（但季内 Q3 合计企业贷款仍同比少增 4500 亿元）；**其中居民短贷、中长贷分别同比下降 2321 亿元和下降 1626 亿元；企业短贷、企业中长贷分别同比下降 2500 亿元和下降 200 亿元；票据同比多增 3526 亿元。

- **具体来看：仅票据延续同比多增趋势，其余各项余额增长均不及去年同期。（1）企业贷款：企业短期贷款增量同比大幅回落，中长期贷款增量小幅走弱，仅票据融资同比少减较多。**9 月企业短贷、企业中长贷、票据融资新增规模分别为 4600 亿元、8900 亿元、-500 亿元，较去年同期分别-2500 亿元、-200 亿元、+3526 亿元。核心归因在于实体经济内生融资需求偏弱，企业发债分流信贷融资，叠加季末因素下企业对公融资需求阶段性回落，银行依靠低成本票据冲量完成信贷投放指标。**（2）居民贷款：9 月居民贷款净增规模约为 0 亿元，环比由负转正，但同比仍少增 3890 亿元；**其中居民短贷、中长贷新增-900 亿元、874 亿元，分别较去年同期-2321 亿元、-1626 亿元。居民消费信心不足，叠加房地产仍处于下行周期，居民短贷和中长期贷款余额增量均明显弱于去年同期。**三季度合计看，居民贷款净流出 6632 亿元**（去年同期净流出 700 亿元，同比多减 5932 亿元），居民加杠杆动力明显不足。**（3）非银机构信贷：当月减少 1485 亿元，**较上年同期少减 863 亿元，对整体信贷的拖累边际缓解。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5：新增贷款同比增加（亿元）

	人民币贷款	居民	企业	中长期	短期	居民短期	居民中长期	企业短期	企业中长期	票据融资	非银机构
2023/9/30	-1,600	2,082	-2,339	1,070	-704	177	2,014	-881	-944	-673	-914
2023/10/31	1,232	-166	537	-420	-468	-541	375	73	-795	1,271	948
2023/11/30	-1,200	298	-616	-2,679	2,015	69	228	1,946	-2,907	543	-108
2023/12/31	-2,401	468	-3,721	-3,901	653	872	-403	-219	-3,498	351	105
2024/1/31	200	7,229	-8,200	2,141	2,687	3,187	4,041	-500	-1,900	-5,606	834
2024/2/29	-3,600	-7,988	-400	-101	-6,571	-6,086	-1,901	-485	1,800	-1,778	3,872
2024/3/31	-8,000	-3,041	-3,600	-6,532	-2,201	-1,186	-1,832	-1,015	-4,700	2,187	-1,579
2024/4/30	112	-2,755	1,761	-3,079	-5,264	-2,263	-510	-3,001	-2,569	7,101	473
2024/5/31	-4,100	-2,915	-1,158	-3,868	-3,295	-1,745	-1,170	-1,550	-2,698	3,152	-241
2024/6/30	-9,200	-3,930	-6,503	-7,661	-3,192	-2,443	-1,428	-749	-6,233	428	545
2024/7/31	-859	-93	-1,078	-640	-2,536	-821	772	-1,715	-1,412	1,989	-113
2024/8/31	-4,600	-2,022	-1,088	-1,946	-3,103	-1,604	-402	-1,499	-1,544	1,979	-997
2024/9/30	-7,200	-3,585	-1,934	-6,114	-1,601	-515	-3,170	-1,086	-2,944	2,186	-860
2024/10/31	-2,384	1,946	-3,863	-1,735	1,413	1,543	393	-130	-2,128	-1,482	-988
2024/11/30	-5,100	-225	-5,721	-1,691	-2,769	-964	669	-1,805	-2,360	-869	-494
2024/12/31	-1,800	1,279	-4,016	-6,674	264	-171	1,538	435	-8,212	3,003	475
2025/1/31	2,100	-5,363	9,200	163	-1,225	-4,025	-1,337	2,800	1,500	4,584	-2,257
2025/2/28	-4,400	2,016	-5,300	-7,612	127	2,127	-112	-2,000	-7,500	4,460	-1,201
2025/3/31	5,500	447	5,000	331	4,533	-67	531	4,600	-200	514	256
2025/4/30	-4,500	-50	-2,500	-1,165	-1,201	-501	435	-700	-1,600	-40	-973
2025/5/31	-3,300	-217	-2,100	-1,468	1,849	-451	232	2,300	-1,700	-2,826	226
2025/6/30	1,100	267	1,400	551	5,050	150	151	4,900	400	-3,716	391
2025/7/31	-3,100	-2,793	-700	-5,100	-1,671	-1,671	-1,200	0	-3,900	3,125	-31
2025/8/31	-3,100	-1,597	-2,500	-1,200	1,989	-611	-1,000	2,600	-200	-4,920	225
2025/9/30	-3,000	-1,110	-2,700	-300	1,221	-1,279	200	2,500	-500	-4,712	356
2025/10/31	-2,800	-5,204	2,200	-3,200	-3,356	-3,356	-1,800	0	-1,400	3,312	-164
2025/11/30	-1,900	-4,763	3,600	-3,300	-688	-1,788	-2,900	1,100	-400	2,119	554
2025/12/31	-800	-4,416	5,800	0	2,289	-1,611	-2,900	3,900	2,900	-1,000	-1,340
2026/1/31	-4,200	127	-3,300	-4,266	4,694	1,594	-1,466	3,100	-2,800	-3,590	126
2026/2/28	-1,100	-2,616	4,500	2,835	748	-1,952	-665	2,700	3,500	-2,043	-2,949
2026/3/31	-6,500	-4,944	-1,800	-4,394	-2,485	-2,885	-2,094	400	-2,300	75	9
2026/4/30	-2,900	-2,653	-2,200	-8,777	-243	-443	-2,177	200	-6,600	4,088	111
2026/5/31	-1,000	-1,952	1,100	-4,817	-732	-632	-1,317	-100	-3,500	4,824	-1,451
2026/6/30	-6,300	-3,330	-2,700	-6,269	-4,960	-1,560	-1,769	-3,400	-4,500	5,253	-400
2026/7/31	-2,900	290	-1,900	198	3,427	427	-102	3,000	300	-4,954	-1,747
2026/8/31	-5,300	-2,332	-3,300	-2,522	-3,624	-1,324	-1,022	-2,300	-1,500	469	694
2026/9/30	**-2,100**	**-3,890**	**700**	**-1,826**	**-4,821**	**-2,321**	**-1,626**	**-2,500**	**-200**	**3,526**	**863**

来源：WIND，中泰证券研究所

图表 6：新增表内外票据融资及企业短贷占比新增社融（亿元）

	新增票据融资	新增未贴现银行承兑汇票	合计	新增票据+未贴现银行承兑汇票占比新增社融	新增企业短贷	新增企业短贷占比社融
2023/9/30	-1,500	2,397	897	2.2%	5,686	13.8%
2023/10/31	3,176	-2,536	640	3.5%	-1,770	-9.6%
2023/11/30	2,092	202	2,294	9.3%	1,705	6.9%
2023/12/31	1,497	-1,865	-368	-1.9%	-635	-3.3%
2024/1/31	-9,733	5,636	-4,097	-6.3%	14,600	22.6%
2024/2/29	-2,767	-3,686	-6,453	-43.1%	5,300	35.4%
2024/3/31	-2,500	3,552	1,052	2.2%	9,800	20.3%
2024/4/30	8,381	-4,490	3,891	-591.3%	-4,100	623.1%
2024/5/31	3,572	-1,331	2,241	10.9%	-1,200	-5.8%
2024/6/30	-393	-2,045	-2,438	-7.4%	6,700	20.3%
2024/7/31	5,586	-1,075	4,511	58.5%	-5,500	-71.4%
2024/8/31	5,451	651	6,102	20.1%	-1,900	-6.3%
2024/9/30	686	1,312	1,998	5.3%	4,600	12.2%
2024/10/31	1,694	-1,396	298	2.1%	-1,900	-13.5%
2024/11/30	1,223	910	2,133	9.2%	-100	-0.4%
2024/12/31	4,500	-1,330	3,170	11.1%	-200	-0.7%
2025/1/31	-5,149	4,654	-495	-0.7%	17,400	24.7%
2025/2/28	1,693	-2,987	-1,294	-5.8%	3,300	14.8%
2025/3/31	-1,986	3,632	1,646	2.8%	14,400	24.4%
2025/4/30	8,341	-2,794	5,547	47.8%	-4,800	-41.4%
2025/5/31	746	-1,164	-418	-1.8%	1,100	4.8%
2025/6/30	-4,109	-1,900	-6,009	-14.2%	11,600	27.5%
2025/7/31	8,711	-1,638	7,073	62.6%	-5,500	-48.6%
2025/8/31	531	1,973	2,504	9.8%	700	2.7%
2025/9/30	-4,026	3,234	-792	-2.2%	7,100	20.1%
2025/10/31	5,006	-2,895	2,111	25.8%	-1,900	-23.2%
2025/11/30	3,342	1,488	4,830	19.4%	1,000	4.0%
2025/12/31	3,500	-1,492	2,008	9.1%	3,700	16.8%
2026/1/31	-8,739	6,293	-2,446	-3.4%	20,500	28.4%
2026/2/28	-350	-1,755	-2,105	-8.8%	6,000	25.2%
2026/3/31	-1,911	1,258	-653	-1.3%	14,800	28.3%
2026/4/30	12,429	-5,284	7,145	114.5%	-4,600	-73.7%
2026/5/31	5,570	-685	4,885	24.1%	1,000	4.9%
2026/6/30	1,144	-1,084	60	0.2%	8,200	24.4%
2026/7/31	3,757	-530	3,227	22.9%	-2,500	-17.8%
2026/8/31	1,000	382	1,382	8.3%	-1,600	-9.7%
2026/9/30	**-500**	**2,153**	**1,653**	**4.7%**	**4,600**	**13.0%**

来源：WIND，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 7：剔除非银和票据的新增贷款情况（亿元）

	剔除非银的新增贷款	剔除非银和票据的新增贷款	剔除非银比去年同期	剔除非银和票据比去年同期
2023/9/30	24,944	26,444	-686	-13
2023/10/31	5,296	2,120	284	-987
2023/11/30	11,107	9,015	-1,092	-1,635
2023/12/31	11,606	10,109	-2,506	-2,857
2024/1/31	48,951	58,684	-634	4,972
2024/2/29	10,455	13,222	-7,472	-5,694
2024/3/31	32,858	35,358	-6,421	-8,608
2024/4/30	4,693	-3,688	-361	-7,462
2024/5/31	9,137	5,565	-3,859	-7,011
2024/6/30	22,717	23,110	-9,745	-10,173
2024/7/31	543	-5,043	-746	-2,735
2024/8/31	10,355	4,904	-3,603	-5,582
2024/9/30	18,604	17,918	-6,340	-8,526
2024/10/31	3,900	2,206	-1,396	86
2024/11/30	6,501	5,278	-4,606	-3,737
2024/12/31	9,331	4,831	-2,275	-5,278
2025/1/31	53,308	58,457	4,357	-227
2025/2/28	7,256	5,563	-3,199	-7,659
2025/3/31	38,102	40,088	5,244	4,730
2025/4/30	1,166	-7,175	-3,527	-3,487
2025/5/31	5,611	4,865	-3,526	-700
2025/6/30	23,426	27,535	709	4,425
2025/7/31	-2,526	-11,237	-3,069	-6,194
2025/8/31	7,030	6,499	-3,325	1,595
2025/9/30	15,248	19,274	-3,356	1,356
2025/10/31	1,264	-3,742	-2,636	-5,948
2025/11/30	4,047	705	-2,454	-4,573
2025/12/31	9,871	6,371	540	1,540
2026/1/31	48,982	57,721	-4,326	-736
2026/2/28	9,105	9,455	1,849	3,892
2026/3/31	31,593	33,504	-6,509	-6,584
2026/4/30	-1,845	-14,274	-3,011	-7,099
2026/5/31	6,062	492	451	-4,373
2026/6/30	17,526	16,382	-5,900	-11,153
2026/7/31	-3,679	-7,436	-1,153	3,801
2026/8/31	1,036	36	-5,994	-6,463
2026/9/30	**12,285**	**12,785**	**-2,963**	**-6,489**

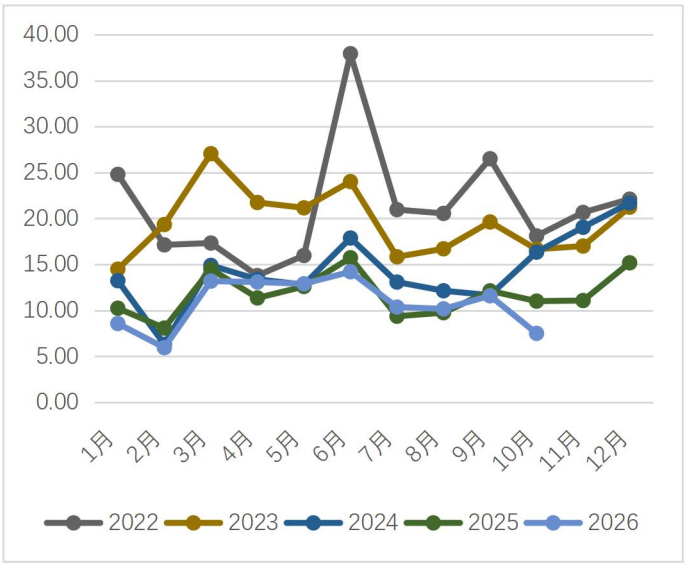
来源：WIND，中泰证券研究所

注：非银贷款包含非银同业拆借，不稳定性较大，因而剔除非银来看票据对新增信贷的贡献

- **2026 年 9 月、10 月按揭贷款需求景气度跟踪：**10 大和 30 大城市商品房 2026 年 9 月月平均成交面积分别为 11.60 和 21.74 万平方米，10 大城市接近去年同期、30 大中城市略弱于去年同期水平（往年同期分别为 12.13、24.36 万平方米）；截止到 2026 年 10 月 13 日，10 月全国 10 大和 30 大城市商品房平均成交面积分别为 7.51 和 14.10 万平方米（往年同期分别为 11.01、23.68 万平方米）。今年商品房成交面积较去年金九银十均有所下滑，但居民房贷贴息政策于 10.1 日起实施，预计 30 大城市房地产景气度后续有所回升。

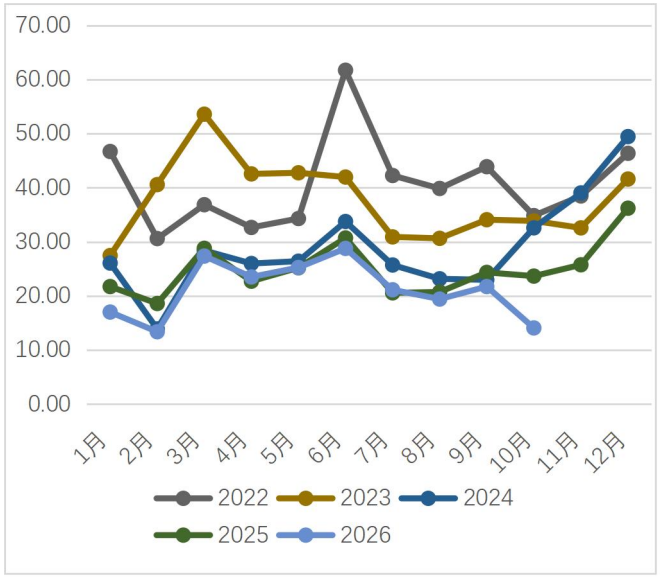
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 8：10 大城市商品房月均成交面积（万平方米）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 9：30 大中城市商品房月均成交面积(万平方米)

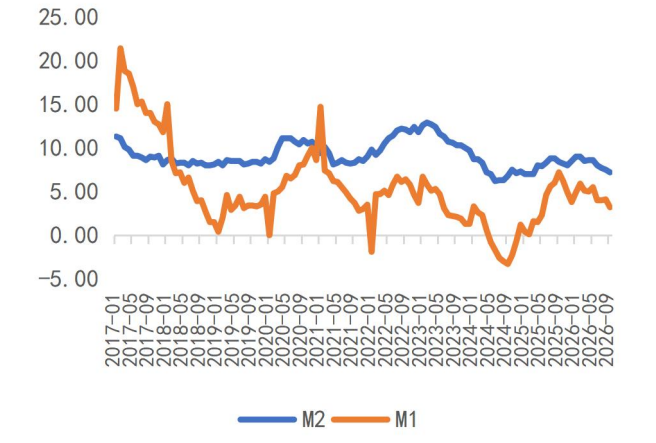


来源：WIND，中泰证券研究所

三、流动性与存款情况：M1 增速再度回落，剪刀差走扩

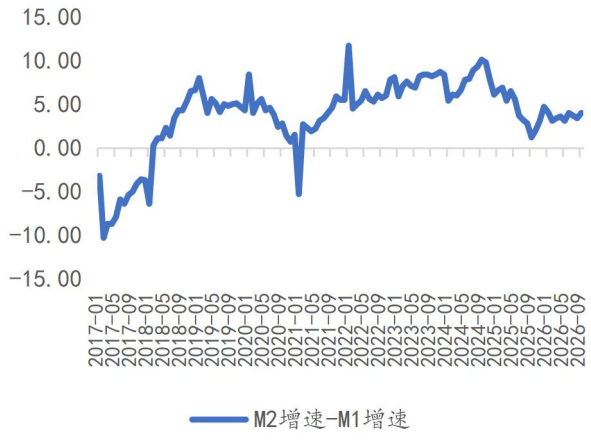
■ **9 月 M1 增速环比大幅回落，M2 增速环比小幅下降，剪刀差走扩。**9 月 M1、M2 分别同比增长 3.2%、7.2%，较上月同比增速分别-0.9、-0.3 个百分点。M2-M1 的剪刀差为 4.0%，较上月上升 0.6 个百分点。M1 增速再度回落反映企业活期资金并未真正大幅增加，居民和企业的观望情绪依然存在，资金活化再度走弱。

图表 10：M2 及 M1 同比增速（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 11：M2 与 M1 增速差（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

■ **9 月人民币存款增加 1.77 万亿元，同比-4400 亿元，存款余额同比增速 7.5%，较上月下降 0.2 个百分点。**存款同比下滑集中在非银端（同比-8500 亿元），和居民端（同比-5600 亿元），企业存款与财政存款同比分别+3906 亿元、+4100 亿元。季末理财回表推动居民存款回升，但同比仍少增；非银存款由 8 月净流入转为 9 月大幅净流出（9 月单月净流出 1.91 万亿元），与去年同

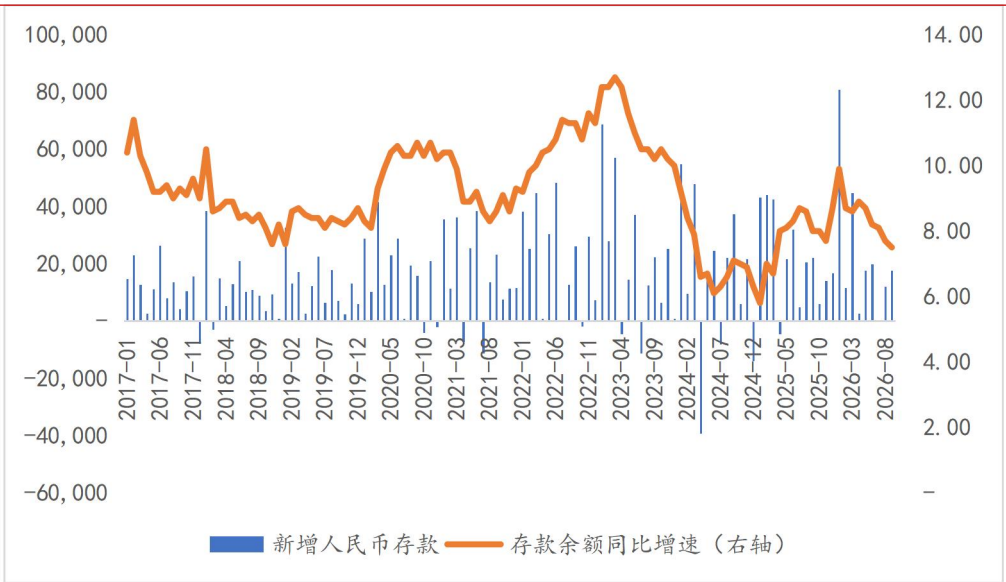
下载日志已记录，仅供内部参考

期"非银净流入"形成明显对比，反映理财季末回表节奏放缓、资本市场分流加剧。

- **具体来看：1、居民存款：**9 月居民存款增加 2.40 万亿元，较去年同期-5600 亿元。**2、企业存款：**9 月企业存款增加 1.31 万亿元，较去年同期+3906 亿元。**3、财政存款：**9 月财政存款减少 4300 亿元，较去年同期+4100 亿元（少减）。**4、非银存款：**9 月非银存款减少 1.91 万亿元，较去年同期-8500 亿元。

- **季度数据来看，2026 年三季度人民币存款合计新增 3.00 万亿元，同比下降 1.77 万亿元，环比下降 1.03 万亿元。**三季度人民币存款回落，主要受非银存款大幅净流出（同比-2.5 万亿元）拖累；居民存款同比-1500 亿元，仍延续存款搬家特征；企业存款同比+2000 亿元，账面资金有所增长；财政存款同比+5385 亿元，季末财政支出力度边际放缓。

图表 12：人民币存款增加额与人民币存款余额同比增速（亿，%）



来源：WIND，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 13：新增存款同比增加（亿元）

	人民币存款	居民	企业	财政存款	非银
2023/9/30	-3,900	1,422	-5,639	2,673	-3,845
2023/10/31	8,290	-1,266	3,048	2,300	3,020
2023/11/30	-4,200	-13,411	511	388	9,020
2023/12/31	-6,402	-9,123	2,341	1,636	2
2024/1/31	-13,900	-36,700	18,555	1,776	-4,574
2024/2/29	-18,500	24,074	-42,800	-8,356	16,737
2024/3/31	-9,100	-774	-5,330	751	-4,550
2024/4/30	-34,591	-6,500	-17,317	-4,047	-6,212
2024/5/31	2,200	-1,164	-6,607	5,264	8,379
2024/6/30	-12,500	-5,336	-10,601	2,303	1,520
2024/7/31	3,200	4,793	-2,500	-2,625	3,370
2024/8/31	9,600	-777	-5,390	5,675	13,622
2024/9/30	15,000	-3,316	5,690	-231	15,750
2024/10/31	-446	669	1,352	-7,748	5,732
2024/11/30	-3,600	-1,189	4,913	4,693	-13,900
2024/12/31	-14,868	2,120	14,892	-7,504	-26,374
2025/1/31	-11,600	29,900	-13,460	-5,280	-16,626
2025/2/28	34,600	-25,900	20,960	16,374	16,726
2025/3/31	-5,500	2,600	7,675	-49	-12,610
2025/4/30	34,800	4,600	5,428	2,729	19,010
2025/5/31	5,000	500	3,824	1,167	300
2025/6/30	7,500	3,300	7,773	-7	-3,400
2025/7/31	13,000	-7,800	3,209	1,247	13,900
2025/8/31	-1,600	-6,000	-503	-3,687	5,500
2025/9/30	-15,300	7,600	1,494	-6,042	-19,700
2025/10/31	100	-7,700	-3,553	1,248	7,700
2025/11/30	-7,600	-1,200	-947	-1,900	-1,000
2025/12/31	30,800	3,900	-5,857	2,904	28,400
2026/1/31	37,700	-33,900	28,160	12,176	25,600
2026/2/28	-32,500	25,000	-17,605	-16,076	-14,400
2026/3/31	2,200	-6,500	-1,155	316	6,010
2026/4/30	7,100	-5,500	797	3,684	8,990
2026/5/31	-4,100	-5,800	2,476	-1,700	-500
2026/6/30	-12,200	-5,200	1,627	-1,185	-4,700
2026/7/31	-4,700	4,800	-1,709	2,085	-10,300
2026/8/31	-8,600	-700	-197	-800	-6,200
2026/9/30	**-4,400**	**-5,600**	**3,906**	**4,100**	**-8,500**

来源：WIND，中泰证券研究所

四、银行投资建议与风险提示

- **投资建议：1、全年银行确定性业绩会带来银行股 2026 年的稳健收益，短期与市场风格相关；经济发展模式会持续（政策定力强），对公业务强劲和居民持续的低风险偏好会推动息差筑底回升、营收增速会持续是亮点，业绩确定性强。2、银行股两条投资主线：一是拥有区域优势、确定性强的城农商行，区域包括江苏、上海、成渝、山东和福建等（详见我们区域经济系列深度研究），**重点推荐江苏银行、齐鲁银行、渝农商行、宁波银行、杭州银行、上海银行、南京、成都、沪农等区域银行。**二是高股息稳健的逻辑，重点推荐大型银行：**六大行（如农行、建行和工行）；以及股份行中招行、兴业和中信等。

- **风险提示：**经济下滑超预期，经济恢复不及预期，数据更新不及时等。

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。