下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

9 月金融数据点评

政金工具显效，跨境回流放缓

行业评级

买入

前次评级 买入

26 年 10 月 14 日，央行公布 9 月金融数据。9 月底社融同比增速较 8 月回落 0.1PCT 至 7.1%，符合我们预期；M2 增速环比回落 0.3PCT 至 7.2%，M1 增速环比回落 0.9PCT 至 3.2%，低于我们预期。

社融情况：政府债发行提速叠加政策性金融工具放量，社融同比略多增、增速符合预期。9 月社融新增 3.55 万亿元，同比多增 0.02 万亿元，社融增速环比回落 0.1PCT 至 7.1%，与我们预期一致。**分项来看：（1）政府债发行明显提速，**9 月政府债净融资 1.53 万亿元，同比多增 0.34 万亿元。考虑到今年政府债发行节奏整体偏慢，预计政府债对社融的支撑将在四季度延续。**（2）政策性金融工具放量带动委托贷款增长。**根据《金融时报》9 月三家政策性银行投放已超千亿元，9 月委托贷款新增 802 亿元，同比多增 519 亿元，预计 Q4 政策性金融工具投放将对委托贷款和对公中长期贷款形成支撑。**（3）"降速提质"的金融新常态进一步巩固。**9 月社融口径人民币贷款新增 1.27 万亿元，同比少增 0.33 万亿元，略低于我们预期。总量降速之下，信贷结构持续优化，9 月末不含房地产业的服务业中长期贷款同比增长 9.2%；今年以来金融"五篇大文章"领域贷款连续保持两位数增速，新增贷款占比升至 70%以上，金融对实体经济的支持正从单一的贷款增长、总量扩张，更多体现为结构优化等质效提升。

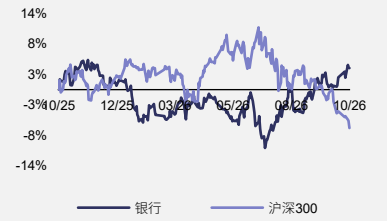
信贷情况：政策性金融工具对公中长期贷款形成支撑。9 月末各项贷款同比增速环比回落 0.1PCT 至 4.8%。**对公端明显改善，政策性金融工具预计形成支撑。**9 月对公贷款新增 1.3 万亿元，同比多增 826 亿元。其中，中长贷新增 0.89 万亿元，同比仅少增 200 亿元，政策性金融工具对项目资本金和配套中长贷的拉动开始兑现；对公短贷新增 0.46 万亿元，同比少增 0.25 万亿元；票据融资减少 500 亿元，转贴现控价下季末票据冲量保持克制。**居民端仍弱，但中长贷边际转正。**9 月新增居民贷款同比少增 0.39 万亿元。其中，中长贷新增 874 亿元，单月增量由负转正，8 月末以来密集出台的房贷支持政策初步显效，但同比仍少增 0.16 万亿元，按揭需求的趋势性回升仍取决于房价预期与人口等中长期因素；短期贷款减少 900 亿元，同比多减 0.23 万亿元，消费复苏乏力背景下居民短贷仍承压。

货币增速：M2 与社融剪刀差收窄，跨境回流放缓预计是主因。9 月末 M2 同比增长 7.2%，增速环比回落 0.3PCT，低于我们预期 0.4PCT。内部看，财政支出同比基本持平，对货币环境形成支撑；外部看，9 月以来中东地缘格局动荡，油价二次上涨压力再临，美联储全票通过三年来首次加息，美元、美债利率大幅上行，人民币升值放缓，9 月末外汇占款环比回落 11 亿元，预计跨境回流对基础货币及 M2 的支撑减弱。**从 M1 看，非银存款大幅多减与高基数影响，**9 月季末理财资金回表，叠加资本市场震荡、两融余额回落，非银存款同比多降 0.85 万亿元，M1 同比增长 3.2%，亦低于我们预期。

往后看，四季度政府债供给放量、政策性金融工具继续投放，叠加财政支出保持强度，社融增速有望阶段性企稳；但考虑到中东地缘格局维持动荡，油价二次上涨压力再临，人民币升值大概率减速，**跨境回流对基础货币及 M2 的补充或将减弱，M2 增速预计继续回落、M2 与社融剪刀差预计继续收窄。**

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 20261007:基数改善当期，经济决定趋势	2026-10-07
2026 年 9 月社融前瞻:预计社融增速 7.1%	2026-10-07
国有行海外业务透视：从谋篇布局到落地生根:——银行业全球化观察系列	2026-09-28

下载日志已记录，仅供内部参考

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	11.40	2026/8/29	买入	13.00	1.34	1.42	8.51	8.03	0.80	0.75	9.78	9.63
中国银行	601988.SH	CNY	7.03	2026/8/29	买入	7.68	0.75	0.80	9.37	8.79	0.79	0.73	8.71	8.60
邮储银行	601658.SH	CNY	5.55	2026/8/29	买入	6.10	0.70	0.75	7.93	7.40	0.62	0.58	8.11	8.11
交通银行	601328.SH	CNY	8.00	2026/8/29	买入	8.59	1.11	1.18	7.21	6.78	0.58	0.55	8.36	8.33
招商银行	600036.SH	CNY	42.67	2026/9/8	买入	54.48	5.90	6.12	7.23	6.97	0.90	0.82	12.98	12.34
浦发银行	600000.SH	CNY	9.65	2026/8/28	买入	11.32	1.45	1.47	6.66	6.56	0.42	0.40	6.41	6.19
兴业银行	601166.SH	CNY	18.25	2026/8/28	买入	21.80	3.50	3.64	5.21	5.01	0.44	0.41	8.76	8.53
光大银行	601818.SH	CNY	3.09	2026/8/30	买入	3.42	0.56	0.56	5.52	5.52	0.35	0.33	6.54	6.19
华夏银行	600015.SH	CNY	6.34	2026/9/8	买入	10.07	1.17	1.03	5.42	6.16	0.30	0.29	5.77	4.85
浙商银行	601916.SH	CNY	2.97	2026/8/27	买入	3.64	0.45	0.46	6.60	6.46	0.45	0.43	6.82	6.74
平安银行	000001.SZ	CNY	11.50	2026/8/16	买入	14.48	2.13	2.22	5.40	5.18	0.46	0.43	8.83	8.62
北京银行	601169.SH	CNY	5.60	2026/8/30	买入	6.07	0.84	0.90	6.67	6.22	0.41	0.39	6.31	6.46
江苏银行	600919.SH	CNY	12.41	2026/8/4	买入	13.68	1.92	2.13	6.46	5.83	0.80	0.72	12.96	12.94
宁波银行	002142.SZ	CNY	35.09	2026/8/19	买入	32.98	4.87	5.57	7.21	6.30	0.94	0.84	13.67	14.04
南京银行	601009.SH	CNY	11.96	2026/8/19	买入	15.62	1.91	2.19	6.26	5.46	0.74	0.67	12.41	12.89
杭州银行	600926.SH	CNY	17.06	2026/8/27	买入	20.83	2.77	3.08	6.16	5.54	0.83	0.81	14.31	14.38
成都银行	601838.SH	CNY	19.25	2026/8/27	买入	21.76	3.37	3.51	5.71	5.48	0.94	0.84	14.21	14.13
苏州银行	002966.SZ	CNY	9.28	2026/8/27	买入	10.67	1.19	1.27	7.80	7.31	0.77	0.71	10.20	10.09
沪农商行	601825.SH	CNY	8.70	2026/8/28	买入	11.04	1.29	1.30	6.74	6.69	0.62	0.58	9.39	8.94
常熟银行	601128.SH	CNY	6.19	2026/8/27	买入	6.39	1.29	1.43	4.80	4.33	0.64	0.57	14.28	14.03
齐鲁银行	601665.SH	CNY	6.81	2026/8/29	买入	8.03	1.05	1.26	6.49	5.40	0.77	0.69	12.50	13.50
青岛银行	002948.SZ	CNY	5.94	2026/8/27	买入	7.51	1.03	1.24	5.77	4.79	0.75	0.66	13.84	14.62
长沙银行	601577.SH	CNY	9.76	2026/8/28	买入	11.33	2.07	2.19	4.71	4.46	0.50	0.46	11.19	10.81
江阴银行	002807.SZ	CNY	4.20	2026/8/21	买入	4.87	0.85	0.87	4.94	4.83	0.49	0.46	10.28	9.78
渝农商行	601077.SH	CNY	7.07	2026/9/8	买入	9.86	1.15	1.27	6.15	5.57	0.57	0.53	9.61	9.85
瑞丰银行	601528.SH	CNY	5.18	2026/8/24	买入	6.38	1.01	1.03	5.13	5.03	0.48	0.44	9.70	9.15
建设银行	00939.HK	HKD	9.86	2026/8/29	买入	11.12	1.34	1.42	7.35	6.94	0.69	0.65	9.78	9.63
中国银行	03988.HK	HKD	6.20	2026/8/29	买入	6.93	0.75	0.80	8.27	7.75	0.69	0.65	8.71	8.60
交通银行	03328.HK	HKD	8.63	2026/8/29	买入	9.09	1.11	1.18	7.77	7.31	0.63	0.59	8.36	8.33
招商银行	03968.HK	HKD	53.55	2026/9/8	买入	69.14	5.90	6.12	9.08	8.75	1.13	1.04	12.98	12.34
中国光大银行	06818.HK	HKD	2.82	2026/8/30	买入	3.35	0.56	0.56	5.03	5.03	0.32	0.30	6.54	6.19
邮储银行	01658.HK	HKD	5.54	2026/8/29	买入	6.06	0.70	0.75	7.91	7.39	0.62	0.58	8.11	8.11
浙商银行	02016.HK	HKD	2.45	2026/8/27	买入	2.84	0.45	0.46	5.44	5.33	0.37	0.35	6.82	6.74
青岛银行	03866.HK	HKD	5.00	2026/8/27	买入	6.34	1.03	1.24	4.85	4.03	0.63	0.56	13.86	13.84
重庆农村商业银行	03618.HK	HKD	6.60	2026/9/8	买入	9.28	1.15	1.27	5.74	5.20	0.53	0.49	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。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录索引

一、整体情况：政金工具显效，存款活化暂缓 6

二、政府部门：政府债发行明显提速 12

三、居民部门：居民加杠杆意愿仍待修复 17

四、对公部门：对公端明显改善，政策性金融工具预计形成支撑 21

五、非银部门：非银存款大幅多减 28

六、风险提示 29

下载日志已记录，仅供内部参考

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 10 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） 18
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） 19
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） 20
图 19：单月新增非金融对公部门社融融资（单位:亿元） 21
图 20：单月新增非金融对公部门贷款（单位:亿元） 22
图 21：单月新增非金融对公部门短期贷款（单位:亿元） 22
图 22：单月新增非金融对公部门中长期贷款（单位:亿元） 23
图 23：单月新增票据融资（单位:亿元） 23
图 24：单月新增委托贷款（单位:亿元） 24
图 25：单月新增信托贷款（单位:亿元） 24
图 26：单月新增外币贷款（单位:亿元） 25
图 27：单月新增企业债融资（单位:亿元） 25
图 28：单月新增企业境内股票融资（单位:亿元） 26
图 29：非金融企业部门单月新增人民币存款（单位:亿元） 26
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） 27
图 31：非金融对公部门净流动性（单位:亿元） 27
图 32：单月新增非银金融机构贷款（单位:亿元） 28
图 33：单月新增非银金融机构存款（单位:亿元） 29
图 34：单月新增非银金融机构净融资（单位:亿元） 29

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：社融、存贷款、货币同比增速 6
表 2：历年 9 月新增货币社融结构（亿元） 6
表 3：历年截至 9 月新增货币社融结构（亿元） 6
表 4：历年 9 月新增社融结构（单位:亿元） 9
表 5：历年 9 月新增贷款结构（单位:亿元） 9
表 6：历年 9 月新增存款结构（单位:亿元） 9
表 7：历年 9 月净金融债务增量（单位:亿元） 10
表 8：历年截至 9 月累计新增社融结构（单位:亿元） 10
表 9：历年截至 9 月累计新增贷款结构（单位:亿元） 10
表 10：历年截至 9 月累计新增存款结构（单位:亿元） 11
表 11：历年截至 9 月累计净金融债务增量（单位:亿元） 11
表 12：历年 9 月政府部门单月新增融资-亿元 12
表 13：历年 9 月政府部门累计新增融资-亿元 12
表 14：历年 9 月居民部门单月新增融资-亿元 17
表 15：历年 9 月居民部门累计新增融资-亿元 17
表 16：历年 9 月非金融对公部门单月新增融资-亿元 21
表 17：历年 9 月非金融对公部门累计新增融资-亿元 21
表 18：历年 9 月非银金融机构单月及累计新增融资-亿元 28

下载日志已记录，仅供内部参考

一、整体情况：政金工具显效，存款活化暂缓

表 1：社融、存贷款、货币同比增速

	2026/9	2026/8	2026/7	2026/6	2026/5	2026/4	2026/3	2026/2	2026/1	2025/12
社融增速	7.1%	7.2%	7.4%	7.4%	7.7%	7.8%	7.9%	8.2%	8.2%	8.3%
社融增速（扣政府债）	5.3%	5.5%	5.7%	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%	6.1%	5.9%	6.1%
各项贷款增速	4.8%	4.9%	5.1%	5.2%	5.5%	5.6%	5.7%	6.0%	6.1%	6.4%
各项存款增速	7.5%	7.7%	8.1%	8.2%	8.7%	8.9%	8.6%	8.7%	9.9%	8.7%
非财政存款增速	7.4%	7.7%	8.0%	8.3%	8.7%	8.8%	8.7%	8.8%	9.4%	8.7%
M2 增速	7.2%	7.5%	7.7%	8.0%	8.6%	8.6%	8.5%	9.0%	9.0%	8.5%
M1 增速	3.2%	4.1%	4.0%	4.0%	5.5%	5.0%	5.1%	5.9%	4.9%	3.8%
M1 增速-M2 增速	-4.0%	-3.4%	-3.7%	-4.0%	-3.1%	-3.6%	-3.4%	-3.1%	-4.1%	-4.7%
M0 增速	10.6%	11.2%	11.6%	11.8%	11.9%	12.2%	12.5%	14.1%	2.7%	10.2%
（M1-M0）增速	2.2%	3.1%	2.9%	3.0%	4.6%	4.0%	4.2%	4.8%	5.2%	2.9%

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 9 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	34,693	24,577	19,171	19,000	29,116	37,433	27,248	2,328	13,477	11,149
2021	29,026	20,960	17,755	16,600	24,666	29,697	30,562	1,808	8,051	6,243
2022	35,411	29,878	25,686	24,700	30,233	35,033	31,533	1,441	10,681	9,240
2023	41,326	31,406	25,369	23,100	33,020	35,147	27,316	2,738	9,393	6,655
2024	37,635	22,278	19,742	15,900	31,257	33,615	44,337	2,357	5,647	3,290
2025	35,299	23,406	16,081	12,900	24,793	33,193	33,940	2,411	19,199	16,788
2026	35,491	20,160	12,739	10,800	26,131	30,431	28,216	1,888	9,859	7,971
同比多增	192	-3,246	-3,342	-2,100	1,338	-2,762	-5,723	-523	-9,341	-8,818

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

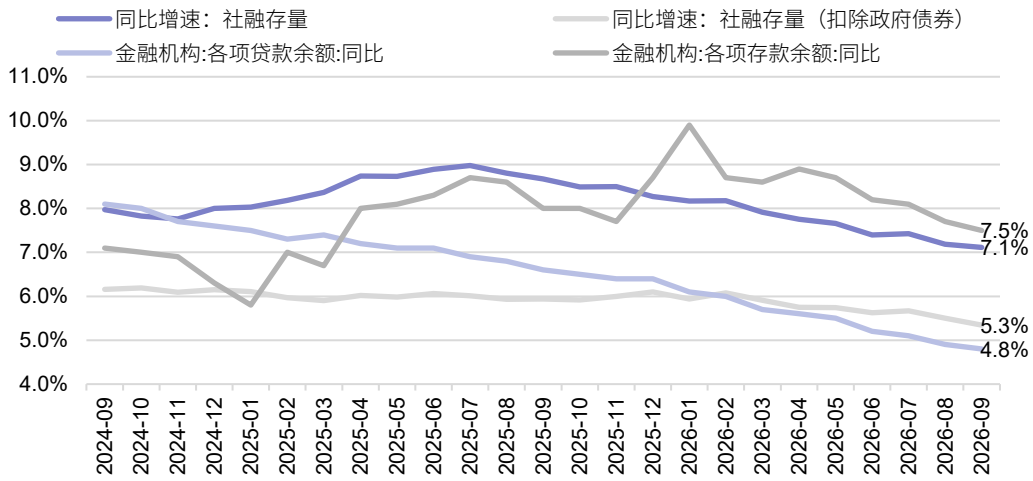
表 3：历年截至 9 月新增货币社融结构（亿元）

	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	296,158	228,845	166,879	162,584	229,897	223,619	177,596	5,181	51,360	46,178
2021	247,669	203,512	168,281	167,200	211,357	199,257	156,034	2,553	10,147	7,595
2022	278,070	218,962	178,867	180,844	239,952	237,400	243,701	7,847	36,099	28,252
2023	293,478	233,907	195,193	197,447	257,018	250,280	232,338	4,547	7,557	3,009
2024	256,643	184,839	153,912	160,200	232,004	224,756	172,085	8,385	-44,422	-52,808
2025	300,854	186,247	145,401	147,500	262,107	248,407	218,449	7,619	18,182	10,562
2026	274,600	171,600	115,000	115,200	218,200	201,900	193,352	8,939	12,454	3,515
同比多增	-26,254	-14,647	-30,401	-32,300	-43,907	-46,507	-25,097	1,319	-5,728	-7,048

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

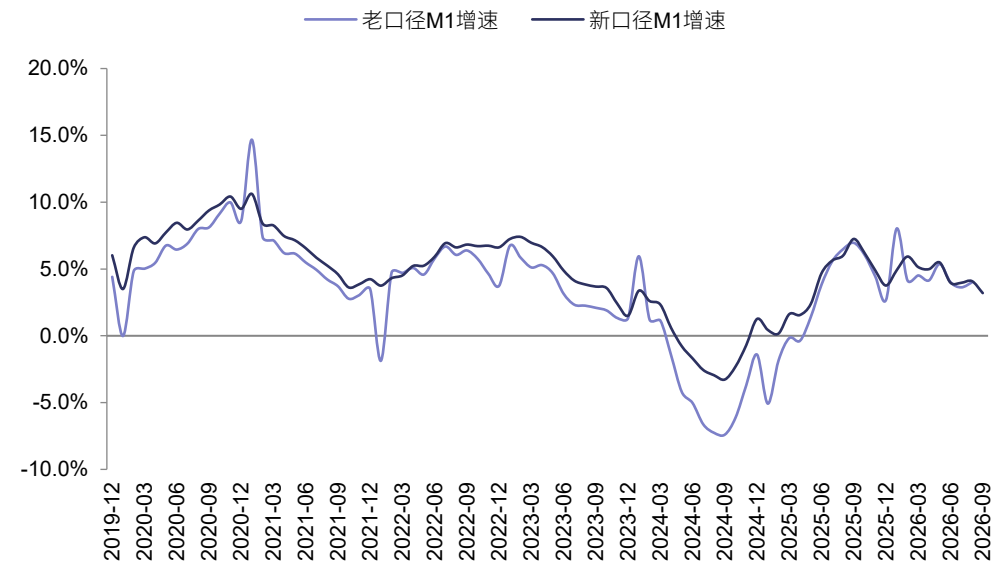
下载日志已记录，仅供内部参考

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

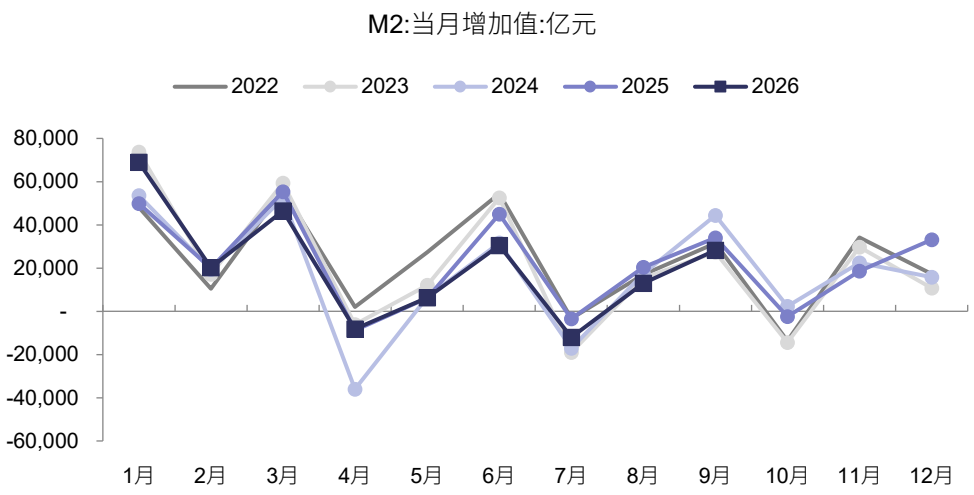
图 2：新老口径 M1 同比增速（单位:%）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

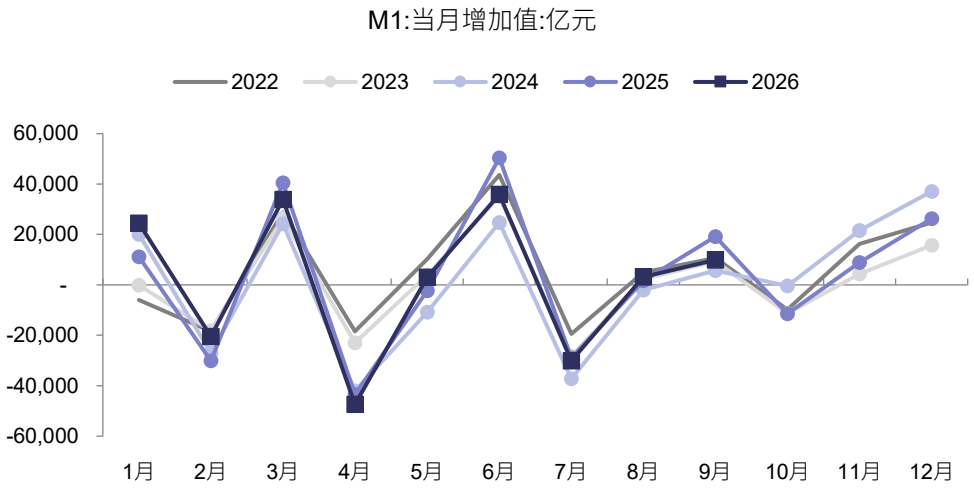
下载日志已记录，仅供内部参考

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

下载日志已记录，仅供内部参考

表 4：历年 9 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	34,693	19,171	-302	-317	-1,159	1,503	1,316	1,141	10,116	3,224
2021	29,026	17,755	-19	-22	-2,098	14	1,137	772	8,066	3,421
2022	35,411	25,686	-713	1,508	-191	132	345	1,022	5,533	2,089
2023	41,326	25,369	-583	208	402	2,397	650	326	9,920	2,637
2024	37,635	19,742	-480	392	6	1,312	-1,926	128	15,357	3,104
2025	35,299	16,081	-129	283	62	3,234	136	499	11,893	3,240
2026	35,491	12,739	349	802	-478	2,153	-425	658	15,331	4,362
同比多增	192	-3,342	478	519	-540	-1,081	-561	159	3,438	1,122

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 9 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	19,000	19,171	21,803	10,680	1,274	-2,632	6,362	3,394	-201	123
2021	16,600	17,755	16,402	6,948	1,826	1,353	4,667	3,219	-880	-533
2022	24,700	25,686	26,513	13,488	6,567	-827	3,456	3,038	-930	-92
2023	23,100	25,369	26,869	12,544	5,686	-1,500	5,470	3,215	-1,844	-471
2024	15,900	19,742	19,056	9,600	4,600	686	2,300	2,700	-2,704	-1,282
2025	12,900	16,081	20,107	9,100	7,100	-4,026	2,500	1,421	-2,348	-847
2026	10,800	12,739	13,239	8,900	4,600	-500	874	-900	-1,485	-689
同比多增	-2,100	-3,342	-6,868	-200	-2,500	3,526	-1,626	-2,321	863	158

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 9 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	15,800	29,531	19,422	10,109	-8,317	-3,177	-2,237	-2,090	-72	-75
2021	23,300	25,854	20,662	5,192	-5,031	-669	3,146	2,852	280	13
2022	26,300	31,543	23,894	7,649	-4,800	-2,805	2,362	2,029	333	0
2023	22,400	27,326	25,316	2,010	-2,127	-6,650	3,851	2,387	1,612	-148
2024	37,400	29,700	22,000	7,700	-2,358	9,100	958	3,336	-2,341	-37
2025	22,100	38,794	29,600	9,194	-8,400	-10,600	2,306	1,885	502	-81
2026	17,700	37,100	24,000	13,100	-4,300	-19,100	4,000			
同比多增	-4,400	-1,694	-5,600	3,906	4,100	-8,500	1,694			

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

表 7：历年 9 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	9,756	19,422	-9,666	10,001	7,872	2,129	10,116	-8,317	18,433	2,976
2021	7,886	20,662	-12,776	9,897	8,338	1,559	8,066	-5,031	13,097	-211
2022	6,494	23,894	-17,400	21,199	10,011	11,188	5,533	-4,800	10,333	1,875
2023	8,685	25,316	-16,631	17,733	5,861	11,872	9,920	-2,127	12,047	4,806
2024	5,000	22,000	-17,000	13,006	8,658	4,348	15,357	-2,358	17,715	-11,804
2025	3,921	29,600	-25,679	13,025	11,500	1,525	11,893	-8,400	20,293	8,252
2026	-26	24,000	-24,026	13,906	17,100	-3,194	15,331	-4,300	19,631	17,615
同比多增	-3,947	-5,600	1,653	881	5,600	-4,719	3,438	4,100	-662	9,363

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 9 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	296,158	166,879	3,052	-3,190	-4,137	5,677	40,927	6,100	67,313	13,537
2021	247,669	168,281	2,530	-1,142	-12,269	-2,229	24,431	8,142	44,157	15,768
2022	278,070	178,867	-2,217	3,299	-4,813	-893	22,379	8,739	59,108	13,601
2023	293,478	195,193	-1,365	1,057	638	2,418	16,430	6,743	59,571	12,793
2024	256,643	153,912	-2,063	-157	3,562	-1,476	15,885	1,705	71,804	13,471
2025	300,854	145,401	-946	-571	2,004	3,010	15,731	3,167	114,607	18,451
2026	274,600	115,000	2,451	222	-1,383	748	27,500	5,359	103,000	21,703
同比多增	-26,254	-30,401	3,397	793	-3,387	-2,262	11,769	2,192	-11,607	3,252

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 9 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	162,584	166,879	162,511	72,500	27,100	4,368	46,000	15,300	-4,720	2,036
2021	167,200	168,281	160,133	83,300	10,400	8,148	47,200	16,300	-1,619	3,471
2022	180,844	178,867	153,867	86,500	32,800	25,000	23,200	10,900	224	2,220
2023	197,447	195,193	198,548	118,800	39,900	-3,355	21,000	17,500	-47	3,649
2024	160,200	153,912	145,629	96,600	28,300	8,283	15,400	4,024	1,887	5,706
2025	147,500	145,401	140,649	82,900	45,300	4,752	13,300	-2,304	-1,121	4,673
2026	115,200	115,000	102,600	65,300	46,400	12,400	1,062	-11,400	-5,865	7,303
同比多增	-32,300	-30,401	-38,049	-17,600	1,100	7,648	-12,238	-9,096	-4,744	2,630

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

表 10：历年截至 9 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	181,403	154,400	99,500	54,900	6,278	4,765	15,960	15,113	1,328	-481
2021	166,148	105,100	84,900	20,200	12,100	31,800	17,148	16,435	1,391	-678
2022	227,756	191,900	132,100	59,800	2,552	10,400	22,904	20,276	2,430	198
2023	224,791	189,400	144,200	45,200	6,738	958	27,695	25,918	2,593	-815
2024	166,200	97,400	118,500	-21,100	7,248	45,000	16,552	17,602	-537	-513
2025	227,100	142,600	127,300	15,300	13,700	48,100	22,700	22,033	1,177	-509
2026	207,600	125,500	93,900	31,600	16,300	44,100	21,700			
同比多增	-19,500	-17,100	-33,400	16,300	2,600	-4,000	-1,000			

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 9 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	61,300	99,500	-38,200	146,720	70,860	75,860	67,313	6,278	61,035	-9,485
2021	63,500	84,900	-21,400	123,540	37,348	86,192	44,157	12,100	32,057	-33,419
2022	34,100	132,100	-98,000	171,687	82,704	88,983	59,108	2,552	56,556	-10,176
2023	38,500	144,200	-105,700	178,848	72,895	105,953	59,571	6,738	52,833	-1,005
2024	19,424	118,500	-99,076	152,115	-4,548	156,663	71,804	7,248	64,556	-43,113
2025	10,996	127,300	-116,304	152,337	38,000	114,337	114,607	13,700	100,907	-49,221
2026	-10,338	93,900	-104,238	158,249	53,300	104,949	103,000	16,300	86,700	-49,965
同比多增	-21,334	-33,400	12,066	5,912	15,300	-9,388	-11,607	2,600	-14,207	-744

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

二、政府部门：政府债发行明显提速

表 12：历年 9 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	10,116	-8,317	18,433	18,221
2021	8,066	-5,031	13,097	13,282
2022	5,533	-4,800	10,333	13,290
2023	9,920	-2,127	12,047	11,051
2024	15,357	-2,358	17,715	16,146
2025	11,893	-8,400	20,293	19,621
2026	15,331	-4,300	19,631	14,478
同比多增	3,438	4,100	-662	-5,142

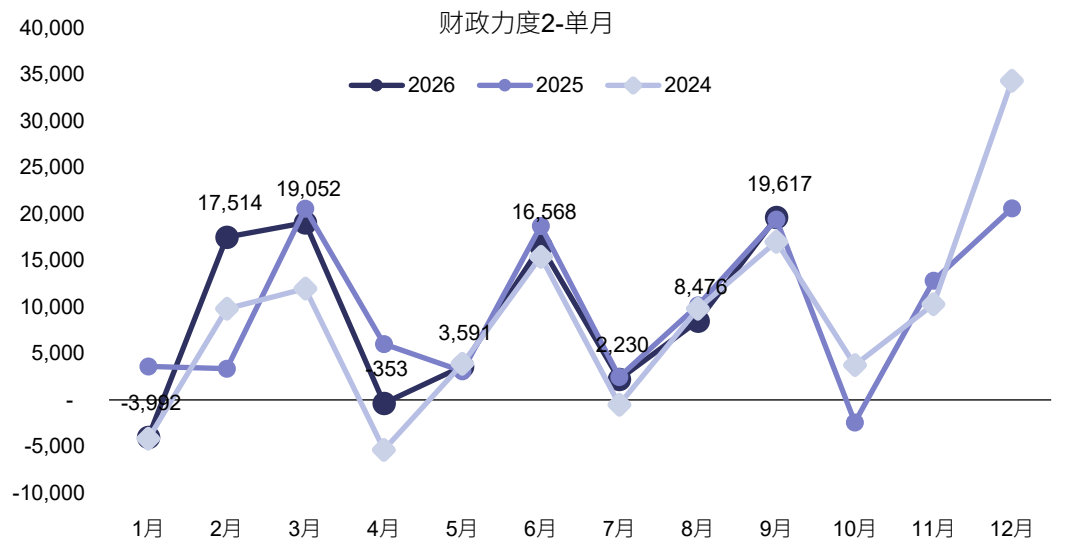
数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心，注：财政力度 3=当月政府债增量+当月 PSL 增量-当月财政存款增量-（央行其他负债-其他资产）增量

表 13：历年 9 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	67,313	6,278	61,035	54,155
2021	44,157	12,100	32,057	26,728
2022	59,108	2,552	56,556	70,769
2023	59,571	6,738	52,833	39,885
2024	71,804	7,248	64,556	46,520
2025	114,607	13,700	100,907	86,557
2026	103,000	16,300	86,700	84,217
同比多增	-11,607	2,600	-14,207	-2,340

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

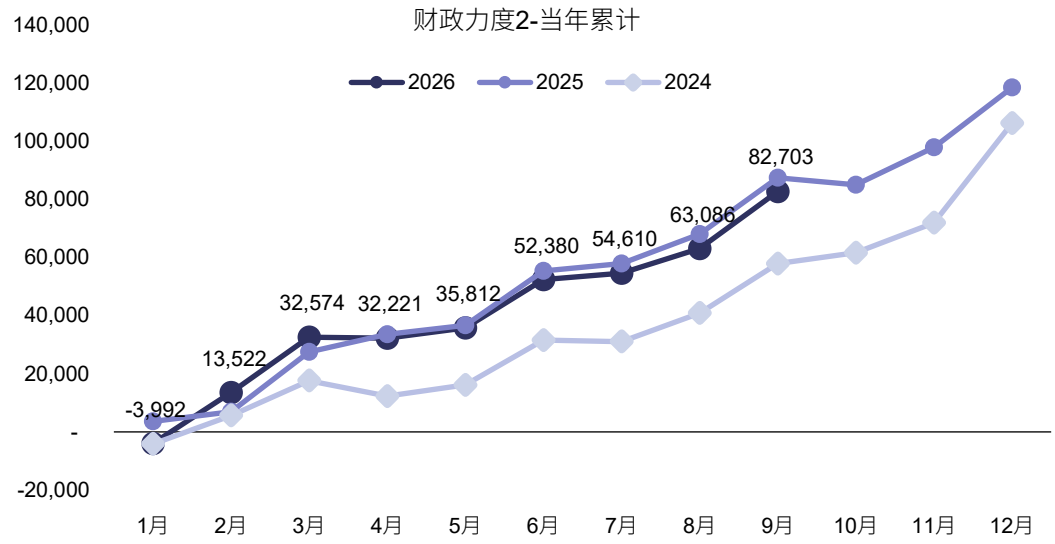
图 5：单月财政力度 2（单位:亿元）



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

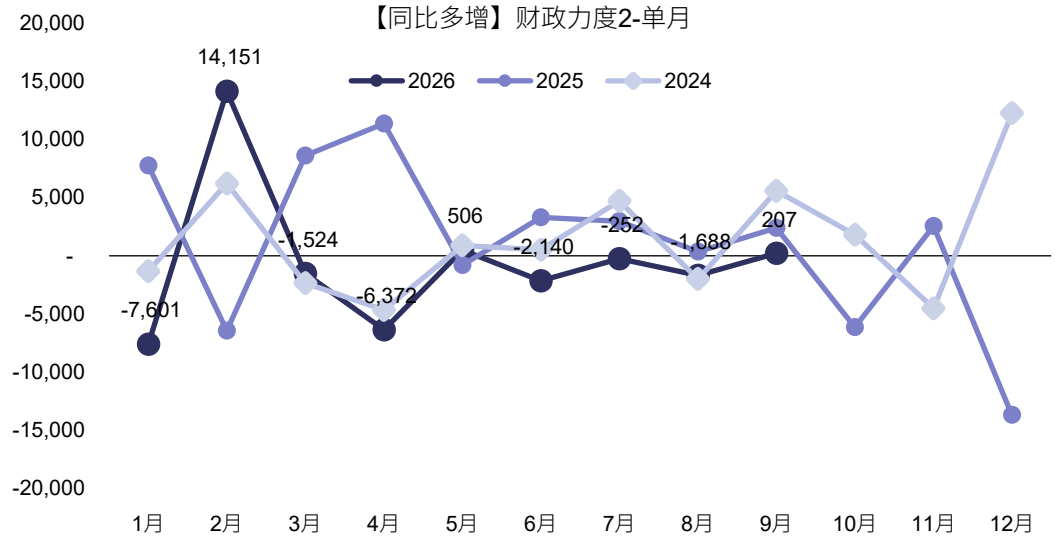
下载日志已记录，仅供内部参考

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

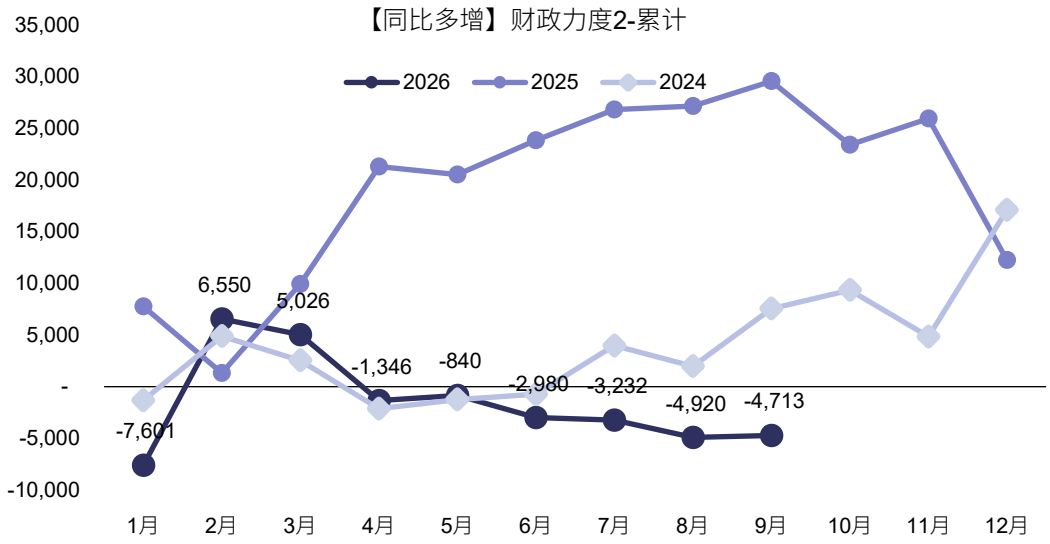
图 7：单月财政力度 2 同比多增（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

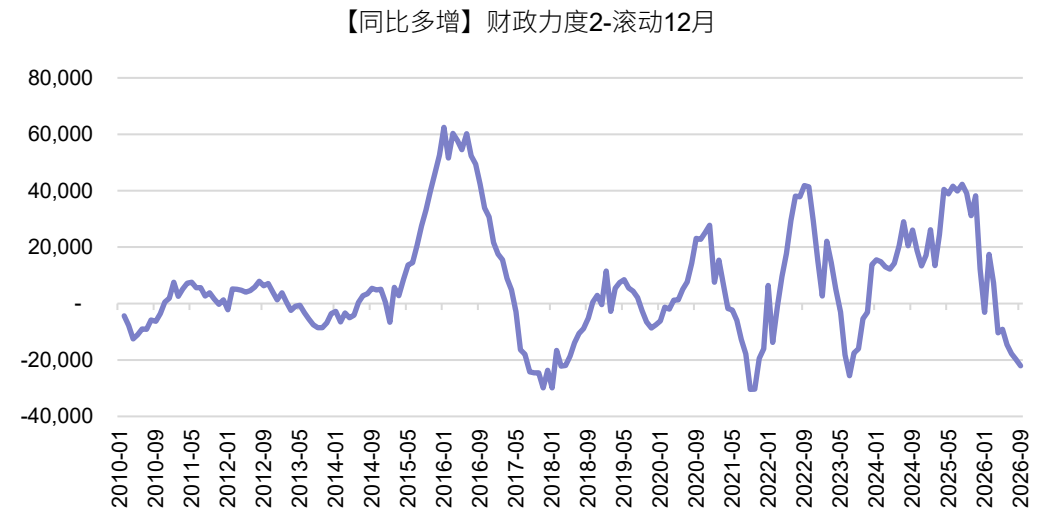
下载日志已记录，仅供内部参考

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

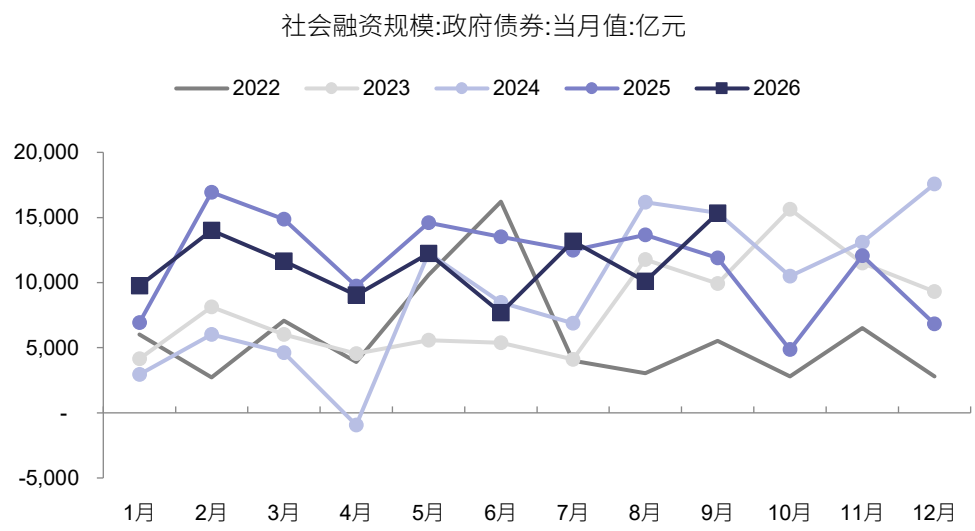
图 9：财政力度 2 滚动 12 月-同比多增（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

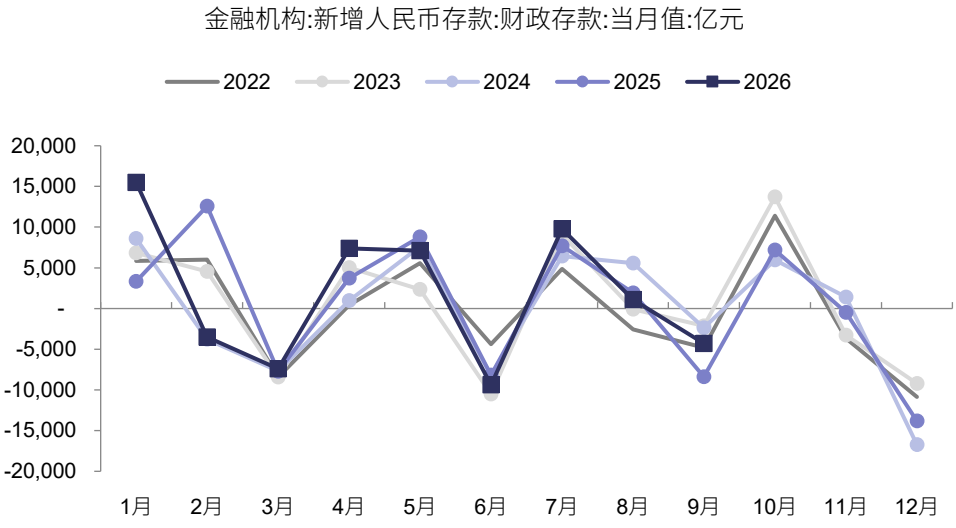
下载日志已记录，仅供内部参考

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

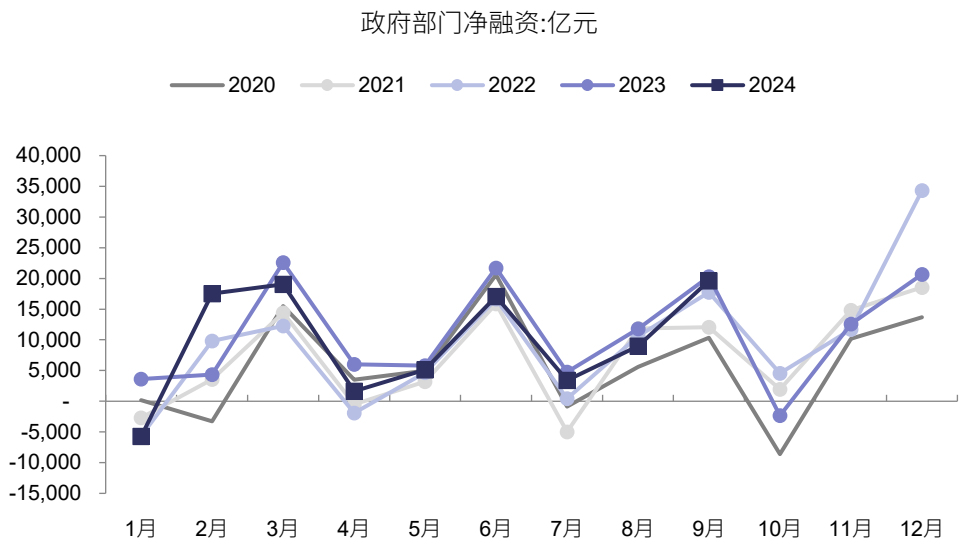
图 11：单月新增财政存款（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

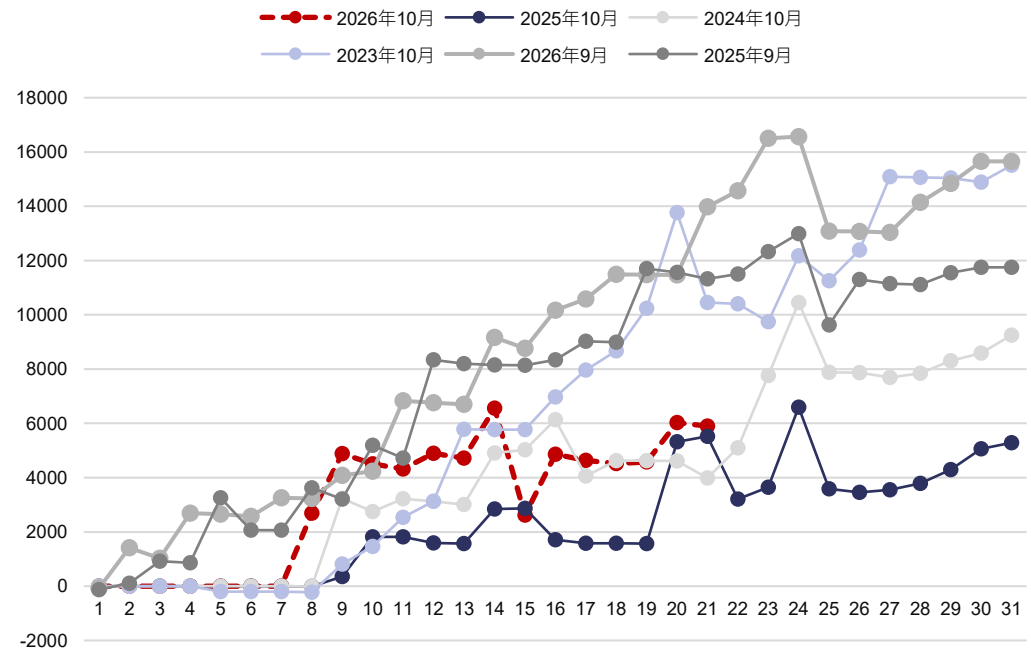
下载日志已记录，仅供内部参考

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 10 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

下载日志已记录，仅供内部参考

三、居民部门：居民加杠杆意愿仍待修复

表 14：历年 9 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	9,756	6,362	3,394	19,422	-9,666
2021	7,886	4,667	3,219	20,662	-12,776
2022	6,494	3,456	3,038	23,894	-17,400
2023	8,685	5,470	3,215	25,316	-16,631
2024	5,000	2,300	2,700	22,000	-17,000
2025	3,921	2,500	1,421	29,600	-25,679
2026	-26	874	-900	24,000	-24,026
同比多增	-3,947	-1,626	-2,321	-5,600	1,653

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

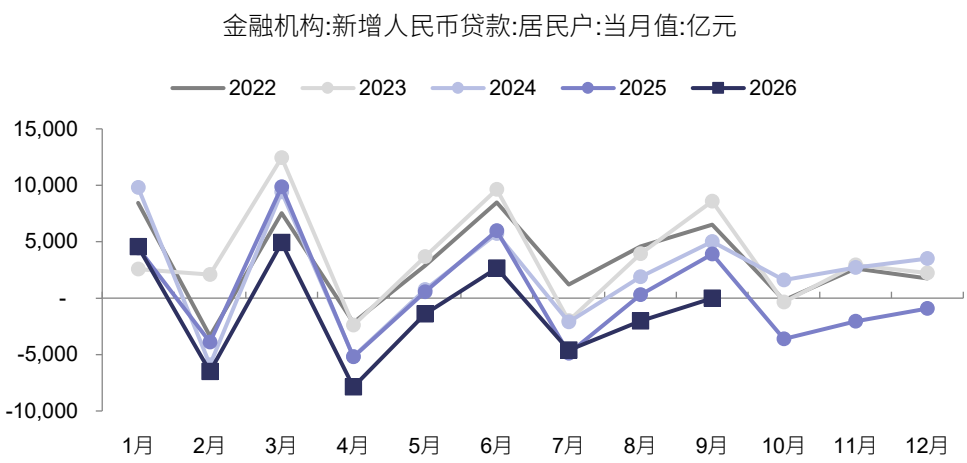
表 15：历年 9 月居民部门累计新增融资-亿元

	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	61,300	46,000	15,300	99,500	-38,200
2021	63,500	47,200	16,300	84,900	-21,400
2022	34,100	23,200	10,900	132,100	-98,000
2023	38,500	21,000	17,500	144,200	-105,700
2024	19,424	15,400	4,024	118,500	-99,076
2025	10,996	13,300	-2,304	127,300	-116,304
2026	-10,338	1,062	-11,400	93,900	-104,238
同比多增	-21,334	-12,238	-9,096	-33,400	12,066

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

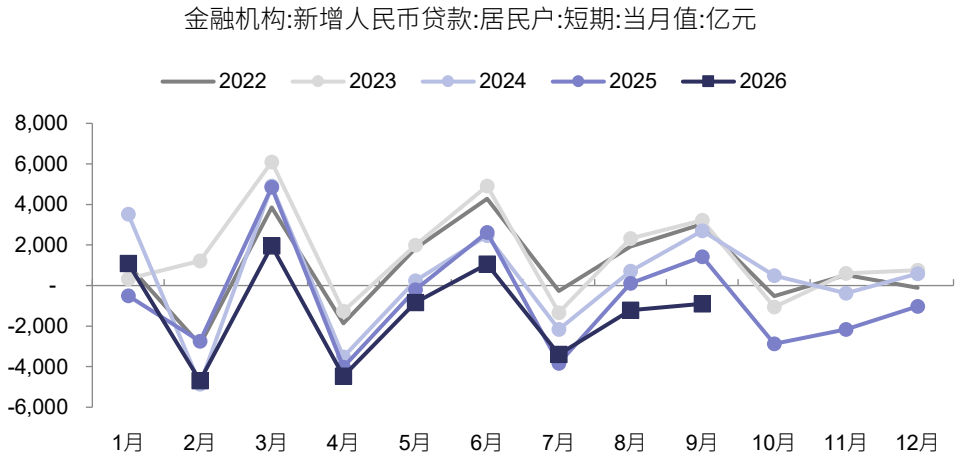
下载日志已记录，仅供内部参考

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

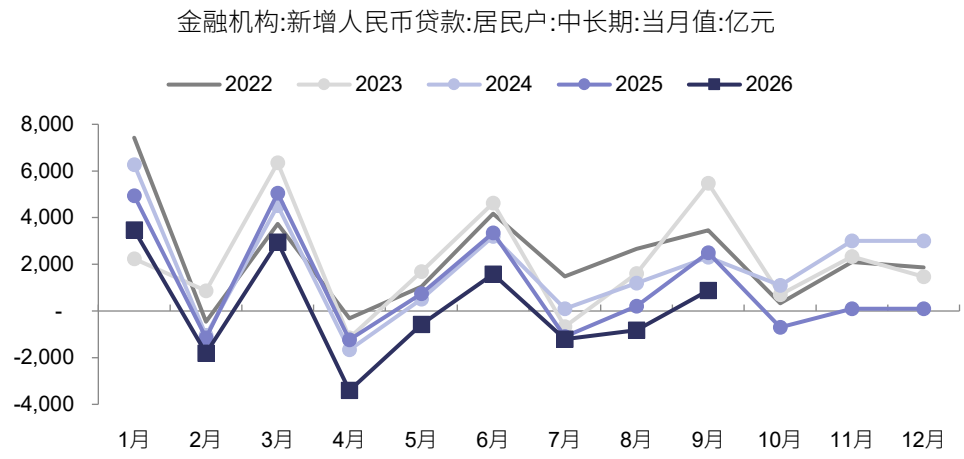
图 15：单月新增居民部门短期贷款（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

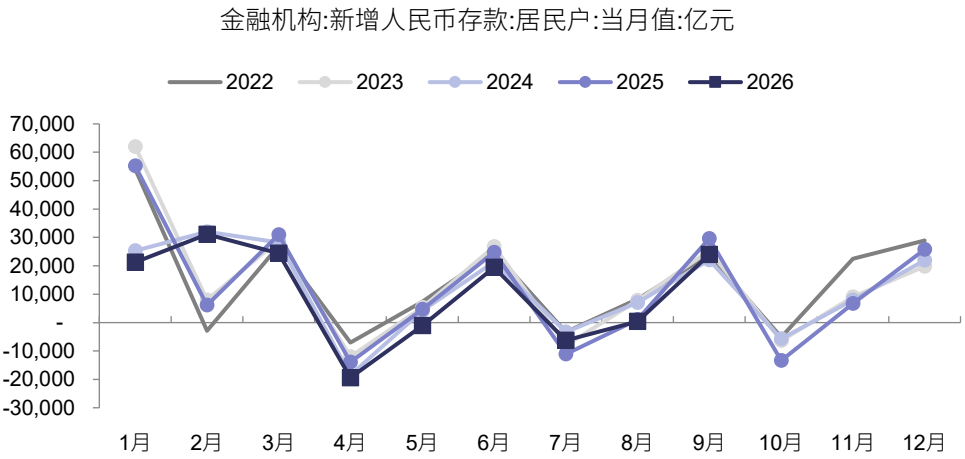
下载日志已记录，仅供内部参考

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

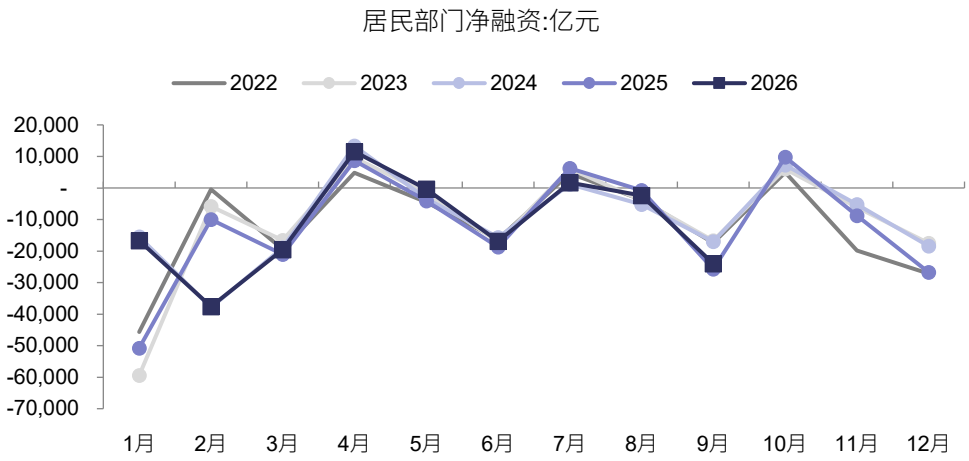
图 17：单月新增居民部门存款（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

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

下载日志已记录，仅供内部参考

四、对公部门：对公端明显改善，政策性金融工具预计形成支撑

表 16：历年 9 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	10,001	10,680	1,274	-2,632	-302	-317	-1,159	1,503	1,316	1,141	10,109	-2,237	2,129
2021	9,897	6,948	1,826	1,353	-19	-22	-2,098	14	1,137	772	5,192	3,146	1,559
2022	21,199	13,488	6,567	-827	-713	1,508	-191	132	345	1,022	7,649	2,362	11,188
2023	17,733	12,544	5,686	-1,500	-583	208	402	2,397	650	326	2,010	3,851	11,872
2024	13,006	9,600	4,600	686	-480	392	6	1,312	-1,926	128	7,700	958	4,348
2025	13,025	9,100	7,100	-4,026	-129	283	62	3,234	136	499	9,194	2,306	1,525
2026	13,906	8,900	4,600	-500	349	802	-478	2,153	-425	658	13,100	4,000	-3,194
同比多增	881	-200	-2,500	3,526	478	519	-540	-1,081	-561	159	3,906	1,694	-4,719

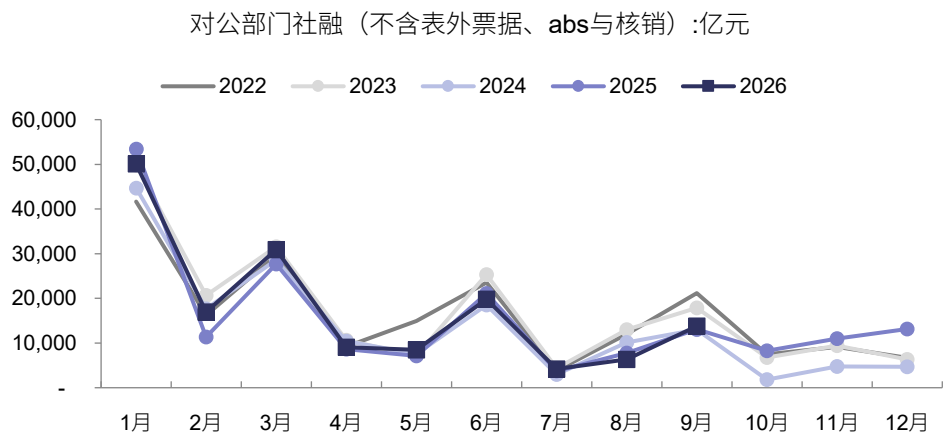
数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

表 17：历年 9 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	146,720	72,500	27,100	4,368	3,052	-3,190	-4,137	5,677	40,927	6,100	54,900	15,960	75,860
2021	123,540	83,300	10,400	8,148	2,530	-1,142	-12,269	-2,229	24,431	8,142	20,200	17,148	86,192
2022	171,687	86,500	32,800	25,000	-2,217	3,299	-4,813	-893	22,379	8,739	59,800	22,904	88,983
2023	178,848	118,800	39,900	-3,355	-1,365	1,057	638	2,418	16,430	6,743	45,200	27,695	105,953
2024	152,115	96,600	28,300	8,283	-2,063	-157	3,562	-1,476	15,885	1,705	-21,100	16,552	156,663
2025	152,337	82,900	45,300	4,752	-946	-571	2,004	3,010	15,731	3,167	15,300	22,700	114,337
2026	158,249	65,300	46,400	12,400	2,451	222	-1,383	748	27,500	5,359	31,600	21,700	104,949
同比多增	5,912	-17,600	1,100	7,648	3,397	793	-3,387	-2,262	11,769	2,192	16,300	-1,000	-9,388

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

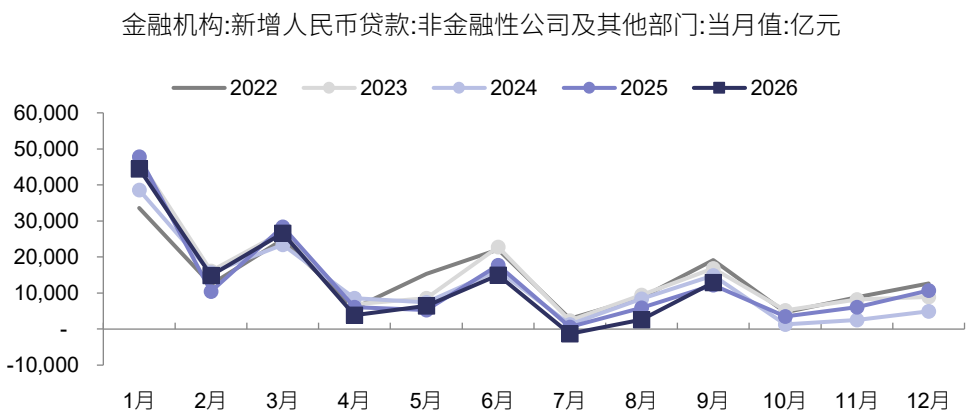
图 19：单月新增非金融对公部门社融融资（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

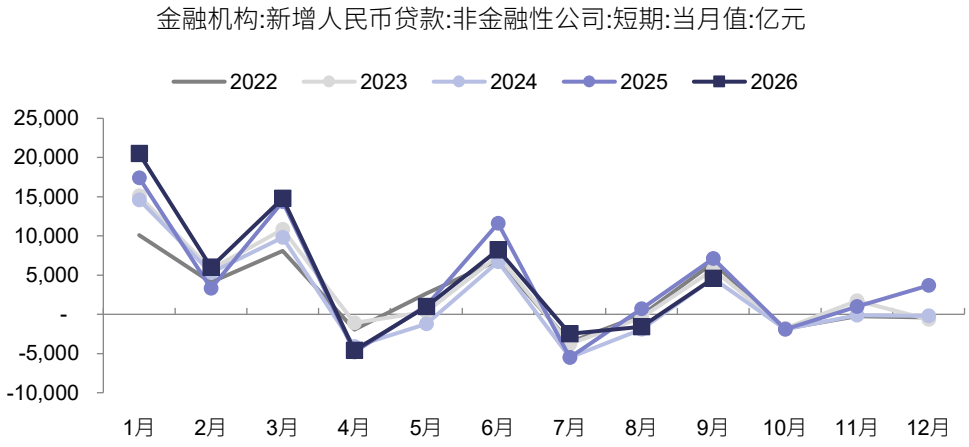
下载日志已记录，仅供内部参考

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

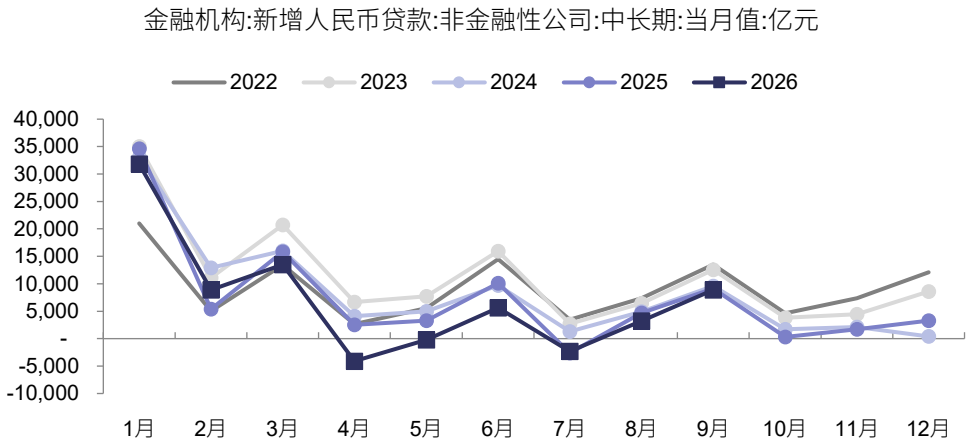
图 21：单月新增非金融对公部门短期贷款（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

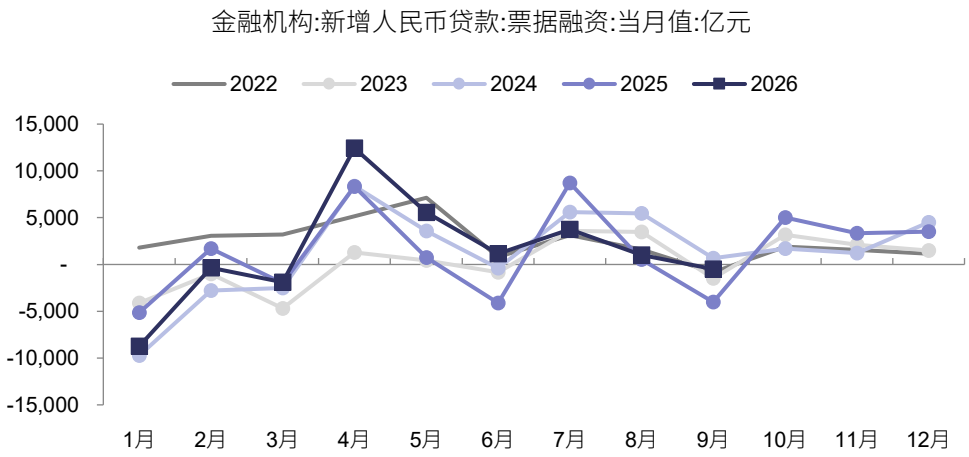
下载日志已记录，仅供内部参考

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

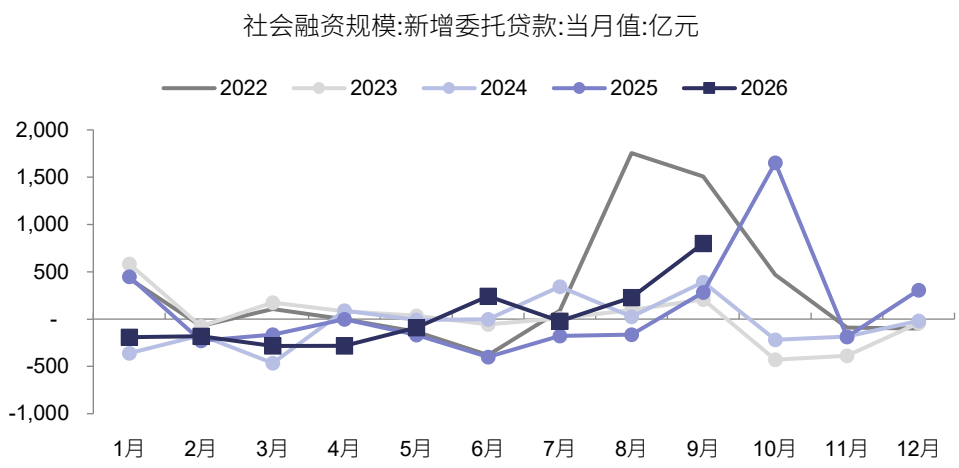
图 23：单月新增票据融资（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

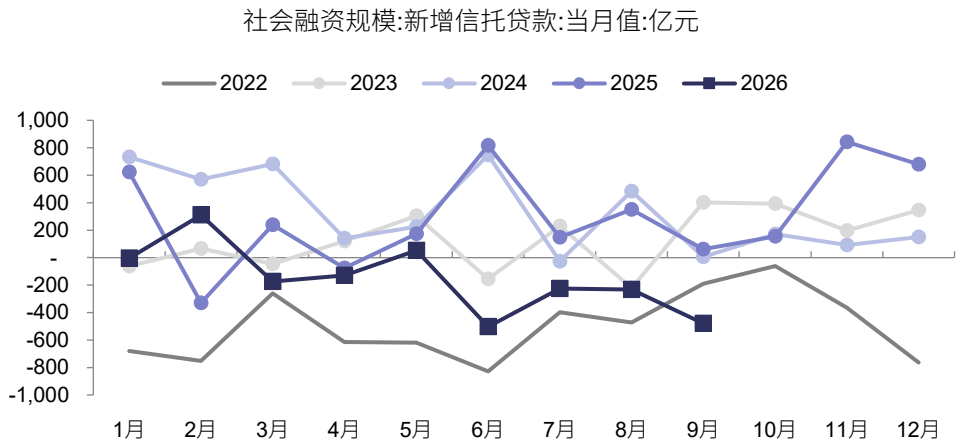
下载日志已记录，仅供内部参考

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

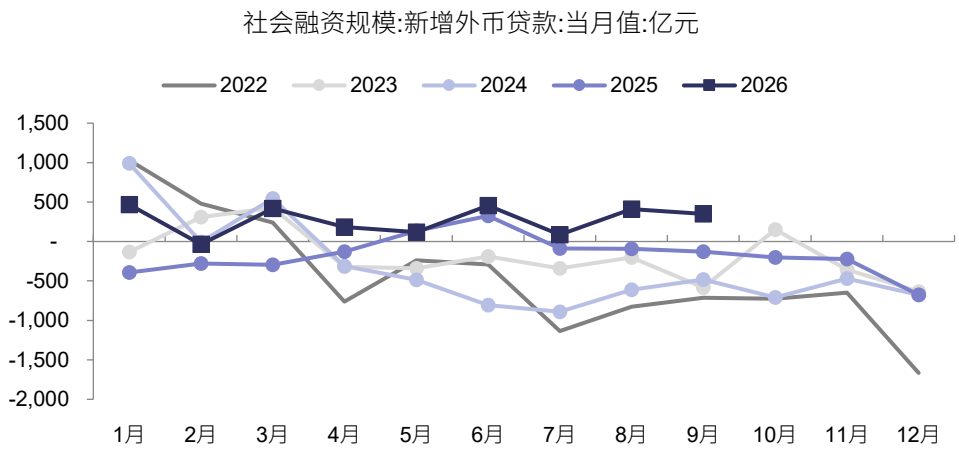
图 25：单月新增信托贷款（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

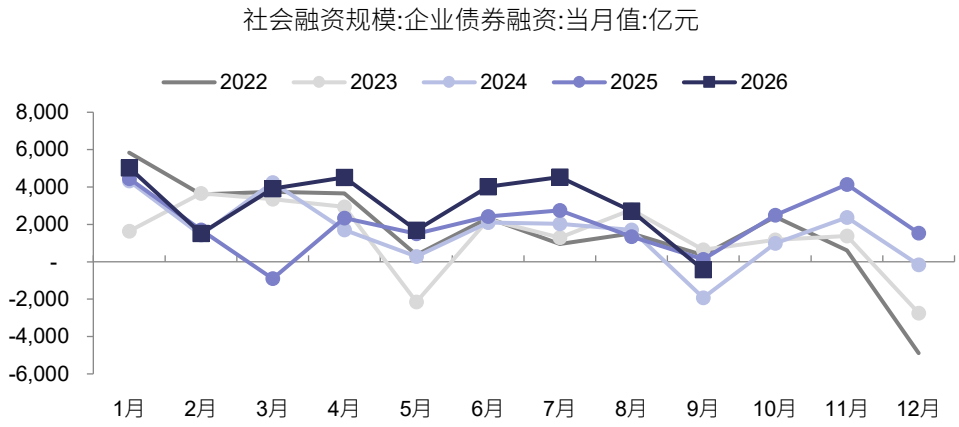
下载日志已记录，仅供内部参考

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

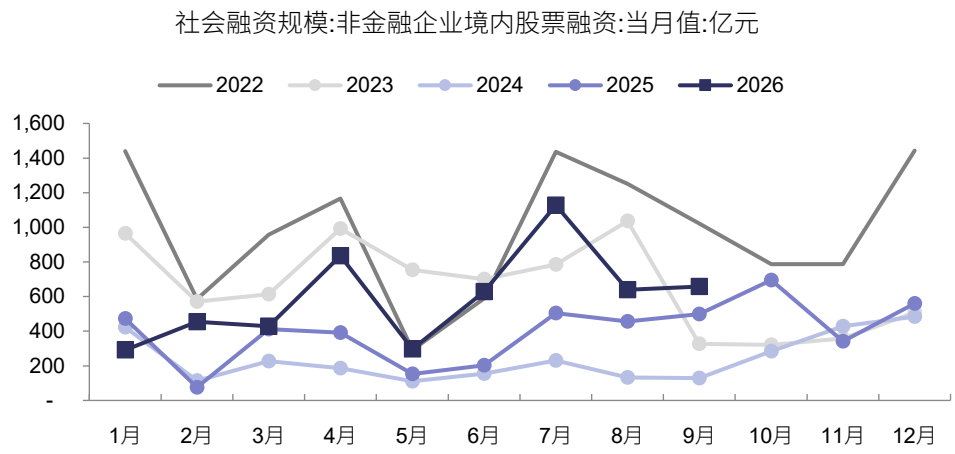
图 27：单月新增企业债融资（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

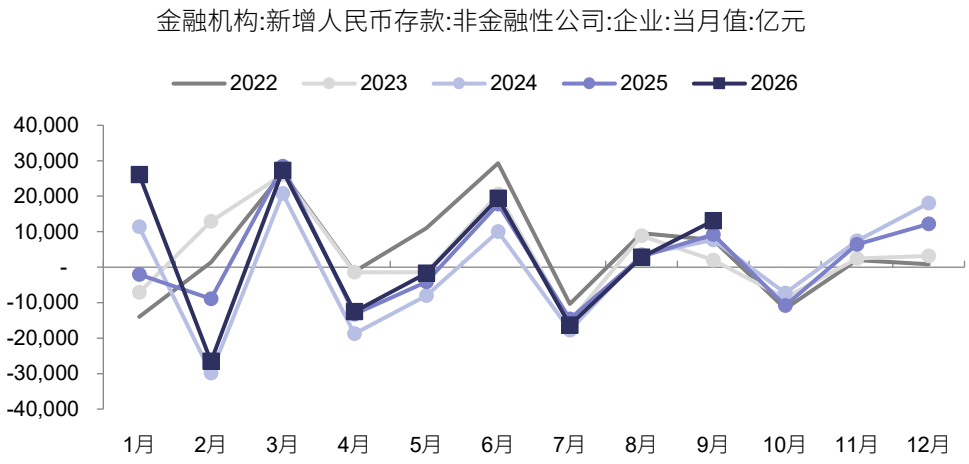
下载日志已记录，仅供内部参考

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

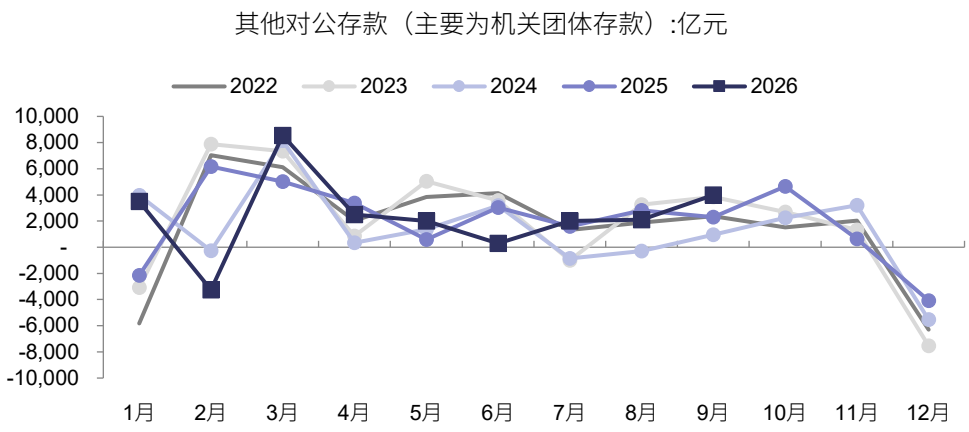
图 29：非金融企业部门单月新增人民币存款（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

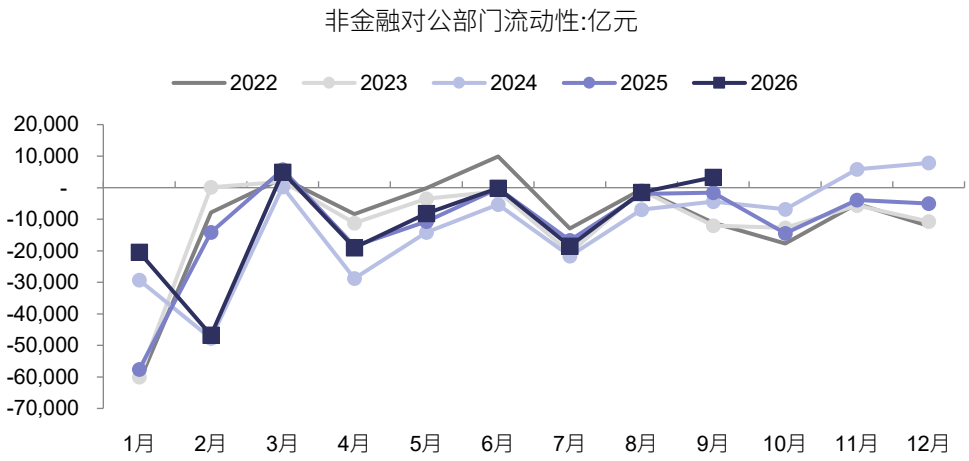
下载日志已记录，仅供内部参考

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

下载日志已记录，仅供内部参考

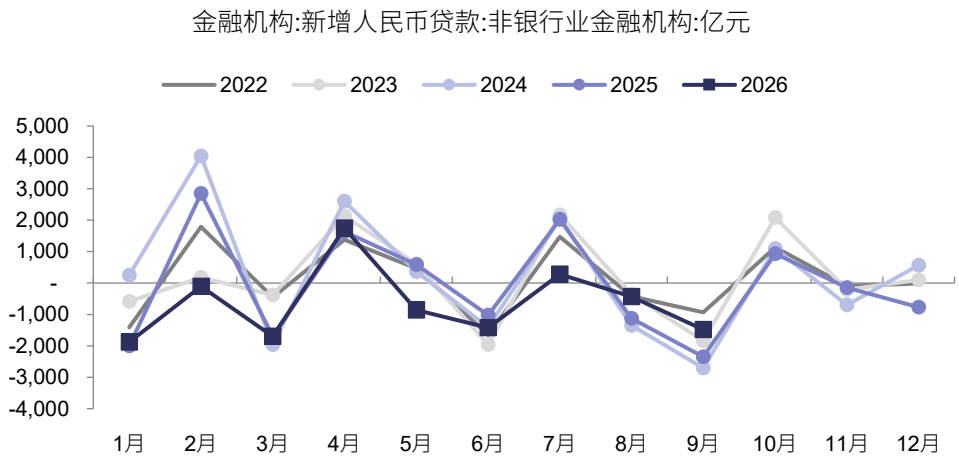
五、非银部门：非银存款大幅多减

表 18：历年 9 月非银金融机构单月及累计新增融资-亿元

	历年 9 月非银金融机构单月新增融资-亿元			历年 9 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	-201	-3,177	2,976	-4,720	4,765	-9,485
2021	-880	-669	-211	-1,619	31,800	-33,419
2022	-930	-2,805	1,875	224	10,400	-10,176
2023	-1,844	-6,650	4,806	-47	958	-1,005
2024	-2,704	9,100	-11,804	1,887	45,000	-43,113
2025	-2,348	-10,600	8,252	-1,121	48,100	-49,221
2026	-1,485	-19,100	17,615	-5,865	44,100	-49,965
同比多增	863	-8,500	9,363	-4,744	-4,000	-744

数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

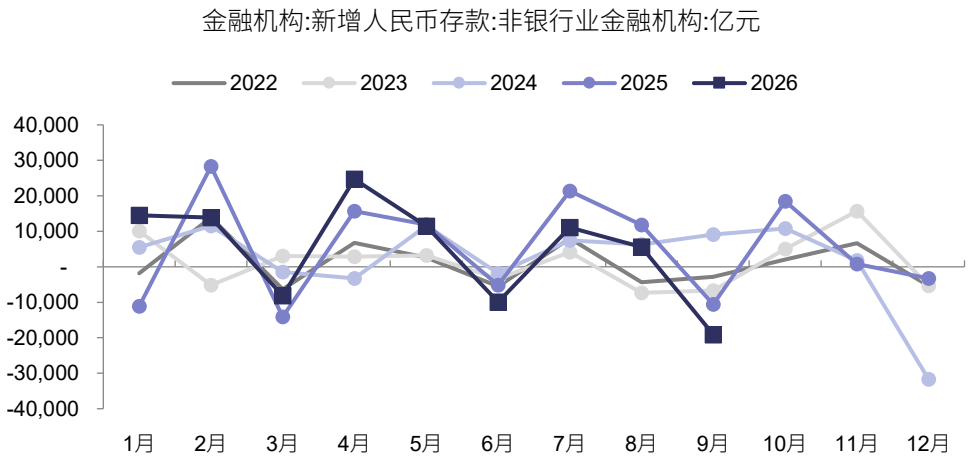
图 32：单月新增非银金融机构贷款（单位:亿元）



数据来源：Wind、中国人民银行、广发证券发展研究中心

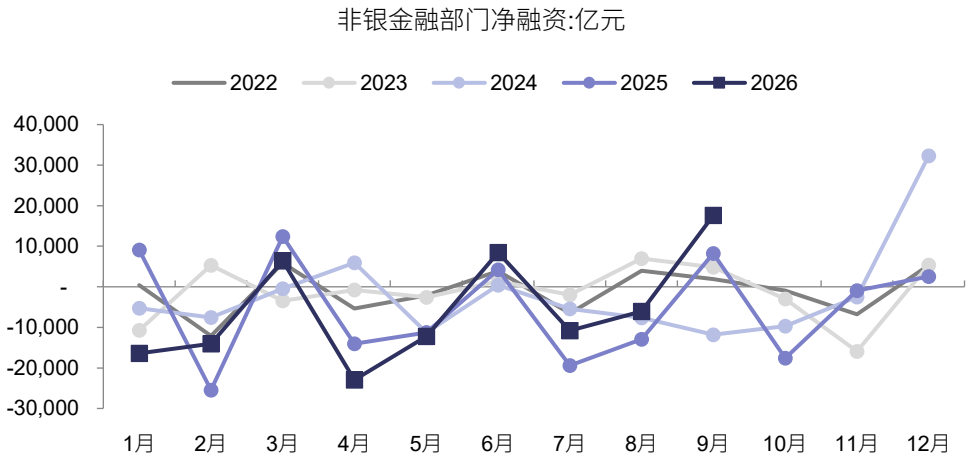
下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

联系人：
刘婉琴 021-38003645
liuwanqin@gf.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。