下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

Fixed Income

社融亮点较少，30Y 国债利率年内新低

9 月金融数据点评

核心观点：9 月社融数据整体亮点较少，数据公布后 30Y 国债收益率进一步下行创年内新低。9 月社融数据呈现政府债托底+企业中长期贷款边际企稳+居民融资持续偏弱的特征，信用修复的持续性仍待验证。新增社融同比小幅多增，但存量增速仍回落至 7.1%，融资扩张尚未明显提速。相比 8 月，9 月企业中长期贷款有所改善，但居民融资和企业短期融资仍偏弱。对债市而言，弱需求+资金宽松+资产荒+风偏回落仍对债市形成支撑，短期或仍有上行动能。

日内交易影响：社融和信贷数据公布后，30Y 国债活跃券收益率进一步下行约 0.6BP，创年内新低。

社融同比多增主要由政府债贡献，实体融资的改善程度仍弱于总量表现。9 月政府债同比多增 3469 亿元，而新增社融整体仅同比多增 177 亿元，政府融资基本对冲了其他渠道的融资缺口。剔除政府债后，新增社融仍同比减少，虽然降幅较 8 月收窄，但尚未恢复同比增长。

企业中长期贷款接近去年同期，但企业贷款整体多增仍有明显的结构因素。9 月企业中长期贷款同比仅少增 200 亿元，较此前多数月份的缺口明显缩小，显示中长期融资出现企稳迹象。不过，企业贷款整体同比多增 700 亿元，票据融资同比却多增 3526 亿元，扣除票据后，企业贷款仍同比少增。同期企业债净融资转负，也表明融资渠道尚未同步改善。由此看，企业融资的积极变化主要集中在中长期贷款，仍需跨月持续性来确认主动扩表意愿回升。

居民融资仍是信用修复的主要短板。居民短期贷款继续净偿还，中长期贷款虽然由负转正，但增量仍明显低于去年同期，说明消费及购房相关融资尚未形成有力支撑。持续偏弱的居民融资，仍反映居民部门扩表动力不足。

M1 增速回落受到高基数的影响。9 月 M1 同比由 4.1%回落至 3.2%，但去年同期增速明显抬升。按两年复合增速计算，9 月约为 5.2%，略高于 8 月的约 5.0%，说明单看同比降幅可能夸大资金活化转弱的程度。与此同时，企业存款同比多增，也为观察企业资金状况提供了一定积极线索。不过，资金沉淀为存款之后能否进一步转化为支出和投资，仍需结合后续信贷与经营数据判断。

对债市而言，弱需求+资金宽松+资产荒+风偏回落仍对债市形成支撑，短期或仍有上行动能。9 月社融主要由政府债托底，企业中长期贷款虽边际企稳，但居民融资及剔除政府债后的社融仍然偏弱，尚不足以确认内生需求持续修复。信贷投放不足使机构配置压力延续，宽松资金降低持债成本，风险偏好回落则进一步提升债券的相对吸引力。社融公布后，30 年国债活跃券收益率下破 2.06%、刷新年内低点，体现市场继续围绕弱需求与宽流动性的组合定价。在实体融资尚未持续改善、资金面保持宽松的背景下，债市短期仍有走强基础。但债市赔率空间不断收窄，伴随着拥挤度的提升，需警惕监管端及政策端变化带来的潜在调整风险。

风险提示：历史数据不代表未来；资金面紧于预期；货币政策超预期。

杜渐

SAC 执证号：S0260526020003
SFC CE No. BXV349
dujian@gf.com.cn

相关研究

PPI 冲高，不改债市做多方向:9 月通胀数据点评	2026-10-14
假期增量信息对债市影响几何？:国庆假期全球资产与宏观政策观察	2026-10-07
美国中期选举如何影响资产定价？:10 月固收多资产展望	2026-10-02

下载日志已记录，仅供内部参考

图表索引

图 1：2026 年 9 月金融数据变化.....3
图 2：新增社融规模的季节性变化（亿元）.....3
图 3：新增社融结构变化（亿元）.....4
图 4：新增信贷规模的季节性变化（亿元）.....4
图 5：新增信贷结构变化（亿元）.....5
图 6：M1、M2 同比及 M2-M1 同比剪刀差（%）.....5
图 7：社融存量、M2 同比及社融-M2 同比剪刀差.....6

表 1：2022 年以来，央行对信贷表述变化.....7

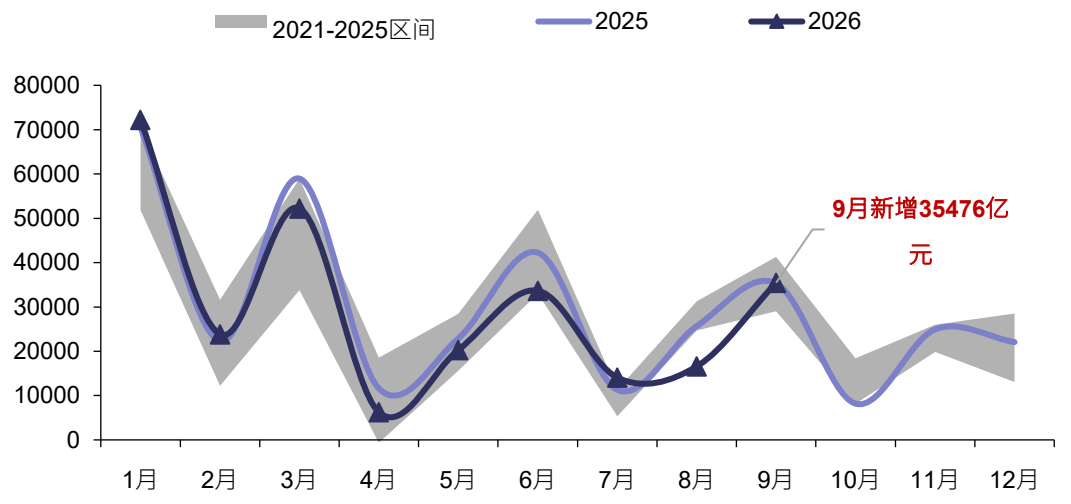
下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：2026 年 9 月金融数据变化

		同比多增						当月新增					
单位：亿元	变动	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04
社会融资规模	▲	**177**	**-9,079**	**2,761**	**-8,580**	**-2,607**	**-5,361**	**35,476**	**16,581**	**14,068**	**33,671**	**20,293**	**6,238**
人民币贷款	▼▼	-3,347	-5,701	-1,600	-5,950	-958	-4,890	12,734	552	-5,896	17,650	4,965	-4,006
外币贷款	▲	477	500	172	130	-17	314	348	409	85	455	117	184
委托贷款	▲	521	394	155	643	76	-281	804	229	-22	243	-90	-283
信托贷款	▼	-540	-583	-375	-1,319	-120	-52	-478	-233	-226	-503	53	-129
未贴现银行承兑汇票	▼▼	-1,081	-1,591	1,108	816	479	-2,490	2,153	382	-530	-1,084	-685	-5,284
企业债券融资	▼	-529	1,374	1,788	1,590	184	2,180	-393	2,712	4,536	4,012	1,680	4,520
政府债券	▲▲	3,469	-3,575	694	-5,825	-2,349	-688	15,362	10,097	13,176	7,683	12,236	9,041
企业股票融资	▲	159	183	623	425	146	444	658	639	1,128	628	298	835
新增人民币贷款	▼▼	**-2,100**	**-5,300**	**-2,900**	**-6,300**	**-1,000**	**-2,900**	**10,800**	**600**	**-3,400**	**16,100**	**5,200**	**-100**
(1)居民贷款	▼▼	-3,890	-2,332	290	-3,330	-1,952	-2,653	0	-2,029	-4,603	2,646	-1,412	-7,869
短期	▼▼	-2,321	-1,324	427	-1,560	-632	-443	-900	-1,219	-3,400	1,061	-840	-4,462
中长期	▼▼	-1,626	-1,022	-102	-1,769	-1,317	-2,177	874	-822	-1,202	1,584	-571	-3,408
(2)企业贷款	▲	700	-3,300	-1,900	-2,700	1,100	-2,200	12,900	2,600	-1,300	15,000	6,400	3,900
短期	▼▼	-2,500	-2,300	3,000	-3,400	-100	200	4,600	-1,600	-2,500	8,200	1,000	-4,600
中长期	▼	-200	-1,500	300	-4,500	-3,500	-6,600	8,900	3,200	-2,300	5,600	-200	-4,100
票据	▲▲	3,526	469	-4,954	5,253	4,824	4,088	-500	1,000	3,757	1,144	5,570	12,429
各项存款	▼▼	**-4,400**	**-8,600**	**-4,700**	**-12,200**	**-4,100**	**7,100**	**17,700**	**12,000**	**300**	**19,900**	**17,700**	**2,700**
居民存款	▼▼▼	-5,600	-700	4,800	-5,200	-5,800	-5,500	24,000	400	-6,300	19,500	-1,100	-19,400
非金融企业存款	▲▲	3,906	-197	-1,709	1,627	2,476	797	13,100	2,800	-16,300	19,400	-1,700	-12,500
政府存款	▲▲	4,100	-800	2,085	-1,185	-1,700	3,684	-4,300	1,100	9,785	-9,385	7,100	7,394
非银机构存款	▼▼▼	-8,500	-6,200	-10,300	-4,700	-500	8,990	-19,100	5,600	11,100	-9,900	11,400	24,700

数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

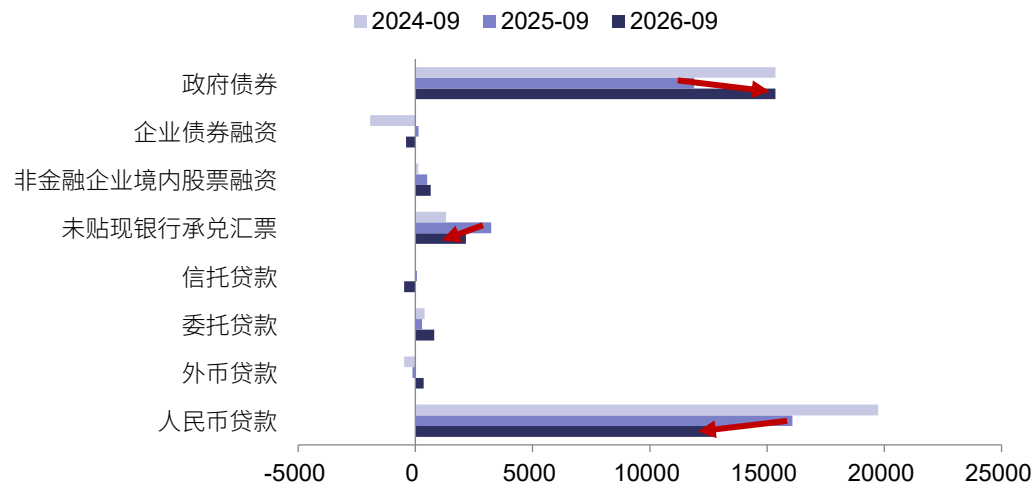
图 2：新增社融规模的季节性变化（亿元）



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

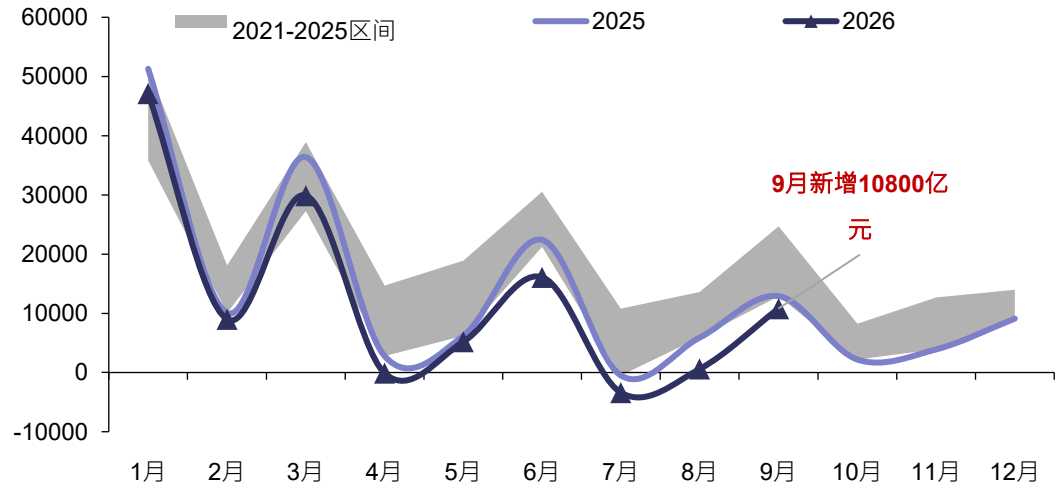
下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：新增社融结构变化（亿元）



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

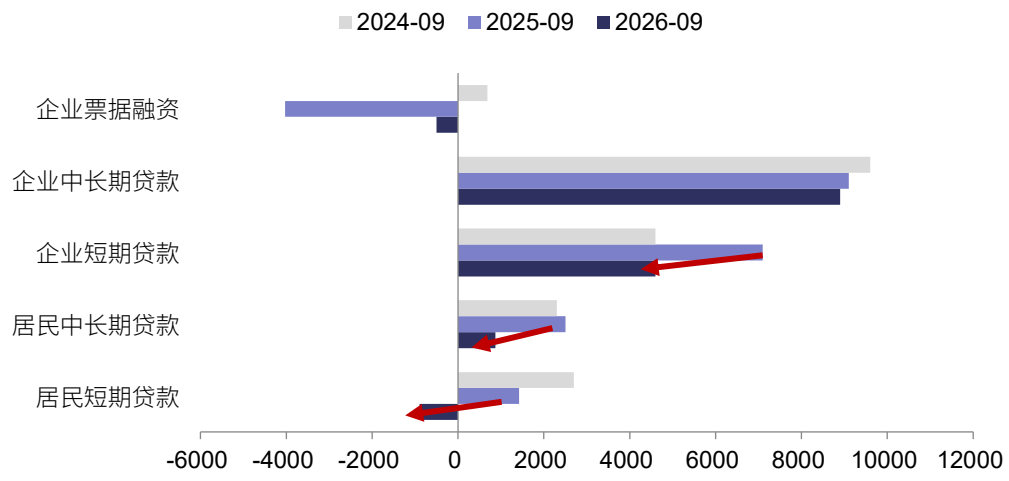
图 4：新增信贷规模的季节性变化（亿元）



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

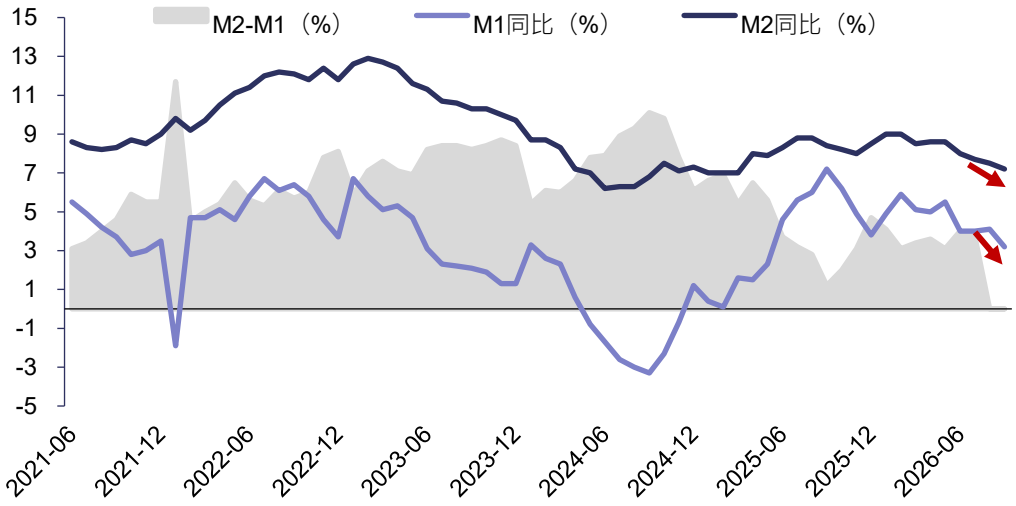
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：新增信贷结构变化（亿元）



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

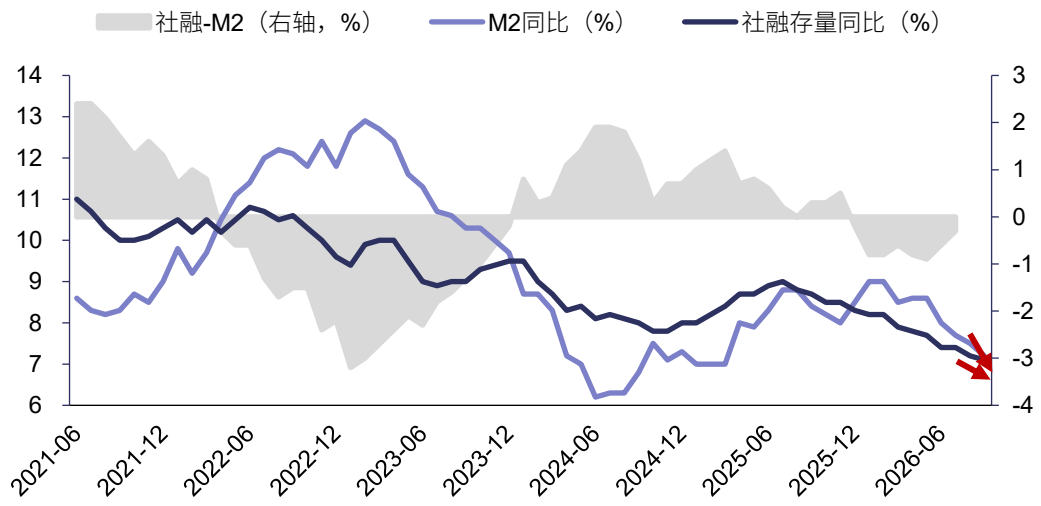
图 6：M1、M2 同比及 M2-M1 同比剪刀差（%）



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：社融存量、M2 同比及社融-M2 同比剪刀差



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：2022 年以来，央行对信贷表述变化

时间	发言人物	场合/会议	相关言论
2022/1/18	央行副行长 刘国强	金融统计数据新闻发布会	**保持货币信贷总量稳定增长。**综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，**引导金融机构有力扩大信贷投放，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。**
2023/10/22	央行行长 潘功胜	人大常委会-金融工作报告	未来稳健的货币政策更加精准有力，**把握好逆周期和跨周期调节，保持货币信贷总量适度、节奏平稳。**总量上，综合运用多种货币政策工具，**保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，**促进经济金融良性循环。
2023/12/4	央行行长 潘功胜	人民日报撰文	更加注重跨周期和逆周期调节，保持货币信贷总量和社会融资规模合理增长。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，**引导金融机构增强信贷增长的稳定性和可持续性，满足实体经济有效融资需求，**促进经济稳定增长。
2024/6/19	央行行长 潘功胜	陆家嘴论坛	目前我国社会融资规模存量超过390万亿元，M2余额超过300万亿元，**宏观金融总量规模已经很大。金融总量增速有所下降也是自然的，**这与我国经济从高速增长转向高质量发展是一致的。同时我们也应该看到，**很多存量贷款效率不高，盘活低效存量贷款和新增贷款对经济增长的意义本质上是相同的。** 从信贷结构发生的变化看，当前近250万亿元的贷款余额中，房地产、地方融资平台贷款占比很大，这一块不仅不再增长，反而还在下降。剩下的其他贷款要先填补上这个下降的部分，才能表现为增量，**全部信贷增速要像过去一样保持在10%以上是很难的。**
2025/5/7	央行行长 潘功胜	国务院新闻发布会	今年以来各项宏观金融数据都比较不错，**货币信贷呈现出“数量增加、价格下降、结构优化”的运行特征。**
2025/10/26	央行行长 潘功胜	人大常委会-金融工作报告	综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。**盘活存量，用好增量，提高资金使用效率。**
2026/6/17	央行行长 潘功胜	陆家嘴论坛	近年来，科技创新、高端制造、绿色低碳等新兴产业蓬勃发展。相比传统产业，这些产业具有研发投入大、风险和不确定性较高、投资周期长等特点，企业资产形态也由土地、厂房、设备更多转向技术、数据、品牌和人力资本，**轻资产行业一般对应低负债，单位经济增长所需的银行贷款相应下降。在经济走向高质量发展时期，这一变化也将成为常态，要逐步适应。** **全部信贷要保持过去的增速是很难的，也是没有必要的。**同时，部分存量贷款效率不高，盘活低效存量贷款和新增贷款对经济增长的意义本质上是相同的。**贷款“降速提质”或将成为宏观运行的新常态之一。**
2026/7/15	货政司司长 谢光启	国新办发布会	未来一段时期，**货币信贷会从外延式的扩张转向内涵式的发展，贷款的降速提质可能成为宏观运行的新常态之一。**

数据来源：中国政府网、国新办官网、国家外汇管理局、中国人大网、新华网、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

广发固定收益研究小组

杜 渐 ：CFA，首席分析师，美国福德汉姆大学金融学硕士，十年债市工作经历。

余 淼 ：FRM，资深分析师，英国格拉斯哥大学硕士，九年债市工作经历。

汤庭恺 ：资深分析师，上海财经大学硕士，三年投行及租赁相关经验，3 年信用及产业研究经历。

王素芳 ：资深分析师，伦敦国王学院硕士，四年可转债研究经历。

刘 畅 ：资深分析师，南开大学硕士，四年利率策略及机构行为研究经历。

熊睿健 ：高级研究员，英国爱丁堡大学硕士，四年国债期货研究经历。

张 陆 ：高级研究员，美国哥伦比亚大学硕士，四年利率衍生品+多资产研究经历。

肖霖菁 ：研究员，香港中文大学（深圳）金融工程硕士，覆盖信用债 ETF、债券南向通方向。

分析师及联系人



杜渐

SAC 执证号：S0260526020003
SFC CE No. BXV349
dujian@gf.com.cn

联系人：
张陆 0755-88286943
gzzhanglu@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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

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。