

2025 年 10 月 15 日

行业研究

贷款熨平波动，货币持续活化

——2025 年 9 月份金融数据点评

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebsecn.com

分析师：赵晨阳

执业证书编号：S0930524070005

010-57378030

zhaochenyang@ebsecn.com

要点

事件：

2025 年 10 月 15 日，央行公布了 9 月金融统计数据，数据显示：

- (1) M2 同比增长 8.4%，增速较 8 月末下降 0.4 个百分点；
- (2) M1 同比增长 7.2%，增速较 8 月末提升 1.2 个百分点；
- (3) 新增人民币贷款 1.29 万亿，同比少增 3000 亿，增速 6.6%，较 8 月末下降 0.2 个百分点；
- (4) 新增社会融资规模 3.53 万亿，同比少增 2297 亿，增速 8.7%，较 8 月末下降 0.1 个百分点。

点评：

一、9 月贷款投放强度季节性回升，增量延续 3 Q 同比少增

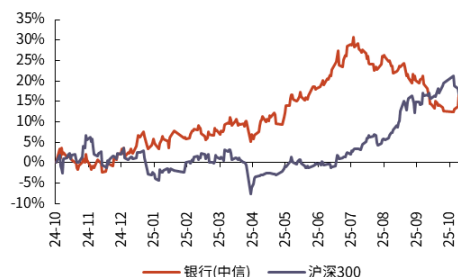
9 月新增人民币贷款 1.29 万亿，同比少增 3000 亿，增速环比 8 月回落 0.2pct 至 6.6%。有效需求尚待恢复，通胀持续磨底，居民企业信用活动扩张偏弱。9 月中采制造业 PMI 为 49.8%，环比 8 月回升 0.4pct，连续六个月低于“荣枯线”，制造业企业生产经营景气度季节性提升，但需求不足矛盾依旧突出，产需缺口进一步放大。物价指标维持低位，“生产-消费”内循环有待畅通，企业居民加杠杆动力不足，信贷增量不及去年同期。

从累计角度看，前三季度合计新增人民币贷款 14.75 万亿，同比少增 1.27 万亿。考虑地方化债对新增读数形成拖累，1-9 月地方特殊再融资专项债净融资合计 1.9 万亿，还原地方债务置换影响后，测算 9 月信贷增速或在 7.7% 左右，较 8 月回落 0.2~0.3 个百分点左右。考虑到今年债务置换已进入尾声，9 月贷款增长受债务置换因素边际影响小。

现阶段有效需求不足压制下，银行信贷投放“量、价、险”仍难平衡。后续阶段稳定信贷投放，或可关注以下领域：① 前期布置的政策性金融工具落地，作为资本金杠杆撬动地方投资和信用扩张；② 除消费信贷财政贴息外，消费领域进一步加码支持性政策；③ 银行贷款帮助城投公司、事业单位等机构偿还经营性欠款，以银行信用置换商业信用。若 4Q 季内贷款投放同比持平，年末信贷增速仍可大体稳定在 6.6% 附近。

9 月票据利率中枢上移。价层面，9 月以来票据转贴现利率报价转而上行，1M、3M、6M 期转贴利率报价中枢分别为 1.39%、1.24%、0.8%，环比 8 月上行 73bp、27bp、14bp，集中收票冲量情况有所减少。月内票据转贴报价波动幅度相对有限，曲线形态持续倒挂。需求不足情况下，银行对较长期限票据需求相对高，10 月份以来跨年票据转贴现定价已回落至 0.4% 以内。量层面，9 月贴现承兑比 75%，创 2 月以来新低，低于去年同期的 78%，全月票据融资增量 -4026 亿，环比下降，同比少增 4712 亿，季末月份新增贷款结构有所改善。前三季度票据贴现合计新增 4752 亿，同比少增 3531 亿，占新增贷款比重 3.2%，低于去年同期的 5.2%。

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

社融遇拐点，货币见活化——2025 年 8 月份金融数据点评

信贷扩张季节性回落，存款资金入市节奏提速——2025 年 7 月份金融数据点评

信用活动季节性走强——2025 年 6 月份金融数据点评

信用扩张走向量价平衡——2025 年 5 月份金融数据点评

如何看待 4 月社融与信贷“大劈叉”？——2025 年 4 月份金融数据点评

贷款投放超预期，关注需求修复持续性——2025 年 3 月份金融数据点评

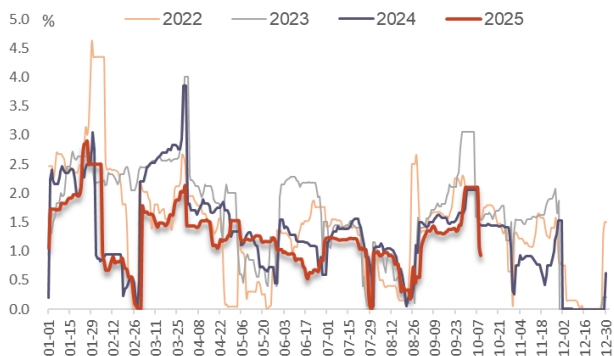
2 月信用活动的“三组关系”——2025 年 2 月份金融数据点评

1 月信贷“开门红”超预期——2025 年 1 月份金融数据点评

社融增速触底回升——2024 年 12 月份金融数据点评

年末贷款增长拖累因素增多——2024 年 11 月份金融数据点评

图 1：9 月 1M 期票据转贴利率呈现波动上行走势



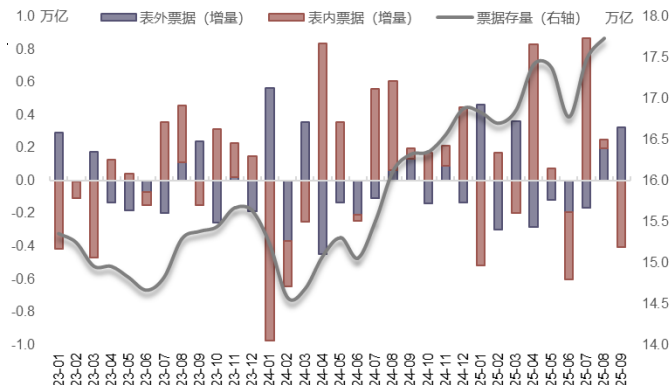
资料来源：上海国际货币经纪公司官网，光大证券研究所；注：数据时间为 2022 年 1 月 1 日-2025 年 10 月 10 日

图 2：9 月 6M 期票据转贴利率中枢环比上行



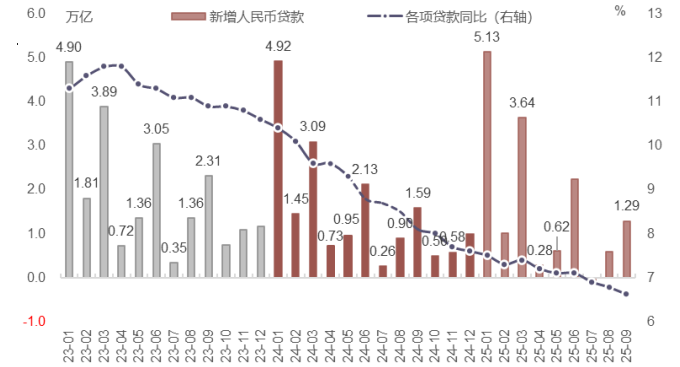
资料来源：上海国际货币经纪公司官网，Wind，光大证券研究所；注：数据时间为 2022 年 1 月 1 日-2025 年 10 月 10 日

图 3：9 月表内外票据减少 791 亿，存量票据 17.7 万亿



资料来源：央行官网，Wind，光大证券研究所；注：数据时间为 2023 年 1 月-2025 年 9 月

图 4：9 月新增人民币贷款 1.29 万亿，增速 6.6%



资料来源：央行官网，Wind，光大证券研究所；注：数据时间为 2023 年 1 月-2025 年 9 月

二、对公贷款投放环比加码，短贷-票据跷跷板效应再现

规模层面，9 月对公贷款新增 1.22 万亿，同比少增 2700 亿，占新增贷款比重 95%，对公仍发挥贷款投放“压舱石”作用。其中，票据、短贷、中长贷分别新增 4026、7100、9100 亿，同比分别少增 4712 亿、多增 2500 亿、少增 500 亿。票据贴现出现较大幅度负增长，而对公短贷增长略超季节性，对贷款读数形成支撑。

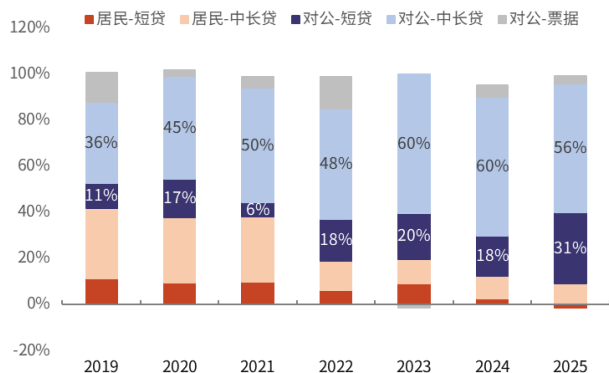
短贷方面，前三季度对公短贷新增 4.53 万亿，同比多增 1.7 万亿，占新增贷款比重 31%，明显高于过去五年同期均值 16%。单月数据看，9 月对公短贷新增 7100 亿，高于过去五年同期增量均值 3991 亿，增长略超季节性特征，月内短贷-票据间跷跷板效应较为明显，下旬对公短贷多增对低息票据形成部分置换。一方面，9 月企业经营景气度环比 8 月改善，预计用于日常生产经营的短期流贷增量有所提升。另一方面，化债背景下破解城投企业“三角债”，推动企业还清欠进程提速，以银行信用置换商业信用或对企业贷款读数形成一定支撑。

中长贷方面，9 月对公中长贷新增 9100 亿，同比少增 500 亿；1-9 月对公中长贷合计新增 8.29 万亿，同比少增 1.37 万亿。现阶段企业经营景气度偏低，对公中长期固定资产贷款仍同比少增。往后看，政府债发行步入尾声，隐债化债

因素对企业贷款读数拖累减轻；针对城投、事业单位的清欠偿还政策带动商业信用转银行信用；政策性金融工具落地使用拉动相关项目配套融资，年内对公中长贷投放空间可期待。结构上，普惠小微、制造业中长期等重点领域信贷仍维持较高增长，9月末二者增速分别为12.2%、8.2%，其中普惠小微贷款增速延续8月以来逐月回升态势。

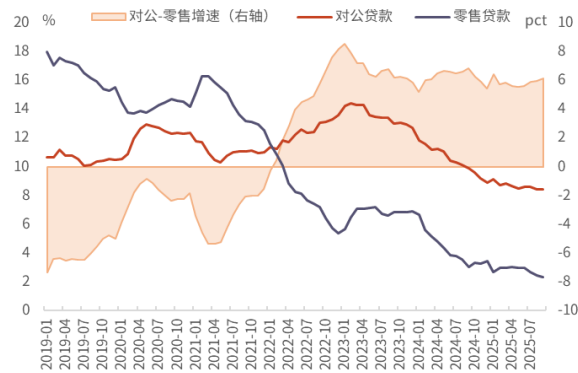
定价层面，9月企业新发放本外币贷款加权平均利率在3.1%附近，同上月大体持平，仍在历史低位，尚未出现边际拐点。进一步考虑贷款结构优化，9月对公短贷投放增多而低息票据负增长，现阶段新发放企业贷款定价或仍在下行通道但降幅趋缓。往后看，监管强化金融机构定价行为指引，通过MPA、EPA定价考核、自律机制管理等方式规范银行定价行为，设定存款“利率顶”和贷款“利率底”，维护市场秩序。后续伴随存量定期存款滚动到期重定价，银行负债成本将进一步下降，有利于银行体系NIM稳定。

图5：1-9月对公短贷占新增贷款比重31%，高于去年同期



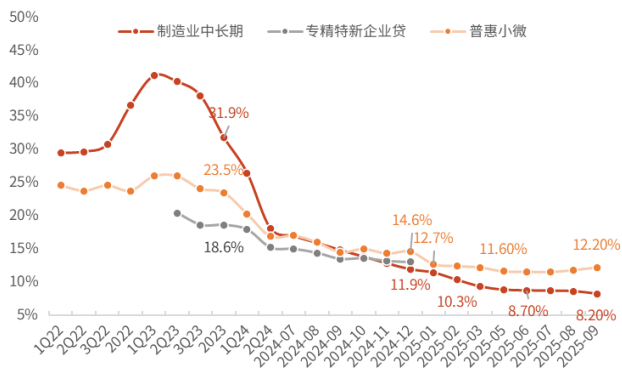
资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据为各年1-9月信贷增量结构

图6：9月对公-零售贷款增速差6.2pct 环比小幅走弱



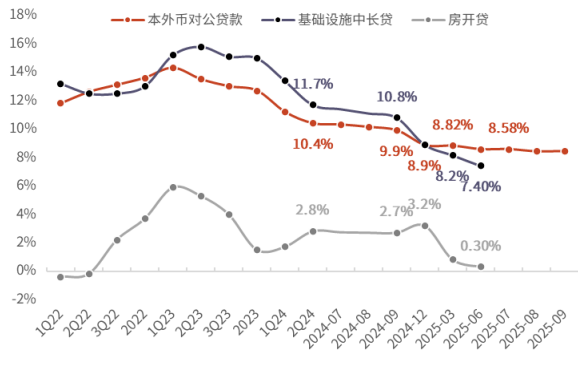
资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2019年1月-2025年9月

图7：重点领域贷款投放降速但仍高于各项贷款增速



资料来源：央行金融机构贷款投向统计报告，光大证券研究所整理

图8：对公传统领域信贷增长降速



资料来源：央行金融机构贷款投向统计报告，光大证券研究所整理；注：其中本外币对公贷款增速数据截至2025年9月，基础设施中长贷、房开贷增速截至2025年6月

三、居民贷款读数季节性回暖，零售信贷量价需再平衡

规模层面，9 月份居民贷款新增 3890 亿，同比少增 1110 亿，读数较 8 月进一步改善。其中，居民短贷、中长贷分别新增 1421、2500 亿，同比分别少增 1279 亿、多增 200 亿。前三季度居民贷款合计新增 1.1 万亿，同比少增 8400 亿，占新增信贷比重 7.5%，低于去年同期的 12.1%。现阶段居民就业、收入等长周期变量未出现实质性改善，消费、购房需求疲软，按揭、消费贷、信用卡增长乏力，个体工商户、农户等小微客群经营景气度偏低，经营贷读数亦不及去年同期。从 9 月情况看：

9 月按揭贷款正增长，但 10 月或仍承压。“金九”房地产市场表现分化，不同城市、新老项目间交易景气度差异延续，一二线城市与三四线城市新房市场“冷暖不均”，而二手住宅价格仍受需求不足压制。克而瑞数据显示，百强房企 9 月实现销售操盘金额 2528 亿，环比增长 22%，同比增长 0.4%，出现止跌回升，但百强房企整体销售仍处在历史较低水平。中指研究院数据显示，百城新建住宅均价环比微涨 0.09%，同比上涨 2.68%；百城二手住宅均价环比下跌 0.74%，同比下跌 7.38%。住房按揭贷款考虑到摊还和早偿因素后，预估 9 月新增读数环比有所改善，去年较低基数上同比多增。从 10 月房地产销售数据观察，“银十”料成色不足，按揭或再度转入负增。**定价上**，9 月新发放个人住房贷款加权平均利率仍在 3.1%附近，同 8 月持平。

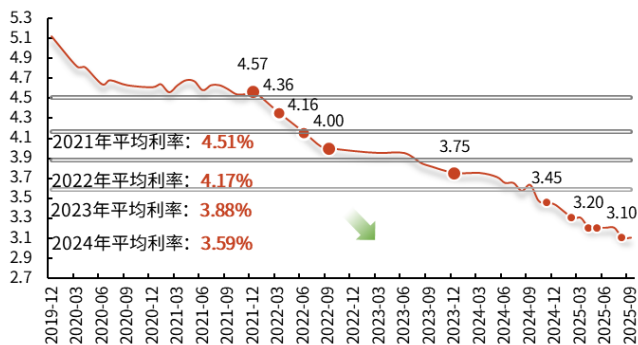
非房消费贷、经营贷投放季节性改善。1-8 月社零累计同比增速 4.6%，环比 1-7 月下降 0.2pct，居民消费景气度仍相对偏低。现阶段居民就业、收入等长周期变量仍待改善，扩表意愿较弱，非房消费贷增长缺乏驱动力。小微企业主、个体工商户、农户等客群经营景气度平淡，信用扩张明显慢于去年同期。“反内卷”背景下，对消费贷、经营贷定价下限加以约束，“以价换量”增长模式难以为继。9 月是财政对消费贷、经营贷进行财政贴息落地的首月，对相关信贷需求的拉动尚难评估，9 月零售非房贷款投放或更多由季节性因素驱动，对消费贷进行财政贴息考虑到申领的范围和复杂度等因素，在没有纳入按揭贷款和信用卡消费贷款的前提下，料最终支持规模明显受控。

表 1：2025 年 9 月份新增信贷规模与结构（亿元）

项目	当月新增				同比变动			
	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06
人民币贷款	12900	5900	-500	22400	-3000	-3100	-3100	1100
居民户贷款	3890	303	-4893	5976	-1110	-1597	-2793	267
居民短期贷款	1421	105	-3827	2621	-1279	-611	-1671	150
居民中长期贷款	2500	200	-1100	3353	200	-1000	-1200	151
企（事）业单位贷款	12200	5900	600	17700	-2700	-2500	-700	1400
企业短期贷款	7100	700	-5500	11600	2500	2600	0	4900
企业中长期贷款	9100	4700	-2600	10100	-500	-200	-3900	400
票据融资	-4026	531	8711	-4109	-4712	-4920	3125	-3716
非银机构贷款	-2348	-1130	2026	-1026	356	225	-31	391
境外人民币贷款	-842	827	1767	-250	454	772	424	-958

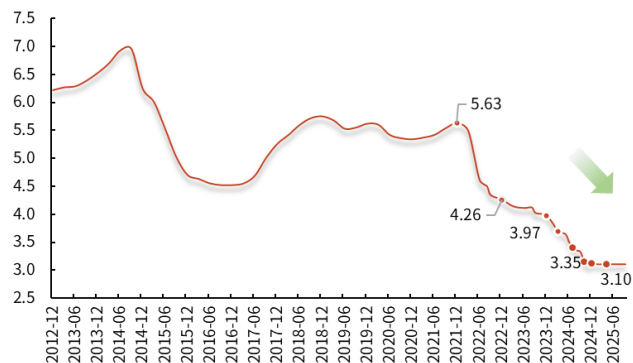
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：9 月新发放企业贷款（本外币）加权平均利率 3.1%



资料来源：央行，光大证券研究所预测；数据时间：2019 年 12 月-2025 年 9 月；单位：%

图 10：9 月新发放个人住房贷款利率 3.1%



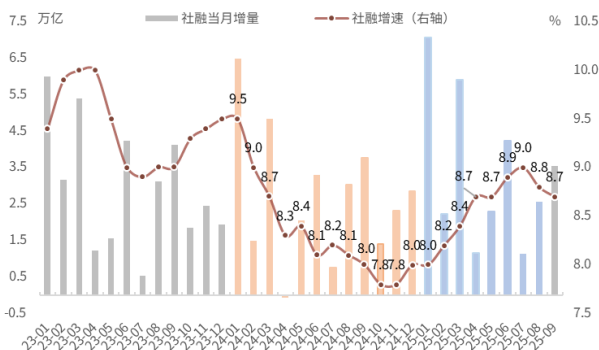
资料来源：央行，光大证券研究所预测；数据时间：2012 年 12 月-2025 年 9 月；单位：%

四、9 月新增社融 3.53 万亿，增速较 8 月下行 0.1pct 至 8.7%

9 月新增社融 3.53 万亿，同比少增 2297 亿，余额增速 8.7%，较 8 月末下行 0.1pct；高基数影响下，年内后续月份社融增速或呈现缓幅下行态势，若后续无新增特别国债发行，年末社融增速或回落至 8.5%以内，若增发 1 万亿特别国债可抬升社融增速 0.2 个百分点。具体看 9 月社融分项结构：

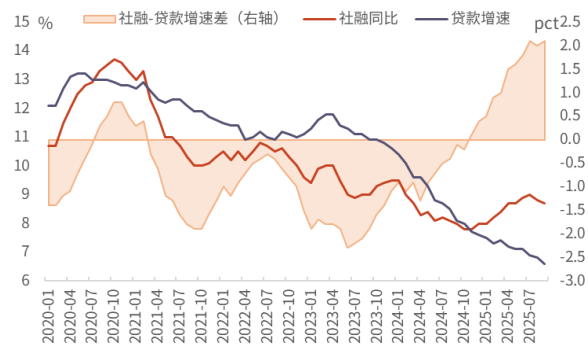
- (1) **表内融资**：9 月社融口径人民币贷款新增 1.6 万亿，同比少增 3662 亿。月内非银贷款、境外人民币贷款分别新增-2348、-842 亿，同比分别少减 356、454 亿。
- (2) **未贴现票据**：9 月末未贴现票据 3235 亿，同比多增 1923 亿，表内贴现较大规模负增长，对存量票据消耗减轻，未贴现规模高于去年同期；9 月表内外票据合计减少 791 亿，同比少增 2789 亿。
- (3) **政府债**：9 月社融口径政府债新增 1.19 万亿，同比少增 3471 亿，占社融增量比重 34%，低于去年同期的 41%，伴随今年政府债发行进度步入尾声，其对社融拉动作用有所减弱。
- (4) **直接融资**：9 月企业债券、股票融资分别新增 105、500 亿，较低基数上同比分别多增 2031、372 亿，直接融资端对社融的拉动作用相对有限。

图 11：9 月新增社融 3.5 万亿，增速回落至 8.7%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：2024 年 11 月以来社融-贷款增速差呈走阔态势



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2020 年 1 月-2025 年 9 月

表 2：2025 年 9 月份社融总量与结构（亿元）

项目	当月新增				同比变动			
	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06
社会融资规模	35338	25668	11307	42251	-2297	-4655	3600	9266
人民币贷款	16080	6253	-4296	23600	-3662	-4158	-3488	1673
外币贷款	-129	-91	-87	325	351	521	803	1132
委托贷款	282	-165	-177	-400	-110	-190	-522	-397
信托贷款	62	350	149	816	56	-134	175	68
未贴现银行承兑汇票	3235	1973	-1638	-1900	1923	1322	-563	145
企业债券融资	105	1338	2748	2422	2031	-365	712	322
非金融企业股票融资	500	456	505	203	372	324	274	49
政府债券	11886	13672	12482	13508	-3471	-2505	5601	5032

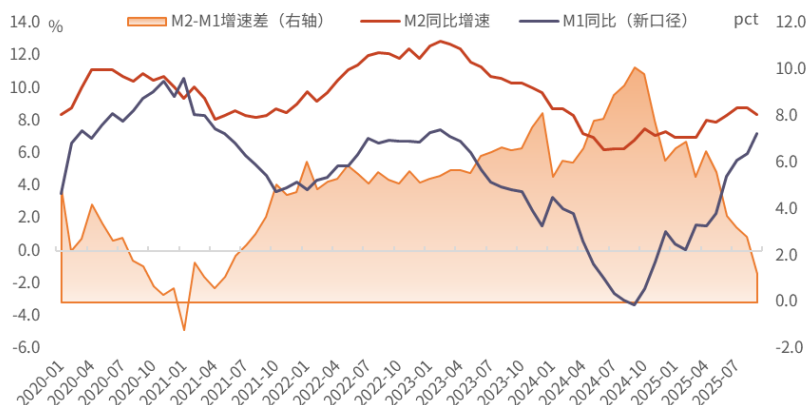
资料来源：Wind，光大证券研究所

五、M1 延续反弹上行，M2 高基数上有所回落，M2-M1 剪刀差收窄

货币方面，9 月 M2 同比增速 8.4%，M1 增速 7.2%，M2 与 M1 增速剪刀差 1.2pct，环比 8 月进一步收窄 1.6pct，货币活化程度提升。

M1 增速进一步提升。9 月 M1 新增 1.9 万亿，同比较低基数上多增 1.35 万亿，且高于过去五年同期增量均值 9454 亿，出现超季节性增长。从影响私人部门存款增长因素来看，9 月 M1 增速延续上行的驱动因素在于：一是 9 月财政多支少收，政府存款向居民、企业存款转移；二是季末月份理财回表驰援表内存款，考虑到 10 月假期较长以及 9 月银行体系对核心负债依赖度提升，预计 9 月末将有更大规模理财回表，非银存款对一般存款分流力度环比下降；三是权益市场交投热度不减，部分居民存款延续“跑步入市”，交易性货币需求走升；四是推动企业债务还清欠，破解城投企业“三角债”，可逐步改善上下游企业资金面，增加账面活期存款沉淀。综合上述情况，9 月居民、企业活期存款增长较好，M1 增速延续 5 月以来反弹上行趋势。

图 13：年初以来 M2-M1 增速差持续收敛或指向货币活化程度改善



资料来源：Wind，央行，光大证券研究所；数据时间：2020 年 1 月-2025 年 9 月

M2 增速在高基数上有所回落，社融-M2 剪刀差环比小幅走阔至 0.3pct。9 月 M2 增加 3.4 万亿，较高基数上同比少增 1 万亿，略高于过去五年同期均值 3.2 万亿。考虑到去年同期“926”资本市场被快速激活，形成了较高的增长基

数，9月M2增速有所回落。月末社融-M2增速剪刀差较8月小幅回升至0.3pct，较年初回落0.4pct，表内信贷、政府债支撑下社融增长相对平稳，货币派生节奏亦相对稳定。

存款方面，9月人民币存款新增2.2万亿，同比少增1.5万亿，月末增速8%，较8月回落0.6pct，贷款-存款增速差自年初1.3pct下降至9月-1.4pct，存贷增长匹配度有所提升。累计角度看，1-9月存款新增22.7万亿，同比多增6.1万亿，亦高于2020-2024年同期增量均值19.3万亿。

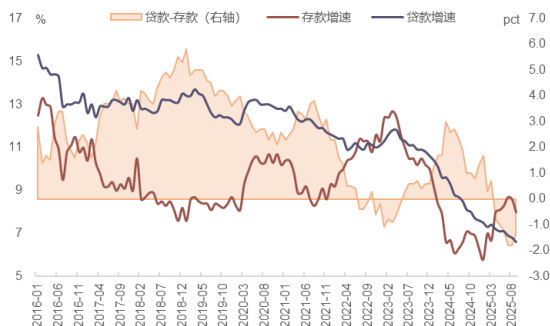
结构层面主要特点在于：财政存款、非银存款与一般存款之间的跷跷板效应。9月居民、企业存款分别新增2.96、0.92万亿，同比多增7600、1494亿，增量读数均高于往年同期均值。月末非银、财政存款分别减少1.06万亿、8400亿，非银存款在高基数下同比少增1.97万亿，财政存款则同比多减6042亿，季末财政开支强度较高。9月作为季末月份，存款受季节性因素驱动较强，一般存款与非银存款、政府存款间跷跷板效应显现。

表 3：2025 年 9 月份存款增长情况（亿元）

项目	当月新增				同比变动			
	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06
人民币存款	22100	20600	5000	32100	-15300	-1600	13000	7500
居民存款	29600	1100	-11100	24700	7600	-6000	-7800	3300
企业存款	9194	2997	-14591	17773	1494	-503	3209	7773
财政存款	-8400	1900	7700	-8200	-6042	-3687	1247	-7
非银存款	-10600	11800	21400	-5200	-19700	5500	13900	-3400

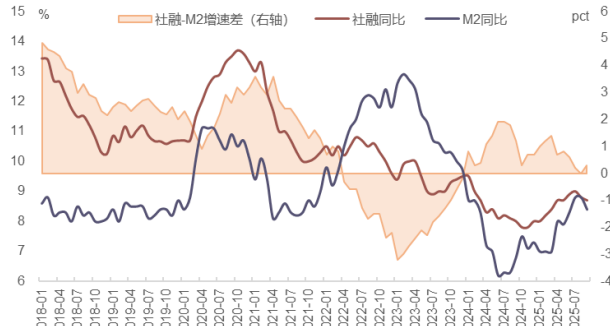
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 14：9 月贷款-存款增速差-1.4pct，较 8 月收窄 0.4pct



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2016 年 1 月-2025 年 9 月

图 15：年初以来社融-信贷增速差持续收敛



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据时间为 2018 年 1 月-2025 年 9 月

六、风险提示

经济恢复节奏偏慢，市场预期难以改善，居民消费购房需求不振，信贷社融数据持续走弱。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权归属本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP