

9月金融数据整体平稳，四季度货币政策有望在稳增长方向发力

——2025年9月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：2025年10月15日，央行公布的数据显示，2025年9月新增人民币贷款12900亿，同比少增3000亿；9月新增社会融资规模为35338亿，同比少增2297亿；9月末，广义货币(M2)同比增长8.4%，增速较上月末低0.4个百分点；狭义货币(M1)同比增长7.2%，增速较上月末高1.2个百分点。

基本观点：

总体上看，9月贷款季节性大幅投放，但同比延续少增。这一方面源于经济结构转型升级，经济增长对贷款投放的需求有所下降，同时也与当前居民消费需求不旺，房地产市场持续处于调整状态，外部波动下企业投资需求受到抑制，以及隐债置换等有关。9月新增社融连续第二个月同比少增，主要源于去年同期政府债券放量发行带动基数偏高，加之今年政府债券发行最高峰已经过去，政府债券融资连续同比少增。不过，从存量社融同比增速、M2同比增速等指标看，金融数据仍然明显领先宏观经济数据，显示当前货币政策在逆周期调节方向持续发力。

往后看，根据外部环境波动、经济增长动能变化、物价水平走势，以及更大力度推动房地产市场止跌回稳的要求，四季度货币政策还会保持支持性立场，主要发力点是降低企业和居民融资成本，增加信贷可获得性，进而大力提振内需，有效对冲四季度外需波动可能对宏观经济运行带来的冲击。我们判断，着眼于稳定四季度及明年一季度经济运行，年底前央行有可能实施新一轮降息降准。这将激发市场主体内生性融资需求，结合5000亿新型政策性金融工具加快推进带动配套贷款大规模投放，四季度新增贷款有望恢复同比多增，全年新增社融也将实现较大规模的同比多增。当前我国物价水平明显偏低，货币政策在适度宽松方向上有充分的空间。

具体来看：

一、9月人民币贷款季节性大规模投放，但同比延续少增。一方面，隐债置换因素对新增企业中长期贷款的下拉作用仍在，另一方面，外部环境波动、内需不足等因素对企业和居民融资需求释放有较大抑制作用。

9月新增人民币贷款1.29万亿，环比季节性多增7000亿，但同比少增3000亿，拖累月末贷款余额增速较上月末放缓0.2个百分点至6.6%。我们判断，9月新增信贷同比继续少增，仍受隐债置换影响，同时，外部环境波动、内需不足等因素对企业和居民融资需求释放有较大抑制作用。

企业贷款方面，9月企业中长期贷款同比少增500亿，隐债置换影响依然存在，但近两个月少增幅度较7月明显收敛，显示随今年置换债发行收尾，隐债置换对企业中长期贷款的下拉作用明显减弱。同时，9月建筑业PMI录得49.3，仍处收缩区间，基建、房地产等项目施工进度或仍偏慢，也会对企业中长期贷款投放造成一定拖累。9月企业短贷同比多增2500亿，票据融资同比多减4712亿，表明当月短贷和票据融资之间发生替代效应，这与8月情况类似，也与当月票据利率持续上行相印证。

居民贷款方面，9月居民中长期贷款同比多增200亿，背后是一线城市房地产政策优化调整，楼市有所回暖，当月30城商品房成交面积均值同比增长6.7%，较上月的下降9.9%明显回升。9月居民短贷同比少增1279亿，显示消费贷贴息政策短期效果可能较为有限，我们判断主要原因是居民消费需求偏弱，以及经济活力不足背景下，居民短期经营贷需求承压。值得一提的是，9月居民中长期贷款同比多增幅度较小，可能受居民中长期消费贷和经营贷需求偏弱拖累。

总体上看，当前银行体系信贷资源供给总体充裕，贷款利率持续处于低位，能够充分满足市场主体融资需求。9月末各项贷款余额增速为6.6%，还原债务置换影响后增速在7.7%左右，远高于名义GDP增速，表明银行贷款对实体经济提供了有力支持，是当前支撑宏观经济景气度回升的重要力量。

二、主要受投向实体经济的人民币贷款和政府债券融资同比大幅少增影响，9月社融延续同比少增。

9月新增社融3.53万亿，同比少增2297亿，主要原因是投向实体经济的人民币贷款同比少增3662亿，以及去年9月政府债券发行规模较大，导致基数偏高，而今年9月政府债券发行最高峰已过，9月政府债券融资同比少增3471亿。

其他分项中，9月企业债券融资和表外票据融资同比出现较大幅度多增。其中，企业债券融资同比多增2031亿，从结构上看，主要受央企债券发行放量拉动；表外票据融资同比多增1923亿，主因当月票据融资同比大幅多减，表外票据转表内的规模下降。除此之外，9月社融其他分项同比增减幅度均不大，对社融整体表现影响有限，其中，企业股票融资同比多增372亿，外币贷款少减351亿，委托贷款少增110亿，信托贷款多增56亿。9月末社融存量增速为8.7%，较上月末放缓0.1个百分点，但继续明显高于名义GDP增速，体现了适度宽松的货币政策取向。

三、9月末M2增速下行，但继续保持较快增长水平；9月末M1增速显著加快，背后仍是上年同期基数下沉，以及隐债置换导致企业活期存款增加。

9月末M2同比增速为8.4%，较上月末低0.4个百分点，主要原因是上年同期基数大幅抬高。值得注意的是，9月社融存量增速放缓，但当月财政支出加快，月末财政存款同比大幅多减，形成对冲效应。当月M2增速继续明显高于名义GDP增速，继续处于比较快的增长水平。值得注意的是，9月股市转入高位震荡过程，月末非银存款大幅减少1.06万亿，同比多减1.97万亿，而同期居民存款增加2.96万亿，同比多增0.76万亿，显示“存款搬家”过程出现逆转。

M1方面，受上年同期金融“挤水分”导致基数偏低，以及隐债置换阶段性推高城投平台企业活期存款等影响，9月末M1同比增速升至7.2%，比上月末加快1.2个百分点，创近55个月最高。近期M1增速上升较快，M2和M1增速“剪刀差”显著收窄，主要受上年同期M1基数下沉，以及隐债置换导致城投平台企业活期存款增加推动，并不代表房地产市场明显回暖，实体经济的消费、投资活跃度也有待进一步提升。我们判断，伴随上年低基数效应逐步消退，9月很可能是本轮M1增速最高点。

总体上看，9月贷款季节性大幅投放，但同比延续少增，这一方面源于经济结构转型升级，经济增长对贷款投放的需求有所下降，同时也与当前居民消费需求不旺，房地产市场持续处于调整状态，外部波动下企业投资需求受到抑制，以及隐债置换等有关。9月新增社融连续第二个月同比少增，主要源于去年同期政府债券放量发行带动基数偏高，加之今年政府债券发行最高峰已经过去，政府债券融资连续同比少增。不过，从存量社融同比增速、M2同比增速等指标看，金融数据仍然明显领先宏观经济数据，显示当前货币政策在逆周期调节方向持续发力。

往后看，根据外部环境波动、经济增长动能变化、物价水平走势，以及更大力度推动房地产市场止跌回稳的要求，四季度货币政策还会保持支持性立场，主要发力点是降低企业和居民融资成本，增加信贷可获得性，进而大力提振内需，有效对冲四季度外需波动可能对宏观经济运行带来的冲击。我们判断，着眼于稳定四季度及明年一季度经济运行，年底前央行有可能实施新一轮降息降准。这将激发市场主体内生性融资需求，结合5000亿新型政策性金融工具加快推进带动配套贷款大规模投放，四季度新增贷款有望恢复同比多增，全年新增社融也将实现较大规模的同比多增。当前我国物价水平明显偏低，货币政策在适度宽松方向上有充分的空间，不用过早过度担心高通胀问题。