

8 月金融数据点评：内生性需求修复信号仍待验证



沈夏宜 分析师

Email:shenxiayi@lcqz.com

证书:S1320523020004



魏争 分析师

Email:weizheng@lcqz.com

证书:S1320524100001

投资要点：

社融存量增速回落至 8.8%。8 月新增社融 2.57 万亿，同比少增 4655 亿，社融存量增速较上月回落 0.2 个百分点至 8.8%。从分项来看，8 月社融回落主要由政府债供给下移与人民币贷款走弱造成，而外币贷款与表外票据则形成一定支撑。

企业贷款有所分化。8 月企业部门新增短贷 700 亿，同比多增 2600 亿。一方面，去年同期“防空转”诉求下，虚增贷款（虚增多为短期贷款）到期续作的意愿偏弱，形成较低基数；另一方面，当月票据融资渠道阶段性收缩，部分企业或转向短期贷款融资。新增企业中长期贷款 4700 亿，同比少增 200 亿。一方面，企业融资意愿仍有待增强。8 月 BCI 企业融资环境指数已连续 5 个月处于收缩区间，企业利润前瞻指数亦创年内新低，企业盈利预期偏弱抑制了长期资本开支意愿；另一方面，基建投资动能不足约束基建贷款投放。反内卷预期下，螺纹钢、水泥等大宗商品价格在脉冲上行后再度回落，9 月以来仍延续偏弱趋势，指向基建景气度仍相对偏低，制约了基建贷款需求。

居民部门信贷仍然偏弱。当月居民部门新增短期贷款 105 亿，同比少增 611 亿；二季度以来社零同比持续放缓，消费动能不足对居民短贷形成一定压制。新增居民中长贷 200 亿，同比少增 1000 亿。8 月 30 大中城市商品房成交面积同比续降 9.9%，一、二、三线城市均回落，居民购房杠杆意愿整体不足，叠加房价预期未企稳，进一步抑制按揭需求。

M1 增速持续修复，M2 增速保持平稳。①当月 M1 增速环比回升 0.4 个百分点至 6.0%。一是去年同期受“信贷挤水分”和“手工补息清理”的影响基数偏低，为今年提供了较大的修复弹性；二是在存款利率持续下调、股市阶段性赚钱效应改善的背景下，部分资金由定存向活期与风险资产转移，带动企业与居民存款进一步活化；三是当月企业短贷表现较好，一定程度上也推动了部分活期存款的派生。②当月 M2 同比增速为 8.8%，与上月持平。一方面，信贷派生不足对 M2 构成一定约束，当月企业与居民存款同比分别少增 503 亿和 6000 亿；另一方面，财政支出加速释放形成对冲，当月财政存款同比少增 3687 亿，对冲了信贷派生不足的拖累。整体看，M2 的持平更多是财政与存款端的对冲结果，广义流动性虽稳，但信用扩张的内生动力仍显不足。

内生性需求修复信号仍待验证。整体看，8 月金融数据呈现了“政府债供给下移+信贷需求不足”的格局，信用派生链条尚未走稳。短期仍需依赖

相关报告

美国 8 月 CPI：通胀符合预期，静待降息

2025.09.15

8 月外贸数据点评：出口动能边际下降

2025.09.10

美国 8 月非农：美国就业市场持续弱化，降息在即

2025.09.10

财政与政策性工具支撑，内生性需求修复信号仍待验证。往后看，金融数据能否形成趋势性改善，仍有待两方面的验证：一是企业盈利的恢复仍是核心变量。8月PPI降幅已有所收窄，制造业景气度边际改善的迹象正在积累，有望为中长期贷款和企业投资需求的释放创造条件。二是财政发力的节奏与力度至关重要。8月专项债发行节奏放缓，但再融资债仍多增，显示财政在“稳存量”上保持力度。展望后续，专项债和财政支出加快落地，将推动基建投资形成“实物工作量”，并带动配套贷款和上下游产业链需求，成为信用修复的重要支撑。综合来看，内生性改善的条件正在逐步累积。随着企业盈利和财政支出形成合力，信用派生有望在年内逐渐走向更为稳固的轨道。

风险提示：宏观经济不及预期，需求恢复不及预期，美国关税政策超预期，地缘政治风险超预期。

目 录

1. 社融：存量增速同比回落	5
2. 信贷：企业部门强于居民部门	6
3. M1 增速持续修复，M2 增速保持平稳	8
3.1 M1 增速回升，M2 增速持平	8
3.2 内生性需求修复信号仍待验证	9
4. 风险提示	10

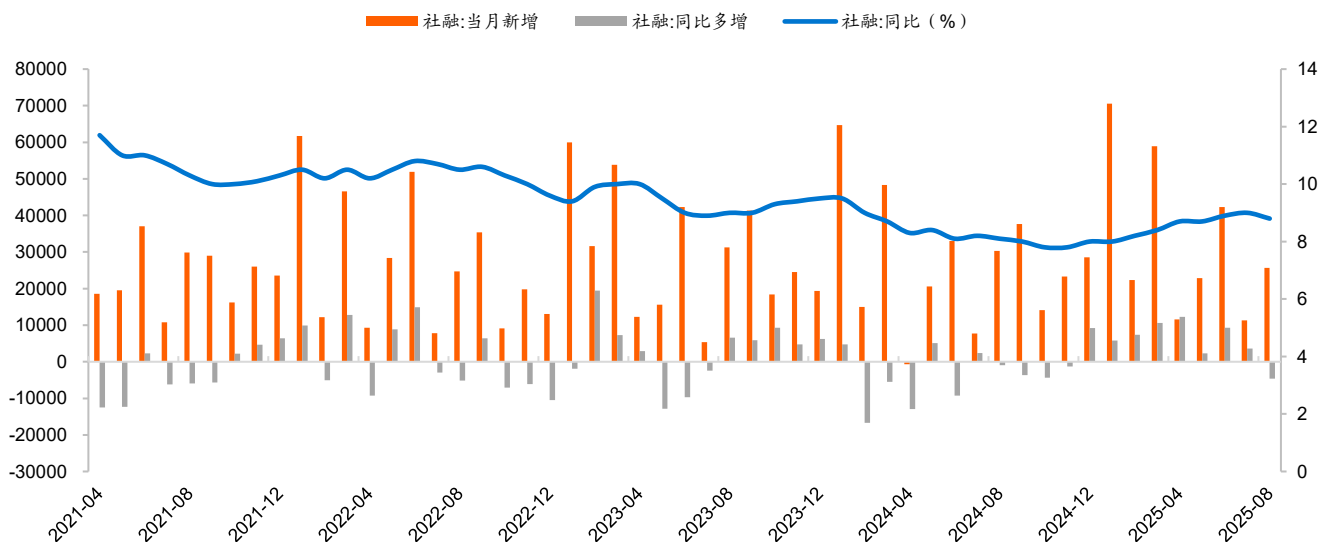
图目录

图 1	8 月社融同比少增（亿元）	5
图 2	政府债券和人民币贷款是主要拖累项（亿元）	6
图 3	国债净融资同比少增	6
图 4	新增专项债发行有所放缓	6
图 5	城投债净融资仍然负增	6
图 6	8 月新增人民币贷款（亿元）	7
图 7	8 月企业部门信贷表现强于居民部门（亿元）	7
图 8	企业部门中长期贷款同比少增（亿元）	8
图 9	企业部门短期贷款同比多增（亿元）	8
图 10	8 月乘用车日均销量同比小幅增长	8
图 11	8 月 30 大中城市商品房销售面积回落	8
图 12	居民部门中长期贷款同比少增（亿元）	8
图 13	居民部门短期贷款同比少增（亿元）	8
图 14	M0、M1、M2 同比增速（%）	9
图 15	居民、企业和财政存款同比均少增（亿元）	9

1. 社融：存量增速同比回落

社融存量增速回落至 8.8%。8 月新增社融 2.57 万亿，同比少增 4655 亿，社融存量增速较上月回落 0.2 个百分点至 8.8%。从分项来看，8 月社融回落主要由政府债供给下移与人民币贷款走弱造成，而外币贷款与表外票据则形成一定支撑。

图1 8 月社融同比少增（亿元）



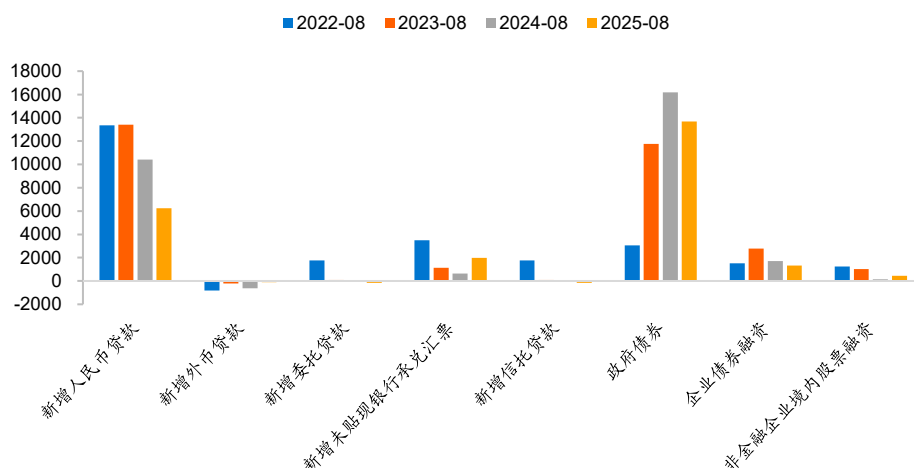
资料来源：Wind，联储证券研究院

人民币贷款同比少增。当月社融口径新增人民币贷款 6253 亿，同比少增 4158 亿。一是需求端仍然偏弱。去年同期受金融数据“挤水分”的影响，基数不高，在此背景下仍同比少增，反映企业与居民在利润、收入与预期未得到充分改善的情况下，对长期扩张与加杠杆依然谨慎；二是银行投放趋向选择性与节奏性。结合表外票据同比大幅多增来看，银行仍然偏向“稳息差+控风险”的投放模式，更多采取结构性、定向性支持，而非广谱性放量。

政府债券同比少增。当月政府债券新增 1.37 万亿，同比少增 2505 亿。一是去年同期基数偏高。去年下半年政府债发行集中放量形成较高基数；二是新增专项债有所放缓。当月新增专项债净融资 3657 亿，同比少增 2292 亿，指向项目审批与发行节奏有所延后；三是再融资债净融资同比多增。当月再融资债净融资同比多增 1134 亿，一定程度反映存量债仍是当前政府债务融资的重心，其对社融的支撑更偏“稳存量”而非“扩增量”。

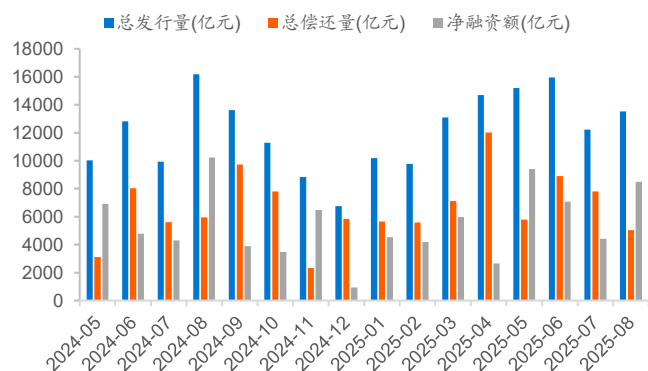
企业债券同比少增。当月新增企业债券 1338 亿，同比少增 365 亿。一方面，可能是权益市场阶段性活跃，分流了部分资金与风险偏好，叠加债券融资成本上行，需求相对温和；另一方面，在投资回报与盈利预期尚未清晰之前，企业或更倾向于观望，发债意愿亦保持谨慎。**外币贷款同比多增。**当月外币贷款减少 91 亿，同比少减 521 亿，降幅收窄。或与美联储降息预期下，企业倾向于利用外币低成本融资并及时结汇，带动当月外币贷款边际修复。

图2 政府债券和人民币贷款是主要拖累项（亿元）



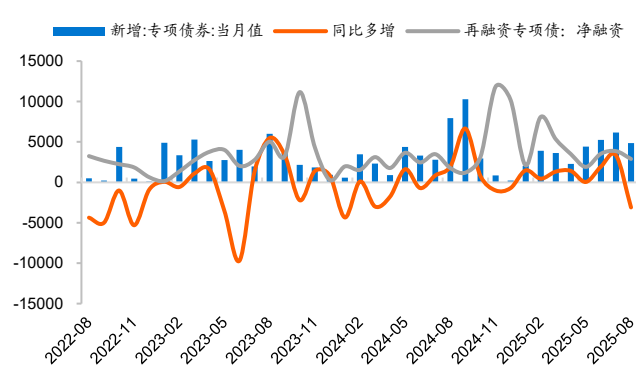
资料来源：Wind，联储证券研究院

图3 国债净融资同比少增



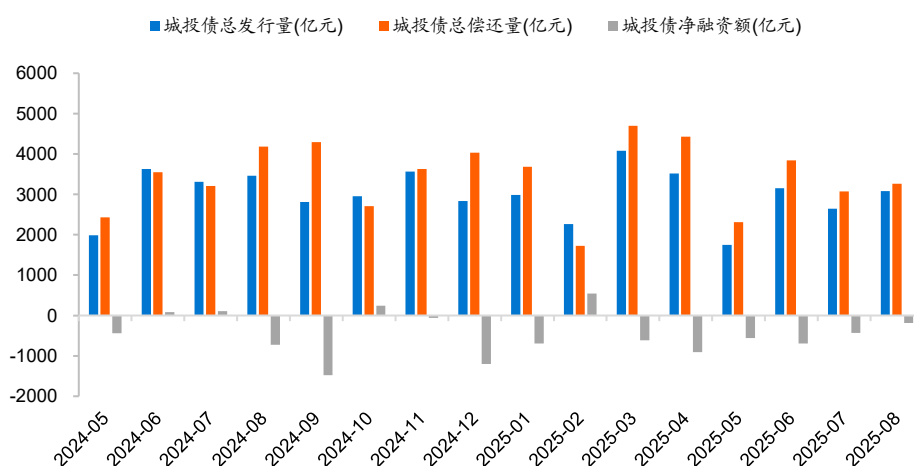
资料来源：Wind，联储证券研究院

图4 新增专项债发行有所放缓



资料来源：Wind，联储证券研究院

图5 城投债净融资仍然负增



资料来源：Wind，联储证券研究院

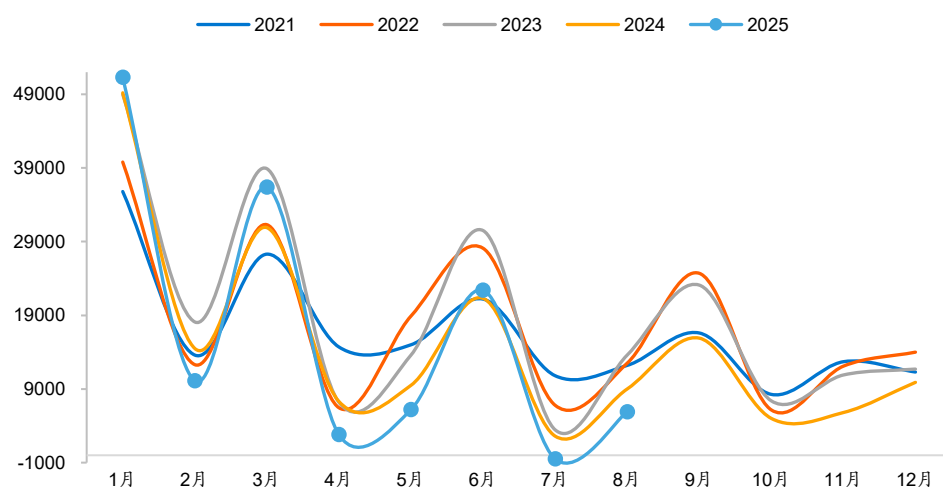
2. 信贷：企业部门强于居民部门

企业贷款有所分化。8月企业部门新增短贷700亿，同比多增2600亿。一方面，去年同期“防空转”诉求下，虚增贷款（虚增多为短期贷款）到期续作的意愿偏弱，形成较低基数；另一方面，当月票据融资渠道阶段性收缩，部分企业或转向短期贷款融资。

新增企业中长期贷款 4700 亿，同比少增 200 亿。一方面，企业融资意愿仍有待增强。8 月 BCI 企业融资环境指数已连续 5 个月处于收缩区间，企业利润前瞻指数亦创年内新低，企业盈利预期偏弱抑制了长期资本开支意愿；另一方面，基建投资动能不足约束基建贷款投放。反内卷预期下，螺纹钢、水泥等大宗商品价格在脉冲上行后再度回落，9 月以来仍延续偏弱趋势，指向基建景气度仍相对偏低，制约了基建贷款需求。

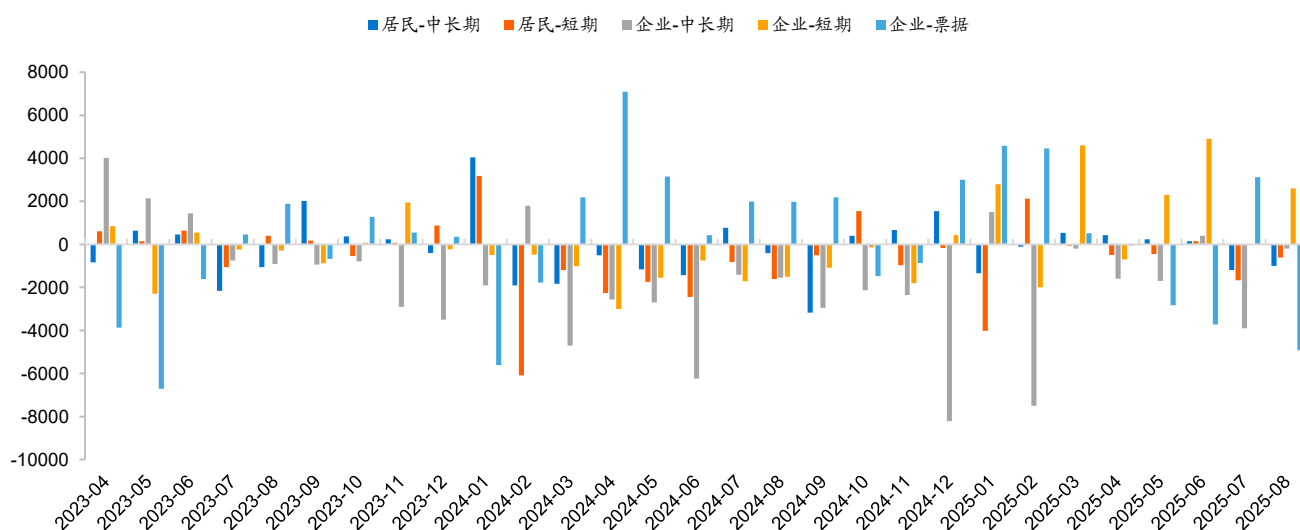
居民部门信贷仍然偏弱。当月居民部门新增短期贷款 105 亿，同比少增 611 亿；二季度以来社零同比持续放缓，消费动能不足对居民短贷形成一定压制。新增居民中长贷 200 亿，同比少增 1000 亿。8 月 30 大中城市商品房成交面积同比续降 9.9%，一、二、三线城市均回落，居民购房杠杆意愿整体不足，叠加房价预期未企稳，进一步抑制按揭需求。

图6 8月新增人民币贷款（亿元）



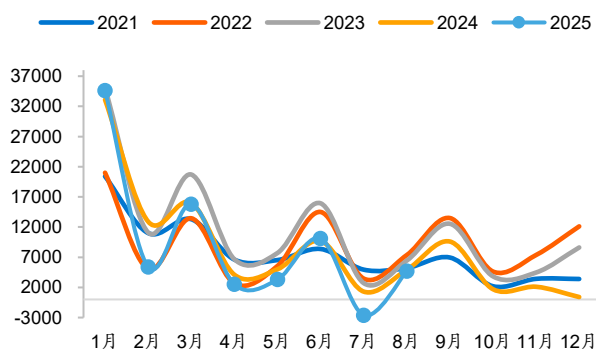
资料来源：Wind，联储证券研究院

图7 8月企业部门信贷表现强于居民部门（亿元）



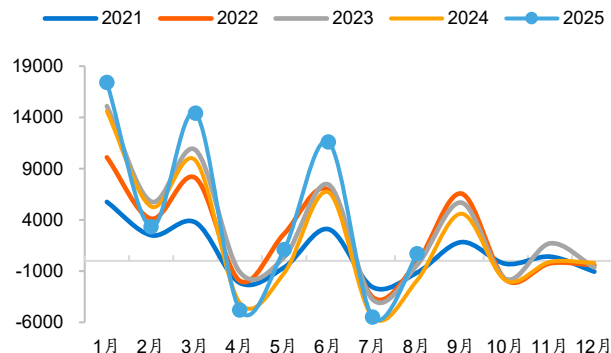
资料来源：Wind，联储证券研究院

图8 企业部门中长期贷款同比少增（亿元）



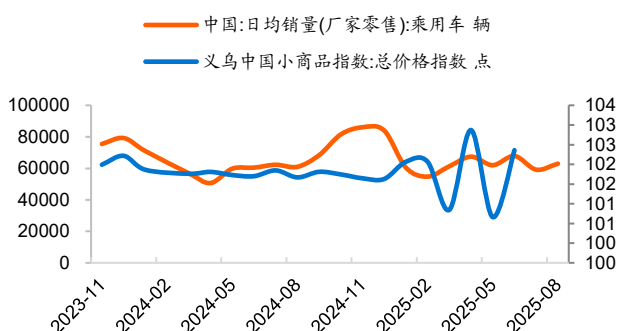
资料来源：Wind，联储证券研究院

图9 企业部门短期贷款同比多增（亿元）



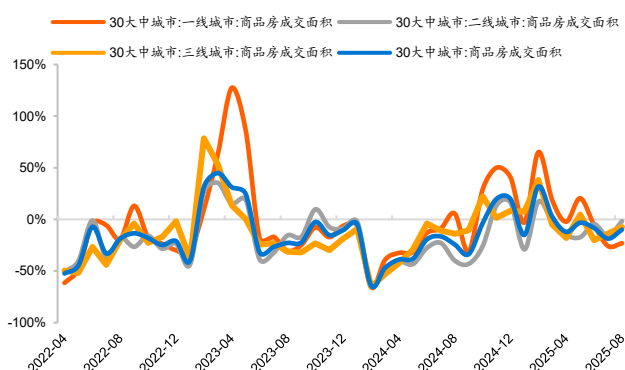
资料来源：Wind，联储证券研究院

图10 8月乘用车日均销量同比小幅增长



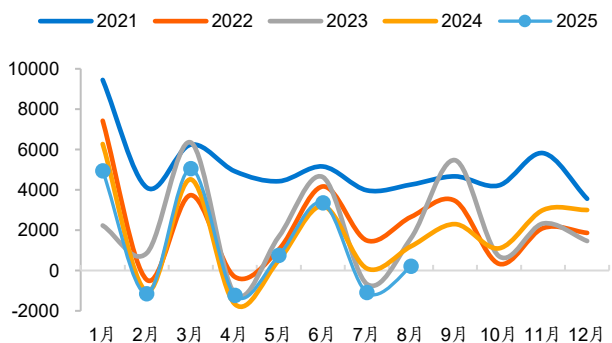
资料来源：Wind，联储证券研究院

图11 8月30大中城市商品房销售面积回落



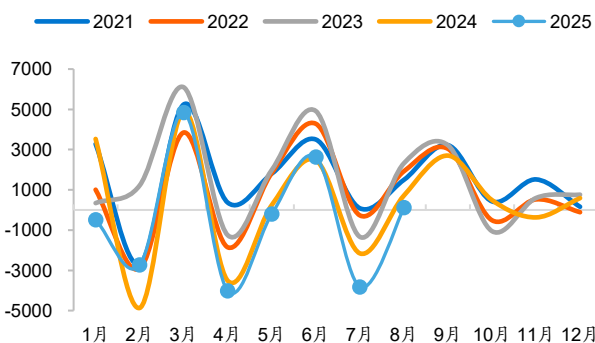
资料来源：Wind，联储证券研究院

图12 居民部门中长期贷款同比少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图13 居民部门短期贷款同比少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

3. M1 增速持续修复，M2 增速保持平稳

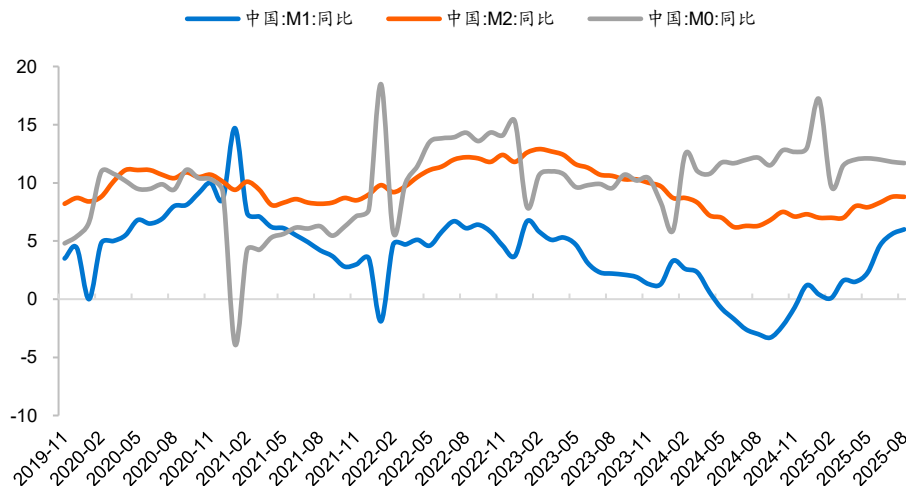
3.1 M1 增速回升，M2 增速持平

M1 增速持续修复。当月 M1 增速环比回升 0.4 个百分点至 6.0%。一是去年同期受“信贷挤水分”和“手工补息清理”的影响基数偏低，为今年提供了较大的修复弹性；二是在存款利率持续下调、股市阶段性赚钱效应改善的背景下，部分资金由定存向活期与风险资产转移，带动企业与居民存款进一步活化；三是当月企业短贷表现较好，一定程度上也推动了部分活期存款的派生。

M2 增速保持平稳。当月 M2 同比增速为 8.8%，与上月持平。一方面，信贷派生不

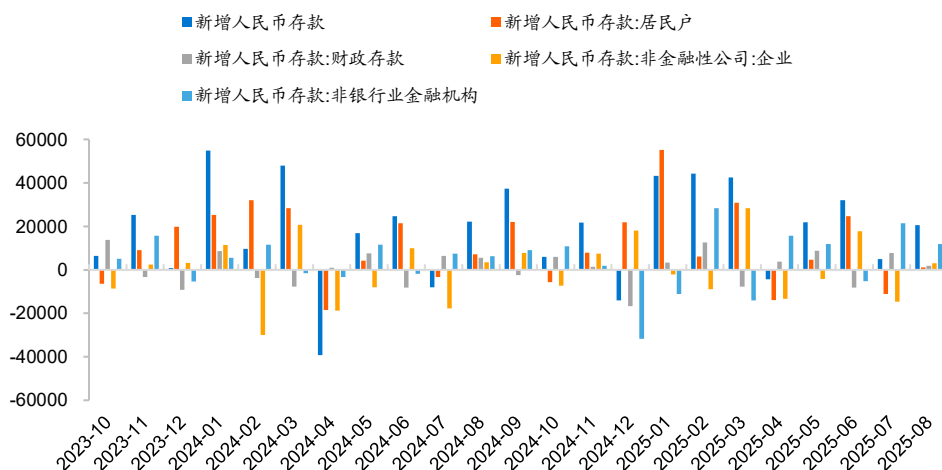
足对 M2 构成一定约束，当月企业与居民存款同比分别少增 503 亿和 6000 亿；另一方面，财政支出加速释放形成对冲，当月财政存款同比少增 3687 亿，对冲了信贷派生不足的拖累。整体看，M2 的持平更多是财政与存款端的对冲结果，广义流动性虽稳，但信用扩张的内生动力仍显不足。

图14 M0、M1、M2 同比增速 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图15 居民、企业和财政存款同比均少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

3.2 内生性需求修复信号仍待验证

整体看，8 月金融数据呈现了“政府债供给下移+信贷需求不足”的格局，信用派生链条尚未走稳。短期仍需依赖财政与政策性工具支撑，内生性需求修复信号仍待验证。往后看，金融数据能否形成趋势性改善，仍有待两方面的验证：一是企业盈利的恢复仍是核心变量。8 月 PPI 降幅已有所收窄，制造业景气度边际改善的迹象正在积累，有望为中长期贷款和企业投资需求的释放创造条件。二是财政发力的节奏与力度至关重要。8 月专项债发行节奏放缓，但再融资债仍多增，显示财政在“稳存量”上保持力度。展望后续，专项债和财政支出加快落地，将推动基建投资形成“实物工作量”，并带动配套贷款和上下游产业链需求，成为信用修复的重要支撑。综合来看，内生性改善的条件正在逐步累积。随着企业盈利和财政支出形成合力，信用派生有望在年内逐渐走向更为稳固的轨道。

4. 风险提示

宏观经济不及预期，需求恢复不及预期，美国关税政策超预期，地缘政治风险超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院北投投资大厦 A 栋 7 层
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000