

年内降息有必要吗？

——8 月中国金融数据点评 20250913

报告日期：2025-09-13

分析师：洪子彦

执业证书号：S0010525060002

电话：15851599909

邮箱：hongziyan@hazq.com

主要观点：

● 数据观察：8 月金融数据有何特点？

8 月社融、信贷均呈现季节性回升，但均弱于往年水平。8 月社融存量规模新增 2.57 万亿，同比少增 0.46 万亿元。人民币贷款新增 0.59 万亿元，同比少增 3100 亿元。货币供应量方面，M2、M1 增速均有所提升，M1 提升幅度更显著，M0 增速小幅放缓。广义货币 M2 同比增长 8.8%，维持上月水平。M1 同比增长 6.0%，较上月提升 0.4pct，边际继续增长；M0 同比增长 11.7%，较上月放缓 0.1pct。

本月社融增长季节性回升、但仍弱于往年，政府债发行多增仍是核心驱动力。由于今年政府债发行节奏快于往年，5、6、7 月政府债净融资持续处于高位，导致 8 月政府债新增净融资不及去年。此外，人民币贷款、企业债券等社融分项均不及同期水平，拖累社融新增总量。

本月新增信贷季节性回升，但静态水平仍低于往年。从季节性规律来看，7 月是信贷小月，往往是一年之中信贷增量最小的月份，8 月新增信贷普遍较 7 月更强，而本月新增信贷虽季节性回升，但与往年的差距仍未缩小，或显示信贷仍然偏弱。供给端看，银行放贷意愿不强，BCI 企业融资环境指数为 46.37%（上月为 46.09%），仍处于低位。需求端看，8 月 PMI 指数为 49.4%、新订单指数为 49.5%，均在收缩区间，企业需求仍弱。结合供需两侧来看，一方面企业融资需求仍不强，另一方面，企业出厂-成本价差仍在高位、企业经营风险未缓解，而影响银行放贷意愿。结构看，企业中长期贷款较 7 月回升较多，可能是受到政策性因素驱动。人民银行新增支农支小再贷款额度 1000 亿支持部分小微企业融资需求，而高技术制造业 8 月景气度上升显著，也可能获得更多信贷资源倾斜。企业短贷偏高或是冲量行为引起。

M2、M1 延续高增，市场总量资金充裕。自 2024 年 9 月以来，M1 呈现区间上升趋势，M2-M1 剪刀差持续收窄，8 月 M1 增速升至 6.0%，已连续 5 个月上涨，为 2023 年 3 月以来的最高值。近月来 M1 的高增受到权益市场走强的推动较多，从趋势来看，M1、M2 增速出现放缓迹象，权益市场后市走向仍具不确定性。

● 深度视角：8 月金融数据有何亮点？

财政存款来看，新增财政存款处于历史中位数水平。新增政府债融资量与新增财政存款的差值较上月有所上升，且略高于季节性水平，反映政府部门融入资金的向实体经济传导的速度仍快于往年同期。

细看企业直接融资分行业情况，材料、可选消费、金融、信息技术、通讯服务、

公用事业等多数行业净融资同比均下降。仅工业类企业债券融资同比显著上升，地产净融资同比表现为修复。行业间融资表现差距较大。

票据融资来看，本月信贷新增中票据融资显著回落，低于去年及历年同期均值，企业票据融资需求不强。月末票据利率 V 型上升，也显示银行季末通过票据冲量的季节性现象有所淡化。**票据融资需求趋弱，而信贷其他分项中企业短期贷款、中长期贷款较上月上升，企业融资结构有所改善。**

● 未来展望：透过 8 月金融数据，我们看到怎样的趋势？

当前经济格局来看，政府加杠杆持续加速下，货币端继续活化，但企业资产负债表仍有隐忧。货币流通方面，M2-M1 剪刀差继续收窄，M1 延续上升趋势，资金活化较显著，但资金流向权益市场的现象较为明显，而实体需求回暖表现不强。规上工业企业资产总计和负债总计同比回落，扩表动能再度减弱，权益增速低于资产增速，反映内生积累不足，扩表依赖债务驱动而非盈利支撑。企业部门融资结构出现一定改善但信贷仍不强，债券融资降速、行业间呈现不均衡的格局。居民部门信贷缩量显著。**企业部门、居民部门杠杆均转弱。**

政策层面来看，正着力激活需求端的活性、推动价格水平回正。在引导经济从“产能过剩”向“行业出清”过渡的背景下，多项措施均在抬升需求端，“两新”补贴资金接续，对个人及商户提供贷款贴息，多地地产政策放开限购。9 月也是多项政策密集落地的时点：“社保缴纳新规”、“房屋租金税收新规”等着力推动市场竞争秩序回正，“赎回费新规”引导资金拉长投资期、转向长期投资。5000 亿新型政策性金融工具近期即将出台。

往后看，降息仍有必要性：1) 居民部门去杠杆趋势延续，有效融资需求疲软，降息可直接降低负债成本，激发居民消费与信贷需求；2) 企业端融资结构有所改善，但信贷资源呈现结构性不均衡，降息有望缓解间接融资不均衡的问题；3) 8 月是财政政策发力的高峰月，力度已到位但效果不明显，货币政策端的配合或不可或缺，适时降息可增强宏观政策合力。节奏来看，后续财政密集出台或也会带来货币政策的相应跟进；4) M1 增速回暖与信贷需求偏弱并存，反映资金活化与实体承接之间存在阻滞，为引导资金兼顾实体，降息或较其他货币宽松的途径效果更佳；5) 本月企业债券融资表现转弱，信用债市场融资受利率波动影响明显，降息可稳定利率中枢，修复企业债券融资功能；6) 5 月降息政策对杠杆的提振效应随时间渐次减弱，有必要再度降息以巩固政策效果；7) 价格水平仍处低位，降息是推动通胀温和回升、向目标水平靠拢的有效手段，年底以前若其他政策措施对价格的抬升还不能显效，降息或是必要选择；8) 房地产限制政策对市场企稳的作用有限，降息可切实减轻购房负担；9) 为配合 5000 亿元新型政策性金融工具落地，降息也有助于降低其筹资成本。10) 银行资产端来看，今年以来个贷资产不良指标持续上升、地产低迷也带来抵押物价值下跌和违约率上升的风险，降息或能通过缓解居民部门融资压力及地产提振，缓解银行资产端的风险。

降息的条件来看，美国非农数据继续走弱、通胀数据显示通胀风险可控，美联储 9 月降息预期已达 100%。从此角度，也为中国的降息提供了政策空间。中美双方经过上半年的关税博弈，双边经济修复的诉求均上升，下半年海内外双降也仍有一定可能。

近期债市对重启国债买卖讨论度上升，降息以外，央行也可能再通过买断式逆

回购\加大逆回购投放\重启国债买债\MLF 超额续作等多种工具为银行体系流动性护航。

债市而言，近期发布的出口、物价等经济数据均显示经济基本面仍在弱复苏阶段，基本面环境对债市依旧偏利好。而随着债市调整时间的拉长、空头情绪宣泄逐步到位，债市交易有望回归基本面逻辑。近期行情也呈现明显的“每调买机”特征，债市配置盘弹药仍足。债市赚钱难度有所上升，多重政策及监管因素带来对市场走向的干扰，但债市底部逻辑仍在，我们建议于波动中保持定力，提升交易灵活性，静待好时机。

● 风险提示

警惕政策不确定性风险、外部环境风险。

正文目录

1	重要图表.....	6
2	风险提示.....	6

图表目录

图表 1: 人民币贷款、社融各项当月新增及同比多增情况 (亿元)	6
图表 2: 多数行业融资同比均下降, 但工业类融资同比增幅显著, 地产融资修复 (亿元, %)	6
图表 3: 新增信贷总量 (亿元)	7
图表 4: 新增信贷的分项结构变化 (亿元)	7
图表 5: 新增信贷分项: 信贷新增以企业长期贷款为主, 居民部门呈信贷收缩 (亿元)	7
图表 6: 企业新增信贷: 短期贷款同比增长季节性回升, 强于往年 (亿元)	7
图表 7: 企业新增信贷: 企业新增信贷: 新增票据融资大幅下降 (亿元)	7
图表 8: 企业新增信贷: 中长期贷款同比涨幅显著 (亿元)	7
图表 9: 企业资产负债表同比变化: 资产负债表扩表趋势放缓 (%)	8
图表 10: 新增社融: 8 月社融新增弱于往年 (亿元)	8
图表 11: 新增社融的分项结构变化: 结构上政府债占比仍显著 (亿元)	8
图表 12: 新增社融分项表现: 新增社融分项表现: 增量中政府债发行带动显著 (亿元)	8
图表 13: 8 月企业债融资同比弱于季节性, 环比下降较多 (亿元)	8
图表 14: 新增政府债融资: 8 月仍是相对发行高峰 (亿元)	8
图表 15: 新增财政存款: 财政存款处于往年平均水平 (亿元)	9
图表 16: 新增政府债融资与财政存款的差值: 差值边际走高, 且高于往年 (亿元)	9
图表 17: M2-M1 剪刀差继续收窄 (%)	9

1 重要图表

图表 1：人民币贷款、社融各项当月新增及同比多增情况（亿元）

		新增量					同比多增					环比多增				
		2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04
信贷																
各项贷款		5900.0	-490.4	22377.7	6225.1	2850.7	-3129.6	-3100.8	1120.8	-3226.8	-4474.2	6390.4	-22868.0	16152.6	3374.3	-33507.9
境内贷款		-	-2285.1	22593.1	6485.9	2499.3	-	-3532.5	2070.0	-2083.0	-3455.1	-	-24878.2	16107.2	3986.6	-34065.9
境外贷款		-	1794.8	-215.4	-260.8	351.5	-	431.8	-949.3	-1143.8	-1019.0	-	2010.2	45.4	-612.3	558.0
企业贷款		5900.0	582.1	17642.0	5357.4	6116.1	-2579.4	-727.5	1400.5	-2091.7	-2415.7	5317.9	-17059.9	12284.6	-758.6	-22262.7
短期贷款及票据融资		-	3282.7	7418.7	1894.7	3568.5	-	3278.5	1047.1	-420.7	-755.5	-	-4136.0	5524.0	-1673.8	-8823.0
短期贷款		700.0	-5428.4	11527.5	1149.3	-4772.9	2516.2	153.8	4762.9	2406.3	-696.5	6128.4	-16955.9	10378.2	5922.2	-19149.9
票据融资		531.0	8711.1	-4108.8	745.4	8341.4	-4919.8	3124.7	-3715.7	-2827.0	-59.0	-8180.1	12819.9	-4854.2	-7596.0	10327.0
中长期贷款		4700.0	-2563.3	10056.5	3325.3	2511.2	-167.6	-3913.8	398.8	-1687.0	-1570.5	7263.3	-12619.8	6731.2	814.1	-13251.9
融资租赁		-	-146.4	166.9	142.6	74.4	-	-110.5	-56.4	-25.3	-31.8	-	-313.3	24.3	68.3	-176.7
各项垫款		-	9.1	-0.1	-5.1	-37.9	-	18.3	10.9	41.3	-58.0	-	9.2	5.0	32.8	-11.2
住户贷款		303.0	-4893.0	5976.8	539.4	-5250.8	-1660.0	-2774.0	278.1	-217.4	-66.4	5196.0	-10869.8	5437.3	5790.2	-15139.2
短期贷款		105.0	-3827.3	2621.1	-207.4	-4019.3	-610.4	-1671.8	150.3	-450.3	-501.2	3932.3	-6448.4	2828.5	3811.9	-8860.7
中长期贷款		200.0	-1065.8	3355.7	746.8	-1231.4	-1047.5	-1102.2	127.8	233.0	434.8	1265.8	-4421.4	2608.8	1978.3	-6278.5
消费贷款		-	-2220.8	1758.3	195.3	-1960.9	-	-1314.5	-214.8	777.2	1671.8	-	-3979.1	1563.1	2156.2	-5792.5
经营贷款		-	-2672.3	4218.4	344.2	-3289.8	-	-1459.4	492.9	-994.6	-1738.2	-	-6890.7	3874.3	3634.0	-9346.7
短期贷款:消费贷款		-	-1410.9	595.9	9.6	-1213.0	-	-606.2	-115.5	7.8	498.1	-	-2006.8	586.3	1222.7	-2565.8
短期贷款:经营贷款		-	-2416.3	2025.1	-217.1	-2806.3	-	-1065.6	265.7	-458.2	-999.3	-	-4441.5	2242.2	2589.2	-6294.9
中长期贷款:消费贷款		-	-809.9	1162.4	185.6	-747.9	-	-708.3	-99.3	769.4	1173.7	-	-1972.3	976.8	933.5	-3226.7
中长期贷款:经营贷款		-	-255.9	2193.3	561.2	-483.5	-	-393.9	227.2	-536.4	-738.8	-	-2449.2	1632.1	1044.8	-3051.8
非银行业金融机构贷款		-1130.0	2025.8	-1025.7	589.0	1634.0	225.3	-31.1	391.5	226.1	-973.0	-3155.8	3051.5	-1614.8	-1044.9	3336.0
社融																
社融		25693.0	11320.0	42251.0	22899.0	11599.0	-4630.0	3613.0	9266.0	2276.0	12257.0	14373.0	-30931.0	19352.0	11300.0	-47362.0
人民币贷款		6233.0	-4296.0	23600.0	5923.0	884.0	-4178.0	-3488.0	1673.0	-2274.0	-2465.0	10529.0	-27896.0	17677.0	5039.0	-37350.0
政府债券		13658.0	12482.0	13508.0	14585.0	9729.0	-2519.0	5601.0	5032.0	2319.0	10666.0	1176.0	-1026.0	-1077.0	4856.0	-5137.0
企业债券融资		1343.0	2748.0	2422.0	1496.0	2340.0	-360.0	712.0	322.0	1211.0	633.0	-1405.0	326.0	926.0	-844.0	3245.0
表外:新增委托贷款		-166.0	-177.0	-400.0	-166.0	-2.0	-191.0	-522.0	-397.0	-157.0	-91.0	11.0	223.0	-234.0	-164.0	163.0
表外:新增信托贷款		350.0	149.0	816.0	173.0	-77.0	-134.0	175.0	68.0	-51.0	-219.0	201.0	-667.0	643.0	250.0	-315.0
表外:新增未贴现银行承兑汇票		1974.0	-1638.0	-1900.0	-1164.0	-2794.0	1323.0	-563.0	145.0	167.0	1696.0	3612.0	262.0	-736.0	1630.0	-6426.0
非金融企业境内股票融资		457.0	505.0	203.0	152.0	391.0	325.0	274.0	49.0	41.0	205.0	-48.0	302.0	51.0	-239.0	-21.0
存款类金融机构资产支持证券		-	11.0	-111.0	-102.0	-316.0	-	501.0	584.0	324.0	1651.0	-	122.0	-9.0	214.0	-240.0

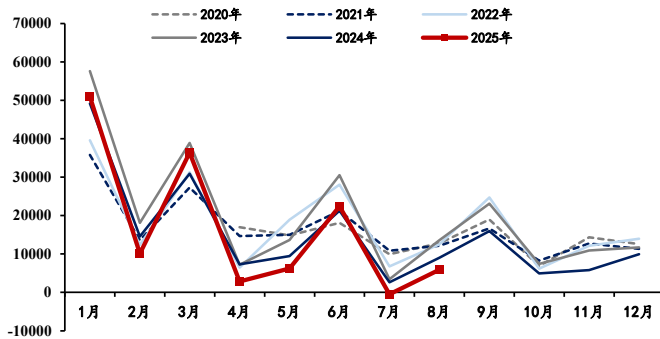
资料来源：Wind，华安证券研究所 注释：信贷数据当月新增来源为人民银行金融统计数据报告，往月数据来源为人民银行金融机构人民币信贷收支表

图表 2：多数行业融资同比均下降，但工业类融资同比增幅显著，地产融资修复（亿元，%）

		2025-08			2025-07			2025-08环比			去年同期			2025-08同比		
		总发行	总偿还	净融资	总发行	总偿还	净融资	总发行	总偿还	净融资	总发行	总偿还	净融资	总发行	总偿还	净融资
分期限	1年以内	37371.9	38720.7	-1348.7	35143.9	42114.3	-6970.4	6%	-8%	81%	29226.0	31510.1	-2284.1	28%	23%	41%
	1-5年	20516.5	15430.8	5085.7	21188.4	12010.0	9178.4	-3%	28%	45%	19879.4	15653.5	4225.9	3%	-1%	20%
	5年以上	16999.5	5462.0	11537.5	21968.9	4709.1	17259.8	-23%	16%	33%	25764.2	8561.1	17203.1	-34%	-36%	-33%
城投债&二永债	城投	3080.2	3267.2	-187.0	2644.0	3075.3	-431.3	16%	6%	57%	3241.7	4092.1	-850.4	-5%	-20%	178%
	二永	2227.0	2806.5	-579.5	4101.1	1539.9	2561.2	-46%	82%	-123%	3909.7	2570.7	1339.0	-43%	9%	143%
信用债分行业(wind新)	能源	521.8	538.4	-16.7	460.9	272.2	188.8	13%	98%	-109%	600.0	697.4	-97.4	-13%	-23%	83%
	材料	677.2	605.6	71.6	844.1	620.8	223.3	-20%	-2%	-68%	1004.4	726.5	277.9	-33%	-17%	-74%
	工业	6864.5	6193.9	670.5	6551.4	5982.0	569.4	5%	4%	18%	7495.7	7531.4	-35.7	-8%	-18%	1977%
	可选消费	733.8	727.2	6.5	806.6	440.3	366.3	-9%	65%	-98%	690.2	595.1	95.1	6%	22%	-93%
	日常消费	213.8	83.9	129.9	495.5	124.4	371.1	-57%	-33%	-63%	164.5	223.1	-58.5	30%	-62%	322%
	医疗保健	141.1	81.3	59.8	72.4	56.1	16.3	95%	45%	267%	100.5	64.9	35.6	40%	25%	68%
	金融	33748.0	36024.1	-2276.1	33453.1	32205.9	1247.2	1%	12%	-282%	28322.5	29887.0	-1564.5	19%	21%	-45%
	信息技术	145.8	97.7	48.1	280.0	111.3	168.7	-48%	-12%	-71%	184.3	82.6	101.7	-21%	18%	-53%
	通讯服务	43.7	63.2	-19.5	64.2	43.4	20.8	-32%	46%	-194%	68.5	71.4	-2.9	-36%	-11%	573%
	公用事业	1511.2	2174.2	-663.0	2493.8	1633.3	860.5	-39%	33%	-177%	1929.8	1611.5	318.3	-22%	35%	308%
	房地产	500.2	396.0	104.2	648.7	597.0	51.7	-23%	-34%	102%	476.8	486.5	-9.7	5%	-19%	1173%

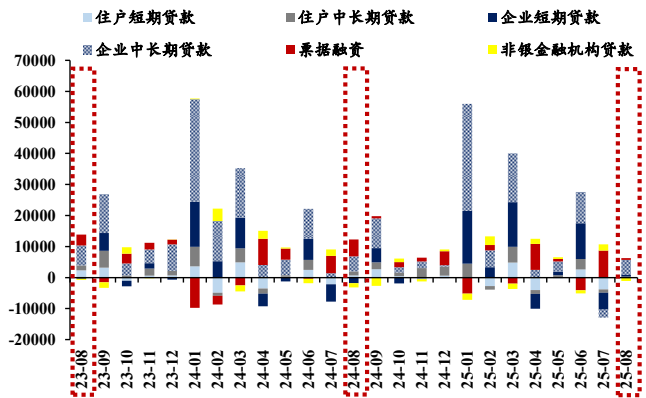
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3：新增信贷总量（亿元）



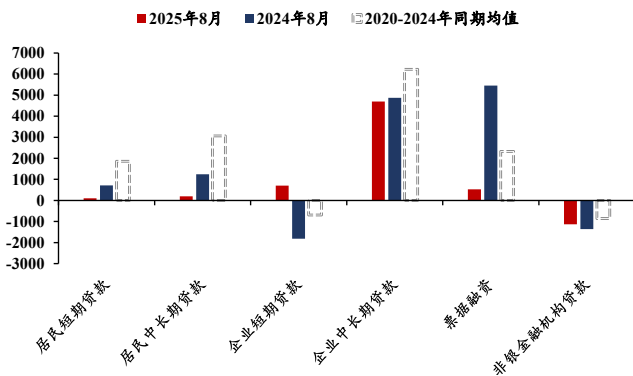
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 4：新增信贷的分项结构变化（亿元）



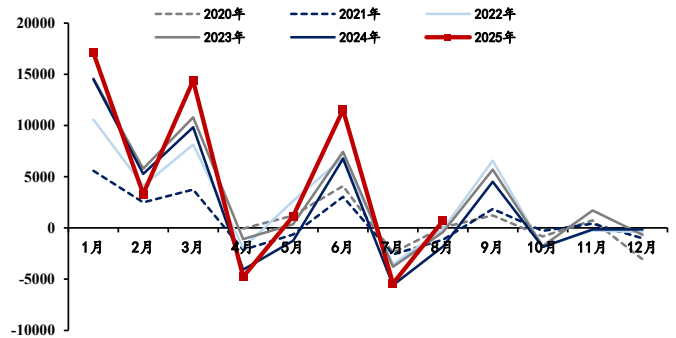
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 5：新增信贷分项：信贷新增以企业长期贷款为主，居民部门呈信贷收缩（亿元）



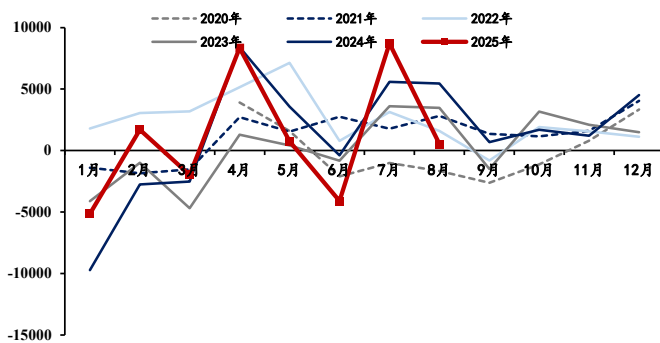
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 6：企业新增信贷：短期贷款同比增长季节性回升，强于往年（亿元）



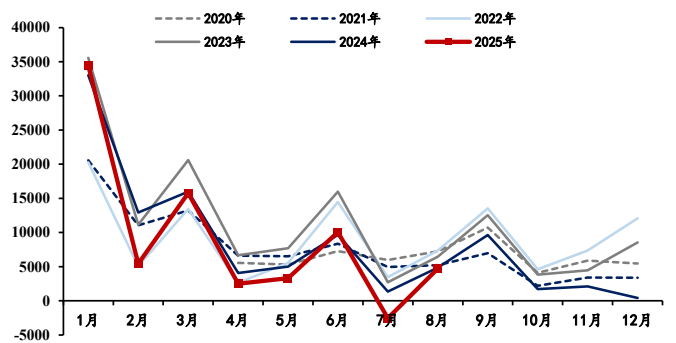
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 7：企业新增信贷：企业新增信贷：新增票据融资大幅下降（亿元）



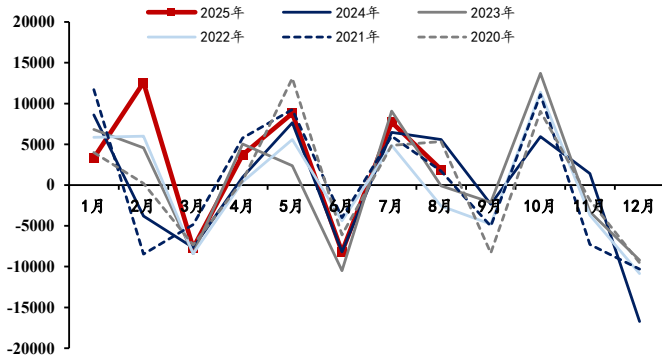
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 8：企业新增信贷：中长期贷款同比涨幅显著（亿元）



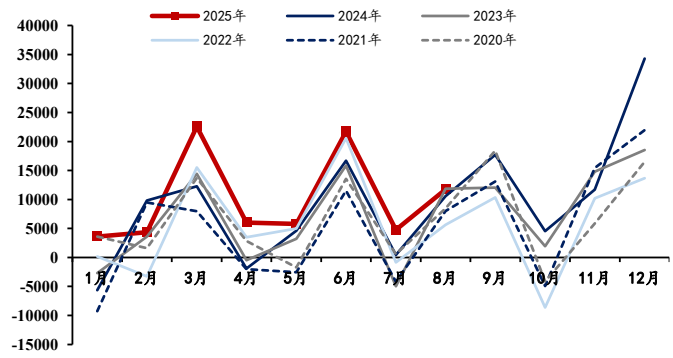
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 15：新增财政存款：财政存款处于往年平均水平（亿元）



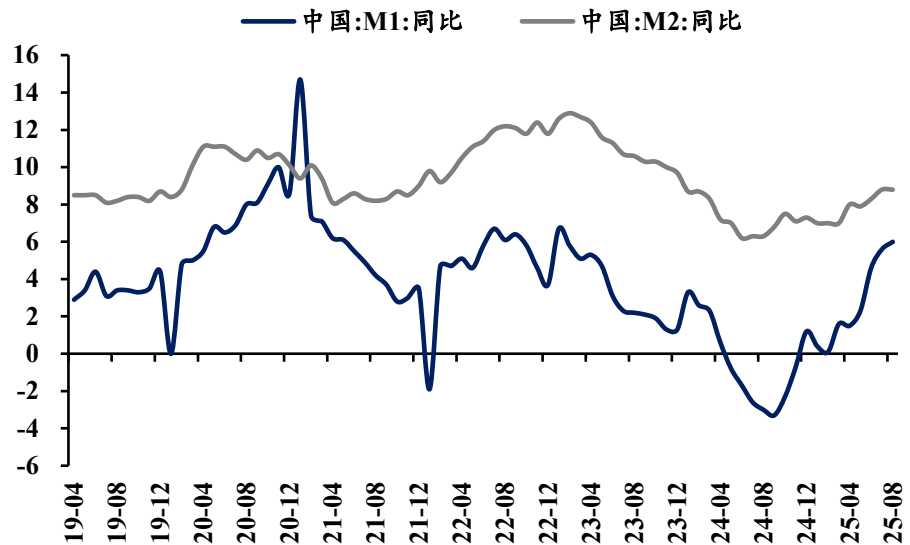
资料来源：Wind，华安证券研究所 注释：新增财政存款为国库滞留的未拨付资金，反映财政“沉淀”

图表 16：新增政府债融资与财政存款的差值：差值边际走高，且高于往年（亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所 注释：新增政府债融资减去新增财政存款形成差值，差值代表财政向实体经济的净资金注入规模

图表 17：M2-M1 剪刀差继续收窄（%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

2 风险提示

警惕政策不确定性风险、外部环境风险。

分析师与研究助理简介

分析师：洪子彦，华安固收分析师，南加州大学金融工程硕士，覆盖宏观利率、机构行为、国债期货研究。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。