

宏观点评 20250913

M2 增速或见顶

——2025 年 8 月金融数据点评

2025 年 09 月 13 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 王洋

执业证书：S0600524120012

wangyang@dwzq.com.cn

事件

■ 2025 年 9 月 12 日，人民银行发布 2025 年 8 月金融统计数据：

(1) 社会融资规模：2025 年 8 月社会融资规模新增 2.57 万亿，同比少增 4,630 亿元，截至 8 月末，社融存量同比增速较上月末回落 0.2 个百分点至 8.8%。从社融分项来看，政府债券融资和人民币贷款拖累社融，8 月政府债券融资新增 1.37 万亿，同比少增 2,519 亿元；8 月社融口径人民币贷款增加 6,233 亿元，同比少增 4,178 亿元；8 月“委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票”三项表外融资合计增加 2,158 亿，同比多增 998 亿元，其中委托贷款继续同比少增 191 亿元，未贴现票据融资同比多增 1,323 亿元，票据融资显著扩张。

(2) 贷款投放：2025 年 8 月金融机构口径人民币贷款新增 5,900 亿元，同比少增 3,100 亿元，截至 2025 年 8 月末，金融机构人民币贷款余额同比增速下滑 0.1 个百分点至 6.80%。

(3) 货币供应：截至 2025 年 8 月末，M2 同比增速持平于 8.8%，M1（新口径，包括居民活期存款）同比增长 6.0%，较上月末回升 0.4 个百分点，受此影响 M2-M1 剪刀差收窄至 2.80%。从存款结构看，财政存款新增 1,900 亿元，同比少增 3,687 亿元；非银金融机构存款新增 1.18 万亿，同比多增 5,500 亿元；居民部门存款增加 1,100 亿元，同比少增 6,000 亿元；企业部门存款增加 2,997 亿元，同比少增 503 亿元。综合来看，8 月份人民币存款新增 2.06 万亿，同比少增 1,600 亿元。

相关研究

《9 月 FOMC 前看点：非农校准与 8 月通胀》

2025-09-07

《主要城市商品房成交延续改善》

2025-09-07

观点

■ **总量：社融增速见顶回落。**过去 3 年，8 月份新增社融均值为 2.88 万亿元，新增贷款均值为 1.17 万亿元，8 月由于实体经济有效融资需求依旧偏弱，叠加处于季中月，银行体系利用票据或短贷冲量的诉求亦较低，造成 2025 年 8 月新增社融和新增人民币贷款均低于季节性，并且分结构看，由于政府债融资节奏错位，曾经支撑社融增速回升的因素减弱，表内贷款和政府债融资同比少增推动社融下行，但企业直接融资仍然稳健增长。

■ (1) 8 月份社融口径人民币贷款增加 6,233 亿元，同比少增 4,178 亿元，由于用于存量债务置换的地方特殊再融资专项债净融资回落至 548.41 亿元，“化债”对贷款读数的影响继续减弱，8 月新增人民币贷款虽有季节性回升，可增长继续受制于有效需求不足；相比之下，直接融资市场继续稳健增长：企业债券融资 1,343 亿元，同比少增 360 亿元，信用债发行节奏保持平稳；企业签发的未贴现票据融资增加 1,974 亿元，同比多增 1,323 亿元，表内贴现继续较高的强度，票据市场继续呈现供不应求的特征；股票融资新增 457 亿元，同比多增 325 亿元，连续六个月同比多增，显示 8 月份股市活跃度升温继续推升 IPO 与定增需求。间接融资和直接融资的表现也显示融资结构正趋于多样化，表内贷款已不能完全勾勒实体经济融资供需。

■ (2) 8 月份政府债券融资新增 1.37 万亿，同比少增 2,519 亿，由于今年政府债融资节奏前置，8 月政府债融资同比少增符合季节性，从发行结构上看，根据 Wind 统计，一般国债和特别国债净融资 8,489.20 亿元，地方政府债净融资 2,938.73 亿元。当前今年安排的各项政府债接近尾声，用于“化债”的特殊再融资券已累计净融资 1.84 万亿（预安排 2 万亿），超长期特别国债已累计净融资 1.296 万亿（预安排 1.3 万亿），普通国债已累计净融资 3.375 万亿（按 4.0%赤字率计算预安排约 4.86 万亿），新增地方政府专项债已累计净融资 2.98 万亿（预安排 4.4 万亿），

三季度后期政府债券发行强度将继续下降，今年的置换债发行也已到尾声，社融增速或因此而延续下行。但是9月12日财政部在国新办新闻发布会上表示，“提前下达部分2026年新增地方政府债务限额，靠前使用化债额度”，或意味着不排除2026年部分置换债和新增债提前至今年四季度发行，以备明年一季度使用，若今年四季度提前发行“化债”额度，或将对社融增长形成托底。

■ **结构：关注消费贴息政策和以旧换新政策效应。**展开新增贷款的分项看：由于8月份居民消费仍处于新一批以旧换新资金拨付和消费贷贴息政策生效的衔接期，8月份居民部门短期贷款增加105亿元，同比少增611亿，居民消费或在9月份出现复苏迹象；居民中长期贷款增加200亿，同比少增1,000亿元，反映出8月份房地产市场需求低迷，居民仍缺乏加杠杆意愿；8月份企业短期贷款增加700亿，相比过去3年企业短期贷款季节性减少807亿元，今年8月同比多增2,600亿元表明企业短期融资需求出现复苏；作为对比，票据融资新增531亿，同比少增4,920亿元，在季末月之前的8月份，银行体系的票据冲量诉求较低，但企业短期贷款和社融未贴现票据读数改善，表明企业短期融资需求回暖；企业中长期贷款增加4,700亿，低于过去3年季节性新增6,232亿元的水平，同比少增200亿，尽管“化债”对贷款读数的影响减弱，但是在8月份制造业低通胀局面尚未显著改善的情况下，经济需求低迷限制企业中长期贷款增长，关注潜在的政策性金融工具对企业中长贷的撬动作用。

■ **货币：M2增速或见顶。**8月M1同比6.0%（新口径，包括居民活期存款），较上月回升0.4个百分点，M1增速连月回升的主要原因在于：一方面8月份活期存款仍受到去年同期的低基数效应支撑，从绝对额来看，8月份M1新增1,713亿元，而去年同期则减少2,116亿元，预计9月至10月M1的低基数效应将减弱；另一方面则是财政加快支出的节奏不减，存款继续从财政部门向私人部门转移。8月份M2增速同比8.8%，与上月持平。M2-M1剪刀差回落至2.8%（前值为3.2%）。映射到存款端来看，8月份人民币存款新增2.06万亿，同比少增1,600亿元，其中财政存款新增1,900亿元，同比少增3,687亿元，虽然8月份财政融资强度下降，可财政存款保持同比少增，在剔除政府债券融资之后，财政存款减少1.18万亿元，同比多减1,168亿元，表明8月份财政支出仍保持较高的强度，这也成为M1增速回升的重要支撑。由于股市向好，成交量提升也推动资金入市，8月份非银存款新增1.18万亿，同比多增5,500亿元，并且超季节性增加1.32万亿，相比7月份进一步扩张；8月居民部门存款增加1,100亿元，同比少增6,000亿元；企业部门存款增加2,997亿元，同比少增503亿元。存款继续呈现双重搬家：财政资金搬家至私人部门，私人部门资金搬家至股市。从M2增长来看，政府债融资是共同推动M2增速与社融增速保持较高同步性的因素，随着政府债融资强度放缓，社融增速已开始见顶回落，在贷款需求不足掣肘存款派生的情况下，M2增速或也面临拐点风险，后续仍需关注四季度的财政融资节奏、政策发力强度和经济融资需求的变化。

■ **金融数据展望：关注增量金融政策的效应。**未来4个月，（1）股票市场活跃或持续带动股票融资等直接融资改善，融资结构继续多样化；（2）9月份消费贷贴息政策落地生效，以及以旧换新政策资金在下半年拨付到位，或推动居民消费贷和经营贷等短期融资需求回暖；（3）政策性金融工具蓄势待发，撬动企业部门融资需求向好。预计9月份贷款融资或呈现季节性回升，而社融则由于政府债融资节奏错位，社融增速或延续缓慢下行。

■ **风险提示：**海外关税政策等风险冲击；一揽子增量政策的宽松效应尚在传导；人民币资产预期回报率低于市场预期。

图1：2025 年 8 月金融统计数据概览

指标（当月值，亿元、%）		8 月同比多增	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2024-08
社会融资规模	规模总量	-4630	25693	11320	42251	22899	11599	30323
	表内业务（本外币贷款）	-3656	6143	-4383	23925	6057	754	9799
	表外业务	998	2158	-1666	-1484	-1157	-2873	1160
	贷款类（委贷、信托）	-325	184	-28	416	7	-79	509
	未贴现承兑汇票	1323	1974	-1638	-1900	-1164	-2794	651
	直接融资	-2554	15458	15735	16133	16233	12460	18012
	政府债券	-2519	13658	12482	13508	14585	9729	16177
	企业债券	-360	1343	2748	2422	1496	2340	1703
	股票融资	325	457	505	203	152	391	132
	其他项目	601	559	2367	728	315	1891	-42
人民币贷款	贷款总量	-3100	5900	-500	22400	6200	2800	9000
	居民部门	-1597	303	-4893	5976	540	-5216	1900
	短期贷款	-611	105	-3827	2621	-208	-4019	716
	中长期贷款	-1000	200	-1100	3353	746	-1231	1200
	企业部门	-2500	5900	600	17700	5300	6100	8400
	短期贷款	2600	700	-5500	11600	1100	-4800	-1900
	中长期贷款	-200	4700	-2600	10100	3300	2500	4900
	票据融资	-4920	531	8711	-4109	746	8341	5451
	货币供给 M1 同比	-	6.0	5.6	4.6	2.3	1.5	-3.0
	货币供给 M2 同比	-	8.8	8.8	8.3	7.9	8.0	6.3

数据来源：Wind、东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>