

2025 年 09 月 13 日

8 月金融数据背后的基数和结构性效应

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

沈美辰（分析师）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790524110002

事件：8 月社会融资规模增长 2.57 万亿元，预期 2.49 万亿，前值 1.1 万亿；人民币贷款增长 5900 亿元，预期 5814 亿，前值-500 亿。

● 信贷：企业贷款需求边际改善

8 月信贷环比好转，增长 5900 亿元，同比少增 3100 亿元。8 月居民贷款录得 303 亿元，同比少增 1597 亿元，其中按揭贷款同比少增 1000 亿元，居民短贷同比少增 611 亿元。居民信贷同比少增规模较 7 月小幅改善，但总体趋势未改，仍反映当前地产销售景气度不佳，居民消费意愿边际好转但仍有待提高。

企业信贷边际改善，短贷超季节性高增。8 月新增企业贷款 5900 亿元，同比少增 2500 亿元，少增主要受票据拖累，企业短贷表现亮眼。8 月企业短贷新增 700 亿元，同比多增 2600 亿元，同时表内票据融资同比少增 4920 亿元。2025 年 5 月以来企业端短贷强、票据弱的特征逐渐明显，因此我们认为本次企业短贷多增或有二季度以来的延续性因素，即银行更多使用短贷来部分替代票据，一是满足企业短期融资需求，二是或仍有部分冲量考虑。当前监管对于信贷总量关注减弱，引导银行淡化规模情结，银行更注重缓解息差压力，从而逐渐压降低息票据资产。此外，3 月发布的《保障中小企业款项支付条例》中对大型企业账期管理趋严或也驱动国央企选择短期借贷而非商业票据，带动企业短贷规模超季节性增长。企业中长贷增加 4700 亿，同比少增 200 亿元，缩量幅度较 7 月有所好转。8 月超长期特别国债和专项债力度不减，前期资金与项目匹配度逐渐提升，需求边际好转拉动信贷投放。后续随着政策性金融工具落地，企业信贷有望延续回暖。

● 社融：高基数下社融增速回落

8 月新增社融 25693 亿元，同比少增 4630 亿元，社融增速回落至 8.8%。**人民币信贷少增、政府债券在高基数下同比缩量拖累社融读数。**表内人民币贷款同比少增 4178 亿元，信贷需求仍保持低位。**政府债券同比转弱，但总体超季节性增长。**8 月政府债券融资额新增 13658 亿元，同比少增 2519 亿元。政府债券供给保持强度，地方债净融资额（地方新增债券+特殊再融资债）环比减少 2302 亿元；国债净融资额环比增加 4000 亿元。但 2024 年 8 月至年末政府债净融资基数偏高，也会对后续社融增速造成扰动。我们曾提示政府债券的发行强度将持续到 8 月，9 月政府债券发行速度或将开始减慢，但会缓步下行。截至 8 月底，超长期特别国债已发行全年的 77%。9 月起超长期特别国债供给或将缩量，成为带动社融向下的另一因素，但增量准财政有望拉动信贷放量，后续社融增速可能在多重作用下先持平再小幅下降。其他分项方面，企业债券同比少增 360 亿元，贷款和股票融资表现更强的背景下，信用债融资吸引力相对减弱。股票融资录得 457 亿元，同比多增 325 亿元，股票融资延续同比改善。未贴现银行承兑汇票同比多增 1323 亿元，票据贴现规模同比偏低导致表外票据相对偏高。

● 广义货币：非银存款连续两月超季节性高增

8 月 M1 增速环比提升 0.4pct 至 6%，M2 增速持平 8.8%。M1 增速延续向上，或出于低基数和企业欠款加速清偿、企业现金流改善的多重原因。存款结构看，居民存款大幅少增，同比少增 6000 亿元，企业存款同比小幅少增 503 亿元，非银存款同比多增 5500 亿元。居民存款超额流出，且流入非银存款的趋势进一步加深。从存款增速来看，截至 7 月，居民存款和 M2 的增速差有所缩窄，当前 M2 增速高于居民存款增速约 0.6pct。7-8 月非银存款共计比 2024 年同期多增了 1.94 万亿，股票市场走强、居民风险偏好提升，叠加居民定期存款陆续到期，存款搬家势头已现，后续若股市持续回升，或有可能观察到居民存款与 M2 增速差加速收窄甚至转负。M1-M2 剪刀差已回升至-2.8%，反映实体资金的空转显著改善，资金的使用效率提升。财政存款同比少增 3687 亿元，财政支出力度提升。

8 月金融数据反映当前基本面的几个矛盾特征。一是企业融资需求与资金活性改善，但居民需求久未回暖，信贷总体缩量；二是财政力度未降、社融先降，后续政策性金融工具投放将作为财政力度的延续，但基数影响下社融增速或将持续回落；三是股市赚钱效应下居民存款已开始搬家，非银存款高增支撑 M2 增长，但偏弱的信贷对当前货币派生仍无法起到主导作用。

● 风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

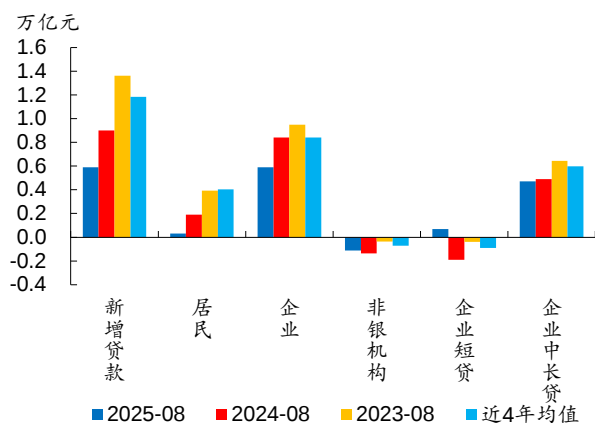
相关研究报告

《美联储或将开启连续降息——美国 8 月 CPI 点评》-2025.9.12

《PPI 同比增速回升或因输入性与地产链基数回落——宏观经济点评》-2025.9.10

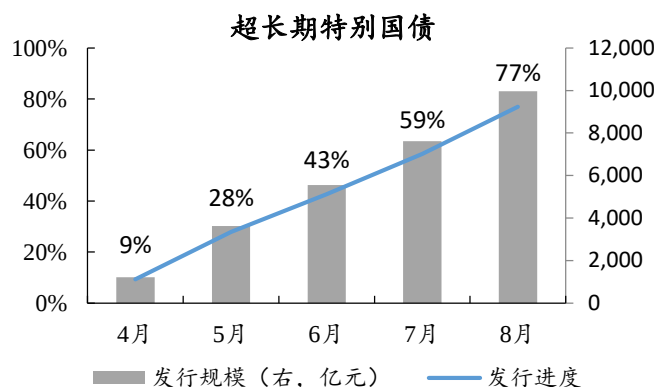
《非美地区需求或仍锚定美国需求——宏观经济点评》-2025.9.9

附图 1：8 月企业短贷与中长贷边际改善



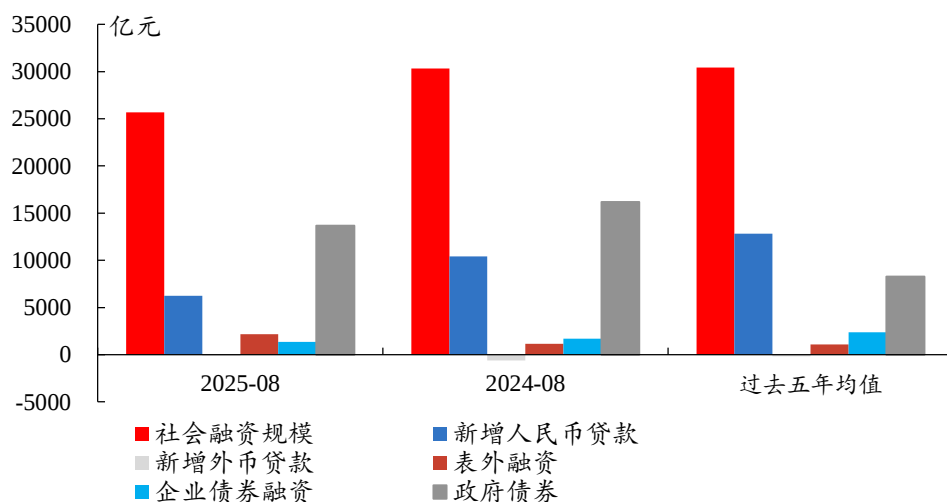
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：8 月超长期发行超过全年 77%



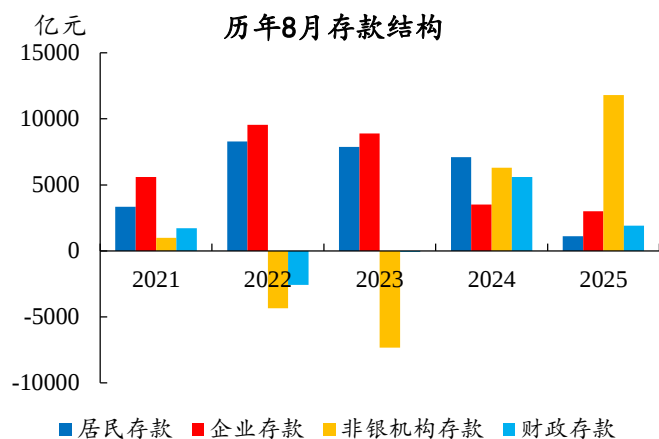
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：8 月政府债券保持高增，但低于 2024 年同期



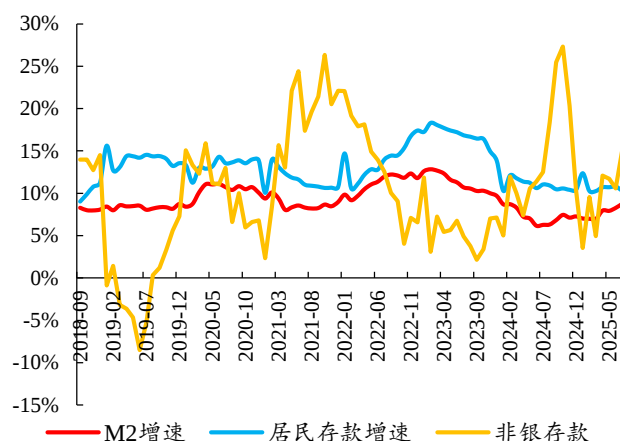
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：8 月非银存款超季节性增长



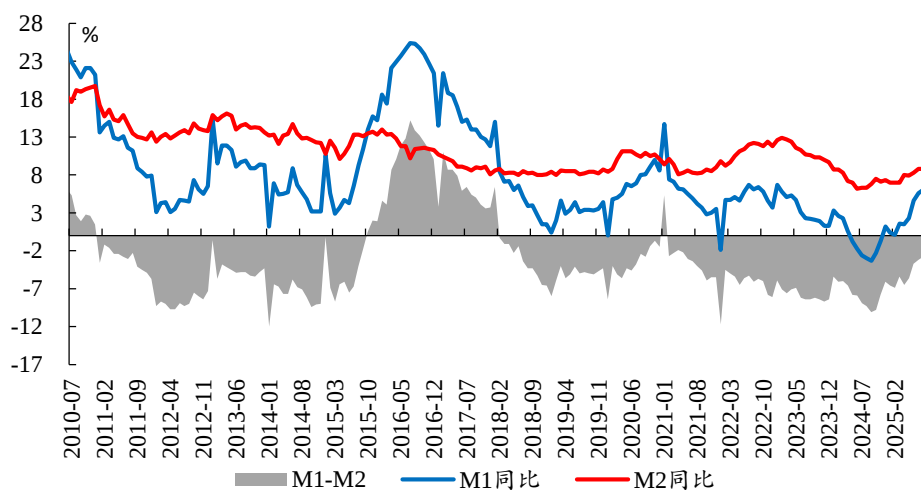
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：居民存款增速与非银存款、M2 已出现背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：M1-M2 负剪刀差延续缩窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn