

2025 年 08 月 14 日

## 对 7 月贷款负增长的理解

固定收益研究团队

——事件点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

刘伟（分析师）

liuwei1@kysec.cn

证书编号：S0790524070008

2025 年 8 月 13 日，中国人民银行公布 2025 年 7 月货币金融数据，社融新增 1.16 万亿元，社融存量同比增速为 9.0%，人民币贷款减少 500 亿元。

### ● 贷款下降的情况下，经济仍可能回升

有经济学观点认为，当私人部门的目标由利润最大化转变为负债最小化，即经济企稳之后，私人部门不愿意借款、反而是提前还贷，那么经济便无法回升。

我们认为，即使私人部门目标转变导致贷款下降，但并不意味着经济不会回升。

比如，2008 年 10 月美国贷款余额为 7.02 万亿美元，之后持续下行至 2011 年 4 月的 6.47 万亿美元，之后随着房地产销售回升而开始回升。

反观美国经济和资本市场，2010 年美国名义 GDP 和实际 GDP 增速均大幅回升，且标普 500 从 2009 年 3 月低点 667 上升至 2011 年 4 月高点 1371，美国 30 年国债收益率从 2008 年 12 月低点 2.55% 上行至 2011 年 4 月高点 4.64%。

因此，2008 年 10 月到 2011 年 4 月期间，尽管美国贷款余额持续下降，但不影响美国经济、美国股市和美债收益率均大幅上行。

另一方面，我们认为，经济回升阶段，私人部门持续还贷是合理现象。

逻辑或在于，当经济处于下行期，虽然私人部门的目标是负债最小化，但由于经济下行等因素，私人部门偿还贷款的能力有限。反而是随着政策稳增长带动经济企稳之后，私人部门收入改善、偿还贷款的能力改善，私人部门开始持续还贷，换言之，私人部门还贷和经济回升并不矛盾。

### ● 国内政策确定性稳增长，2025 年下半年经济有望继续稳定

我们认为，尽管 2025 年 7 月新增人民币贷款规模转负，但不影响 2025 年下半年经济有望继续保持稳定。

第一，国内新增贷款持续为负的概率较低。（1）2025 年 7 月新增贷款转负受季节性影响明显，（2）上一次新增贷款为负是 2005 年 7 月，但 2005 年 8 月即转正；

第二，政府部门扩张有效对冲私人部门提前还贷影响，更重要的指标是社融。

我们发现，2023 年 3 月以来中国信贷余额增速持续下降，即使 2024 年 9 月以来，信贷余额增速仍然继续下降，但 2024 年 9 月经济明显企稳。

逻辑在于，2024 年 9 月之后随着政策确定性转向稳增长，政府部门转变为“货币宽松、财政扩张、信用扩张”的政策组合，政府部门的明显扩张有效的对冲了私人部门收缩的影响，带动经济企稳回升。

指标上，虽然 2024 年 9 月之后信贷余额增速继续下降，但社融存量增速开始见底回升，从 2024 年 10 月的 7.8% 持续回升至 2025 年 7 月的 9.0%。

我们认为，2025 年下半年经济保持较好的两种可能性：

（1）2025 年下半年私人部门继续不扩张、但政府部门继续扩张，类似于美国 2009 年-2011 年；

（2）2025 年下半年受财政贴息等政策带动下，私人部门开始转为扩张，且政府部门保持稳定，类似于美国 2012 年之后。

### ● 经济预期修正下，债券收益率有望上行

我们认为，尽管 2025 年 7 月新增人民币贷款规模为负，但社融增速继续回升下，下半年经济有望继续企稳。

预计 2025 年下半年 10 年国债收益率目标 1.9-2.2%。2025 年下半年经济增速或不会明显下行，经济预期修正下，债券收益率有望上行。

历史上看，10 年国债收益率合理水平整体处于 DR007+40 到 70BP 区间。2025 年年初 DR007 处于 1.8% 左右、对应 10 年国债收益率目标 2.5%，考虑当前到 DR007 处于 1.5% 左右、对应目标应为 1.9-2.2%。

同时，如果 2025 年下半年政策反内卷见效，通胀实现正常化，DR007 中枢有望提高至通胀水平之上，届时 10 年国债收益率合理区间同样有望相应幅度上调。例如，如果通胀水平上行至 1.5-2.0%，则 DR007 或再次上行至 1.8%，对应 10 年国债收益率或达到 2.5%。

● **风险提示：**政策变化超预期；经济变化超预期。

### 相关研究报告

《把握票息与利差压缩的“鱼尾”行情——固收专题》-2025.8.10

《以史为鉴：恢复征收增值税的影响——事件点评》-2025.8.4

《增配中短端高票息城投，3-5Y 永续债具备骑乘机会——固收专题》-2025.8.3

## 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

### 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

### 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

### 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