

透支效应等导致 7 月信贷波动较大，金融对实体经济保持较强支持力度

——2025 年 7 月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：2025 年 8 月 13 日，央行公布的数据显示，2025 年 7 月新增人民币贷款-500 亿，同比少增 3100 亿；7 月新增社会融资规模为 1.16 万亿，同比多增 3893 亿；7 月末，广义货币 (M2) 同比增长 8.8%，增速比上月末高 0.5 个百分点；狭义货币 (M1) 同比增长 5.6%，增速较上月末高 1.0 个百分点。

基本观点：

总体上看，主要受信贷透支、隐债置换等影响，7 月新增信贷数据波动较大，但在政府债券融资支持下，新增社融保持同比多增势头，M2、M1 增速都有所加快。这一方面体现金融对实体经济支持力度较大，同时也表明外部环境波动、房地产市场调整等因素对企业和居民融资需求释放仍有较大抑制作用。我们预计，在透支效应等短期扰动因素减退后，8 月新增信贷将恢复正值，新增社融还会处于较高水平，在 M2 保持较快增长的同时，M1 增速将继续加快。

我们判断，尽管上半年宏观经济稳中偏强，但综合考虑各类国内外因素，下半年货币政策还会保持支持性立场，主要发力点是降低市场主体融资成本，增加信贷可获得性，激活内生性融资需求，进而大力提振内需，有效对冲外部波动可能对宏观经济运行带来的冲击。当前我国物价水平偏低，货币政策在稳增长方向发力有充分的空间。

具体来看：

一、7 月新增人民币贷款为历史罕见的负值，主要受透支效应、贷款需求不足和隐债置换三方面因素影响。在平滑掉透支效应影响后，近两个月信贷同比表现总体平稳，对单月数据波动无需过度解读。

7 月新增人民币贷款-500 亿，时隔 20 年后再现新增信贷为负，环比季节性少增 2.29 万亿，同比少增 3100 亿，拖累月末贷款余额增速较上月末放缓 0.2 个百分点至 6.9%。

7 月新增信贷表现偏弱，我们分析主要有三个原因：一是透支效应。6 月是季末年中时点，银行贷款大量投放，会对 7 月信贷需求形成较大幅度的提前透支，导致 7 月新增贷款规模显著回落。实际上，将 6 月和 7 月合并起来看，月均新增贷款为 1.1 万亿，与去年同期的 1.2 万亿基本持平。这表明，在平滑掉透支效应后，近两个月信贷同比表现仍较为平稳，对单月数据波动无需过度解读。二是经济基本面影响。7

月制造业和非制造业 PMI 都有所下行，背后主要是受需求不足拖累，叠加外部不确定性和房地产市场调整，会导致居民和企业信贷需求受到一定影响。三是隐债置换因素。新增贷款是新投放贷款减掉当月贷款偿还规模。我们判断，7 月隐债置换规模仍然较大，这是当月新增企业中长期贷款为-2600 亿的重要原因。

从分项来看，7 月新增企业贷款 600 亿，同比少增 700 亿，且结构上呈现出明显的票据冲量和短期化特征。7 月新增票据融资同比多增 3125 亿，新增企业短贷负增 5500 亿，与上年同期持平，新增企业中长期贷款负增 2600 亿，同比多减 3900 亿。居民贷款方面，7 月居民贷款同比多减 2793 亿，其中居民短贷负增 3827 亿，同比多减 1671 亿，居民中长期贷款负增 1100 亿，同比多减 1200 亿，除因部分信贷需求在 6 月被透支外，也与当前居民消费需求偏弱以及房地产市场持续低迷有关。

总体上看，当前贷款利率处于历史最低水平，银行体系流动性充裕，能够充分满足市场主体融资需求。当前各项贷款余额增速在 7.0%附近，远高于名义 GDP 增速，表明银行贷款对实体经济提供了有力支持，是推动宏观经济回升的一个重要力量。

二、7 月社融同比延续多增，仍主要源于政府债券融资同比较大幅度多增。

7 月新增社融 1.16 万亿，环比季节性少增 3.04 万亿，同比多增 3893 亿，为连续第 8 个月同比多增，提振月末社融存量增速较上月末加快 0.1 个百分点至 9.0%，创近 17 个月新高。在投向实体经济的人民币贷款同比多减 3455 亿的情况下，7 月社融延续同比多增，仍主要受政府债券融资支撑——7 月新增专项债发行量同比大幅增加，带动当月政府债券融资同比多增 5559 亿。

与此同时，7 月债券发行利率整体下行，提振企业债券融资需求，当月企业债券融资同比多增 755 亿。7 月美元兑人民币汇率有所回升，但美元贬值预期仍存，对美元贷款需求仍有一定支撑，当月外币贷款负增 86 亿，同比少减 804 亿。这两项对于 7 月新增社融同比表现也有明显的正向拉动作用。

总体上看，7 月社会融资需求增量仍主要来自政府加杠杆。这一方面与地方政府债大规模置换以贷款、非标等形式存在的存量隐债有关，另一方面也因当前居民和企业预期与信心仍然偏弱，主动扩信用意愿较低，需要财政加杠杆发力稳增长。因此，观察金融总量不能只看贷款，应当更多关注社会融资规模指标，后者能够更加全面的反映金融对实体经济的支持力度。

三、7 月末 M2 增速加快，主要受社融增速加快推动，特别是近期政府债券融资规模较大，财政支出带动存款派生加速。7 月末 M1 增速加快，背后是上年同期基数下沉，以及隐债置换导致企业活期存款增加。近期 M1 增速显著加快，也体现资金活化程度提升，表明当前企业和居民的投资、消费活跃度有所改

善。

7月末M2同比增速为8.6%，较上月末加快0.5个百分点，创近17个月新高。这一方面源于上年同期基数较低，另一方面是受社融增速加快推动，特别是近期政府债券融资规模较大，财政支出带动存款派生加速。值得一提的是，银行年中考核时点后，7月居民存款大规模向理财回流，加之近期股市上行，是当月居民存款减少1.11万亿，同比多减7800亿，而非银存款增加2.14万亿，同比多增1.39万亿的主要原因。

7月末M1同比增速为5.6%，较上月末加快1.0个百分点，创近29个月新高。我们判断背后有两个直接原因，一是上年同期金融“挤水分”导致M1基数下沉，二是隐债置换导致企业活期存款增加。最后，近期M1增速显著加快，也体现资金活化程度提升，表明当前企业和居民的投资、消费活跃度有所改善。不过，当前房地产市场仍处于调整状态，影响居民定期存款向房企活期存款转移，是M1增速仍然偏低的主要原因。

总体上看，主要受信贷透支、隐债置换等影响，7月新增信贷数据波动较大，但新增社融保持同比多增势头，M2、M1增速都有所加快。这一方面体现金融对实体经济支持力度较大，同时也表明外部环境波动、房地产市场调整等因素对企业和居民融资需求释放仍有较大抑制作用。我们预计，在透支效应等短期扰动因素减退后，8月新增信贷将恢复正值，新增社融还会处于较高水平，在M2保持较快增长的同时，M1增速将继续加快。我们判断，尽管上半年宏观经济稳中偏强，但综合考虑各美国内外因素，下半年货币政策还会保持支持性立场，主要发力点是降低市场主体融资成本，增加信贷可获得性，激活内生性融资需求，进而大力提振内需，有效对冲外部波动可能对宏观经济运行带来的冲击。当前我国物价水平偏低，货币政策在稳增长方向发力有充分的空间。预计四季度初前后，央行将实施新一轮降息降准，全年新增信贷、新增社融都有望恢复一定规模的同比多增。