

2025 年 08 月 14 日

广义货币高增的背后

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：7 月社会融资规模增长 1.2 万亿元，预期 1.4 万亿，前值 4.2 万亿；人民币贷款负增 500 亿元，预期-150 亿，前值增加 22400 亿。

● 信贷：人民币信贷季末冲高后回落

7 月信贷负增 500 亿元，同比少增 3100 亿元。个人消费贷贴息政策将改善居民加杠杆意愿。7 月居民贷款减少 4893 亿元，同比多减 2793 亿元，按揭贷款同比少增 1200 亿元，短贷同比多减 1671 亿元。7 月房地产销售景气度走弱，30 大中城市一线商品房成交同比降幅扩大，居民加杠杆意愿仍低。居民短贷再度回落，一是消费季居民消费贷加杠杆增加后 7 月趋势性回落，二是当前居民消费意愿仍待提振。9 月起《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》将实施，家用汽车、养老生育、教育培训、文化旅游、家居家装、电子产品、健康医疗等重点领域消费个人贷款将享受政府贴息，预计将提振居民加杠杆意愿。

企业中长贷季节性回落。7 月新增企业贷款 600 亿元，同比少增 700 亿元，企业信贷投放季节性回落。企业中长贷同比少增 3900 亿元，企业短贷 7 月减少 5500 亿元，同比持平。7 月隐债置换对企业贷款的扰动减弱，特殊再融资债发行规模仅为 859 亿，但不排除化债背景下部分主体新增融资的放缓。此外，企业中长贷回落或与前期贷款投放集中后 7 月出现透支效应有关，6 月银行加大贷款投放以完成季末指标，在基本面需求有待提升的背景下，7 月信贷投放缺乏持续性。此外，项目融资需求边际下滑、反内卷约束制造业企业扩产意愿等因素或也影响企业融资需求。7 月票据利率前高后低，半年期国股行转贴现利率月底降至 0.5% 以下，或指向贷款增长压力较大，月底金融机构使用票据贴现冲量增加。

● 社融：政府债券延续超季节性高增

7 月新增社融 11600 亿元，同比多增 3893 亿元，增速升至 9%。政府债券和企业债券为社融提供正向拉动。表内人民币贷款同比多减 3455 亿元，信贷边际走弱。**政府债券延续超季节性高增。**7 月政府债券融资额新增 12440 亿元，同比多增 5559 亿元。政府债券供给保持强度，新增专项债、特别国债供给持续发力。地方债净融资额（地方新增债券+特殊再融资债）环比增加 656 亿元，特别国债净融资额环比增加 1090 亿元。从发债节奏看，政府债券的力度或将维持到 8 月，9 月发行速度将开始减慢，但会缓步下行。截至 7 月底，超长期特别国债已发行全年的近 60%，三季度特别国债供给还有充分空间。其他分项方面，企业债券同比多增 755 亿元，直接融资成为贷款的替代选择，产业类债券表现较好。股票融资录得 505 亿元，同比多增 274 亿元，7 月股市走强，叠加 IPO 条件边际放宽，股票融资改善迹象。

● 广义货币：非银存款同比高增拉高 M2

7 月 M1 增速环比提升 1pct 至 5.6%，M2 增速环比提升 0.5pct 至 8.8%。M1 稳步提升，一是基数仍偏低，2024 年 7 月 M1 基数处于历史低位；二是随着化债大规模进行、部分企业清欠账款得到偿还，企业账面资金增加，同时监管治理企业无序竞争下，中小企业被大型企业拖欠账款的现象或也有改进。**M2 增速回升或主要受非银存款多增贡献。**7 月为税收大月，居民和企业存款应向财政存款转移。但 7 月部分居民存款转移至非银存款的迹象较为显著。居民存款同比多减 7800 亿元，财政存款多增 1247 亿元，而非银存款同比多增 13900 亿元，这部分增量成功拉动 M2 同比向上。7 月股市赚钱效应提高，对居民存款形成“抽水”，随着股市转暖叠加存款利率降至低位，这一趋势或有一定延续性。

7 月金融数据呈现出季节性波动的特点，应客观看待。信贷和社融、货币总量之间存在一定“温差”，而信贷的单月波动或与前期冲量透支、化债有关，后续仍待观察。尽管需求仍有待回升，M1 改善、M1-M2 剪刀差回升等迹象表明经济中资金效率趋改善，叠加居民存款搬家势头，后续或有利于权益资产。

● 风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

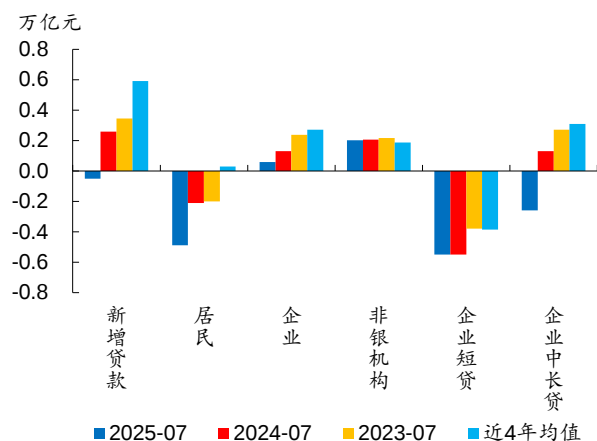
相关研究报告

《美联储 9 月或降息 25bp，但后续降息次数可能有限——美国 7 月 CPI 点评》-2025.8.13

《充分释放宏观政策效果——宏观周报》-2025.8.10

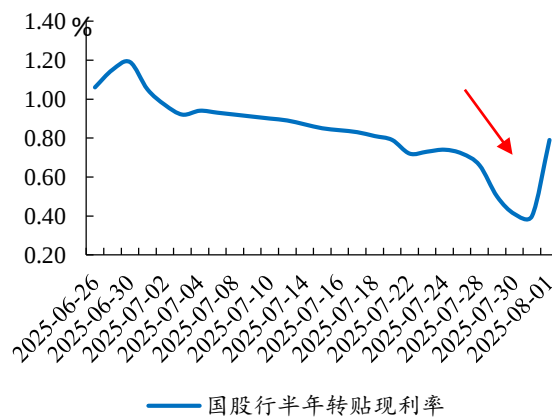
《实物价格表现好于服务——宏观经济点评》-2025.8.9

附图 1：7 月企业和居民新增贷款低于季节性



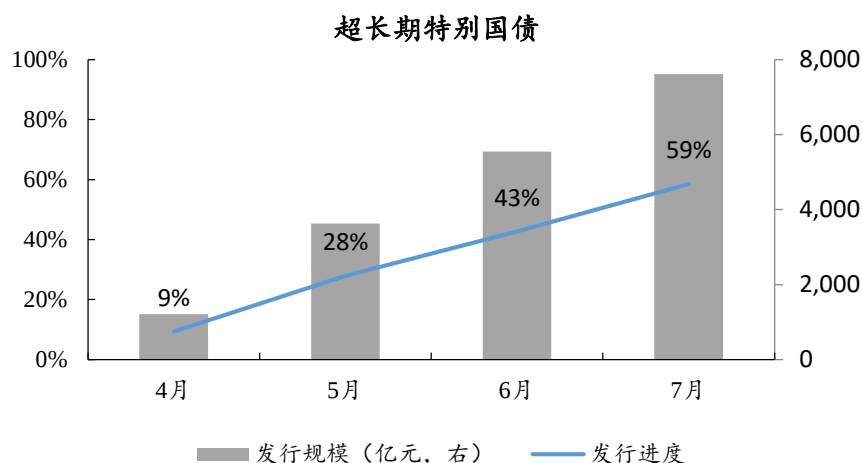
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：7 月末票据利率快速下探



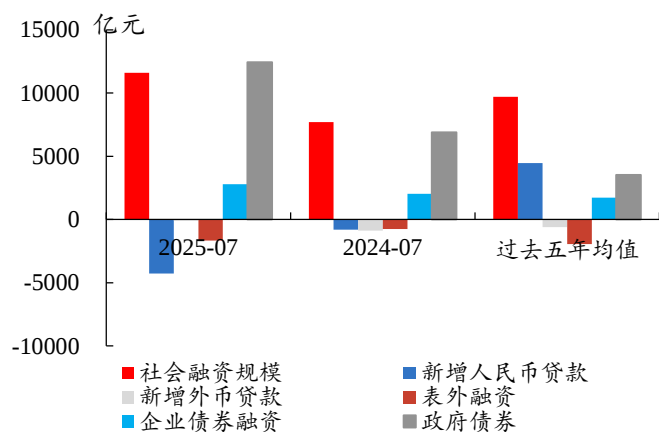
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：前 7 月超长债已发行全年的 59%



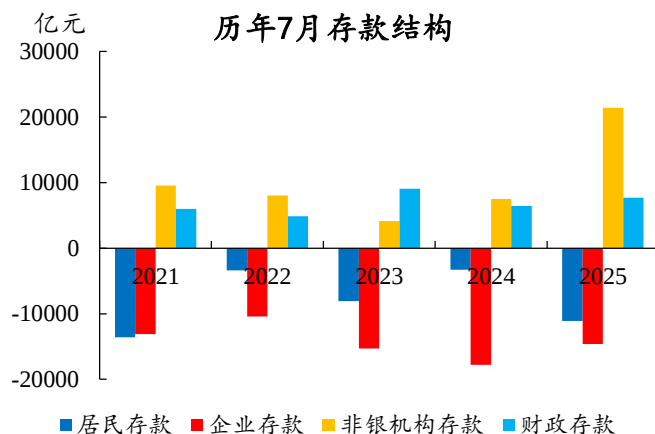
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：7 月社融主要由政府债券贡献



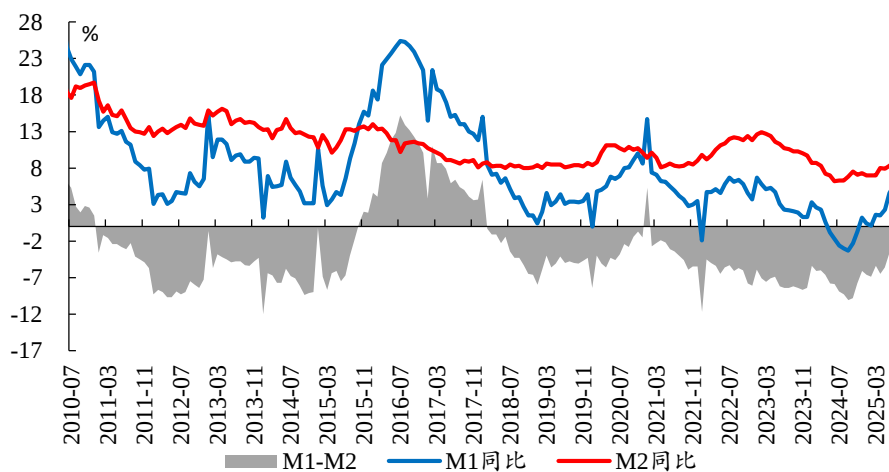
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：7 月非银存款为近五年历史性多增



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：M1-M2 负剪刀差显著缩窄



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

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