

宏观点评 20250813

政府债支撑社融改善、股市活跃推升 M2 ——2025 年 7 月金融数据点评

2025 年 08 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 8 月 13 日，人民银行发布 2025 年 7 月金融统计数据：

(1) 社会融资规模：2025 年 7 月新增社融 1.16 万亿，同比多增 3,893 亿元，截至 7 月末，社融存量同比增速较上月回升 0.1 个百分点至 9.0%。从社融分项来看，政府债券融资、企业债融资和外币贷款是支撑社融的主要因素，7 月政府债券融资新增 1.24 万亿，同比多增 5,559 亿；7 月社融口径人民币贷款减少 4,263 亿元，同比多减 3,455 亿元；7 月“委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票”三项表外融资合计减少 1,667 亿，同比多减 911 亿元，其中委托贷款继续同比少增 522 亿元，未贴现票据融资同比多减 564 亿元。

(2) 贷款投放：2025 年 7 月金融机构口径人民币贷款减少 500 亿元，较去年同比多减 3,100 亿元，截至 2025 年 7 月末，金融机构人民币贷款余额同比增速下滑 0.2 个百分点至 6.90%。

(3) 货币供应：截至 2025 年 7 月末，M2 同比增速回升 0.5 个百分点至 8.8%，M1 增速回升 1.0 个百分点至 5.60%，受此影响 M2-M1 剪刀差收窄至 3.20%。从存款结构看，7 月份非金融企业存款减少 1.46 万亿元（同比少减 3,209 亿元），居民存款减少 1.11 万亿元（同比多减 7,800 亿元），财政存款新增 7,700 亿元（同比多增 1,247 亿元），非银金融机构存款新增 2.14 万亿元（同比多增 1.39 万亿元）。综合来看 7 月份人民币存款新增 5,000 亿元，同比多增 1.3 万亿元。

相关研究

《“十五五”期间名义 GDP 增速 5.5% 或是重要目标》

2025-08-13

《过于乐观的降息预期——2025 年 7 月美国 CPI 数据点评》

2025-08-13

观点

■ **总量：社融和贷款背离。**过去 3 年，7 月份新增社融均值为 6,952.67 亿元，新增贷款均值为 4,283 亿元，从 7 月份单月规模来看，新增社融超季节性、新增人民币贷款低于季节性，两者之间走势背离。《金融时报》认为“观察金融总量不能只看贷款，宜更多观察社会融资规模、M2 这些更全面的指标”，7 月份作为季初月，有效融资需求季节性回落，叠加 6 月份“企业短贷冲量”后集中到期，造成人民币贷款负增长，而票据冲量也未能抵补这一影响，然而直接融资稳健增长，上市 IPO、企业债融资和政府债融资共同推升新增社融：7 月份新增社融同比多增 3,893 亿元，其中政府债券融资同比多增 5,559 亿元；企业债券融资同比多增 755 亿元；股票融资同比多增 274 亿元，并且股票融资已录得连续 5 个月同比多增。尽管剔除非银贷款之后的人民币贷款同比多减 3,455 亿元，然而直接融资增量抵补了表内融资的减量，受此推动，存量社融同比增速也回升至 9.0% 的水平。展望 2025 年内剩下的 5 个月，用于“化债”的特殊再融资券已累计净融资 1.78 万亿（预安排 2 万亿），超长期特别国债已累计净融资 1.06 万亿（预安排 1.3 万亿），普通国债已累计净融资 2.76 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 2.61 万亿（预安排 4.4 万亿），进入 8 月份，本年度预安排政府债融资进度已然过半，其中“化债”和特别国债发行已进入尾声，随着三季度中后期政府债券发行强度减缓，社融增速或承受一定下行压力。

■ **结构：票据冲量。**展开新增贷款的分项看，7 月份短期贷款及票据融资减少 616 亿元（同比少减 1,454 亿元），主要由于票据融资同比多增 3,125 亿元，且对应社融分项未贴现承兑汇票同比多减 564 亿元，表明 7 月份“票据冲量”诉求较高，票据市场供不应求。分部门来看，7 月份企业短期贷款减少 5,500 亿元，规模与去年同期持平，但仍然超出过去 3 年

同期均值-4,277 亿元，超季节性减少或源自二季度短期贷款冲量之后出现集中到期，拉低了短期贷款读数；企业中长期贷款减少 2,600 亿元，同比少增 3,900 亿元，显示尽管“化债”对贷款读数的影响减弱，但是在 7 月份制造业仍处于“内卷”竞争格局下，企业加杠杆需求低迷；居民部门 7 月短期贷款减少 3,827 亿元，同比多减 1,671 亿，经过二季度“618”促销和以旧换新政策推动之后，居民消费在短期复苏回落；居民中长期贷款减少 1,100 亿，同比多减 1,200 亿，或表明目前居民加杠杆的动能略有不足。

■ **货币：股市推升 M2、财政支出改善 M1。**新口径 M1 同比 5.6%，较上月抬升 1.0 个百分点，主要有两点原因：一是去年 7 月仍有企业活期受“手工补息”的影响余波，低基数效应明显，二是财政加快支出的节奏不减，存款继续向私人部门转移。M2 增速同比 8.8%，较上月回升 0.5 个百分点，主要源于股市日益活跃推升非银存款读数。从存款端映射来看，7 月存款总计新增 5,000 万亿，同比多增 1.3 万亿，其中财政存款新增 7,700 亿元，同比多增 1,247 亿元，尽管 7 月份一般是财政融资“多收少支”的支出小月，财政存款季节性同比多增，但是若剔除政府债券融资，则财政存款减少 4,740 亿元，同比多减 4,312 亿，表明 6 月份以来财政支出仍在加快节奏。M2-M1 剪刀差回落至 3.2%（前值为 3.7%）。由于股市向好，成交量提升也推动资金入市，7 月份非银存款新增 2.14 万亿，同比多增 1.39 万亿，成为推升 M2 的重要原因。

■ **货币政策：关注增量金融政策效应。**7 月份新增贷款当月值虽然负增长，但是结合 6 月份短贷冲量和有效融资需求不足的背景，我们预计 8 月至 9 月贷款融资或再现季节性回升。8 月份以来，新增金融政策也在逐步落地，8 月 12 日金融监管部门推出个人消费贷款贴息新政，或在 9 月份以后改善短期贷款读数，增量金融政策传导仍需要时间，已实施落地的货币政策效应还会进一步显现，预计二季度创设的各项结构性货币政策，以及潜在的政策性金融工具仍有持续发力的空间。未来货币政策宽松仍将视经济数据、市场预期和外部冲击的研判而定。

■ **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 7 月金融统计数据概览

指标（当月值，亿元、%）		7 月同比多增	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2024-07
社会融资规模	规模总量	3893	11600	41993	22870	11599	58961	7707
	表内业务（本外币贷款）	-2651	-4349	23925	6057	754	37939	-1698
	表外业务	-911	-1667	-1483	-1156	-2873	3705	-756
	贷款类（委贷、信托）	-347	-28	416	7	-79	73	319
	未贴现承兑汇票	-564	-1639	-1899	-1163	-2794	3632	-1075
	直接融资	6588	15736	16133	16233	12460	14373	9148
	政府债券	5559	12440	13508	14585	9729	14866	6881
	企业债券	755	2791	2422	1496	2340	-905	2036
	股票融资	274	505	203	152	391	412	231
	其他项目	970	2367	728	315	1891	273	1397
	贷款总量	-3100	-500	22400	6200	2800	36400	2600
人民币贷款	居民部门	-2793	-4893	5976	540	-5216	9853	-2100
	短期贷款	-1671	-3827	2621	-208	-4019	4841	-2156
	中长期贷款	-1200	-1100	3353	746	-1231	5047	100
	企业部门	-700	600	17700	5300	6100	28400	1300
	短期贷款	0	-5500	11600	1100	-4800	14400	-5500
	中长期贷款	-3900	-2600	10100	3300	2500	15800	1300
货币供给	票据融资	3125	8711	-4109	746	8341	-1986	5586
	M1 同比	-	5.6	4.6	2.3	1.5	1.6	-2.6
	M2 同比	-	8.8	8.3	7.9	8.0	7.0	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>