

宏观研究

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《破内卷困局，离不开扩内需支撑》
- 2025. 07. 08

融资需求稳中趋升，供给调控影响显现

● 投资要点

6 月金融数据呈现以下特点：一是实体经济融资需求回暖，或存在供给侧调控影响，5 月降准降息落地、央行引导商业银行加大信贷投放等；二是中美经贸谈判释放利好信号，市场风险偏好有所修复，居民预算约束趋于谨慎的情况或有所缓解，居民加杠杆意愿有所回升，居民新增贷款同比增加；三是因外部不确定性下降，市场风险偏好修复，债券市场波动有所加剧，商业银行下调存款利率或并未导致居民存款搬家行为发生；四是 M1 与 M2 同比增速剪刀差有所收窄，应显示经济活跃度提升，但需关注供给侧调控影响，后续关注需求端内生需求增长情况。

向后看，短期影响实体经济的变量主要集中于美关税政策影响和国内“反内卷”政策落地情况。我们理解，以上两个变量的影响或相对可控，并不会导致实体经济融资需求发生较大幅度波动。一方面，我国与美国经贸谈判取得相对积极成果，预期未来贸易摩擦加剧的可能性相对较小；另一方面，虽然“反内卷”政策预期持续升温，但目前“反内卷”行动仍以行业自律为主，尚未正式落地以去产能为核心的行政指导，若以市场化出清方式整治“内卷式”竞争，短期或对生产影响相对可控。因此，整体来看，实体经济融资需求或保持稳定，信贷需求和企业债券融资或成为并重方式，政府债券仍是社融的重要支撑，金融数据或趋于改善，但或存在居民存款搬家行为或有所加剧。

● 风险提示：

海外地缘政治冲突加剧；中美贸易摩擦加剧；政策效果不及预期。

目录

1 实体融资需求回暖，存在供给侧调控影响	4
2 居民存款并未向理财资金转化，关注后续资金流向.....	5
3 M1 和 M2 增速双双回升，M1 与 M2 同比增速负剪刀差收窄.....	6
4 实体经济融资需求稳定，居民存款搬家或逐步兑现.....	6
风险提示	7

图表目录

图表 1: 新增社融同比变化 (亿元)	5
图表 2: 新增贷款及部分分项同比增减 (亿元)	5
图表 3: 新增人民币存款同比变动 (亿元)	5
图表 4: 十年期国债收益率 (%)	5
图表 5: 货币供应 (%)	6
图表 6: M1 与 M2 同比增速负剪刀差收窄 (%)	6

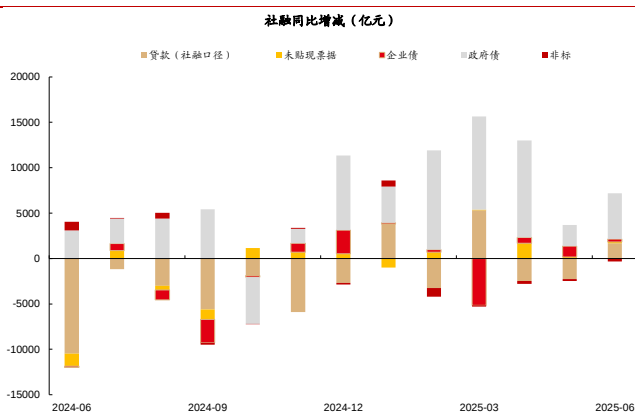
1 实体融资需求回暖，存在供给侧调控影响

6 月实体经济融资需求较为明显回升，应与一季度央行货币执行报告要求“引导银行加大信贷投放力度”有关，或存在供给端调控影响。

6 月社融口径下新增人民币贷款为 23600 亿元，同比增加 1132 亿元。企业债券融资 2422 亿元，同比多增 322 亿元。实体经济信贷融资和债券融资均同比多增，显示实体经济融资回暖。我们理解，实体经济信贷融资需求回升，或存在供给端优化影响。在报告《央行再提利率风险，短期长端利率波动或有所加大》中，我们提出，一季度央行货币政策执行报告明确提出“引导金融机构加大货币信贷投放力度”，较去年四季度“在防范资金沉淀空转的同时，引导金融机构深入挖掘有效信贷需求”表述更为积极，信贷投放或再度转向偏总量，或反映了供给端调控影响，如 5 月降准降息落地。

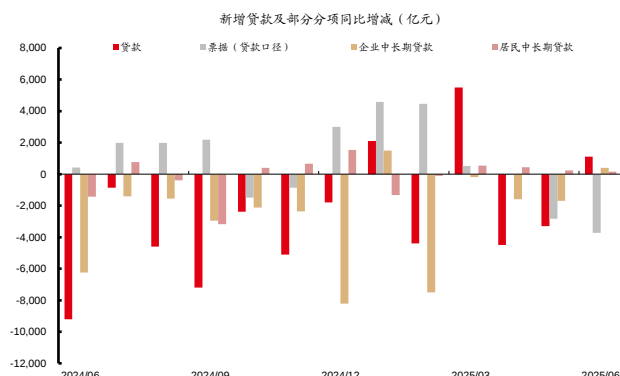
从结构上来看，(1) 6 月上旬中美经贸磋商机制第一次会议在英国召开，双方释放相对积极信号，市场风险偏好有所修复，居民预算约束趋于谨慎的情况或有所缓解，叠加降准降息，居民加杠杆意愿有所回升，居民新增贷款同比增加，且较前值有所回升。6 月居民新增贷款为 5976 亿元，较前值增加 5436 亿元，同比多增 267 亿元。其中，新增居民短贷 2621 亿元，同比多增 150 亿元；新增居民中长期贷款 3353 亿元，同比多增 151 亿元，这与房屋销售回暖有关，据克尔瑞研究中心数据显示，百强房企 6 月实现销售操盘金额 3389.6 亿元，环比增长 14.7%。(2) 企业部分短贷同比多增，中长贷需求基本稳定，票据冲量特点弱化。6 月企业部门新增短期贷款和新增中长期贷款为 11600 亿元和 10100 亿元，分别同比变动 4900 亿元和 400 亿元；票据融资为-4109 亿元，同比少增 3716 亿元。

图表1：新增社融同比变化（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：新增贷款及部分分项同比增减（亿元）

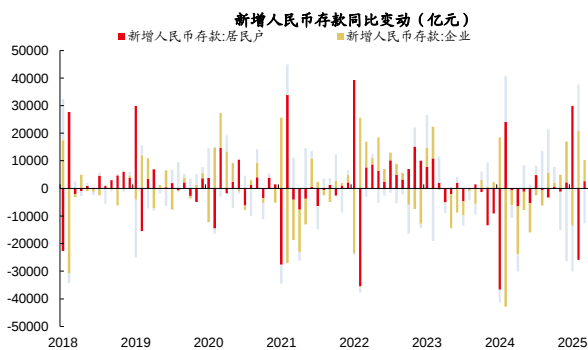


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 居民存款并未向理财资金转化，关注后续资金流向

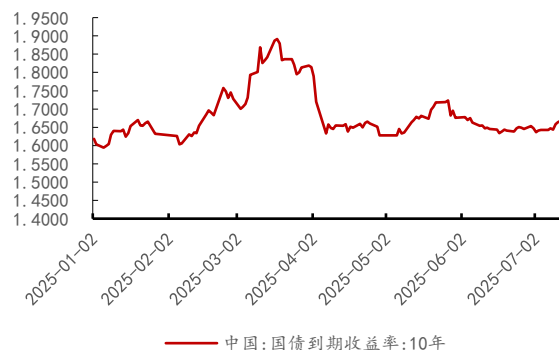
6月新增人民币存款3.21万亿元，同比多增7500亿元，其中，居民存款同比多增3300亿元，企业存款同比多增7773亿元，财政存款同比少增7亿元，非银行金融机构同比少增3400亿元。值得关注的是，在银行下调存款利率的背景下，5月和6月并未发生市场预期的存款搬家现象。我们理解，一个可能的原因是中美经贸谈判释放利好信息，债券市场波动较大，或导致居民存款并未向理财资金转化。若从全年经济增速目标考虑，上半年我国经济增速保持了较高韧性，考虑上半年抢出口或挤压全年出口增速空间，叠加下半年促消费政策额度有所减小，下半年我国经济增速存在边际放缓压力，或带动长期收益率下行，不排除居民存款向理财资金转化的可能，后续仍需关注居民存款资金流向。

图表3：新增人民币存款同比变动（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：十年期国债收益率（%）



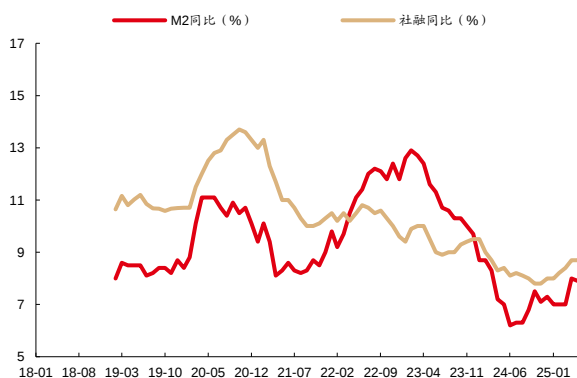
资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 M1 和 M2 增速双双回升，M1 与 M2 同比增速负剪刀差收窄

6 月 M1 同比增长 4.6%，较前值上升 2.3pct，延续边际改善态势。从 M1 新统计口径来看，（1）M0 同比增长为 12.0%，较前值回落 0.1pct，并不是 M1 同比增速边际改善的主要原因；（2）6 月商品房销售环比回暖，带动企业活期存款增长，根据克尔瑞数据，TOP100 房企 6 月单月实现销售操盘金额环比增长 14.7%，同时，企业短期融资同比多增，或是支撑 M1 同比增速回升的主要原因；（3）按照新口径，M1 包括了个人活期存款，6 月居民存款同比多增 3300 亿元。

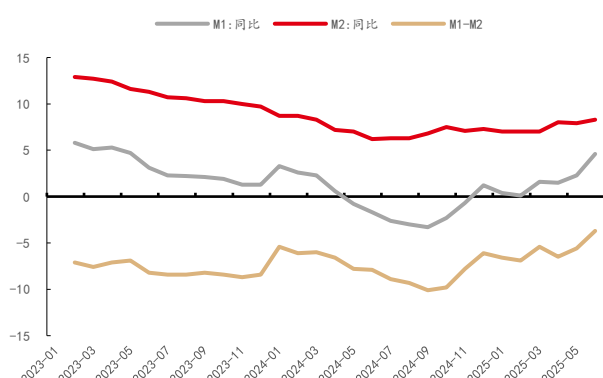
6 月 M2 同比增长 8.3%，较前值回升 0.4pct，并不存在基数效应影响，背后或是财政支出增大影响，6 月财政存款为-8200 亿元。在此基础上，M1 与 M2 同比增速剪刀差为-3.7%，较前值回升 1.9pct。

图表5：货币供应（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表6：M1 与 M2 同比增速负剪刀差收窄（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

4 实体经济融资需求稳定，居民存款搬家或逐步兑现

通过前文分析，6 月金融数据呈现以下特点：一是实体经济融资需求回暖，或存在供给侧调控影响,5 月降准降息落地、央行引导商业银行加大信贷投放等；二是中美经贸谈判释放利好信号，市场风险偏好有所修复，居民预算约束趋于谨慎的情况或有所缓解，居民加杠杆意愿有所回升，居民新增贷款同比增加；三是因外部不确定性下降，市场风险偏好修复，债券市场波动有所加剧，商业银行下调存款利率或并未导致居民存款搬家行为发生；四是 M1 与 M2 同比增速剪刀差有

所收窄，应显示经济活跃度提升，但需关注供给侧调控影响，后续关注需求端内生需求增长情况。

向后看，短期影响实体经济的变量主要集中于美关税政策影响和国内“反内卷”政策落地情况。我们理解，以上两个变量的影响或相对可控，并不会导致实体经济融资需求发生较大幅度波动。一方面，我国与美国经贸谈判取得相对积极成果，预期未来贸易摩擦加剧的可能性相对较小；另一方面，虽然“反内卷”政策预期持续升温，但目前“反内卷”行动仍以行业自律为主，尚未正式落地以去产能为核心的行政指导，若以市场化出清方式整治“内卷式”竞争，短期或对生产影响相对可控。因此，整体来看，实体经济融资需求或保持稳定，信贷需求和企业债券融资或成为并重方式，政府债券仍是社融的重要支撑，金融数据或趋于改善，但居民存款搬家行为或有所加剧。

风险提示

海外地缘政治冲突加剧；中美贸易摩擦加剧；政策效果不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048