

2025 年 07 月 14 日

政府债券对社融的支撑或有持续性

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：6 月社会融资规模增长 4.2 万亿元，预期 3.7 万亿，前值 2.3 万亿；新增人民币贷款 22400 亿元，预期 18447 亿，前值增加 6200 亿。

● 信贷：信贷总量修复，企业贷款增速回升

6 月信贷增加 22400 亿元，同比多增 1100 亿元，结束了延续两个月的同比负增。结构上企业贷款边际改善，居民贷款维持韧性。

居民稳步小幅加杠杆。6 月居民贷款新增 5976 亿元，同比多增 267 亿，中长贷同比多增 151 亿元，短贷同比多增 150 亿元。6 月一线城市新房均价环比上涨 0.67%，百城新房均价同比上涨 2.6%，按揭贷款维持在 2025 年以来的稳态。居民短贷同比转为多增，或与 6 月消费季场景相关，部分居民超前消费，推动信用卡等消费贷增长。当前居民加杠杆能力保持低基数下的弱韧性，购房需求的改善还需更大力度的消费政策落地、收入等长周期变量出现转变。

企业中长贷回归同比正增长。新增企业贷款 17700 亿元，同比多增 1400 亿元，企业贷款投放边际转暖。企业中长贷同比多增 400 亿元，为时隔 4 个月后首次多增；企业短贷同比多增 4900 亿元，较 5 月有所改善。虽然年内隐债化解工作逐步进入尾声，但 6 月置换债券发行规模超 3000 亿（含特殊再融资债和偿还存量的新增专项债），对企业贷款读数仍有拖累。考虑债务置换对存量贷款偿还后的可比口径，6 月实际贷款需求高于读数，可比口径贷款增速边际改善。项目融资需求支撑企业中长贷。基建高频指向 6 月项目开工速度加快，螺纹钢开工率、石油沥青装置开工率提速。企业短贷和表内票据融资仍呈反向变动，企业短贷大幅增加，同比多增 4900 亿元；而表内票据同比多减 3716 亿元，或指向银行在季末考核压力下，选择投放对公短贷进行冲量。

6 月新增信贷企稳修复。债务置换期内的企业贷款读数仍有改善，指向信贷大月内银行贷款放量，实体需求也阶段性转暖。向后看，政策性金融工具正式落地后，三季度信贷增量或有所支撑。再往后随着存量项目消耗和财政力度减弱，信贷增长的持续性仍待观察。

● 社融：政府债券对社融的支撑短期仍有持续性

6 月新增社融 41993 亿元，同比多增 9008 亿元，增速升至 8.9%。**政府债券和人民币贷款为社融主要拉动项，社融结构改善。**表内人民币贷款同比多增 1710 亿元，较 5 月边际改善。**政府债券超季节性高增。**6 月政府债券融资额新增 13548 亿元，同比多增 5072 亿元。政府债券供给虽边际放缓，但仍大幅强于近 5 年同期水平。**新增专项债、一般国债放量发行，特殊再融资债也边际提速，特别国债发行较 5 月放缓。**从发债节奏看，财政短期内还有“余力”。截至 6 月底，超长期特别国债仅发行全年的 43%，三季度或将加速发行。其他分项方面，企业债券同比小幅多增，未贴现银行承兑汇票同比多增 146 亿元，委托贷款同比少增，或与存量债务置换对于贷款的偿还有关。股票融资仍保持较低水平。

● 广义货币：财政存款向居民和企业转移效率提升

6 月 M1 增速提升 2.3pct 至 4.6%，M2 增速回升 0.4pct 至 8.3%。6 月 M1、M2 延续有效修复。一是 2024 年二季度禁止手工补息导致基数较低；二是季末财政支出力度大，财政存款加速向居民和企业转移。6 月财政存款环比减少 1.7 万亿，企业、居民存款分别环比增加 2.2 万亿、2 万亿，且二者同比多增；非银存款同比多减 3400 亿元，季末理财资金向表内回流，流入表内后向居民和企业存款转移，拉动 M1、M2 增长。持续化债对企业账面活性有一定提振效果，经济中活钱增加，叠加低基数效应，M1 出现大幅改善。

6 月金融数据总体边际改善，但居民和企业加杠杆意愿仍未实质性转暖。往后看，央行在发布会上表示下半年中美货币政策周期错位将得到改善，将“把握好政策实施的力度和节奏”，或释放下半年货币宽松预期。在财政主导货币派生的当下，我们认为四季度增量的财政政策或是维持货币社融增速的关键。

● 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

《整治企业内卷式竞争—宏观周报》

-2025.7.13

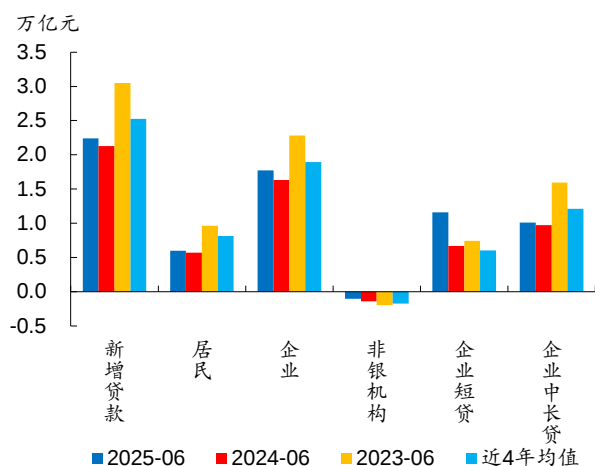
《PPI 同比或已见底—宏观经济点评》

-2025.7.9

《工业生产趋缓，地产成交趋弱—宏

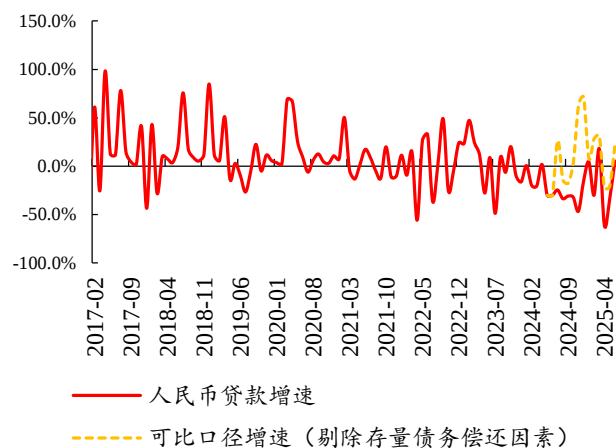
观经济专题》-2025.7.8

附图 1：6 月企业和居民贷款同比多增



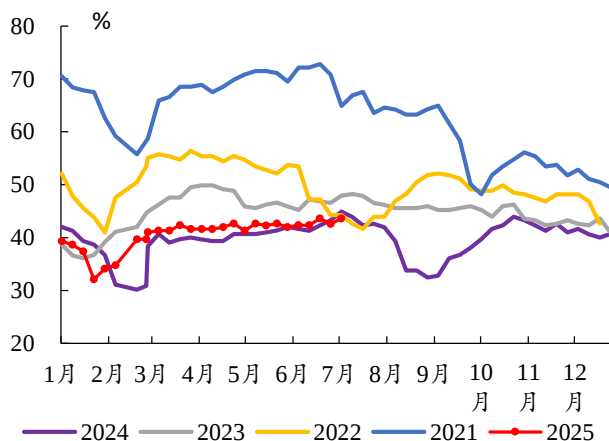
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：6 月可比口径下贷款增速回升



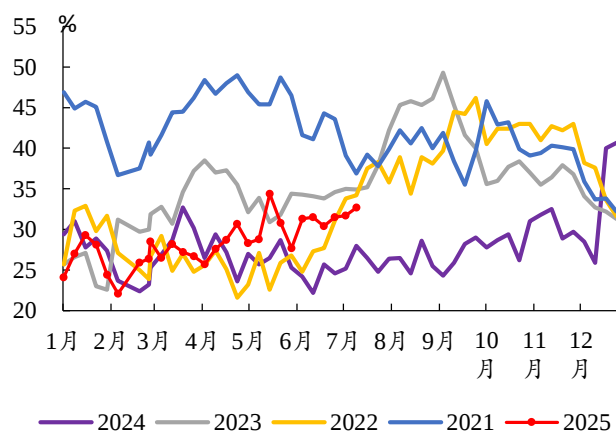
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：图中为当月同比

附图 3：6 月螺纹钢开工率小幅提升



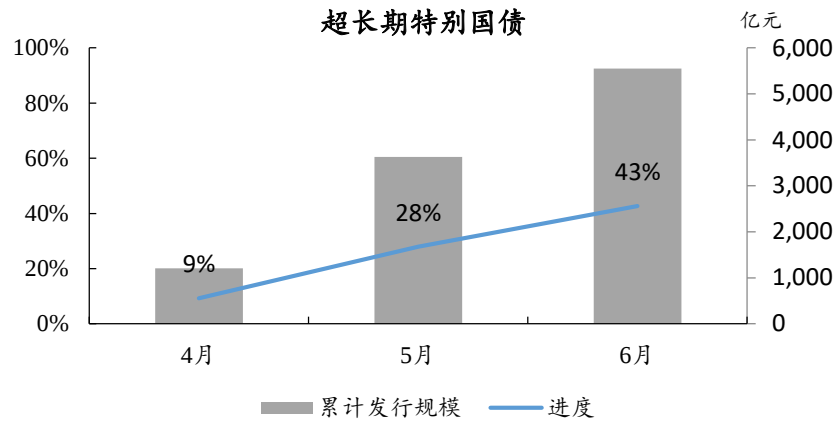
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：6 月石油沥青装置开工率保持高位



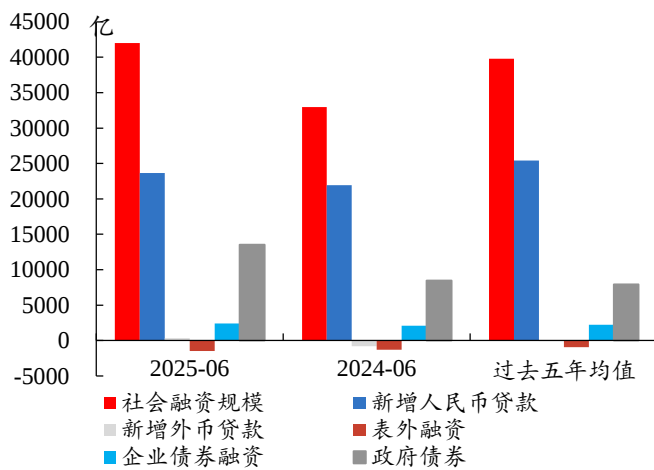
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：1-6 月超长债已发行全年的 43%



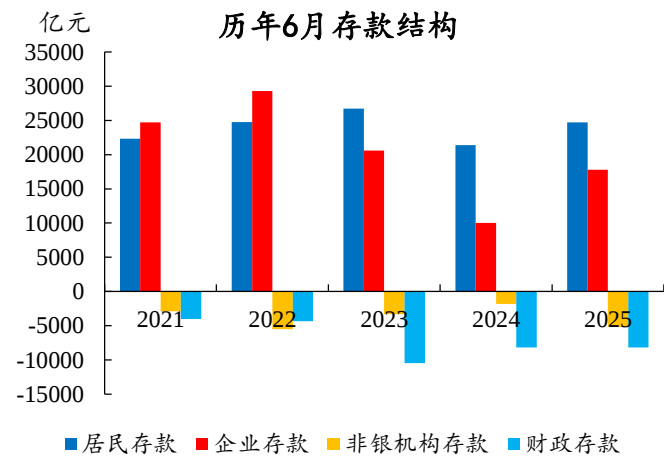
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：社融仍主要由政府债券拉动



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：居民和企业存款同比多增



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

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

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

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