

固定收益研究

报告日期：2025 年 07 月 15 日

政府债支撑偏强 社融承压流动性望相对宽松

——央行 2025 年上半年金融统计数据报告点评

华龙证券研究所

分析师：杨晓天

执业证书编号：S0230521030002

邮箱：yangxiaot@hlzq.com

相关阅读

《如何理解 2025 年财政预算力度——固定收益点评》2025.03.17

《央行暂停公开市场买入国债影响几何——固定收益点评》2025.01.15

《如何看待央行近期创设的两项新货币政策工具——固定收益点评》2024.07.15

事件：2025 年 7 月 14 日，中国人民银行发布《2025 年上半年金融统计数据报告》。

观点：

➤ 货币增速平稳增长，M1-M2 剪刀差持续为负

6 月末 M2 余额 330.29 万亿元，同比增长 8.3%，较前 5 月持续回升。政府债净融资同比多增 4.32 万亿元，派生货币效应显著，理财收益率下行促使居民存款回流，上半年住户存款增 10.77 万亿元。M1 同比增 4.6%，企业活期存款增长乏力，或表明经营扩张意愿偏弱。M1-M2 剪刀差达 -3.7 个百分点，连续处于负值区间，反映资金持续沉淀于定期存款，实体活化动力不足，6 月 M1 大幅回升同期 PMI 仅小幅回升暂未升至 50% 荣枯线，体现出三季度经济内生动能仍承压。

➤ 信贷政策驱动明显，居民端仍疲软

新增人民币贷款 12.92 万亿元，同比基本持平，企事业单位贷款占比 89.5%（11.57 万亿元），中长期贷款增 7.17 万亿，主要投向基建和制造业，反映财政发力与设备更新政策效果。住户贷款仅增 1.17 万亿元，其中住房贷停滞，消费依赖经营贷，居民存款增 10.77 万亿，预防性储蓄高企制约消费复苏。

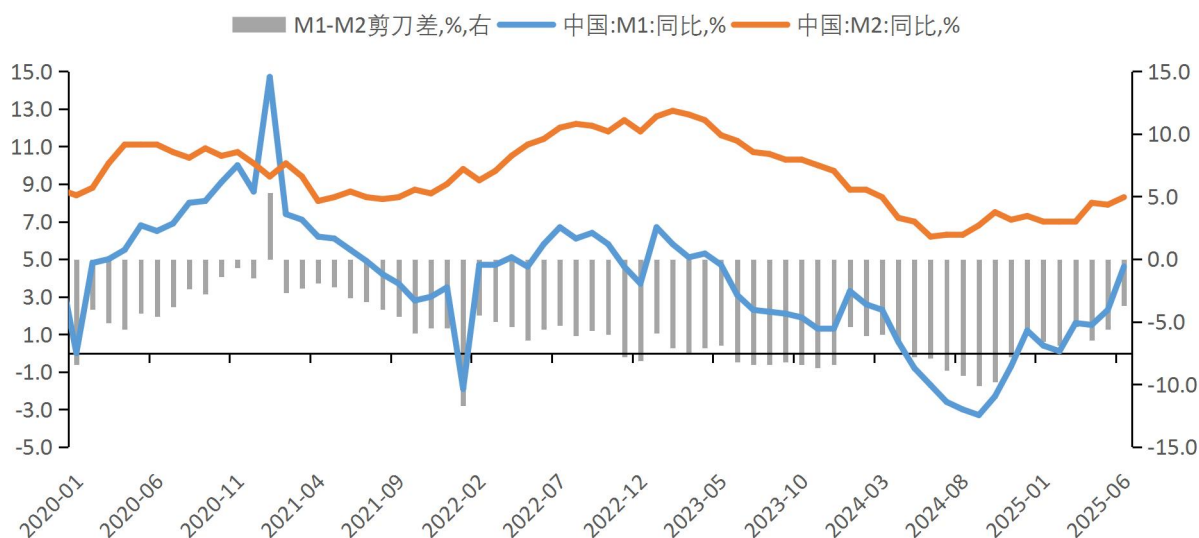
➤ 上半年政府债供给较快，下半年若供给减少或拖累社融

2025 年上半年政府债券供给较去年显著增长，中国人民银行在 5 月份出台实施一揽子金融支持举措逐步显效，支持信贷保持平稳增长，对社会融资规模形成支撑。上半年一般国债、新增地方债的发行进度较快，发行节奏快于去年同期，财政支持力度明显加快。

➤ 投资建议：2025 年上半年金融数据总量增速较快，结构仍有分化。广义货币受政府债净融资居民存款回流驱动，信贷总量扩张但主要是企业贷款贡献较大而住户贷款疲软。下半年政府债融资对社融贡献或减弱，预计下半年社融数据将有所承压，信贷仍需观察居民部门的回暖，央行流动性或维持相对宽松，债市预期震荡偏强。

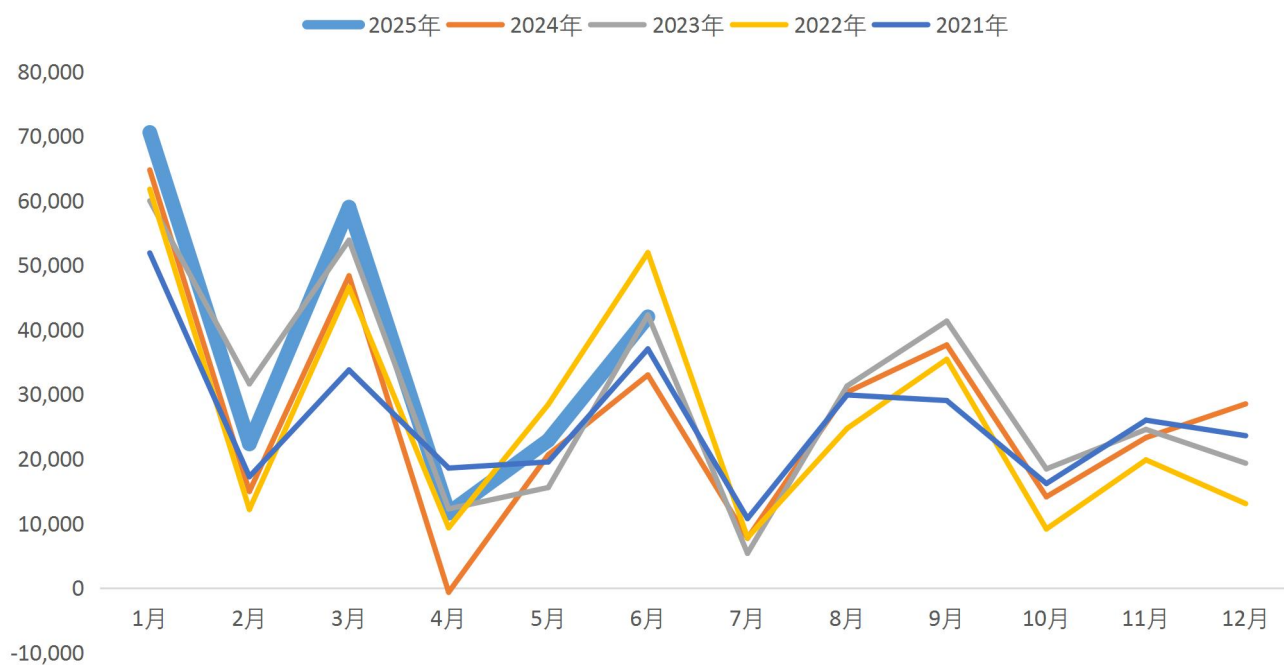
➤ 风险提示：政策传导风险，房企债务违约风险，银行流动性风险，利率变动风险，地缘政治风险。

图 1：M1 同比回升，M1-M2 剪刀差持续为负



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 2：2025 年上半年社融规模高于往年季节性水平（亿元）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知道的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层 邮编：518046