仅供内部参考，请勿外传

宏观专题

新旧动能转换系列一：信贷社融的新特征、新框架

新旧动能转换已成为高层会议和政策部署的高频关键词，我们也持续提示当前我国正处在新旧动能转化的“拐点之年”。本篇报告将从信贷社融数据的角度出发，围绕“信贷社融数据发生了什么变化、这些变化为何出现、未来应该如何解读”这三个问题，重新审视新旧动能转换背景下的信贷社融数据的新特征，并尝试建立更适合当前经济结构的分析框架。

核心观点：当前信贷社融的核心变化，是旧信用模式退潮与新融资模式成长同时发生，经济增长与金融扩张之间的传统映射关系正在系统性重构。过去房地产、土地财政和传统基建具有高信用密度，经济扩张往往依赖居民、房企、地方平台和银行资产负债表同步扩张，贷款因而既是主要融资工具，也是重要周期指标。随着房地产调整、地方化债和新动能成长，一方面，地产、基建、城投等传统信用需求下降；另一方面，科技创新、先进制造和现代服务更轻资产、更依赖研发，融资更多由贷款、债券、股权和产业基金共同承担；地方城投平台隐性债务向政府债务迁移，也使融资在不同统计口径间重新分布。因此，贷款增速中枢下移、社融与贷款分化、直接融资占比提升、居民信用退潮和行业信贷分化，本质上是同一轮结构转型的不同表现。未来最值得跟踪的并不是某一个金融指标能否重新回到高增，而是“宽流动性—实体信用—新动能融资”能否形成更顺畅的传导链条。信贷社融研究的核心应从“数量信号”转向“结构信号”，从“信贷有多少”转向“资金从哪里来、流向哪里、资金价格如何”以及“新的融资模式能否以更低的杠杆强度支撑更高质量的增长”。

一、新旧动能转换正在重塑中国经济的“融资函数”

>旧动能退潮首先降低了全社会的信用密度。房地产和传统基建具有投资规模大、融资期限长、抵押物充足等特征，天然适配银行资产负债表扩张；房地产又通过按揭、开发贷、土地财政、城投融资和抵押品价值形成多层信用派生。随着地产链收缩，这一正反馈明显弱化，影响也从房地产单一行业融资下降，扩散至居民、地方政府和企业中长期融资。2026 年 1—7 月房地产开发投资同比下降 19.2%，房企到位资金中的国内贷款下降 32.1%，旧信用循环仍在持续收缩。

>新动能成长在支撑产出的同时，降低了经济增长对传统银行贷款的依赖。AI 相关产业、高端制造、数字经济和现代服务更多依赖设备、研发、软件、数据、知识产权等，其增长模式比地产和基建更轻资产，融资也更适合由股权、债券、产业基金和银行信贷共同承担。2026 年上半年 AI 制造业和 AI 服务业增加值合计占 GDP 比重已升至 9.3%，二季度对 GDP 增长的贡献率约 26%，但其融资扩张并不需要同步表现为大规模中长期贷款增加。

二、信贷社融数据的新特征：总量分化、渠道迁移、主体重构

>金融总量之间的分化，反映融资渠道和货币创造方式已经不再单一依赖银行贷款。2026 年 7 月人民币贷款、社融存量和 M2 同比分别增长 5.1%、7.4%和 7.7%，贷款明显弱于社融和货币。背后的关键并非简单的“贷款弱、资金空转”，而是政府债券和直接融资权重上升，银行增持债券同样可以扩表并派生存款。因此，未来社融、M2 高于贷款可能成为常态，金融

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 穆仁文

执业证书编号：S0680523060001

邮箱：murenwen@gszq.com

相关研究

1、《我国利率体系：演化、趋势、影响》2026-01-22

2、《不少新变化—央行二季度货币政策报告 7 大信号》2026-08-13

3、《经济压力变大，哪些政策可能加码？》 2026-08-23

4、《迎难而上—7.30 政治局会议 5 大关键信号》2026-07-30

5、《下半年财政，怎么看、怎么办？》 2026-07-31

条件的判断需要更多关注广义融资总量与名义经济增长是否匹配，以及融资价格是否处于合理低位。

>融资渠道迁移使“贷款少增”越来越不能完整代表企业获得的融资支持。2026 年前 7 个月企业债券净融资 2.52 万亿元、同比多增 1.10 万亿元，非金融企业境内股票融资 4061 亿元、同比多增 1847 亿元，企业债券与股票融资对银行贷款形成明显补充。同时，新一轮化债把部分城投贷款、非标和平台债务转化为政府债券，也会形成“政府债多增、平台融资少增”的统计迁移，因此社融结构比单一总量更值得关注。

>主体、期限和行业投向的分化，揭示了当前信用扩张中结构改善与周期偏弱并存。2026 年前 7 个月住户贷款净减少 8271 亿元，居民由过去的重要加杠杆主体转向资产负债表修复；企业融资则明显短期化，中长期贷款占比下降、短贷和票据占比上升。与此同时，二季度末科技型中小企业贷款同比增长 20.1%，房地产开发贷款同比下降 8.5%，资金明显向新动能迁移。由此看，金融资源配置结构可以改善，但居民和企业的内生融资需求仍可能偏弱，两者并不矛盾。

三、为什么会变：经济结构、债务结构与金融供给共同重塑

>房地产退潮是贷款增速中枢下移最直接、也最具规模效应的结构性原因。房地产既直接吸收按揭和开发贷款，也通过土地财政、上下游企业融资和地方平台投资放大信用创造，其信用乘数明显高于单一行业贷款余额所反映的规模。而且在经历持续调整后，地产信用修复通常滞后于销售和价格企稳，房企需要先去库存、修复现金流，居民需要重建收入和房价预期，地方财政也需要寻找土地收入下降后的替代资金来源，因此未来地产链信用回升的斜率大概率弱于以往上行周期。

>地方化债正在把“平台信用”迁移为“政府信用”，并改变社融结构。过去大量地方融资需求体现在城投贷款、非标和城投债中，债务置换后则转化为规范的地方政府债券。因此，政府债券多增需要进一步区分新增投资型融资（国债、特别国债、新增专项债等）与债务置换（特殊再融资债等），前者能够直接形成政府支出和实物工作量，后者首先用于偿还存量债务、降低利息成本和改善资产负债表，不能简单等同于新增实体需求。

>新经济的融资特征和政策取向共同推动金融体系从增量扩张转向多层次融资和存量优化。科技创新企业在不同生命周期需要股权、创投、信贷、科创债和股票融资等差异化工具，资本市场的重要性因而自然上升。与此同时，我国已经进入大体量存量金融阶段，2026 年 7 月末社融存量达到 463.27 万亿元，继续以过去两位数速度扩张的必要性和可持续性都在下降。政策重点也因此从“扩多少量”转向“盘活多少存量、增量投向哪里、融资成本是否合理”，“提高资金使用效率”的优先级提升。

四、新范式下，信贷社融数据应该怎么看？

>第一层应看总量与价格，判断广义金融条件是否足够宽松，而不再只看贷款增速。社融和 M2 分别从实体负债端和金融体系负债端覆盖更广泛的融资与货币创造渠道，应结合名义 GDP 判断总量是否匹配。2026 年 6 月末社融存量和 M2 分别同比增长 7.4%和 8.0%，新发放企业贷款利率约 3.0%，说明当前金融供给并不紧。但总量宽松只是必要条件，若私人部门融资仍弱，更准确的描述应是“广义流动性充裕、内生信用需求不足”。

>第二层应拆分融资结构、主体和期限，识别资金究竟对应新增需求、债务置换还是短期流动性补位。企业中长期贷款更接近资本开支，居民中长期贷款更多反映住房交易和长期负债意愿，短贷和票据则更偏向营运资金和银行冲量；政府债内部也要区分新增专项债、特别国债与置换债，前两

者对应新增投资、后者则对应化债。因此，同样规模的社融增量，其宏观含义可能完全不同。当前尤其需要关注居民贷款和企业中长期贷款能否企稳，它们仍是判断实体信用周期是否修复的核心指标。

>第三层应结合行业投向和货币活性，判断资金是否真正流向高生产率部门并转化为有效需求。行业上应建立地产、城投与科技、先进制造之间的新旧动能对照；价格和活性上则重点观察 M1、企业活期资金、居民融资和企业中长期贷款。如果新动能融资保持较快增长，同时 M1 回升、居民和企业中长期融资改善，意味着资金正从“有钱”转向“愿意花、愿意投”；反之，若只有 M2 和政府融资偏强，则新的内生信用循环仍未真正形成。

风险提示：经济下行超预期，政策与化债节奏超预期，金融统计口径和历史数据修订，新动能融资与产出关系存在阶段性波动。

内容目录

引言 5
一、新旧动能转换，正在重塑中国经济的“融资函数” 5
1、旧动能退潮：高信用密度的地产—土地—基建循环弱化 5
2、新动能成长：更低的贷款强度、融资方式也更加多元化 6
二、信贷社融数据的新特征：总量分化、渠道迁移、主体重构 8
1、贷款增速中枢下移，社融、M2 与贷款表现持续分化 8
2、融资工具从“银行贷款主导”转向“贷款+债券+股权” 9
3、加杠杆主体重构，居民信用退潮、企业融资期限短化 10
4、信贷投向呈现新旧动能“K 型”分化 12
5、存款和货币数据的含义也在变化 13
三、为什么会变：经济结构、债务结构与金融供给共同重塑 14
1、房地产退潮降低全社会的信用密度 14
2、化债推动“平台信用”向“政府信用”迁移 14
3、新经济融资需求依赖多层次资本市场 15
4、政策从增量扩张转向盘活存量、优化结构 16
四、新范式下，信贷社融数据应该怎么看？ 17
1、总量：以社融和 M2 衡量金融条件，不再以贷款单指标判断松紧 17
2、结构：同样的社融增量，经济含义可能完全不同，区分融资结构 17
3、主体与期限：居民贷款和企业中长期贷款仍是内生需求核心指标 17
4、行业、价格与活性：判断资金是否真正流向生产率较高的部门 18
五、结论：信贷社融数据正从“数量指标”转向“结构指标” 19
风险提示 19

图表目录

图表 1：旧动能与新动能的融资函数差异 5
图表 2：M1 与地产销售高度相关 5
图表 3：房地产收缩从销售、投资进一步传导至融资端 6
图表 4：AI 相关产业增速持续高于整体行业水平 7
图表 5：AI 相关产业在经济中的占比稳步抬升 7
图表 6：科技企业生命周期对应的融资方式更加多元 7
图表 7：2024-2025 年新增信贷规模出现断崖式回落 8
图表 8：新增社融规模见顶，存量社融增速逐步放缓 8
图表 9：利率下降对实体信用扩张的拉动效果越来越弱 8
图表 10：信贷与社融、M2 背离，信贷表现更弱 9
图表 11：近年信用扩张过程中，贷款占比下降、债券占比抬升 9
图表 12：股票、债券融资占比抬升，贷款占比下降 10
图表 13：企业贷款减少，但债券、股权融资同比多增 10
图表 14：新一轮化债也是影响信用扩张结构的重要变量 10
图表 15：居民部门对信用扩张拉动持续下降，企业和政府部门此消彼长 11
图表 16：企业贷款结构短期化 11
图表 17：贷款低于预期时，短贷往往冲量特征明显 11
图表 18：绿色、科技、高新技术相关贷款增速表现明显好于整体贷款 12
图表 19：新动能贷款高增，但存量体量仍存在明显差异 12
图表 20：近年来居民“存款搬家”现象逐步显现 13
图表 21：房地产退潮降低全社会信用密度 14
图表 22：城投平台带息债务规模增长明显放缓 15
图表 23：科技主题债券发行数量、规模逐步增加 16
图表 24：近年来，政策也更加强调“总量合理、价格低位、结构优化”，而非单一贷款增速 16
图表 25：新范式：从“单看贷款”转向“五层货币金融数据框架” 18

仅供内部参考，请勿外传

引言

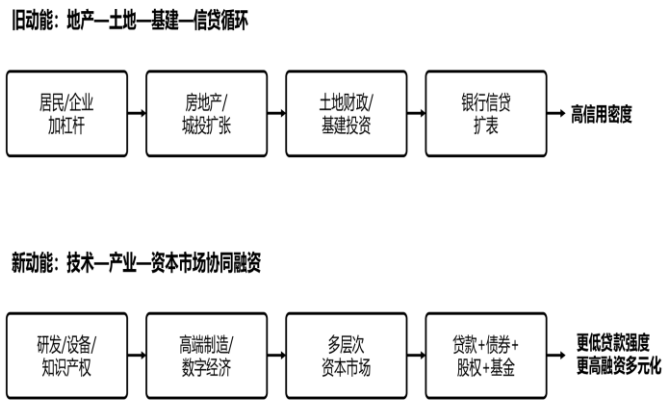
经济结构转型正在改变信贷社融数据与实体经济之间的传统映射关系。过去较长时期，房地产、土地财政和传统基建共同构成高信用密度的增长模式，经济回升往往伴随地产销售、居民按揭、企业中长期贷款和地方融资同步扩张，贷款增速因此具有较强的周期指示意义。当前这一循环正在弱化：房地产持续调整、地方化债加快推进，高端制造、数字经济和现代服务等新动能加快成长，融资主体、融资工具和资金投向随之重构。本文围绕“信贷社融数据发生了什么变化、这些变化为何出现、未来应该如何解读”三个问题，重新审视新旧动能转换背景下的信贷社融数据，并尝试建立更适合当前经济结构的分析框架。

一、新旧动能转换，正在重塑中国经济的“融资函数”

1、旧动能退潮：高信用密度的地产—土地—基建循环弱化

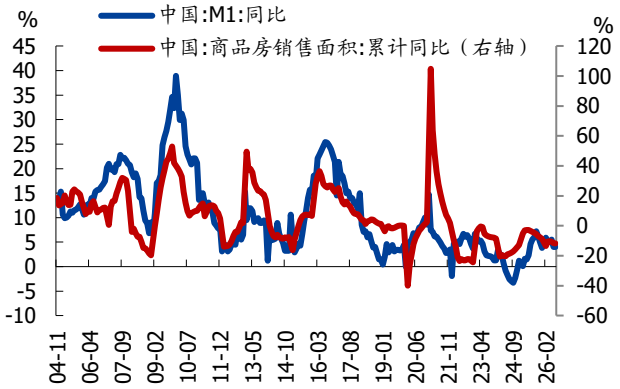
旧动能的共同特征是“信用密度高”，房地产、土地财政和传统基建长期构成银行资产扩张的重要载体。房地产开发需要开发贷、信托和债券等资金，居民购房对应大规模按揭贷款，地方基建则依赖地方政府债、城投融资以及项目配套贷款；与此同时，土地和房产又是重要抵押品，资产价格上涨能够改善抵押品价值、进一步放大信用创造。在这一体系下，经济增长、地产销售、土地收入、基建投资和银行信贷之间存在较稳定的正反馈，因此新增贷款、居民中长期贷款和企业中长期贷款长期具有较强的周期指示意义。

图表1：旧动能与新动能的融资函数差异



资料来源：国盛证券研究所绘制

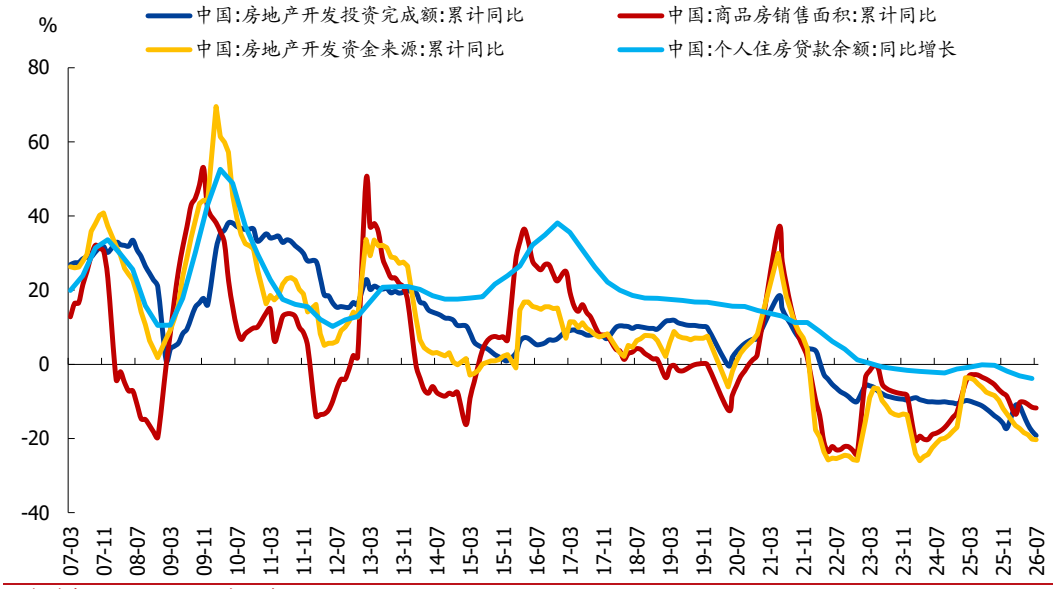
图表2：M1 与地产销售高度相关



资料来源：Wind，国盛证券研究所

房地产持续调整正在直接削弱上述信用循环，并从投资、销售逐步传导至融资端。2026 年 1—7 月，全国房地产开发投资同比下降 19.2%，新建商品房销售面积和销售额分别下降 11.8%和 13.1%；房地产开发资金来源累计同比-20.3%，其中国内贷款下降 32.1%、个人按揭贷款来源下降 23.5%。从金融机构存量数据看，二季度末房地产贷款余额同比下降 4.9%，其中房地产开发贷款下降 8.5%、个人住房贷款下降 3.8%。地产由过去最重要的信用“加速器”，逐步转向存量债务偿还和资产负债表修复的重要来源。

图表3：房地产收缩从销售、投资进一步传导至融资端



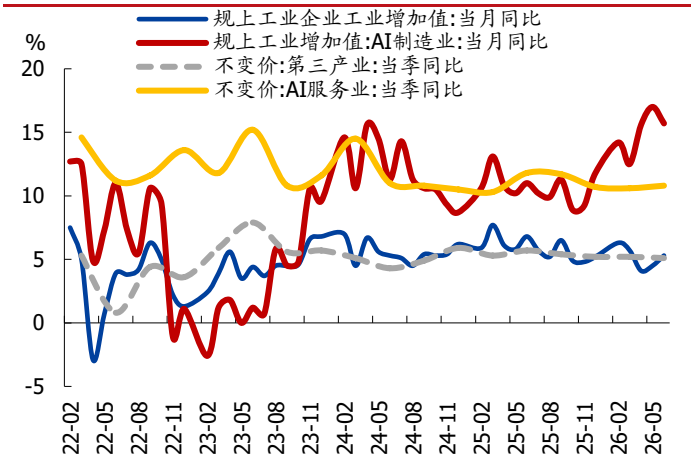
资料来源：Wind，国盛证券研究所

更重要的是，旧动能收缩带来的并非房地产单一行业融资下降，而是整条信用循环的同步降速。地产销售走弱会减少居民按揭和房企回款，土地市场降温又会压低地方土地收入和抵押品扩张能力，进而约束地方项目资本金、城投融资和配套中长期贷款。由此产生的结果是，即使其他行业维持增长，同样单位的 GDP 增量所对应的新增贷款也可能明显低于过去，传统“贷款增速—经济增速”之间的弹性因此趋于下降。

2、新动能成长：更低的贷款强度、融资方式也更加多元化

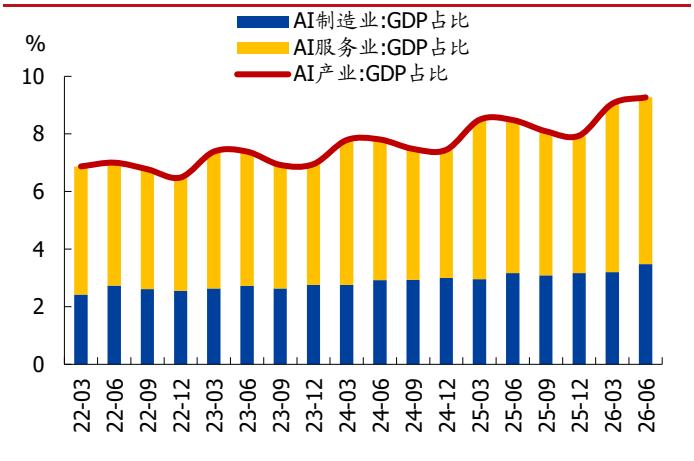
新动能已经成为增长的重要支撑，但其融资需求与传统地产、基建明显不同。根据我们此前报告《全面测算 AI 对经济与资产的影响》，2026 年上半年，AI 相关产业增速领先整体经济，在国民经济中的占比持续提升，AI 制造业、AI 服务业增加值的 GDP 占比已达到 9.3%，较 2022 年同期提升 2.3 个百分点。二季度，AI 相关行业增加值对 GDP 增长的贡献率已达 26.0%，较一季度提升 5.6 个百分点，且呈持续上行态势。但同期固定资产投资下降 6.7%，高技术产业投资增长 5.0%，设备工器具购置和知识产权产品投资分别增长 9.0%和 9.1%，建筑安装工程投资则下降 9.2%。其对经济增长的拉动，更多来自设备、研发、软件、数据和知识产权，而非大规模土地和建筑安装投资。

图表4：AI 相关产业增速持续高于整体行业水平



资料来源：Wind，国家统计局，国盛证券研究所

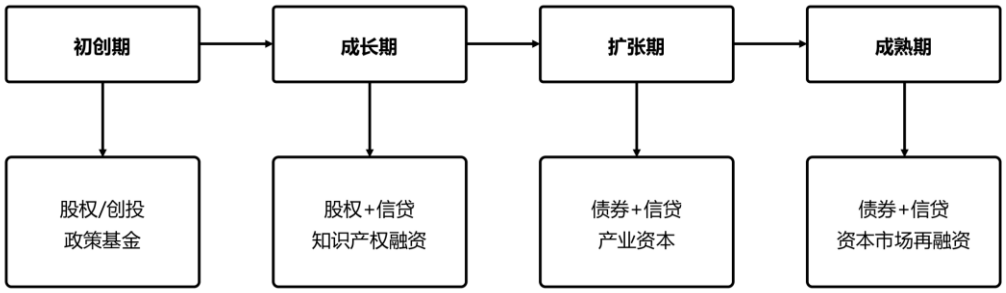
图表5：AI 相关产业在经济中的占比稳步抬升



资料来源：Wind，国家统计局，国盛证券研究所

新动能“更轻资产、更高研发、更强不确定性”的特征，决定了单位经济增长所需的传统银行贷款可能低于过去。科技企业的核心资产往往是专利、算法、人才和数据，抵押物不足且收益分布更不对称，早期项目更适合股权和风险资本，成长阶段则需要信贷、债券、产业基金等多渠道接续。人民银行在 2026 年二季度货币政策执行报告中也明确指出，房地产、基础设施建设等资金密集型行业持续调整，而新质生产力总体更加“轻型”，单位经济增长所需的银行贷款相应下降。因此，经济保持增长与贷款增速中枢下移并不矛盾。

图表6：科技企业生命周期对应的融资方式更加多元



资料来源：国盛证券研究所绘制

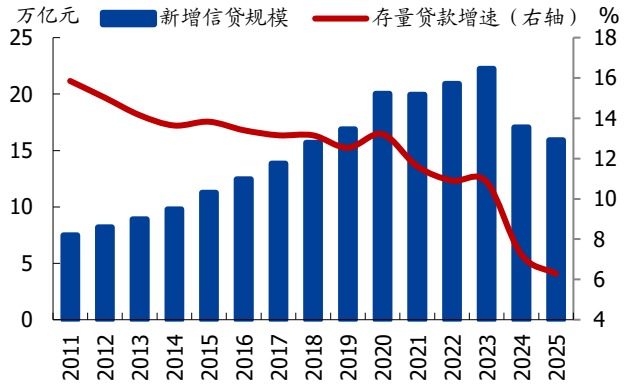
往后看，新旧动能转换可能在较长时间内形成“产出增长快于信贷扩张”的组合。高技术制造的增长更多依赖研发投入、设备更新和技术迭代，其中一部分可以由企业现金流、股权资本、产业基金和债券融资承担，并不必然同步表现为银行中长期贷款大幅增加。因此，未来若高技术产出保持较快增长、但贷款增速仍处低位，并不一定构成矛盾，更需要结合设备投资、研发支出和直接融资判断增长的融资基础是否稳固。

二、信贷社融数据的新特征：总量分化、渠道迁移、主体重构

1、贷款增速中枢下移，社融、M2 与贷款表现持续分化

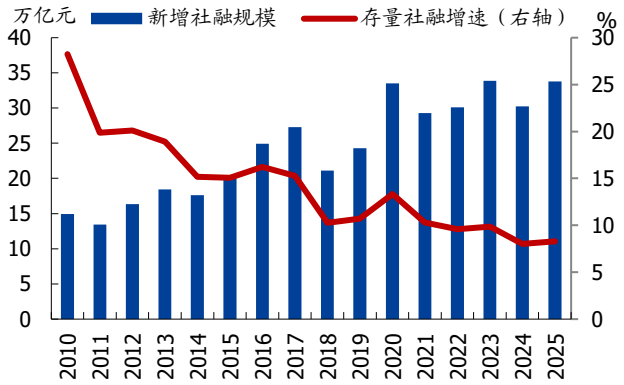
贷款增速下行是最直观的新变化，但“贷款弱”已经不能简单等同于“金融条件紧”。2023 年以来单年新增信贷规模加速回落，2025 年新增信贷规模为 15.91 万亿元、回落至 2018 年的水平。从存量角度来看，截至 2025 年存量信贷增速为 6.3%、较 2010 年回落 14 个百分点。2020 年往后新增社融规模未出现明显上行，稳定在 30 万亿元-34 万亿元区间，表现略好于贷款，存量社融增速也逐步放缓，截至 2025 年年底存量社融增速为 8.3%、较 2010 年回落幅度达 20 个百分点。与此同时，6 月新发贷款利率降至 3.51%、处于历史最低水平，说明数量增速下降与融资价格处于低位可以同时出现。

图表7：2024-2025 年新增信贷规模出现断崖式回落



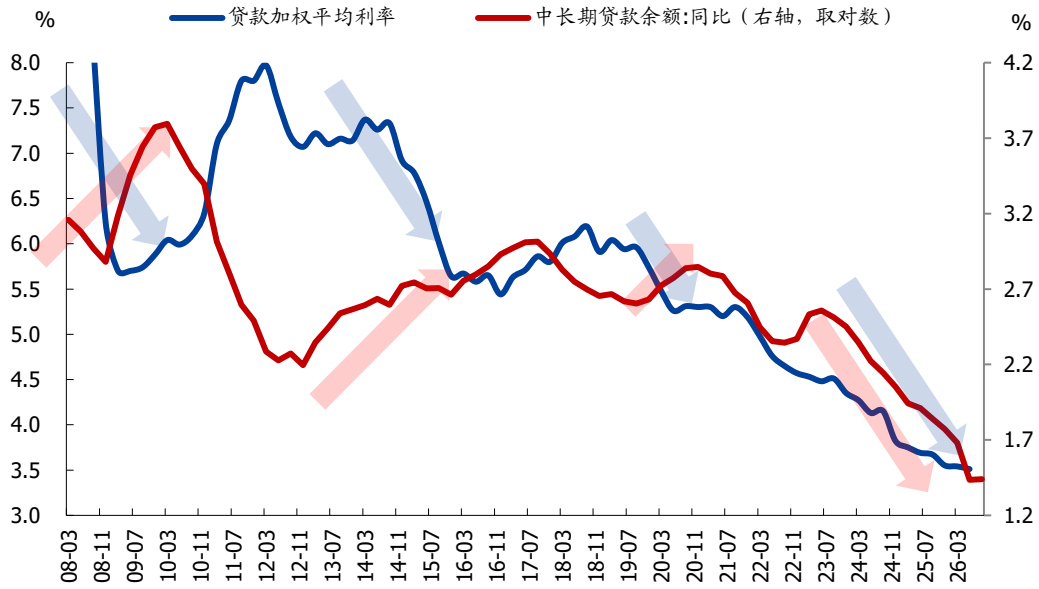
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表8：新增社融规模见顶，存量社融增速逐步放缓



资料来源：Wind，国盛证券研究所

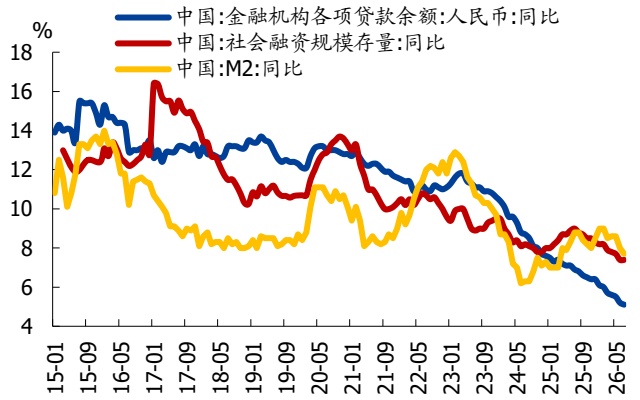
图表9：利率下降对实体信用扩张的拉动效果越来越弱



资料来源：Wind，国盛证券研究所

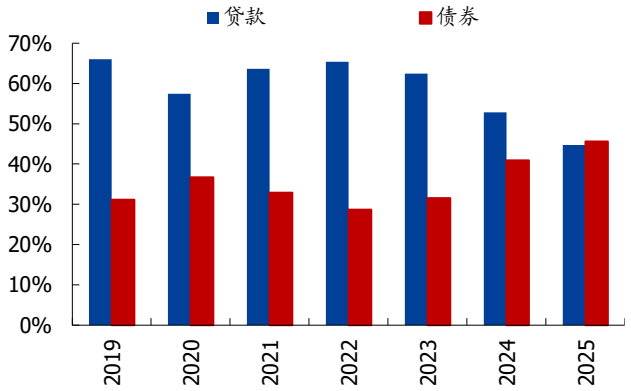
贷款、社融和 M2 分化的核心原因，是融资渠道和货币创造方式都在变得更加多元。社融从资产端涵盖贷款、债券、股票和非标等融资方式，M2 则可由银行投放贷款、增持债券、向非银融出等多种行为派生。2019—2025 年贷款增量占社融增量的比重约由 66%降至 45%，债券增量占比则约由 31%升至 46%。在债券融资更快发展的背景下，M2 或存款增速与贷款增速自然出现差异，并不必然意味着资金“空转”或金融支持不足。

图表10：信贷与社融、M2 背离，信贷表现更弱



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表11：近年信用扩张过程中，贷款占比下降，债券占比抬升



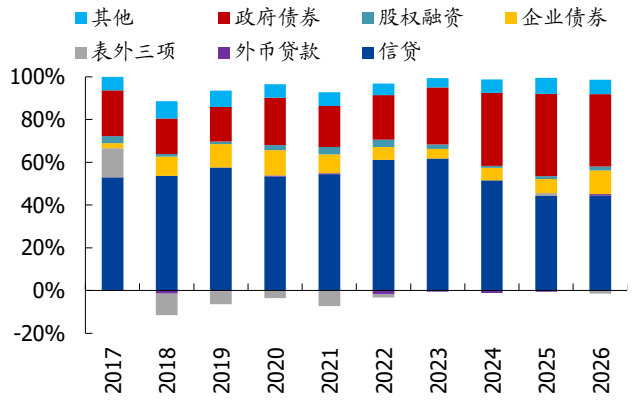
资料来源：Wind，国盛证券研究所

贷款、社融和 M2 之间的背离可能不再只是阶段性现象，而会逐步成为经济转型期的常态。若政府债券和企业债融资较强、银行贷款偏弱，社融仍可能保持相对稳定；银行通过增持债券等方式扩表，也会使 M2 不必与贷款同步下行。对宏观判断而言，真正需要关注的不是三项指标能否重新“同涨同跌”，而是广义融资总量是否与名义经济增长匹配、融资成本是否足够低，以及资金能否形成有效需求。

2、融资工具从“银行贷款主导”转向“贷款+债券+股权”

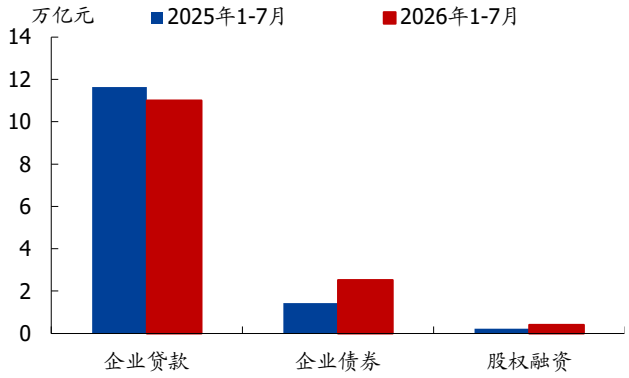
直接融资的重要性持续上升，银行贷款已不再能够单独解释实体经济的新增融资。2026 年前 7 个月社会融资规模增量为 22.25 万亿元，其中对实体经济发放的人民币贷款增加 10.17 万亿元，同比少增 2.14 万亿元；企业债券净融资 2.52 万亿元，同比多 1.10 万亿元；非金融企业境内股票融资 4061 亿元，同比多 1850 亿元。企业债券与股票融资合计约 2.93 万亿元，明显高于 2025 年同期约 1.65 万亿元。若仅观察贷款少增，很容易低估企业通过资本市场获得的融资支持。

图表12：股票、债券融资占比抬升，贷款占比下降



资料来源：Wind，国盛证券研究所

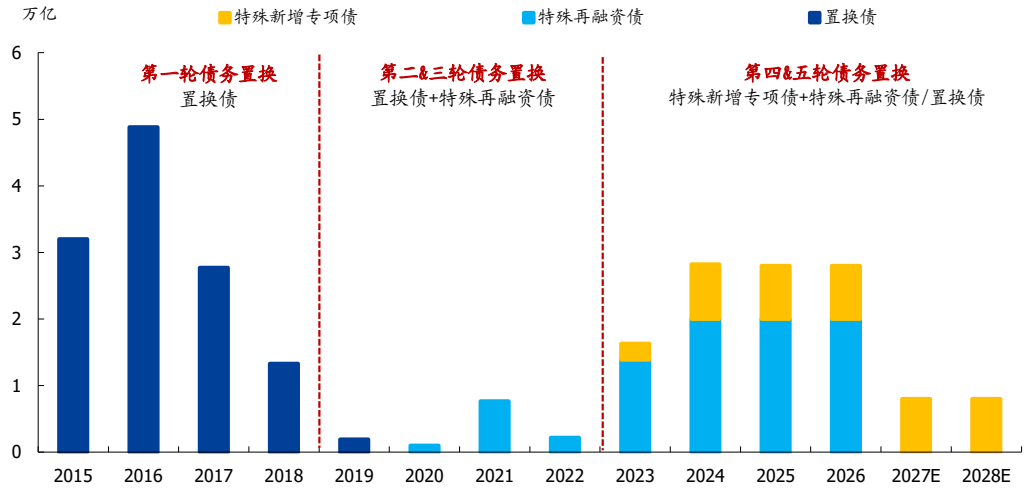
图表13：企业贷款减少，但债券、股权融资同比多增



资料来源：Wind，国盛证券研究所

政府债券占比快速上升进一步放大了“社融强于贷款”的结构性特征，但其经济含义需要区分新增投资和债务置换。社融存量中人民币贷款占比由 2024 年的 61.8%下降至当前的 60.1%，政府债券占比则由 19.9%升至 22.2%。一方面，专项债、特别国债等可以形成新增政府支出；另一方面，地方隐性债务置换会将原本存在于融资平台、银行贷款和非标中的债务转化为地方政府债券。新一轮化债明确 2024—2026 年每年安排 2 万亿元地方政府债务限额用于置换存量隐性债务，2024-2028 年新增专项债中每年也安排 8000 亿元用于置换存量隐性债务，由此形成的“政府债增加—平台贷款下降”更多体现融资主体和工具迁移，而非一一对应新增投资。

图表14：新一轮化债也是影响信用扩张结构的重要变量



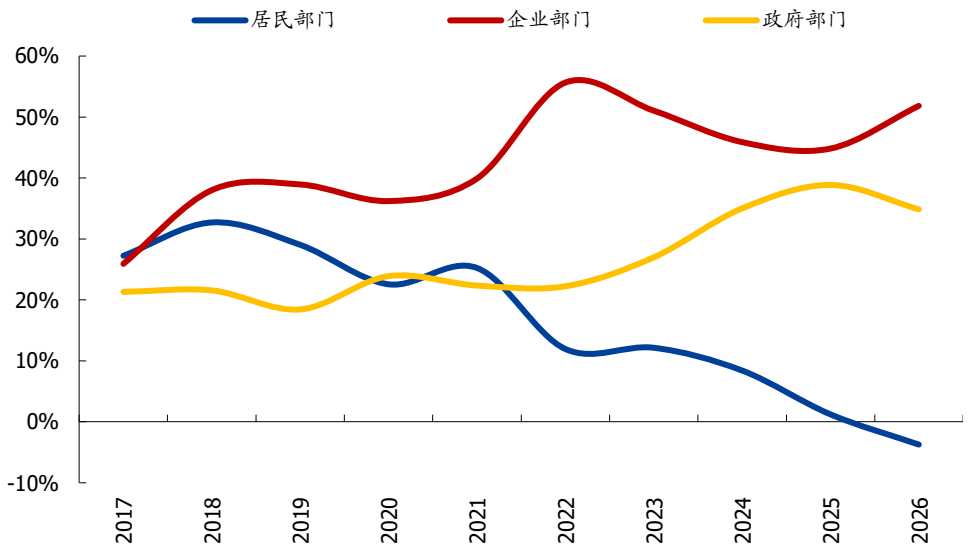
资料来源：财政部、中国政府网、Wind、中国人大网，国盛证券研究所

3、加杠杆主体重构，居民信用退潮、企业融资期限短化

居民部门是当前信用需求下降最明显的部门，住户贷款已经由弱增转为净收缩。2018 年高点时期，居民新增贷款占新增社融的比重一度来到 33%，随后这一比重持续下滑。2026 年前 7 个月居民部门开始转为去杠杆，新增信贷规模为-8271 亿元，成为信用扩张的拖

累项。这表明居民部门正在经历较明显的资产负债表修复，地产、消费以及风险偏好对信用扩张的拉动均明显弱于过去。

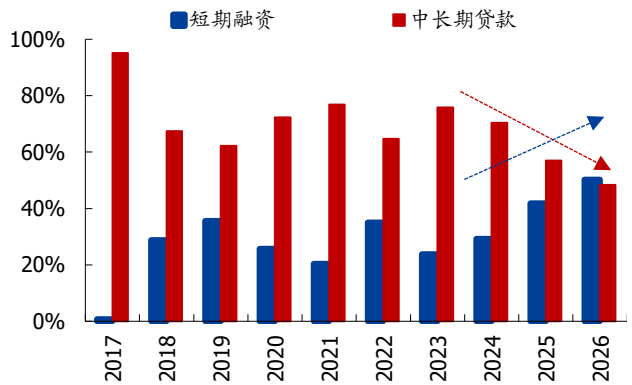
图表15：居民部门对信用扩张拉动持续下降，企业和政府部门此消彼长



资料来源：Wind，国盛证券研究所

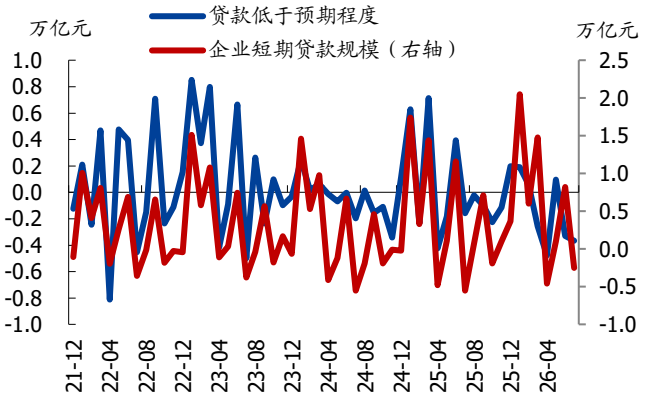
企业贷款总量相对稳定，但融资期限明显短化，企业投资需求走弱。2026 年前 7 个月企业短期融资（短期贷款+票据融资）占比为 50%、较 2023 年抬升 26 个百分点，而中长期贷款占比则从 2023 年的 76%下滑至 2026 年 7 月的 48%。企业融资短期化我们理解可能有两方面原因，一是信贷需求全面走弱的背景下，银行存在冲量需求，数据上反映的也较为明显、短贷规模与信贷低于预期程度高度相关；二是如前所述，化债可能拖累企业中长期贷款表现，推升政府债券存量规模、拉低企业债券规模。[illegible]原因如何，与企业资本开支关系更密切的中长期信用扩张的放缓，均意味着投资需求的走弱。

图表16：企业贷款结构短期化



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表17：贷款低于预期时，短贷往往冲量特征明显



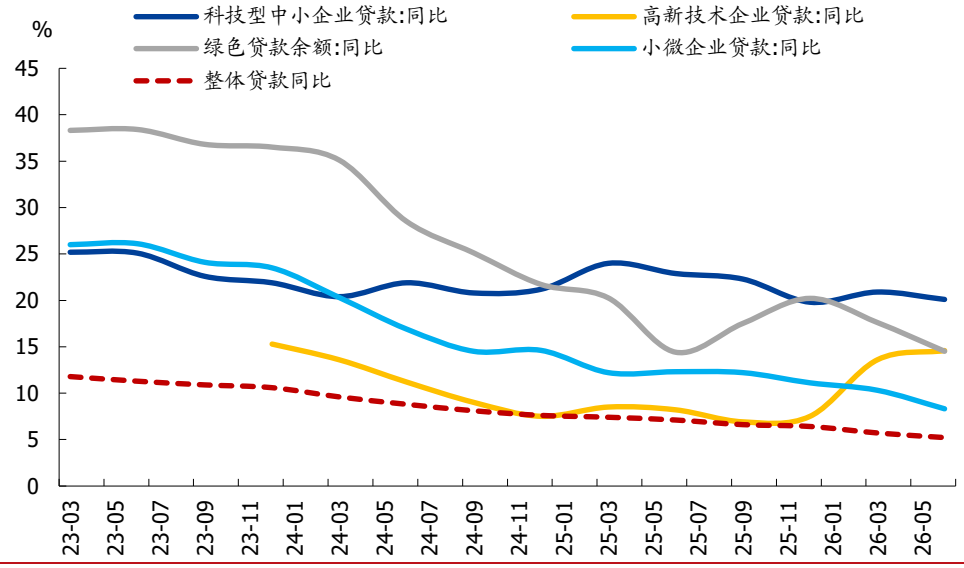
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：贷款低于预期程度用新增信贷预期值-实际值，数值越大、低于预期程度越高

主体和期限的重构，也意味着信用周期的领先指标正在发生变化。过去居民中长期贷款往往与房地产销售高度同步，企业中长期贷款则与基建和制造业资本开支联系更紧；在当前环境下，前者更像居民资产负债表修复的温度计，后者则更能区分企业是在补充流动性，还是在启动新一轮投资。若短贷和票据持续偏强、而中长期贷款没有同步改善，通常只能说明资金供给较为宽松，尚不足以确认实体资本开支周期已经启动。

4、信贷投向呈现新旧动能“K 型”分化

行业信贷增速的分化，比总贷款增速更直接地反映了新旧动能转换。2026 年二季度末，科技型中小企业贷款余额同比增长 20.1%，高新技术企业贷款增长 14.6%，绿色贷款增长 14.5%，普惠小微贷款增长 8.3%；同期房地产贷款下降 4.9%，房地产开发贷款下降 8.5%，个人住房贷款下降 3.8%。金融资源正在从地产等旧动能转向科技、绿色、先进制造和普惠领域，形成典型的“K 型”特征。

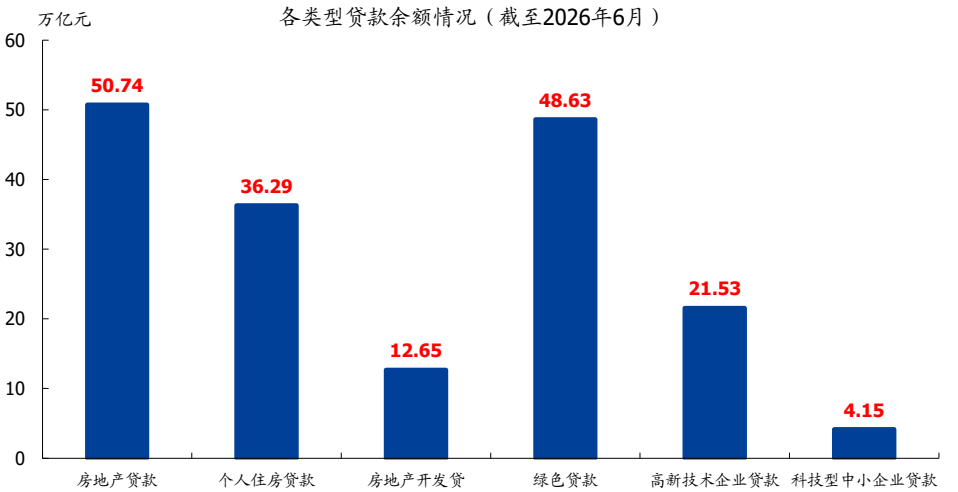
图表18：绿色、科技、高新技术相关贷款增速表现明显好于整体贷款



资料来源：Wind，国盛证券研究所

新动能贷款的高增长并不意味着其能够在短期内一比一填补地产信用收缩形成的规模缺口。二季度末房地产贷款余额仍有 50.74 万亿元，其中个人住房贷款 36.29 万亿元；相比之下，科技型中小企业贷款余额 4.15 万亿元，高新技术企业贷款 21.53 万亿元。绿色贷款余额虽已达到 48.63 万亿元，但其统计口径横跨多个行业、不能简单视作科技相关贷款。由于旧动能存量基数更大，其从持续加杠杆转为收缩后，即使新兴领域保持两位数增长，也可能表现为总贷款增速继续下行。

图表19：新动能贷款高增，但存量体量仍存在明显差异



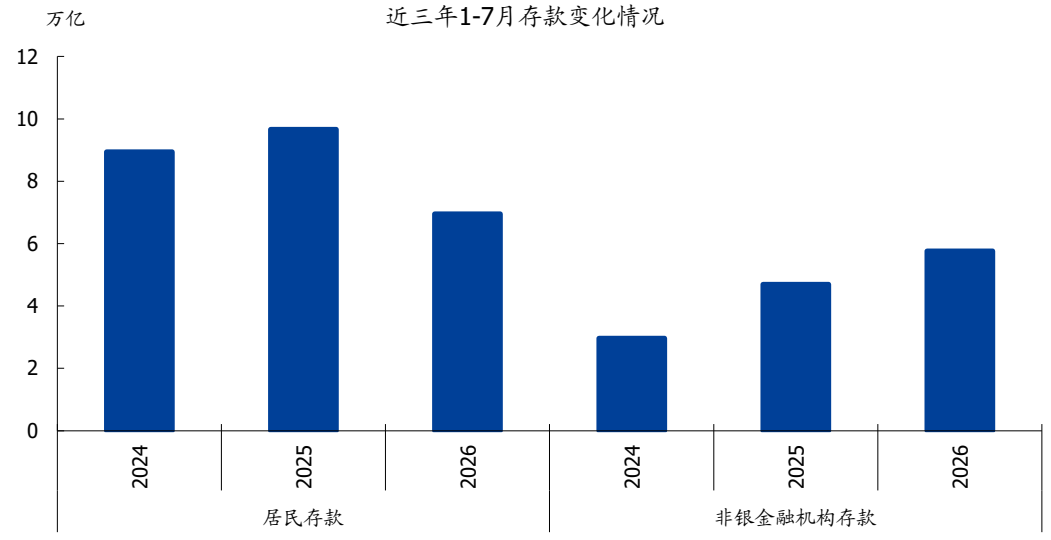
资料来源：Wind，国盛证券研究所

从宏观乘数看，新动能融资扩张对总需求的拉动方式也与房地产明显不同。房地产信用扩张会同时带动土地交易、建筑施工、家居消费和居民加杠杆，短期需求乘数较高；科技和先进制造融资则更多进入研发、设备和技术改造，对潜在产出和生产率的影响更强，但对建筑链条和居民杠杆的即时拉动相对有限。这也是为什么当前可以同时看到“金融资源配置结构改善”和“总需求修复仍偏慢”，二者并不矛盾。

5、存款和货币数据的含义也在变化

存款结构变化显示，居民金融资产配置和金融体系内部资金循环正在发生新的迁移。2024—2026 年前 7 个月，住户存款分别增加 8.94 万亿元、9.66 万亿元和 6.95 万亿元；同期非银行业金融机构存款分别增加 2.96 万亿元、4.69 万亿元和 5.76 万亿元。居民存款少增与非银存款多增同时出现，可能反映居民资金向理财、基金、证券账户等金融资产迁移，也可能受到银行向非银融出和资本市场交易活跃度等因素影响，因此不能机械地将其全部理解为“存款搬家”。

图表20：近年来居民“存款搬家”现象逐步显现



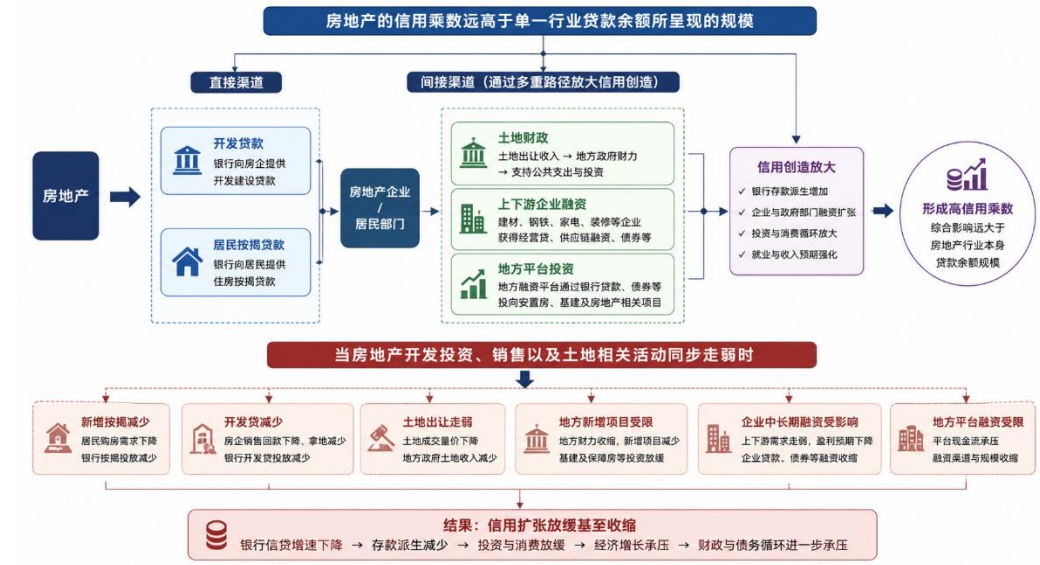
资料来源：Wind，国盛证券研究所

三、为什么会变：经济结构、债务结构与金融供给共同重塑

1、房地产退潮降低全社会的信用密度

房地产退潮是贷款增速中枢下降最直接、也最具规模效应的原因。房地产既直接吸收开发贷款和居民按揭，也通过土地财政、上下游企业融资和地方平台投资间接影响信用创造，因而其信用乘数远高于单一行业贷款余额所呈现的规模。当房地产开发投资、销售以及土地相关活动同步走弱时，不仅新增按揭和开发贷减少，地方政府新增项目和企业中长期融资也会受到影响。

图表21：房地产退潮降低全社会信用密度



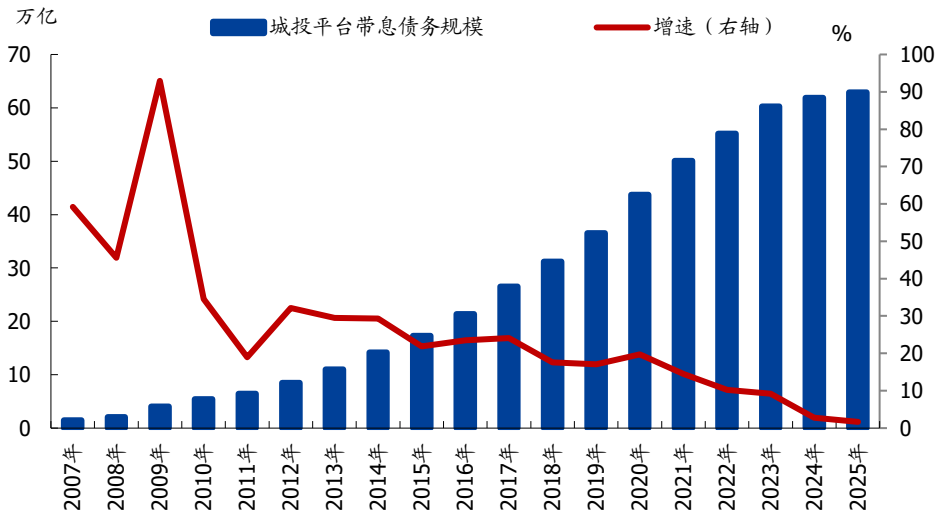
资料来源：国盛证券研究所绘制

房地产调整对信用的影响还具有较强的滞后性，意味着即便销售和价格阶段性企稳，信贷需求也未必立即恢复。房企往往需要先消化库存、修复现金流和资产负债表，居民也需要重新形成对房价、收入和就业的稳定预期，地方财政则需要在土地收入回落后重新寻找更可持续的项目资金来源。因而，地产链信用的修复通常慢于交易数据的边际改善，这也决定了未来贷款增速的回升斜率大概率弱于以往地产上行周期。

2、化债推动“平台信用”向“政府信用”迁移

地方化债改变的不只是债务成本，更改变了金融统计中债务的“载体”。过去相当一部分地方融资需求体现为城投平台贷款、信托、非标和城投债，隐性债务置换后则转化为规范的地方政府债券，这一定程度上降低了地方政府的债务成本。同时，新一轮化债落地，城投债净融资转负、城投平台带息债务规模回落，带来了“政府债券余额上升、平台贷款和非标下降”的统计迁移。

图表22：城投平台带息债务规模增长明显放缓



资料来源：Wind，国盛证券研究所

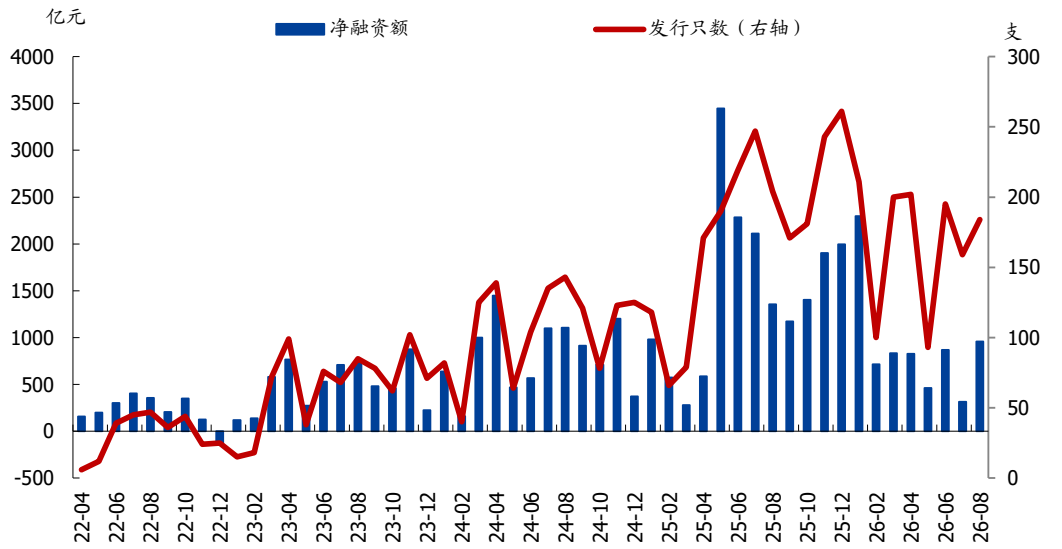
化债背景下，社融中的政府债券多增不能简单等同于新增需求变强。新增专项债、特别国债主要对应新增支出和投资，而置换债首先用于偿还存量隐性债务，其短期效果更多是降低利息负担、改善地方和金融机构资产负债表，并通过腾挪财政空间间接支持后续支出。因此，研究政府债券融资必须进一步拆分“新增投资型”与“债务置换型”，否则容易高估当期信用扩张对实体需求的直接拉动。

3、新经济融资需求依赖多层次资本市场

科技创新企业的风险收益特征决定了“全生命周期融资”比单一银行贷款更加重要。初创期企业通常现金流不稳定、缺少抵押物，更适合股权、创投和政策性基金承担高风险；成长阶段在形成订单和现金流后，知识产权融资、银行信贷的可得性提高；进入扩张和成熟阶段后，则可以进一步使用科创债、公司债、可转债和股票再融资。融资工具的多样化，意味着新经济壮大将自然提高直接融资和资本市场在信用体系中的权重。

资本市场扩容正在从统计上进一步弱化“贷款=融资”的传统认知。2026 年前 7 个月企业债券净融资 2.52 万亿元，同比多增 1.10 万亿元，非金融企业境内股票融资 4062 亿元，同比多增 1850 亿元。人民银行二季度货币政策执行报告强调，应淡化对贷款单一渠道的关注，将贷款和债券融资等合并观察。未来判断金融对科技创新的支持力度，更应同时跟踪科技贷款、科创债、股权融资、产业基金和风险资本，而非期待所有新动能最终都表现为银行贷款增速回升。

图表23：科技主题债券发行数量、规模逐步增加



资料来源：Wind，国盛证券研究所

4、政策从增量扩张转向盘活存量、优化结构

我国已经进入“大体量存量金融”阶段，单纯追求高增速的必要性和可持续性都在下降。2026 年 7 月末社会融资规模存量已达 463.27 万亿元，M2 余额 355.51 万亿元，人民币贷款余额 282.29 万亿元。在如此高的基数上，若继续维持过去两位数的贷款增速，对应每年新增信用规模将非常庞大。随着经济从高速增长转向高质量发展，金融政策的重点更自然地从“扩多少量”转向“存量如何盘活、增量流向哪里、融资成本是否合理”。

近年来，政策也更加强调“总量合理、价格低位、结构优化”，而非单一贷款增速。近年来，央行多次指出贷款“降速提质”或成新常态，未来将“做优增量、盘活存量、发挥增量与存量政策集成效应”。在这一框架下，只要广义金融总量与经济增长相匹配、融资成本处于合理低位、资金持续流向高生产率部门，贷款增速较过去下降本身不应被机械解读为“金融收紧”。

图表24：近年来，政策也更加强调“总量合理、价格低位、结构优化”，而非单一贷款增速

时间	会议或文件	内容
2023/10/30	中央金融工作会议	**优化资金供给结构**，更多资源投向科创、先进制造、绿色、中小微等；**盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率；做好“五篇大文章”。**
2023/11/8	2023 金融街论坛	贷款/社融体量已大；**盘活存量贷款、提升存量使用效率、优化新增投向，三者对增长意义本质上相同。**
2023/11/27	《2023 年第三季度货币政策执行报告》	盘活存量贷款、优化新增贷款投向对支撑经济增长同等重要；不宜过于关注新增贷款情况。
2024/1/4	2024 年人民银行工作会议	新增信贷均衡投放，**提高存量资金使用效率，进一步优化信贷结构。**
2024/8/12	《2024 年第二季度货币政策执行报告》	信贷均衡投放，**盘活低效存量金融资源**，整治空转和手工补息。
2025/2/14	《2024 年第四季度货币政策执行报告》	**更好把握存增量，注重盘活存量金融资源，提高资金使用效率。**
2025/9/17	国务院落实全国人大常委会审议意见的报告	优化信贷结构；用好增量、盘活存量，不盲目追求规模。
2025/10/27	国务院关于金融工作情况的报告	盘活存量，用好增量，提高资金使用效率。
2025/12/4	潘功胜学习贯彻四中全会文章	提升存量资金使用效率、优化投向与新增贷款同等重要。
2026/6/17	2026 年陆家嘴论坛	**全部信贷维持过去增速很难且无必要；盘活低效存量与新增贷款意义本质上相同**；贷款“降速提质”或成新常态。
2026/7/4	2026 年二季度货政例会	做优增量、盘活存量；发挥增量与存量政策集成效应。

资料来源：央行、中国政府网、中国人大网、外管局、新华社、上海证券报，国盛证券研究所

四、新范式下，信贷社融数据应该怎么看？

1、总量：以社融和 M2 衡量金融条件，不再以贷款单指标判断松紧

判断金融条件的第一层，应从“贷款增速高不高”转向“社融、M2 与名义经济增长是否匹配”。社融从实体经济负债端统计融资来源，M2 从实体部门金融资产和金融机构负债端反映广义货币，两者共同覆盖贷款、债券、股票以及金融机构资产扩张等多种渠道。2026 年 6 月末社融存量和 M2 分别同比增长 7.4%和 8.0%，两项指标均继续高于名义 GDP 增速，社会融资条件总体较为宽松。

金融总量判断还必须与融资价格结合，数量增速下降但价格足够低时，政策环境未必偏紧。2026 年 6 月新发放企业贷款加权平均利率约 3.0%，同比下降约 20BP，个人住房新发放贷款利率约 3.1%。因此，未来判断货币政策松紧应同时观察社融、M2、利率和信用利差，而不能仅因人民币贷款增速从过去的两位数降至 5%左右，就得出金融条件显著收紧的结论。

但总量宽松只是内生信用修复的必要条件，而不是充分条件。若社融和 M2 维持较快增长，主要由政府融资和金融机构资产配置推动，而居民贷款、企业中长期贷款和 M1 仍然偏弱，那么更准确的描述应是“广义流动性充裕、实体信用需求不足”，而不是传统意义上的全面宽信用。只有总量、价格与私人部门融资同时改善，金融条件宽松才更有可能转化为消费和投资的持续回升。

2、结构：同样的社融增量，经济含义可能完全不同，区分融资结构

社融结构的重要性正在上升，因为不同融资渠道对应的经济行为并不相同。企业中长期贷款往往更接近设备投资、项目建设和资本开支；居民中长期贷款过去主要对应住房交易；企业短贷和票据更多反映营运资金和短期流动性；新增专项债、特别国债可以形成政府投资和公共支出；置换债则主要是资产负债表重组；企业债券和股票融资则更多体现直接融资渠道的发展。

未来解读社融，关键是把“融资工具”和“资金用途”同时拆开。一方面，应将贷款、企业债、政府债、股票融资并列观察，判断融资是否从银行向资本市场迁移；另一方面，政府债内部还需要区分新增投资债和置换债，企业信贷内部需要区分中长期、短期和票据。只有把融资方式和用途结合起来，才能更准确识别信用扩张究竟是在形成新增需求，还是在进行债务置换和流动性补位。

3、主体与期限：居民贷款和企业中长期贷款仍是内生需求核心指标

在广义流动性已经相对充裕的环境下，“谁愿意加杠杆”比“金融体系有没有钱”更加重要。如果社融和 M2 保持合理增长，但居民贷款持续负增长、企业中长期贷款持续少增，说明私人部门仍在修复资产负债表，政策支持更多通过政府部门和金融市场托底；反之，如果居民短贷和中长期贷款同时企稳、企业中长期贷款回升，才更能够确认内生信用周期开始改善。

企业贷款内部尤其要淡化对总量的依赖，强化对期限结构和用途的跟踪。2026 年前 7 个月企业贷款总量仍增加 11 万亿元，并不算弱，但中长期贷款增量仅 5.32 万亿元、较 2024

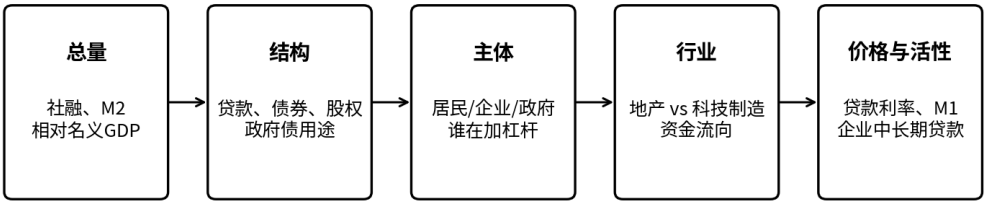
年同期少 2.89 万亿元，短贷和票据则明显增加。若未来企业融资改善主要来自票据和短贷，更多意味着金融供给宽松；只有企业中长期贷款、固定资产贷款和制造业投资同步改善，才更可能意味着真实资本开支周期启动。

4、行业、价格与活性：判断资金是否真正流向生产率较高的部门

行业层面应建立“旧动能—新动能”的对照体系，观察资金是否持续向高生产率部门迁移。旧动能侧可重点跟踪房地产开发贷、个人住房贷、土地财政和城投相关融资；新动能侧则关注科技型企业贷款、高新技术企业贷款、绿色贷款、先进制造业中长期贷款，以及科创债、股权融资和产业基金。若总贷款增速不高，但新动能融资保持两位数增长、旧动能有序收缩，说明金融资源配置效率可能在改善；若新旧动能融资同时走弱，则更可能指向总需求不足。

价格和货币活性指标用于回答最后一个问题：资金是否真正从金融体系进入企业和居民的支出决策。贷款利率已经处于历史较低水平，因此未来更需要观察 M1 与 M2 的差距、企业活期资金、居民贷款以及企业中长期贷款。如果出现 M1 持续回升、M1 与 M2 剪刀差收窄，同时居民贷款和企业中长期贷款改善，意味着“有钱”开始向“愿意花、愿意投”转化；反之，如果 M2 保持较快增长而 M1 和实体信用持续偏弱，则说明广义流动性仍未充分转化为内生需求。

图表25：新范式：从“单看贷款”转向“五层货币金融数据框架”



资料来源：国盛证券研究所绘制

五、结论：信贷社融数据正从“数量指标”转向“结构指标”

新旧动能转换最重要的金融含义，是中国经济正在逐步降低对地产、土地和传统基建信用扩张的依赖。在这一过程中，贷款增速中枢下移具有一定结构性必然，并不意味着金融对实体经济支持力度同步下降；债券和股权融资占比提升、政府债券对平台融资的替代、新动能贷款高增，都在重塑金融体系与实体经济之间的连接方式。未来“社融高于贷款”“M2 高于贷款”可能越来越常见，信贷社融数据之间不再需要像过去那样保持高度同步。

但也不能把所有信贷下降都解释为结构优化，当前私人部门信用需求偏弱仍是需要重视的现实约束。2026 年前 7 个月住户贷款转为净减少，企业中长期贷款多数时间少增，房地产投资和销售仍明显承压，这些数据都说明居民和企业的内生加杠杆意愿尚未充分恢复。新动能增长较快，但其绝对融资体量和信用强度均与房地产不同，短期内难以完全弥补旧动能退出形成的需求缺口。因此，结构转型与总需求不足可以同时存在，分析时必须避免把二者简单替代。

未来最值得跟踪的并不是某一个金融指标能否重新回到高增，而是“宽流动性—实体信用—新动能融资”能否形成更顺畅的传导链条。第一，看社融和 M2 是否继续与名义经济增长相匹配，判断宏观金融条件；第二，看居民贷款和企业中长期贷款能否企稳，判断私人部门资产负债表修复是否接近尾声；第三，看科技、绿色、先进制造等新动能融资与债券、股权融资能否持续扩张，判断金融资源是否真正完成从旧动能向新动能的迁移。只有三者同时改善，才意味着新的信用循环逐步形成。

信贷社融数据研究的核心正在从“数量信号”转向“结构信号”，从“信贷有多少”转向“资金从哪里来、流向哪里、以什么价格形成什么需求”。过去信贷增速往往可以作为经济周期的高度概括，而未来单一指标的解释力会下降，融资结构、部门行为和行业投向的重要性将持续上升。对于宏观研究和资产配置而言，更有价值的问题不再是“贷款为什么没有回到过去的增速”，而是“在旧信用模式退潮后，新的融资模式能否以更低的杠杆强度支撑更高质量的增长”。

风险提示

1、 经济下行超预期。若房地产、消费或民间投资进一步走弱，结构性贷款降速可能与周期性信用收缩叠加，导致报告对“结构性因素”的解释权重偏高。
2、 政策与化债节奏超预期。地方债置换、财政加码、房地产政策以及货币政策工具均可能改变政府融资与银行贷款之间的替代关系，从而影响社融结构。
3、 金融统计口径和历史数据修订。M1、贷款投向、社融等统计口径可能继续优化，跨期比较需使用可比口径。
4、 新动能融资与产出关系存在阶段性波动。科技、绿色等领域融资高增不必然即时转化为利润和投资回报，行业周期、技术迭代和资本市场波动均可能影响融资效率。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com