

M1 延续高增趋势，社融增速或迎年内高点

——2025 年 7 月金融数据点评

细分研究

相关研究

《固定收益周报：债券增值税新政落地—防御为先，把握结构性机会》2025-08-05

《固定收益周报：债市承压，静待政策》

2025-07-21

《宏观数据跟踪报告：债市短期承压，中期趋势未变》2025-07-18

投资要点：

2025 年 8 月 13 日，中国人民银行公布 2025 年 7 月金融数据。

(1) 社融存量同比 8.98%，Wind 一致预期 9.08%，前值 8.89%；社会融资规模当月新增 11,600.00 亿元，Wind 一致预期 14,620.00 亿元，前值 41,993.00 亿元。

(2) M0 同比 11.80%。M1 同比 5.60%，Wind 一致预期 5.25%，前值 4.60%；M2 同比 8.80%，Wind 一致预期 8.28%，前值 8.30%。

(3) 新增人民币贷款-500.00 亿元，Wind 一致预期 1,800.00 亿元，前值 22,400.00 亿元。

■ 金融数据点评：M1 延续高增趋势，社融增速或迎年内高点

社融：社融增量主要依赖政府债发行，社融增速或迎年内高点。2025 年 7 月，新增社会融资规模 11,600.00 亿元，其中政府债融资新增 12,440.00 亿元，占比 107.24%，同比多增 5,559.00 亿元。社融存量同比增速为 8.98%，扣除政府债券后的社融增速为 6.02%。本年度专项债发行节奏明显前置，至 7 月末，地方政府专项债累计新增 27,776.36 亿元，发行进度达 63.13%，较 2024 年同期的 45.51% 显著提升。随着专项债发行高峰渐过，其净融资额对社融的支撑力度边际减弱。叠加当前信贷需求（尤其是企业中长期信贷）仍显疲弱，政府债对于社融的拉动作用有所减弱。综合作用下，存量社融增速或已逐步筑顶，后续增长动能需关注实体融资需求的实质性改善。

货币：M1 延续高增趋势，核心驱动在于单位活期存款异常低基数效应。M1 同比增速回升至 5.60%，环比提升 1 个百分点。具体而言，2024 年 7 月监管部门严查银行“手工补息”行为，导致当月企业活期存款骤降 29,417.67 亿元，形成了显著的低基数。存款结构变化显示，7 月政府债券发行放量叠加税期因素推动财政存款新增 7,700.00 亿元，同比多增 1,247.00 亿元。居民存款同比少增 7,800.00 亿元；而企业存款与非银行业金融机构存款则分别同比多增 3,209.00 亿元和 13,900.00 亿元，此两者多增主要源于去年同期低基数效应。展望后市，**M1 同比改善趋势有望延续，低基数效应预计将持续支撑 M1 增速改善至 9 月（参照 2024 年 9 月单位活期存款同比增速曾降至 -11.03% 的历史低点）。**

信贷：信贷表现疲软，主要依赖票据冲量。新增人民币贷款-500.00 亿元，同比少增 3,100.00 亿元。其中票据融资成为主要支撑，当月新增 8,711.00 亿元，同比多增 3,125.00 亿元。7 月以来，国有股份制银行票据转贴现利率呈趋势性下行，半年期品种由 6 月末 1.19% 下行 79bp 至 0.40%，创 2022 年 5 月以来新低。此现象主要受双重因素驱动：其一，季节性信贷投放淡季效应显现，7 月信贷需求回落促使银行加大“以票冲贷”操作力度，票据融资需求上升直接压制转贴现利率。其二，《保障中小企业款项支付条例》修订版于 6 月 1 日施行，新规强制大型企业向中小企业采购需在 60 日内完成现金支付（禁止商业汇票变相延账），政策约束导致企业端票据供给有一定的收缩，同时加速应收账款向货币资金转化，为后续 M1 回升积蓄动能。

总体来看，7 月 M1 同比增速强于预期，经济内生动能仍待加强。M1 增速回升和信贷结构改善释放积极信号，但居民端信贷疲软和政府债依赖等问题依然存在。展望下半年，社融存量增速或将放缓，M1 同比改善趋势有望持续。

■ 金融数据与债市展望

HP 滤波周期项分析显示，M1 同比增速对国债收益率存在约 6 个月的领先性。鉴于 2020 年以来收益率整体波动收窄且处于下行通道，采用 HP 滤波法（月度数据取平滑参数 $\lambda=14,400$ ）对 M1 同比及 10 年期国债收益率月均值进行时序分解，通过最小化趋势项波动分离长期趋势与周期波动，从而精准捕捉中短期传导关系。实证表明，2020 年后 M1 周期项拐点持续领先收益率拐点约半年。其内在逻辑在于，M1 作为狭义货币供应量直接反映企业短期支付能力与投资意愿——M1 增速扩张预示实体经济活跃度提升，经济修复预期增强，股市多数跟随 M1 上涨，债券收益率也随着上行。收缩则预示经济动能减弱，债券收益率下行。

当前需警惕线性外推的局限性。2024 年 9 月 M1 同比呈现底部拐点特征，同期单位存款定

证券分析师

赵金厚

S0820524120001

021-32229888-25510

zhaojinhou@ajzq.com

联系人

陆嘉怡

S0820124120008

021-32229888-25521

lujiayi@ajzq.com

期化见顶。但 2025 年 4 月以来的回升主要受低基数效应驱动，若单位活期存款活化进程未实质改善，可能削弱领先关系的预测效力。

对于债市而言，近期市场受到 M1 同比数据走强、市场风险偏好提升、“反内卷”政策预期等因素影响，债市阶段性承压。当前债市的最大风险点是权益市场的走强，债券收益率相较于权益市场收益率性价比明显减弱，十年国债近期的收益率中枢由 1.65% 上移至 1.70% 附近。如果权益市场站稳关键点位，后续或将加速上行，可能对债市仍有利空。后续关注债券型基金赎回情况，警惕市场负反馈传导可能引发的债市踩踏风险。

■ **风险提示：**1) 权益市场走弱；2) 统计方法适用性风险；3) 货币政策超预期。

目录

1. 金融数据点评	5
2. 金融数据与债市展望	9
3. 风险提示	10

图表目录

图表 1：近 6 个月社会融资当月新增情况（亿元）	5
图表 2：近 6 个月社会融资多增情况（亿元）	6
图表 3：地方政府专项债月度新增情况	6
图表 4：地方政府专项债发行进度	6
图表 5：国股转贴利率创下 2022 年 5 月以来新低	7
图表 6：票据利率与 shibor 利率持续倒挂	7
图表 7：近 6 个月人民币贷款当月新增情况（亿元）	8
图表 8：近 6 个月人民币贷款同比多增情况（亿元）	8
图表 9：M1 同比与 10 年国债收益率月均值	9
图表 10：M1 同比与 10 年国债收益率的 HP 滤波周期项	10

1. 金融数据点评

■ 2025 年 8 月 13 日，中国人民银行公布 2025 年 7 月金融数据。

(1) 社融存量同比 8.98%，Wind 一致预期 9.08%，前值 8.89%；社会融资规模当月新增 11,600.00 亿元，Wind 一致预期 14,620.00 亿元，前值 41,993.00 亿元。

(2) M0 同比 11.80%。M1 同比 5.60%，Wind 一致预期 5.25%，前值 4.60%；M2 同比 8.80%，Wind 一致预期 8.28%，前值 8.30%。

(3) 新增人民币贷款-500.00 亿元，Wind 一致预期 1,800.00 亿元，前值 22,400.00 亿元。

社融增量主要依赖政府债发行，社融增速或迎年内高点。2025 年 7 月，新增社会融资规模 11,600.00 亿元，其中政府债融资新增 12,440.00 亿元，占比 107.24%，同比多增 5,559.00 亿元。社融存量同比增速为 8.98%，扣除政府债券后的社融增速为 6.02%。本年度专项债发行节奏明显前置，截至 7 月末，地方政府专项债累计新增 27,776.36 亿元，发行进度达 63.13%，较 2024 年同期的 45.51% 显著提升。随着专项债发行高峰渐过，其净融资额对社融的支撑力度边际减弱。叠加当前信贷需求（尤其是企业中长期信贷）仍显疲弱，政府债对于社融的拉动作用有所减弱。综合作用下，存量社融增速或已逐步筑顶，后续增长动能需关注实体融资需求的实质性改善。

图表 1：近 6 个月社会融资当月新增情况（亿元）

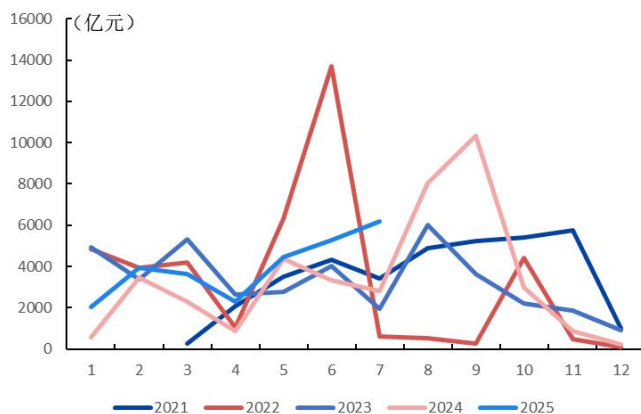
	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02
当月新增	11,600.00	41,993.00	22,870.00	11,599.00	58,961.00	22,331.00
表内业务	-4,349.00	23,925.00	6,057.00	754.00	37,939.00	6,247.00
本币	-4,263.00	23,600.00	5,923.00	884.00	38,234.00	6,528.00
外币	-86.00	325.00	134.00	-130.00	-295.00	-281.00
表外业务	-1,667.00	-1,483.00	-1,156.00	-2,873.00	3,705.00	-3,545.00
委托贷款	-177.00	-400.00	-166.00	-2.00	-165.00	-228.00
信托贷款	149.00	816.00	173.00	-77.00	238.00	-330.00
未贴现承兑汇票	-1,639.00	-1,899.00	-1,163.00	-2,794.00	3,632.00	-2,987.00
政府债券	12,440.00	13,508.00	14,585.00	9,729.00	14,866.00	16,939.00
直接融资	3,296.00	2,625.00	1,648.00	2,731.00	-493.00	1,778.00
企业债券	2,791.00	2,422.00	1,496.00	2,340.00	-905.00	1,702.00
股票融资	505.00	203.00	152.00	391.00	412.00	76.00
其他	-	2,367.00	728.00	315.00	1,891.00	273.00

资料来源：Wind，爱建证券研究所

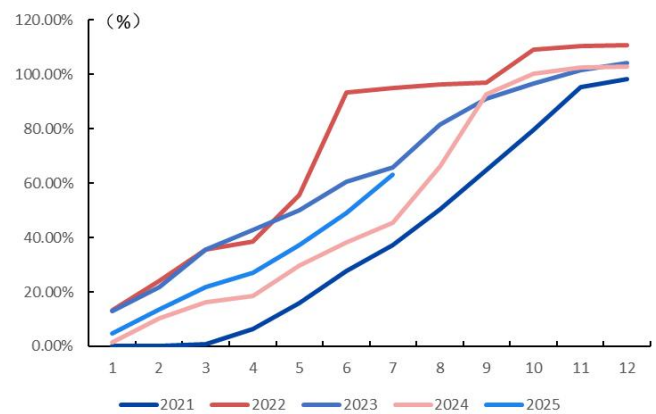
图表 2：近 6 个月社会融资多增情况（亿元）

	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02
当月新增	3,893.00	9,008.00	2,247.00	12,257.00	10,626.00	7,372.00
表内业务	-2,651.00	2,805.00	-1,653.00	-2,285.00	4,476.00	-3,517.00
本币	-3,455.00	1,673.00	-2,274.00	-2,465.00	5,314.00	-3,245.00
外币	804.00	1,132.00	621.00	180.00	-838.00	-272.00
表外业务	-911.00	-183.00	-40.00	1,386.00	-63.00	-258.00
委托贷款	-522.00	-397.00	-157.00	-91.00	300.00	-56.00
信托贷款	175.00	68.00	-51.00	-219.00	-443.00	-901.00
未贴现承兑汇票	-564.00	146.00	168.00	1,696.00	80.00	699.00
政府债券	5,559.00	5,032.00	2,319.00	10,666.00	10,240.00	10,928.00
直接融资	1,029.00	371.00	1,252.00	838.00	-4,957.00	241.00
企业债券	755.00	322.00	1,211.00	633.00	-5,142.00	279.00
股票融资	274.00	49.00	41.00	205.00	185.00	-38.00
其他	42.00	970.00	420.00	1,762.00	892.00	-5.00

资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 3：地方政府专项债月度新增情况


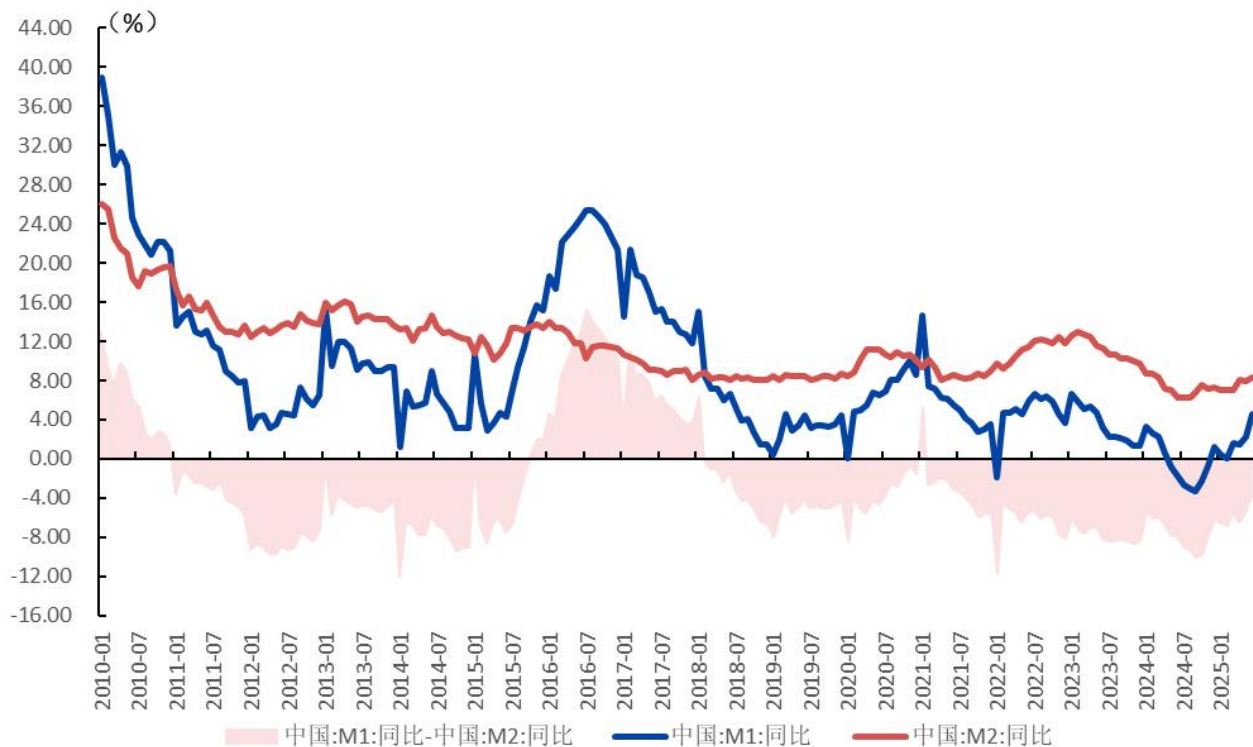
资料来源：Wind，企业预警通，爱建证券研究所

图表 4：地方政府专项债发行进度


资料来源：Wind，企业预警通，爱建证券研究所

M1 延续高增趋势，核心驱动在于单位活期存款异常低基数效应。M1 同比增速回升至 5.60%，环比提升 1 个百分点。具体而言，2024 年 7 月监管部门严查银行“手工补息”行为，导致当月企业活期存款骤降 29,417.67 亿元，形成了显著的低基数。存款结构变化显示，7 月政府债券发行放量叠加税期因素推动财政存款新增 7,700.00 亿元，同比多增 1,247.00 亿元。居民存款同比少增 7,800.00 亿元；而企业存款与非银行业金融机构存款则分别同比多增 3,209.00 亿元和 13,900.00 亿元，此两者多增主要源于去年同期低基数效应。展望后市，M1 同比改善趋势有望延续，低基数效应预计将持续支撑 M1 增速改善至 9 月（参照 2024 年 9 月单位活期存款同比增速曾降至-11.03%的历史低点）。

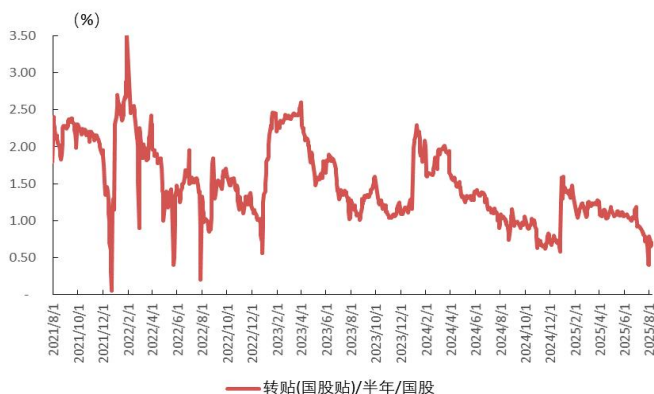
图表 5: M1 同比与 M2 同比剪刀差



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

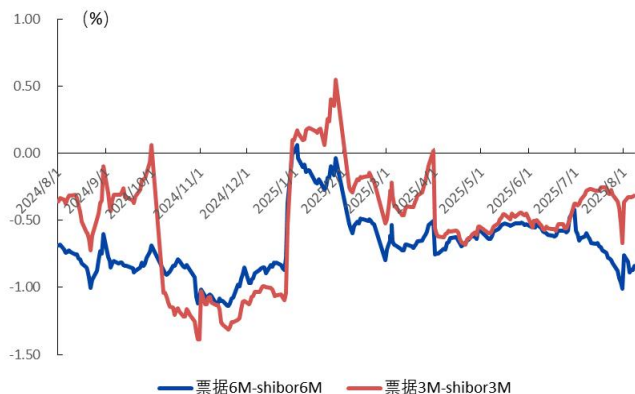
人民币贷款方面, 主要依赖票据冲量。新增人民币贷款-500.00 亿元, 同比少增 3,100.00 亿元。其中票据融资成为主要支撑, 当月新增 8,711.00 亿元, 同比多增 3,125.00 亿元。7 月以来, 国有股份制银行票据转贴现利率呈趋势性下行, 半年期品种由 6 月末 1.19%下行 79bp 至 0.40%, 创 2022 年 5 月以来新低。此现象主要受双重因素驱动: 其一, 季节性信贷投放淡季效应显现, 7 月传统信贷需求回落促使银行加大“以票冲贷”操作力度, 票据融资需求上升直接压制转贴现利率。其二, 《保障中小企业款项支付条例》修订版于 6 月 1 日施行, 新规强制大型企业向中小企业采购需在 60 日内完成现金支付(禁止商业汇票变相延账), 政策约束导致企业端票据供给有一定的收缩, 同时加速应收账款向货币资金转化, 为后续 M1 回升积蓄动能。

图表 5: 国股转贴利率创下 2022 年 5 月以来新低



资料来源: Wind, 企业预警通, 爱建证券研究所

图表 6: 票据利率与 shibor 利率持续倒挂



资料来源: Wind, 企业预警通, 爱建证券研究所

7 月作为传统信贷“小月”，信贷表现疲软。居民部门人民币贷款同比少增 2,793.00 亿元，其中，短期贷款受“618”后消费贷季节性回落拖累，同比少增 1,671 亿元；中长期贷款则持续受房地产销售低迷压制，同比少增 1,200 亿元。企业部门中长期贷款同比少增 3,900.00 亿元，企业长期资本开支意愿不强。

图表 7：近 6 个月人民币贷款当月新增情况（亿元）

	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02
当月新增	-500.00	22,400.00	6,200.00	2,800.00	36,400.00	10,100.00
居民部门	-4,893.00	5,976.00	540.00	-5,216.00	9,853.00	-3,891.00
短期贷款	-3,827.00	2,621.00	-208.00	-4,019.00	4,841.00	-2,741.00
中长期贷款	-1,100.00	3,353.00	746.00	-1,231.00	5,047.00	-1,150.00
企业部门	600.00	17,700.00	5,300.00	6,100.00	28,400.00	10,400.00
短期贷款	-5,500.00	11,600.00	1,100.00	-4,800.00	14,400.00	3,300.00
中长期贷款	-2,600.00	10,100.00	3,300.00	2,500.00	15,800.00	5,400.00
票据融资	8,711.00	-4,109.00	746.00	8,341.00	-1,986.00	1,693.00
非金融机构	2,026.00	-1,026.00	589.00	1,634.00	-1,702.00	2,844.00

资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 8：近 6 个月人民币贷款同比多增情况（亿元）

	2025/07	2025/06	2025/05	2025/04	2025/03	2025/02
当月新增	-3,100.00	1,100.00	-3,300.00	-4,500.00	5,500.00	-4,400.00
居民部门	-2,793.00	267.00	-217.00	-50.00	447.00	2,016.00
短期贷款	-1,671.00	150.00	-451.00	-501.00	-67.00	2,127.00
中长期贷款	-1,200.00	151.00	232.00	435.00	531.00	-112.00
企业部门	-700.00	1,400.00	-2,100.00	-2,500.00	5,000.00	-5,300.00
短期贷款	-	4,900.00	2,300.00	-700.00	4,600.00	-2,000.00
中长期贷款	-3,900.00	400.00	-1,700.00	-1,600.00	-200.00	-7,500.00
票据融资	3,125.00	-3,716.00	-2,826.00	-40.00	514.00	4,460.00
非金融机构	-31.00	391.00	226.00	-973.00	256.00	-1,201.00

资料来源：Wind，爱建证券研究所

总体来看，7 月 M1 同比增速强于预期，经济内生动能仍待加强。M1 增速回升和信贷结构改善释放积极信号，但居民端信贷疲软和政府债依赖等问题依然存在。展望下半年，社融存量增速或将放缓，M1 同比改善趋势有望持续。

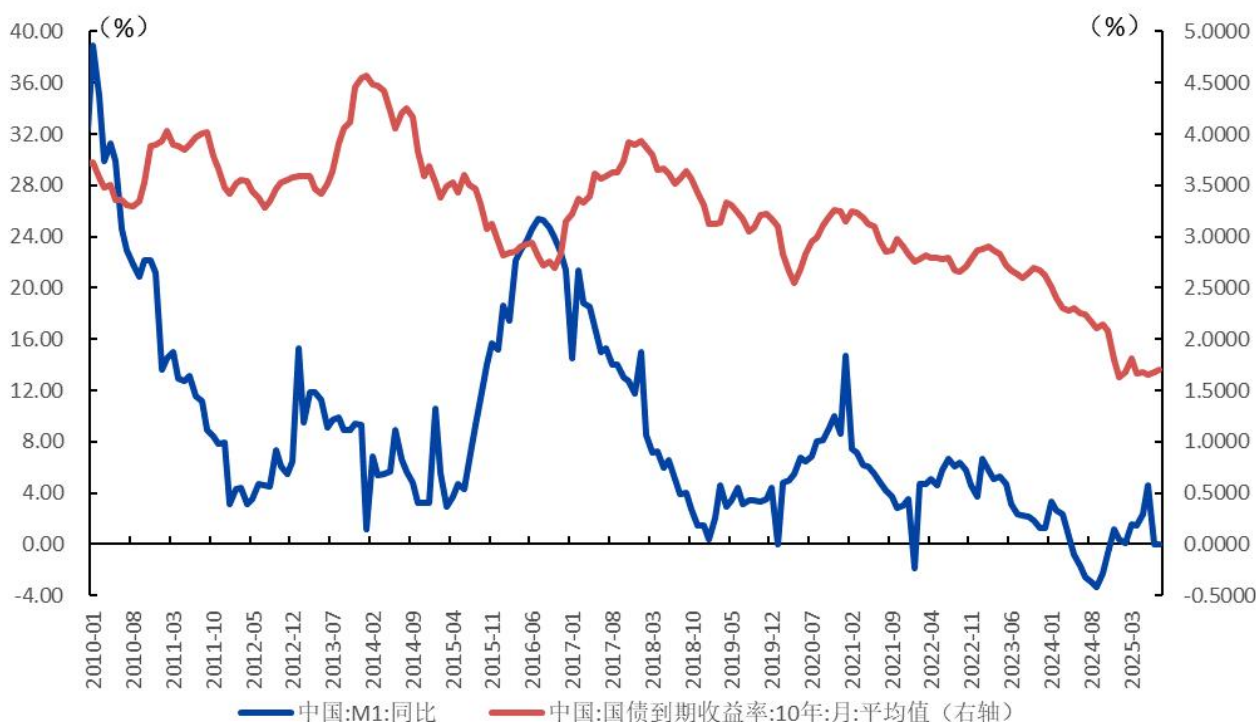
2. 金融数据与债市展望

HP 滤波周期项分析显示, M1 同比增速对国债收益率存在约 6 个月的领先性。

鉴于 2020 年以来收益率整体波动收窄且处于下行通道, 采用 HP 滤波法 (月度数据取平滑参数 $\lambda=14,400$) 对 M1 同比及 10 年期国债收益率月均值进行时序分解, 通过最小化趋势项波动分离长期趋势与周期波动, 从而精准捕捉中短期传导关系。在实际数据处理中, 为保持数据平稳, 对 M1 同比及 10 年期国债收益率月均值做三个月移动平均, 再采用 HP 滤波的分析方法。实证表明, 2020 年后 M1 周期项拐点持续领先收益率拐点约半年。其内在逻辑在于, M1 作为狭义货币供应量直接反映企业短期支付能力与投资意愿——M1 增速扩张预示实体经济活跃度提升, 经济修复预期增强, 股市多数跟随 M1 上涨, 债券收益率也随着上行。收缩则预示经济动能减弱, 债券收益率下行。

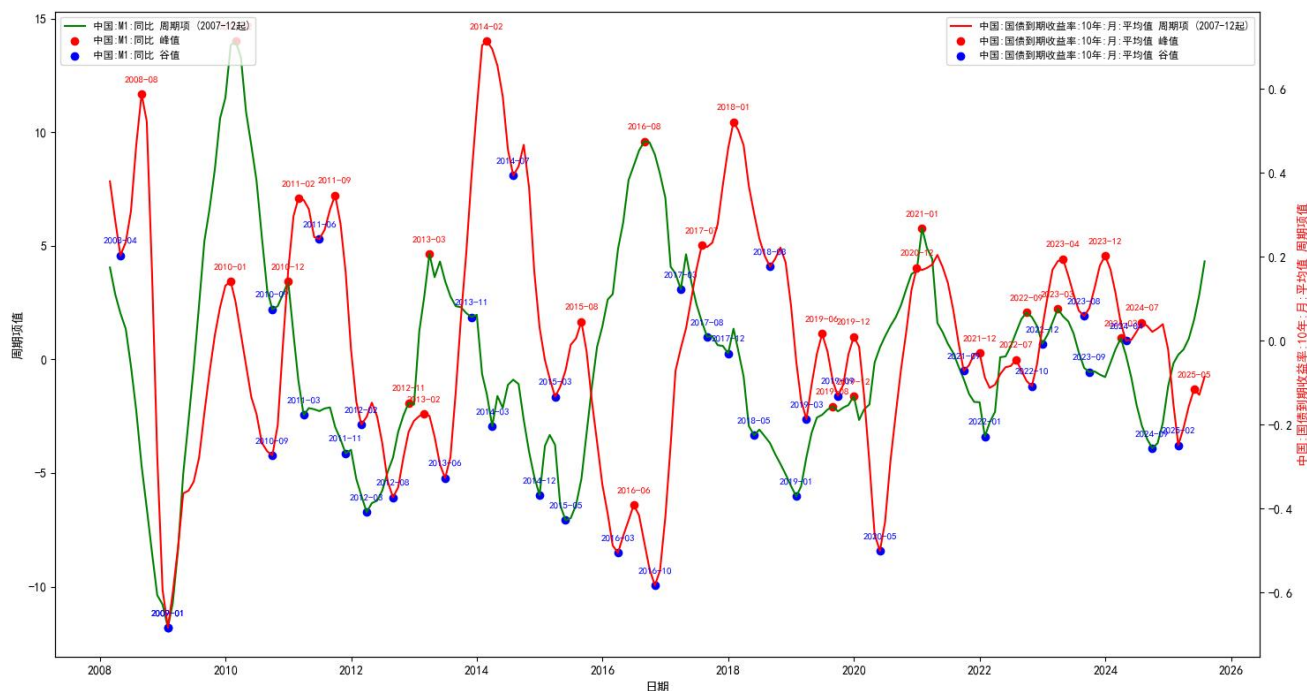
当前需警惕线性外推的局限性。2024 年 9 月 M1 同比呈现底部拐点特征, 同期单位存款定期化见顶。但 2025 年 4 月以来的回升主要受低基数效应驱动, 若单位活期存款活化进程未实质改善, 可能削弱领先关系的预测效力。

图表 9: M1 同比与 10 年国债收益率月均值



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 10: M1 同比与 10 年国债收益率的 HP 滤波周期项



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

对于债市而言，近期市场受到 M1 同比数据走强、市场风险偏好提升、“反内卷”政策预期等因素影响，债市阶段性承压。当前债市的最大风险点是权益市场的走强，债券收益率相较于权益市场收益率性价比明显减弱，十年国债近期的收益率中枢由 1.65% 上移至 1.70% 附近。如果权益市场站稳关键点位，后续或将加速上行，可能对债市仍有利空。

3. 风险提示

- 1) 权益市场走弱；
- 2) 统计方法适用性风险；
- 3) 货币政策超预期。

爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

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 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测后续可随时更改。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，爱建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。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。