

M1 为何大幅跳升？对后市影响如何？

——6 月中国金融数据点评 20250715

报告日期：2025-07-15

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

分析师：洪子彦

执业证书号：S0010525060002

电话：15851599909

邮箱：hongziyan@hazq.com

主要观点：

● 数据观察：6 月金融数据有何特点？

6 月社融、信贷均呈现季节性回升，增长幅度显著。6 月社融存量规模新增 4.2 万亿，同比多增 0.91 万亿元。人民币贷款新增 2.24 万亿元，同比多增 1100 亿元。货币供应量方面，M2 保持稳定增长，M1 边际快速跳升，M0 维持高增。广义货币 M2 同比增长 8.3%，较上月提升 0.4pct。M1 同比增长 4.6%，较上月提升 2.3pct，边际增长显著；M0 同比增长 12%，较上月放缓 0.1pct。

本月社融增长显著、强于往年，政府债发行多增仍是核心驱动力。由于 6 月是信贷大月，故社融新增的结构从前月的仅政府债占主导，转变为“信贷为主、政府债为辅”。但同比增幅来看，人民币贷款仅略高于去年同期，主要是政府债融资同比高增贡献了社融的同比增量。

本月新增信贷出现季节性回升、略高于去年同期，主要依赖企业短贷拉动、企业中长期贷款亦出现抬升。供给端看，银行倾向于扩增企业短贷满足季末考核的信贷规模要求，BCI 企业融资环境指数升至 49.12%（上月为 49.09%）。需求端看，6 月 PMI 生产指数为 51%、新订单指数为 50.2%，显示关税扰动后订单增长、生产活动开始修复，但企业持续多月呈现利润压缩格局，利润薄叠加快速恢复生产的需要，催生了企业短期融资需求。同时在化债置换背景下，6 月企业中长期贷款仍出现小幅同比多增，或反映企业经营预期有所修复。

本月 M1 大幅跳升，M2-M1 剪刀差收窄，市场总量资金充裕。自 2024 年 9 月以来，M1 呈现区间上升趋势，M2-M1 剪刀差不断收窄，6 月 M1 同比增长较前月上升 2.3pct，达到区间内边际抬升最大幅度。M1 的快速跳升或由于以下几点原因：1) 5 月降息引导后续市场资金持续走宽；2) 央行首次月内两度启用买断式逆回购（6 日开展 1 万亿、16 日开展 4000 亿）；3) 十年国债利率中枢在重启国债买卖预期下走低、信用利差在配置力量推动下下行幅度更大，信用利差收窄，对于企业融资形成了相当于降息的效果；4) 6 月财政支出加速流向实体后形成 M1；5) 企业短贷高增形成 M1，且产量边际抬升下企业或倾向于留存更多短期资金以进行周转使用；6) 权益市场走强带来财富效应，推升 M1 总量。

● 深度视角：6 月金融数据有何亮点？

财政存款来看，政府债融资量略低于往年，新增财政存款处于历史偏低位置。新增政府债融资量与新增财政存款的差值较上月走高，且高于季节性水平，反映政府部门融入资金的支出加速注入实体经济。

细看企业直接融资分行业情况，本月实体类企业债券融资同比出现行业分化，

能源、材料、可选消费、信息技术等行业净融资同比上升，但医疗、工业、通讯服务、地产净融资同比下降，其中通讯及地产净融资亦出现一定的环比下跌。在存款搬家、低评级企业直接融资成本降低的背景下，资金仍在从金融体系流向实体，但不同行业融资出现分化，警惕地产融资回落。

票据融资来看，本月企业票据融资大幅下降，没有明显的票据冲量现象。票据融资利率中枢较 5 月有所下行。反映了企业融资环境改善，短贷支撑企业短期融资需求，票据融资需求继续减弱，宽信用环境下，企业融资结构继续呈现改善。

● 未来展望：透过 6 月金融数据，我们到怎样的趋势？

整体经济格局来看，政府加杠杆持续加速下，货币活化不足问题有所改善，但企业资产负债表仍有隐忧。货币流通方面，M2-M1 剪刀差有所收窄，资金活化较显著。规上工业企业资产总计和负债总计同比在此前企稳回升趋势下，遭遇关税扰动，近月呈现扩表动能持续衰减。权益增速低于资产增速，反映内生积累不足，扩表依赖债务驱动而非盈利支撑。由于宏观杠杆率依然偏高，居民部门融资仍偏弱，体现在 M2 增速仍不足，故当前周期还要依赖政策继续发力、精准施策以推升预期，打开居民部门货币活性。

政策层面来看，“财政扛旗+货币护航”的政策组合效果显著：一方面，作为社融的主要拉动项，政府债发行继续提速，是带动货币循环的起点。另一方面，货币政策宽松既维持银行信贷投放能力，保证了企业端票据融资向银行短贷的置换，又带动存款资金流向理财，理财信用下沉为多数弱资质实体企业注入资金，企业融资环境和融资结构得到改善。往后看，各部门均有继续打开的空间，结构上企业部门未来或能接力社融。政府部门看，化债的推进释放地方财政空间，企业部门看，债务结构优化、融资环境改善，提升企业后续加杠杆的能力。居民部门看，边际在弱修复，后续改变仍待观察。

当下仍是“政府驱动→企业接棒→居民跟随”的关键转换期，前月“财政先行”+“货币政策”托举的组合带来社融的持续改善，本月 M1 回升或是复苏起始验证点，而非政策退出的信号，后续政策护航仍然必要。财政方面，政府债继续加杠杆，根据各省已披露的发行计划，7 月是地方债供给高峰。货币政策方面，为配合政府债发行，央行可能再通过买断式逆回购\加大逆回购投放\重启国债买债\MLF 超额续作等多种工具为银行体系流动性护航。降息方面，央行强调“政策实施需适时适度”、“保持相机抉择”，以内为主之外，或还要兼顾外部平衡，考虑汇率稳定，后续关注美联储降息节奏。

债市而言，当前仍是政策主导下的流动性宽松格局，虽社融进入财政效果验证期，但偏弱的基本面仍未改变，资金宽松预期下债市向下回调空间或有限。虽资金总量短时若出现快速增长则有流向股市的风险，但近阶段债市的调整主要还是此前交易过度抢跑预期所致，建议后续积极把握情绪面变化带来的波段机会。

● 风险提示

警惕政策不确定性风险、外部环境风险。

正文目录

1	重要图表.....	5
2	风险提示.....	5

图表目录

图表 1：人民币贷款、社融各项当月新增及同比多增情况（亿元）	5
图表 2：细看企业债券融资情况：金融类融资同比转负，而实体类融资同比趋势分化，地产负增扩大（亿元，%）	5
图表 3：新增信贷总量（亿元）	6
图表 4：新增信贷的分项结构变化（亿元）	6
图表 5：新增信贷分项：信贷高增主因是企业短期贷款放量（亿元）	6
图表 6：企业新增信贷：短期贷款同比增长强于去年（亿元）	6
图表 7：企业新增信贷：新增票据融资走低（亿元）	6
图表 8：企业新增信贷：中长期贷款同比略高于去年（亿元）	6
图表 9：企业资产负债表同比变化：关税冲击下，资产负债表弱扩表，动能持续衰减（%）	7
图表 10：新增社融：6 月社融新增处于历史偏多水平（亿元）	7
图表 11：新增社融的分项结构变化：结构上以信贷和政府债为主（亿元）	7
图表 12：新增社融分项表现：增量仍以政府债发行为主（亿元）	7
图表 13：新增企业债融资：6 月企业债融资同比强于季节性，但环比增幅弱于季节性（亿元）	7
图表 14：新增政府债融资：发行节奏仍快于往年（亿元）	7
图表 15：新增财政存款：财政存款略低于往年（亿元）	8
图表 16：新增政府债融资与财政存款的差值：差值边际走高（亿元）	8
图表 17：M2-M1 剪刀差收窄（%）	8

1 重要图表

图表 1：人民币贷款、社融各项当月新增及同比多增情况（亿元）

		新增量				同比多增				环比多增			
		2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03
信贷													
各项贷款		22400.0	6225.1	2850.7	36358.6	10087.2	1143.1	-3226.8	-4474.2	5469.9	-4469.0	16174.9	3374.3
境内贷款		-	6485.9	2499.3	36565.2	9355.2		-2083.0	-3455.1	5615.2	-4439.0		3986.6
境外贷款		-	-260.8	351.5	-206.6	732.0		-1143.8	-1019.0	-145.4	-30.0		-612.3
企业贷款		17700.0	5357.4	6116.1	28378.8	10402.9	1458.4	-2091.7	-2415.7	4894.9	-5252.9	12342.6	-758.6
短期贷款及票据融资		-	1894.7	3568.5	12391.4	5010.9		-420.7	-755.5	5086.3	2497.9		-1673.8
短期贷款		11600.0	1149.3	-4772.9	14377.0	3318.2	4835.4	2406.3	-696.5	4541.0	-1950.4	10450.7	5922.2
票据融资		-4109.0	745.4	8341.4	-1985.6	1692.7	-3716.0	-2827.0	-59.0	545.2	4448.4	-4854.4	-7596.0
中长期贷款		10100.0	3325.3	2511.2	15763.0	5441.8	442.4	-1687.0	-1570.5	-212.4	-7486.3	6774.7	814.1
融资租赁		-	142.6	74.4	251.1	-46.4		-25.3	-31.8	44.9	-255.3		68.3
各项垫款		-	-5.1	-37.9	-26.7	-3.3		41.3	-58.0	-23.9	-9.2		32.8
住户贷款		5976.0	539.4	-5250.8	9888.4	-3891.6	277.4	-217.4	-66.4	464.6	2014.7	5436.6	5790.2
短期贷款		2621.0	-207.4	-4019.3	4841.4	-2741.1	150.2	-450.3	-501.2	2127.0	2828.4	3811.9	-8860.7
中长期贷款		3353.0	746.8	-1231.4	5047.1	-1150.4	125.2	233.0	434.8	531.0	-112.2	2606.2	1978.3
消费贷款		-	195.3	-1960.9	3831.6	-3789.2		777.2	1671.8	1252.6	1996.3		2156.2
经营贷款		-	344.2	-3289.8	6056.9	-102.4		-994.6	-1738.2	-788.0	18.4		3634.0
短期贷款:消费贷款		-	9.6	-1213.0	1352.8	-2525.8		7.8	498.1	353.7	1630.8		1222.7
短期贷款:经营贷款		-	-217.1	-2806.3	3488.6	-215.3		-458.2	-999.3	-420.1	496.1		2589.2
中长期贷款:消费贷款		-	185.6	-747.9	2478.8	-1263.4		769.4	1173.7	898.9	365.5		933.5
中长期贷款:经营贷款		-	561.2	-483.5	2568.3	112.9		-536.4	-738.8	-367.9	-477.7		1044.8
非银行业金融机构贷款		-1026.0	589.0	1634.0	-1702.0	2843.9	391.2	226.1	-973.0	255.8	-1200.8	-1615.0	-1044.9
社融													
社融		41993.0	22870.0	11599.0	58961.0	22331.0	9008.0	2247.0	12257.0	10626.0	7372.0	19123.0	11271.0
人民币贷款		23600.0	5923.0	884.0	38234.0	6528.0	1673.0	-2274.0	-2465.0	5314.0	-3245.0	17677.0	5039.0
政府债券		13508.0	14585.0	9729.0	14866.0	16939.0	5032.0	2319.0	10666.0	10240.0	10928.0	-1077.0	4856.0
企业债券融资		2422.0	1496.0	2340.0	-905.0	1702.0	322.0	1211.0	633.0	-5142.0	279.0	926.0	-844.0
表外:新增委托贷款		-400.0	-166.0	-2.0	-165.0	-228.0	-397.0	-157.0	-91.0	300.0	-56.0	-234.0	-164.0
表外:新增信托贷款		816.0	173.0	-77.0	238.0	-330.0	68.0	-51.0	-219.0	-443.0	-901.0	643.0	250.0
表外:新增未贴现银行承兑汇票		-1899.0	-1163.0	-2794.0	3632.0	-2987.0	146.0	168.0	1696.0	80.0	699.0	-736.0	1631.0
非金融企业境内股票融资		203.0	152.0	391.0	412.0	76.0	49.0	41.0	205.0	185.0	-38.0	51.0	-239.0
存款类金融机构资产支持证券		-	-102.0	-316.0	-76.0	-269.0	-	324.0	1651.0	512.0	-59.0	-	214.0

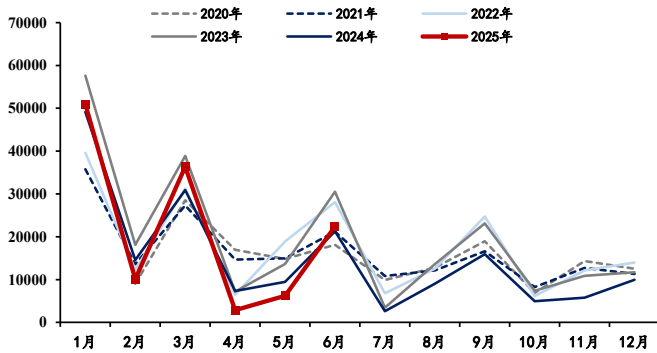
资料来源：Wind，华安证券研究所 注释：信贷数据当月新增来源为人民银行金融统计数据报告，往月数据来源为人民银行金融机构人民币信贷收支表

图表 2：细看企业债券融资情况：金融类融资同比转负，而实体类融资同比趋势分化，地产负增扩大（亿元，%）

		2025-06			2025-05			2025-06环比			去年同期			2025-06同比		
		总发行	总偿还	净融资	总发行	总偿还	净融资	总发行	总偿还	净融资	总发行	总偿还	净融资	总发行	总偿还	净融资
分期限	1年以内	44603.7	49984.9	-5381.2	35965.4	34749.8	1215.6	24%	44%	-543%	38563.7	35762.7	2800.9	16%	40%	-222%
	1-5年	22856.2	18074.3	4781.9	18595.0	11054.1	7540.9	23%	64%	-37%	17375.7	16290.1	1085.6	32%	11%	340%
	5年以上	20793.6	5981.8	14811.8	18173.1	3472.6	14700.5	14%	72%	1%	14662.0	5022.7	9639.3	42%	19%	54%
城投债&二永债	城投	3155.9	3845.5	-689.6	1746.2	2305.8	-559.6	81%	67%	-23%	3470.4	3448.2	22.2	-9%	12%	-3206%
	二永	3252.6	1717.6	1535.0	4050.2	2462.0	1588.2	-20%	-30%	-3%	2703.3	1625.7	1077.6	20%	6%	42%
信用债分行业(wind新)	能源	728.1	405.2	322.9	408.1	211.4	196.6	78%	92%	64%	684.3	512.9	171.5	6%	-21%	88%
	材料	935.8	628.8	307.0	590.4	406.0	184.5	58%	55%	66%	512.3	729.3	-217.1	83%	-14%	243%
	工业	7102.6	6421.0	681.6	4340.8	4354.7	-13.9	64%	47%	5014%	7265.7	6130.1	1135.7	-2%	5%	-49%
	可选消费	1184.7	699.3	485.4	432.3	300.6	131.7	174%	133%	269%	679.8	530.8	149.0	74%	32%	226%
	日常消费	168.2	625.5	-457.3	178.7	121.2	57.5	-6%	416%	-896%	176.4	683.7	-507.3	-5%	-9%	10%
	医疗保健	88.5	89.5	-1.0	61.8	9.7	52.1	43%	826%	-102%	84.8	33.9	50.9	4%	164%	-102%
	金融	41786.7	46605.0	-4818.3	35598.8	30750.4	4848.4	17%	52%	-199%	35269.4	31427.1	3842.2	18%	48%	-225%
	信息技术	178.1	246.8	-68.7	123.4	44.4	79.0	44%	455%	-187%	127.6	289.8	-162.1	40%	-15%	58%
	通讯服务	36.0	49.9	-13.9	20.0	19.6	0.4	80%	155%	-3263%	25.0	31.0	-6.0	44%	61%	-130%
	公用事业	2082.7	1308.2	774.5	1862.0	1794.6	67.4	12%	-27%	1049%	1320.1	654.1	665.9	58%	100%	16%
	房地产	349.9	444.9	-95.0	280.6	351.6	-71.0	25%	27%	-34%	305.3	377.7	-72.4	15%	18%	-31%

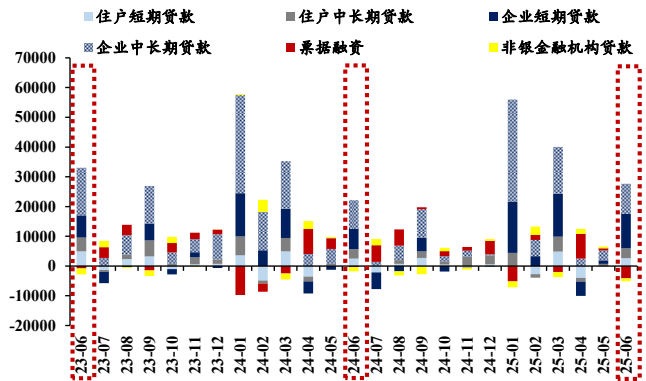
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3：新增信贷总量（亿元）



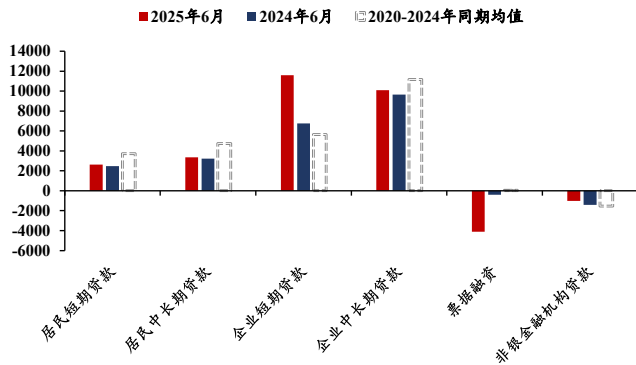
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 4：新增信贷的分项结构变化（亿元）



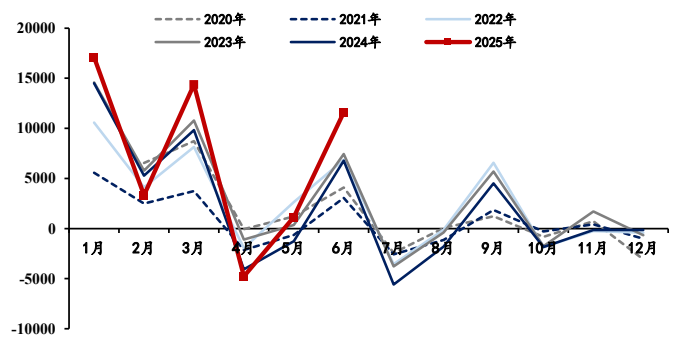
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 5：新增信贷分项：信贷高增主因是企业短期贷款放量（亿元）



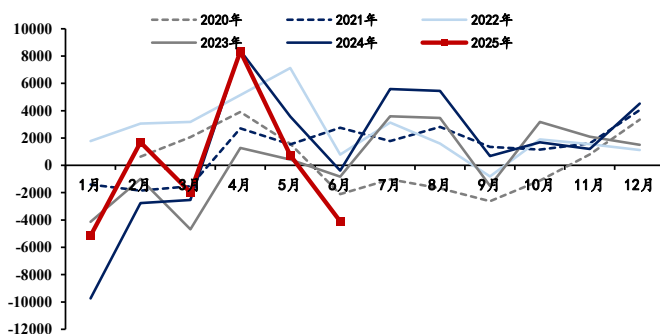
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 6：企业新增信贷：短期贷款同比增长强于去年（亿元）



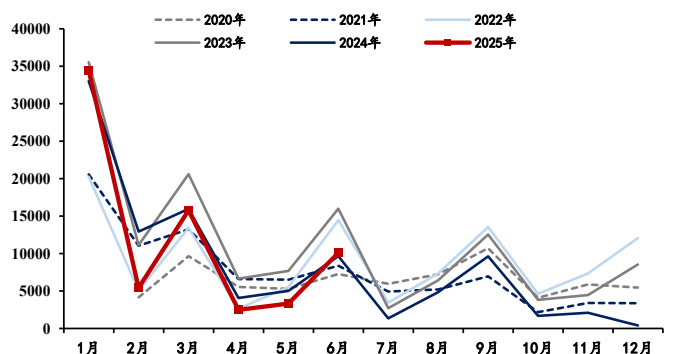
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 7：企业新增信贷：新增票据融资走低（亿元）



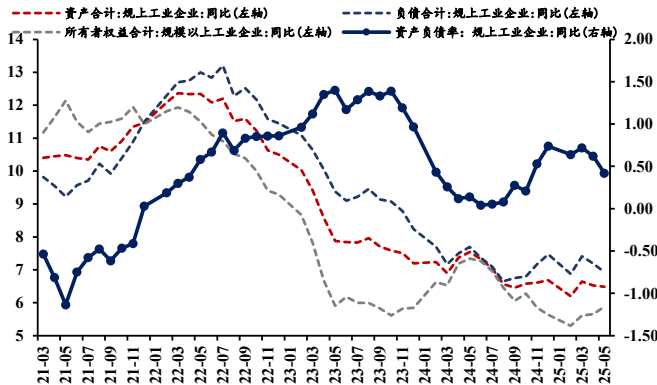
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 8：企业新增信贷：中长期贷款同比略高于去年（亿元）



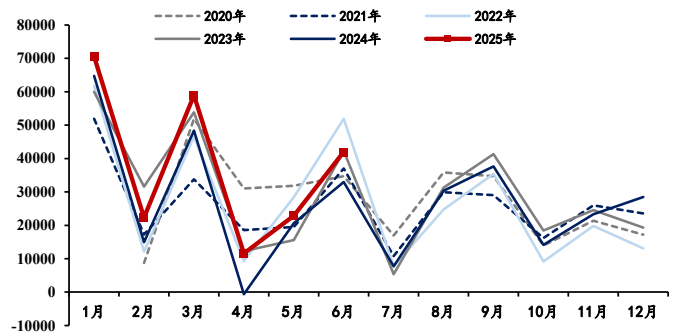
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 9：企业资产负债表同比变化：关税冲击下，资产负债表弱扩表，动能持续衰减（%）



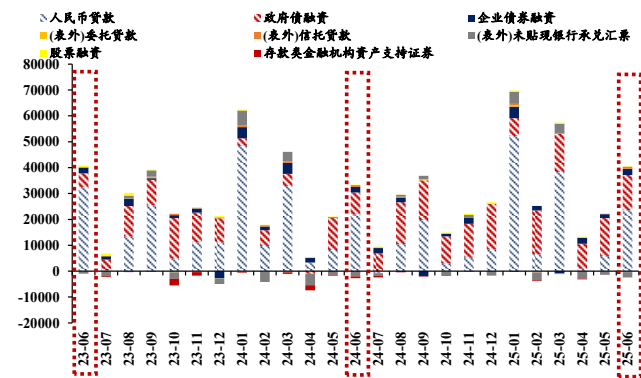
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 10：新增社融：6 月社融新增处于历史偏多水平（亿元）



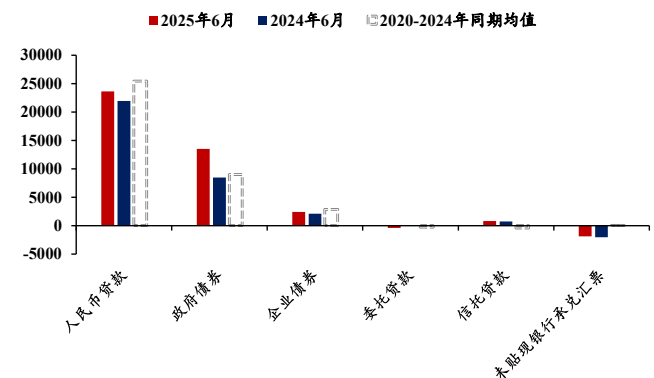
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 11：新增社融的分项结构变化：结构上以信贷和政府债为主（亿元）



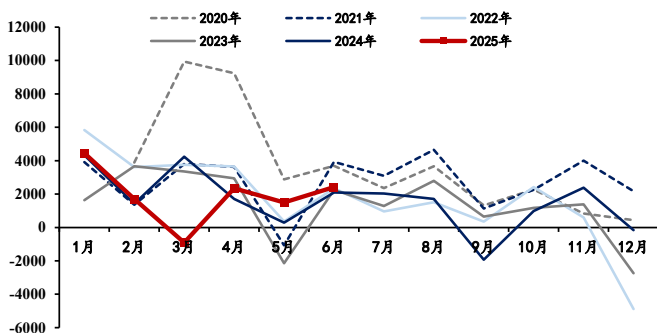
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 12：新增社融分项表现：增量仍以政府债发行为主（亿元）



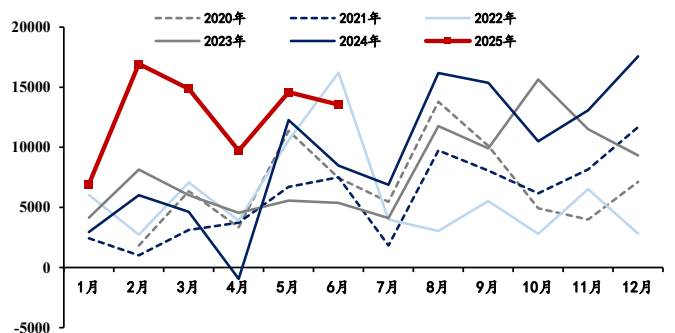
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 13：新增企业债融资：6 月企业债融资同比强于季节性，但环比增幅弱于季节性（亿元）



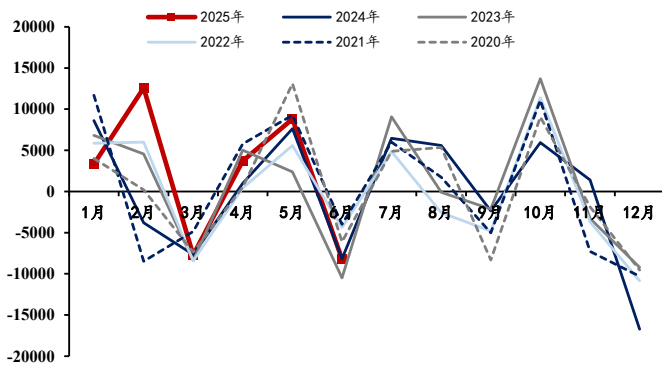
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 14：新增政府债融资：发行节奏仍快于往年（亿元）

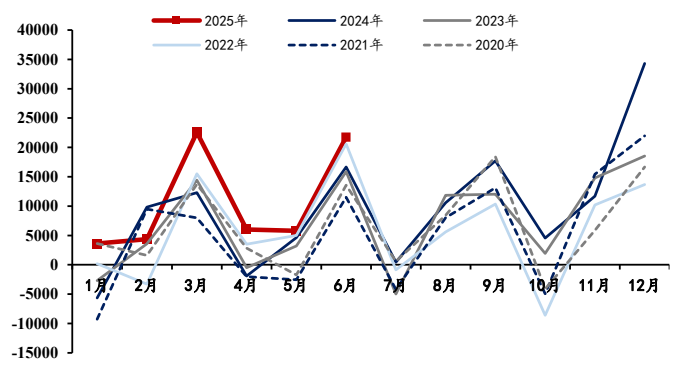


资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 15: 新增财政存款: 财政存款略低于往年 (亿元) 图表 16: 新增政府债融资与财政存款的差值: 差值边际走高 (亿元)

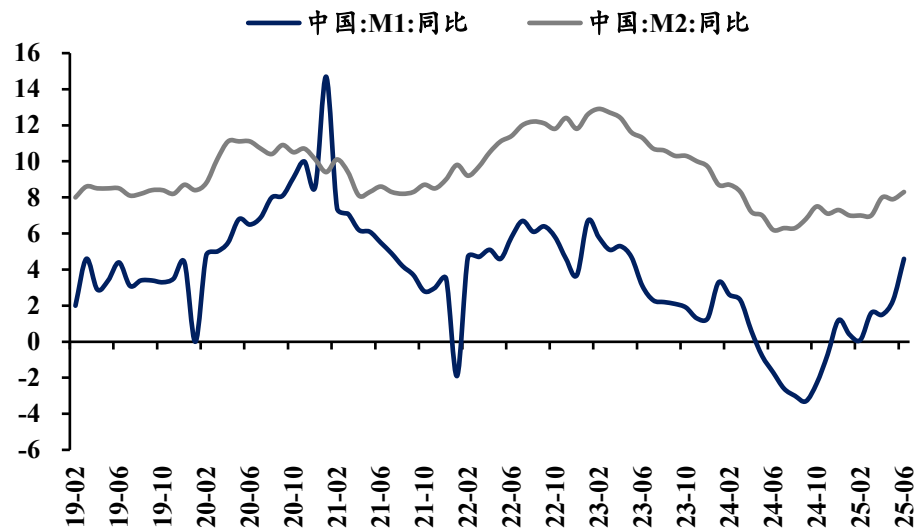


资料来源: Wind, 华安证券研究所 注释: 新增财政存款为国库滞留的未拨付资金, 反映财政“沉淀”



资料来源: Wind, 华安证券研究所 注释: 新增政府债融资减去新增财政存款形成差值, 差值代表财政向实体经济的净资金注入规模

图表 17: M2-M1 剪刀差收窄 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

2 风险提示

警惕政策不确定性风险、外部环境风险。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安证券研究所所长助理，固收首席分析师，8 年卖方固收、权益研究经验，曾供职于民生证券、华西证券，2024 年 Wind 金牌分析师第二名，2023 年 Choice 固收行业最佳分析师。

分析师：洪子彦，华安固收分析师，南加州大学金融工程硕士，覆盖宏观利率、机构行为、国债期货研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。