

20250715—年内首个超预期的总量金融数据：M1 和企业短贷超常回升；央行开始释放偏宽松的鸽派信号

快速阅读版：

1. 6月社融超预期，其中尤其是M1超预期的讨论较多。一般认为，**财政前期发债开始下拨为企业存款，导致企业现金流改善；此外6月结汇盘回升，共同带动M1改善。**另外企业短期贷款大幅增加、而票据融资减，可能是汽车行业反内卷的落地信号：**大型车企开始找银行借短期贷款，去置换供应商的商票，缩短付款账期。**这是25年以来难得的首个具有偏多意义的总量金融数据，虽然权益市场预期抢跑已经非常充分，但数据的实质性改善可能意味着权益底部支撑位的中枢是逐渐上移的，不能把权益走强全部归结为弱现实强预期，反而是现实也偏强。

2. 今日30年国债发行不畅，一级发行利率来到了1.9%，市场情绪走弱；下午的国新办发布会上YM金市部门负责人对债市放鸽，对小行债券投资表示温和态度：**中小银行选择适当增持债券，在监管允许范围内是合理的；银行自发买卖债券，对市场也会起到稳定器的作用。**此外，盘后公布央行超额续作国债买断式逆回购2000亿也被认为是呵护债市组合拳，情况和3月类似：彼时50年国债发飞，财政方面不爽因此提前召集了一季度货币政策执行例会，明确指出货币政策不可以影响到国债发行：随后长债见底。

中债长端可能见到了政策底，但赔率仍然不佳。YM明确的偏宽松态度，可能在权益市场会被理解为强化中美共同货币宽松，利多权益每调买机，而利率债则继续维持被抽血状态。

维港证券国际有限公司



长江宏观 | 于博团队

6月金融数据一图速览



单位: 亿元, %	2025-06	2025-05	2025-04	2024-06	2024-05	2024-04
社融当月新增	42,000	22,870	11,599	32,985	20,623	-658
其中: 人民币贷款	23,600	5,923	884	21,927	8,197	3,349
外币贷款	325	134	-130	-807	-487	-310
委托贷款	-400	-166	-2	-3	-9	89
信托贷款	816	173	-77	748	224	142
未贴现银行承兑汇票	-1,900	-1,163	-2,794	-2,045	-1,331	-4,490
企业债券	2,413	1,496	2,340	2,100	285	1,707
政府债券	13,500	14,585	9,729	8,476	12,266	-937
非金融企业境内股票融资	203	152	391	154	111	186
社融当月同比多增	9,015	2,247	12,257	-9,280	5,063	-12,907
其中: 人民币贷款	1,673	-2,274	-2,465	-10,486	-4,022	-1,082
外币贷款	1,132	621	180	-616	-149	9
委托贷款	-397	-157	-91	53	-44	6
信托贷款	68	-51	-219	902	-79	23
未贴现银行承兑汇票	145	168	1,696	-1,354	464	-3,145
企业债券	313	1,211	633	-149	2,429	-1,233
政府债券	5,024	2,319	10,666	3,105	6,695	-5,485
非金融企业境内股票融资	49	-41	205	-546	-642	-807
社融同比增速	8.9	8.7	8.7	8.1	8.4	8.3
社融剔除政府债同比增速	6.1	6.0	6.0	6.7	7.1	7.2
信贷同比增速	7.0	7.0	7.1	8.3	8.9	9.1
M0同比增速	12.0	12.1	12.0	11.7	11.7	10.8
旧M1同比增速	3.1	0.7	-1.1	-5.0	-4.2	-1.4
新M1同比增速	4.6	2.3	1.5	-1.7	-0.8	0.6
M2同比增速	8.3	7.9	8.0	6.2	7.0	7.2
信贷当月新增	22,400	6,200	2,800	21,300	9,500	7,300
居民部门贷款	5,976	540	-5,216	5,709	757	-5,166
其中: 短期贷款	2,621	-208	-4,019	2,471	243	-3,518
中长期贷款	3,353	746	-1,231	3,202	514	-1,666
企业部门贷款	17,700	5,300	6,100	16,300	7,400	8,600
其中: 短期贷款	11,600	1,100	-4,800	6,700	-1,200	-4,100
中长期贷款	10,100	3,300	2,500	9,700	5,000	4,100
票据融资	-4,109	746	8,341	-393	3,572	8,381
信贷当月同比多增	1,100	-3,300	-4,500	-9,200	-4,100	112
居民部门贷款同比多增	267	-217	-50	-3,930	-2,915	-2,755
其中: 短期贷款	150	-451	-501	-2,443	-1,745	-2,263
中长期贷款	151	232	435	-1,428	-1,170	-510
企业部门贷款同比多增	1,400	-2,100	-2,500	-6,503	-1,158	1,761
其中: 短期贷款	4,900	2,300	-700	-749	-1,550	-3,001
中长期贷款	400	-1,700	-1,600	-6,233	-2,698	-2,569
票据融资	-3,716	-2,826	-40	428	3,152	7,101

图: 社融新增及同比多增 (亿元)

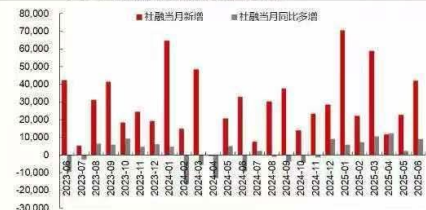


图: 社融分项同比多增 (亿元)

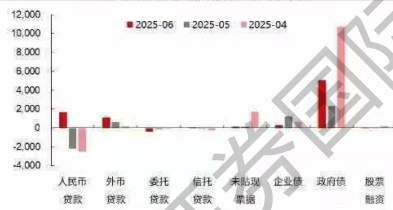


图: 历年各月居民中长贷 (亿元)

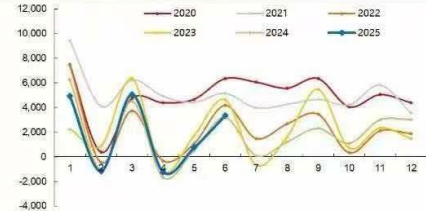


图: 历年各月企业中长贷 (亿元)

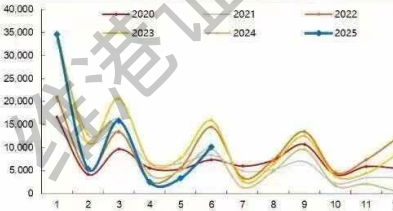


图: M0、M1、M2同比 (%)

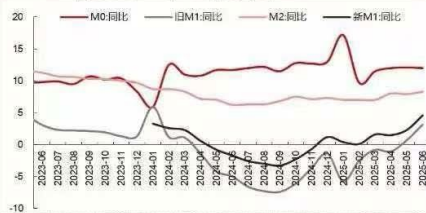
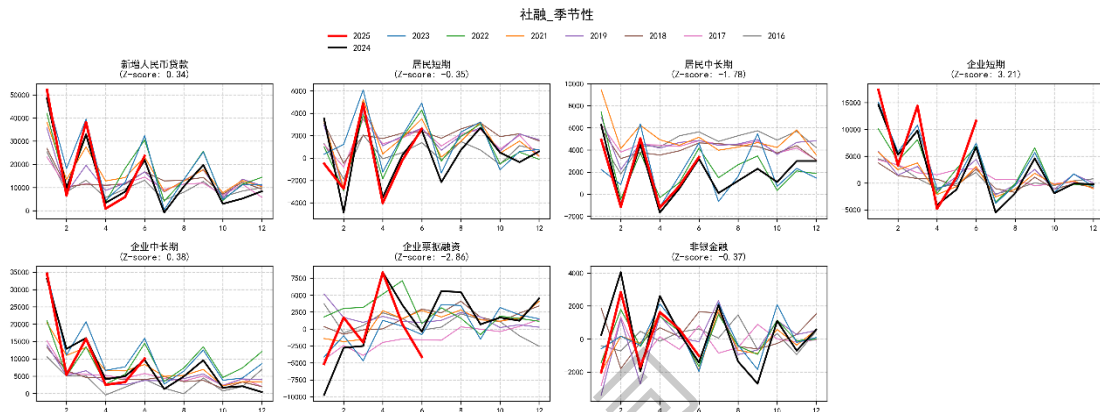


图: 社融存量同比 (%)



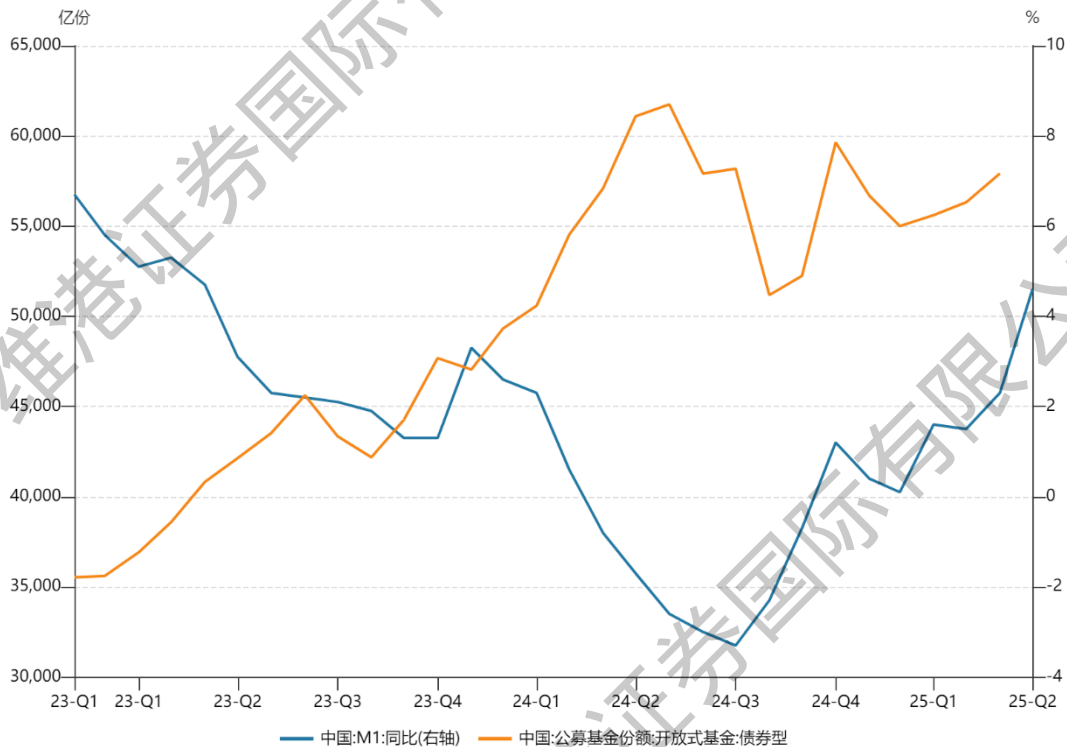
资料来源: Wind, 央行, 长江证券研究所; 声明: 本文根据公开信息整理, 不代表分析师本人观点。

联系人: 于博 (18516396875) / 宋筱筱 (1307279516)



(一) M1 不是第一个月回升了，为什么这个月讨论才多起来？

6月社融增加4.2万亿元，高于市场预期的3.7万亿。其中政府债券同比多5000亿，企业和居民新增长期贷款各自多了200多亿，企业短期贷款新增4900亿是主要贡献。此外，6月M1同比增长4.6%，较前值提升2.3%，比较亮眼。



数据来源：Wind

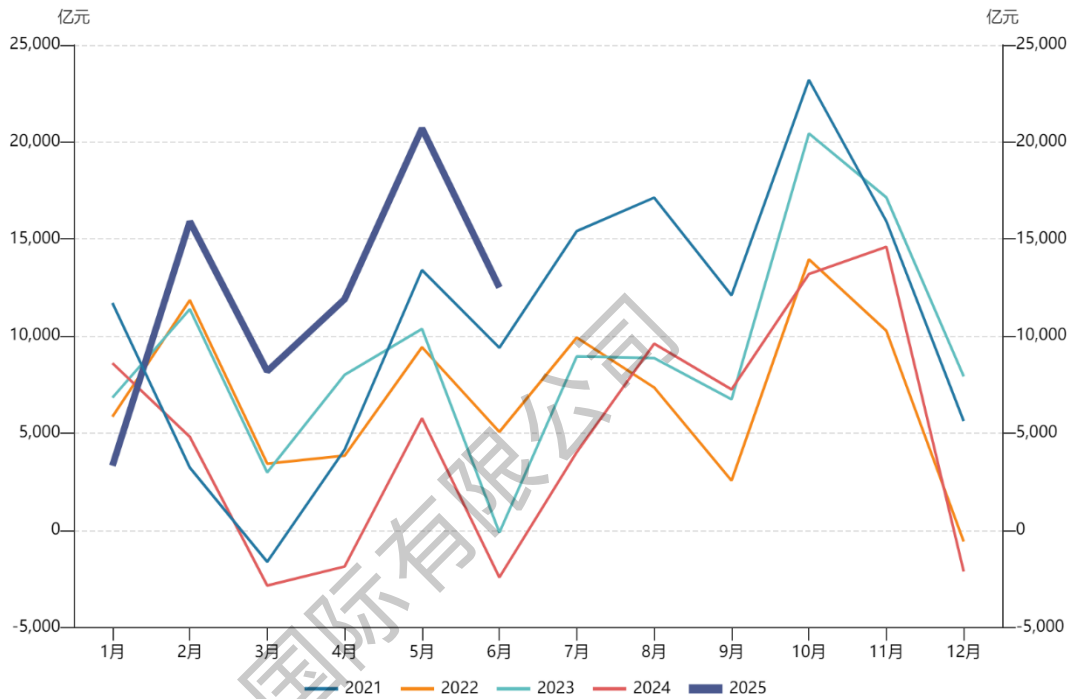
政府债券高增长都N个月了，市场早已对此漠不关心。企业和居民长期贷款没看点，也符合预期，符合目前楼市和制造业限制新增投资的大背景。M1技术性反弹也不是一天两天了，为什么突然引起关注？

因为这次不是技术性反弹。

24年上半年打击存款贴息、防空转和债市行情好共同主导了一轮存款搬家，大量存款涌入理财和债券市场，导致债基规模和M1跷跷板。随着25年债市行情转震荡，理财和债基规模开始停止增长，因而M1被抽水的情况改善，企稳反弹。可是5-6月债市行情不错，理财和债基规模稳定，为何M1还加速反弹了？

市场一般采信两个归因，即财政(化债)发力，和企业结汇。

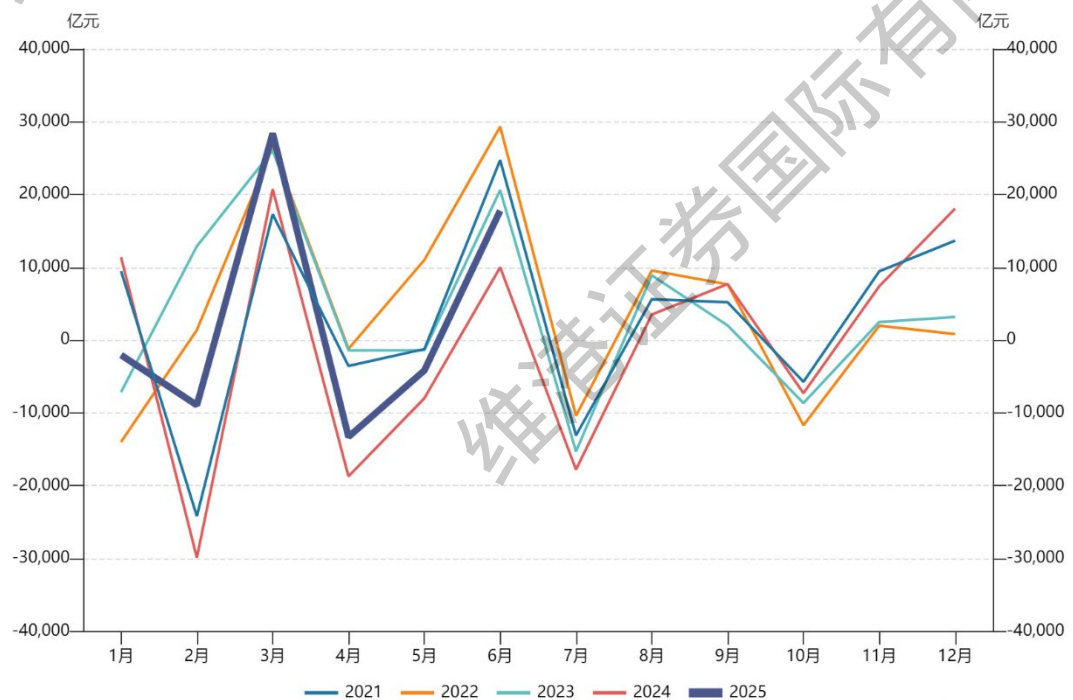
中国:金融机构:新增人民币存款:财政存款:累计值



数据来源: Wind

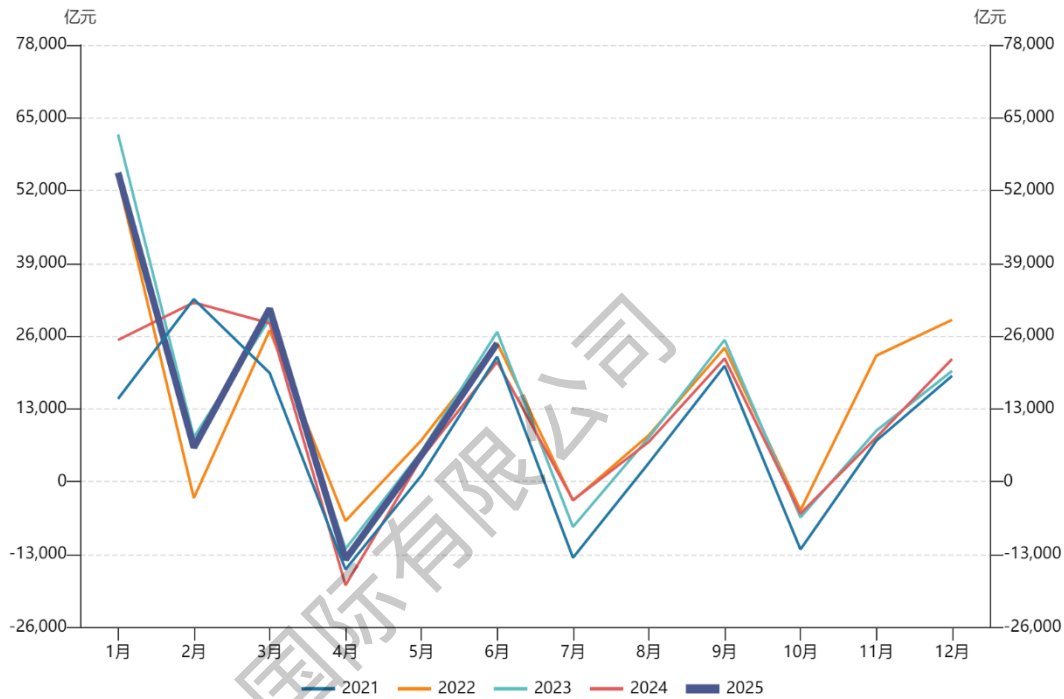
就前者而言, 在国债持续加力发行后我们看到6月财政存款环比下降7500亿, 而企业和居民端存款在6月分别多增7000亿和3000亿, 我们应认为**随着财政投资加力、化债持续推进, 相当一部分财政存款已经下发并变为企业和居民存款**, 企业偿债压力下降也导致存款消耗减少。这是一个企业现金流改善的信号, 值得注意。

中国:金融机构:新增人民币存款:非金融企业:当月值



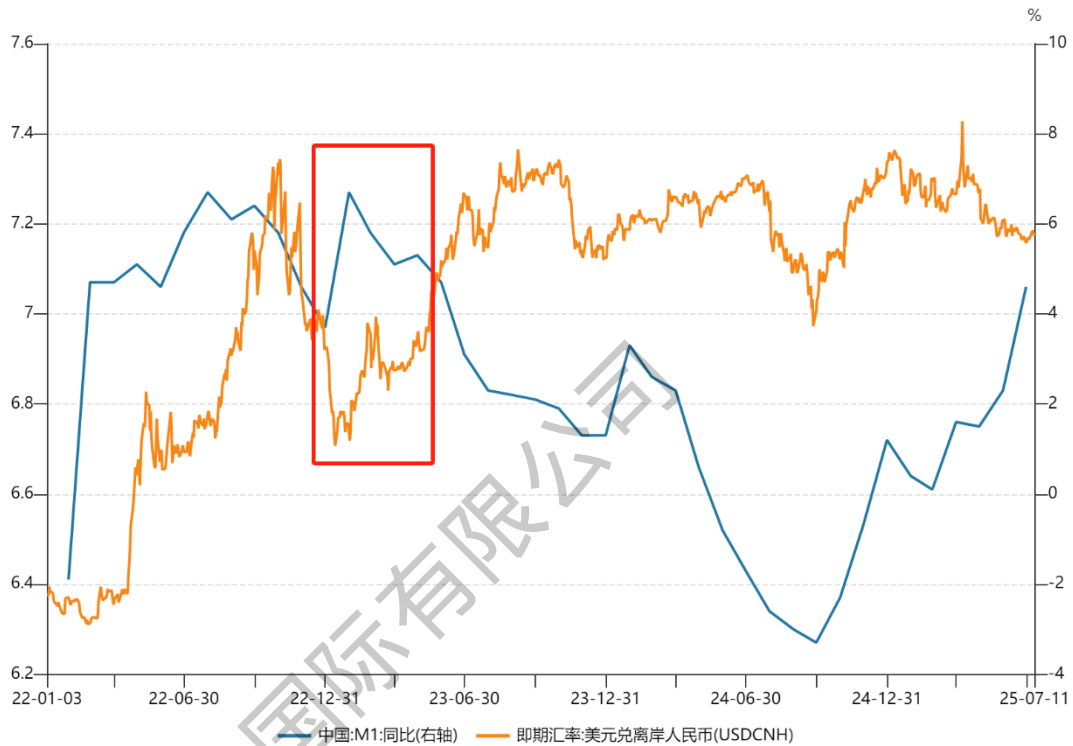
数据来源: Wind

中国:金融机构:新增人民币存款:居民户:当月值



数据来源: Wind

其次，随着美元走弱、企业开始批量结汇也可能是M1反弹的一个原因，这个场景曾经在2022年12月至2023年1月出现过中国reopen叠加美联储放缓加息进度，人民币汇率快速走强带动企业结汇，活期存款增加拉动M1反弹；目前美元走弱后企业的选择可能是相似的。并且和之前相比，我们宜认为这次的结汇持续性可能更长：之前是加息周期中场，且中国资产缺乏吸引力；目前是FED降息周期开端，中国资产吸引力上升，我们不试图讨论RMB能升值到6.9还是多少，这纯拍脑门没意义；但是中长期美元偏弱的趋势和中国出口竞争力的持续验证意味着企业结汇意愿提升是不争的事实，因而对M1增速不悲观。



数据来源: Wind

(二) 企业为何大量借短期贷款?

今年3月,企业短期贷款曾经出现过阶段性高增,原因是当时债灾,信用债发不出去,企业债券融资规模大降;不得不转向银行短贷过日子,

而6月企业债券融资顺畅,为何短贷还是高增长?如果和票据融资规模下降做比较,我认为这可能是汽车业反内卷的一个具体落地信号:有关部门已经明令大型车企缩短对供应商的应付账款账期,因此车企存在去银行借短期贷款、把发给上游供应商的商票做清偿的可能。

因此,这可能也是一个比较直观的、反内卷的积极信号。综上所述,一个统计上个月已经发生过的事情的经济数据并不必然指向未来,但是它却在悄悄提醒我们:提前两年抢跑银行风险化解、提前半年抢跑A股市场ROE见底、提前一个季度抢跑核心城市房地产市场风险化解的行为动作并不是异想天开,他们都逐渐落地在了现实数据上。

这并不必然意味着上证指数能够看高一线,而意味着底部支撑位在持续上移,此刻我非常尊重弘则策略首席马老师在一个多月之前的报告内容:一旦3500突破,那么这个长期压力位就变成了支撑位

Respect.

未来不是被预测出来的,而是被创造出来的。