



金融数据点评

固定收益动态

证券研究报告

固定收益组

分析师：尹睿哲（执业 S1130525030009） 分析师：魏雪（执业 S1130525030011）

yinruizhe@gjzq.com.cn

wei_xue@gjzq.com.cn

企业信用减速下行

6 月社融增速续创新低，政府债券和人民币贷款拖累社融

6 月新增社融 2.03 万亿，同比少增 2607 亿；社融存量增速继续下降 0.1 个百分点至 7.7%。本月对社融拖累较大的是政府债券和人民币贷款，分别同比大幅少增 2362 亿、913 亿。仅未贴现银票、企业债券同比增量相对较大，分别少减 480 亿、多增 219 亿。

票据冲量，企业中长贷、居民中长贷均出现历史同期首次负增长

5 月金融机构口径新增人民币信贷为 2009 年来同期新低。企业部门中，票融冲量明显、其新增规模创历史同期新高，企业中长贷出现了历史同期首次负增长。居民部门中短、中长贷均负增，其中居民中长贷也是历史同期首次负增长。

对于本月社融，我们主要提示以下三点：

1) 企业部门信用增速总体企稳，5 月下行斜率环比放缓

“性价比”更高的企业债券对企业中长贷有一定挤出效应。近两年来企业贷款利率与中票利率的利差有所走高，融资成本对比下，企业债券对企业信贷可能有一定挤出效应；历史上企业中长贷增速与企业债券存量增速的走势总体负相关也佐证了这一点，2022 年以来两者走势的负相关性尤为明显。

“企业债券+企业中长贷”反应的企业部门信用增速已经企稳。因此我们在观察企业信用变化的时候，可以把企业债券与企业中长贷加总来看，以此更全面的反映企业部门信用情况，加总之后的企业信用增速与 10 年期国债利率的拟合性也优于仅观察企业中长贷增速。合并之后可以发现企业部门信用增速从 2025 年四季度以来基本企稳，震荡在 7.3% 一线；5 月此增速虽然较 4 月下行 0.2pct 至 7.04%，但是下行斜率较上月的 0.4pct 有所放缓。

2) 企业持续结汇、地产边际回暖、化债资金下达可能是 5 月 M1 增速回升的原因

经过两个月下行后，5 月 M1 增速转为回升 0.5 个百分点至 5.5%。原因可能有以下几点：其一是在 5 月出口仍然略超预期、以及人民币汇率依然较强的情况下，企业结汇意愿仍然偏高，对应净结汇率继续上升，持续派生出的人民币存款暂时以活期的形式存在。其二是历史上 M1 增速与地产相关性较好，虽然当前房地产市场总体表现仍然偏弱，但是今年以来楼市销售边际改善，5 月一线、二线城市商品房成交偏暖，可能也对 5 月 M1 增速回升有所贡献。其三是今年 5 月特殊再融资债券净发行接近 2500 亿，较 2025 年 5 月仅 158 亿的净发行规模明显上升，化债下拨的资金可能暂时也以活期存款的形式留在企业账上，一定程度推高 M1 增速。

3) 居民存款罕见负增，企业存款明显少减，非银存款维持高增

5 月新增存款 1.77 万亿、同比少增 4100 亿，新增规模也低于过去五年均值 2.18 万亿。总体来看，贷款较弱的情况下对应派生的存款规模可能偏低；具体到内部结构来看，居民存款存在向企业、非银转移的可能性。其中居民存款减少 1100 亿、同比少增 5800 亿，为 2016 年同期以来首次负增长。②企业部门存款减少 1700 亿，总体符合 5 月负增长的季节性，不过负增规模较过去两年同期明显偏低。③非银存款新增 1.14 万亿，总体维持了过去两年的高增态势。

综上，5 月社融存量增速进一步下行至 7.7%，其中拖累较大的分项是政府债券和人民币信贷。人民币信贷中，票据冲量、企业中长贷和居民中长贷均出现历史同期首次负增长都说明了 5 月信贷投放情况仍然偏弱。不过值得注意的信号有两个，其一是以企业债券和企业中长贷之和来衡量的企业部门信用增速已经震荡企稳了一段时间，5 月下行斜率环比放缓；其二是 5 月 M1 增速回升 0.5pct，历史上 M1 增速对 PPI 有一定领先性，需要跟踪影响其回升的因素可否持续。

风险提示

政策超预期、测算误差、历史经验不适用

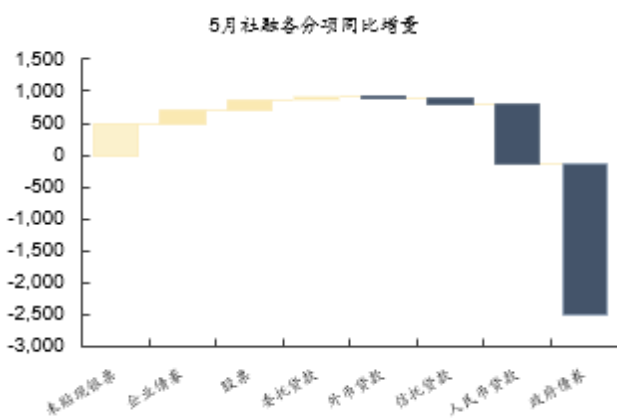
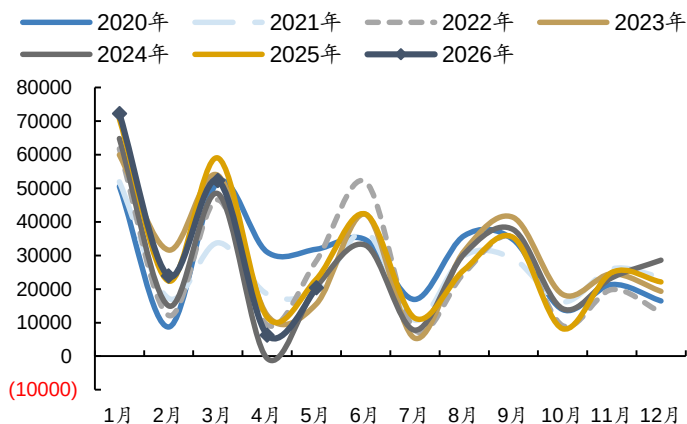


6月社融增速连续创新低。2026年6月12日央行公布6月金融数据，6月新增社融2.03万亿，同比少增2607亿；对比过去五年同期新增社融均值2.14万亿来看，本月新增社融规模略低于往年同期均值。6月社融存量增速继续下降0.1个百分点至7.7%。此外，M0增速较上月下降0.3个百分点至11.9%，M1增速则回升0.5个百分点至5.5%，M2增速持平于4月的8.6%。

政府债券和人民币贷款拖累社融。从社融内部各个分项的同比增量来看，本月对社融拖累较大的是政府债券和人民币贷款，分别同比大幅少增2362亿、913亿。仅未贴现银票、企业债券同比增量相对较大，分别少减480亿、多增219亿。

图表1：5月新增社融略低于往年同期均值，亿

图表2：5月贷款和政府债明显拖累社融，亿



来源：i

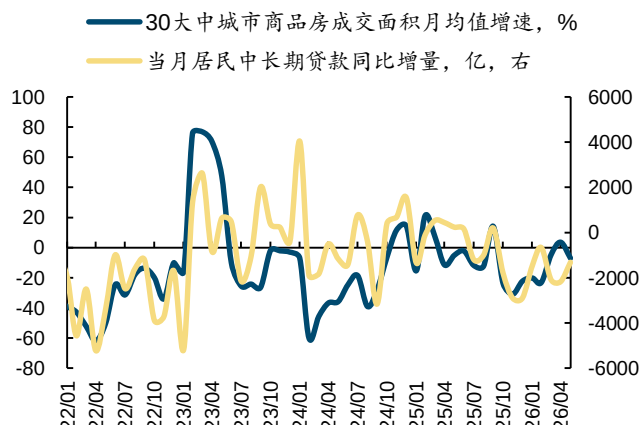
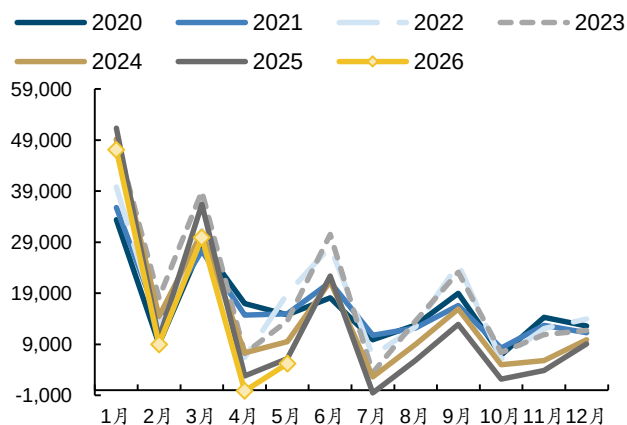
新增人民币贷款为2009年来同期新低。具体到金融机构口径信贷来看，5月金融机构口径人民币同比少增1000亿至5200亿，低于过去五年同期均值1.3万亿，也创下2009年以来同期新增人民币贷款最低值。其中企业、居民、非银三个部门表现均不算太好。

票融同期新高，企业中长贷同期首次负增长。企业部门信贷同比多增1100亿至6400亿，其中主要是靠票据冲量，票融同比大幅多增4842亿至5570亿，新增规模创历史同期新高。企业中长贷历史同期首次出现负增长200亿，同比大幅少增3500亿。企业短贷同比小幅少增100亿至1000亿。整体来看，企业信贷的景气度不仅没有改善，甚至还在边际恶化。

居民中长贷历史同期首次负增长。居民部门信贷同比少增1952亿至-1412亿，同样为历史同期首次负增长。其中居民短贷同比多减632亿至-840亿、居民中长贷同比少增1317亿至-571亿，居民中长贷也是历史同期首次负增长。今年以来房地产市场的表现并不算差，但是居民部门信贷迟迟不见起色，可能说明居民加杠杆购房的意愿仍在下降，提前偿还贷款的倾向上升。

图表3：5月新增信贷为2009年同期新低，亿

图表4：近期居民中长贷和商品房成交略有背离



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所



图表5: 5月社融各细分项同比、环比变化

单位: 亿元		同比	环比	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09
社融	表内融资	-930	8,949	5,127	-3,822	31,942	8,422	49,484	9,129	3,874	-354	15,952
	人民币贷款	-913	9,016	5,010	-4,006	31,522	8,458	49,016	9,804	4,096	-154	16,081
	外币贷款	-17	-67	117	184	420	-36	468	-675	-222	-200	-129
	表外融资	435	4,974	-722	-5,696	801	-1,626	6,097	-505	2,144	-1,086	3,579
	委托贷款	75	192	-91	-283	-284	-181	-192	308	-187	1,654	283
	信托贷款	-120	182	53	-129	-173	310	-4	679	843	155	62
	未贴现银票	480	4,600	-684	-5,284	1,258	-1,755	6,293	-1,492	1,488	-2,895	3,234
	直接融资	-1,998	-161	14,235	14,396	15,996	15,990	15,088	8,933	16,563	8,047	12,528
	企业债券	219	-2,805	1,715	4,520	3,910	1,522	5,033	1,541	4,145	2,500	136
	股票	145	-538	297	835	428	454	291	559	341	695	499
	政府债券	-2,362	3,182	12,223	9,041	11,658	14,014	9,764	6,833	12,077	4,852	11,893
	其他融资	-	-	-	452	2,406	323	256	2,852	1,109	550	2,103
	ABS	-	-	-	-128	-132	-56	-99	7	-13	98	73
	贷款核销	-	-	-	580	2,538	379	355	2,845	1,122	452	2,030
	社融增量	-2,607	14,048	20,293	6,245	52,240	23,837	72,185	22,075	24,926	8,178	35,299
		同比	环比	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09
人民币贷款	企业	1,100	2,500	6,400	3,900	26,600	14,900	44,500	10,700	6,100	3,500	12,200
	票据融资	4,824	-6,859	5,570	12,429	-1,911	-350	-8,739	3,500	3,342	5,006	-4,026
	短期	-100	5,600	1,000	-4,600	14,800	6,000	20,500	3,700	1,000	-1,900	7,100
	中长期	-3,500	3,900	-200	-4,100	13,500	8,900	31,800	3,300	1,700	300	9,100
	居民	-1,952	6,457	-1,412	-7,869	4,909	-6,507	4,565	-916	-2,063	-3,604	3,890
	短期	-632	3,622	-840	-4,462	1,956	-4,693	1,097	-1,023	-2,158	-2,866	1,421
	中长期	-1,317	2,837	-571	-3,408	2,953	-1,815	3,469	100	100	-700	2,500
	非银	-1,451	-2,607	-862	1,745	-1,693	-105	-1,882	-771	-147	936	-2,348
人民币贷款增量		-1,000	5,300	5,200	-100	29,900	9,000	47,100	9,100	3,900	2,200	12,900

来源: i

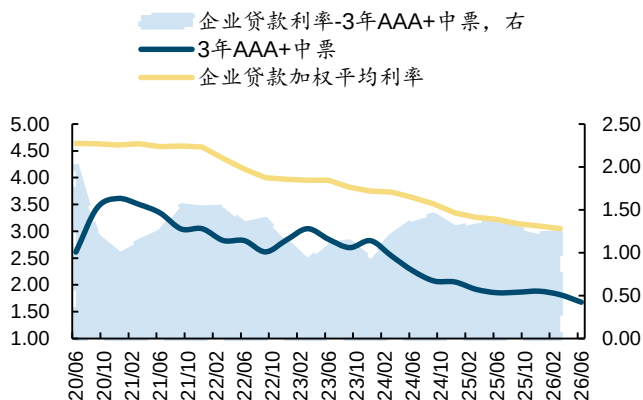
对于本月社融, 我们主要提示以下三点:

1) 企业部门信用增速总体企稳, 5月下行斜率环比放缓

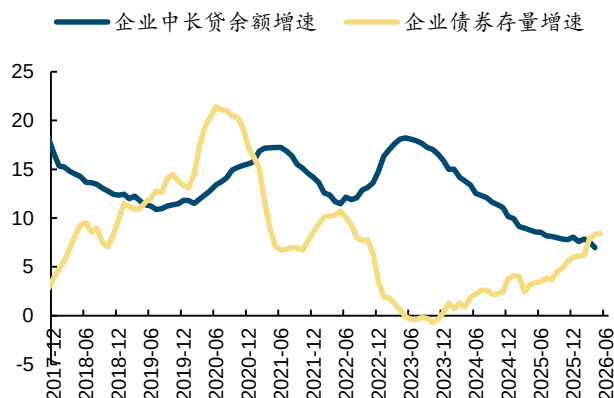
“性价比”更高的企业债券对企业中长贷有一定挤出效应。近一年多以来企业中长贷增长疲软, 反倒是企业债券对社融的支撑更大。对比 3 年期 AAA+ 中票与企业贷款加权平均利率来看, 2024 年以来中票收益率下行明显更快, 企业贷款利率与中票利率利差位于高位。这样的环境下, 企业可能更倾向于通过成本更低的债券发行募集资金, 企业债券对企业信贷可能有一定挤出效应; 历史上企业中长贷增速与企业债券存量增速的走势总体负相关也佐证了这一点, 2022 年以来两者走势的负相关性尤为明显。



图表6: 近两年中票利率下行斜率相对更陡峭, %



图表7: 企业中长贷与企业债券增速走势相反, %

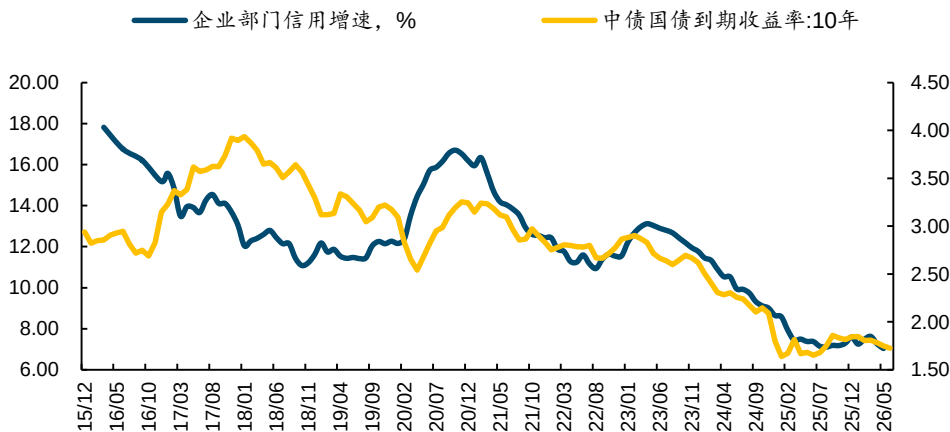


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

“企业债券+企业中长贷”反应的企业部门信用增速已经企稳。因此我们在观察企业信用变化的时候,可以把企业债券与企业中长贷加总来看,以此更全面的反映企业部门信用情况;在近两年企业债券对企业中长贷挤出效应较为明显的环境下,加总之后的企业信用增速与10年期国债利率的拟合性也优于仅观察企业中长贷增速。合并之后可以发现企业部门信用增速从2025年四季度以来基本企稳,震荡在7.3%一线;5月此增速虽然较4月下行0.2pct至7.04%,但是下行斜率较上月的0.4pct有所放缓。

图表8: 企业部门信用增速总体企稳、5月下行斜率放缓,其与10Y国债拟合性相对更好



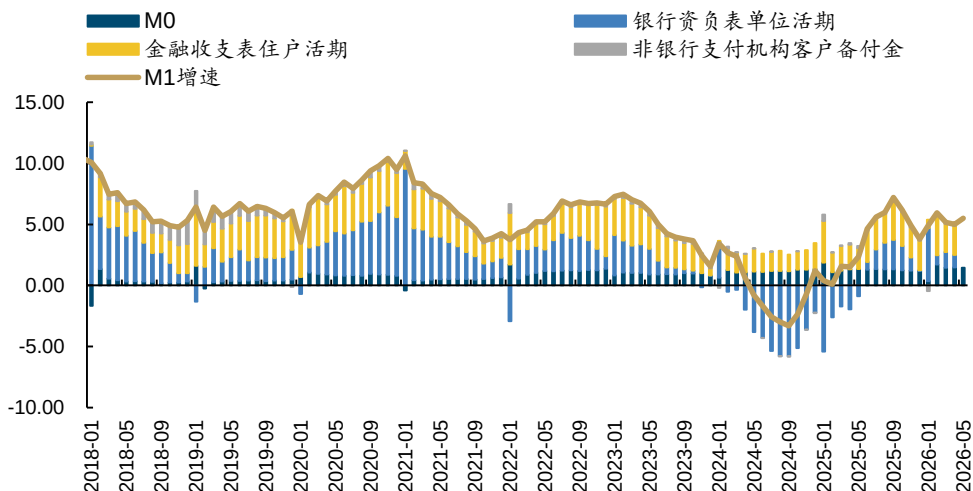
来源: Wind, 国金证券研究所

2) 企业持续结汇、地产边际回暖、化债资金下达可能是5月M1增速回升的原因

居民活期对M1增速的拉动率大于企业活期。拆分M1内各分项来看,2025年以来M0对M1增速的拉动率多维持在1.3%一线;受禁止手工补息影响,企业部门活期对M1增速的拉动率相对偏低,2025年上半年拉动率均值仅为-2%、2025年下半年以来对拉动率均值上升至1.67%,不过都不及对应期间居民部门对M1增速的拉动;客户备付金分项对M1增速的拉动总体偏低,多数时候不到0.15%。因此,拉长时间来看,本轮M1增速回升中居民和企业是主要贡献,其中前者贡献更大。究其原因,国补后居民消费增加、结汇率上升带来的企业现金流改善、资金活化进入股市、以及手工补息后带来的企业活期存款低基数等可能均是影响本轮M1增速回升的因素。



图表9：不同分项对M1增速的拉动率，%



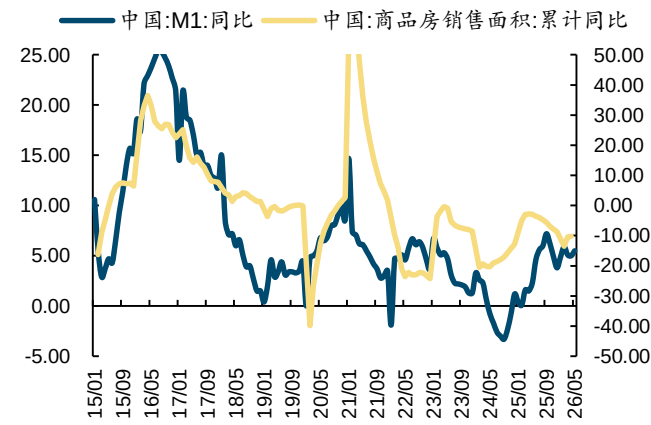
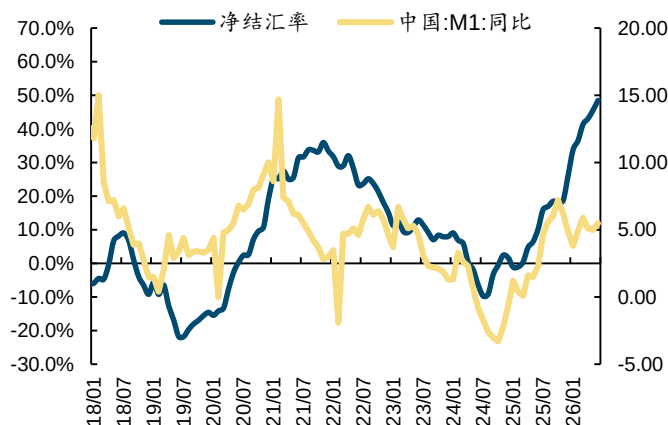
来源：Wind，国金证券研究所

具体到5月来看，经过两个月下行后，5月M1增速转为回升0.5个百分点至5.5%。不过由于5月活期存款数据暂未公布，我们暂时无法进一步拆分企业、居民活期对本次M1增速的拉动情况。

大致来看，我们认为5月M1增速回升可能是受到净结汇率持续攀升、地产边际回暖、化债资金同比偏多的影响。其一是在5月出口仍然略超预期、以及人民币汇率依然较强的情况下，企业结汇意愿仍然偏高，对应净结汇率继续上升，持续派生出的人民币存款暂时以活期的形式存在。其二是历史上M1增速与地产相关性较好，虽然当前房地产市场总体表现仍然偏弱，但是今年以来楼市销售边际改善，5月一线、二线城市商品房成交偏暖，可能也对5月M1增速回升有所贡献。其三是今年5月特殊再融资债券净发行接近2500亿，较2025年5月仅158亿的净发行规模明显上升，化债下拨的资金可能暂时也以活期存款的形式留在企业账上，一定程度推高M1增速。

图表10：净结汇率攀升或带动企业活期存款上升，%

图表11：M1与商品房成交增速走势相关性较好，%



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

3) 5月居民存款自2016年同期以来首次负增长

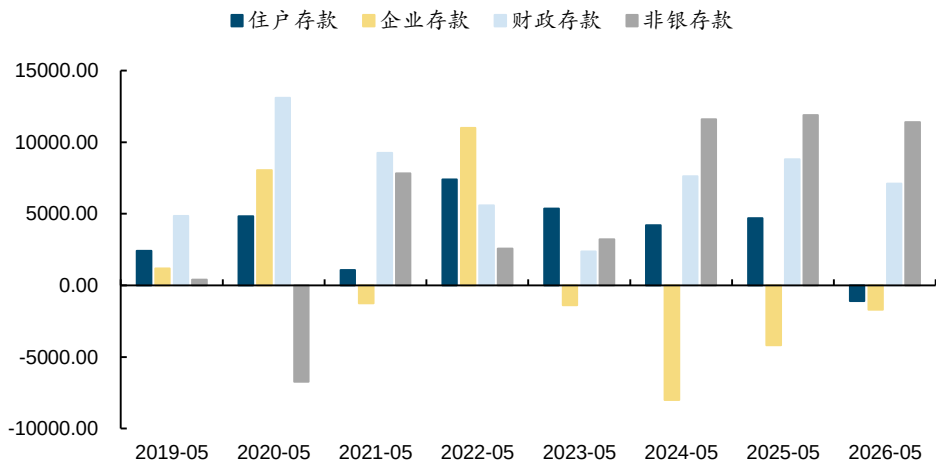
居民存款罕见负增，企业存款明显少减，非银存款维持高增。5月新增存款1.77万亿、同比少增4100亿，新增规模也低于过去五年均值2.18万亿。总体来看，贷款较弱的情况下对应派生的存款规模可能偏低，具体到内部结构来看，居民存款存在向企业、非银转移的可能性。

具体的：①居民存款减少1100亿、同比少增5800亿，为2016年同期以来首次负增长，过去五年同期新增居民存款均值为4546亿。②企业部门存款减少1700亿、同比少减2476亿，总体符合5月负增长的季节性，不过负增规模较过去两年同期明显偏低。③非银存款



新增 1.14 万亿、同比少增 500 亿，总体维持了过去两年的高增态势。

图表12: 5月各部门新增存款规模，其中居民存款少见地负增长，亿



来源: Wind, 国金证券研究所

综上，5月社融存量增速进一步下行至7.7%，其中拖累较大的分项是政府债券和人民币信贷。人民币信贷中，票据冲量、企业中长贷和居民中长贷均出现历史同期首次负增长都说明了5月信贷投放情况仍然偏弱。不过值得注意的信号有两个，其一是以企业债券和企业中长贷之和来衡量的企业部门信用增速已经震荡企稳了一段时间，5月下行斜率环比放缓；其二是5月M1增速回升0.5pct，历史上M1增速对PPI有一定领先性，需要跟踪影响其回升的因素可否持续。

风险提示

政策超预期。信贷投放规模、速度可能受到政策态度影响。

测算误差。静态测算结果可能无法预测未来市场动态变化。

历史经验不适用。市场环境复杂多变，历史经验可能不适用于未来债市情况。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究