



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

M1 拐点显现

6 月社融增速续创新低，内部结构变化不大

6 月新增社融 3.36 万亿、同比少增 8615 亿，新增规模低于过去五年同期均值 4.13 万亿。社融存量增速环比下降 0.03pct 至 7.4%，续探历史新低。本月社融各分项情况较上月变动不大，同样是企业债券、未贴现银票、委托贷款增量相对较大加大，分别同比多增 1613 亿、少减 817 亿、多增 642 亿；人民币贷款、政府债券、信托贷款对社融拖累明显，分别同比大幅少增 5955 亿、5821 亿、1319 亿。

本月 M1 增速大幅回落 1.5 个百分点，PPI 回落确定性或加大，企业信用逆风因素增加

拆分拉动率来看，M0 和银行客户备付金对 M1 的拉动率较 5 月环比变动不大，单位活期和住户活期对 M1 的拉动率则较 5 月分别环比下降 0.75、0.67 个百分点，可见相对来看企业货期存款在 6 月的降幅对 M1 拖累更大。

历史上 M1 增速领先 PPI 增速约一年。对应来看，本轮 M1 增速在 2025 年三季度见顶，随着油价冲击缓和，本轮 PPI 上行周期或也接近尾声，同比增速或在今年三季度见顶回落。回看本轮 PPI 走势，其见底回升的时间在 2025 年三季度，但彼时企业生产经营预期并未重演历史走势、跟随 PPI 上行，仅仅是不再下滑。而历史上与企业生产经营预期走势相对拟合的企业中长贷增速，也并未完全跟随企稳，在 2025 年末、2026 年初窄幅震荡了一段时间后，于 2026 年二季度加速下滑。本月企业部门的信贷结构仍不理想，依旧是票据大幅冲量、短贷略高于同期均值、中长贷为近几年同期新低的格局，对应本月企业中长贷增速进一步环比回落 0.44 个百分点至 6.19%。

企业信用增速继续下行，斜率暂未进一步陡峭化。受信贷结构、新旧生产力切换、以及融资渠道多元化程度影响，目前更推荐用企业债券与企业中长贷之和来观测企业部门的信用变化，以及其对利率走势的影响。6 月企业部门信用增速环比继续下行 0.2 个百分点至 6.79%，维持震荡下行态势，下行斜率暂未加速。往后看，若 PPI 确实转为下行，企业预期可能再度向下探底，届时对企业中长贷的“逆风”进一步加大，企业信用增速或在经历了一段时间的下行放缓后再度加速。

上半年居民新增中长贷规模为 2008 年同期新低，居民加杠杆意愿降至“冰点”

今年上半年居民中长贷新增 2122 亿，去年同期为 1.17 万亿。6 月新增居民短贷明显低于历史同期水平，为 2011 年以来同期新低，显示居民消费意愿依然疲软。居民中长贷也创下 2013 年以来同期新低，合计来看今年上半年居民新增中长期贷款 2122 亿，为历年同期次低值，仅小幅高于 2007 年上半年。

居民中长贷改善程度不及 30 大中城市销量上升幅度。今年以来楼市成交体感热度不低，不过居民中长贷却表现平平，甚至与 30 大中城市商品房销量增速走势偶有背离。以半年维度统计来看，可以发现虽然今年上半年两个指标的方向虽然都向上，但今年上半年新增居民中长贷的同比下降幅度仅微幅收窄，改善幅度远不及 30 大中城市成交情况。其中一个可能的解释是居民当下加杠杆意愿极弱，就算购置不动产也多考虑现有资金购买。

综上，6 月社融结构依然偏弱，存量增速延续下行至历史新低。企业部门信贷维持票据冲量、短贷不弱、中长贷明显下滑的趋势，加总企业债券后的企业部门信用增速延续下行，走弱趋势暂未加速；居民部门信贷也并未随逐渐回暖的楼市升温，反映出当前居民加杠杆意愿降至“冰点”。往后看，若 PPI 如预期在三季度见顶回落，企业预期可能再度下探，届时企业中长贷逆风加大，企业信用增速或面临新一轮加速下行压力。

风险提示

政策超预期、测算误差、历史经验不适用

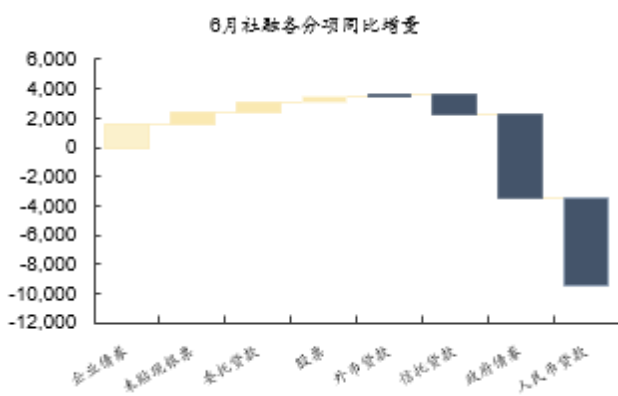
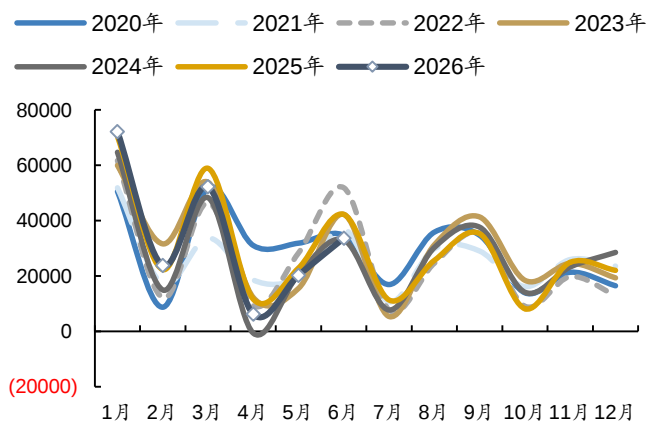


6月社融增速续创新低。2026年7月15日央行公布6月金融数据，6月新增社融3.36万亿、同比少增8615亿，新增规模低于过去五年同期均值4.13万亿。6月社融存量增速环比下降0.03pct至7.4%，续探历史新低。此外，M1、M2增速也分别回落1.5pct、0.6pct至4%、8%。

看社融各分项的同比增量，结构和5月别无二致。同样是企业债券、未贴现银票、委托贷款增量相对较大加大，分别同比多增1613亿、少减817亿、多增642亿；人民币贷款、政府债券、信托贷款对社融拖累明显，分别同比大幅少增5955亿、5821亿、1319亿。

图表1：6月新增社融位于往年同期偏低水平，亿

图表2：6月社融结构和5月差别不大，亿



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

图表3：6月社融各细分项同比、环比变化

单位：亿元	同比	环比	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10
表内融资	-5,824	13,019	18,101	5,082	-3,822	31,942	8,422	49,484	9,129	3,874	-354
人民币贷款	-5,955	12,680	17,645	4,965	-4,006	31,522	8,458	49,016	9,804	4,096	-154
外币贷款	131	339	456	117	184	420	-36	468	-675	-222	-200
表外融资	140	-622	-1,344	-722	-5,696	801	-1,626	6,097	-505	2,144	-1,086
委托贷款	642	332	242	-90	-283	-284	-181	-192	308	-187	1,654
信托贷款	-1,319	-556	-503	53	-129	-173	310	-4	679	843	155
未贴现银票	817	-398	-1,083	-685	-5,284	1,258	-1,755	6,293	-1,492	1,488	-2,895
直接融资	-3,784	-1,865	12,349	14,214	14,396	15,996	15,990	15,088	8,933	16,563	8,047
企业债券	1,613	2,355	4,035	1,680	4,520	3,910	1,522	5,033	1,541	4,145	2,500
股票	424	329	627	298	835	428	454	291	559	341	695
政府债券	-5,821	-4,549	7,687	12,236	9,041	11,658	14,014	9,764	6,833	12,077	4,852
其他融资	-	-	-	775	452	2,406	323	256	2,852	1,109	550
ABS	-	-	-	-241	-128	-132	-56	-99	7	-13	98
贷款核销	-	-	-	1,016	580	2,538	379	355	2,845	1,122	452
社融增量	-8,615	13,372	33,636	20,264	6,238	52,240	23,837	72,185	22,075	24,926	8,178
人民币贷款	-2,700	8,600	15,000	6,400	3,900	26,600	14,900	44,500	10,700	6,100	3,500
票据融资	5,253	-4,426	1,144	5,570	12,429	-1,911	-350	-8,739	3,500	3,342	5,006
短期	-3,400	7,200	8,200	1,000	-4,600	14,800	6,000	20,500	3,700	1,000	-1,900
中长期	-4,500	5,800	5,600	-200	-4,100	13,500	8,900	31,800	3,300	1,700	300
居民	-3,330	4,058	2,646	-1,412	-7,869	4,909	-6,507	4,565	-916	-2,063	-3,604



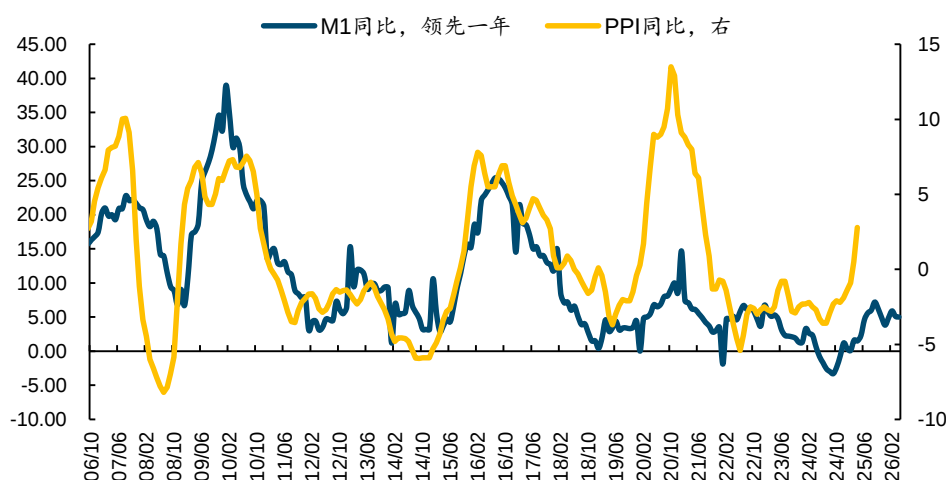
短期	-1,560	1,901	1,061	-840	-4,462	1,956	-4,693	1,097	-1,023	-2,158	-2,866
中长期	-1,769	2,155	1,584	-571	-3,408	2,953	-1,815	3,469	100	100	-700
非银	-400	-564	-1,426	-862	1,745	-1,693	-105	-1,882	-771	-147	936
人民币贷款增量	-6,300	10,900	16,100	5,200	-100	29,900	9,000	47,100	9,100	3,900	2,200

来源：iFind，国金证券研究所

本月 M1 增速大幅回落 1.5 个百分点至 4%，环比回落幅度为 2024 年 5 月以来最大。拆分拉动率来看，M0 和银行客户备付金对 M1 的拉动率较 5 月环比变动不大，单位活期和住户活期对 M1 的拉动率则较 5 月分别环比下降 0.75、0.67 个百分点，可见相对来看企业货期存款在 6 月的降幅对 M1 拖累更大。

历史上 M1 增速领先 PPI 增速约一年。对应来看，本轮 M1 增速在 2025 年三季度见顶，随着油价冲击缓和，本轮 PPI 上行周期或也接近尾声，同比增速或在今年三季度见顶回落。

图表4：今年上半年居民中长贷回升幅度不如 30 大中城市商品房销量



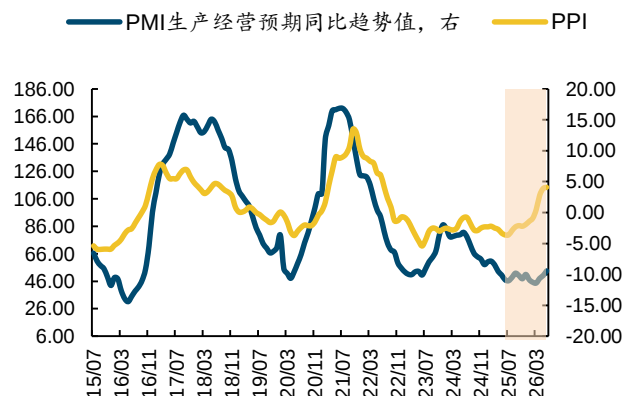
来源：Wind，国金证券研究所

回看本轮 PPI 走势，其见底回升的时间在 2025 年三季度。通常来说企业对价格上涨信号会赋予正向解读，即 PPI 回升过程中，企业预期往往趋于改善，但彼时企业生产经营预期并未重演历史走势、跟随 PPI 上行，仅仅是不再下滑。

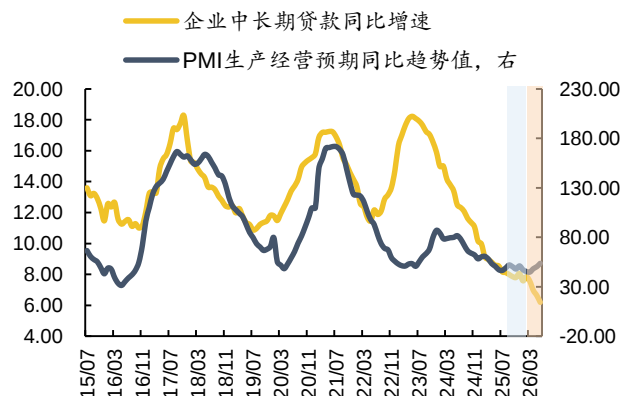
而历史上与企业生产经营预期走势相对拟合的企业中长贷增速，也并未完全跟随企稳，在 2025 年末、2026 年初窄幅震荡了一段时间后，于 2026 年二季度加速下滑。本月企业部门的信贷结构仍不理想，依旧是票据大幅冲量、短贷略高于同期均值、中长贷为近几年同期新低的格局，对应本月企业中长贷增速进一步环比回落 0.44 个百分点至 6.19%。

图表5：本轮 PPI 回升并未带动企业生产预期改善，%

图表6：企业中长贷短暂企稳后加速下滑，%



来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所



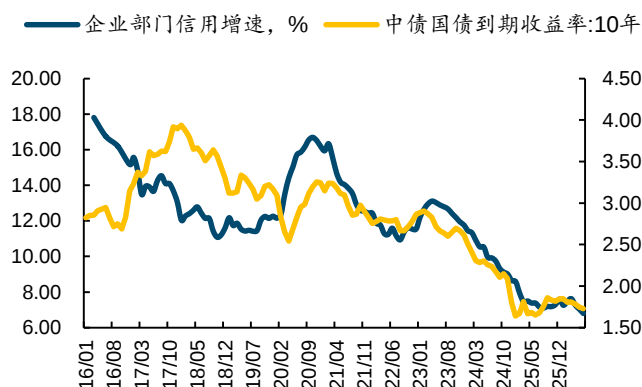
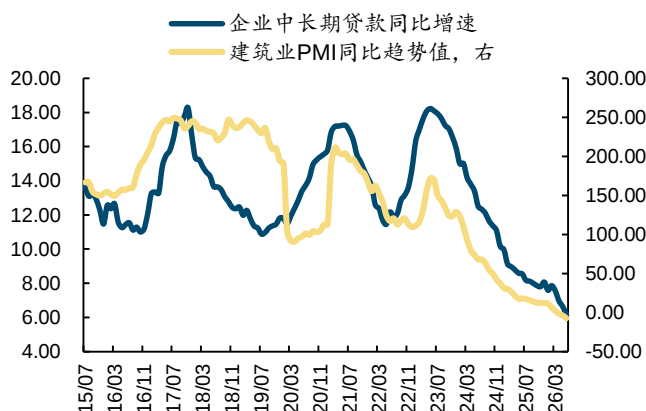
相比于企业生产经营预期，目前与企业中长贷走势相似度更高的或许是建筑业 PMI 同比趋势值。其中的原因可能依然在于新旧生产力的切换，地产、基建等传统重资产行业信贷依赖度高，而近两年蓬勃发展的新质生产力对贷款依赖度偏低。因此，虽然制造业生产经营预期企稳，但企业中长贷增速依然与反应建筑业景气度的建筑业 PMI 趋势值拟合度更高。

因此，受信贷结构、新旧生产力切换、以及融资渠道多元化程度影响，目前更推荐用企业债券与企业中长贷之和来观测企业部门的信用变化，以及其对利率走势的影响。6 月企业部门信用增速环比继续下行 0.2 个百分点至 6.79%，维持震荡下行态势，下行斜率暂未加速。

往后看，若 PPI 确实转为下行，企业预期可能再度向下探底，届时对企业中长贷的“逆风”进一步加大，企业信用增速或在经历了一段时间的下行放缓后再度加速。

图表7：企业中长贷走势与建筑业 PMI 趋势更拟合，%

图表8：企业部门信用增速继续下行 0.2 个百分点，%



来源：Wind，国金证券研究所

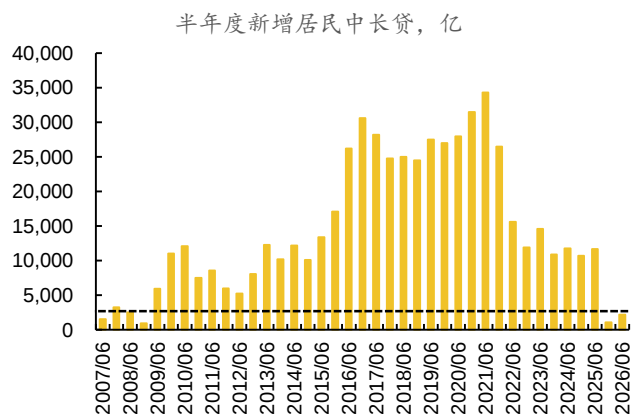
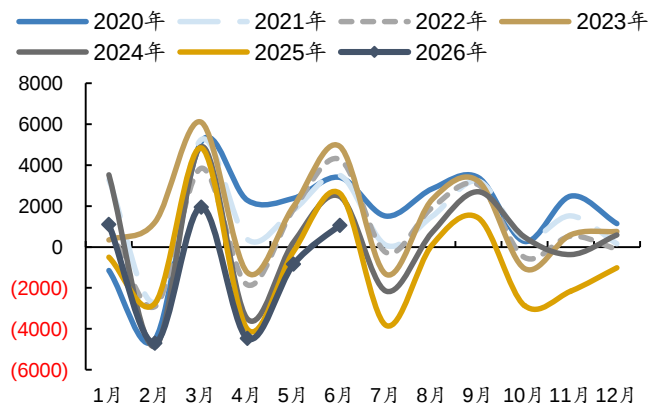
来源：Wind，国金证券研究所

今年上半年居民中长贷新增 2122 亿，去年同期为 1.17 万亿。6 月居民部门信贷同比少增 3330 亿至 2646 亿，其中居民短贷同比少增 1560 亿至 1061 亿、居民中长贷同比少增 1769 亿至 1584 亿。居民短贷明显低于历史同期水平，为 2011 年以来同期新低，显示居民消费意愿依然疲软。6 月新增居民中长贷也创下 2013 年以来同期新低，合计来看今年上半年居民新增中长期贷款 2122 亿，为历年同期次低值，仅小幅高于 2007 年上半年。

今年以来楼市成交体感热度不低，虽然可能二手房市场成交情况相对更为乐观，但是代表新房的 30 大中城市商品房销量增速在今年 3 月以来也经历了同比降幅大幅收窄、甚至转正的过程。不过与之对应的居民中长贷却表现平平，甚至与 30 大中城市商品房销量增速走势背离。如果把观察频率降至半年维度，以剔除月度增量波动相对较大的扰动，可以发现虽然今年上半年两个指标的方向虽然都向上，但今年上半年新增居民中长贷的同比下降幅度仅微幅收窄，改善幅度远不及 30 大中城市成交情况。其中一个可能的解释是居民当下加杠杆意愿极弱，就算购置不动产也多考虑现有资金购买。

图表9：6 月居民新增中长贷远低于往年同期，亿

图表10：上半年居民中长贷增量仅小幅高于 2007 年同期

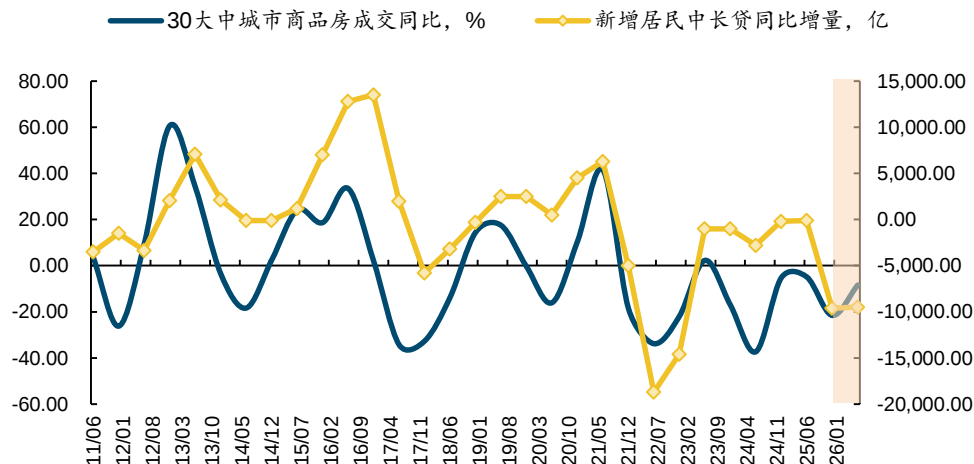


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所



图表11：今年上半年居民中长贷回升幅度不如30大中城市商品房销量



来源：Wind，国金证券研究所

综上，6月社融结构依然偏弱，存量增速延续下行至历史新低。企业部门信贷维持票据冲量、短贷不弱、中长贷明显下滑的趋势，加总企业债券后的企业部门信用增速延续下行，走弱趋势暂未加速；居民部门信贷也并未随逐渐回暖的楼市升温，反映出当前居民加杠杆意愿降至“冰点”。若PPI如预期在三季度见顶回落，企业预期可能再度下探，届时企业中长贷逆风叠加信用增速或面临新一轮加速下行压力。

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