



6月金融数据点评

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

社融增速还有多少向上空间？

社融存量增速继续上行，政府债券依然是主要贡献项

6月新增社融4.2万亿，同比多增9008亿。社融同比多增幅度较大的原因之一在于去年同期基数较低为3.3万亿，是2020年以来同期最低值。今年以来社融存量增速持续回升，6月再度上行0.2个百分点至8.9%。政府债券依然是社融同比多增的最大贡献项。6月政府债券同比多增5032亿至1.35万亿，同比多增规模对当月社融贡献达56%。

银行贷款同比多增也对社融形成一定支撑，其中企业短贷冲量明显、中长贷表现一般

社融口径下人民币信贷同比多增1673亿至2.36万亿，外币贷款同比多增1132亿至325亿。其中外币贷款同比多增规模创历史同期新高，主要原因在于2024年同期新增外币贷款项创历史新低。此外外币贷款存量增速与进口增速走势拟合度较好，一个可能的解释在于出口贸易较为景气时企业和个人对外币贷款需求增加，以进行境外投资或跨境结算。具体拆分信贷结构来看，6月票融大幅多减3716亿至-4109亿，新增规模创历史同期新低。新增企业短贷规模创历史同期新高、且远高于过去五年同期均值；同样的情况在今年一季度末也发生过，说明银行在季末缺乏足够有效信贷时，可能均使用企业短贷冲高贷款规模。企业中长贷仅同比多增400亿，去年6月新增企业中长贷规模为近五年来低位，在相对低基数的前提下本月新增企业中长贷规模并未大幅同比多增，也说明当前企业投资扩产意愿仍然偏弱。

M1增速大幅回升可能是受到化债、基本面边际改善双重影响

6月M1同比增速较5月快速上升2.3个百分点至4.6%，原因之一可能在于部分债务置换资金暂时还留存在企业活期账上，阶段性推高M1增速。原因之二可能在于，从我们跟踪的基本面利空指标占比来看，6月以来基本面利空债市指标占比回升，表明6月基本面或边际小幅改善，与M1回升趋势一致。

今年以来社融存量增速持续回升，后续社融存量增速是否还有持续回升的空间？

如果年内不追加政府债额度，7-12月政府债对社融同比的拉动率将下降0.6个百分点。年内7-12月还有6.07万亿政府债净融资额度，若后续不增加政府债额度，2025年12月政府债对社融同比的拉动率或降至3.36%，比6月的3.95%下降0.6个百分点。逐月来看，若后续国债发行进度大致按照匀速抬升估计，地方债发行则估计主要集中在三季度、即9月净融资进度达90%，那么政府债对社融存量的拉动率可能在7月或8月升至高点，随后逐步转为拖累。

7-12月人民币信贷需或需新增约7.6万亿才能托底社融。若7-12月政府债对社融同比0.6个百分点的拖累均由人民币信贷补足，那么其对社融同比的拉动率需由6月的4.38%升至年末的4.97%，对应信贷增量约为7.6万亿。逐月来看，若按照此前政府债发行计划估计，人民币信贷增速可能在8月左右筑底，随后需要在年末逐步回升至8.03%一线，才可以托底社融、抵消政府债净融资规模下滑带来的拖累。

此新增规模仅次于2020年同期，在当下基本面环境下或难以实现。对比过去五年同期7-12月信贷增量来看，上文测算的信贷增长规模仅次于2020年7-12月的7.7万亿。而2020年7-12月处于全球卫生公共事件放开后经济恢复的窗口期，PMI同比趋势值快速反弹，且微观主体信心充足、对未来经济回升持有较为乐观的态度。对比当下情况来看，PMI同比趋势值底部震荡，居民和企业信心相对缺乏，后续信贷增长或难以出现2020年7-12月那样较为乐观的情况。因此我们认为，在不追加政府债额度的前提下，后续政府债净融资规模下滑对社融的拖累或较难由信贷增长完全弥补。据前文测算，政府债对社融同比的拉动可能在7月、8月见顶。而2025年新型政策性金融工具在6月设立完成后，首笔资金投放时间预计为7月至8月，期间或许撬动银行配套信贷，因此社融存量增速在7、8月可能还会有所支撑。但后续三季度末及四季度随着政府债贡献降低、信贷增长乏力，社融存量增速大概率转为回落。

风险提示

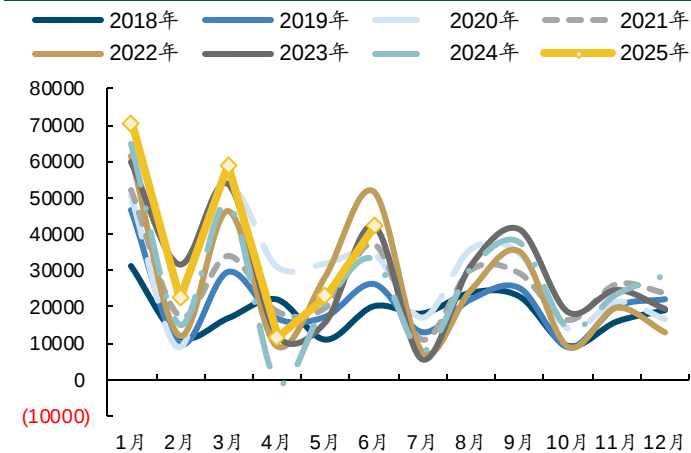
政策超预期、测算误差、历史经验不适用



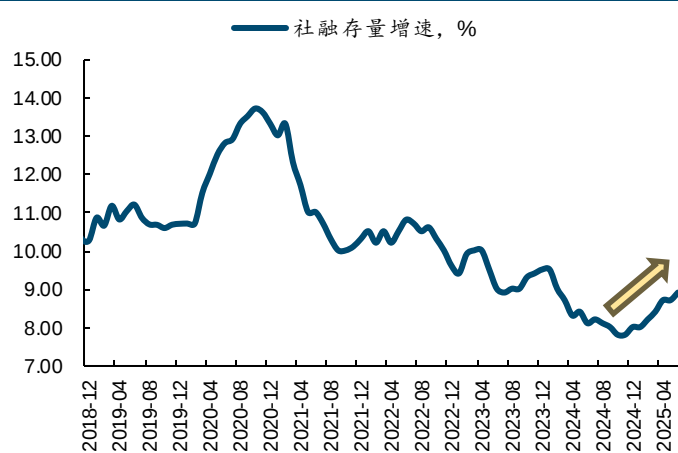
6月社融存量增速上行0.2个百分点。6月新增社融4.2万亿，同比多增9008亿。社融同比多增幅度较大的原因之一在于去年同期基数较低为3.3万亿，是2020年以来同期最低值。对比同期均值来看，过去五年同期新增社融均值为3.98万亿，今年新增社融规模略高于过往同期均值。存量增速方面，今年以来社融存量增速持续回升，6月再度上行0.2个百分点至8.9%。

图表1：6月新增社融略高于过去五年同期均值，亿

图表2：今年以来社融存量增速持续回升，%



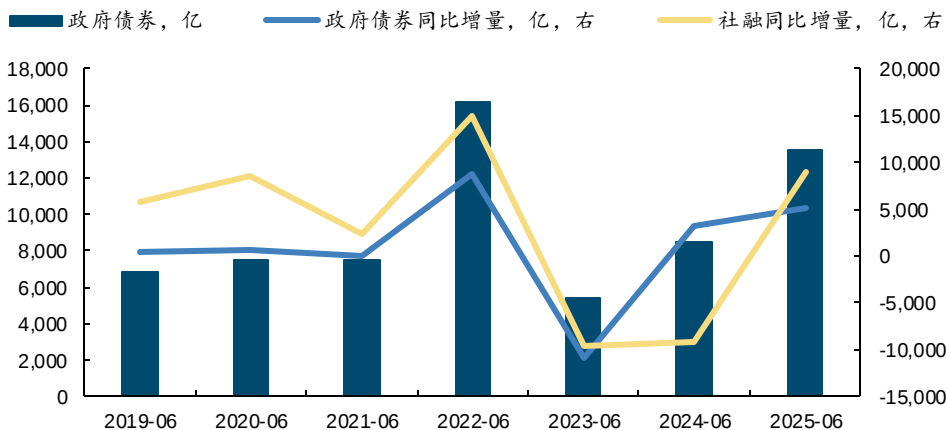
来源：iFind，国金证券研究所



来源：iFind，国金证券研究所

分结构来看，政府债券依然是社融同比多增的最大贡献项。6月政府债券项新增1.35万亿，新增规模为历史同期次高，也高于过去五年同期均值9004亿；同比多增规模为5032亿，占当月社融同比多增规模的56%。

图表3：政府债依旧是支撑社融的主要科目，亿

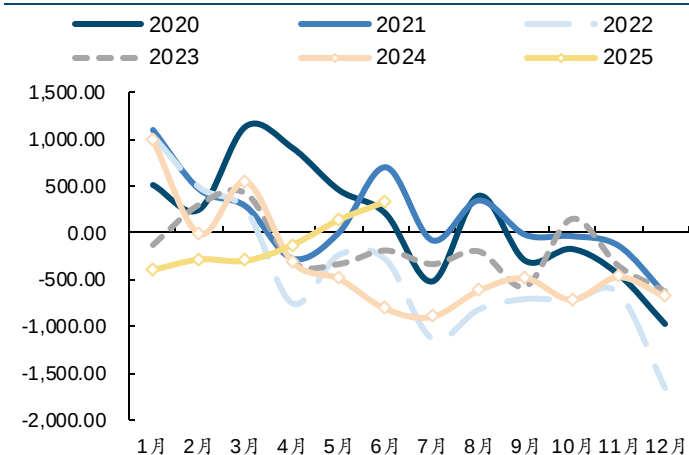


来源：iFind，国金证券研究所

6月银行贷款同比多增2805亿至2.39万亿，也对社融形成一定支撑。其中社融口径下人民币信贷同比多增1673亿至2.36万亿，外币贷款同比多增1132亿至325亿。本月外币贷款同比多增规模创历史同期新高，主要原因在于2024年同期新增外币贷款项创历史新低，仅为-807亿。此外，我们发现外币贷款存量增速与中国进口增速走势拟合度较好，一个可能的解释在于出口贸易较为景气的时候，企业和个人对外币贷款需求增加，以进行境外投资或跨境结算。

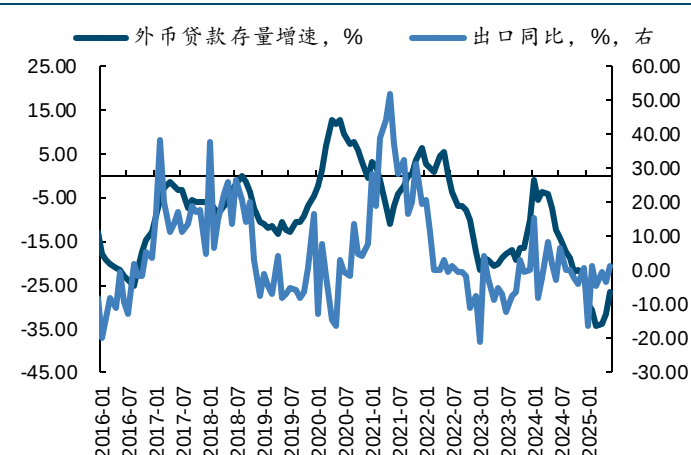


图表4：2024年6月外币贷款创历史新低，亿



来源：Wind，国金证券研究所

图表5：外币贷款存量增速与出口同比增速走势较为拟合

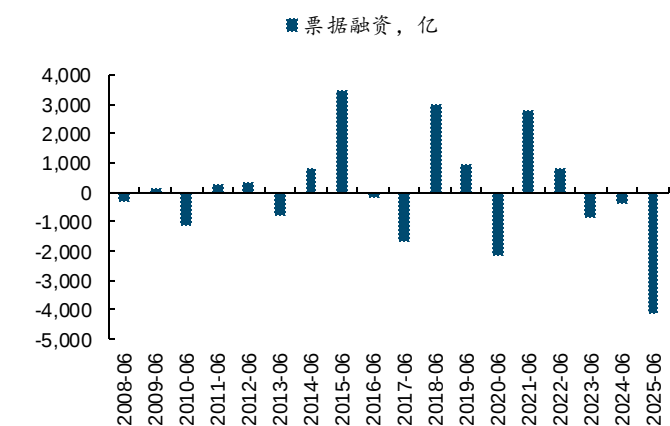


来源：Wind，国金证券研究所

具体拆分信贷结构来看,企业短贷冲量明显、中长贷表现一般。6月企业信贷同比多增 1400 亿至 1.77 万亿,同比多增规模基本持平过去五年同期均值 1.7 万亿。其中票融大幅多减 3716 亿至-4109 亿,新增规模创历史同期新低。6月企业短贷同比多增 4900 亿至 1.16 万亿,新增短贷规模创历史同期新高、且远高于过去五年同期均值 5639 亿;同样的情况在今年一季度末也发生过,说明银行在季末缺乏足够有效信贷时,可能均使用企业短贷冲高贷款规模。企业中长贷同比多增 400 亿至 1.01 万亿,新增规模略低于过去五年同期均值 1.17 万亿;同时,去年 6 月新增企业中长贷规模为近五年来低位,在相对低基数的前提下本月新增企业中长贷规模并未大幅同比多增,也说明当前企业投资扩产意愿仍然偏弱。

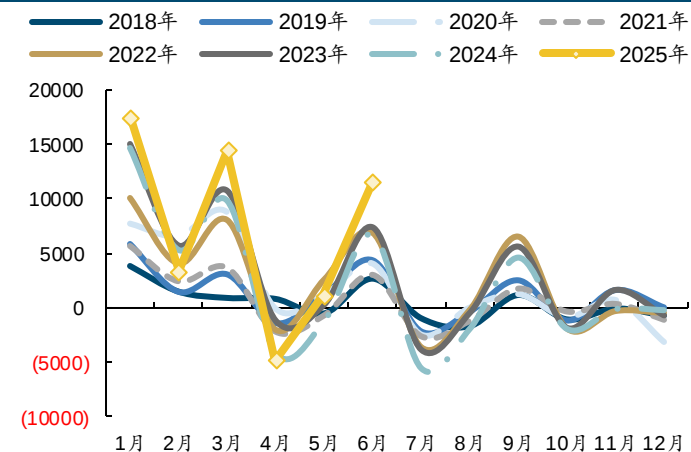
居民短、中长贷均小幅多增。居民信贷同比多增 267 亿至 5976 亿,新增规模低于过去五年同期均值 8461 亿。其中居民短贷同比多增 150 亿至 2621 亿,新增短贷规模位于过去五年来同期偏低位置,但并未大幅偏离季节性;居民中长贷同比多增 151 亿至 3353 亿,与 30 大中城市商品房销量同比增速较去年同期回升的表现也较为一致。

图表6：6月新增票融规模创历史同期新低，亿



来源：iFind，国金证券研究所

图表7：今年3月、6月均出现短贷明显冲高现象，亿

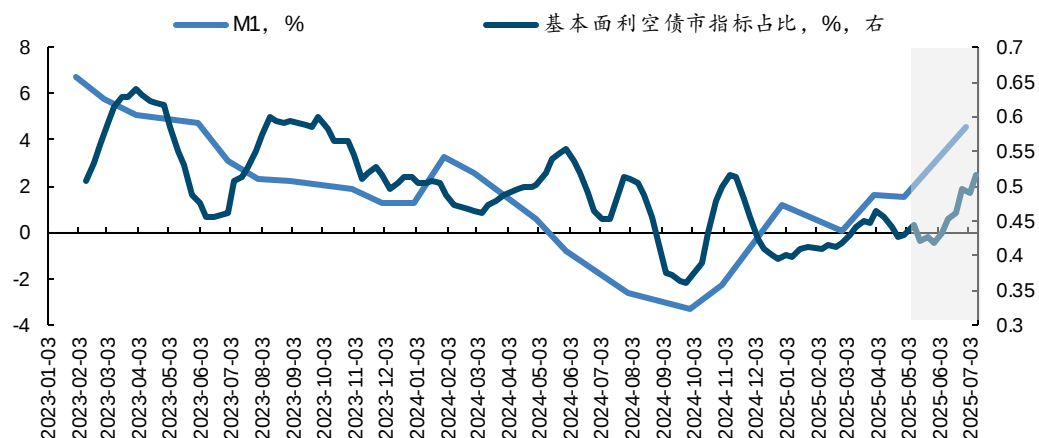


来源：iFind，国金证券研究所

M1 增速大幅回升可能是受到化债、基本面边际改善双重影响。此外,6月M1同比增速较5月快速上升 2.3 个百分点至 4.6%,原因之一可能在于上半年特殊再融资债券发行较快,资金拨款至企业部门后,可能企业尚未来得及进行债务置换,因此部分资金暂时还留存在企业活期账上,阶段性推高 M1 增速。原因之二可能在于,从我们跟踪的基本面利空指标占比来看,6月以来基本面利空债市指标占比由 42%升至 52%,表明 6 月基本面或边际小幅改善,与 M1 回升趋势一致。



图表8: 6月基本面利空债市指标占比回升, 与M1增速回升趋势一致, %

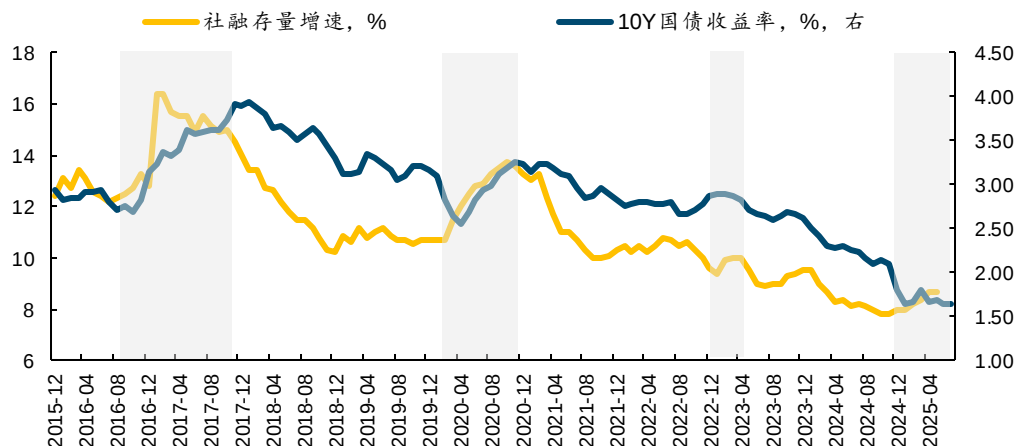


来源: iFind, 国金证券研究所

今年以来社融存量增速持续回升, 由2024年11月的7.8%上行至6月的8.9%, 后续社融存量增速是否还有持续回升的空间?

历史上社融存量增速上行多伴随利率上行。长周期视角来看, 社融存量增速开始上行之后, 10Y国债利率也对跟随上行。原因在于社融增速上行多代表信用周期启动, 宽信用预期、以及后期经济可能逐步回温驱动利率上行。同理来看, 今年年初国债利率的上行或也不能完全归因于资金收紧引发的短期波动, 似乎更应该视作一轮周期性下跌压力的阶段性释放。

图表9: 社融存量增速上行多伴随利率上行

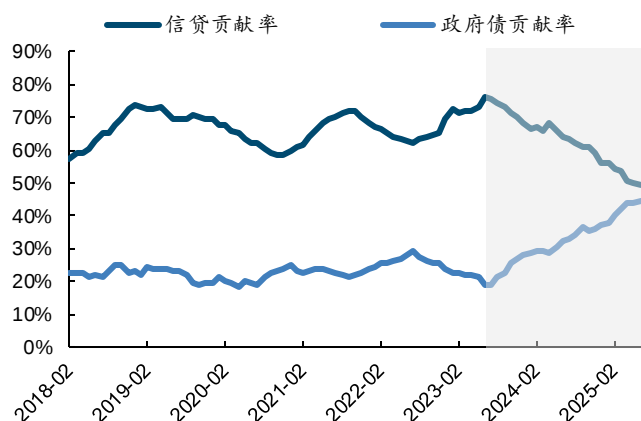


来源: Wind, 国金证券研究所

除了信用周期外, 如今政府债券也是影响社融走势的主要因素。人民币信贷是社融中占比最大的部分, 对社融走势影响较大。不过自2023年5月企业信贷周期见顶回落以来, 社融口径下的人民币信贷分项对社融同比的贡献率、拉动率均逐步下降, 贡献率由2023年6月的76%降至目前的49%、拉动率也由7.11%降至4.38%; 政府债对社融同比的贡献和拉动则逐步增加, 前者由2023年6月的19%大幅上升至当前的44%, 拉动率也由1.75%上升至3.95%。

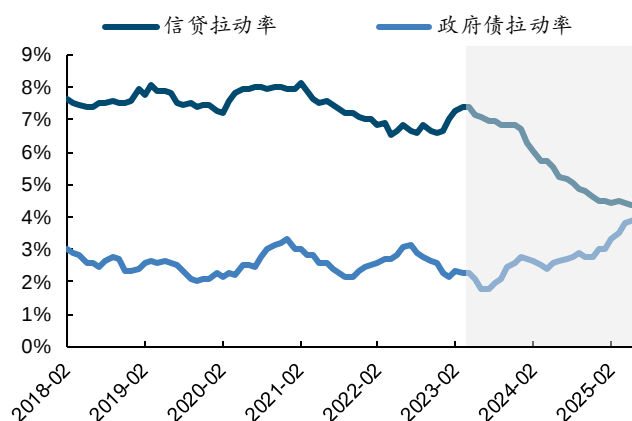


图表10：信贷贡献率下降、政府债贡献率上升，%



来源：Wind，国金证券研究所

图表11：信贷拉动率下降、政府债拉动率上升，%



来源：Wind，国金证券研究所

如果年内不追加政府债额度，7-12月政府债对社融同比的拉动率将下降0.6个百分点。今年国债、地方债额度分别为6.66万亿、7.2万亿，截止6月末国债净融资3.38万亿、地方债净融资4.41万亿。若后续不再追加政府债额度，7-12月还有6.07万亿政府债净融资额度。按此规模估计，2025年12月政府债对社融同比的拉动率或降至3.36%，比6月的3.95%下降0.6个百分点。逐月来看，若后续国债发行进度大致按照匀速抬升估计，地方债发行则估计主要集中在三季度、即9月净融资进度达90%，那么政府债对社融存量的拉动率可能在7月或8月升至高点，随后逐步转为拖累。

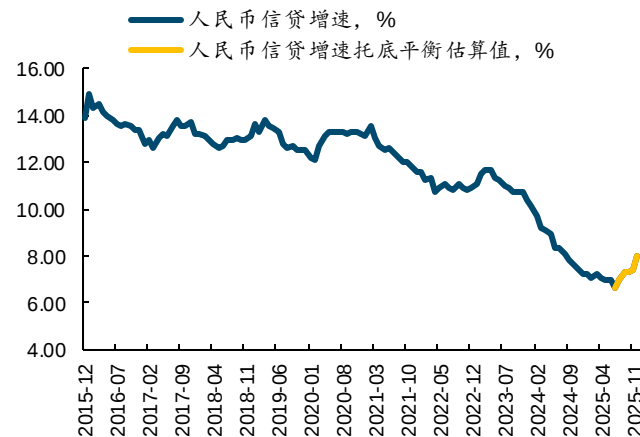
7-12月人民币信贷需或需新增约7.6万亿才能托底社融。若7-12月政府债对社融同比0.6个百分点的拖累均由人民币信贷补足，那么其对社融同比的拉动率需由6月的4.38%升至年末的4.97%，对应信贷增量约为7.6万亿。逐月来看，若按照此前政府债发行计划估计，人民币信贷增速可能在8月左右筑底，随后需要在年末逐步回升至8.03%一线，才可以托底社融、抵消政府债净融资规模下滑带来的拖累。

图表12：政府债对社融的拉动可能在7月筑顶，%



来源：Wind，国金证券研究所

图表13：四季度信贷增速需快速回升才能托底社融，%

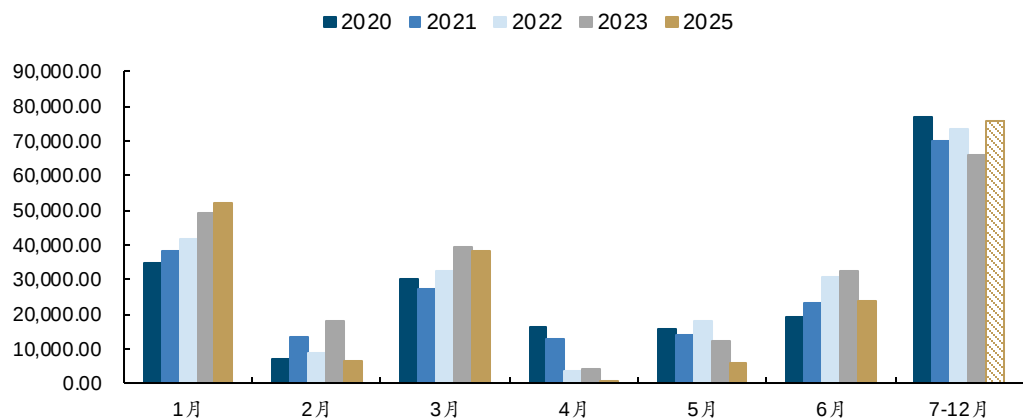


来源：Wind，国金证券研究所

此新增规模仅次于2020年同期，在当下基本面环境下或难以实现。对比过去五年同期7-12月信贷增量来看，上文测算的信贷增长规模7.6万亿仅次于2020年7-12月的7.7万亿。而2020年7-12月处于全球卫生公共事件放开后经济恢复的窗口期，PMI同比趋势值快速反弹，且微观主体信心充足、对未来经济回升持有较为乐观的态度。对比当下情况来看，PMI同比趋势值底部震荡，居民和企业信心相对缺乏，后续信贷增长或难以出现2020年7-12月那样较为乐观点的情况。



图表14：2020年以来各月份新增人民币信贷规模，亿

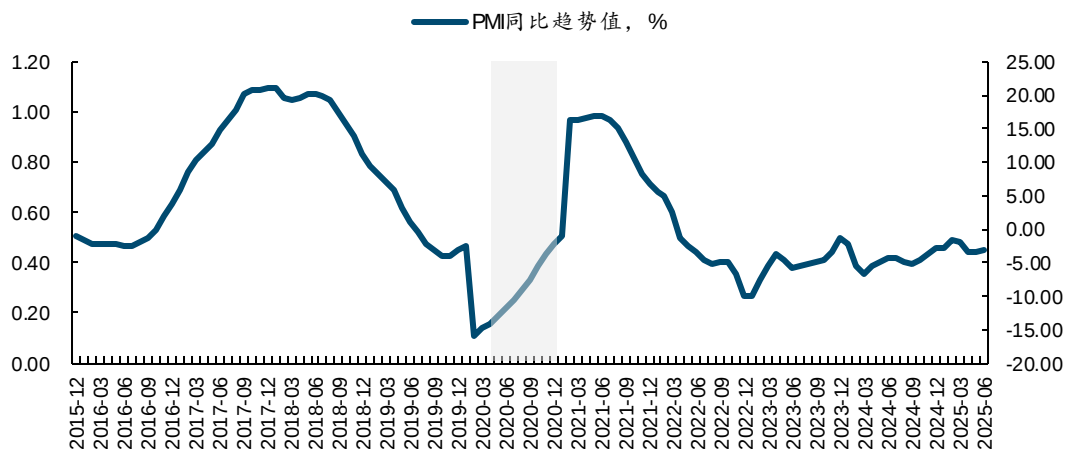


来源：Wind，国金证券研究所

注：2025年7-12月为预测值

三季度末及四季度社融存量增速大概率转为回落。因此我们认为，在不追加政府债额度的前提下，后续政府债净融资规模下滑对社融的拖累或较难由信贷增长完全弥补。据前文测算，政府债对社融同比的拉动可能在7月、8月见顶。而2025年新型政策性金融工具在6月设立完成后，首笔资金投放时间预计为7月至8月，期间或许撬动银行配套信贷，因此社融存量增速在7、8月可能还会有所支撑。但后续三季度末及四季度随着政府债贡献降低、信贷增长乏力，社融存量增速大概率转为回落。

图表15：2020年7-12月PMI同比趋势值快速回升，亿



来源：Wind，国金证券研究所

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：北京市东城区建国门内大街 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