

## 居民中长贷转正，直接融资拉动社融扩张 ——2025 年 5 月社融数据点评

### 点评

- **社融增速与上月持平，人民币信贷小幅回升。从社融存量看**，2025 年 1-5 月，社融存量同比增长 8.7%，增速与 1-4 月持平，基本符合市场预期。**从社融增量看**，5 月社会融资规模增量为 22894 亿元，同比增加 2271 亿元，符合“小月”特点。5 月对实体经济发放的人民币贷款增加 5960 亿元，同比少增 2237 亿元，低于 Wind 一致预期。这或归因于两方面因素：一是关税政策对当月上半月贸易活动仍存在滞后影响，抑制企业融资需求；二是政府债等直接融资工具对企业信贷需求形成部分替代。短期内直接融资或仍为社融扩张的核心拉动力量，后续随着内需修复进程深化、新兴产业加速发展，实体部门内生性信用融资需求有望逐步回暖，进而推动人民币信贷在社融结构中的占比呈现回升态势。**5 月社融结构上**，政府债仍为主要支撑，但或因地方置换债发行节奏放缓，政府债占比较上月明显走低。5 月一揽子货币政策的政策效应正渐进释放，后续仍存适度宽松空间，财政端有望进一步加码发力，超长期特别国债发行将迎高峰。随着内需逐步修复，叠加贸易摩擦不确定性降低，信贷数据有望边际改善，社融规模预计保持稳定增长态势。
- **政府债融资为社融主要支撑，企业债稳健增长。从社融结构看**，2025 年 5 月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重约 26.03%，占比较 4 月回升 18.41 个百分点。**新增直接融资** 16281 亿元，同比多增 3619 亿元，占比为 71.11%，较 4 月下降 36.39 个百分点，较去年同期升高 9.71 个百分点。**政府债** 仍为社融的主要增长项，2025 年 5 月政府债新增 14633 亿元，同比增加 2367 亿元，环比增加 4904 亿元，占同期社会融资规模增量的比重约为 63.92%，虽较 4 月下降 20.02 个百分点，但仍远高于过去五年同期均值 40.5%。5 月政府净融资 14948.46 亿元，同比多增 1686.72 亿元，其中国债净融资额同比多增 2489.4 亿元。今年国债发行节奏提速，支撑社融保持扩张态势，1-5 月国债净融资达到 26740.1 亿元，占全年 6.66 万亿元额度的 40.15%，预计后续政府净融资将持续支撑社融扩张。但需注意 5 月，用于存量债务置换的地方特殊再融资专项债净融资额环比下降 2276.05 亿元至 158.08 亿元，且 1-5 月地方特殊再融资专项债净融资总额达到 15573.39 亿元，占全年 2 万亿额度的 77.87%，预计后续地方政府置换债发行节奏将逐步放缓；**企业债券** 融资 1496 亿元，同比多增 1211 亿元，或与 5 月央行降息 10bp 带动长端利率下行有关，加之央行将科技创新和技术改造再贷款额度从 5000 亿元增加至 8000 亿元，企业科技创新债券发行速度在政策支持下持续加快，5 月科技创新公司债券净融资额为 722.03 亿元，高于去年同期 378.03 亿元，城投债融资仍偏低，5 月城投债仍延续净偿还状态，但净偿还额环比收窄 337.46 亿元至 560.15 亿元；**非金融企业境内股票融资** 同比增加 41 亿元至 152 亿元，或与国内 IPO 等股权融资渠道回暖趋势相关，5 月资本市场股权融资规模 167.95 亿元，远高于去年同期 81.87 亿元水平。另外，**表外融资** 同比由正转负，其中新增委托贷款同比多减较多，同比多减 158 亿元至 -167 亿元，而新增未贴现银行承兑汇票减少 1162 亿元，同比少减 169 亿元。
- **企业信贷表现偏弱，居民中长期信贷同比多增。2025 年 5 月，企（事）业单**

### 西南证券研究院

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-57631106  
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏  
执业证号：S1250523030002  
电话：010-55758502  
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

联系人：潘妍洁  
邮箱：panyj@swsc.com.cn

### 相关研究

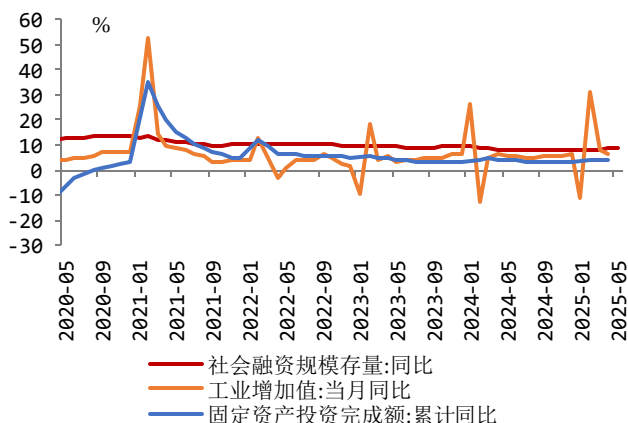
1. “H+A”新程开启，中美经贸磋商达成原则一致 (2025-06-13)
2. 进、出口增速均回落，对欧、非出口是亮点——5 月贸易数据点评 (2025-06-10)
3. 油价主导下行压力，核心 CPI 同比涨幅扩大——5 月通胀数据点评 (2025-06-10)
4. 国内流动性延续宽松，欧洲央行如期降息 (2025-06-07)
5. 应时而变——经济高弹性期下的政策前瞻与资产配置策略 (2025-06-05)
6. 关税博弈缓和和下，制造业景气度回升——5 月 PMI 数据点评 (2025-06-03)
7. 工企盈利改善，美关税政策“过山车” (2025-05-30)
8. “低利率时代”息差收窄，美国 PMI 超预期扩张 (2025-05-25)
9. 美国贸易战的历史镜像——贸易、经济及货币秩序的影响拆解 (2025-05-22)
10. 生产仍具韧性，地产和消费边际走弱——2025 年 4 月经济数据点评 (2025-05-20)



位贷款增加 5300 亿元，同比少增 2100 亿元。其中，票据融资增加 746 亿元，同比少增 2826 亿元，票据冲量不明显，短期贷款对票据融资有一定代替；企业短期贷款增加 1100 亿元，同比多增 2300 亿元，或受去年同期基数较低、隐债置换对企业信贷的压制作用边际下降等因素影响；企业中长期贷款增加 3300 亿元，同比少增 1700 亿元，企业中长期信贷需求仍然偏弱，或因中美贸易于 5 月中旬才日渐缓和，且实质性成果落地仍需时日，企业整体风险偏好仍然偏低，特殊再融资债对贷款度数也仍有拖累，此外，政府债和企业债部分替代了企业中长期贷款需求，如支持基础设施的政府专项债以及企业科技创新债券等，5 月企业债券融资和中长期贷款相加为 4796 亿元，同比减少 489 亿元，低于中长期贷款同比减少的 1700 亿元水平。随着地方政府隐债置换节奏放缓，中美关税博弈边际缓和，国内货币扩张力度增强，叠加财政政策协同发力，国内外需求有望逐步回暖，后续企业预期有望逐步转好。5 月，居民贷款增加 540 亿元，同比少增 217 亿元，其中居民短期贷款减少 208 亿元，同比多减 451 亿元，或因我国经济尚在复苏进程中，居民消费受收入及就业等因素制约，整体需求仍显疲弱。随着后续更多消费政策加码落地，叠加“618”等购物节催化，居民消费信贷有望逐步回升；居民中长期贷款增加 746 亿元，同比多增 232 亿元。5 月，楼市整体延续企稳走势，降息小幅推动居民购房需求。克而瑞数据显示，TOP100 房企 5 月单月实现销售操盘金额 2945.8 亿元，环比增长 3.5%，虽然二手房成交量季节性回落，但是重点 14 城成交量，较去年同期上升 18.5%，赶超 2021 年同期成交水平，创多年来新高。后续仍需关注降息带来的房地产需求回暖持续性，但长期看在中央稳基调和地方差异化调控双向发力下，居民购房信贷需求有望逐步回暖。

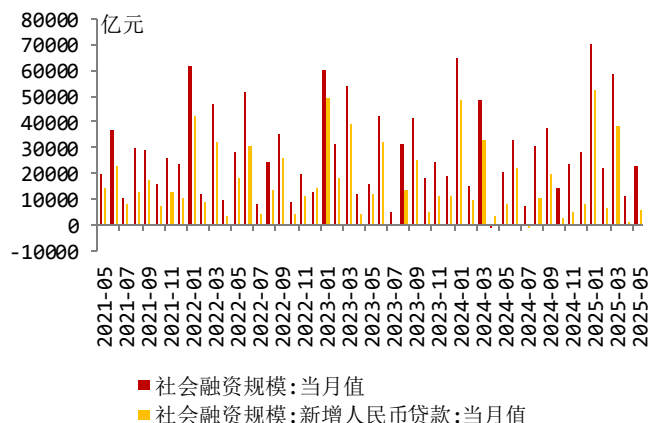
- **人民币存款同比多增，M1 增速走高。**2025 年 5 月单月，人民币存款增加 21800 亿元，同比多增 5000 亿元，一方面因去年同期基数较低，另一方面受 5 月财政存款季节性多增影响。其中居民存款增加 4700 亿元，较去年同期增加 500 亿元；非金融企业存款减少 4176 亿元，较去年同期少减 3824 亿元；财政存款增加 8800 亿元，较去年同期增加 1167 亿元，或因今年财政发力明显，财政存款对居民、企业存款挤出效应相对有限；非银行业金融机构存款增加 1.19 万亿元，较去年同期增加 300 亿元，后续在稳股市的大背景下，非银行业金融机构存款有望维持稳定增长态势。5 月末，M2 同比增长 7.9%，较上月下降 0.1 个百分点，增速小幅下降但仍处于过去 10 月内的相对高位，M2 与社融增速趋势同步且均维持阶段性高位，显示政府债等直接融资对实体经济的拉动，与居民及企业部门因实体经济景气度不足而疲弱的信贷需求形成有效对冲；M1 同比增长 2.3%，较上月抬升 0.8 个百分点，超过 Wind 一致预期，或因年同期金融数据“挤水分”导致基数较低，此外“以旧换新”等消费政策和一揽子货币政策效应正逐步显现。5 月末，M1 与 M2 剪刀差为 5.6 个百分点，较上月末收窄 0.9 个百分点，或释放出实体经济正逐步回暖的信号。后续随着货币政策与财政政策进一步协同发力，市场信心有望进一步增强，剪刀差有望逐步收窄。
- **风险提示：**国内政策落地节奏不及预期，美国关税政策变化超预期。

图 1：社融存量同比增速与上月持平



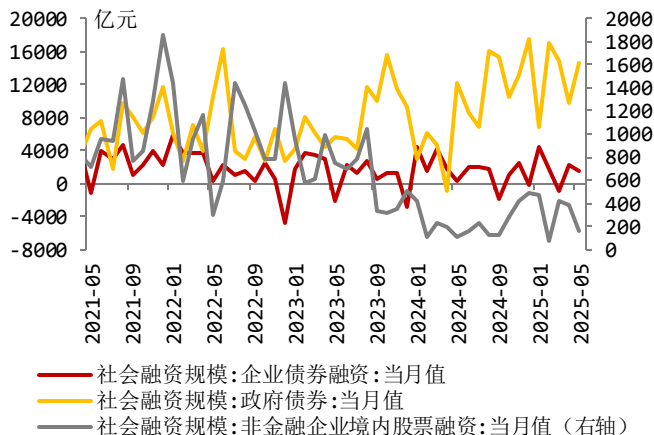
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：5 月新增社融同比多增、新增人民币贷款同比多增



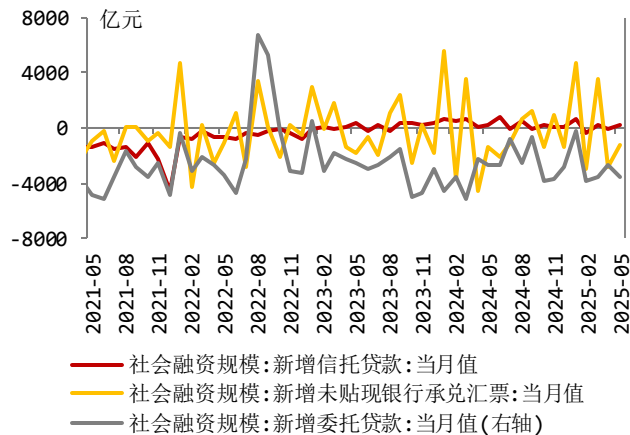
数据来源：wind、西南证券整理

图 3：5 月直接融资各分项表现



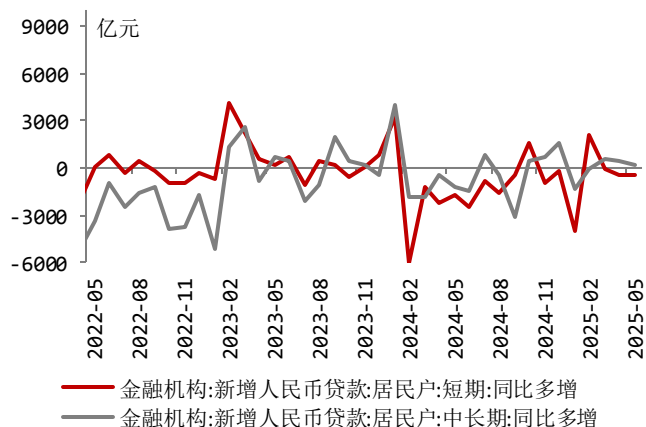
数据来源：wind、西南证券整理

图 4：5 月表外融资分项表现



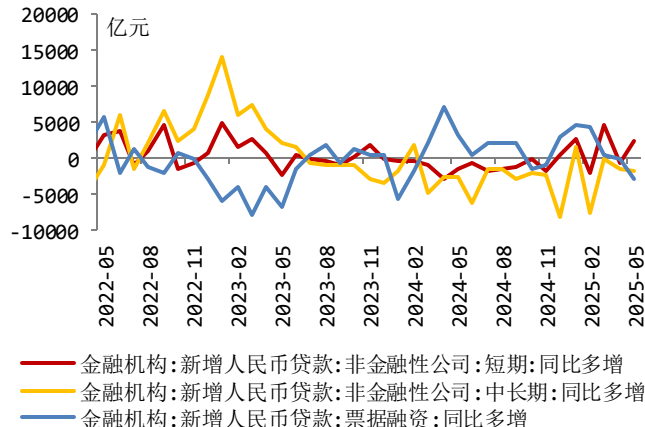
数据来源：wind、西南证券整理

图 5：居民部门短期贷款下降



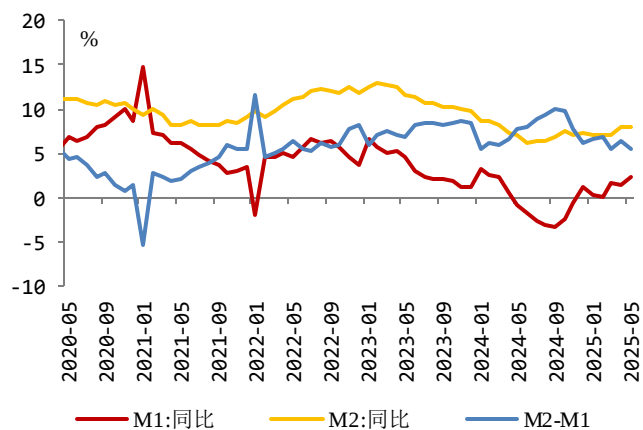
数据来源：wind、西南证券整理

图 6：企（事）业单位贷款同比下降



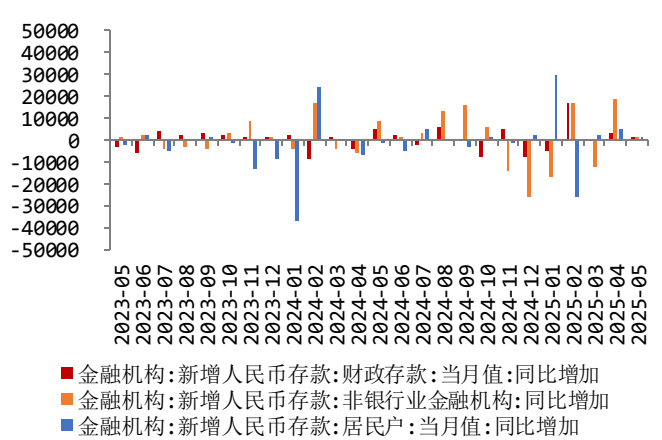
数据来源：wind、西南证券整理

图 7：5 月 M1 同比上升，M2 同比小幅下降



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：5 月财政存款同比小幅增加



数据来源：wind、西南证券整理

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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综合指数或标普500指数为基准。

|      |                                            |
|------|--------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上        |
|      | 持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间   |
|      | 中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间  |
|      | 回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上      |
|      | 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间  |
|      | 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务                      | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|-------------------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 院长助理、研究销售部经理、<br>上海销售主管 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售岗                     | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 李煜  | 销售岗                     | 18801732511  | 18801732511 | yflyu@swsc.com.cn    |
|    | 汪艺  | 销售岗                     | 13127920536  | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn     |
|    | 张嘉诚 | 销售岗                     | 18656199319  | 18656199319 | zhangjc@swsc.com.cn  |
|    | 贾文婷 | 销售岗                     | 13621609568  | 13621609568 | jiawent@swsc.com.cn  |
|    | 欧若诗 | 销售岗                     | 18223769969  | 18223769969 | ors@swsc.com.cn      |
|    | 李嘉隆 | 销售岗                     | 15800507223  | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn   |
|    | 蒋宇洁 | 销售岗                     | 15905851569  | 15905851569 | jjj@swsc.com.c       |
| 北京 | 李杨  | 北京销售主管                  | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售岗                     | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杨薇  | 销售岗                     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 姚航  | 销售岗                     | 15652026677  | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    |
|    | 张鑫  | 销售岗                     | 15981953220  | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn    |
|    | 王一菲 | 销售岗                     | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售岗                     | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
|    | 马冰竹 | 销售岗                     | 13126590325  | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |

|    |     |        |             |             |                      |
|----|-----|--------|-------------|-------------|----------------------|
| 广深 | 郑龔  | 广深销售主管 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 龚之涵 | 销售岗    | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
|    | 杨举  | 销售岗    | 13668255142 | 13668255142 | yangju@swsc.com.cn   |
|    | 林哲睿 | 销售岗    | 15602268757 | 15602268757 | lzh@swsc.com.cn      |