

2025 年 06 月 15 日

政府债券发行支撑社融

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

沈美辰（分析师）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790524110002

事件：5 月社会融资规模增长 2.3 万亿元，预期 2.1 万亿，前值 1.2 万亿；新增人民币贷款 6200 亿元，预期 8025 亿，前值增加 2800 亿。

● 信贷：信贷扩张还需财政进一步加码

5 月信贷增加 6200 亿元，同比少增 3300 亿元，读数弱于季节性。

居民贷款同比小幅走低，企业贷款揭示有效需求仍待提振。居民贷款延续走低，同比少增 217 亿元。居民中长贷同比多增 232 亿元，维持韧性。5 月降 LPR 落地，地产销售延续止跌回稳，商品房销售面积增速出现城市间分化，二线城市走弱、一三线韧性回升，按揭贷款在降息支撑下保持同比多增。居民短贷同比多减 451 亿元，延续下行，一是消费贷“价格战”暂缓，二是居民收入未明显改善，短贷、信用卡消费增长相对疲软。

5 月新增企业贷款 5300 亿元，同比少增 2100 亿元，为近 5 年来最低。企业中长贷同比少增 1700 亿，低于季节性；企业短贷新增 1100 亿元，同比多增 2300 亿。5 月特殊再融资债净融资额仅有 158 亿元，较上月回落 2276 亿元，置换力度大幅减缓，债务置换对企业信贷的扰动有所减弱，后续存量偿还还将逐步减少，但仍需注意控增量对新增信贷的影响。基建项目方面，5 月螺纹钢开工率、石油沥青装置开工率等指标边际相对平稳，相关融资需求理应不会有较大波动。5 月企业中长贷景气度走低，可能是受关税影响的行业企业需求拖累，以及超长期特别国债 4 月刚启动发行，基建仍缺少新增项目，当前实体中长期信贷需求或正在探底。表内票据新增 746 亿元，同比少增 2826 亿元，结合票据利率月内变动，5 月银行使用票据冲量并不明显。但与此相对的是企业短贷，新增企业短贷 1100 亿元，同比多增 2300 亿，或指向银行月末更多选择对公短贷进行冲量。

5 月信贷总量新增不及预期，结构上企业贷款增速放缓形成拖累。由于金融机构冲量规模有所减轻、债务置换偿还力度放缓，5 月信贷读数更接近实体融资需求。当前金融数据表明，信贷扩张还较为依赖财政进一步加力。

● 社融：政府债券保持高强度发行

5 月新增社融 22894 亿元，同比多增 2271 亿元，增速持平 8.7%。**政府债券和企业债券同比显著多增。**表内人民币贷款新增 5960 亿，同比少增 2237 亿元，有效需求不足导致信贷对社融增长有所拖累。政府债券融资新增 14633 亿元，同比多增 2367 亿元。**政府债券发行保持一定强度。**特殊再融资债发行放缓，而专项债 5 月净融资额提升至 4261 亿元，发行较上月提速；特别国债、一般国债净融资额均较 4 月有所增加，共同支撑了 5 月政府债券融资。向后看，国债或在三季度迎来发行高峰，支撑政府债融资。其他分项方面，企业债券同比多增 1211 亿元，4 月以来企业债券融资成本走低，企业加大发债融资力度，企业直接融资也与企业贷款存在一定替代效应。未贴现银行承兑汇票同比少减 169 亿元，信托贷款、委托贷款同比少增。股票融资同比小幅多增，总体维持平稳。

● 广义货币：M1 同比显著修复

5 月 M1 增速提升 0.8pct 至 2.3%，M2 增速小幅回落至 7.9%。5 月 M1 显著修复。一是 2024 年 5 月受手工补息影响 M1 大幅低于季节性，基数偏低；二是化债效果持续显现，城投等地方国企账面活跃度或有显著改善。**5 月一系列金融政策落地叠加关税缓和，对企业和居民的信心提振有一定效果，经济中活钱增加。**存款结构看，财政存款同比多增 1167 亿元，环比 4 月多增 5090 亿，指向 5 月财政或多收少支。居民、企业存款分别同比多增 500 亿、3824 亿，财政存款对居民和企业的挤压有限，M2 增速与上月基本持平。

● 风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

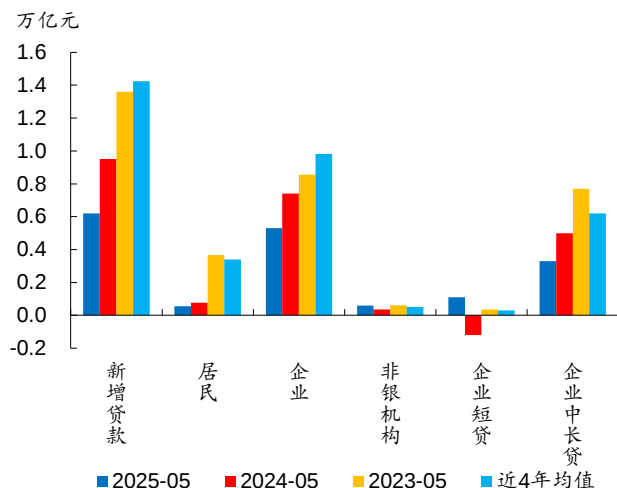
相关研究报告

《美国通胀的反弹斜率及持久性尚待观察——美国 5 月 CPI 点评》-2025.6.12

《出口加速下行概率增大——宏观经济点评》-2025.6.9

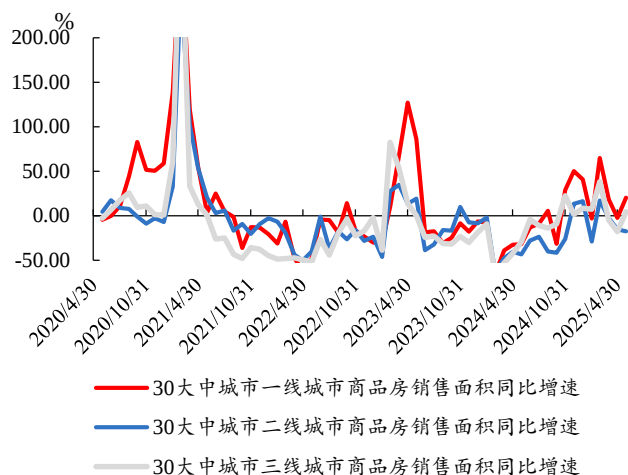
《经济动能边际放缓——宏观经济专题》-2025.6.9

附图 1：5 月新增信贷弱于近四年季节性



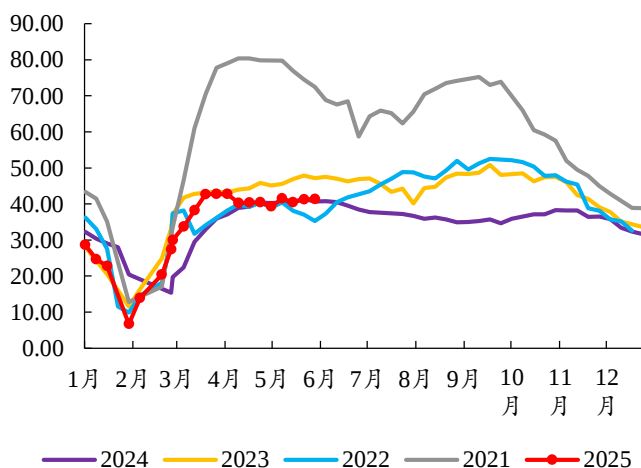
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：一线和三线大中城市商品房销售增速回升



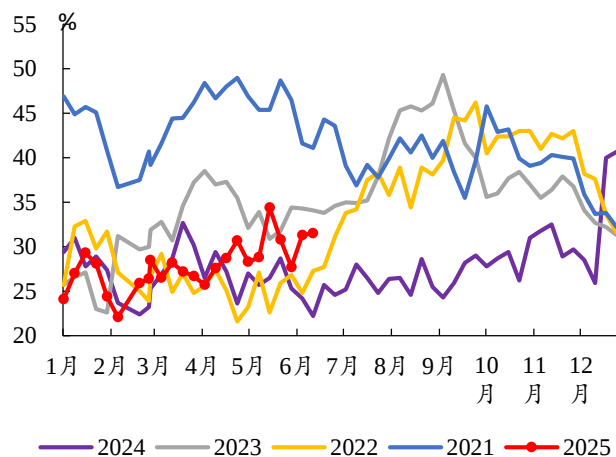
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：5 月水泥发运率保持平稳

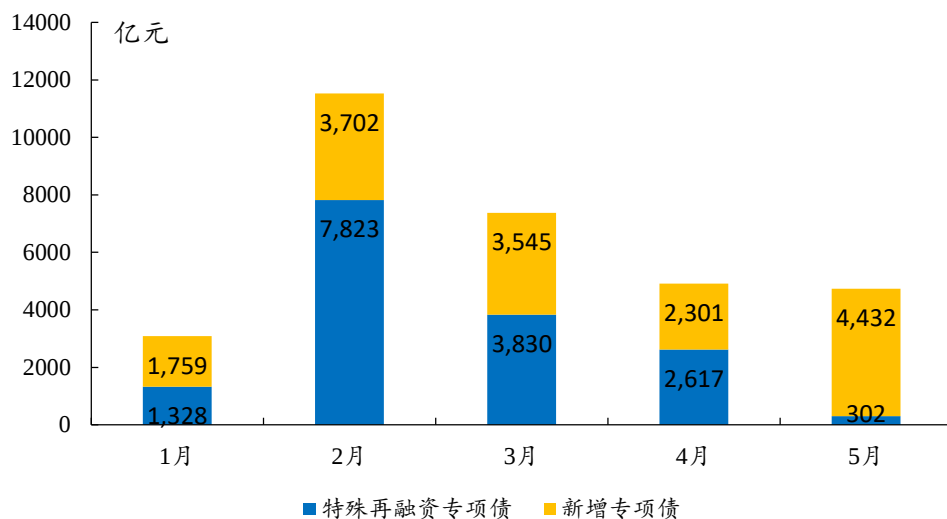


数据来源：Wind、开源证券研究所

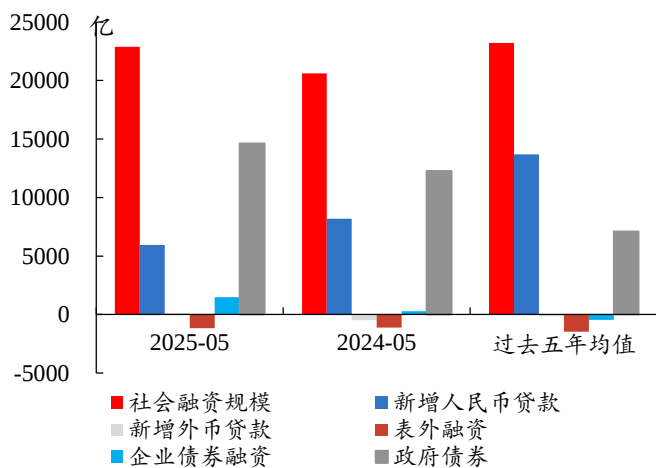
附图 4：5 月石油沥青装置开工率冲高回落



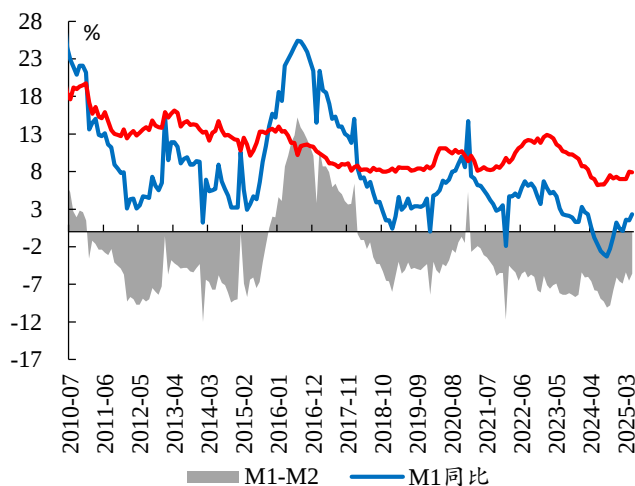
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：5 月特殊再融资债发行放缓，专项债加力


数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：5 月政府债券和企业债券融资超出季节性


数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：M1 增速显著提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn