

5月金融数据解读

信用债融资成为结构性亮点

◆ 经济研究 · 宏观快评

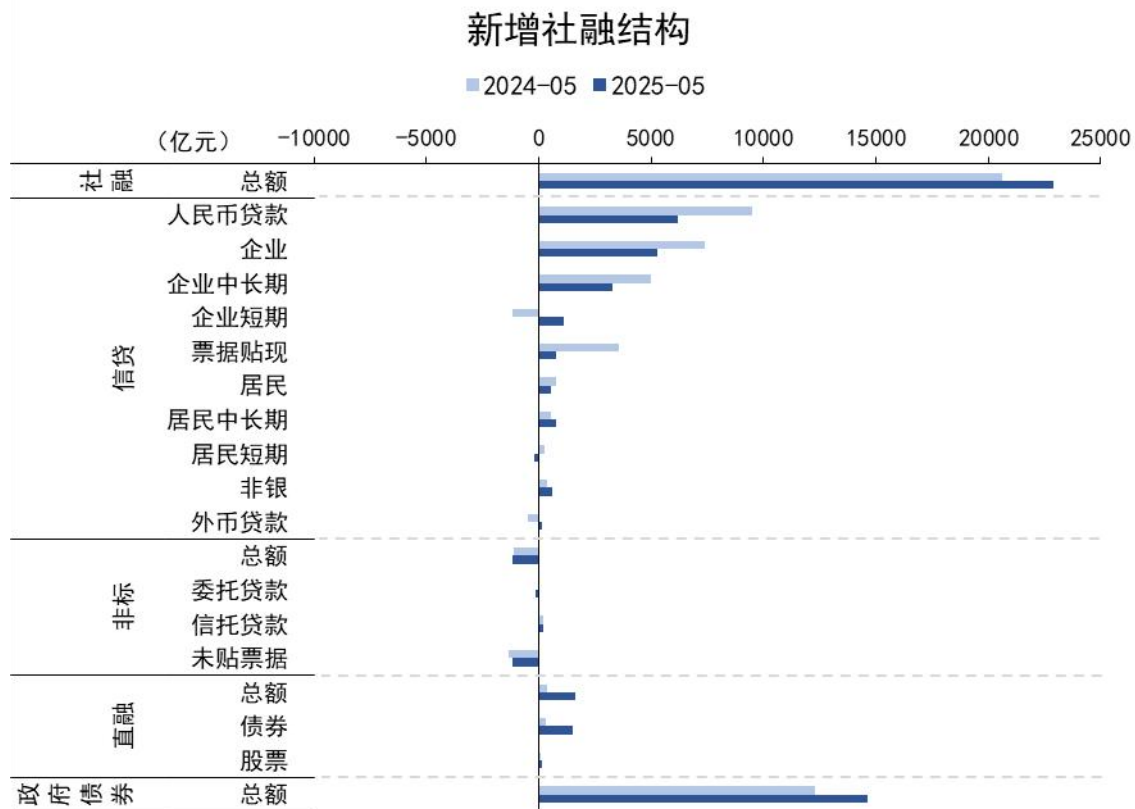
证券分析师:	李智能	0755-22940456	lizn@guosen.com.cn	执证编码: S0980516060001
证券分析师:	田地	0755-81982035	tianti2@guosen.com.cn	执证编码: S0980524090003
证券分析师:	董德志	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	执证编码: S0980513100001

事项:

5月我国新增社融 2.29 万亿元（预期 2.05 万亿元），新增人民币贷款 6200 亿元（预期 8026 亿元），M2 同比增长 7.9%（预期 8.1%）。

评论:

图1：金融数据分项一览



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

结论：总体而言，5月金融数据较为平淡，结构上延续了“政府融资主导，私人部门偏弱”的格局。新增贷款创下历史同期新低，社融在政府融资和直融托底下出现超季节性反弹。这反映了贸易摩擦背景下，政府和政策成为经济运行主导力量，内生动能仍处于蛰伏状态。

此外，有两点值得关注：一是居民短贷再度萎缩，指向即使有消费品以旧换新等政策支持，居民消费意愿

和能力仍然不强；二是 M1 尽管出现小幅反弹，但幅度弱于去年基数效应，指向货币活性实际走弱；三是尽管企业贷款受到地方化债拖累，但未来随着 4 月 25 日中央政治局会议部署的“新型政策性金融工具”落地，有望进一步撬动项目融资需求端，提振企业贷款增速。

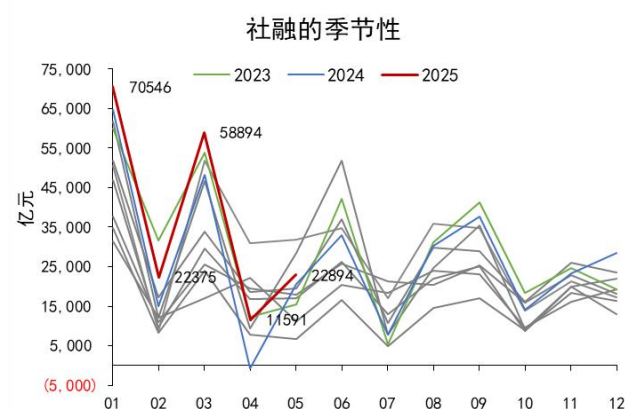
具体看，5 月数据的几个主要特征：

5 月社融表现总体略强于季节性，结构延续分化：私人部门信贷偏弱，政府债券融资强劲。与过去五年同期对比，今年 5 月社融位于次高水平，仅低于 2022 年；从同比角度看，去年同期政府债券发行提速拉高基数，因此今年 5 月社融增速持平上月的 8.7%。相较去年同期，5 月社融多增 2271 亿元，各科目对同比增量的贡献排名如下：政府（贡献 104.2%）、直融（贡献 55.1%）、非标（贡献-1.8%）、信贷（贡献-71.1%）。

5 月新增贷款弱反弹，继续创近年同期历史新低，且居民短贷连续两个月负增，企业中长贷连续四个月同比少增，显示私人部门扩表意愿仍偏弱。宽口径下（非社融），当月新增信贷为 6200 亿元，同比少增 3300 亿元；社融口径下，人民币+外币贷款新增 6695 亿元，同比少增 1615 亿元。

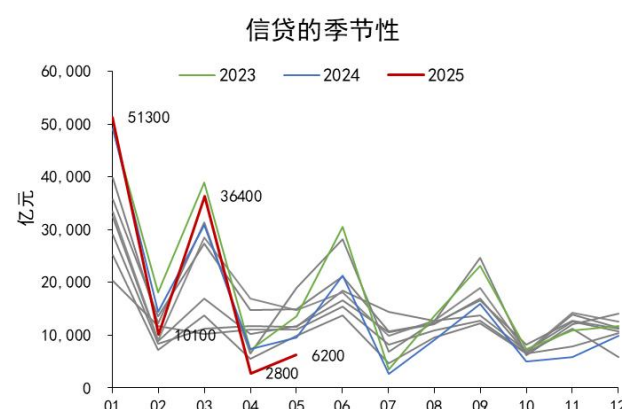
当月存款增加 2.18 万亿元，M2 同比增速小幅回落至 7.9%。从结构看，企业存款继续减少，居民、财政和非银存款明显增加，同比看，各项存款均有所增加。与此同时，M1 同比增速较 4 月有所回升（上升 0.8pct 至 2.3%），在去年同期低基数变化下（去年 5 月较 4 月明显回落 1.4pct），指向实际货币流通继续放缓，与本月偏弱的私人部门金融数据表现一致。

图2：5 月新增社融回落表现略强于季节性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：5 月新增信贷弱反弹，表现弱于季节性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 解读

社融：私人部门扩表意愿偏弱，政府融资维持高增

5 月社融表现总体略强于季节性，结构延续分化：私人部门信贷偏弱，政府债券融资强劲。与过去五年同期对比，今年 5 月社融位于次高水平，仅低于 2022 年；从同比角度看，去年同期政府债券发行提速拉高基数，因此本月社融增速持平上月的 8.7%。相较去年同期，5 月社融多增 2271 亿元，各科目对同比增量的贡献排名如下：政府（贡献 104.2%）、直融（贡献 55.1%）、非标（贡献-1.8%）、信贷（贡献-71.1%）¹。

人民币贷款

5 月新增贷款弱反弹，继续创近年同期历史新低，且居民短贷连续两个月负增，企业中长贷连续四个月同比少增，显示私人部门扩表意愿仍偏弱。宽口径下（非社融），当月新增信贷为 6200 亿元，同比少增 3300 亿元；社融口径下，人民币+外币贷款新增 6695 亿元，同比少增 1615 亿元。

¹ ABS 和贷款核销两项尚未公布。

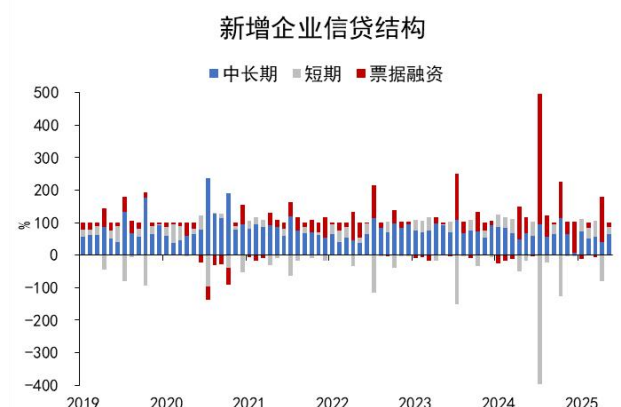
企业贷款表现仍偏弱，除政府化债影响外，或还与低利率环境下债券直融性价比提升以及外部环境不确定性难消对经济内生动能形成压制有关。当月非金融企业贷款新增 5300 亿元，同比少增 2100 亿元。结构上，中长贷与票据同比少增，短贷同比多增。中长贷当月增加 3300 亿元（同比-1700 亿元）；短贷增加 1100 亿元（同比+2300 亿元），票据增加 746 亿元（同比-2826 亿元）。我们认为，当月企业贷款表现偏弱一定程度上与外部环境不确定性难消有关，中美贸易谈判虽然取得一定的进展，但两国分歧难以弥合，较高不确定性下企业难以制定中长期生产发展计划。

图4：5月新增居民贷款小幅转正



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：5月新增票据贴现明显缩量，中长贷为主要增量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

居民贷款转正，中长贷表现明显优于短贷。当月新增居民贷款 540 亿元，同比少增 217 亿元，显示居民扩表意愿不强。具体看，短贷减少 208 亿元，同比少增 451 亿元，连续三个月同比下降，指向即使有消费品以旧换新政策托底，受外部环境不确定性增加影响居民消费意愿和能力仍然不强。5 月房地产成交同比增速较 4 月反弹，中长贷增加 746 亿元，同比多增 232 亿元，幅度不大，显示 5 月地产景气度稳定，居民对于“加杠杆”贷款购房意愿仍然不强，但并未进一步恶化。

图6：5月新增居民短贷仍构成负向拖累



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：5月楼市销售面积同比降幅明显收窄



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

非标、直接融资与政府债券

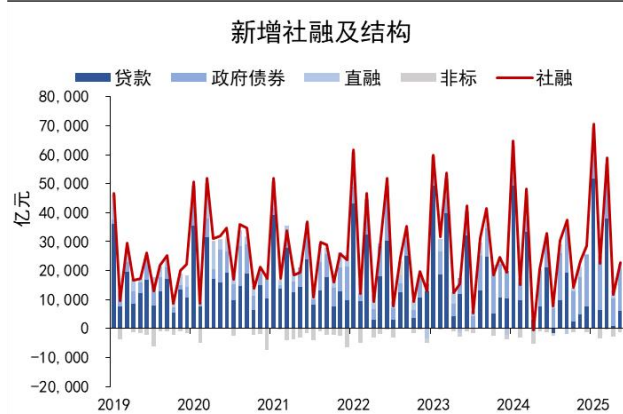
政府融资继续主导新增社融。受特别国债和地方政府专项债发行带动，当月新增政府债融资 1.46 万亿元，较去年同期多增 2367 亿元，是本月社融同比增量的主要来源。同时，地方高息债务的持续置换，也一定程度上拖累了新增企业贷款，“跷跷板”效应在未来一段时期仍将延续。

表外融资继续萎缩。当月表外三项融资合计萎缩 1156 亿元，同比多减 40 亿元。其中，未贴现银行承兑汇票减少

1162 亿元（同比+169 亿元）；信托贷款增加 173 亿元（同比-51 亿元），委托贷款减少 167 亿元（同比-158 亿元）。

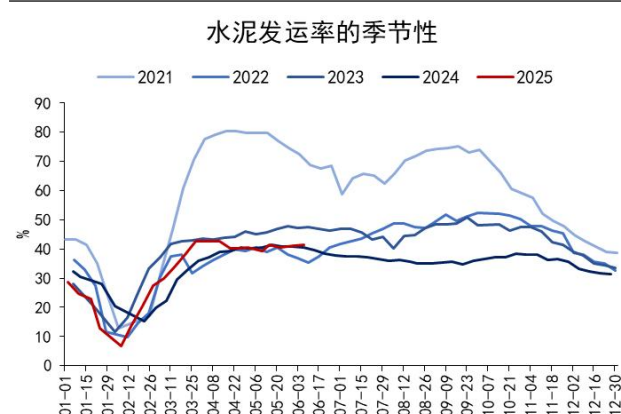
低利率环境下，企业直融是本月数据的主要亮点。当月新增企业直接融资 1648 亿元，同比多增 1252 亿元。结构上，信用债新增融资 1496 亿元，同比多增 1211 亿元，除低利率外也与政策支持科创债融资有关。股票融资亦有所扩张，新增 152 亿元，同比多增 41 亿元。

图8：政府融资继续主导对新增社融的拉动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：5月水泥发运率变化不大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

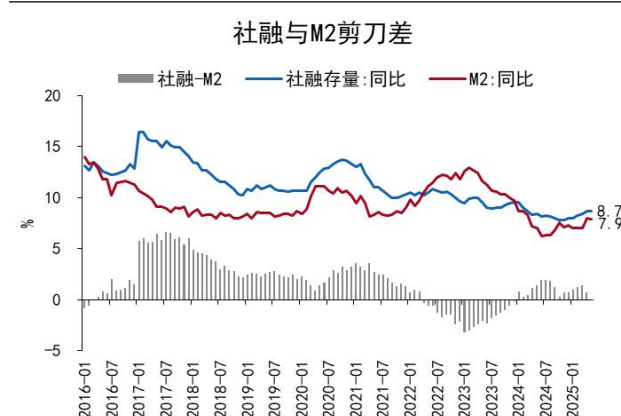
货币：M2-M1 剪刀差有所收窄

图10：M2-M1 剪刀差收窄



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：社融-M2 剪刀差小幅扩张



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

当月存款增加 2.18 万亿元，M2 同比增速小幅回落至 7.9%。从结构看，企业存款继续减少，居民、财政和非银存款明显增加，同比看，各项存款均有所增加。当月新增居民存款 4700 亿元，同比多增 500 亿元；新增企业存款-4176 亿元，同比少减 3824 亿元；新增非银存款 1.19 万亿元，同比多增 300 亿元；新增财政存款 8800 亿元，同比多增 1167 亿元，与政府融资上升印证。

与此同时，M1 同比增速较 4 月有所回升（上升 0.8pct 至 2.3%），在去年同期的低基数变化下（去年 5 月较 4 月明显回落 1.4pct），指向实际货币流通继续放缓，与本月偏弱的私人部门金融数据表现一致。M2-M1 增速剪刀差收窄 0.9pct 至 5.6%，社融-M2 小幅扩大 0.1pct 至 0.8%。

◆ 风险提示

海外市场波动，海外经济进入衰退。

相关研究报告：

《进出口数据快评-出口仍然展现较强韧性》——2025-06-09

《中国通胀数据快评-5月服务价格推动核心CPI上涨，6月CPI同比有望转正》——2025-06-09

《宏观经济数据前瞻-2025年5月宏观经济指标预期一览》——2025-06-03

《5月PMI数据解读-关税影响暂时缓解，消费性服务业展现韧性》——2025-06-02

《2025年4月财政数据快评-税收收入回正，广义支出提速》——2025-05-21

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032