

财政支撑的社融还需货币政策支持

——5月中国金融数据点评 20250614

报告日期：2025-06-14

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

研究助理：洪子彦

执业证书号：S0010123060036

电话：15851599909

邮箱：hongziyan@hazq.com

主要观点：

● 数据观察：5月金融数据有何特点？

5月社融边际有所改善，但信贷弱于往年。5月社融存量规模新增2.29万亿，同比多增0.22万亿元。人民币贷款新增6200亿元，同比少增3300亿元。货币供应量方面，M2放缓但保持稳定，M1增速显著回升，M0继续高增。广义货币M2同比增7.9%，环比下降0.1pct。M1同比增2.3%，较上月提升0.8pct；M0同比增12.1%，较上月提升0.1pct。

政府债发行节奏前置仍是本月社融增长的核心力量。虽然地方债发行继续加速，但受益于存款搬家、理财基金等配置力量增强，整体信用债市场供需改善，叠加央行、证监会推出科技创新债券推动科创债融资，企业债券融资亦呈现增长。

本月信贷走弱主要受到需求端和政府债置换的影响。供给端看，本月降准释放流动性，增强银行信贷投放能力，BCI企业融资环境指数升至49.09（上月为48.03）。但需求端偏弱，关税冲击导致企业本月融资总需求有所减弱，叠加本月存款利率下调、银行存款向理财转移，理财配置力增强引导信用债市场收益率下行，信用债融资成本走低，故企业本月转向直接融资作为替代。另外，政府债置换也是制约中长期贷款增长的因素之一。

降息后，信贷格局企业端呈现“短强长弱”，而居民端呈现“短弱长强”。银行信贷投放力提升，叠加银行信贷结构调整，导致企业短贷新增强于往年。居民端，长期贷款同比强于去年，购房需求抑制状态或边际有所松动，短期贷款走弱，反映居民偏好由短期消费转向长期投资，居民部门信心边际修复。

● 深度视角：5月金融数据有何亮点？

财政存款来看，政府债融资量仍高于往年，新增财政存款继续处于历史相对高位。新增政府债融资量与新增财政存款的差值与上月持平，低于季节性水平，反映政府部门融入资金的支出速度不快。

细看企业直接融资分行业情况，本月实体类企业多数行业债券融资同比均上升，医疗保健、日常消费、可选消费、信息技术行业净融资同比增长较多，地产亦有所修复，而金融类企业净融资同比、环比均有所下降。反映资金正从金融体系流向实体，多数行业融资出现改善，关注地产融资回稳迹象。

票据融资来看，本月企业票据融资大幅下降，且票据融资利率中枢较4月有所下行。反映了企业融资环境改善，短贷支撑企业短期融资需求，票据融资需求大幅减弱，企业融资结构呈现改善。

● 未来展望：透过 5 月金融数据，我们到怎样的趋势？

整体经济格局来看，政府加杠杆持续加速下，企业资产负债表结构优化、货币活化不足问题继续改善。规上工业企业资产总计和负债总计同比在长期下行大趋势下，近月呈边际企稳。5 月受关税冲击影响，企业资产负债表边际收缩，但资产负债率亦同步下行。反映企业的边际缩表除了受需求冲击以外，也是政策发力下，资产负债表结构优化的体现。货币流通方面，M1-M2 剪刀差有所收窄，经济活跃度有所改善。由于宏观杠杆率依然偏高，居民部门融资仍偏弱，体现在 M2 增速仍不足，故当前周期还要依赖政策继续发力、精准施策以推升预期，打开居民部门货币活性。

政策层面来看，上阶段“财政扛旗+货币护航”的政策组合效果显著：一方面，作为社融的主要拉动项，政府债发行继续提速，带动货币循环。另一方面，货币政策的降准降息既提升银行信贷投放能力，实现了企业端票据融资向银行短贷的置换，又带动存款资金流向理财，理财信用下沉则为多数弱资质实体企业注入资金，企业融资环境和融资结构均改善。往后看，各部门均有继续打开的空间，结构上企业部门未来或能接力社融。政府部门看，化债的持续推进释放地方财政空间，企业部门看，债务结构优化、融资环境改善，提升企业后续加杠杆的能力。居民部门看，借贷格局揭示信心边际修复，显示政策刺激对购房需求提振已具备一定效果。

下半年将是“政府驱动→企业接棒→居民跟随”的关键转换期，本月社融改善已验证“财政+货币”政策的组合效果，故后续政策护航仍然必要，当前债市基于资金面做多情绪仍将延续。财政方面，政府债继续加杠杆，三季度政府债发行规模预计为 3.5 万亿左右。货币政策方面，为配合三季度政府债发行，央行可能再降准 25BP 或以上，或使用其它买断式逆回购\加大逆回购投放\重启国债买债\MLF 超额续作等多种工具为银行体系流动性护航。

● 风险提示

警惕政策不确定性风险、外部环境风险。

正文目录

1	重要图表.....	5
2	风险提示.....	8

图表目录

图表 1: 人民币贷款、社融各项当月新增及同比多增情况 (亿元)	5
图表 2: 细看企业债券融资情况: 金融类融资同比下降, 而实体类多行业融资回暖, 地产小幅修复 (亿元, %)	5
图表 3: 新增信贷总量 (单位: 亿元)	6
图表 4: 新增信贷的分项结构变化 (亿元)	6
图表 5: 新增信贷分项: 信贷偏弱主因是企业中长期贷款和票据融资缩量 (亿元)	6
图表 6: 企业新增信贷: 短期贷款同比增长 (亿元)	6
图表 7: 企业新增信贷: 新增票据融资回落 (亿元)	6
图表 8: 企业新增信贷: 中长期贷款同比偏弱 (亿元)	6
图表 9: 企业资产负债表同比变化: 关税冲击下, 资产负债表转为收缩 (%)	7
图表 10: 新增社融: 5 月社融新增处于历史偏多水平 (亿元)	7
图表 11: 新增社融的分项结构变化: 结构上仍是以政府债为主 (亿元)	7
图表 12: 新增社融分项表现: 政府债发行多增 (亿元)	7
图表 13: 新增企业债融资: 5 月企业债融资强于季节性 (亿元)	7
图表 14: 新增政府债融资: 发行节奏加快 (亿元)	7
图表 15: 新增财政存款: 财政存款多于往年 (亿元)	8
图表 16: 新增政府债融资与财政存款的差值: 差值边际收窄 (亿元)	8
图表 17: M1 与 M2 剪刀差收窄 (%)	8

1 重要图表

图表 1：人民币贷款、社融各项当月新增及同比多增情况（亿元）

		新增量					同比多增					环比多增				
		2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01
信贷																
各项贷款		6200.0	2850.7	36358.6	10087.2	50912.6	-3251.9	-4474.2	5469.9	-4469.0	1770.1	3349.3	-33507.9	26271.4	-40825.4	40961.2
境内贷款		-	2499.3	36565.2	9355.2	49822.3	-	-3455.1	5615.2	-4439.0	1210.1	-	-34065.9	27210.0	-40467.1	40846.8
境外贷款		-	351.5	-206.6	732.0	1090.3	-	-1019.0	-145.4	-30.0	560.0	-	558.0	-938.6	-358.3	114.4
企业贷款		5300.0	6116.1	28378.8	10402.9	47391.8	-2149.2	-2415.7	4894.9	-5252.9	8972.3	-816.1	-22262.7	17975.9	-36988.9	42562.3
短期贷款及票据融资		-	3568.5	12391.4	5010.9	11940.7	-	-755.5	5086.3	2497.9	7163.0	-	-8823.0	7380.5	-6929.8	7563.2
短期贷款		1100.0	-4772.9	14377.0	3318.2	17089.8	2357.0	-696.5	4541.0	-1950.4	2578.9	5872.9	-19149.9	11058.9	-13771.6	17227.2
票据融资		746.0	8341.4	-1985.6	1692.7	-5149.1	-2826.4	-59.0	545.2	4448.4	4584.1	-7595.4	10327.0	-3678.3	6841.8	-9664.0
中长期贷款		3300.0	2511.2	15763.0	5441.8	34447.2	-1712.3	-1570.5	-212.4	-7486.3	1423.4	788.8	-13251.9	10321.3	-29005.5	34041.4
融资租赁		-	74.4	251.1	-46.4	982.7	-	-31.8	44.9	-255.3	407.9	-	-176.7	297.5	-1029.1	830.9
各项垫款		-	-37.9	-26.7	-3.3	21.1	-	-58.0	-23.9	-9.2	-22.0	-	-11.2	-23.4	-24.4	126.8
住户贷款		540.0	-5250.8	9888.4	-3891.6	4438.3	-216.8	-66.4	464.6	2014.7	-5493.6	5790.8	-15139.2	13780.0	-8329.9	861.1
短期贷款		-208.0	-4019.3	4841.4	-2741.1	-8.5	-450.9	-501.2	-66.4	2127.0	-3597.3	3811.3	-8860.7	7582.5	-2732.7	-596.0
中长期贷款		746.0	-1231.4	5047.1	-1150.4	4446.8	232.1	434.8	531.0	-112.2	-1896.3	1977.4	-6278.5	6197.5	-5597.2	1457.1
消费贷款		-	-1960.9	3831.6	-3789.2	2173.3	-	1671.8	1252.6	1996.3	-1453.0	-	-5792.5	7620.8	-5962.5	232.8
经营贷款		-	-3289.8	6056.9	-102.4	2265.0	-	-1738.2	-788.0	18.4	-4040.7	-	-9346.7	6159.3	-2367.4	628.3
短期贷款:消费贷款		-	-1213.0	1352.8	-2525.8	-782.5	-	498.1	353.7	1630.8	-1228.7	-	-2565.8	3878.6	-1743.3	-757.0
短期贷款:经营贷款		-	-2806.3	3488.6	-215.3	774.1	-	-999.3	-420.1	496.1	-2368.6	-	-6294.9	3703.9	-989.4	161.0
中长期贷款:消费贷款		-	-747.9	2478.8	-1263.4	2955.8	-	1173.7	898.9	365.5	-224.3	-	-3226.7	3742.2	-4219.2	989.9
中长期贷款:经营贷款		-	-483.5	2568.3	112.9	1491.0	-	-738.8	-367.9	-477.7	-1672.1	-	-3051.8	2455.4	-1378.0	467.3
非银行业金融机构贷款		589.0	1634.0	-1702.0	2843.8	-2007.8	226.1	-973.0	255.8	-1200.8	-2268.6	-1045.0	3336.0	-4545.9	4851.6	-2576.6
社融																
社融		22894.0	11591.0	58894.0	22375.0	70546.0	2271.0	12249.0	10559.0	7416.0	5812.0	11303.0	-47303.0	36519.0	-48171.0	42039.0
人民币贷款		5960.0	884.0	38234.0	6528.0	52194.0	-2237.0	-2465.0	5314.0	-3245.0	3793.0	5076.0	-37350.0	31706.0	-45666.0	43792.0
政府债券		14633.0	9729.0	14866.0	16939.0	6933.0	2367.0	10666.0	10240.0	10928.0	3986.0	4904.0	-5137.0	2073.0	10006.0	-10633.0
企业债券融资		1496.0	2340.0	-905.0	1702.0	4454.0	1211.0	633.0	-5142.0	279.0	134.0	-844.0	3245.0	-2607.0	-2752.0	4613.0
表外:新增委托贷款		-167.0	-2.0	-165.0	-228.0	449.0	-158.0	-91.0	300.0	-56.0	808.0	-165.0	163.0	63.0	-677.0	469.0
表外:新增信托贷款		173.0	-77.0	238.0	-330.0	623.0	-51.0	-219.0	-443.0	-901.0	-109.0	250.0	-315.0	568.0	-953.0	472.0
表外:新增未贴现银行承兑汇票		-1162.0	-2794.0	3632.0	-2987.0	4654.0	169.0	1696.0	80.0	699.0	-982.0	1632.0	-6426.0	6619.0	-7641.0	5986.0
非金融企业境内股票融资		152.0	391.0	412.0	76.0	473.0	41.0	205.0	185.0	-38.0	51.0	-239.0	-21.0	336.0	-397.0	-11.0
存款类金融机构资产支持证券		-	-316.0	-76.0	-269.0	-227.0	-	1651.0	512.0	-59.0	-24.0	-	-240.0	193.0	-42.0	-110.0

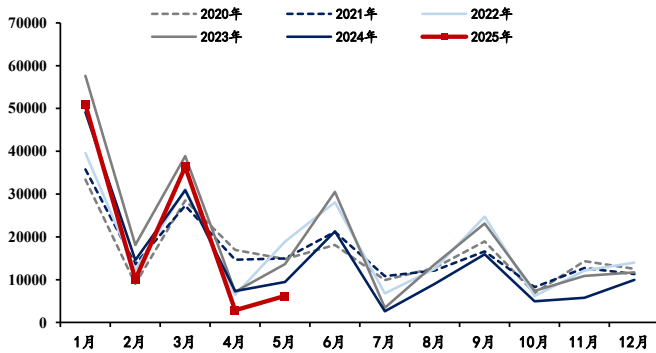
资料来源：Wind，华安证券研究所 注释：信贷数据当月新增来源为中国人民银行金融统计数据报告，往月数据来源于中国人民银行金融机构人民币信贷收支表

图表 2：细看企业债券融资情况：金融类融资同比下降，而实体类多行业融资回暖，地产小幅修复（亿元，%）

		2025-05			2025-04			2025-05环比			去年同期			2025-05同比		
		总发行	总偿还	净融资	总发行	总偿还	净融资	总发行	总偿还	净融资	总发行	总偿还	净融资	总发行	总偿还	净融资
分期限	1年以内	35969.2	34749.8	1219.4	33835.7	29419.8	4415.9	6%	18%	-72%	35474.5	29310.5	6164.0	1%	19%	-80%
	1-5年	18595.9	11043.2	7552.8	13527.2	11733.1	1794.2	37%	-6%	321%	7558.2	4647.7	2910.5	146%	138%	160%
	5年以上	18173.1	3472.6	14700.5	3391.2	1301.0	2090.1	436%	167%	603%	1753.2	1000.7	752.5	937%	247%	1854%
	城投债	1751.3	2311.5	-560.2	3518.1	4427.7	-909.6	-50%	-48%	38%	1965.9	2379.1	-413.2	-11%	-3%	-36%
二永债	二永	4050.2	2462.0	1588.2	3640.4	2220.5	1419.9	11%	11%	12%	1496.5	407.0	1089.5	171%	505%	46%
	能源	408.1	211.4	196.7	433.2	457.3	-24.1	-6%	-54%	915%	625.0	330.5	294.5	-35%	-36%	-33%
	材料	590.4	406.0	184.5	1050.2	995.7	54.6	-44%	-59%	238%	482.2	334.9	147.3	22%	21%	25%
	工业	4355.6	4343.5	12.1	7840.5	7713.3	127.3	-44%	-44%	-90%	4122.7	4443.4	-320.7	6%	-2%	104%
信用债分行业(wind新)	可选消费	432.3	310.8	121.5	1022.4	889.4	133.0	-58%	-65%	-9%	252.8	329.9	-77.1	71%	-6%	258%
	日常消费	178.7	122.2	56.5	672.8	179.2	493.6	-73%	-32%	-89%	90.0	174.1	-84.1	99%	-30%	167%
	医疗保健	61.8	9.7	52.1	33.0	101.1	-68.1	87%	-90%	176%	38.0	57.1	-19.1	63%	-83%	373%
	金融	35567.8	30789.5	4778.3	36248.5	29946.2	6302.2	-2%	3%	-24%	37800.3	27911.1	9889.2	-6%	10%	-52%
	信息技术	123.4	44.4	79.0	458.2	174.3	283.8	-73%	-75%	-72%	26.9	134.7	-107.8	359%	-67%	173%
	通讯服务	20.0	19.6	0.4	103.3	80.3	23.0	-81%	-76%	-98%	35.2	51.1	-15.9	-43%	-62%	103%
	公用事业	1862.0	1794.6	67.4	2379.0	1315.9	1063.1	-22%	36%	-94%	1081.1	823.7	257.4	72%	118%	-74%
	房地产	280.6	351.7	-71.0	520.0	601.2	-81.2	-46%	-42%	13%	231.7	368.3	-136.7	21%	-5%	48%

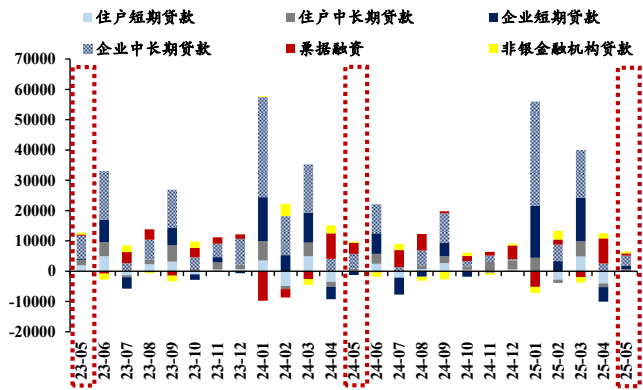
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3：新增信贷总量（单位：亿元）



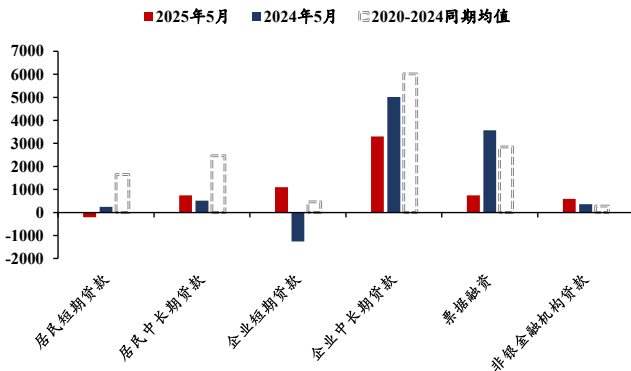
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 4：新增信贷的分项结构变化（亿元）



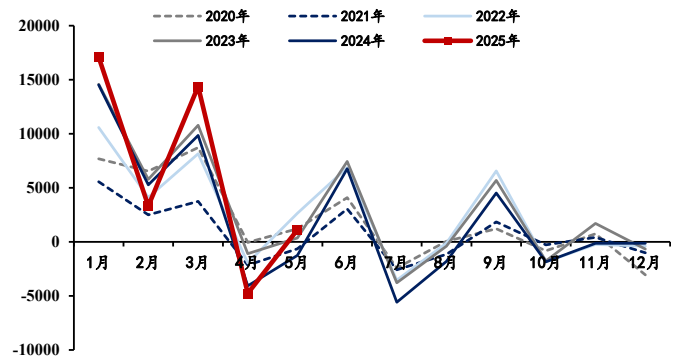
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 5：新增信贷分项：信贷偏弱主因是企业中长期贷款和票据融资缩量（亿元）



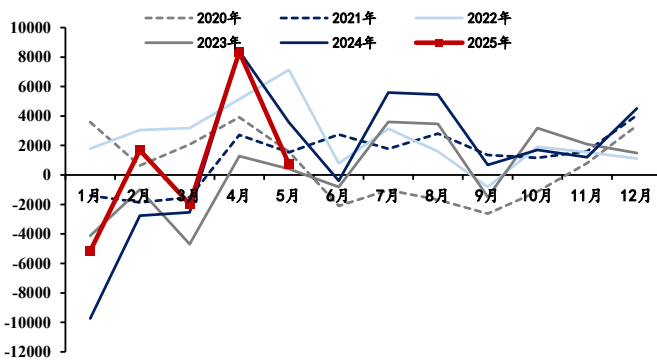
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 6：企业新增信贷：短期贷款同比增长（亿元）



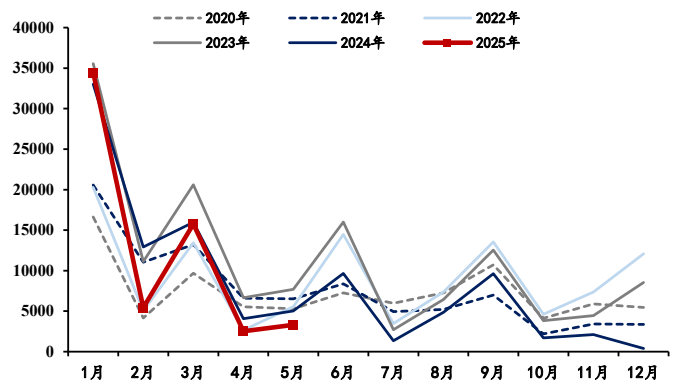
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 7：企业新增信贷：新增票据融资回落（亿元）



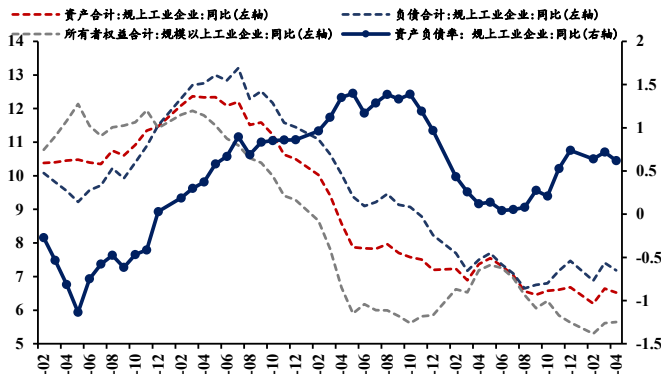
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 8：企业新增信贷：中长期贷款同比偏弱（亿元）



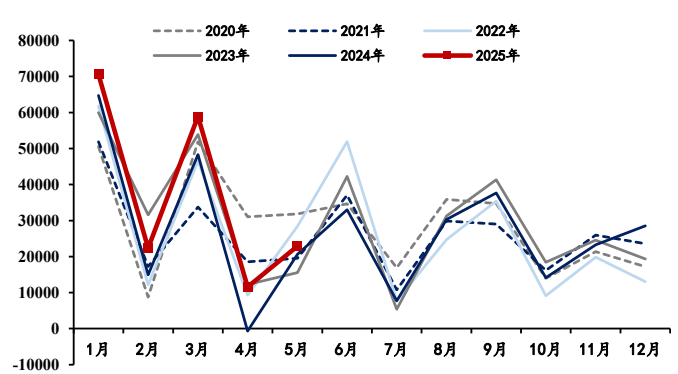
资料来源：Wind，华安证券研究所

图9：企业资产负债表同比变化：关税冲击下，资产负债表转为收缩（%）



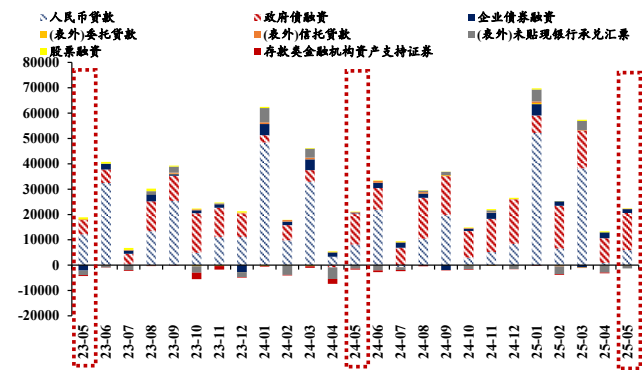
资料来源：Wind，华安证券研究所

图10：新增社融：5月社融新增处于历史偏多水平（亿元）



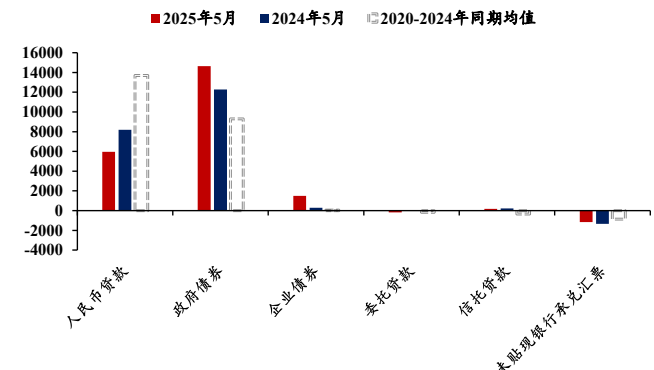
资料来源：Wind，华安证券研究所

图11：新增社融的分项结构变化：结构上仍是以政府债为主（亿元）



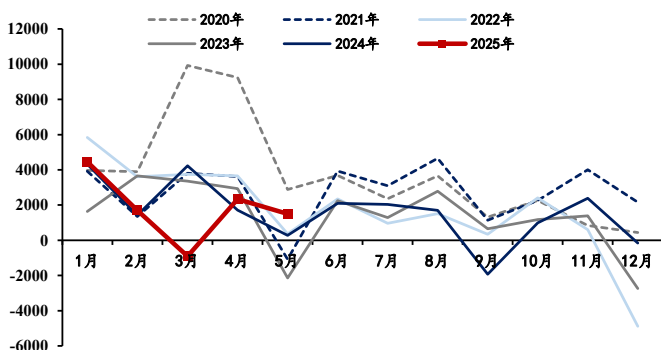
资料来源：Wind，华安证券研究所

图12：新增社融分项表现：政府债发行多增（亿元）



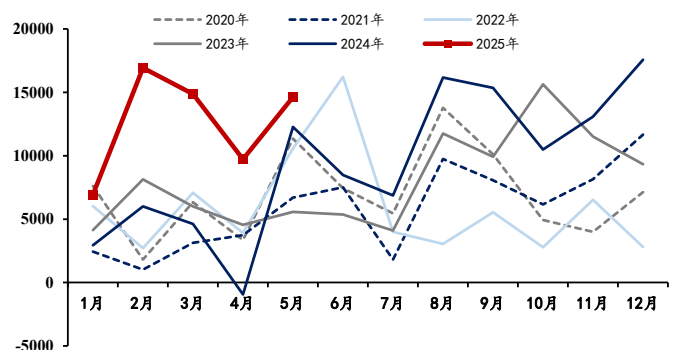
资料来源：Wind，华安证券研究所

图13：新增企业债融资：5月企业债融资强于季节性（亿元）



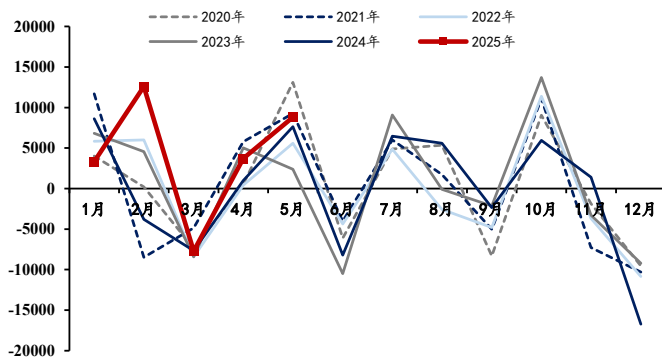
资料来源：Wind，华安证券研究所

图14：新增政府债融资：发行节奏加快（亿元）



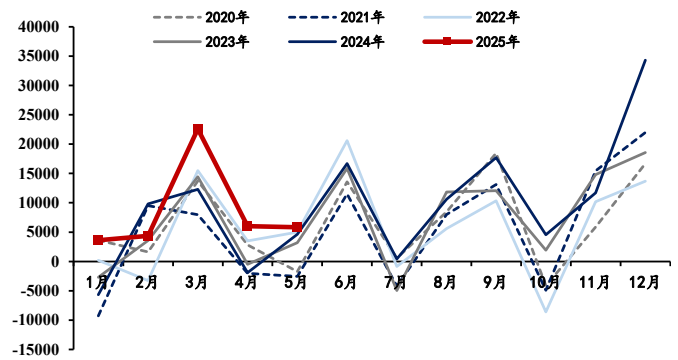
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 15：新增财政存款：财政存款多于往年（亿元）



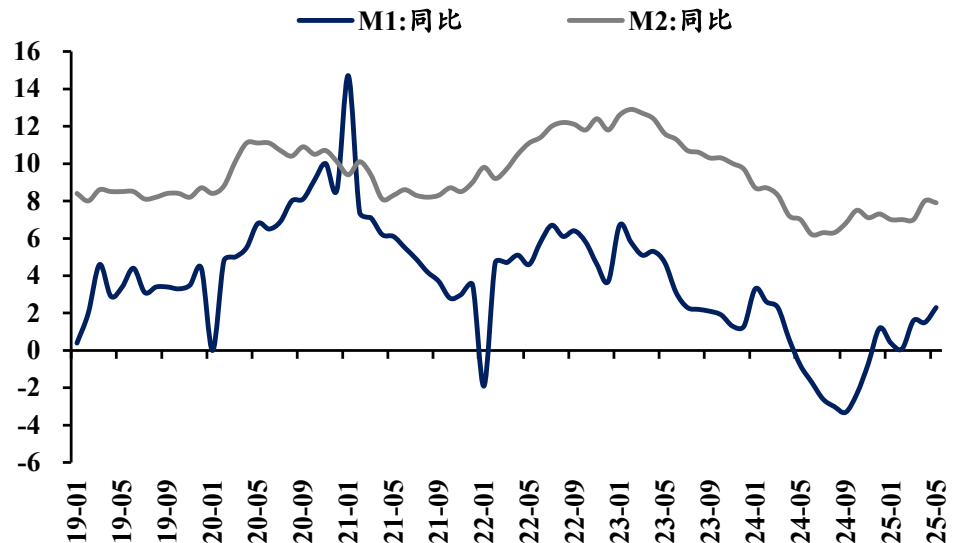
资料来源：Wind，华安证券研究所 注释：新增财政存款为国库滞留的未拨付资金，反映财政“沉淀”

图表 16：新增政府债融资与财政存款的差值：差值边际收窄（亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所 注释：新增政府债融资减去新增财政存款形成差值，差值代表财政向实体经济的净资金注入规模

图表 17：M1 与 M2 剪刀差收窄（%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

2 风险提示

警惕政策不确定性风险、外部环境风险。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安证券研究所所长助理，固收首席分析师，8 年卖方固收、权益研究经验，曾供职于民生证券、华西证券，2024 年 Wind 金牌分析师第二名，2023 年 Choice 固收行业最佳分析师。

研究助理：洪子彦，华安固收研究助理，南加州大学金融工程硕士，覆盖宏观利率、机构行为、国债期货研究。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。