

4 月金融数据点评：二季度信用扩张存在边际修复的条件



沈夏宜 分析师
Email:shenxiayi@lczq.com
证书:S1320523020004



陈国文 分析师
Email:chengguowen@lczq.com
证书:S1320524070001



魏争 分析师
Email:weizheng@lczq.com
证书:S1320524100001

投资要点：

社融存量增速修复至 8.7%。4 月新增社融 1.16 万亿，同比多增 1.22 万亿，社融存量增速环比提升 0.3 个百分点至 8.7%。结构上看，政府债同比多增、未贴现银行承兑汇票少减是支撑当月社融的主要分项；而实体信贷偏弱则是主要拖累项，其他分项与去年同期相比波动不大。

企业部门短贷中长贷同比均少增。当月企业部门短期贷款减少-4800 亿，同比多减 700 亿；中长期贷款新增 2500 亿，同比少增 1600 亿。一是地方隐债的置换持续推进，置换资金尚未有效转化为新增信贷；二是关税冲击下，外需不确定性增强，企业情绪趋于观望，资本开支意愿边际回落，抑制信贷需求增长；三是 3 月份企业信贷需求集中释放，4 月企业信贷读数偏弱，亦包含了前期冲量对当月信贷需求的“透支”。三者共同作用拖累当月企业信贷读数。

居民部门再度出现净偿还。当月居民部门短期贷款减少 4019 亿，同比多减 501 亿；中长期贷款减少 1231 亿，同比少减 435 亿。从短贷来看，一方面，对等关税落地加剧了出口和就业的不确定预期，抑制了居民提前消费的意愿；另一方面，4 月多家主要银行上调个人消费贷利率，或对居民消费形成一定约束。从中长贷来看，居民中长贷再度出现净偿还，或与 4 月地产销售降温有关。4 月 30 城商品房成交面积同比减少 12%。其中一、二、三线城市同比分别减少 2%、15%和 18%。

M1 增速回落，M2 增速回升。①当月 M1 增速环比回落 0.1 个百分点至 1.5%。一方面，可能与化债背景下，当月活期存款被集中划转支付偿还债务，减少了 M1 派生基础有关；另一方面，4 月财政存款同比多增 2729 亿，财政资金投放节奏放慢，也在一定程度上影响了机关团体活期资金的回补。②当月 M2 增速环比回升 1 个百分点至 8.0%。一方面，去年同期禁止“手工补息”后，部分虚增存贷款的“水分”被挤出，同时存款相对于理财产品的吸引力下降，理财对存款的替换效应亦有所增强，二者共同作用形成较低基数；另一方面，在对等关税冲击下，全球资本市场波动加剧，避险情绪下非银金融机构或主动降低仓位形成非银存款，当月非银存款同比多增 1.9 万亿，亦对 M2 增速有推升作用。

二季度信用扩张存在边际修复的条件。整体看，4 月社融仍然受到政府债发力的托举，但信贷数据集中反应了“化债”和“关税冲击”的双重影响。一方面，地方化债置换资金尚未有效转化为新增信贷；另一方面，关税冲击带来的外需不确定性抑制企业投资扩张意愿。往前看，二季度信用

相关报告

美国 4 月 CPI 点评：通胀持续低于预期，关税影响暂未显现

2025.05.16

4 月外贸数据点评：“抢转口”为出口提供韧性

2025.05.12

美国 5 月宏观经济点评：“负增”之下的美国经济还能走多远？

2025.05.08

扩张存在边际修复的条件：一方面，关税缓和带来外需回暖，“抢出口”窗口或推升企业融资需求。中美贸易谈判阶段性缓和，对等关税缓和预期强化下，出口企业有望加快生产与接单。叠加二季度往往为海外订单交付旺季，出口链条可能再现“抢出口”行为，推动企业信贷需求阶段性改善；另一方面，货币财政政策协同强化，有望提振信贷派生效应。随着一揽子金融支持政策推出，叠加地方新增专项债加速落地，实体层面的实物工作量有望提速释放，为信贷投放提供更充足的落地场景。

风险提示：宏观经济不及预期，需求恢复不及预期，流动性超预期收紧。

目 录

1. 社融：政府债支撑社融持续修复	5
2. 信贷：企业和居民部门对新增人民币贷款均构成拖累	6
3. M1 增速环比回落，M2 增速边际回升	8
3.1 M1 增速回落，M2 增速抬升	8
3.2 二季度信用扩张存在边际修复的条件	9
4. 风险提示	10

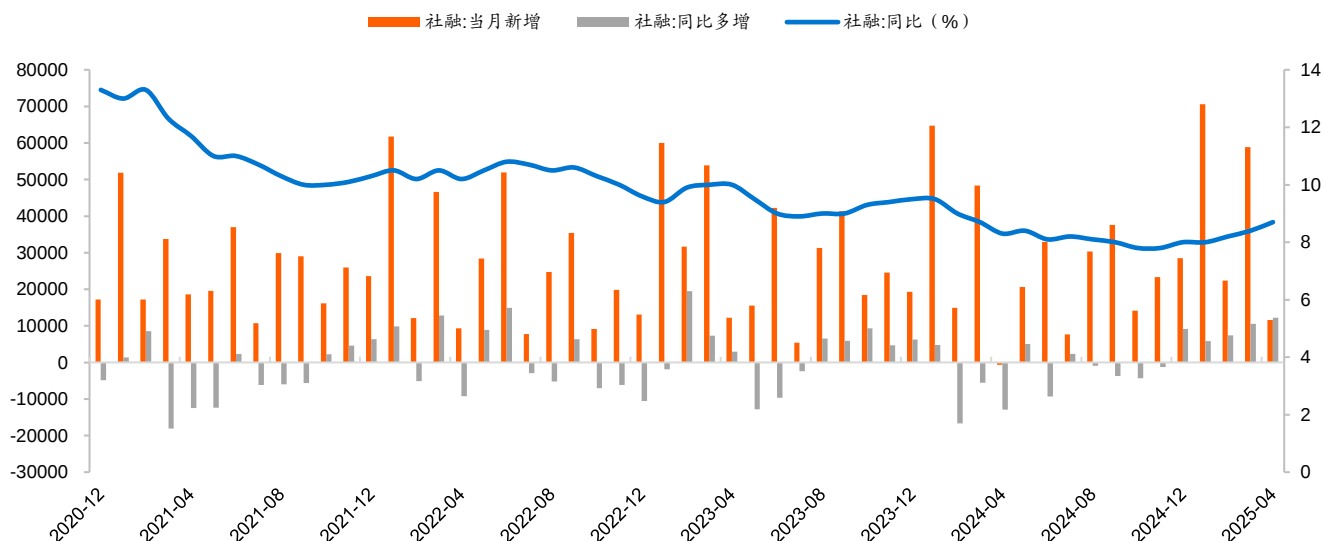
图目录

图 1	4 月社融同比多增（亿元）	5
图 2	政府债券是主要支撑项，人民币贷款是主要拖累项（亿元）	6
图 3	国债净融资同比多增	6
图 4	特殊再融资和新增专项债净融资同比均多增	6
图 5	城投债净融资仍然负增	6
图 6	4 月新增人民币贷款（亿元）	7
图 7	4 月企业部门、居民部门信贷同比均少增（亿元）	7
图 8	企业部门中长期贷款同比少增（亿元）	8
图 9	企业部门短期贷款同比多减（亿元）	8
图 10	4 月乘用车日均销量与去年同期基本持平	8
图 11	4 月 30 大中城市商品房销售面积回落	8
图 12	居民部门中长期贷款同比少减（亿元）	8
图 13	居民部门短期贷款同比多减（亿元）	8
图 14	M0、M1、M2 同比增速（%）	9
图 15	非银存款同比大幅多增，财政存款同比多增（亿元）	9

1. 社融：政府债支撑社融持续修复

社融存量增速修复至 8.7%。4 月新增社融 1.16 万亿，同比多增 1.22 万亿，社融存量增速环比提升 0.3 个百分点至 8.7%。结构上看，政府债同比多增、未贴现银行承兑汇票少减是支撑当月社融的主要分项；而实体信贷偏弱则是主要拖累项，其他分项与去年同期相比波动不大。

图1 4 月社融同比多增（亿元）



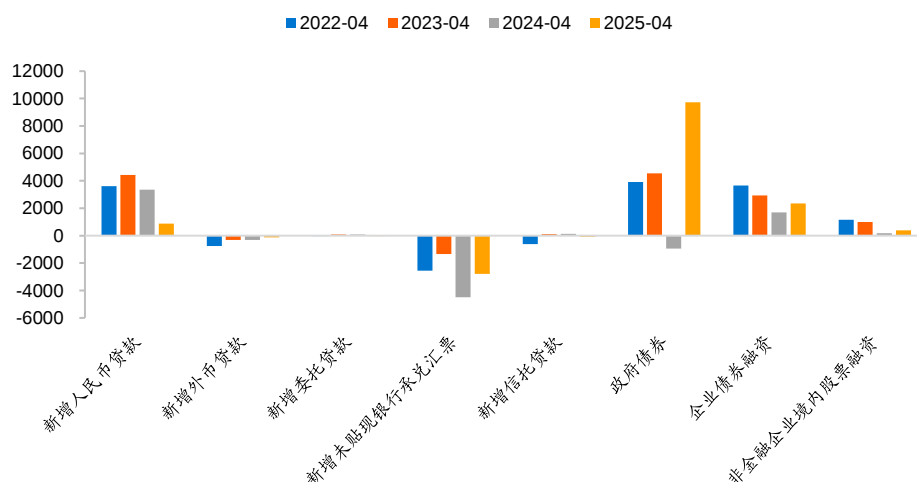
资料来源：Wind，联储证券研究院

人民币贷款同比少增。当月社融口径新增人民币贷款 884 亿，同比少增 2465 亿。去年同期信贷数据“挤水分”开始，基数其实较低，但当月人民币贷款低基数下同比仍然少增，可能与两方面因素有关，一是有效需求仍然偏弱。央行在一季度货币政策执行报告里面提到“近年来，我国实体经济供强需弱的矛盾持续存在，主要价格指标低位运行”，“从需求端看，有效需求持续恢复，但仍面临一些约束”。简单理解，4 月价格数据的低位运行指向有效需求暂未实质性转暖。二是“对等关税”的阶段性扰动。对等关税冲击下，外需不确定性提升，影响了部分企业扩表的节奏和意愿。

政府债券同比多增。政府债券当月新增 9729 亿，同比多增 1.07 万亿。其中国债仍然保持发行前置的节奏，当月净融资同比多增 3642 亿。专项债方面，化债线索下，特殊再融资专项债发行持续推进，当月同比多增 2617 亿；新增专项债在 4 月的发行节奏较一季度亦有所加快，当月同比多增 1418 亿。

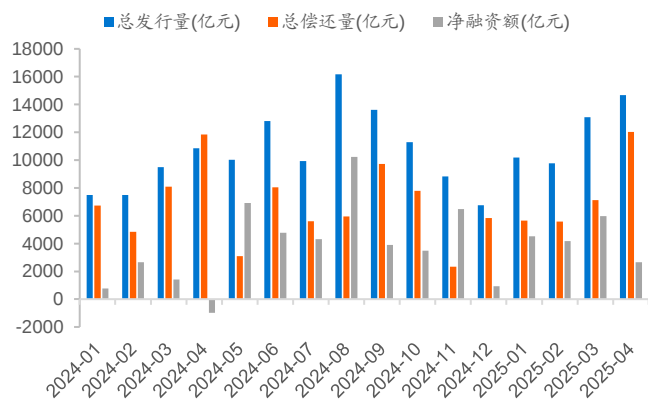
企业债券同比多增。当月新增企业债券 2340 亿，低基数下同比多增 633 亿，但城投债仍保持净偿还。**未贴现银行承兑汇票同比少减。**当月未贴现银行承兑汇票减少 2794 亿，同比少减 1696 亿。主因去年同期信贷“挤水分”，供给端票据被大量贴现至表内形成较低基数。**外币贷款同比小幅少减。**当月外币贷款减少-130 亿，同比少减 180 亿，或与关税冲击下美元走弱、当月进口数据边际亦有所回暖有关。

图2 政府债券是主要支撑项，人民币贷款是主要拖累项（亿元）



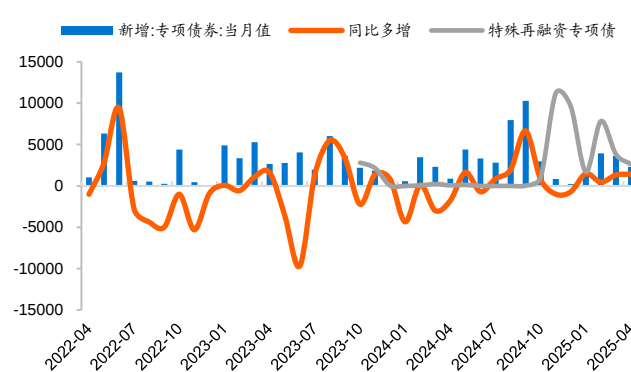
资料来源：Wind，联储证券研究院

图3 国债净融资同比多增



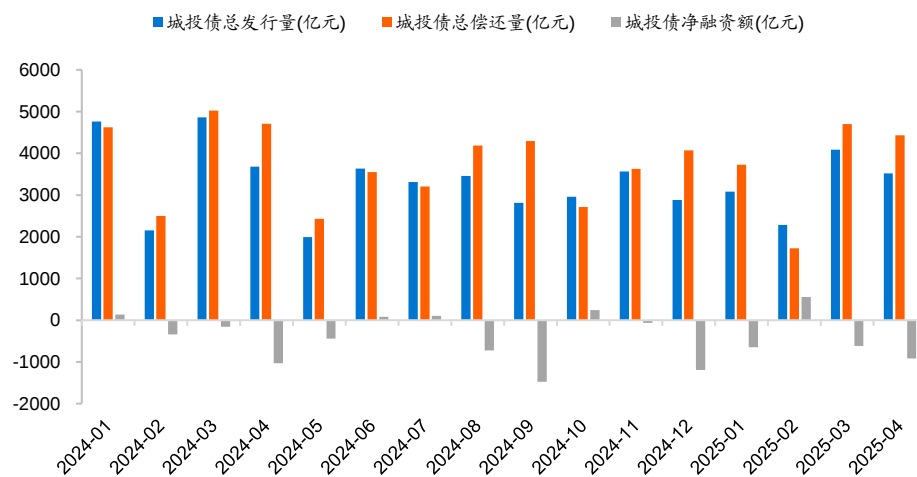
资料来源：Wind，联储证券研究院

图4 特殊再融资和新增专项债净融资同比均多增



资料来源：Wind，联储证券研究院

图5 城投债净融资仍然负增



资料来源：Wind，联储证券研究院

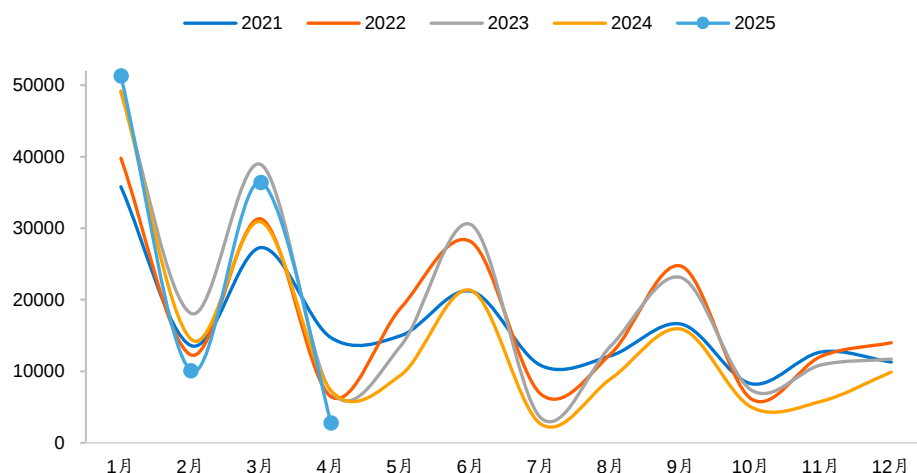
2. 信贷：企业和居民部门对新增人民币贷款均构成拖累

企业部门短贷中长贷同比均少增。当月企业部门短期贷款减少-4800 亿，同比多减

700 亿；中长期贷款新增 2500 亿，同比少增 1600 亿。一是地方隐债的置换持续推进，置换资金尚未有效转化为新增信贷；二是关税冲击下，外需不确定性增强，企业情绪趋于观望，资本开支意愿边际回落，抑制信贷需求增长；三是 3 月份企业信贷需求集中释放，4 月企业信贷读数偏弱，亦包含了前期冲量对本月信贷需求的“透支”。三者共同作用拖累当月企业信贷读数。

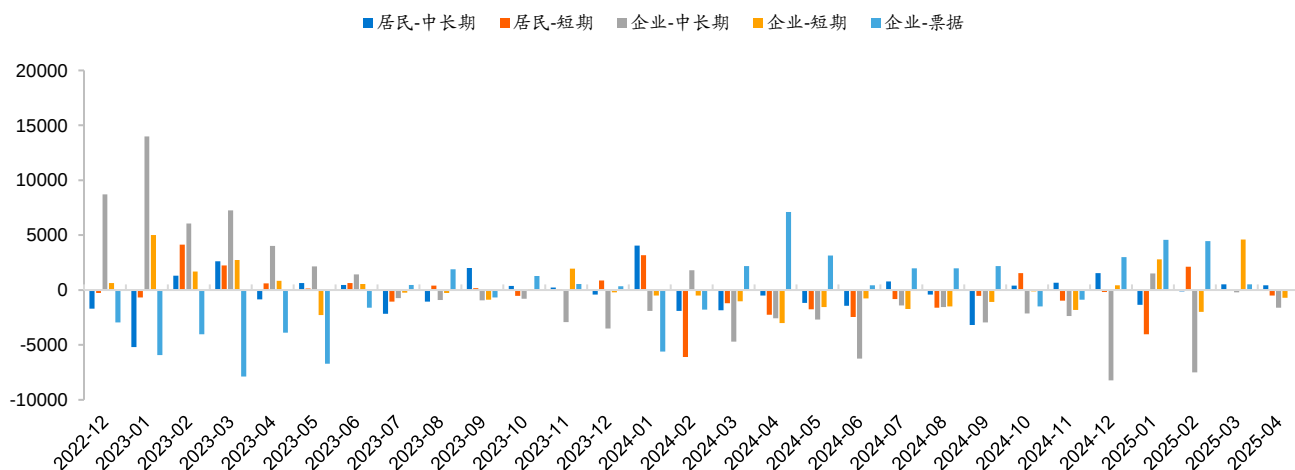
居民部门再度出现净偿还。当月居民部门短期贷款减少 4019 亿，同比多减 501 亿；中长期贷款减少 1231 亿，同比少减 435 亿。从短贷来看，一方面，对等关税落地加剧了出口和就业的不确定预期，抑制了居民提前消费的意愿；另一方面，4 月多家主要银行上调个人消费贷利率，或对居民消费形成一定约束。从中长贷来看，居民中长贷再度出现净偿还，或与 4 月地产销售降温有关。4 月 30 城商品房成交面积同比减少 12%。其中一、二、三线城市同比分别减少 2%、15%和 18%。

图6 4月新增人民币贷款（亿元）



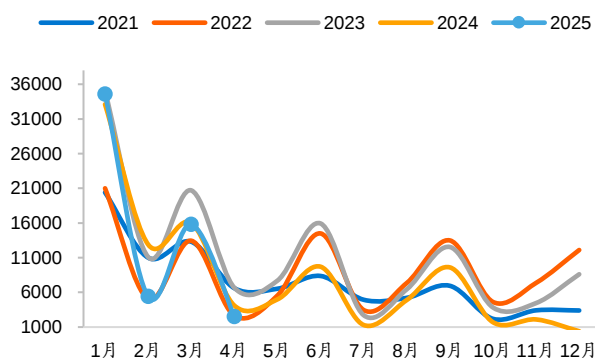
资料来源：Wind，联储证券研究院

图7 4月企业部门、居民部门信贷同比均少增（亿元）



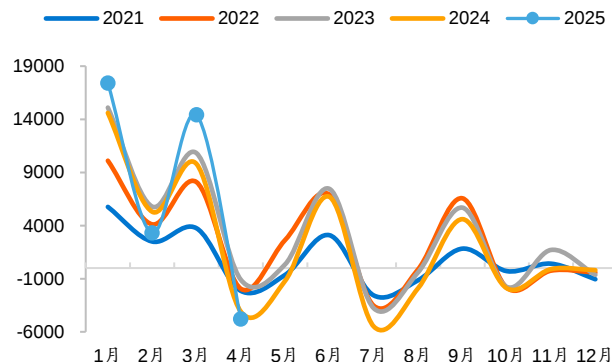
资料来源：Wind，联储证券研究院

图8 企业部门中长期贷款同比少增（亿元）



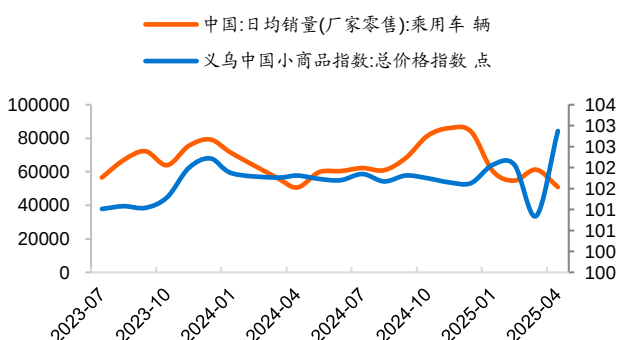
资料来源：Wind，联储证券研究院

图9 企业部门短期贷款同比多减（亿元）



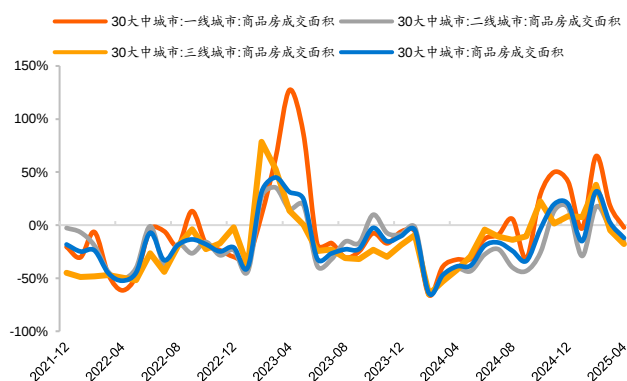
资料来源：Wind，联储证券研究院

图10 4月乘用车日均销量与去年同期基本持平



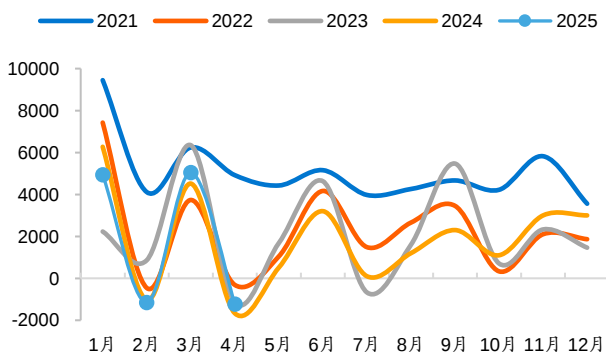
资料来源：Wind，联储证券研究院

图11 4月30大中城市商品房销售面积回落



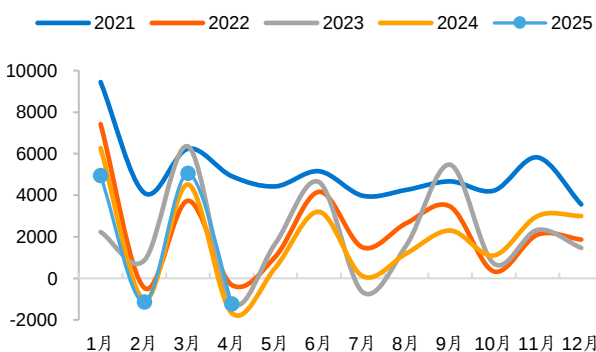
资料来源：Wind，联储证券研究院

图12 居民部门中长期贷款同比少减（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图13 居民部门短期贷款同比多减（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

3. M1 增速环比回落，M2 增速边际回升

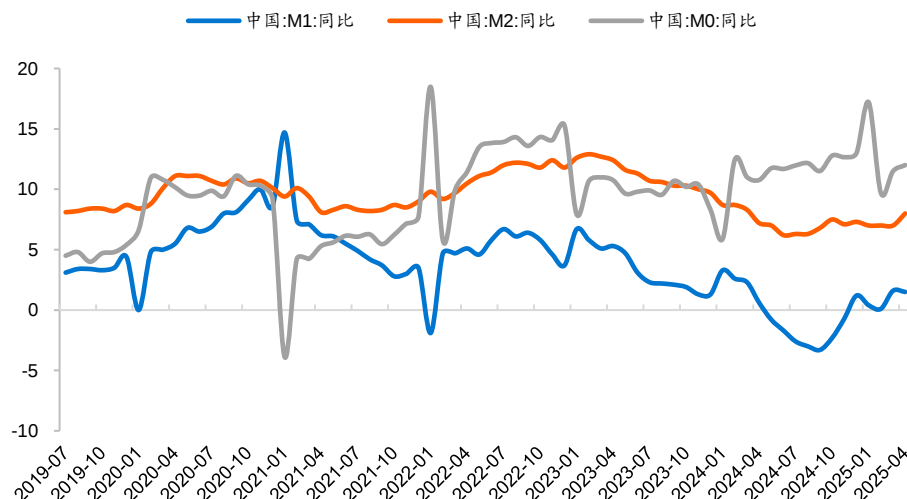
3.1 M1 增速回落，M2 增速抬升

M1 增速边际回落。当月 M1 增速环比回落 0.1 个百分点至 1.5%。一方面，可能与化债背景下，当月活期存款被集中划转支付偿还债务，减少了 M1 派生基础有关；另一方面，4 月财政存款同比多增 2729 亿，财政资金投放节奏放慢，也在一定程度上影响了机关团体活期资金的回补。

M2 增速环比抬升。当月 M2 增速环比回升 1 个百分点至 8.0%。一方面，去年同期

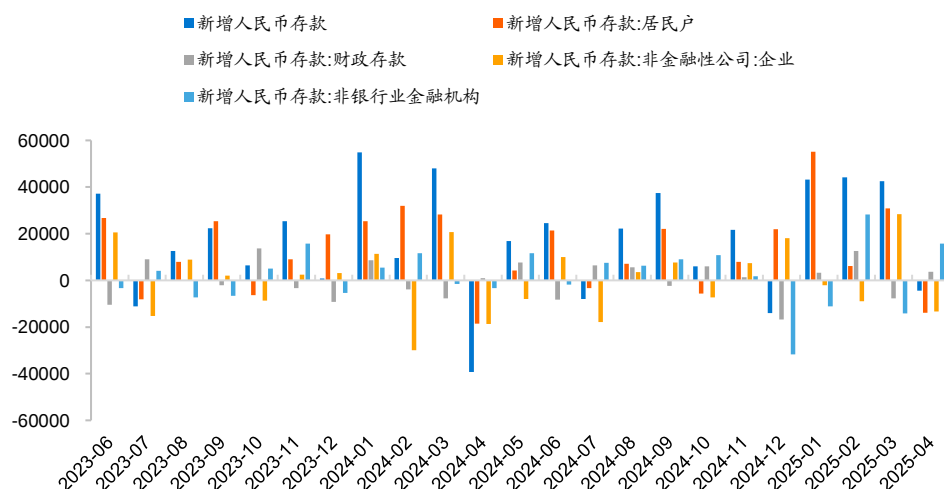
禁止“手工补息”后，部分虚增存贷款的“水分”被挤出，同时存款相对于理财产品的吸引力下降，理财对存款的替换效应亦有所增强，二者共同作用形成较低基数；另一方面，在对等关税冲击下，全球资本市场波动加剧，避险情绪下非银金融机构或主动降低仓位形成非银存款，当月非银存款同比多增 1.9 万亿，亦对 M2 增速有推升作用。

图14 M0、M1、M2 同比增速 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图15 非银存款同比大幅多增，财政存款同比多增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

3.2 二季度信用扩张存在边际修复的条件

整体看，4 月社融仍然受到政府债发力的托举，但信贷数据集中反应了“化债”和“关税冲击”的双重影响。一方面，地方化债置换资金尚未有效转化为新增信贷；另一方面，关税冲击带来的外需不确定性抑制企业投资扩张意愿。往前看，**二季度信用扩张存在边际修复的条件**：一方面，**关税缓和带来外需回暖**，“抢出口”窗口或推升企业融资需求。中美贸易谈判阶段性缓和，对等关税缓和预期强化下，出口企业有望加快生产与接单。叠加二季度往往为海外订单交付旺季，出口链条可能再现“抢出口”行为，推动企业信贷需求阶段性改善；另一方面，**货币财政政策协同强化**，有望提振信贷派生效应。随着一揽子金融支持政策推出，叠加地方新增专项债加速落地，实体层面的实物工作量有望提速释放，为信贷投放提供更充足的落地场景。

4. 风险提示

宏观经济不及预期，需求恢复不及预期，流动性超预期收紧。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000