

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《央行再提利率风险，短期长端利率
波动或有所加大》 - 2025.05.13

宏观研究

外需波动影响信贷，加速改善可期

● 投资要点

4月金融数据呈现了以下特点：一是美国加征关税外生冲击，微观主体情绪趋于审慎和观望，企业投资扩产意愿或有所下降，主动消化库存，制约信贷需求增长；二是财政加速落地，财政融资加快，同时财政支持加大力度，推动实物工作量形成；三是资本市场保持高景气度，存款利率下调趋势不变，存在“存款搬家”行为。

向后看，我们理解，金融数据或趋于改善。一是4月12日中美经贸会谈释放积极利好，美国对中国关税税率大幅下调，短期改善市场对出口预期，至少在90天豁免期内，出口或迎来较为明显回升，带动企业融资改善。5月14日，贸易追踪机构Vizion公布的数据显示，在美国和中国互降关税之后，在美国下单的从中国到美国的集装箱运输预订量飙升近300%。二是二季度存量财政政策加速落地，仍是社融的重要支撑。预计5-6月政府债融资或维持1万亿-1.5万亿左右水平。三是活期存款向定期存款、理财产品市场转移或将持续。在一季度央行货币政策执行报告中，央行货币政策目标新增“支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系”，背后或是适度宽松货币政策不断加力，商业银行净息差持续收窄，而商业银行净息差直接关乎银行体系的稳健发展，亦关乎银行体系的稳定性。从稳定净息差角度考虑，未来存款利率下调或仍是大趋势。若商业银行进一步下调存款利率，或存在存款向理财市场转移的现象，或出现类“资产荒”现象，即低风险资产收益率进一步下行，不排除现金理财产品和国债收益率继续下行。此外，根据5月7日三部委部署一揽子稳增长金融政策内容，降准、降息、结构性货币政策工具扩容，以及一季度货币政策报告强调“加大货币信贷投放力度”等，政策端利好后续金融数据改善。

● 风险提示：

海外地缘政治冲突加剧；中美贸易摩擦加剧；政策效果不及预期。

目录

1 关税外部冲击市场预期，信贷需求有所放缓	4
2 财政加速落地，成为社融主要支撑	5
3 M1 增速回落，M1 与 M2 同比增速负剪刀差走扩	6
4 市场情绪修复叠加政策利好，金融数据改善预期升温.....	6
风险提示	7

图表目录

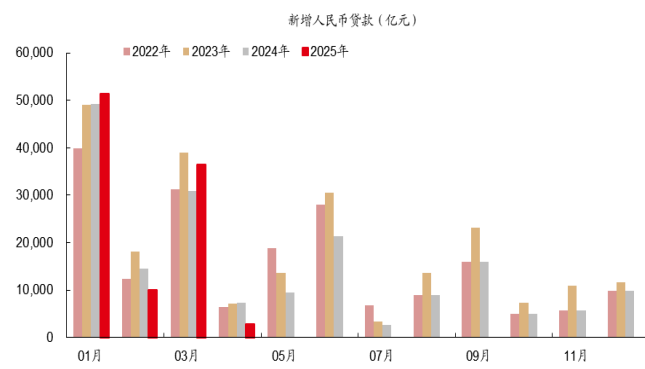
图表 1: 新增人民币贷款 (亿元)	5
图表 2: 新增贷款及部分分项同比增减 (亿元)	5
图表 3: 新增专项债发行情况 (亿元)	6
图表 4: 国债和地方政府净融资 (亿元)	6
图表 5: 货币供应 (%)	6
图表 6: M1 与 M2 同比增幅负剪刀差走扩 (%)	6

1 关税外部冲击市场预期，信贷需求有所放缓

从社融新增人民币贷款来看，实体经济融资有所放缓。4月社融口径下新增人民币贷款仅为884亿元，同比少增2465亿元，弱于季节性表现，较近五年同期均值（不包括2020年）低5709.77亿元，基本符合预期，4月BCI企业融资环境指数为48，较前值下降3.8。我们理解，主因或是美国“对等关税”影响微观主体预期，微观主体行为或趋于谨慎，贷款意愿或有所下降。

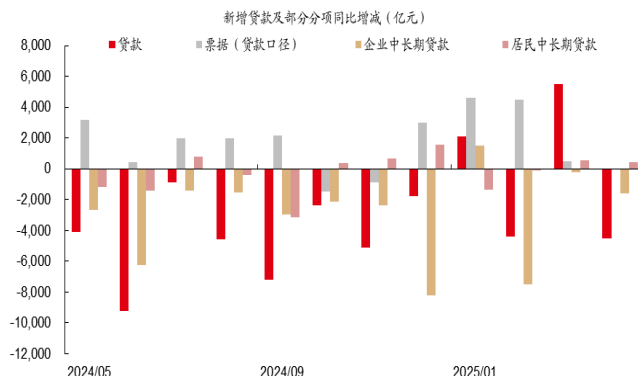
从结构上来看，（1）企业部门短贷、中长贷均呈现不同程度的同比少增，票据冲量特点犹存。4月企业部门新增短期贷款和新增中长期贷款为-4800亿元和2500亿元，分别同比少增700亿元和1600亿元。我们理解，一是4月2日美国非理性“对等关税”生效，以及后续大幅增长的反制关税，冲击外贸企业，增产扩张意愿或降低，且国内积极促进外贸转内需，在有效需求不足的背景下，亦或会对内需为主的企业生产产生负向冲击，4月PMI新订单和新出口订单均出现较为明显回落；二是，部分企业融资存在从信贷融资转向债券融资。4月企业债券融资为2340亿元，同比多增633亿元，或因债券融资成本低于信贷融资成本推动；三是，地方债务置换影响仍然存在。4月再融资专项债发行3224.87亿元，虽然呈现缩量状态，较3月减少1180.79亿元，但仍有利于改善企业现金流，部分减少企业信贷需求。（2）居民新增贷款-5216亿元，为2007年以来的次低点，仅低于2024年2月的-5907亿元，同比少增-52亿元。其中，居民部门中长贷款减少1231亿元，同比小幅多增435亿元，主因或是4月房地产市场销量有所放缓，根据中指研究院数据，4月TOP100房企销售总额同比下降16.9%，较3月单月降幅（-10.6%）有所扩大，同时提前还贷规模同比减少有关；居民部门新增短贷减少4019亿元，同比少增501亿元。我们理解，4月银行消费贷利率出现一次向上调整，在此之前，3月居民新增短贷增加，或透支了部分4月需求。据证券时报报道，4月起信用消费贷产品年化利率上调至不低于3%。

图表1：新增人民币贷款（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：新增贷款及部分分项同比增减（亿元）



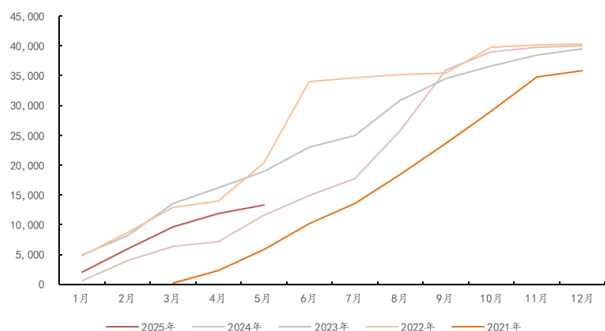
资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 财政加速落地，成为社融主要支撑

4月财政政策延续前置发力。4月政府债券融资9729亿元，同比多增10666亿元，成为新增社融的主要支撑项，背后反映了财政前置发力特点，与“425”中央经济工作会议“加紧实施”“用足用好”精神相吻合。其中，国债和地方政府债净融资为7983.39亿元，同比多增8373.52亿元。与此同时，在政府债融资较为明显增加的背景下，4月新增财政存款仅为3710亿元，低于净融资额，意味着财政支出力度较大。

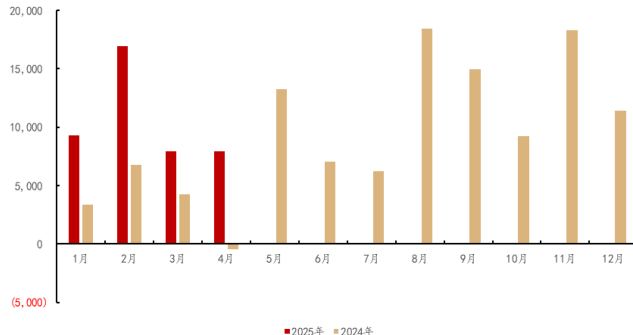
值得注意的是，2025年是财政大年，财政赤字提高、专项债额度和特别国债扩容，但2025年财政发力较2024年有所加快，但是仍弱于2022年和2023年。若按照“425”中央经济工作会议要求，财政政策加快发力，我们理解，上半年财政发行额度或应向2022年和2023年看齐，预计截至2025年6月末，专项债发行额度或在1万亿-1.5万亿，政府债券融资对社融支撑仍在。

图表3：新增专项债发行情况（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD, 中邮证券研究所

图表4：国债和地方政府净融资（亿元）



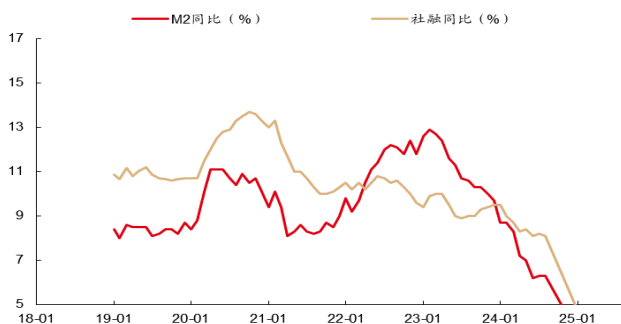
资料来源：同花顺 iFinD, 中邮证券研究所

3 M1 增速回落，M1 与 M2 同比增速负剪刀差走扩

4 月 M1 同比增长 1.5%，较前值回落 0.1pct。从 M1 新统计口径来看，机关团体活期存款同比大幅多减 1.5 万亿元，是 M1 增速低于预期的主要原因。我们理解，背后或存在两方面原因：一是应对地方债务压降，如化债政策持续推进，城投、机关单位等主体利用活期存款偿还了债务；二是存款利率不断下调的背景下，活期存款或向定期存款、理财产品转化。值得注意的是，财政支出增大对冲了房地产销售放缓对 M1 影响，企业活期存款并未明显下降。

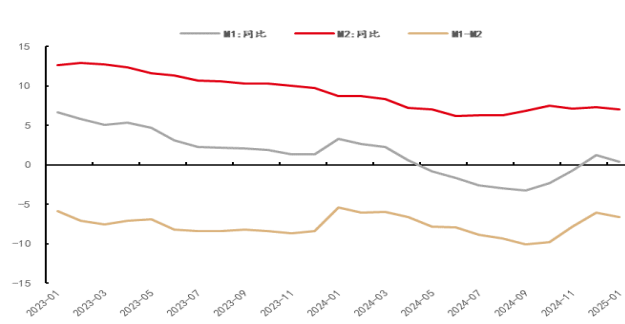
4 月 M2 同比增长 8%，较前值上涨 1pct，或主要是基数效应影响。M1 与 M2 同比增速剪刀差为-6.5%，较前值下降 1.1pct。

图表5：货币供应（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表6：M1 与 M2 同比增幅负剪刀差走扩（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

4 市场情绪修复叠加政策利好，金融数据改善预期升温

4月金融数据呈现了以下特点：一是美国加征关税外生冲击，微观主体情绪趋于审慎和观望，企业投资扩产意愿或有所下降，主动消化库存，制约信贷需求增长；二是财政加速落地，财政融资加快，同时财政支持加大力度，推动实物工作量形成；三是资本市场保持高景气度，存款利率下调趋势不变，存在“存款搬家”行为。

向后看，我们理解，金融数据或趋于改善。一是4月12日中美经贸会谈释放积极利好，美国对中国关税税率大幅下调，短期改善市场对出口预期，至少在90天豁免期内，出口或迎来较为明显回升，带动企业融资改善。5月14日，贸易追踪机构Vizion公布的数据显示，在美国和中国互降关税之后，在美国下单的从中国到美国的集装箱运输预订量飙升近300%。二是二季度存量财政政策加速落地，仍是社融的重要支撑。预计5-6月政府债融资或维持1万亿-1.5万亿左右水平。三是活期存款向定期存款、理财产品市场转移或将持续。在一季度央行货币政策执行报告中，央行货币政策目标新增“支持实体经济与保持银行体系自身健康性的关系”，背后或是适度宽松货币政策不断加力，商业银行净息差持续收窄，而商业银行净息差直接关乎银行体系的稳健发展，亦关乎银行体系的稳定性。从稳定净息差角度考虑，未来存款利率下调或仍是大趋势。若商业银行进一步下调存款利率，或存在存款向理财市场转移的现象，或出现类“资产荒”现象，即低风险资产收益率进一步下行，不排除现金理财产品和国债收益率继续下行。此外，根据5月7日三部委部署一揽子稳增长金融政策内容，降准、降息、结构性货币政策工具扩容，以及一季度货币政策报告强调“加大货币信贷投放力度”等，政策端利好后续金融数据改善。

风险提示

海外地缘政治冲突加剧；中美贸易摩擦加剧；政策效果不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048