

宏观 | 点评报告

证券研究报告

2025/5/15

4月金融数据点评——

政府债推动社融持续高增

证券分析师： 徐超
分析师登记编号： S1190521050001

证券分析师： 万琦
分析师登记编号： S1190524070001

目录

- 1、政府债加快发行，社融增长提速
- 2、M2创近一年新高

- 中国4月新增社会融资规模1.16万亿元，市场预期1.26万亿元，前值5.89万亿元；
- 中国4月新增人民币贷款2800亿元，市场预期7644亿元，前值36400亿元；
- 中国4月M2同比8.0%，市场预期7.5%，前值7.0%；M1同比1.5%，前值1.6%。

图表1：金融数据主要分项

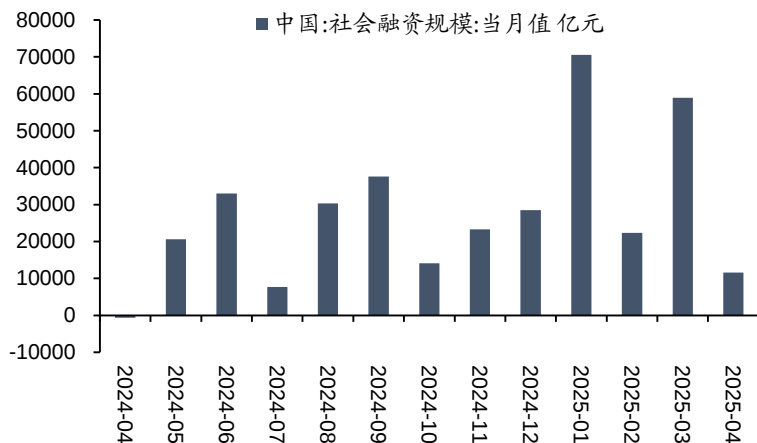
单位：亿元		2025/4	2025/3	当月新增		2024/12	2024/11	2025/4	2025/3	同比多增		2024/12	2024/11	
社融	总	社融规模	11591	58894	22375	70546	28507	23288	12249	10559	7416	5812	9181	-1266
	表内融资	人民币贷款	884	38234	6528	52194	8402	5216	-2465	5314	-3245	3793	-2690	-5904
		外币贷款	-130	-295	-281	-392	-675	-468	180	-838	-272	-1381	-40	-111
	表外融资	信托贷款	-77	238	-330	623	151	91	-219	-443	-901	-109	-196	-106
		委托贷款	-2	-165	-228	449	-20	-183	-91	300	-56	808	23	203
	未贴现承兑银行汇票	-2794	3632	-2987	4654	-1332	910	1696	80	699	-982	533	708	
	企业直接融资	企业债券	2340	-905	1702	4454	-159	2381	633	-5142	279	134	2582	993
		非金融企业境内股票融资	391	412	76	473	484	428	205	185	-38	51	-24	69
信贷	政府融资	政府债券	9729	14866	16939	6933	17566	13089	10666	10240	10928	3986	8242	1577
	总	人民币贷款	2800	36400	10100	51300	9900	5800	-4500	5500	-4400	2100	-1800	-5100
		短期贷款及票据融资	-478	17255	2252	11754	4888	753	-1241	5047	4587	3359	3267	-3638
		中长期贷款	1269	20847	4250	39535	3400	5100	-1165	331	-7612	163	-6674	-1691
		居民人民币贷款	-5216	9853	-3891	4438	3500	2700	-50	447	2016	-5363	1279	-225
	居民部门	居民短期贷款	-4019	4841	-2741	-497	588	-370	-501	-67	2127	-4025	-171	-964
		居民中长期贷款	-1231	5047	-1150	4935	3000	3000	435	531	-112	-1337	1538	669
	企业部门	企业人民币贷款	6100	28400	10400	47800	4900	2500	-2500	5000	-5300	9200	-4016	-5721
企业短期贷款		-4800	14400	3300	17400	-200	-100	-700	4600	-2000	2800	435	-1805	
企业中长期贷款		2500	15800	5400	34600	400	2100	-1600	-200	-7500	1500	-8212	-2360	
企业票据融资		8341	-1986	1693	-5149	4500	1223	-40	514	4460	4584	3003	-869	
M0、M1、M2	同比（%）	M0	12	11.5	9.7	17.2	13	12.7						
		M1	1.5	1.6	0.1	0.4	1.2	-0.7						
		M2	8	7	7	7	7.3	7.1						
	存款	人民币存款	-4400	42500	44200	43200	-14000	21700	34800	-5500	34600	-11600	-14868	-3600
		住户存款	-13900	30900	6100	55200	21900	7900	4600	2600	-25900	29900	2120	-1189
		非金融企业存款	-13297	28400	-8940	-2060	18057	7400	5428	7675	20960	-13460	14892	4913
		财政性存款	3710	-7710	12576	3324	-16725	1400	2729	-49	16374	-5280	-7504	4693
		非银行业金融机构存款	15710	-14110	28300	-11100	-31700	1800	19010	-12610	16726	-16626	-26374	-13900

资料来源：Wind，太平洋证券

1、政府债加快发行，社融增长提速

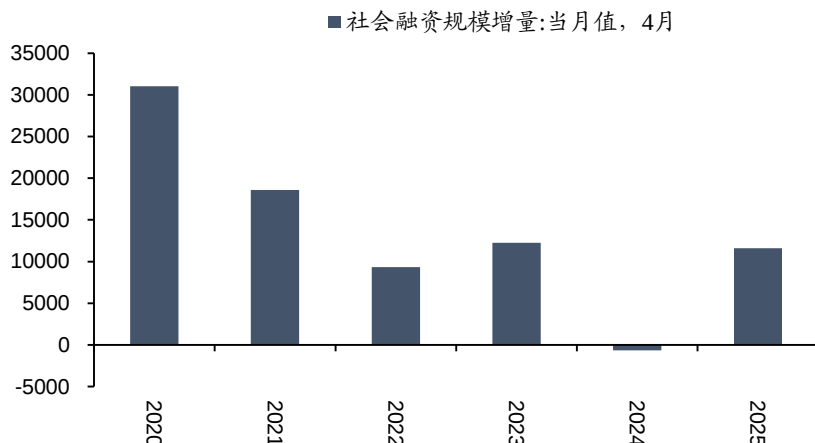
- **新增社融同比增速持续加快。**4月社融增加1.16万亿元，同比多增约1.2万亿元，小幅低于市场预期；社融存量增速为8.7%，较上月持续提升0.3个百分点，一方面受去年较大力度金融数据“挤水分”背景下基数较低的影响，另一方面也与政府债券同比加快扩张有关，政策驱动特征持续凸显。
- **政府债券仍为主要拉动。**结构上来看，本月社融同比多增的一大支撑仍是来自政府债券，另外未贴现银行承兑汇票同比明显少减也形成一定拉动。相比上月，新增人民币贷款同比明显少增，转为拖累。

图表2：社融当月新增规模



资料来源：Wind，太平洋证券

图表3：社融4月新增规模

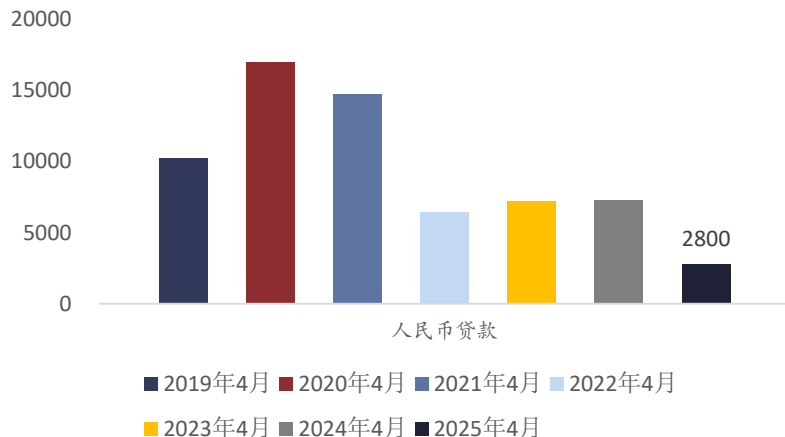


资料来源：Wind，太平洋证券

1、政府债加快发行，社融增长提速

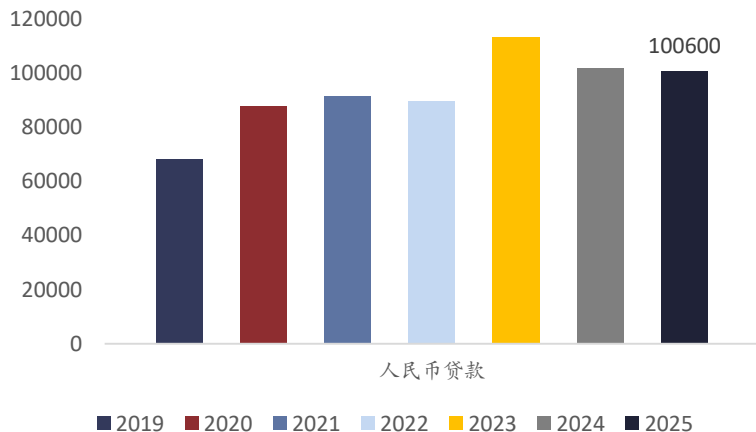
➤**信贷总量弱于季节性。**4月新增信贷2800亿，同比少增4500亿，明显低于市场预期，与历史同期相比也处于偏低水平。考虑到4月是传统的信贷小月，新增人民币贷款规模往往会出现边际上的收缩，但本月新增规模明显弱于季节性，对此我们理解可能受到关税这一外生冲击下，实体加杠杆以及银行增加贷款投放的态度较为谨慎保守的影响。此外化债推进形成的置换效应或仍存在。

图表4：新增人民币贷款-单月



资料来源：Wind，太平洋证券

图表5：新增人民币贷款-累计

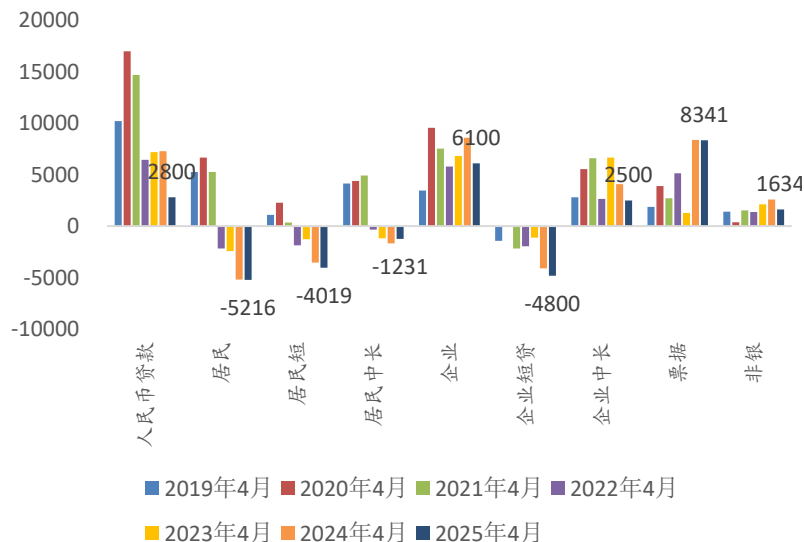


资料来源：Wind，太平洋证券

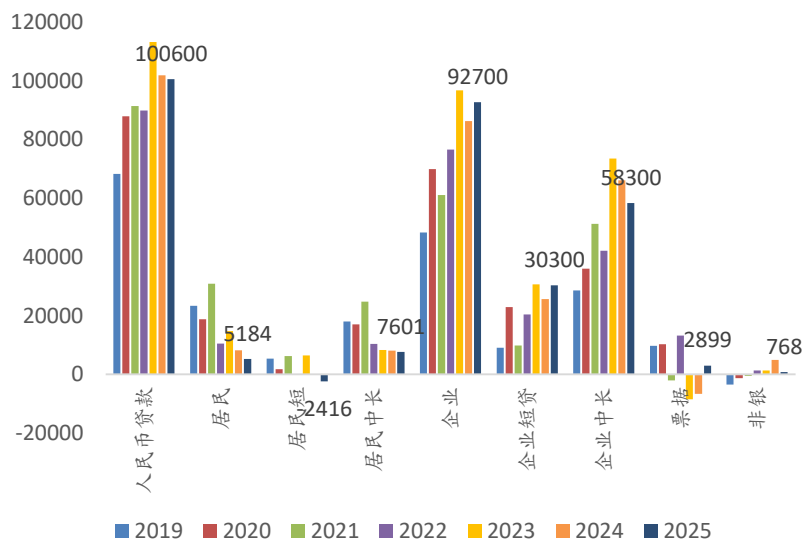
1、政府债加快发行，社融增长提速

► **实体部门新增贷款同比均由正转负。**结构上看，新增人民币贷款中各分项普遍同比少增或多减。4月居民及企业部门均对新增人民币贷款构成拖累。居民贷款减少5216亿，同比多减50亿；企业贷款增加6100亿，同比少增2500亿。此外非银贷款增加1634亿，同比亦少增973亿。

图表6：分项新增人民币贷款-单月



图表7：分项新增人民币贷款-累计



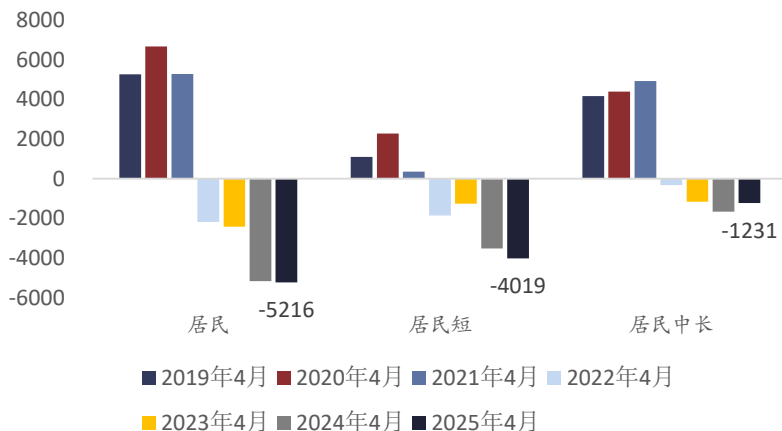
资料来源：Wind，太平洋证券

资料来源：Wind，太平洋证券

1、政府债加快发行，社融增长提速

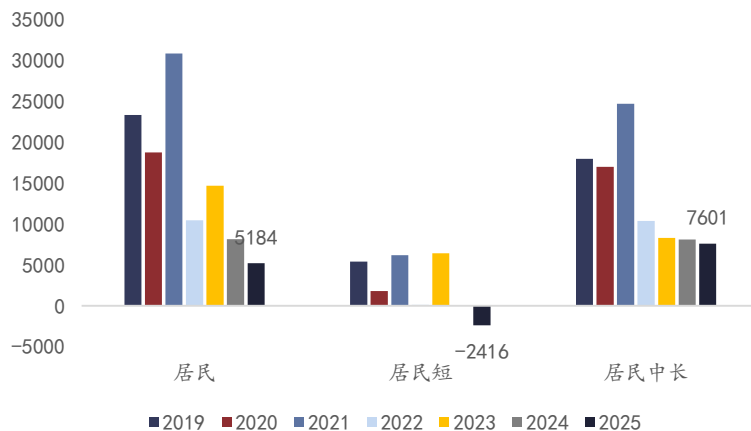
➤居民信贷方面，短贷及中长贷均出现净偿还。4月居民短贷减少4019亿，同比少增501亿，中长期贷款减少1231亿，同比少减435亿。一方面，短贷涉及居民消费及个体经营，本月短贷新增规模明显低于历史同期水平，或因关税扰动居民风险偏好及扩表意愿，此外4月银行上调消费贷利率可能也有一定限制性影响。另一方面，居民中长贷净偿还，可能与4月地产销售边际降温有关。中长贷同比少减，可能受去年同期居民提前还贷行为增多导致中长贷规模明显减少的影响。

图表8：居民新增人民币贷款-单月



资料来源：Wind，太平洋证券

图表9：居民新增人民币贷款-累计

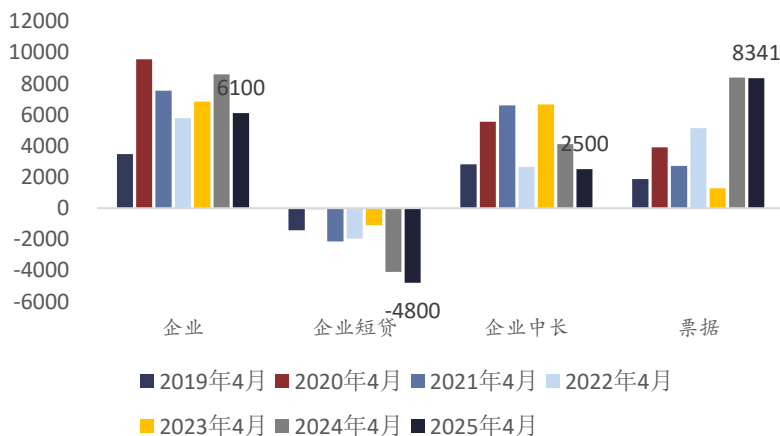


资料来源：Wind，太平洋证券

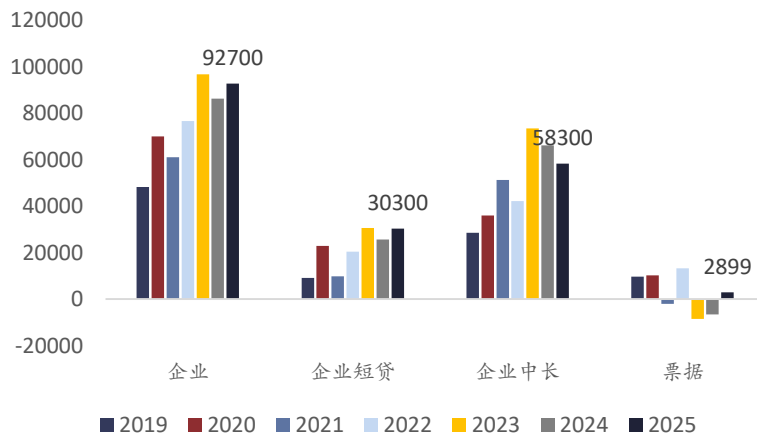
1、政府债加快发行，社融增长提速

► **企业信贷方面，短贷及中长贷均同比少增。**4月非金融企业短期贷款、中长期贷款分别新增-4800和2500亿元，同比分别多减700亿元、少增1600亿元。一方面3月企业短贷放量，本月集中到期偿还可能导致新增规模收缩。中长贷方面同比少增，或受化债的置换效应影响，此外关税扰动下，企业加大资本开支的意愿也受压制。票据方面，4月企业票据融资8341亿元，是当月新增信贷的主要支撑。同比少增40亿元。

图表10：企业新增人民币贷款-单月



图表11：企业新增人民币贷款-累计



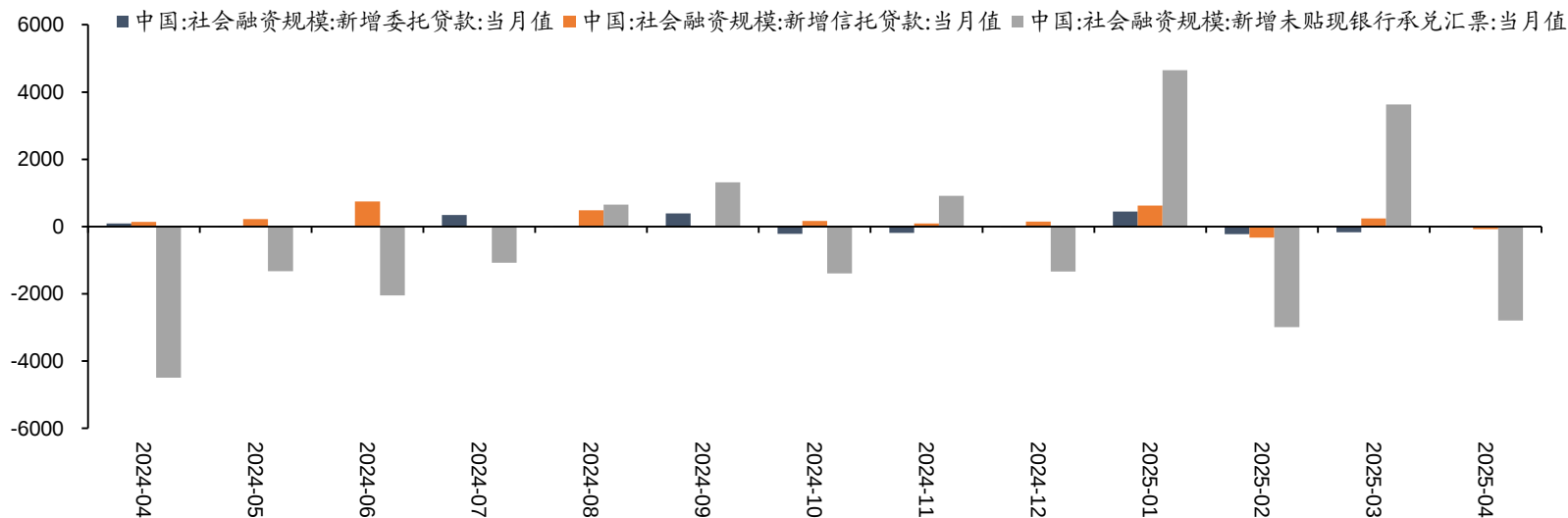
资料来源：Wind，太平洋证券

资料来源：Wind，太平洋证券

1、政府债加快发行，社融增长提速

► **非标融资同比少减，未贴现银行承兑汇票为主要支撑。** 本月表外融资减少2873亿元，同比少减1386亿元，其中未贴现银行承兑汇票减少2794亿元，同比少减1696亿元，可能与票据贴现较多有关；信托贷款减少77亿元，同比多减219亿元；委托贷款减少2亿元，同比多减91亿元，变化有限。

图表12：表外融资新增规模

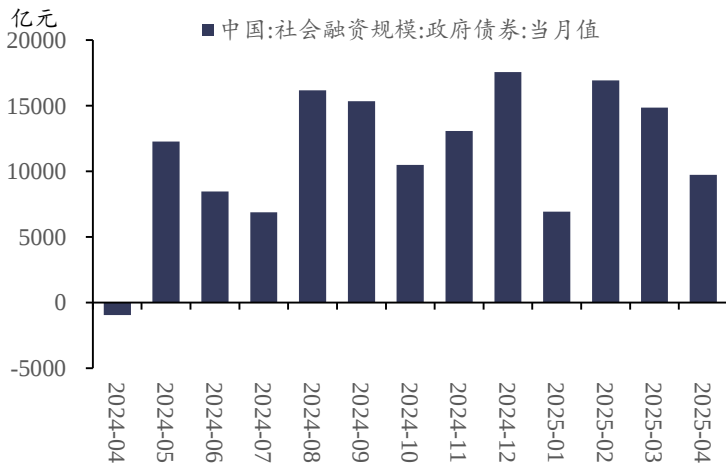


资料来源: Wind , 太平洋证券

1、政府债加快发行，社融增长提速

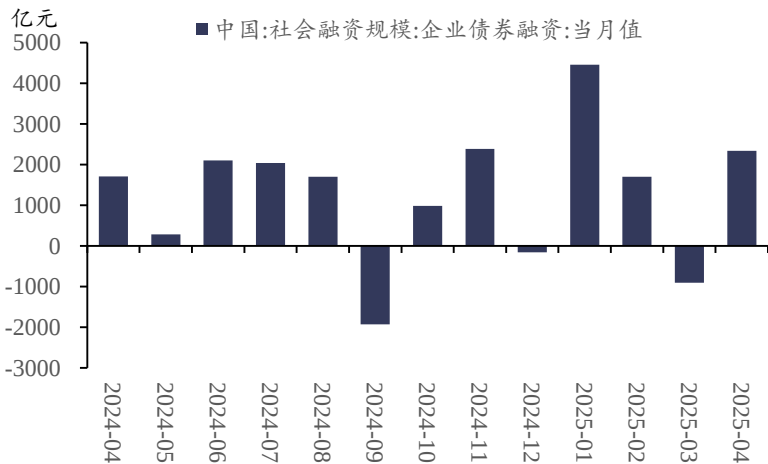
- **政府债券同比持续大幅多增。**4月政府债券融资9762亿元，同比多增10699亿元，仍对社融形成重要贡献。结构上主要受再融资债前置发行的带动，另外超长期特别国债的启动发行同样有所助力。
- **低基数带动企业债券同比多增。**4月企业债融资增加2340亿元，同比多增633亿元。同比小幅多增主要受去年同期低基数带动。城投债保持净偿还，产业债发行边际有所改善，后续科技创新债券的发行预计将形成一定支撑。

图表13：政府债券融资



资料来源：Wind，太平洋证券

图表14：企业债券融资



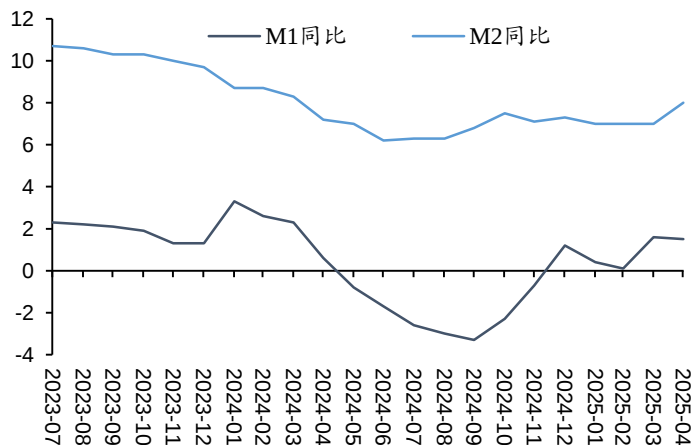
资料来源：Wind，太平洋证券

2、M2创近一年新高

► **M1边际小幅回落。**4月M1同比增长1.5%，较上月下降0.1个百分点，考虑到去年同期M1基数较低，本月狭义流动性1.5%的同比增速不及市场预期。对此我们理解可能与化债背景下活期存款被用来偿还债务有关。

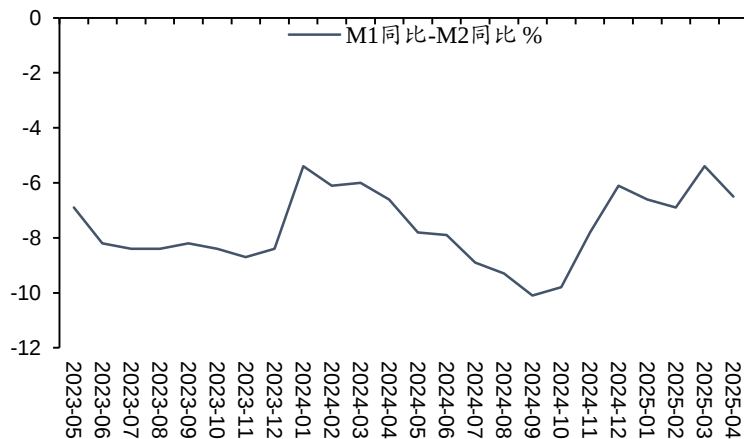
► **M2同比稳定运行。**4月M2同比增长8.0%，较上月抬升1个百分点，与M1同比表现分化且超出了市场预期。M2同比增速的加快可能与基数走低有关，去年同期因央行规范手工补息、优化金融业增加值核算等“挤水分”操作，部分虚增存贷款被压缩，M2基数较低，这在一定程度上拉高本月同比。根据《金融时报》，4月存款同比少减大约3万亿元，对M2增速上拉影响约1个百分点，还原去年基数的特殊因素影响，4月末M2增速仍保持上月相对平稳的增长水平。存款结构上，居民及非金融企业存款出现季节性收缩，但受低基数影响，同比出现少减，分别同比少减4600亿元、5428亿元。非银金融机构存款同比多增19010亿元，是主要支撑，可能与债券市场双向波动，部分资金从理财回流到存款账户有关。财政存款新增3710亿元，同比多增2729亿元，或受缴税太月的影响。

图表15：M1、M2同比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表16：M1-M2同比



资料来源：Wind，太平洋证券

风险提示

- 外部环境变化超预期；
- 政策力度不及预期。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。