

4月金融数据解读

贸易冲击初显

◆ 经济研究 · 宏观快评

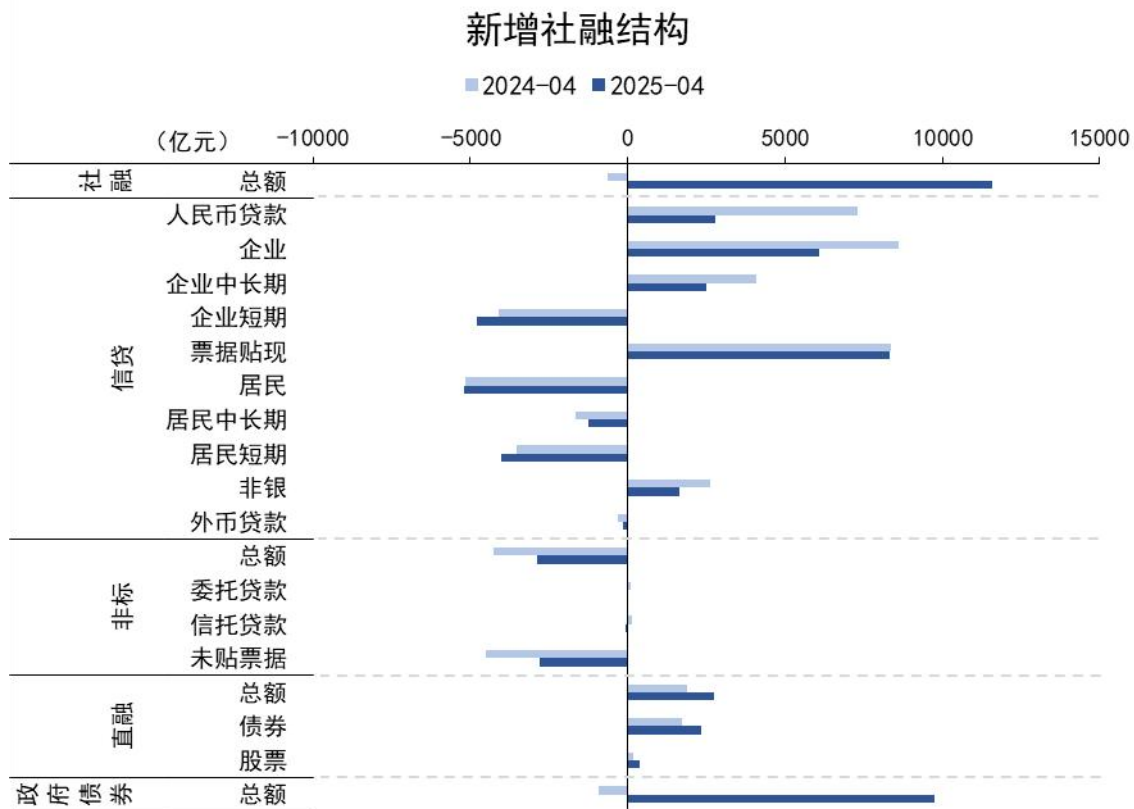
证券分析师：李智能 0755-22940456 lizn@guosen.com.cn 执证编码：S0980516060001
 证券分析师：田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980524090003
 证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001

事项：

4月我国新增社融1.16万亿元（预期1.26万亿元），新增人民币贷款2800亿元（预期7644亿元），M2同比增长8.0%（预期7.5%）。

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：4月金融数据总体弱于市场预期和季节性，结构上也重回“政府融资主导，私人部门偏弱”的格局。这反映了贸易战背景下，未来一段时期高度的不确定性对企业的生产经营和居民的生活消费带来直接影响。

此外，有三点值得关注：一是剔除票据贴现后新增贷款实际为负，指向私人部门缩表短期内再度出现（上一次为去年7月，可查数据的第二次）；二是地方化债未来一段时间将对企业信贷数据构成持续压制，“跷

跷板”效应延续；三是前瞻地看，随着 5.12 中美联合声明发布，市场预期和金融数据在 5 月后有望初步企稳，但未来不确定性依然不容低估，特别是特朗普与其他国家达成贸易协定后，下阶段对华谈判态度可能出现变数。

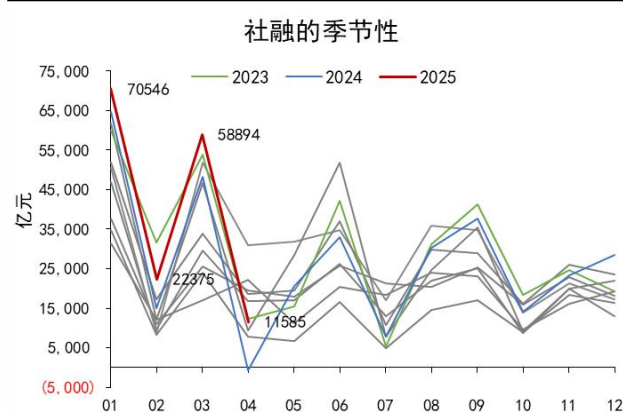
具体看，4 月数据的几个主要特征：

4 月社融表现总体弱于季节性，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 4 月社融仅高于疫情蔓延的 2022 年和挤水分的 2024 年，处于历史偏低水平；从同比角度看，去年同期挤水分构成了低基数，因此今年 4 月社融增速上升 0.3pct 至 8.7%。相较去年同期，4 月社融多增 1.22 万亿元，各科目对同比增量的贡献排名如下：政府（贡献 87.4%）、非标（贡献 11.3%）、直融（贡献 6.9%）、信贷（贡献-19.0%）。

4 月贷款明显偏弱，创下近年同期历史新低，且居民企业两端均较为平淡。宽口径下（非社融），当月新增信贷为 2800 亿元，同比大幅少增 4500 亿元；社融口径下，人民币+外币贷款新增 714 亿元，同比少增 2325 亿元。从结构看，居民贷款弱于企业贷款，短期贷款弱于中长期贷款。

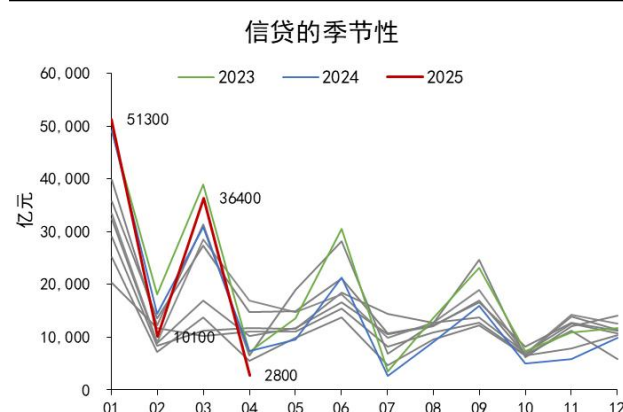
当月存款减少 4400 亿元，低基数下 M2 同比增速大幅抬升至 8.0%，非银存款回流显著。从结构看，居民和企业存款显著减少，财政和非银存款明显增加，但同比看，各项存款均有所增加。与此同时，M1 同比增速较 3 月的高点小幅回落（下降 0.1pct 至 1.5%），在去年的低基数变化下（去年 4 月较 3 月骤降 1.7pct），指向实际货币流通显著放缓，与本月私人部门金融数据表现一致。

图2：4 月新增社融回落表现弱于季节性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：4 月新增信贷超预期下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 解读

社融：关税战拖累居民与企业贷款，政府融资维持高增

4 月社融表现总体弱于季节性，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 4 月社融仅高于疫情蔓延的 2022 年和挤水分的 2024 年，处于历史偏低水平；从同比角度看，去年同期挤水分构成了低基数，因此今年 4 月社融增速上升 0.3pct 至 8.7%。相较去年同期，4 月社融多增 1.22 万亿元，各科目对同比增量的贡献排名如下：政府（贡献 87.4%）、非标（贡献 11.3%）、直融（贡献 6.9%）、信贷（贡献-19.0%）¹。

人民币贷款

4 月贷款明显偏弱，创下近年同期历史新低，且居民企业两端均较为平淡。宽口径下（非社融），当月新增信贷为 2800 亿元，同比大幅少增 4500 亿元；社融口径下，人民币+外币贷款新增 714 亿元，同比少增 2325 亿元。

¹ ABS 和贷款核销两项尚未公布。

亿元。

从结构看，居民贷款弱于企业贷款，短期贷款弱于中长期贷款。

企业贷款表现明显偏弱，除政府化债影响外，可能与中美关税战带来的企业生产经营不确定性显著上升有关。当月非金融企业贷款新增 6100 亿元，同比少增 2500 亿元。结构上，短贷中长贷与票据同比同时少增，中长贷的拖累更为明显。中长贷当月增加 2500 亿元（同比-1600 亿元）；短贷-4800 亿元（同比-700 亿元），票据增加 8341 亿元（同比-40 亿元）。我们认为，当月企业贷款的表现出现较大波动，与中美关税战直接相关，5 月 12 号中美经贸会谈联合声明大幅降低了双边关税水平，有效改善了两国的经济预期，5 月后企业贷款有望逐步企稳。

图4：4 月新增居民贷款再次明显萎缩



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：4 月票据贴现再度构成主要支撑



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

居民贷款再度萎缩，中长贷表现略优于短贷。当月新增居民贷款-5216 亿元，同比多减 50 亿元，显示居民缩表意愿仍较强烈。具体看，短贷减少 4019 亿元，同比多减 501 亿元，连续两个月同比下降，指向即使有消费品以旧换新政策托底，关税战冲击下居民消费意愿和能力仍然不强。4 月房地产成交较 3 月有所回落但仍然高于去年的低点，中长贷减少 1231 亿元，同比少减 435 亿元，显示地产“小阳春”后，居民对于“加杠杆”贷款购房意愿仍然不强，但总体有所企稳。

图6：4 月新增居民短贷拖累明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：4 月楼市销售面积增速回落



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

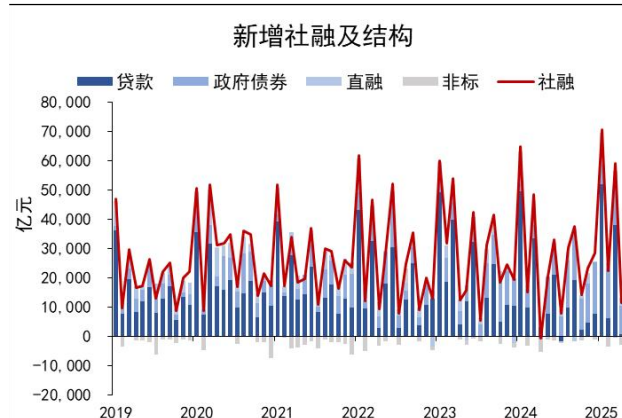
政府融资继续主导新增社融。受特别国债和地方政府专项债发行带动，当月新增政府债融资 9762 亿元，较去年同期多增 1.07 万亿元，是本月社融同比增量的主要来源。同时，地方高息债务的持续置换，也一

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，但同比萎缩幅度明显收窄。当月表外三项融资合计萎缩 2873 亿元，同比少减 1386 亿元。其中，未贴现银行承兑汇票减少 2793 亿元（同比+1697 亿元）；信托贷款减少 77 亿元（同比-219 亿元），委托贷款减少 3 亿元（同比-92 亿元）。

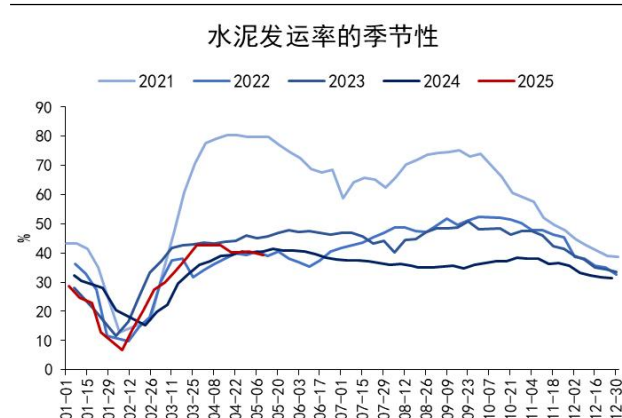
企业直融是本月数据的主要亮点。当月新增企业直接融资 2732 亿元，同比多增 839 亿元。结构上，信用债新增融资 2340 亿元，同比多增 633 亿元。股票融资亦有所扩张，新增 392 亿元，同比多增 206 亿元。

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9：4月水泥发运率小幅回落



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

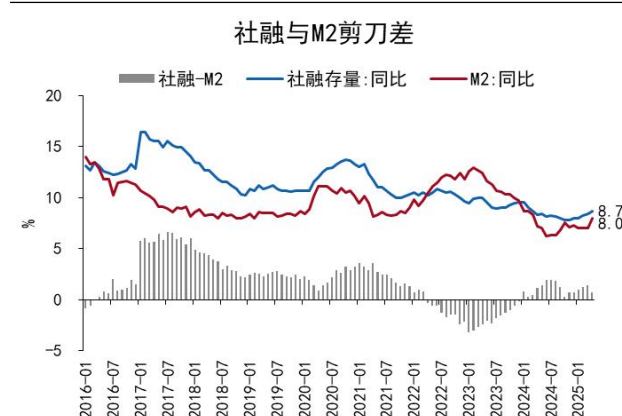
货币：M2-M1 剪刀差再次走阔

图10：M2-M1 剪刀差再次走阔



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：社融-M2 剪刀差边际收窄



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

当月存款减少 4400 亿元，低基数下 M2 同比增速大幅抬升至 8.0%，非银存款回流显著。从结构看，居民和企业存款显著减少，财政和非银存款明显增加，但同比看，各项存款均有所增加。当月新增居民存款-1.39 万亿元，同比少减 4600 亿元；新增企业存款-1.33 万亿元，同比少减 5428 亿元；新增非银存款 1.57 万亿元，同比多增 1.90 万亿元；新增财政存款 3710 亿元，同比多增 2729 亿元，与政府融资增加印证。

与此同时，M1 同比增速较 3 月的高点小幅回落（下降 0.1pct 至 1.5%），在去年同期的低基数变化下（去年 4 月较 3 月骤降 1.7pct），指向实际货币流通显著放缓，与本月私人部门金融数据表现一致。M2-M1 增速剪刀差相应走阔 1.1pct 至 6.5%，社融-M2 收窄 0.7pct 至 0.7%。

◆ 风险提示

海外市场波动，海外经济进入衰退。

相关研究报告：

《美国 4 月 CPI 数据点评-通胀数据尚未完全反映关税冲击》——2025-05-14

《中美经贸会谈联合声明解读-中美积极寻找共识，合作明显改善两国经济前景》——2025-05-12

《中国通胀数据快评-4 月国内 CPI 同比延续企稳态势，PPI 同比降幅继续走阔》——2025-05-11

《进出口数据快评-关税压力下四月出口大超预期》——2025-05-11

《美国 5 月 FOMC 会议点评-政策观望窗口期延长，短期重心仍在通胀》——2025-05-08

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