

2025 年 05 月 15 日

财政对冲下的宽信用兑现

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

沈美辰（分析师）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790524110002

事件：4 月社会融资规模增长 1.16 万亿元，预期 1.3 万亿，前值 5.9 万亿；新增人民币贷款 2800 亿元，预期 7644 亿，前值增加 3.6 万亿。

● 信贷：企业贷款拖累总量，宽货币落地后的宽信用可期

4 月信贷增加 2800 亿元，同比少增 4500 亿元，信贷总量增长低于季节性。

1、居民中长贷同比多增。居民贷款季节性负增，净偿还规模为 5216 亿元，同比多减 50 亿元。短贷与中长贷表现分化，按揭贷款保持一定韧性。居民中长贷同比少减 435 亿元，维持了 3 月的边际转暖态势，但速度小幅减弱。4 月地产销售增速较 3 月边际回落，居民中长贷的韧性或与基数、提前还贷减缓有关。居民短贷同比少增 501 亿元，较上月边际走弱，4 月国股行将上调信用消费贷产品利率，金融机构消费贷降价“内卷”模式已难持续，消费贷款增长放缓。后续随着一系列消费政策落地，提振居民消费需求，消费贷或迎来实质性的改善。

2、企业贷款回落由多方面因素导致，扰动偏短期。4 月新增企业贷款 6100 亿元，同比少增 2500 亿元。企业中长贷同比少增 1600 亿，低于季节性；企业短贷同比多减 700 亿。理解企业贷款走弱的原因，可从债务置换节奏、机构冲量动能、企业经营融资需求等方面入手。首先 4 月债务置换节奏或继续放慢，发行特殊再融资债 2617 亿元，较上月少发行 1213 亿元，推测总体置换额度有所下降，这对于企业信贷是正向拉动。其次，商业银行冲量力度边际减弱。表内票据同比少增 40 亿元，尽管这一规模仍高于季节性水平，但其对于贷款的同比增速拉动不如此前。且一季度货币政策委员会例会强调“防范资金空转”，对金融机构用票融资冲量行为约束或有所强化。第三，关税扰动下，企业需求或有所放缓。4 月基建高频数据并未出现明显下滑，石油沥青开工率还一度升至 30% 以上，因此关税的影响或更为显著。但一方面受关税冲击的企业或占贷款总比重不大，另一方面 5 月初降准降息叠加关税预期转向，这一扰动或不会持续。

4 月信贷总量增长边际放缓，存在阶段性的扰动，也有积极的信号，如居民按揭贷款保持韧性，央行指出信贷结构正逐步改善，企业贷款、制造业、消费贷款占比提升等。但有效需求仍待实质性改善，5 月一揽子金融政策出台，降息降准将进一步助力宽信用，结构性货币政策也将继续引导对上述领域的信贷投放。

● 社融：宽信用节奏平稳，政府债券超季节性走高

4 月新增社融 11585 亿元，同比多增 12243 亿元，增速提升 0.3pct 至 8.7%。政府债券融资依然为强势贡献项。表内人民币贷款新增 844 亿，同比少增 2505 亿元，4 月本为信贷小月，外部冲击又对需求施加一定扰动。政府债券融资新增 9762 亿元，同比多增 10699 亿元，连续三个月多增超过万亿。专项债 4 月共发行 2301 亿元发行节奏边际转缓，但同比增量依旧可观，净融资额同比多增 2396 亿元。同时，4 月国债发行创年内新高，共发行 1.47 万亿，超长期特别国债、注资国债加力发行对直接融资形成支撑。其他分项方面，企业债券、股票融资小幅多增，分别多增 633、206 亿元，资本市场活跃度边际提升。非标融资总体多增，未贴现银行承兑汇票同比少减 1697 亿元，信托贷款、委托贷款同比少增。社融延续改善，剔除政府债的社融增速也增长至 6.02%，年初以来财政发力是宽信用支点，后续特别国债推进发行以及可能的财政加码或将对社融持续产生支撑。

● 广义货币：非银存款回升，M2 增速显著改善

4 月 M1 增速下降 0.1pct 至 1.5%，M2 增速上行至 8%。M1 增速小幅回落，或隐含关税扰动。4 月 M1 在低基数下仍走低，或反映部分企业被对等关税影响预期，投资意愿降低。尽管体现在 M1 读数的变化不大，也要关注基数效应背后企业信心的下滑，预计 M1 后续将逐步回归均衡。居民和企业存款分别同比少减 4600、5428 亿元，财政存款同比多增 2728 亿元。季节性看，4 月为税收大月，居民和企业存款向政府转移，但由于 2024 年 4 月整顿“手工补息”，实体部门存款基数较低，这也是 4 月 M2 显著回升的原因之一。此外非银存款大幅多增，或与利率定价自律机制的影响已基本结束、股市“类平准基金”入场有关。

4 月金融数据尚可，隐含“财政加码对冲关税影响”的宏观逻辑。当前货币宽松已至、关税预期缓和，但内需对全年的重要性并不会变。我们认为有效需求改善还需财政政策的持续和加码。

● 风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

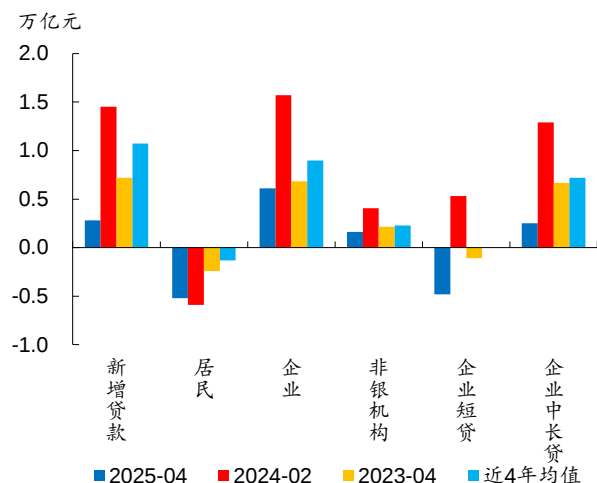
相关研究报告

《关税对美国通胀冲击或已初显端倪——美国 4 月 CPI 点评》-2025.5.14

《对中美日内瓦贸易会谈的几点理解——宏观经济点评》-2025.5.13

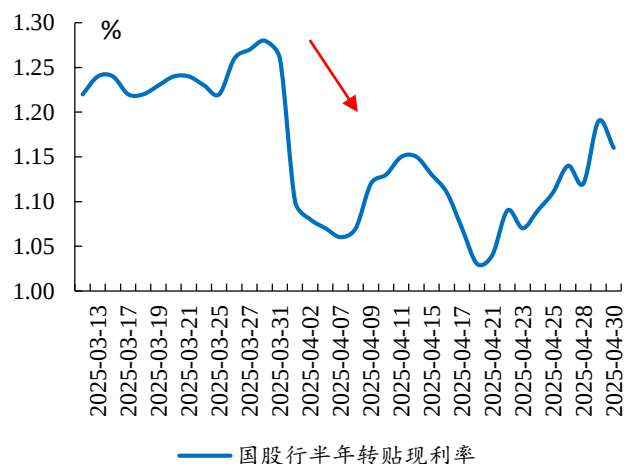
《贵金属或支持核心 CPI 环比回升——宏观经济点评》-2025.5.11

附图 1：4 月新增信贷不及季节性



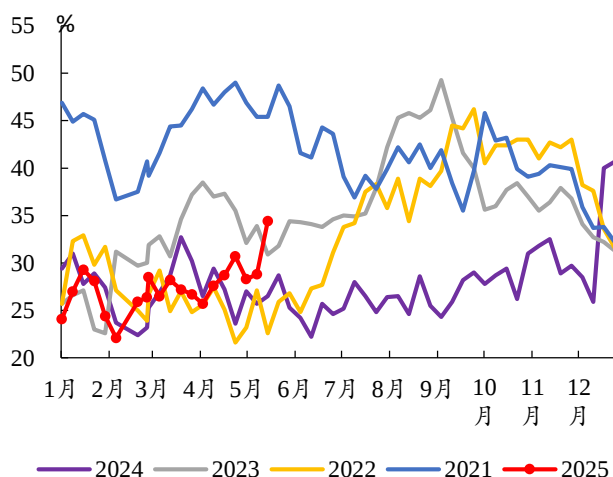
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：票据利率先下后上或反映信贷投放前低后高



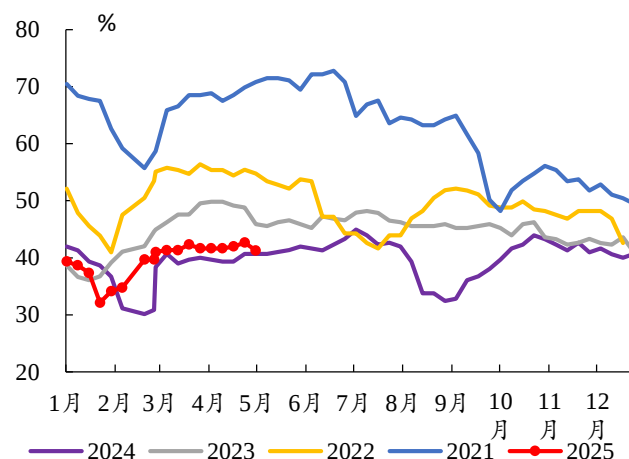
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：4 月石油沥青开工率趋势走高



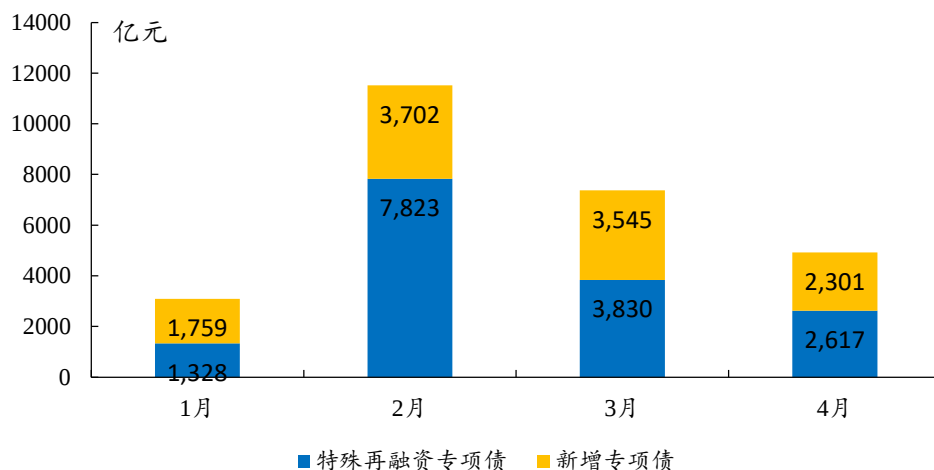
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：4 月螺纹钢开工率平稳



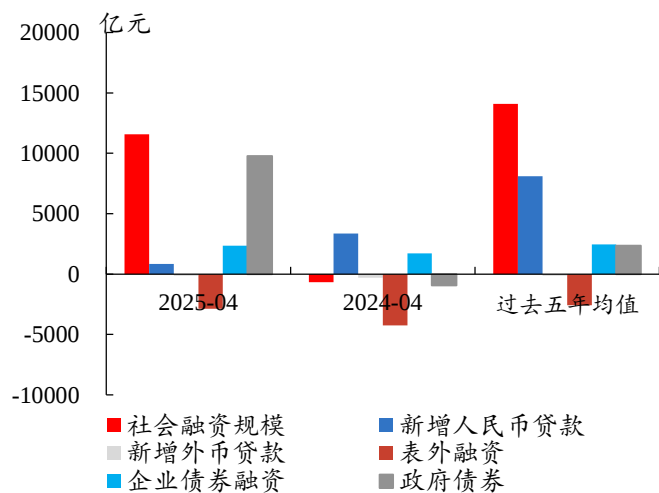
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：4 月专项债和特殊再融资债发行边际放缓



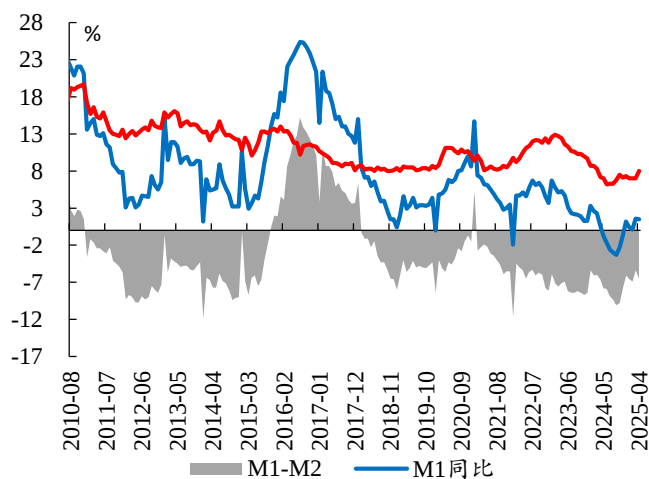
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：4 月政府债券融资强势支撑社融高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：M2 增速回升 1 个百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn