

4 月关税冲击影响，待 5 月一揽子政策

——中国金融系列十三

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

宏观事件

5 月 14 日，央行发布 2025 年 4 月金融统计数据。数据显示：2025 年 1-4 月社融规模增量为 16.34 万亿(15.18 万亿)，比去年同期多 3.61 万亿(多 2.37 万亿)；4 月 M2 余额 325.17 万亿(326.06 万亿)，同比+8%(+7%)；M1 余额 109.14 万亿(113.49 万亿)，同比+1.5%(+1.6%)。4 月末人民币贷款余额同比+7.2%(+7.4%)，存款余额同比+8%(+6.7%)*。

* 括号内为前值，数据来源：人民银行。

核心观点

■ 4 月谨慎

负债端：M1/M2 剪刀差扩张。1) 4 月 M1 改善低预期（3 月+1.6%；4 月+1.5%），2024 年防空转的低基数下扩张有限；M2 增速小幅回升（由+7.0%回升至+8.0%），表现为非银存款波动放大，环比高增。2) 4 月 M2-M1 剪刀差在 M1 稳定和 M2 反弹的状态下再次回到 6.5%。4 月关税冲击加速 2025 年经济周期的下行压力，实体经济扩张意愿趋于相对谨慎。内部央行在 5 月已落地 10 个基点降息和 50 个基点降准操作，释放出稳定宏观流动性的政策取向，外部关税压力回撤到 4 月 2 日，关注短期效应的增强。

资产端：关税冲击下经济主体回到谨慎，政府部门对冲加强。1) 4 月末社融存量增速回升至去年同期水平，达到+8.7%，较 3 月继续回升 0.3 个百分点；社融增量角度，人民币贷款 884 亿显著低于季节性均值，但是非信贷层面 4 月国债净融资 2657 亿元，地方债净融资 5281 亿元，新增专项债进度升至 27.1%。2) 银行存贷差高位。4 月金融机构角度人民币贷款增速继续回落 0.2pct 至 7.2%，存款增速回升 1.3pct 至 8.0%，使得 4 月存贷差维持 4.9 万亿高位。关注 5 月一揽子金融对于金融数据的改善。

■ 5 月改善

从经济周期的角度：低基数下货币增速改善较弱、核心 CPI 增速较低，反应实体扩张意愿仍较低。5 月金融政策或带来改善，但仍缺乏推动经济周期走出底部的强有力信号。

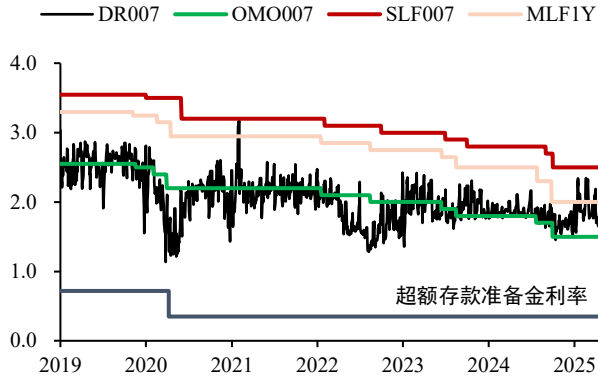
从利率品供需角度：今年国债和地方债净融资高于季节性，4 月环比出现放缓。短期关税压力缓和或推动短期“枪出口”增加，但特朗普政策反复可能性较大，国内应对依然是“以高质量发展的确定性应对外部不确定性”，关注 5 月总量改善确定性和结构政策落地。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

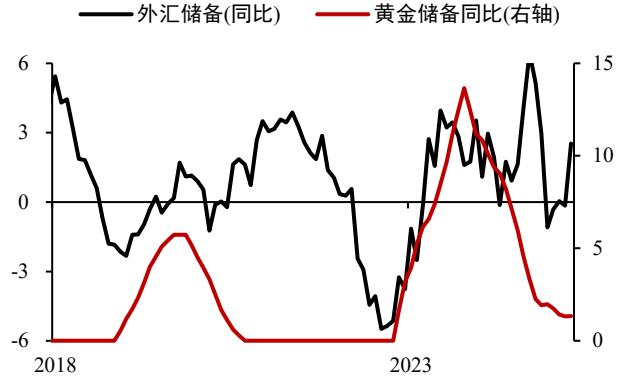
相关图表

图 1：央行利率走廊向下压缩 | 单位：%



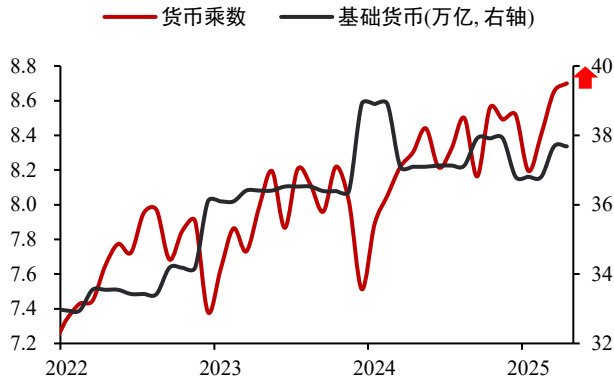
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：外汇储备和黄金储备变化 | 单位：%YoY



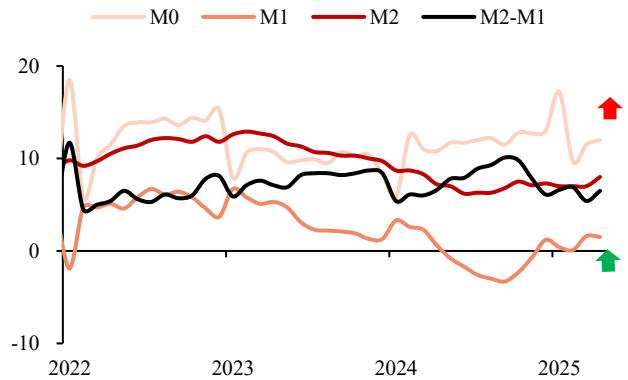
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：基础货币和货币乘数 | 单位：倍，万亿



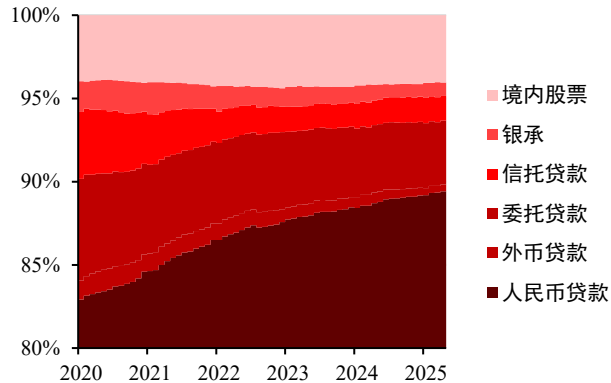
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：货币流动性逐渐改善 | 单位：%YoY



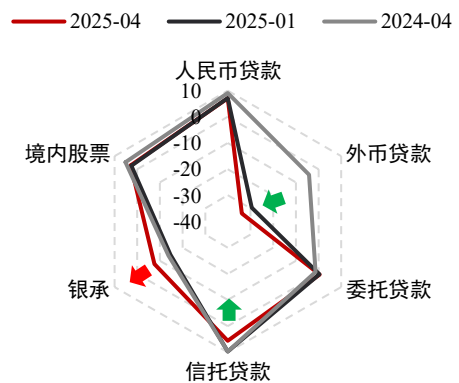
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：社融存量结构 | 单位：%pct



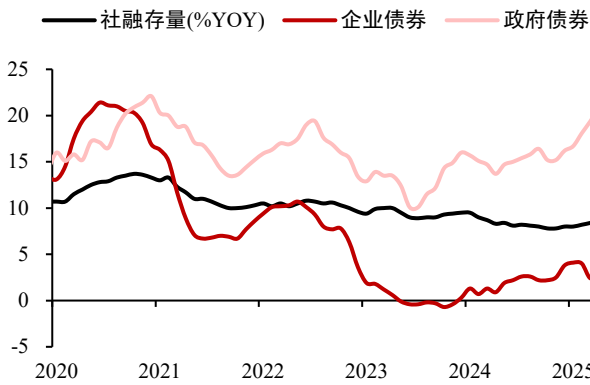
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：社融存量分项增速 | 单位：%YoY



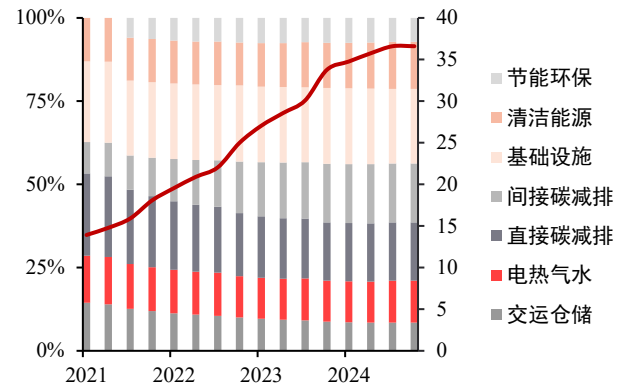
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：社融和债券融资增速对比 | 单位：%YoY



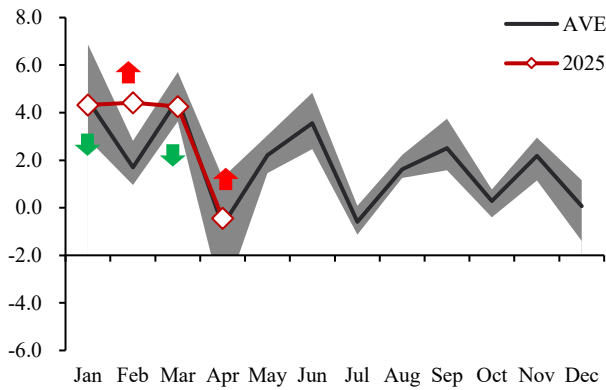
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：绿色贷款结构 | 单位：%pct, 万亿_右轴



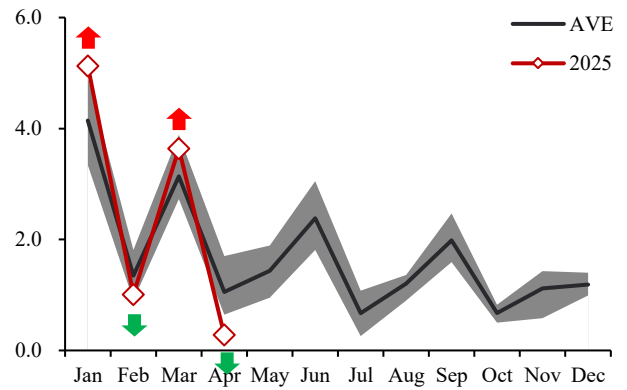
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 9：人民币存款季节性 | 单位：万亿元



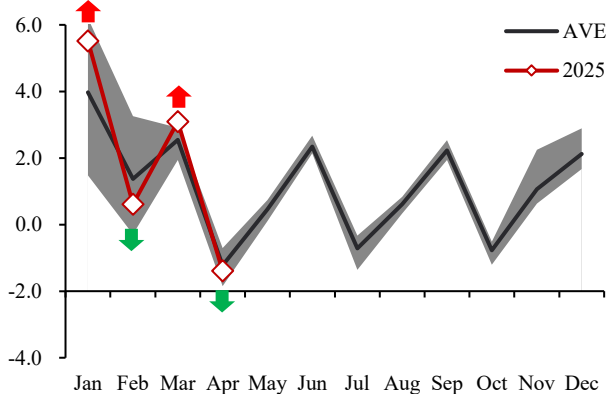
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：人民币贷款季节性 | 单位：万亿元



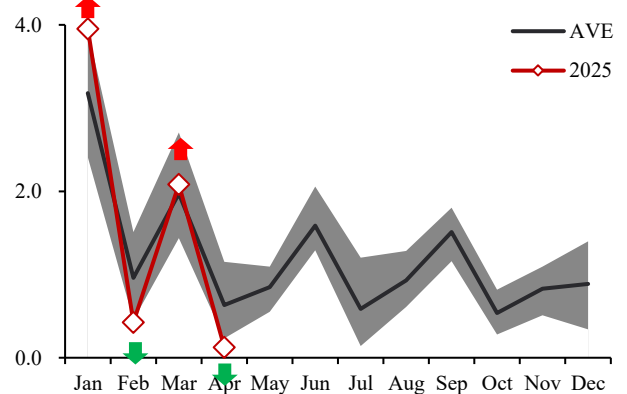
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 11：住户存款季节性 | 单位：万亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 12：中长期贷款季节性 | 单位：万亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

附录 1：2025 年 4 月金融统计数据报告¹

一、广义货币增长 8%

4 月末，广义货币(M2)余额 325.17 万亿元，同比增长 8% (3 月增长 7%)。狭义货币(M1)余额 109.14 万亿元，同比增长 1.5% (3 月增长 1.6%)。流通中货币(M0)余额 13.14 万亿元，同比增长 12% (3 月增长 11.5%)。前四个月净投放现金 3193 亿元。

二、前四个月人民币贷款增加 10.06 万亿元

4 月末，本外币贷款余额 269.54 万亿元，同比增长 6.8% (3 月增长 6.9%)。月末人民币贷款余额 265.7 万亿元，同比增长 7.2% (3 月增长 7.4%)。

前四个月人民币贷款增加 10.06 万亿元。分部门看，住户贷款增加 5184 亿元，其中，短期贷款减少 2416 亿元，中长期贷款增加 7601 亿元；企（事）业单位贷款增加 9.27 万亿元，其中，短期贷款增加 3.03 万亿元，中长期贷款增加 5.83 万亿元，票据融资增加 2899 亿元；非银行业金融机构贷款增加 768 亿元。

4 月末，外币贷款余额 5333 亿美元，同比下降 18.1% (3 月下降 20.1%)。前四个月外币贷款减少 88 亿美元。

三、前四个月人民币存款增加 12.55 万亿元

4 月末，本外币存款余额 321.68 万亿元，同比增长 8.2% (3 月增长 6.9%)。月末人民币存款余额 314.78 万亿元，同比增长 8% (3 月增长 6.7%)。

前四个月人民币存款增加 12.55 万亿元。其中，住户存款增加 7.83 万亿元，非金融企业存款增加 4103 亿元，财政性存款增加 1.19 万亿元，非银行业金融机构存款增加 1.88 万亿元。

4 月末，外币存款余额 9582 亿美元，同比增长 16.1% (3 月增长 15.3%)。前四个月外币存款增加 1053 亿美元。

四、4 月份银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为 1.73%，质押式债券回购月加权平均利率为 1.72%

4 月份银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 176.45 万亿元，日均成交 8.02 万亿元，日均成交同比下降 4% (3 月下降 17.7%)。其中，同业拆借日均成交同比下降 25.2% (3 月下降 18.8%)，现券日均成交同比下降 7.5% (3 月下降 4.5%)，质押式

¹ 来源：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5710039/index.html>

回购日均成交同比下降 1.8% (3 月下降 19.6%)。

4 月份同业拆借加权平均利率为 1.73% (3 月 1.85%)，分别比上月和上年同期低 0.12 个和 0.14 个百分点。质押式回购加权平均利率为 1.72% (3 月 1.87%)，分别比上月和上年同期低 0.15 个和 0.14 个百分点。

五、4 月份经常项下跨境人民币结算金额为 1.51 万亿元，直接投资跨境人民币结算金额为 0.72 万亿元

4 月份，经常项下跨境人民币结算金额为 1.51 万亿元 (3 月 3.96 万亿元)，其中货物贸易、服务贸易及其他经常项目分别为 1.16 万亿元 (3 月 3.12 万亿元)、0.35 万亿元 (3 月 0.84 万亿元)；直接投资跨境人民币结算金额为 0.72 万亿元 (3 月 2.09 万亿元)，其中对外直接投资、外商直接投资分别为 0.25 万亿元 (3 月 0.76 万亿元)、0.47 万亿元 (3 月 1.33 万亿元)。

注 1：当期数据为初步数。

注 2：报告中的企（事）业单位贷款是指非金融企业及机关团体贷款。

注 3：自 2023 年 1 月起，中国人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。

注 4：中国人民银行自统计 2025 年 1 月份数据起，启用新修订的狭义货币（M1）统计口径。修订后的 M1 包括：流通中货币（M0）、单位活期存款、个人活期存款、非银行支付机构客户备付金。按可比口径回溯后，2024 年各月末 M1 可比余额和增速分别为：

表 1: M0 增速修订 | 单位：%YOY

	2024 年 1 月	2024 年 2 月	2024 年 3 月	2024 年 4 月	2024 年 5 月	2024 年 6 月
余额（亿元）	1120120	1093158	1117433	1075084	1064391	1089170
同比增速	3.3%	2.6%	2.3%	0.6%	-0.8%	-1.7%
	2024 年 7 月	2024 年 8 月	2024 年 9 月	2024 年 10 月	2024 年 11 月	2024 年 12 月
余额（亿元）	1051800	1049684	1055410	1054884	1076379	1113069
同比增速	-2.6%	-3.0%	-3.3%	-2.3%	-0.7%	1.2%

资料来源：中国人民银行

附录 2：2025 年 4 月社会融资规模统计数据报告

2025 年 4 月社会融资规模存量统计数据报告²

初步统计，2025 年 4 月末社会融资规模存量为 424.0 万亿元，同比增长 8.7%（3 月增长 8.4%）。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 262.27 万亿元，同比增长 7.1%（3 月增长 7.2%）；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 1.18 万亿元，同比下降 33.9%（3 月下降 34.5%）；委托贷款余额为 11.24 万亿元，同比增长 0.5%（3 月增长 0.6%）；信托贷款余额为 4.35 万亿元，同比增长 5.6%（3 月增长 6.2%）；未贴现的银行承兑汇票余额为 2.39 万亿元，同比下降 7.6%（3 月下降 12.1%）；企业债券余额为 32.8 万亿元，同比增长 3.2%（3 月增长 2.4%）；政府债券余额为 85.93 万亿元，同比增长 20.9%（3 月增长 19.4%）；非金融企业境内股票余额为 11.86 万亿元，同比增长 2.9%（3 月增长 2.7%）。

从结构看，4 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 61.9%，同比低 0.9 个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.3%，同比低 0.2 个百分点；委托贷款余额占比 2.7%，同比低 0.2 个百分点；信托贷款余额占比 1%，同比低 0.1 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 0.6%，同比低 0.1 个百分点；企业债券余额占比 7.7%，同比低 0.4 个百分点；政府债券余额占比 20.3%，同比高 2.1 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 2.8%，同比低 0.2 个百分点。

注 1：社会融资规模存量是指一定时期末（月末、季末或年末）实体经济从金融体系获得的资金余额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。

² 来源：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5710035/index.html>

2025 年 4 月社会融资规模增量统计数据报告³

初步统计，2025 年前四个月社会融资规模增量累计为 16.34 万亿元，比上年同期多 3.61 万亿元（3 月比同期多 2.37 万亿元）。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 9.78 万亿元，同比多增 3397 亿元（3 月多增 5862 亿元）；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 1098 亿元，同比多减 2311 亿元（3 月多减 2490 亿元）；委托贷款增加 53 亿元，同比多增 959 亿元（3 月多增 1050 亿元）；信托贷款增加 454 亿元，同比少增 1672 亿元（3 月少增 1452 亿元）；未贴现的银行承兑汇票增加 2506 亿元，同比多增 1494 亿元（3 月少增 202 亿元）；企业债券净融资 7591 亿元，同比少 4095 亿元（3 月少 4729 亿元）；政府债券净融资 4.85 万亿元，同比多 3.58 万亿元（3 月多 2.52 万亿元）；非金融企业境内股票融资 1353 亿元，同比多 404 亿元（3 月多 199 亿元）。

注 1：社会融资规模增量是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。

³ 来源：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5710031/index.html>

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com