



4 月金融数据：三个不寻常信号

2025 年 05 月 14 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：张云杰

执业证号：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

➤ **事件：**5 月 14 日，中国人民银行公布 4 月金融数据，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，M1 同比 1.5%、前值 1.6%、预期 3.0%。

➤ **4 月金融数据有三个不寻常信号值得关注：一是存量财政政策的落地加速**，既对二季度经济形成支撑，也降低了短期内出台增量政策的必要性。**二是金融数据结构上出现了“财政化”的趋势**，这不仅体现在政府债对于社融的明显带动，也体现在政府相关项目对于信贷投向的“主导”。**三是股市上涨带动非银存款多增**，进而推升 M2。**具体来看：**

➤ **一是存量财政政策的落地加速。这既对二季度经济形成支撑，也降低了短期内出台增量政策的必要性。**

存量财政政策的加速一方面体现在特别国债发行的“快速启动”，今年两会确定发行规模后，特别国债于 4 月底就开始发行，较去年节奏更快（去年 5 月中旬开始）。相应地，今年以来国债发行规模更高、发行进度更快，是支撑政府债融资同比多增的核心力量。

另一方面体现在支出端的“发力”。4 月，政府债融资大幅新增 9762 亿元的同时，财政存款仅新增 3710 亿元，表明财政支出发力的态势延续。微观数据亦可印证，4 月以来以房建项目为代表的资金到位率显著提升。

➤ **二是金融数据结构上出现了“财政化”的趋势。**

首先，4 月新增政府债融资占新增社融比重达 83.9%，有数据统计以来第四高，仅 2024 年 4 月、7 月，2023 年 10 月高于这一数值。后续随着地方债发行进度的加快，预计金融“财政化”的趋势还将强化。

其次，尽管 4 月特殊再融资债的发行规模进一步回落，但地方债务置换仍对企业贷款仍有一定“缩量”影响，当月企业中长贷同比少增 2505 亿元，是人民币贷款的主要拖累项。

再者，外部关税冲击抑制国内外贸企业融资需求，企业贷款内部可能也以政府主导项目为主，如“两新”、“两重”、和科技创新企业。

➤ **三是股市上涨带动非银存款多增，进而推升 M2。**4 月 M2 同比增速大幅抬升，主要源自非银存款贡献。非银存款多增，主要是股市回暖有关，这背后是中央汇金发挥类“平准基金”作用、央行配套提供再贷款支持等“稳市场”政策发挥了积极成效。回溯过往，非银存款显著多增带动 M2 增速回升的情况，也多出现在资本市场上涨时期，如 2024 年“924”之后，2023 年 11 月的债券牛市等。

➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

相关研究

1. 贸易谈判点评：中美谈判：“破冰”几何？ - 2025/05/12

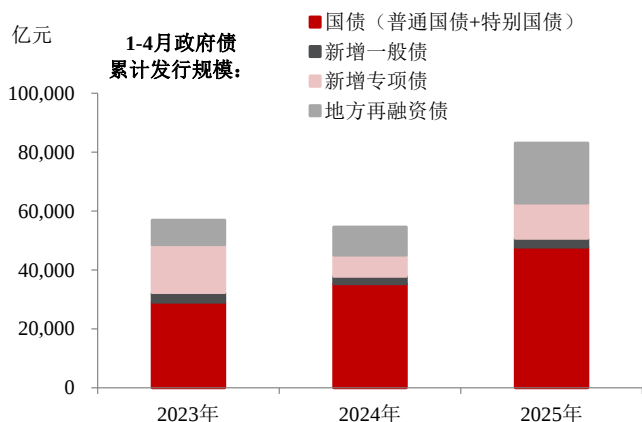
2. 2025 年 4 月通胀数据点评：价格偏弱局面“何解”？ - 2025/05/11

3. 2025 年 4 月外贸数据点评：4 月出口：被低估的韧性？ - 2025/05/09

4. 美联储政策观察：5 月议息：继续“等待”白宫？ - 2025/05/07

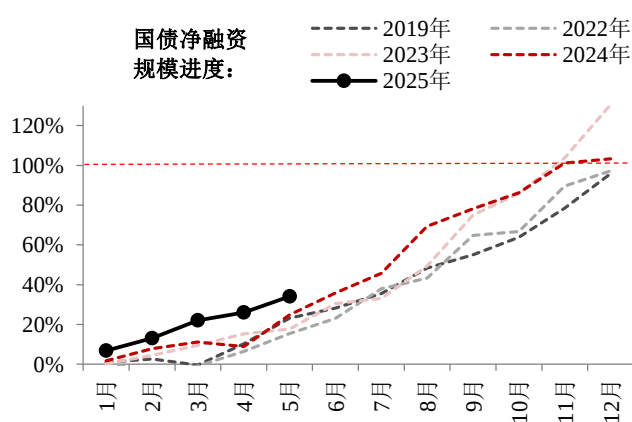
5. 经济动态跟踪：金融发布会：“双降”之外的政策信号 - 2025/05/07

图1：今年前4月，国债发行规模明显高于过去2年



资料来源：Wind，民生证券研究院

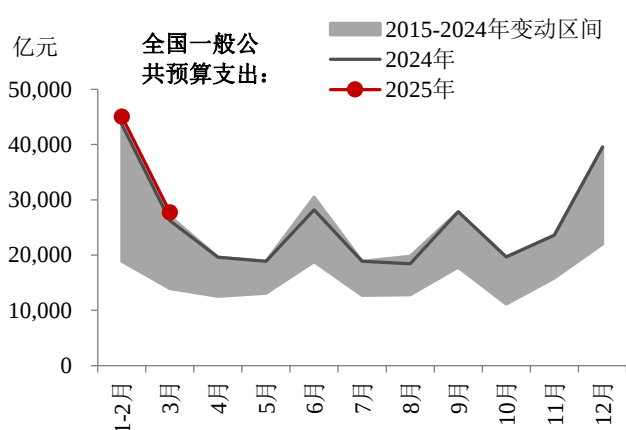
图2：今年以来国债净融资进度明显较快



资料来源：Wind，民生证券研究院

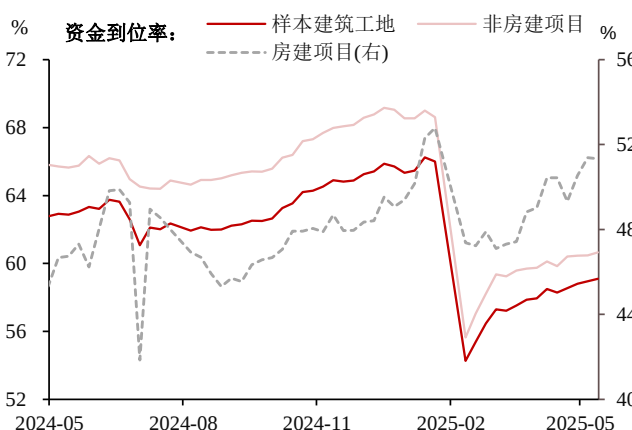
注：今年5月数据截至当月14日

图3：今年以来财政支出端保持发力态势



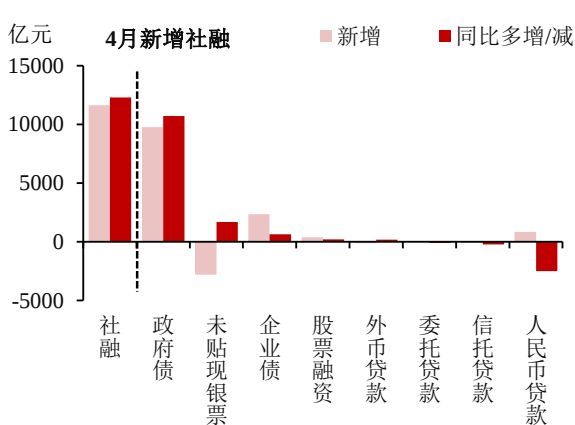
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：4月以来房建项目资金到位率显著抬升



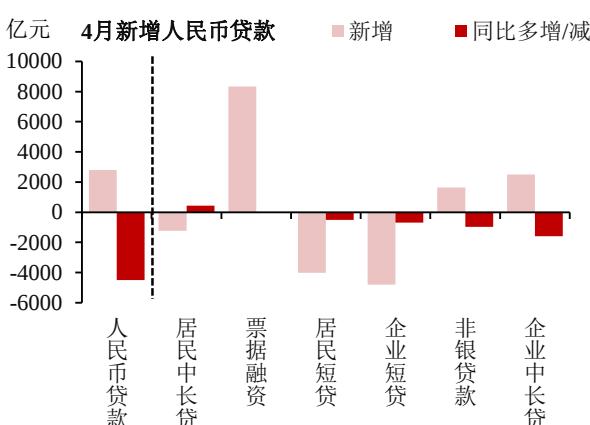
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：4月，新增社融中主要是政府债“挑大梁”

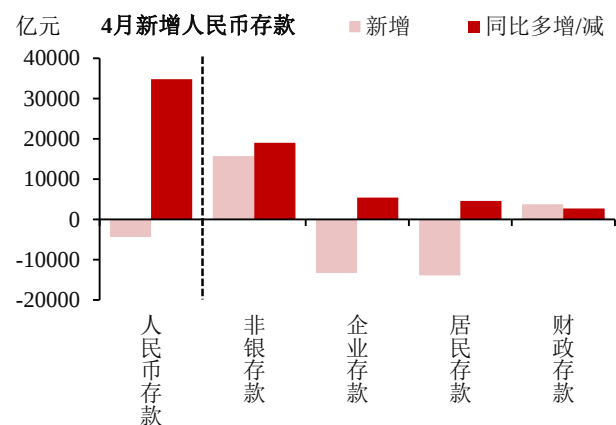


资料来源：iFind，民生证券研究院

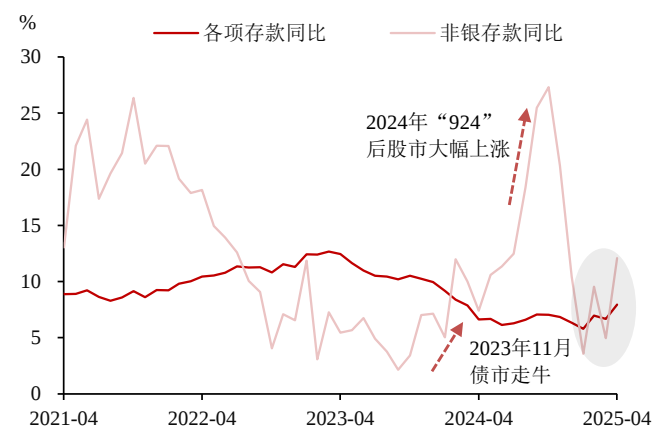
图6：4月，新增人民币贷款主要受企业中长贷拖累



资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：4月，存款大幅多增主要源自非银存款贡献


资料来源：iFind，民生证券研究院

图8：近年来的非银存款多增均与资本市场上涨有关


资料来源：iFind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048