

2025 年 05 月 18 日

证券研究报告|宏观研究|宏观点评

实体经济内在动能仍需进一步修复

2025 年 5 月 12 日-2025 年 5 月 18 日周报

◆ 财政靠前发力和低基数支撑社融，实体经济融资需求仍弱

2025 年 4 月社会融资规模增量为 1.16 万亿元（前值 5.89 万亿元），略低于市场预期的 1.26 万亿元。2025 年 4 月社融存量增速+8.7%，较 3 月+0.3PCTS,自今年 1 月以来总体上行。

同比角度，今年 4 月社融增量同比多增 1.22 万亿元，增加值为 2023 年 2 月以来最高。结构上，4 月社融仍然延续年初以来趋势，同比多增主要受益于去年同期社融增量的低基数和明显靠前发力的财政。4 月代表实体经济融资需求的社融口径新增人民币贷款，仅录得同比多减 2465 亿元，仅相当于近 5 年同月均值的 11%，显示实体经济融资需求不足的问题相对凸出。

2025 年 4 月金融机构各项贷款余额增速+7.2%（前值+7.4%），年初以来延续去年趋势，增速仍然持续下行。4 月信贷呈现票据冲量特征，企事业单位票据融资高达 8341 亿元，较近五年同月均值高 48.6%，但票据冲量仍然难掩信贷的整体颓势，4 月信贷增量在同比少增 4500 亿元的同时，其数额仅为近五年同月均值的 26.6%，总体较弱。

居民方面，4 月居民信贷减少 5216 亿元，其中中长期贷款和短期贷款分别减少 1231 亿元和 4019 亿元。居民中长期贷款由上月的增加变为本月的减少，这与高频数据显示的房地产小阳春在 4 月基本结束，居民购房重新转弱的数据相一致，而短期贷款的减少，除居民消费意愿本身因收入增速预期下滑而受到抑制外，我们认为或与 4 月初银行暂停在消费贷方面的低利率竞争，纷纷上调消费贷利率有关。

企业方面，4 月企业信贷增量 6100 亿元，同比少增 2500 亿元，其中企业中长期信贷增量 2500 亿元，票据融资和短期贷款增量合计 3541 亿元，分别同比少增 1600 亿元和 740 亿元。虽然 4 月企业短贷+票据融资之和达到了近 5 年同月均值的 1.5 倍，但企业中长期贷款较弱，仅为近 5 年同月均值的 48.9%，综合影响之下 4 月企业信贷仍然较弱，为近 5 年同月均值的 79.6%。

2025 年 4 月 M2 增速+8.0%，较上月+1.0PCTS, M1 增速+1.5%，较上月-0.1PCTS。4 月 M2 同比增速的提升，主要原因在于去年同期的低基数和今年 4 月非银金融企业存款同比大幅多增，而 M1 同比增速的下降，在 M0、个人活期存款、企业活期存款同比增速均较上月上行的情况下，可能主要来自于单位活期存款中去除企业存款的部分，推测可能与机关事业单位等政府部分在化债的背景下减少活期存款用来还债有关。

4 月社融和信贷的弱势集中体现了内部的需求不足、通胀低位运行和外部的关税冲击的影响。往后看，从数值角度，后续存量社融增速出现较大幅度上行的可能性较低：其一，今年财政发力明显靠前，后续在不出现财政政策明显加量的情况下，政府债对社

主要数据

上证指数	3367.4619
沪深 300	3889.0854
深证成指	10179.5957

主要指数走势图



作者

符旻 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

融的支撑将走弱；其二，去年 5 月之后，社融的低基数效应逐渐消退。但另一方面，5 月 7 日包含降准降息在内的一揽子金融政策的推出，预计将对信贷起到支撑作用，有助于社融增速后续持续修复。后续的政策方面，考虑到中美贸易谈判取得阶段性成果后，关税冲击明显减弱，预计短期内将进入落实已有政策阶段，货币政策和财政政策进一步加码的可能性均有所下降。5 月到 7 月的经济走势将较为关键，如我国经济动能并未明显修复，7 月底的政治局会议或对总体的稳增长政策再次加力。

◆ REITs 市场行情和流动性跟踪

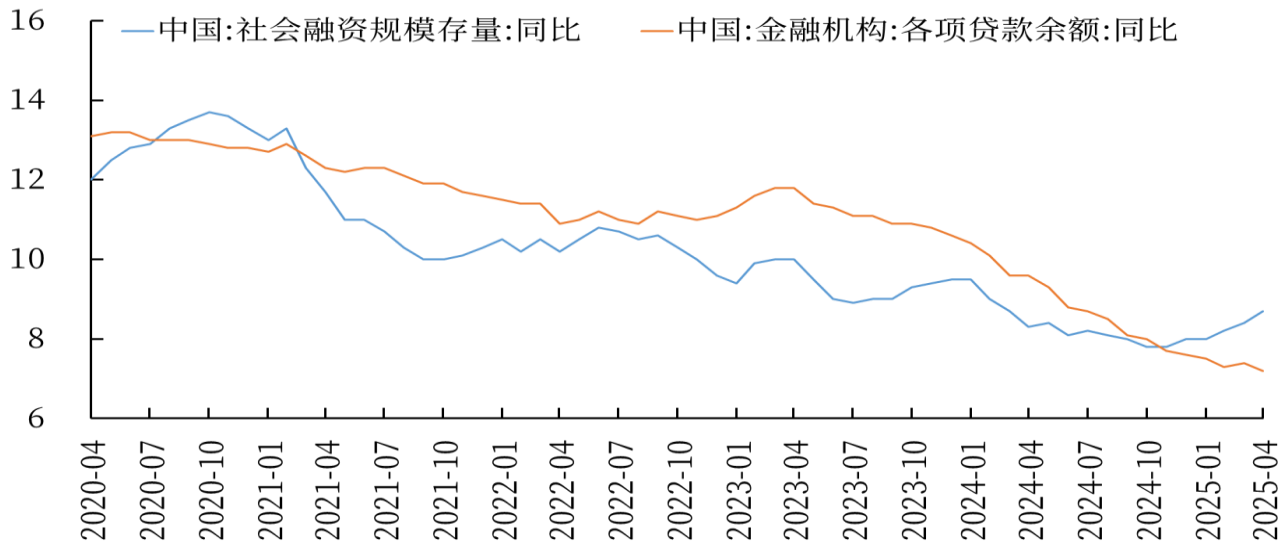
市场表现方面，本周 REITs 市场继上周之后继续反弹。截止 5 月 16 日，中证 REITs 指数+1.24%，中证 REITs 全收益+1.39%，表现强于上证指数的+0.76%，强于南华商品指数的+0.54%，中证全债的-0.27%。

以各类底层资产划分板块，近一周 9 个板块平均涨跌幅有 7 个为正，2 个为负。消费基础设施板块周度涨幅 3.76%，涨幅最大；环保设施板块周度平均跌幅 0.32%，跌幅最大。单只产品来看，参与统计的 64 只产品中，有 51 支上涨，13 支下跌，其中涨幅最大的是华夏南京交通高速公路 REIT (+9.13%)，跌幅最大的是国金中国铁建 REIT (-1.26%)。

流动性方面，近一周市场流动性相对平稳，周内市场日均成交额 5.13 亿元，较上周下行 1.44%；日均换手率录得 0.69%，较上周均值的 0.62%上行。以板块内各产品成交额、成交量的环比变化幅度均值作为各板块的流动性指标，本周 9 大板块中的 2 个流动性下降，7 个流动性上升。

风险提示：中美贸易谈判进展低于预期；全球经济衰退超预期；内需恢复速度不及预期；国际地缘格局超预期变动。

图1 社融存量和信贷存量增速 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图2 历年同月社融增量及其分项值 (亿元)

	项目	2025年4月	2024年4月	2023年4月	2022年4月	2021年4月	2020年4月
总	当月新增社会融资规模	1,591.0	-658.0	2,249.0	9,327.0	18,570.0	31,027.0
表内	新增人民币贷款	884.0	3,349.0	4,431.0	3,616.0	12,840.0	16,239.0
	新增外币贷款	-130.0	-310.0	-319.0	-760.0	-272.0	910.0
表外	新增委托贷款	-2.0	89.0	83.0	-2.0	-213.0	-579.0
	新增信托贷款	-77.0	142.0	119.0	-615.0	-1,328.0	23.0
	新增未贴现银行承兑汇票	2,794.0	4,490.0	1,345.0	2,557.0	2,152.0	577.0
直接	企业债券融资	2,340.0	1,707.0	2,940.0	3,652.0	3,624.0	9,237.0
	非金融企业境内股票融资	391.0	186.0	993.0	1,166.0	814.0	315.0
其他	政府债券	9,729.0	-937.0	4,548.0	3,912.0	3,739.0	3,357.0
	存款类金融机构资产支持证券	-316.0	1,967.0	-376.0	-216.0	174.0	-202.0
	贷款核销	631.0	520.0	448.0	484.0	456.0	460.0

资料来源：wind，中航证券研究所

图3 历年同月信贷增量及其分项值 (亿元)

	项目	2025年4月	2024年4月	2023年4月	2022年4月	2021年4月	2020年4月
总	新增人民币贷款	2,800.0	7,300.0	7,188.0	6,454.0	14,700.0	17,000.0
长短期	短期贷款及票据融资	-478.0	763.0	1,074.0	1,344.1	929.0	6,128.0
	中长期贷款	1,269.0	2,434.0	5,513.0	2,338.3	11,523.0	9,936.0
居民	居民户总体贷款	-5,216.0	-5,166.0	-2,411.0	-2,170.0	5,283.0	6,669.0
	居民户贷款:短期	-4,019.0	-3,518.0	-1,255.0	-1,855.9	365.0	2,280.0
	居民户贷款:中长期	-1,231.0	-1,666.0	-1,156.0	-313.7	4,918.0	4,389.0
企业	企(事)业单位总体贷款	6,100.0	8,600.0	6,839.0	5,784.0	7,552.0	9,563.0
	企(事)业单位贷款:短期	-4,800.0	-4,100.0	-1,099.0	-1,948.0	-2,147.0	-62.0
	企(事)业单位贷款:中长期	2,500.0	4,100.0	6,669.0	2,652.0	6,605.0	5,547.0
	企事业单位票据融资	8,341.0	8,381.0	1,280.0	5,148.0	2,711.0	3,910.0
非银	非银金融机构贷款	1,634.0	2,607.0	2,134.0	1,379.0	1,532.0	404.0

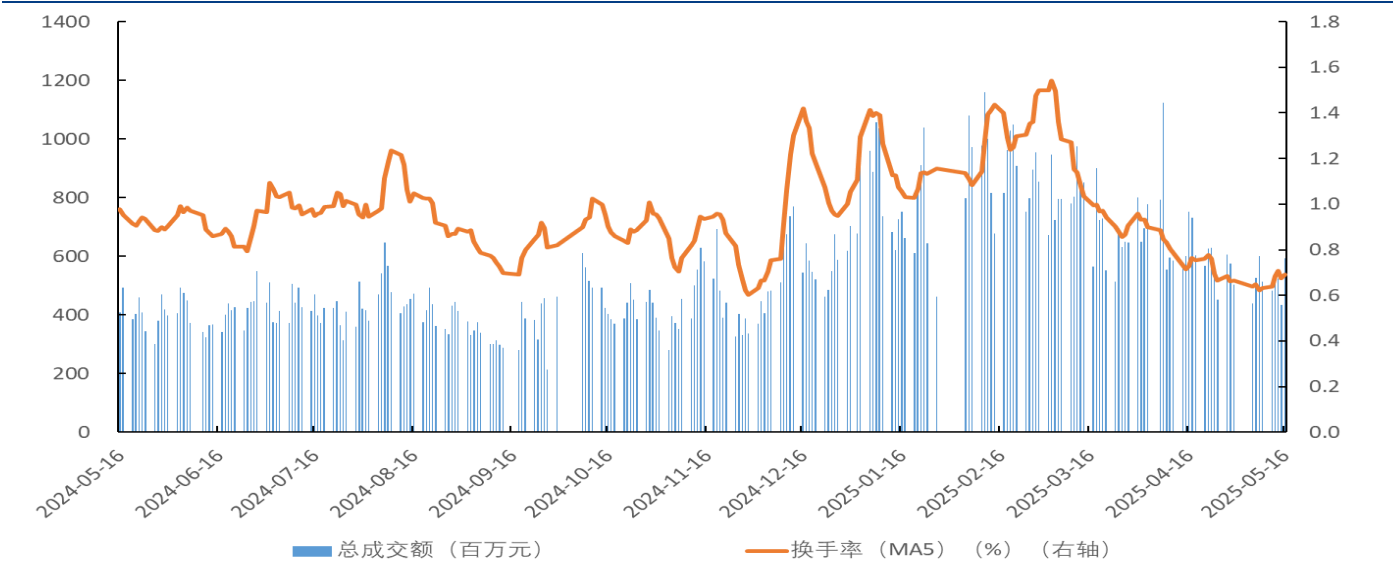
资料来源：wind，中航证券研究所

图 4 大类资产行情统计

资产种类	指数	近一周涨跌幅	60 日涨跌幅	250 日涨跌幅
REITs	中证 REITs(收盘)	1.24%	-0.13%	6.43%
	中证 REITs 全收益	1.39%	1.80%	13.90%
股票	上证指数	0.76%	0.35%	7.22%
	深证成指	0.52%	-5.67%	4.09%
	科创 50	-1.10%	-4.06%	27.98%
	创业板指	1.38%	-8.41%	7.61%
债券	中证全债	-0.27%	-0.02%	6.23%
	中证国债	-0.39%	-0.05%	7.04%
	中证公司债	0.07%	0.63%	4.26%
	中证转债	0.32%	0.10%	7.65%
商品	南华商品指数	0.54%	-6.37%	-10.71%
	COMEX 黄金	-4.15%	8.43%	32.59%
	ICE 布油	2.22%	-14.58%	-22.17%

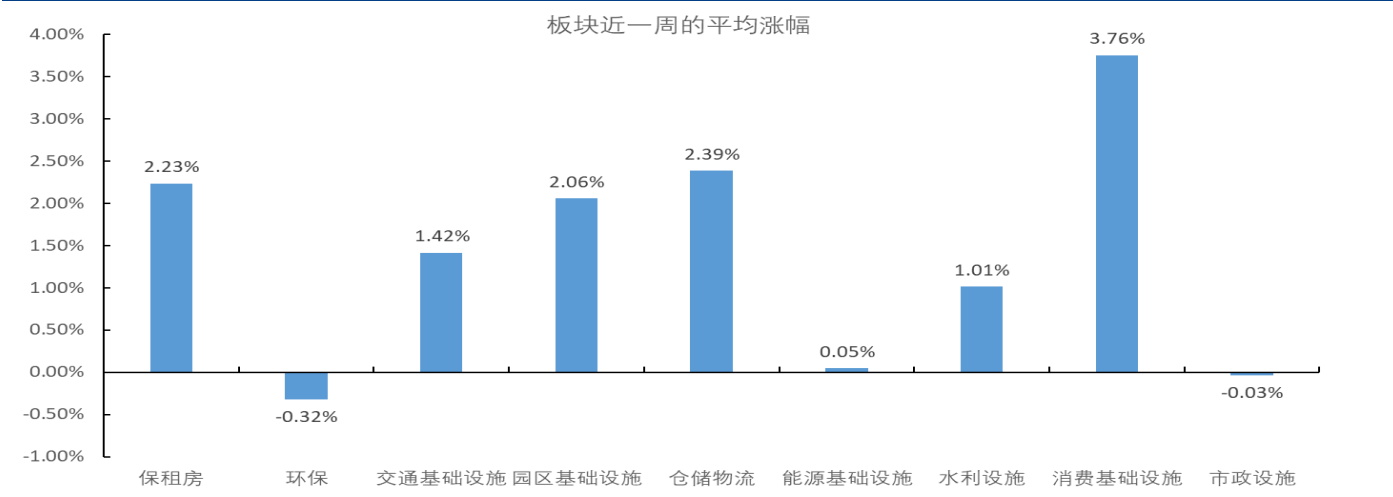
资料来源：wind，中航证券研究所

图 5 REITs 市场整体流动性趋势



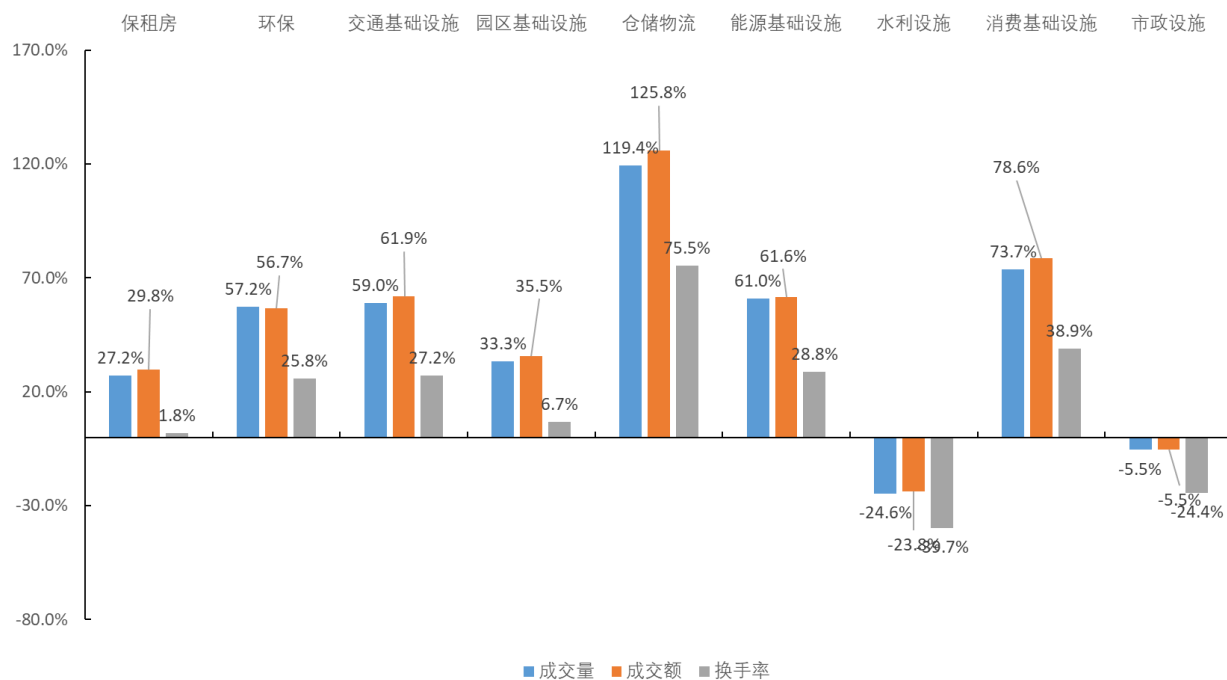
资料来源：wind，中航证券研究

图 6 各板块近一周的平均涨跌幅



资料来源：wind，中航证券研究所

图 7 各板块近一周周均流动性指标环比变化幅度(%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637