

5月隐债置换继续下拉新增贷款数据，稳增长发力带动新增社融连续第6个月同比多增

——2025年5月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：2025年6月13日，央行公布的数据显示，2025年5月新增人民币贷款6200亿，同比少增3300亿；5月新增社会融资规模为22894亿，同比多增2271亿；5月末，广义货币(M2)同比增长7.9%，增速比上月末低0.1个百分点；狭义货币(M1)同比增长2.3%，增速较上月末高0.8个百分点。

基本观点：

总体上看，5月降息降准落地，企业和居民融资成本及信贷可获得性都有改善。主要受隐债置换等影响，5月新增贷款同比少增，但这不代表银行对实体经济信贷支持力度弱化；在政府债券大规模发行推动下，5月新增社融连续第6个月同比多增，表明当前金融对实体经济支持力度在持续加大，是今年货币政策基调转向适度宽松、加紧实施更加积极有为宏观政策的具体体现。

我们判断，未来外部环境仍然复杂严峻，扩内需政策不会松劲。这意味着接下来金融支持实体经济的力度会进一步强化。预计6月新增社融有望持续同比多增，存量社融和M2增速也将加快。在国内物价水平偏低的背景下，着眼于有效提振内需，缓解外部波动对宏观经济的冲击，预计下半年央行会继续实施降息降准，货币政策在“适度宽松”方向有充足空间，全年新增信贷、新增社融都有望恢复一定规模的同比多增。

具体来看：

一、5月人民币贷款同比少增，主要与地方债务置换影响仍在持续，以及关税政策不确定性仍然较大，对市场信心有一定影响等因素有关。另外，5月企业债券融资同比放量，可能会对贷款产生一定的替代效应。

5月新增人民币贷款6200亿，环比季节性多增3400亿，同比少增3300亿，拖累月末贷款余额增速较上月末下滑0.1个百分点至7.1%，续创有数据记录以来新低。

从分项来看，5月企业贷款同比少增2100亿，其中企业中长期贷款同比少增1700亿，是主要拖累因素。这一方面源于5月仍有一定规模城投平台存量贷款被地方政府债所置换，继续拉低新增企业中长期贷款规模（新增贷款=新发放贷款规模-贷款偿还规模）；另一方面，尽管5月以来中美关税摩擦暂缓，但关

税政策的不确定仍然较大，对市场信心有一定影响，这会减弱企业资本开支意愿，进而抑制企业中长期贷款需求。另外，5月债券发行利率走低，加之债市科技板推出后，监管鼓励符合条件的主体发行中长期科创债，这会对企业中长期贷款需求产生一定的替代效应。

5月企业短贷同比多增2300亿，主要原因是上年同期基数明显偏低；同时，5月票据融资同比少增2826亿，或因4月LPR报价下调后，贷款利率进一步走低，提振企业更多通过短贷来满足短期资金需求，对票据融资造成一定挤出。另外，尽管5月票据融资同比大幅少增，但当月票据利率依然维持低位，显示整体信贷需求偏弱。

居民贷款方面，5月居民贷款同比少增217亿。其中，居民短贷同比少增451亿，背后是居民消费依然不足，而在商品房成交弱于去年同期的情况下，5月居民中长期贷款同比多增232亿，或因房价较高的一二线城市成交相对活跃，对居民新增按揭贷款有较强拉动。

今年1-5月，新增贷款累计10.68万亿，同比少增4600亿，这在很大程度上受到地方债务置换等非基本面因素扰动。如果剔除债务置换因素的影响，今年前5个月的实际贷款投放力度应强于去年同期。同时，从更长周期看，贷款结构也在不断改善，近年小微企业，制造业，科技创新，以及住宿餐饮、文体教育等重点服务消费行业贷款占比明显上升，显示金融对实体经济重点领域和薄弱环节的支持力度加大并取得积极成效。数据显示，5月末普惠小微贷款余额同比增长11.6%，制造业中长期贷款余额同比增长8.8%，增速均明显高于同期各项贷款余额增速。

二、5月社融同比延续多增，仍主要源于政府债券融资同比较大幅度多增，同时，企业债券融资和外币贷款也对社融同比表现起到较大拉动作用。

5月新增社融2.29万亿，环比季节性多增1.13万亿，同比多增2271亿，支撑月末社融存量增速持平上月末于8.7%，继续处于近期较高水平。从分项来看，在投向实体经济的人民币贷款同比少增的情况下，5月社融延续同比多增仍主要受政府债券融资拉动——当月国债、新增专项债净融资规模高于去年同期，拉动政府债券融资同比多增2367亿。

除政府债券融资外，5月企业债券融资和外币贷款也对社融同比表现起到较大拉动作用。其中，由于5月债券发行利率走低，加之债市科技板落地后，科创债发行快速放量，当月企业债券融资同比多增1211亿；5月外币贷款同比多增622亿，或因当月美元贬值且贬值预期正在形成，从汇兑损益角度看，可能对美元贷款需求有所提振。另外，5月表外融资三项和企业股票融资新增规模同比变动不大，对整体社融同比表现的影响有限。

三、5月末M2增速小幅走低，主要是当月新增贷款同比少增，拖累存款派生；另外，当前正处于政府债券大规模发行阶段，财政存款增加，短期内有货币回笼效应。当前M2增速明显高于名义GDP增速，显示金融对实体经济具有较强支持性。5月末M1增速加快，主要是去年同期基数下行带动。当前M1增速仍明显偏低，显示宏观经济动能有待进一步提振，楼市总体上也仍继续处于调整状态。

5月末M2同比增速为7.9%，较上月末放缓0.1个百分点。主要有两个原因，一是当月新增贷款同比少增，带动各项贷款余额增速放缓，拖累存款派生。二是当前正处于政府债券大规模发行阶段，5月财政存款同比多增1167亿。由于财政存款主要存入央行，这会在短期内形成货币回笼效应，对M2增速有一定下拉作用。总体上看，当前M2增速明显高于一季度GDP名义增速（4.6%），显示货币金融对实体经济保持较强的支持性。

5月末M1同比增速为2.3%，增速较上月末加快0.8个百分点，主要原因是上年同期加大“手工补息”监管力度，企业活期存款较大规模流向理财产品，导致2024年5月末M1增速环比下行1.4个百分点。总体上看，当前M1增速仍然明显偏低，背后是居民消费、企业投资动能仍然偏弱，房地产市场总体上继续处于调整状态。

总体上看，5月降息降准落地，企业和居民融资成本及信贷可获得性都有改善。但主要受隐债置换等影响，5月新增贷款同比少增，但这不代表银行对实体经济信贷支持力度弱化；在政府债券大规模发行推动下，5月新增社融连续第6个月同比多增，表明当前金融对实体经济支持力度在持续加大，是今年货币政策基调转向适度宽松、加紧实施更加积极有为宏观政策的具体体现。

我们判断，未来外部环境仍然复杂严峻，扩内需政策不会松劲。这意味着接下来金融支持实体经济的力度会进一步强化。预计在政府债券融资支持下，6月新增社融有望持续同比多增，存量社融和M2增速也将加快。货币政策走向方面，在国内物价水平偏低的背景下，着眼于有效提振内需，缓解外部波动对宏观经济的冲击，预计下半年央行会继续实施降息降准，而且后续央行还有可能恢复公开市场国债净买入，替代降准向银行体系注入长期流动性。综合各类因素，下半年货币政策在“适度宽松”方向有充足空间，全年新增信贷、新增社融都有望恢复一定规模的同比多增。