

宏观 | 点评报告

证券研究报告

2025/3/17

2月金融数据点评——

实体信贷回落，社融持续修复

证券分析师： 徐超
分析师登记编号： S1190521050001

证券分析师： 万琦
分析师登记编号： S1190524070001

目录

- 1、政府债支撑社融持续修复
- 2、化债加速推进，M1同比延续回落
- 3、数据结构分化，宽松政策相机实施

- 中国2月新增社会融资规模22333亿元，市场预期26500亿元，前值70567亿元；
- 中国2月新增人民币贷款10100亿元，市场预期12430亿元，前值51300亿元；
- 中国2月M2同比7.0%，市场预期7.0%，前值7.0%；M1同比0.1%，前值0.4%。

图表1：金融数据主要分项

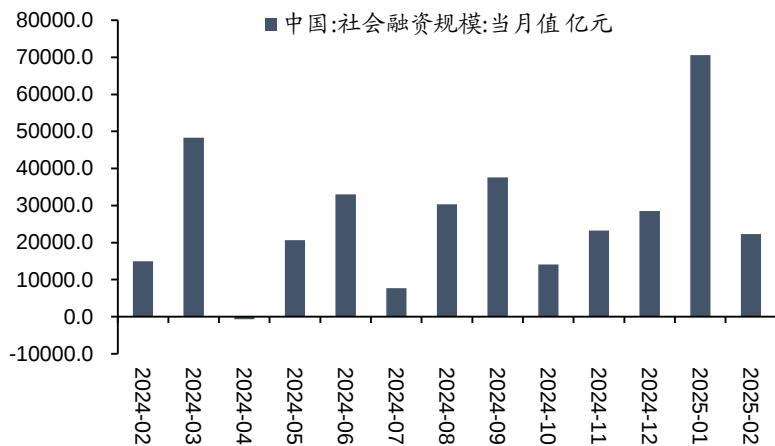
单位：亿元		2025/2	2025/1	当月新增		2024/10	2024/9	2025/2	2025/1	同比多增		2024/10	2024/9
社融	总	22333	70567	28507	23288	14120	37635	7374	5833	9181	-1266	-4321	-3691
	表内融资	6506	52194	8402	5216	2965	19742	-3267	3793	-2690	-5904	-1872	-5627
	人民币贷款	-280	-392	-675	-468	-710	-480	-271	-1381	-40	-111	-862	103
	外币贷款	-330	623	151	91	172	6	-901	-109	-196	-106	-221	-396
	表外融资	-229	449	-20	-183	-219	392	-57	808	23	203	210	184
	信托贷款	-2985	4653	-1332	910	-1396	1312	701	-983	533	708	1140	-1085
	委托贷款	1702	4454	-159	2381	987	-1926	279	134	2582	993	-191	-2576
	未贴现承兑银行汇票	76	473	484	428	284	128	-38	51	-24	69	-37	-198
	企业直接融资	16967	6933	17566	13089	10495	15357	10956	3986	8242	1577	-5143	5437
	政府债券	10100	51300	9900	5800	5000	15900	-4400	2100	-1800	-5100	-2384	-7200
信贷	总	2252	11754	4888	753	284	7986	4587	3359	3267	-3638	-69	585
	人民币贷款	4250	39535	3400	5100	2800	11900	-7612	163	-6674	-1691	-1735	-6114
	短期贷款及票据融资	-3891	4438	3500	2700	1600	5000	2016	-5363	1279	-225	1946	-3585
	中长期贷款	-2741	-497	588	-370	490	2700	2127	-4025	-171	-964	1543	-515
	居民部门	-1150	4935	3000	3000	1100	2300	-112	-1337	1538	669	393	-3170
	居民人民币贷款	10400	47800	4900	2500	1300	14900	-5300	9200	-4016	-5721	-3863	-1934
	居民短期贷款	3300	17400	-200	-100	-1900	4600	-2000	2800	435	-1805	-130	-1086
	居民中长期贷款	5400	34600	400	2100	1700	9600	-7500	1500	-8212	-2360	-2128	-2944
	企业部门	1693	-5149	4500	1223	1694	686	4460	4584	3003	-869	-1482	2186
	企业短期贷款	9.7	17.2	13	12.7	12.8	11.5						
M0、M1、M2	同比 (%)	0.1	0.4	1.2	-0.7	-2.3	-3.3						
	M1	7	7	7.3	7.1	7.5	6.8						
	M2	44200	43200	-14000	21700	6000	37400	34600	-11600	-14868	-3600	-446	15000
	人民币存款	6100	55200	21900	7900	-5700	22000	-25900	29900	2120	-1189	669	-3316
	住户存款	-8940	-2060	18057	7400	-7300	7700	20960	-13460	14892	4913	1352	5690
	非金融企业存款	12576	3324	-16725	1400	5952	-2358	16374	-5280	-7504	4693	-7748	-231
	财政性存款	28300	-11100	-31700	1800	10800	9100	16726	-16626	-26374	-13900	5732	15750
	非银行业金融机构存款												
	存款												
	非存款												

资料来源：Wind，太平洋证券

1、政府债支撑社融持续修复

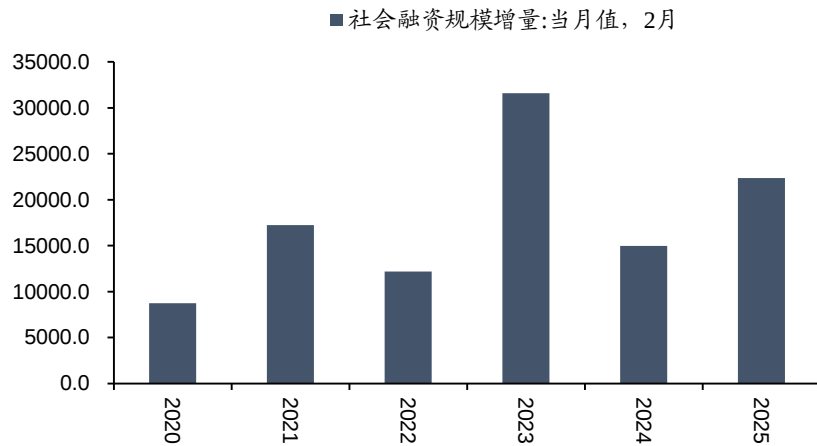
- ▶ **新增社融持续同比多增，恢复态势延续。**2月新增社会融资规模22333亿元，低于市场一致预期，同比多增7374亿元。与2020年以来的历史同期相比，本月社融新增规模好于季节性。社融存量同比增速8.2%，较上月上升0.2个百分点。继年初实现“开门红”后，本月社融持续同比多增且增速加快，整体延续恢复势头，反映金融对于稳经济、防风险的支持力度有所加大。
- ▶ **政府债券贡献走强，信贷支撑季节性走弱。**结构上来看，本月新增社融同比多增的主要驱动力来自政府债券，而1月同为正向贡献的信贷则出现季节性的走弱，本月同比少增，转为拖累。

图表2：社融当月新增规模



资料来源：Wind，太平洋证券

图表3：社融2月新增规模

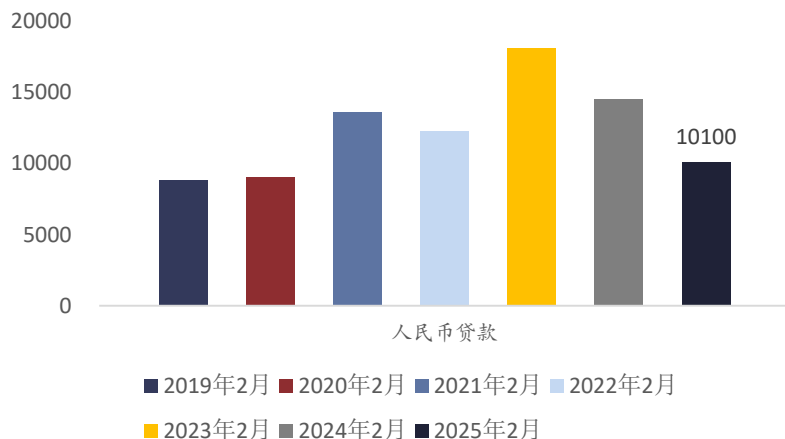


资料来源：Wind，太平洋证券

1、政府债支撑社融持续修复

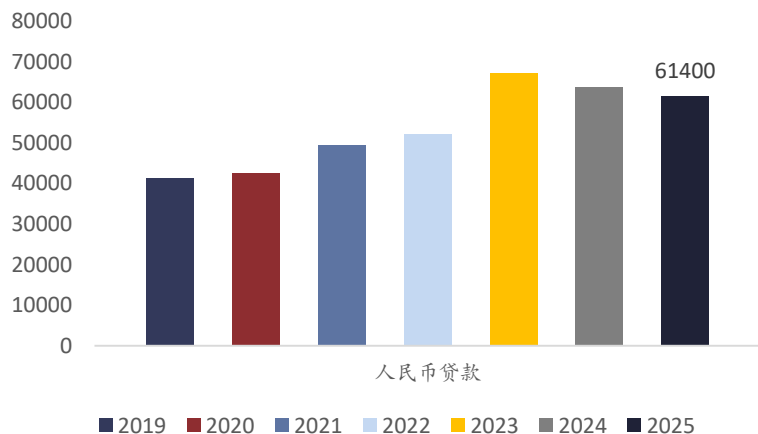
➤**信贷总量季节性回落。**2月金融机构新增人民币贷款10100亿元，同比少增4400亿元。相比1月，2月信贷边际出现明显走弱，一是新增规模较1月大幅回落，二是同比而言也转为少增。上述边际变化符合信贷的季节性特征，2月是信贷小月，供给方面，银行出于“开门红”等业务目标考虑，会将信贷项目前置投放，2月投放力度则有所减弱；需求方面，1月信贷投放的集中发力也在一定程度上透支后续需求，下拉信贷新增规模。不过与历史同期相比，本月信贷新增规模处于偏高水平，反映信贷对实体经济的支持力度并不算小，这也与“适度宽松”的支持性货币政策立场相契合。

图表4：新增人民币贷款-单月



资料来源：Wind，太平洋证券

图表5：新增人民币贷款-累计

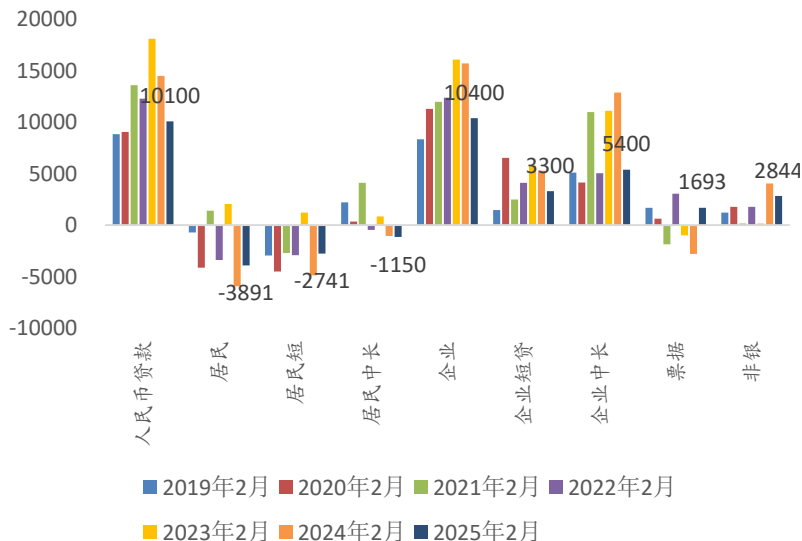


资料来源：Wind，太平洋证券

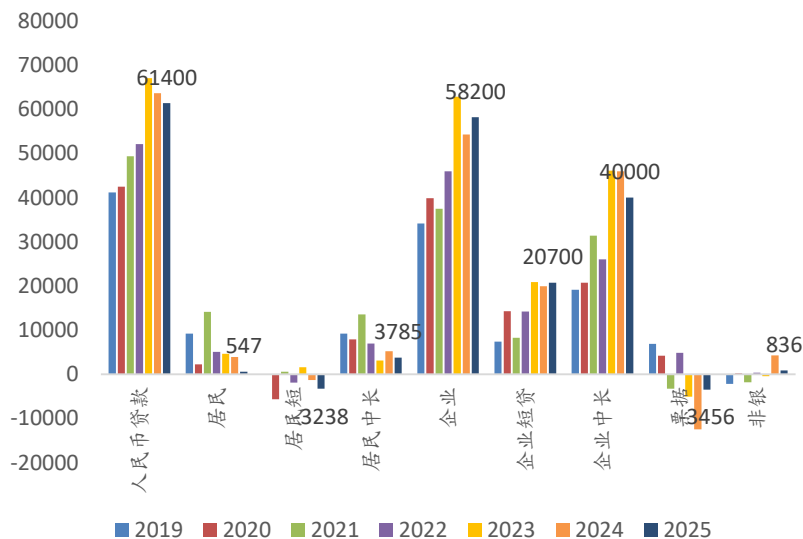
1、政府债支撑社融持续修复

➤ **企业部门转为同比负增，构成信贷的主要拖累。** 本月企(事)业单位新增贷款10400亿元，同比少增5300亿元；居民贷款新增-3891亿元，同比少减2016亿元。结构上看2月份居民及企业部门信贷均有走弱，企业部门新增规模出现超季节性的回落，居民部门则再度出现净偿还。同比而言，企业部门构成本月信贷同比少增的主要拖累。

图表6：分项新增人民币贷款-单月



图表7：分项新增人民币贷款-累计



资料来源：Wind，太平洋证券

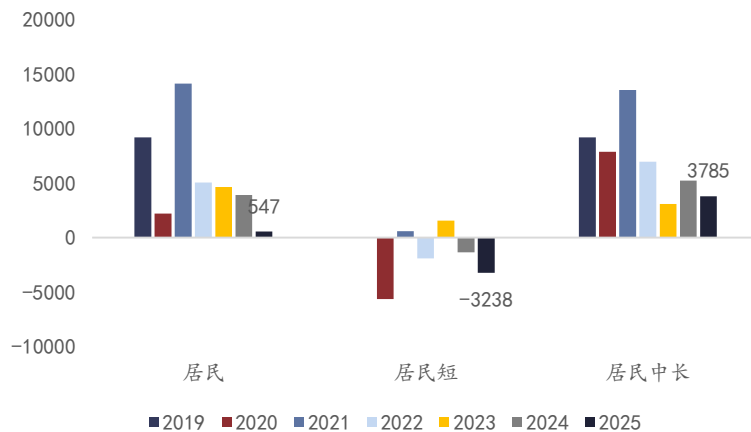
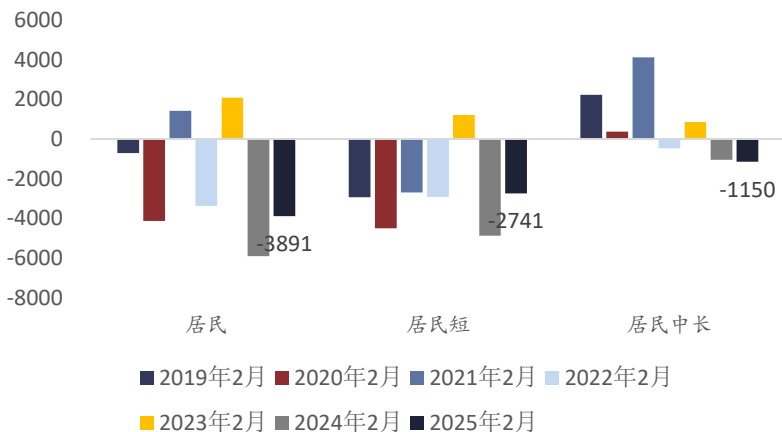
资料来源：Wind，太平洋证券

1、政府债支撑社融持续修复

居民信贷方面，短贷及中长贷均现净偿还。2月居民短期贷款、中长期贷款分别新增-2741和-1150亿元，同比分别少减2127和多减112亿元。短贷和中长贷均出现净偿还，但短贷去年同期基数较低，因此同比而言仍构成正向贡献。对于居民部门信贷表现，我们有以下理解：一是短贷净偿还可能部分受到春节奖金发放因素影响。从历史数据看，2019年以来2月份居民短期贷款单月新增以及累计新增规模多数时候均为负增，呈现出季节性特征，或与春节前后企业发放奖金、居民集中偿债有关。高频数据显示今年春节期间居民文化娱乐消费及零售表现并不算差，这也在居民短贷的同比少减中有所体现。二是居民中长贷似乎与地产销售高频数据有所背离，本月居民中长贷负增长并且同比多减，表现弱于季节性，而高频数据显示今年开年以来重点城市新房以及二手房销售较去年同期整体上有所回暖，如何看待两者表现差异？一方面，居民中长贷除住房抵押贷款外，还涉及经营贷、用于耐用消费品消费的消费贷，在目前居民收入及预期仍待提振的背景下，不排除上述品类贷款对居民中长贷形成拖累；另一方面，个人抵押贷款在居民中长贷中占较大比重，本月地产价格以及重点城市之外的地产销售可能相对较弱，限制了个人住房抵押贷款规模的扩张。

图表8：居民新增人民币贷款-单月

图表9：居民新增人民币贷款-累计



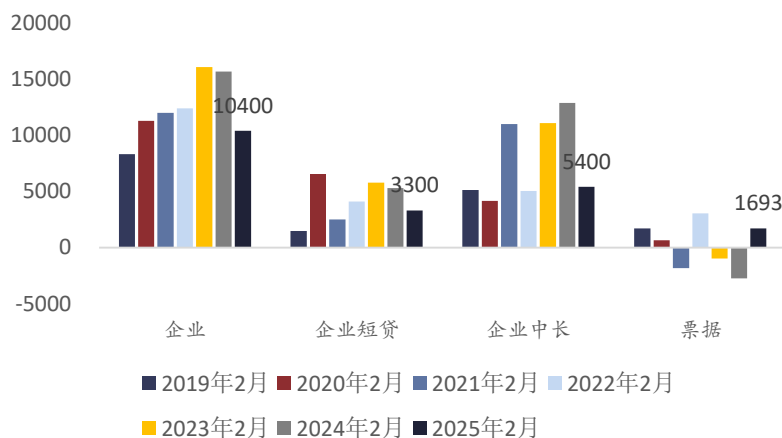
资料来源：Wind，太平洋证券

资料来源：Wind，太平洋证券

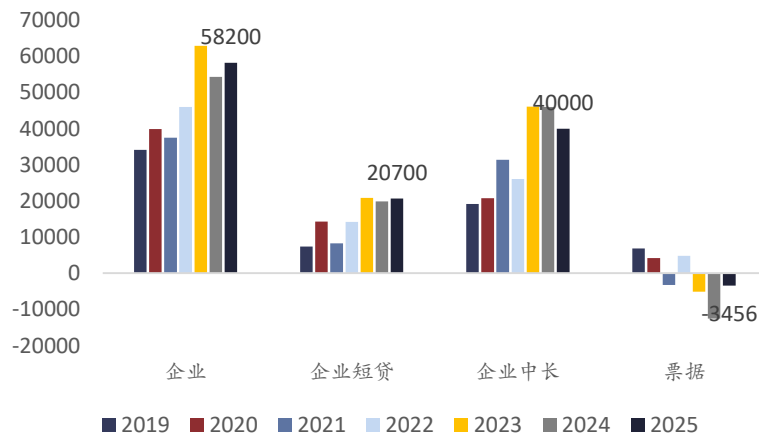
1、政府债支撑社融持续修复

➤ **企业信贷方面，前期需求集中释放叠加化债影响，同比再度负增长。**2月企业短期贷款、中长期贷款分别新增3300和5400亿元，同比分别少增2000、少增7500亿元。企业票据融资1693亿元，同比多增4460亿元。本月企业信贷可以从以下三方面理解：一则，1月“开门红”信贷集中投放部分透支本月借贷需求，企业信贷出现季节性回落；二则，地方化债对企业信贷的置换效应可能导致其规模收缩。除前期集中投放的透支影响，本月企业信贷的回落还受其他因素驱动。一方面本月新增规模的季节性回落超出季节性。另一方面，1-2月企业中长贷仍不及去年同期。结合本月地方化债加速推进来看，债务化解过程中城投企业贷款偿还对信贷规模或存在下拉影响。三则，实体信贷表现走弱，银行或仍存在一定“以票冲贷”需求，票据融资同比多增，是人民币信贷中少数同比正增的项目。

图表10：企业新增人民币贷款-单月



图表11：企业新增人民币贷款-累计



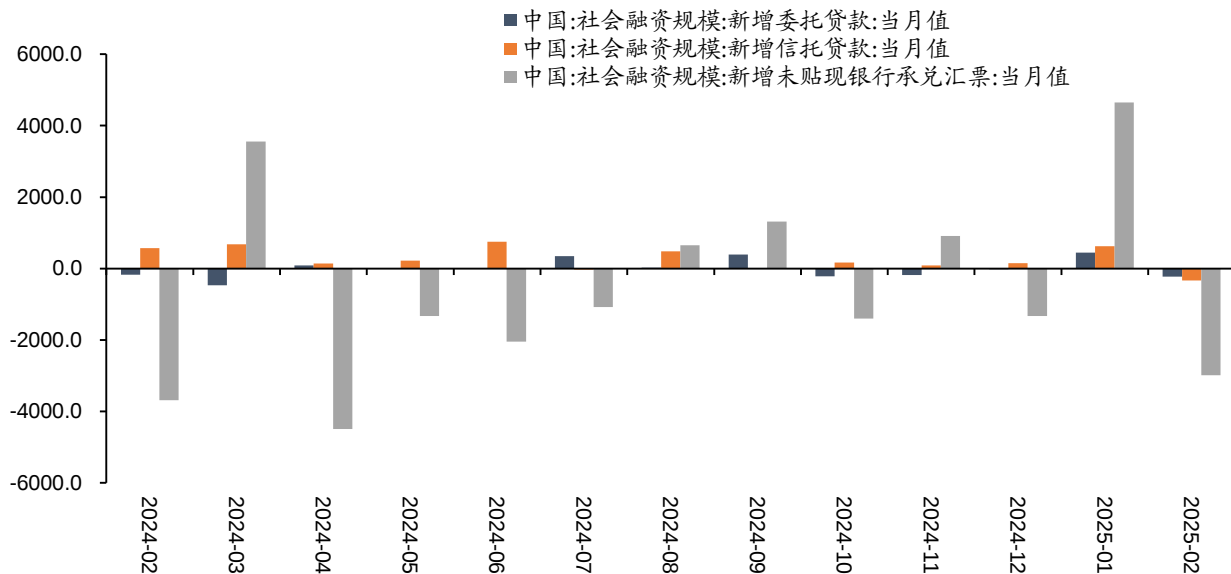
资料来源：Wind，太平洋证券

资料来源：Wind，太平洋证券

1、政府债支撑社融持续修复

► **信托贷款拖累非标融资同比多减。** 本月表外融资3545亿元，同比多减258亿元。其中未贴现银行承兑汇票减少2987亿元，同比少减699亿元，结合本月票据融资的同比多增来看，未贴现银行承兑汇票的同比少减可能受益于票据供给的增加；信托贷款减少330亿元，同比多减901亿元，可能受基建投资实物工作量进度较慢、地产投资偏弱的影响；委托贷款减少228亿元，同比多减56亿元。

图表12：表外融资新增规模

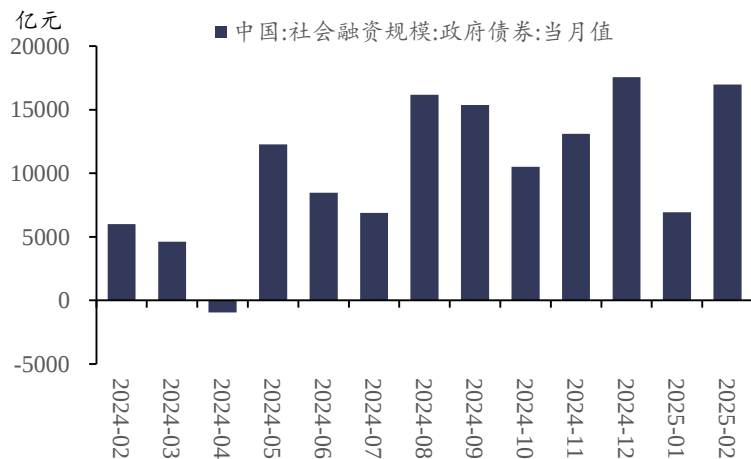


资料来源: Wind , 太平洋证券

1、政府债支撑社融持续修复

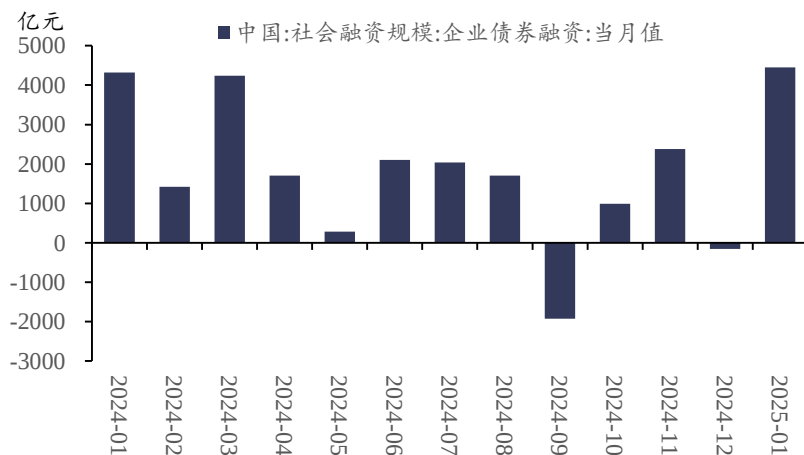
- 政府债券同比放量。**2月政府债券融资16967亿元，同比多增10956亿元，表现好于季节性。本月政府债券加速发行，其中地方化债相关的特殊再融资债发行规模大幅提升，规模超7800亿元，带动政府融资成为社融的主要拉动。向后看，政府债券的这一贡献料将持续，今年政府工作报告中提出政府债券发行规模扩张且节奏前置，预计社融读数仍将受到政府债券发行放量的支撑。
- 基数走低，企业债券同比继续多增。**2月企业债券融资1702亿元，同比多增279亿元。主要受去年同期基数偏低的影响。本月受偿还规模收缩的影响，城投债净融资规模边际扩张，化债背景下预计这一趋势较难延续。

图表13：政府债券融资



资料来源：Wind，太平洋证券

图表14：企业债券融资

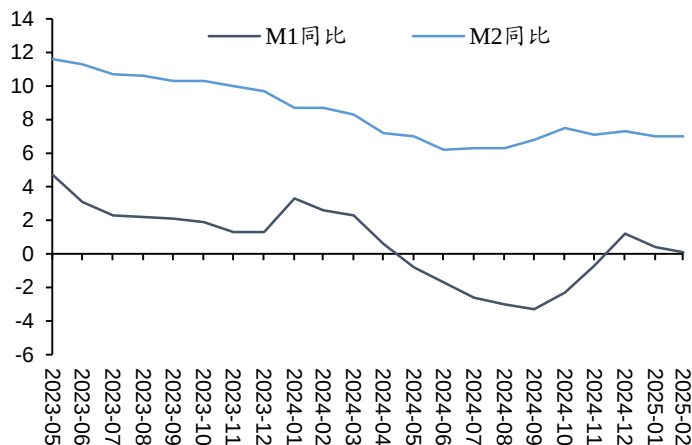


资料来源：Wind，太平洋证券

2、化债加速推进，M1同比延续回落

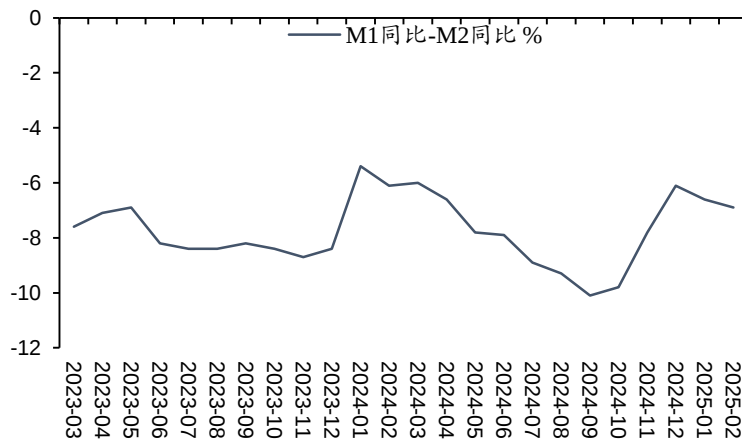
- **M1同比持续放缓。**2月M1同比0.1%，较1月下降0.3个百分点。M1同比的边际回落可能受以下因素影响：一是M0方面的拖累。本月M0同比增速大幅回落至9.7%（前值17.2%），主要受春节错位、基数走高的影响。春节期间私人部门现金持有需求增加，M0读数会相应抬升。二是财政支出放缓及化债提速的影响。一方面本月财政存款同比明显多增，政府部门向私人部门的流动性转移或有放缓；另一方面，随化债的加速推进，原本暂存于企业活期存款中的化债资金或加快流出。三是今年开年以来权益市场热度较高，有可能对居民活期存款起到一定分流作用。
- **M2同比稳定运行。**2月M2同比增长7.0%，较上月持平，运行相对稳定。存款结构上，2月财政存款7296亿元，同比多增11094亿元；居民存款同比多增4000亿元，非金融企业存款同比少减7500亿元；非银金融机构存款同比多增2.38万亿元。

图表15：M1、M2同比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表16：M1-M2同比



资料来源：Wind，太平洋证券

3、数据结构分化，宽松政策相机实施

- **数据存在季节性扰动。** 本月社融以及信贷数据均不及市场预期，其中信贷再度同比负增长，但这并非实体有效融资需求的全然映射，其中季节性因素存在不小扰动，包括春节以及信贷投放节奏等。剔除上述扰动，1-2月综合来看，社融同比多增1.32万亿元，实体信贷同比多增超500亿元，均出现不同程度的扩张。
- 向后看，社融数据存在以下正向驱动。一是提振消费、地产企稳相关政策助力下，居民部门贷款有望得到支撑；二是新质生产力发展促进相关企业扩表，另外民营企业或将受益于信贷资源的倾斜；三是政府部门加杠杆，计划发行债务规模扩张。因此预计社融维持相对稳定的增长态势。
- 政策空间方面，数据结构上的分化以及高层会议的政策定调均反映出后续货币政策将延续宽松立场，需关注的仍是政策节奏，短期内全面宽松的紧迫性降低。一是基本面来看，宏观数据相对稳定运行，部分高频数据有所回暖；二是货币政策需平衡好多方因素，除稳增长外，还涉及到汇率稳定、息差压力缓解以及系统性风险防范等。十四届全国人大三次会议举行经济主题记者会上，央行行长表示将“择机降准降息”，“研究降低结构性货币政策工具利率”，表明降准降息是相对确定的，但操作时点或需综合考虑内外因素。

风险提示

- 海外经济变化超预期；
- 货币宽松政策超预期。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。