

2 月金融数据点评：二季度或是“择机降准降息”的关键窗口



沈夏宜 分析师
Email:shenxiayi@lczq.com
证书:S1320523020004



陈国文 分析师
Email:chenguowen@lczq.com
证书:S1320524070001



魏争 分析师
Email:weizheng@lczq.com
证书:S1320524100001

投资要点：

社融同比多增，存量增速升至 8.2%。2 月新增社融 2.23 万亿，同比多增 7274 亿，社融存量增速环比提升 0.2 个百分点至 8.2%。结构上看，政府债同比多增是支撑当月社融走强的主要原因；而实体信贷走弱则是主要拖累项，其他分项与去年同期相比波动不大。

企业部门融资再度转弱。当月企业部门短期贷款新增 3300 亿，同比少增 2000 亿；中长期贷款新增 5400 亿，同比少增 7500 亿。一是化债背景下，特殊再融资债加速发行，企业的部分存量高息贷款，随着发行资金拨付落地被提前偿还；二是结合当月表内贴现规模同比多增 4460 亿来看，2 月企业信贷需求的回温仍然偏弱。三是受银行“开门红”策略影响，部分储备项目被提前至 1 月释放，一定程度上“透支”了当月的信贷需求。三者共同作用下，企业信贷读数边际再度转弱。

居民融资需求仍然偏弱。当月居民部门短期贷款减少 2741 亿，同比少减 2127 亿；中长期贷款减少 1150 亿，同比多减 112 亿。从短贷来看，一方面与去年同期基数偏低有关；另一方面，也与春节错位有一定的关系。各地置换更新补贴政策细则集中于 1 月下旬出台，临近春节叠加政策“空窗期”，导致部分消费者存在一定观望等待情绪，消费需求延至节后。从中长贷来看，虽然读数仍弱，但 2 月 30 城商品房成交面积同比增加 32%。二者背离可能是由于从贷款发放到商品房成交存在一定的时滞，2 月的成交数据或更多是 1 月和去年 12 月居民中长贷读数的体现。

M1 边际回落，M2 增速企稳。①当月 M1 增速环比回落 0.3 个百分点至 0.1%。一是春节取现需求过后 M0 重新回流银行体系。当月 M0 同比增长 9.7%，环比回落 7.5 个百分点；二是 2 月 A 股活跃度边际提升，沪深两市日均成交量环比回升 0.55 万亿至 1.65 万亿，居民活期存款“搬家”至权益市场拖累 M1 增速，当月非银存款在去年同期高基数上同比仍多增 100 亿。②当月 M2 增速为 7.0%，与上月持平。一方面，财政资金支出进度偏慢拖累 M2 增速。当月新增财政存款 7296 亿，同比多增 1.11 万亿；另一方面，理财回表，对 M2 增速的拖累有所减轻。受债市调整影响，2 月末理财时点规模合计为 30.3 万亿，环比增加 0.3 万亿。这一增幅显著低于过去几年的季节性规律，理财分流强度同比走弱，对 M2 增速亦有一定的推升作用。二者共同作用是 M2 增速持平上月的主因。

二季度或是“择机降准降息”的关键窗口。整体看，2 月社融在化债逻辑的支撑下，同比仍实现多增。但一方面表内票据贴“量增价减”；另一方

相关报告

美国 2 月 CPI 点评：通胀不及预期，延缓“再通胀”担忧

2025.03.13

1-2 月外贸数据点评：出口走弱了吗？

2025.03.12

美国 2 月非农点评：就业小幅放缓，降息预期暂掩衰退担忧

2025.03.10

面，企业部门中长贷同比转负，居民部门再度出现净偿还；二者均指向实体信贷融资需求仍然偏弱。往前看，二季度或是“择机降准降息”的关键窗口：一方面支撑金融数据的有利条件在二季度将变多。一是去年金融数据挤水分在二季度开始，形成了较低的基数；二是在阶段性让位于财政资金的迎接和存量债务的偿还后，传统的开工旺季或将延后至二季度，相关实物工作量的逐步落地将为信贷需求形成有效托举；三是化债积极影响亦将逐步体现，在债务规模压降后，地方政府、企业等主体的经营压力将逐步得到改善，微观主体的常态化融资需求有望开始形成并释放。但另一方面，美国方面也将在4月1号完成对中国的贸易调查，二季度更多中美关税博弈的过程亦将对经济带来负面扰动。二者均将成为后续央行货币政策操作的依据。

风险提示：宏观经济不及预期，需求恢复不及预期，流动性超预期收紧。

目 录

1. 社融：信贷走弱，政府债支撑社融.....	5
2. 信贷：企业部门转弱，居民部门净偿还	6
3. M1 增速回落，M2 增速持平前值	8
3.1 M1 边际回落，M2 增速企稳.....	8
3.2 二季度或是“择机降准降息”的关键窗口	9
4. 风险提示	10

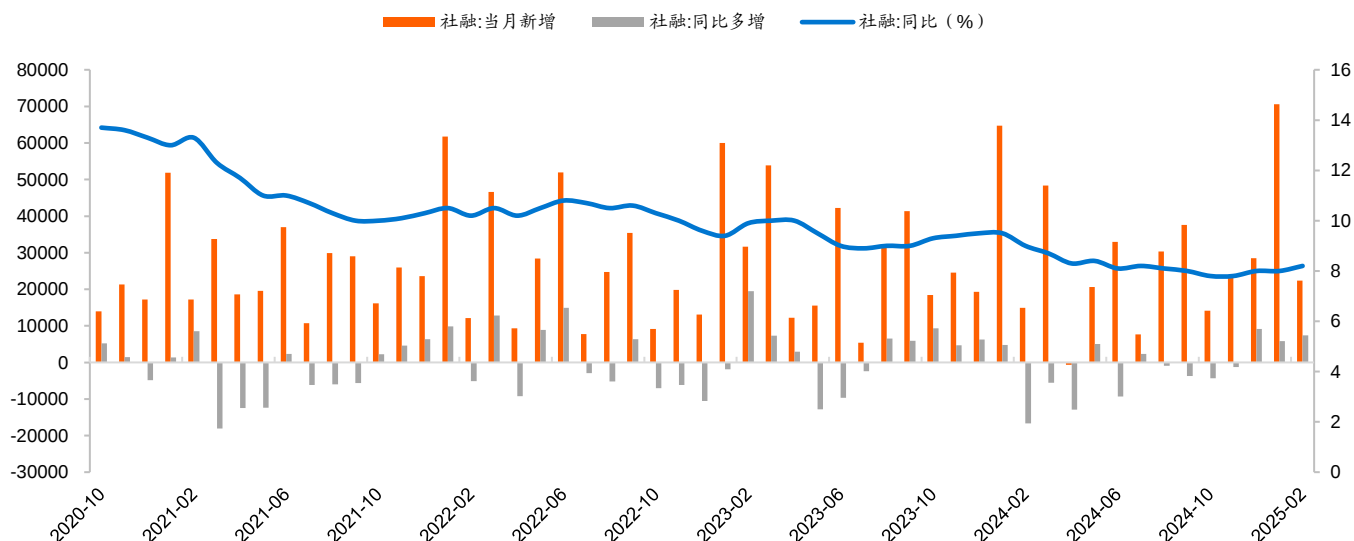
图目录

图 1	2 月社融同比多增（亿元）	5
图 2	政府债券是主要支撑项，人民币贷款是主要拖累项（亿元）	6
图 3	国债净融资同比多增	6
图 4	特殊再融资专项债仍是支撑项	6
图 5	城投债净融资同比多增	6
图 6	2 月新增人民币贷款（亿元）	7
图 7	2 月票据融资同比多增 4460（亿元）	7
图 8	企业部门中长期贷款同比少增（亿元）	8
图 9	企业部门短期贷款同比少增（亿元）	8
图 10	1-2 月乘用车日均销量与去年同期基本持平	8
图 11	2 月 30 大中城市商品房销售面积边际回升	8
图 12	居民部门中长期贷款同比多减（亿元）	8
图 13	居民部门短期贷款同比少减（亿元）	8
图 14	M0、M1、M2 同比增速（%）	9
图 15	财政存款同比大幅多增（亿元）	9

1. 社融：信贷走弱，政府债支撑社融

社融同比多增，存量增速升至 8.2%。2 月新增社融 2.23 万亿，同比多增 7274 亿，社融存量增速环比提升 0.2 个百分点至 8.2%。结构上看，政府债同比多增是支撑当月社融走强的主要原因；而实体信贷走弱则是主要拖累项，其他分项与去年同期相比波动不大。

图1 2 月社融同比多增（亿元）



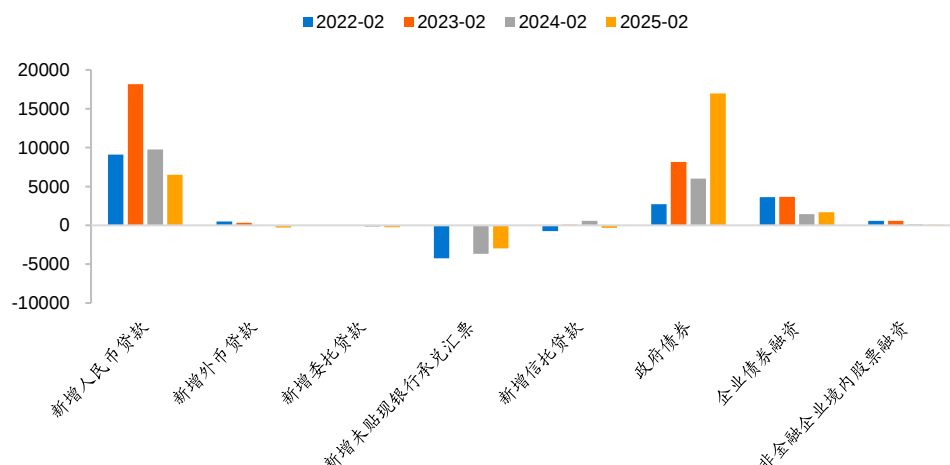
资料来源：Wind，联储证券研究院

人民币贷款同比少增。当月社融口径新增人民币贷款 6506 亿，同比少增 3267 亿。理论上来说，去年春节在 2 月，基数并不高，但实体信贷当月同比仍少增较多。我们理解，一方面是在“择机降准降息”预期下，银行将前期储备的大量项目在 1 月集中释放，提前锁定合意利率，融资需求的前置“透支”了当月信贷的读数；另一方面，结合票据同比多增 4460 亿、贴现利率与同业存单利率走势相背离来看，说明实体融资需求偏弱亦或是主要原因。

政府债券同比多增。政府债券当月新增 1.70 万亿，同比多增 1.10 万亿。其中国债净融资同比多增 1538 亿、特殊再融资专项债同比多增 7750 亿是主要支撑结构。而新增专项债发行节奏则偏慢，同比仅多增 218 亿来看。整体看，化债仍是当前政府债融资偏强的主要线索，相关实物工作量的落地或阶段性让位于财政资金的迎接和存量债务的偿还。

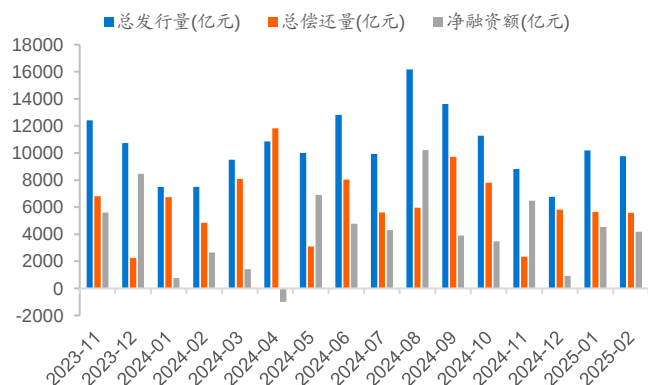
企业债同比多增。企业债券当月新增 1702 亿，同比多增 279 亿。受资金面偏紧影响，2 月债券市场波动加剧，部分企业推迟或取消了信用债发行。这一背离我们理解一方面与化债对城投发债的约束在基数上已基本出清有关；另一方面，也与城投债“新增”的“突破”有关。经过 24 年的探索，部分城投平台通过整合产投平台、调整业务结构，推动了传统城投的转型，并开始尝试“新增”，一定程度上突破了“35 号文”关于借新还旧的限制。当月城投债净融资 560 亿，同比多增 902 亿。其他分项基本与去年同期持平，对整体社融影响不大。

图2 政府债券是主要支撑项，人民币贷款是主要拖累项（亿元）



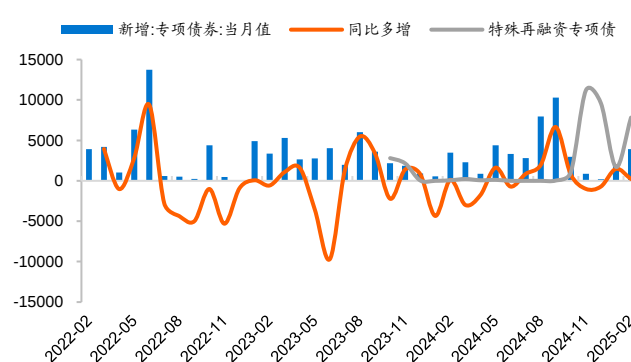
资料来源：Wind，联储证券研究院

图3 国债净融资同比多增



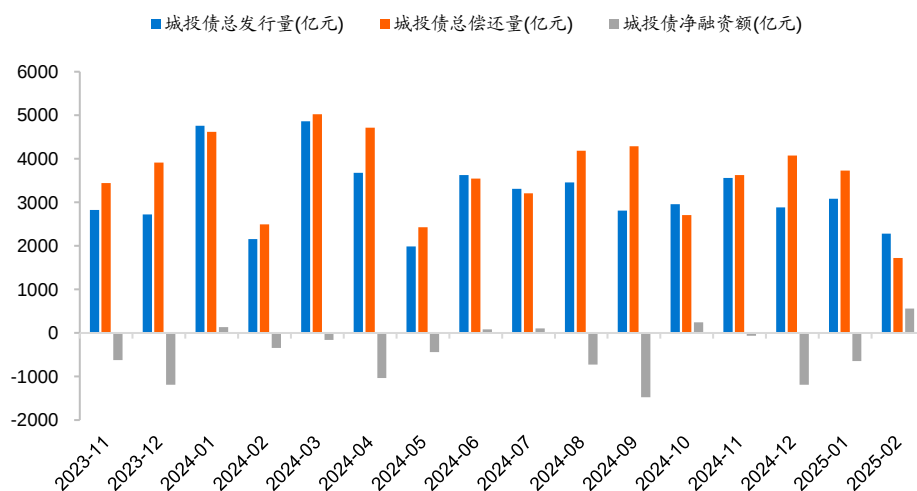
资料来源：Wind，联储证券研究院

图4 特殊再融资专项债仍是支撑项



资料来源：Wind，联储证券研究院

图5 城投债净融资同比多增



资料来源：Wind，联储证券研究院

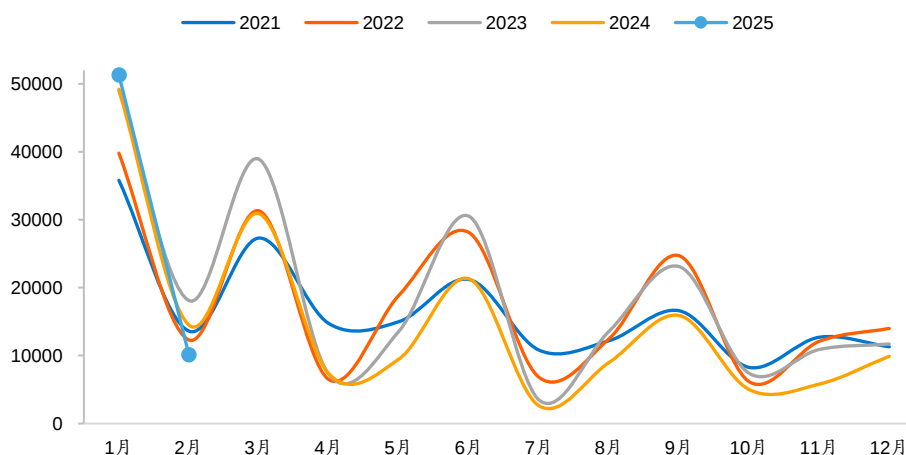
2. 信贷：企业部门转弱，居民部门净偿还

企业部门融资再度转弱。当月企业部门短期贷款新增 3300 亿，同比少增 2000 亿；中长期贷款新增 5400 亿，同比少增 7500 亿。一是化债背景下，特殊再融资债加速发

行，企业的部分存量高息贷款，随着发行资金拨付落地被提前偿还；二是结合当月表内贴现规模同比多增 4460 亿来看，2 月企业信贷需求的回温仍然偏弱。三是受银行“开门红”策略影响，部分储备项目被提前至 1 月释放，一定程度上“透支”了当月的信贷需求。三者共同作用下，企业信贷读数边际再度转弱。

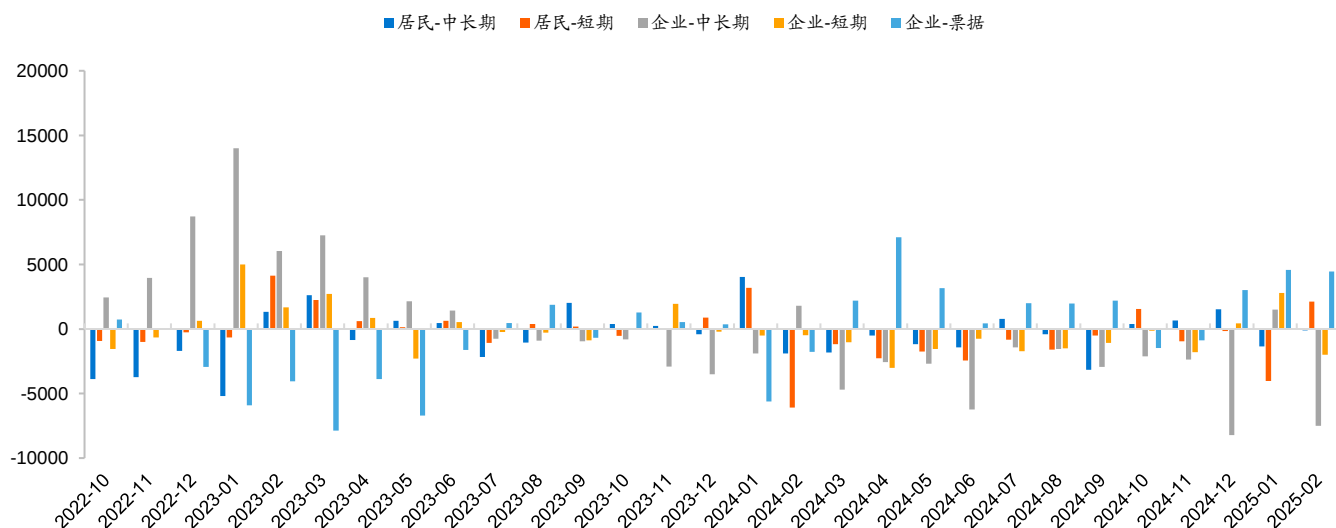
居民融资需求仍然偏弱。当月居民部门短期贷款减少 2741 亿，同比少减 2127 亿；中长期贷款减少 1150 亿，同比多减 112 亿。从短贷来看，一方面与去年同期基数偏低有关；另一方面，也与春节错位有一定的关系。各地置换更新补贴政策细则集中于 1 月下旬出台，临近春节叠加政策“空窗期”，导致部分消费者存在一定观望等待情绪，消费需求延至节后。1 月乘用车销量同环比均走弱，但 1-2 月乘用车累计销量与去年同期大致持平。从中长贷来看，虽然读数仍弱，但 2 月 30 城商品房成交面积同比增加 32%。其中一、二、三线城市同比分别增加 65%、17%和 38%。二者背离可能是由于从贷款发放到商品房成交存在一定的时滞，2 月的成交数据或更多是 1 月和去年 12 月居民中长贷读数的体现。

图6 2月新增人民币贷款（亿元）



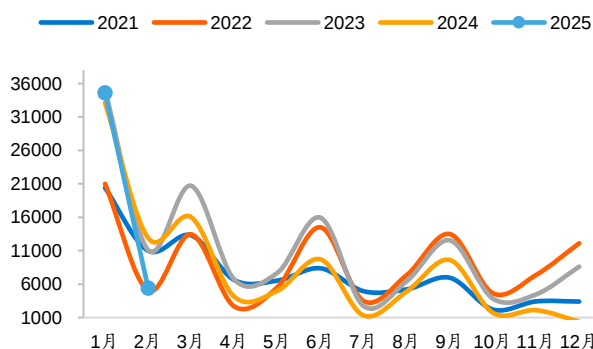
资料来源：Wind，联储证券研究院

图7 2月票据融资同比多增 4460（亿元）



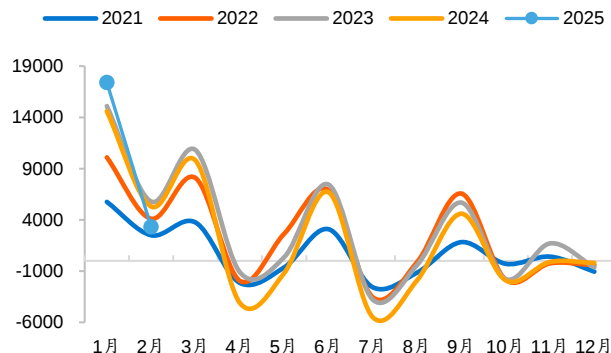
资料来源：Wind，联储证券研究院

图8 企业部门中长期贷款同比少增（亿元）



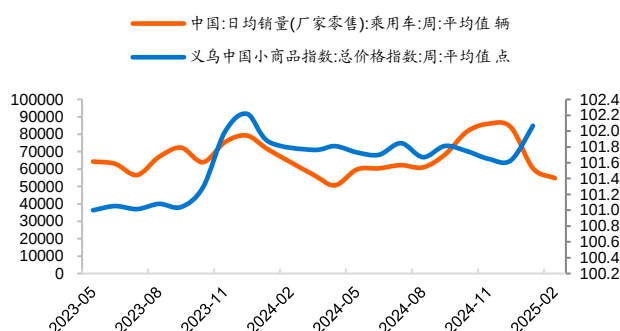
资料来源：Wind，联储证券研究院

图9 企业部门短期贷款同比少增（亿元）



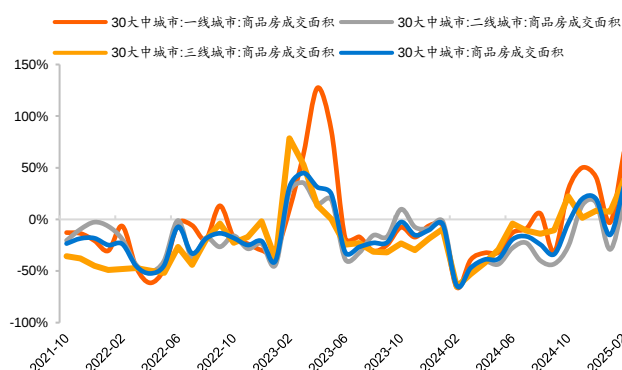
资料来源：Wind，联储证券研究院

图10 1-2月乘用车日均销量与去年同期基本持平



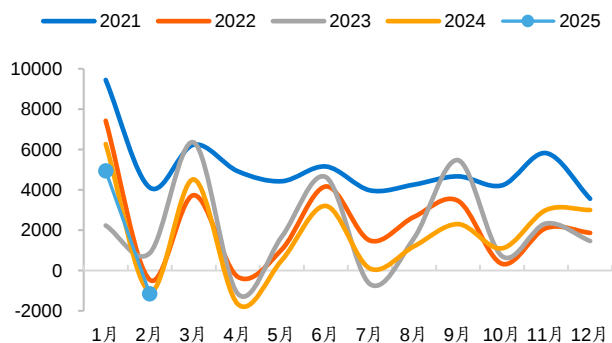
资料来源：Wind，联储证券研究院

图11 2月30大中城市商品房销售面积边际回升



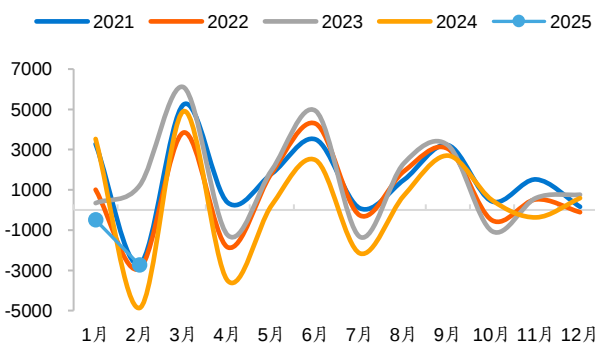
资料来源：Wind，联储证券研究院

图12 居民部门中长期贷款同比多减（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图13 居民部门短期贷款同比少减（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

3. M1 增速回落，M2 增速持平前值

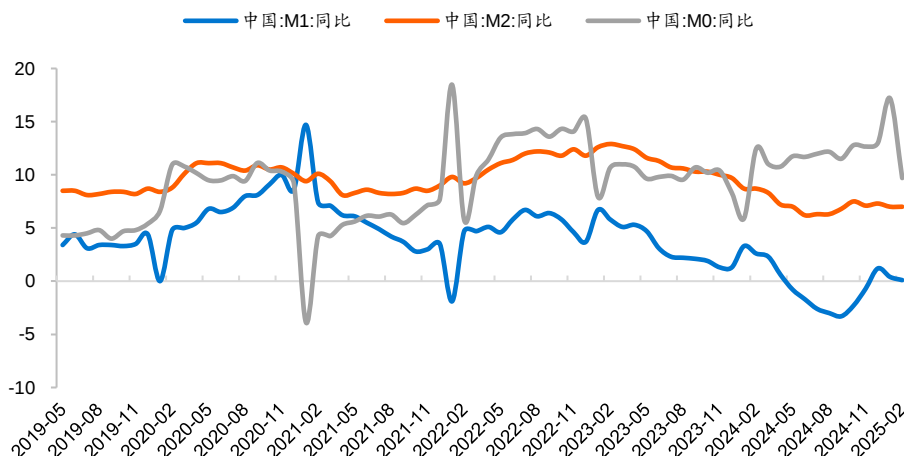
3.1 M1 边际回落，M2 增速企稳

M1 增速再度回落。当月 M1 增速环比回落 0.3 个百分点至 0.1%。一是春节取现需求过后 M0 重新回流银行体系。当月 M0 同比增长 9.7%，环比回落 7.5 个百分点；二是 2 月 A 股活跃度边际提升，沪深两市日均成交量环比回升 0.55 万亿至 1.65 万亿，居民活期存款“搬家”至权益市场拖累 M1 增速，当月非银存款在去年同期高基数上同比仍多增 100 亿。

M2 增速持平前值。当月 M2 增速为 7.0%，与上月持平。一方面，财政资金支出进

度偏慢拖累 M2 增速。当月新增财政存款 7296 亿，同比多增 1.11 万亿；另一方面，理财回表，对 M2 增速的拖累有所减轻。受债市调整影响，2 月末理财时点规模合计为 30.3 万亿，环比增加 0.3 万亿。这一增幅显著低于过去几年的季节性规律，理财分流强度同比走弱，对 M2 增速亦有一定的推升作用。二者共同作用是 M2 增速持平上月的主因。

图14 M0、M1、M2 同比增速 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图15 财政存款同比大幅多增 (亿元)



资料来源：Wind，联储证券研究院

3.2 二季度或是“择机降准降息”的关键窗口

整体看，2 月社融在化债逻辑的支撑下，同比仍实现多增。但一方面表内票据贴“量增价减”；另一方面，企业部门中长贷同比转负，居民部门再度出现净偿还；二者均指向实体信贷融资需求仍然偏弱。往前看，二季度或是“择机降准降息”的关键窗口：一方面支撑金融数据的有利条件在二季度将变多。一是去年金融数据挤水分在二季度开始，形成了较低的基数；二是在阶段性让位于财政资金的迎接和存量债务的偿还后，传统的开工旺季或将延后至二季度，相关实物工作量的逐步落地将为信贷需求形成有效托举；三是化债积极影响亦将逐步体现，在债务规模压降后，地方政府、企业等主体的经营压力将逐步得到改善，微观主体的常态化融资需求有望开始形成并释放。但另一方面，美国方面也将在 4 月 1 号会完成对中国的贸易调查，二季度更多中美关税博弈的过程亦将对经济带来负面扰动。二者均将成为后续央行货币政策操作的依据。

4. 风险提示

宏观经济不及预期，需求恢复不及预期，流动性超预期收紧。

免责声明

联储证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000