

宏观

2 月金融数据低于预期

2025 年 03 月 17 日

宏观周报（3 月第 2 周）

分析师：陈江月

执业证书：S1030520060001

电话：0755-83199599-9055

邮箱：chenjy@cscs.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格**核心观点：**

- 1) **权益：上周市场缩量上涨。**①政策方面，国务院新闻办公室将于 3 月 17 日（星期一）下午 3 时举行有关提振消费新闻发布会。另外呼和浩特育儿补贴政策额度超市场预期，对后续地方育儿补贴政策预期抬升。政策层面整体提振消费预期。②基本面方面，2 月金融数据整体数据低于预期，或主要受到化债置换和 1 月开门红冲量消耗有关。从已经公布的 2 月 PMI、出口、通胀、金融数据来看，基本面仍然处在稳而不弹的阶段，对政策预期依赖度依然较高。③海外方面，当前美国处于经济预期在财政收缩和关税政策影响下有所收缩，2 月 CPI 低于预期，但关税仍然有抬升通胀的预期，降息预期在两难的情况下相对稳定，市场近期更多反馈经济预期的下行以及滞胀的可能性，弱美元逻辑持续，汇率压力减弱但风险偏好下行影响抬升。
- 2) **固收：上周债市收益率短下长上。**①当周催化方面，一方面短端受益于曲线平坦，资金面处于整体平稳磨顶阶段，有所回落，另一方面长端受到宽松预期调整、股市跷跷板、监管对长债仍在的影响下继续调整。②降准概率逐渐增大，资金利率进一步抬升的概率在下降，目前曲线仍然平坦，仍然有走陡空间，中短性价比更高。长端单边下行难度较大，但基本面保护仍在，主要可以把握调整后加仓机会，比如降准预期落空、月中资金波动等。
- 3) **海外：美股下跌、美债利率上行、美元指数下跌、人民币升值、黄金上行。**①特朗普对钢铁和铝的关税生效，没有豁免，通胀预期抬升，边际上减弱降息预期。美国 2 月 CPI 低于预期，未对降息预期形成进一步冲击，降息预期相对稳定。②当前美国处于经济预期在财政收缩和关税政策影响下有所收缩，摩根士丹利和高盛下调美国经济增长预期，强调关税政策及财政收缩对经济复苏形成长期阻力。其中，摩根士丹利将 2025 年美国 GDP 增长预期从 1.9%下调至 1.5%，高盛则从 2.2%下调至 1.7%。市场近期更多反馈经济预期的下行以及滞胀的可能性，弱美元逻辑持续。
- 4) **上周事件：**2 月金融数据低于预期；美国 2 月 CPI 低于预期。
- 5) **风险提示：**基本面恢复不及预期、贸易摩擦超预期升级。

正文目录

一、 市场宏观变量回顾	3
二、 上周宏观事件分析	4
2.1 2 月金融数据低于预期	4
三、 当周关注	5

图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾..... 3

Figure 2 社融分项..... 4

Figure 3 信贷分项..... 4

Figure 4 社融存量增速及规模..... 5

Figure 5 企业中长期贷款同比转正..... 5

一、市场宏观变量回顾

Figure 1 市场宏观变量周度回顾

大类市场	市场复盘	宏观变量点评
权益	上周市场缩量上涨，周均成交额 16557 亿元，环比缩量 452 亿元。上证指数 1.39%，深证成指 1.24%，创业板指 0.97%，万得全 A 1.49%；沪深 300 1.59%，小市值指数 2.82%；恒生指数 -1.12%，恒生科技指数 -2.59%。板块上，美容护理、食品饮料、煤炭表现靠前，计算机、机械设备、电子表现靠后。风格上，价值好于成长、大盘好于小盘。	1) 政策方面，国务院新闻办公室将于 3 月 17 日（星期一）下午 3 时举行有关提振消费新闻发布会。另外呼和浩特育儿补贴政策额度超市场预期，对后续地方育儿补贴政策预期抬升。政策层面整体提振消费预期。2) 基本面方面，2 月金融数据整体数据低于预期，或主要受到化债置换和 1 月开门红冲量消耗有关。从已经公布的 2 月 PMI、出口、通胀、金融数据来看，基本面仍然处在稳而不弹的阶段，对政策预期依赖度依然较高。3) 海外方面，当前美国处于经济预期在财政收缩和关税政策影响下有所收缩，2 月 CPI 低于预期，但关税仍然有抬升通胀的预期，降息预期在两难的情况下相对稳定，市场近期更多反馈经济预期的下行以及滞胀的可能性，弱美元逻辑持续，汇率压力减弱但风险偏好下行影响抬升。
固收	上周债市收益率短下长上。全周 T2506 下跌 0.13%，TL2506 下跌 1.33%，TF2506 下跌 0.04%。现券来看，10 年国债活跃券上行 5.75BP，30 年国债活跃券上行 9.5BP，10 年国开活跃券上行 7.75BP，5 年国开下行 0.25BP，3 年国开下行 3.5BP，1 年国开下行 4BP。 上周央行公开市场净回笼 1917 亿元。本周央行公开市场将有 5262 亿元逆回购到期，此外，周一还将有 3870 亿元 MLF 到期，周二将有 1200 亿元国库现金定存到期。	1) 当周催化方面，一方面短端受益于曲线平坦，资金面处于整体平稳磨顶阶段，有所回落，另一方面长端受到宽松预期调整、股市跷跷板、监管对长债仍在的影响下继续调整。2) 降准概率逐渐增大，资金利率进一步抬升的概率在下降，目前曲线仍然平坦，仍然有走陡空间，中短性价比更高。长端单边下行难度较大，但基本面保护仍在，主要可以把握调整后加仓机会，比如降准预期落空、月中资金波动等。
海外及其他	上周道指跌 3.07%，标普 500 指数跌 2.27%，纳指跌 2.43%。其中，道指创下自 2023 年 3 月以来最大单周跌幅，标普 500 指数和纳斯达克指数连续第四周下跌。美债方面，2 年期美债收益率上行 3bp 至 4.01%，10 年美债收益率上行 1bp 至 4.31%。汇率方面，美元指数周跌 0.15%报 103.7368，离岸人民币兑美元涨 53 个基点报 7.2382。大宗方面，美油期货涨 0.22%，COMEX 黄金期货涨 2.73%，LME 期铜涨 1.82%。	1) 特朗普对钢铁和铝的关税生效，没有豁免，通胀预期抬升，边际上减弱降息预期。美国 2 月 CPI 低于预期，未对降息预期形成进一步冲击，降息预期相对稳定。2) 当前美国处于经济预期在财政收缩和关税政策影响下有所收缩，摩根士丹利和高盛下调美国经济增长预期，强调关税政策及财政收缩对经济复苏形成长期阻力。其中，摩根士丹利将 2025 年美国 GDP 增长预期从 1.9%下调至 1.5%，高盛则从 2.2%下调至 1.7%。市场近期更多反馈经济预期的下行以及滞胀的可能性，弱美元逻辑持续。

资料来源：wind、世纪证券研究所
请务必阅读文末重要声明及免责条款

市场有风险 入市需谨慎

二、上周宏观事件分析

2.1 2 月金融数据低于预期

事件：

2 月新增社融 2.23 万亿元，去年同期 1.50 万亿元，wind 一致预期 2.65 万亿元。

1 月新增人民币贷款 1.01 万亿元，去年同期 1.45 万亿元，wind 一致预期 1.24 万亿元。

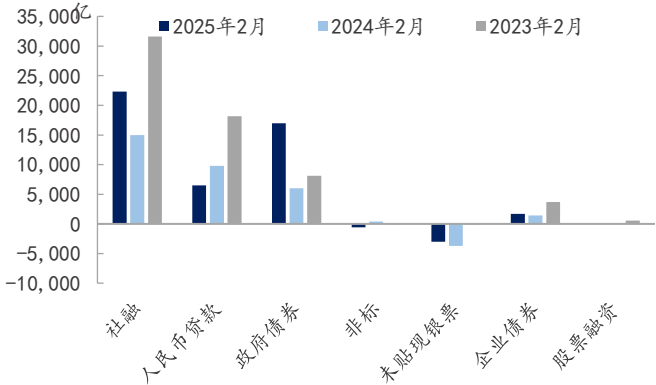
2 月 M2 同比增长 7.0%，前值 7.0%，wind 一致预期 7.04%。1 月 M1 同比增长 0.1%，前值 0.4%。

点评：

2 月金融数据整体数据低于预期，或主要受到化债置换和 1 月开门红冲量消耗有关，政策端对信贷供给的态度是维持积极的，化债影响最大的阶段或逐步过去，一到二季度金融数据同比增幅进一步上升概率较高。

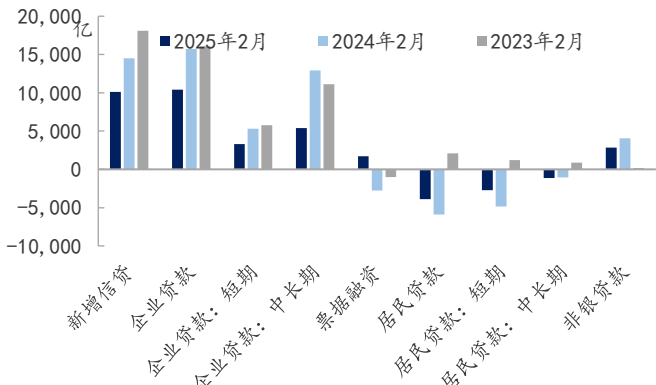
从结构上来看，企业端中长期信贷回落显著拖累信贷，同比少增 7,500 亿元，在 1 月弹性显著释放后回落明显，一方面年初项目储备或在开门红冲量情况下有所消耗，影响信贷节奏，另一方面化债地方债发行较为集中，化债对企业中长期贷款置换或影响企业中长期贷款表现，非标少增或也与此相关度较高。居民端中长贷减少 1150 亿元，同比变动不大，在 2 月新房以及二手房成交均同比多增的情况下未有显著增加，可能和贷款的滞后性相关，后续贷款数据上或逐步释放。政府债在化债额度、国债额度、专项债额度下达后，预计持续维持同比多增，对社融整体保持支撑。2 月企业居民贷款冲量有限的情况下，银行票据冲量增加，未贴现银票同步减弱。

Figure 2 社融分项



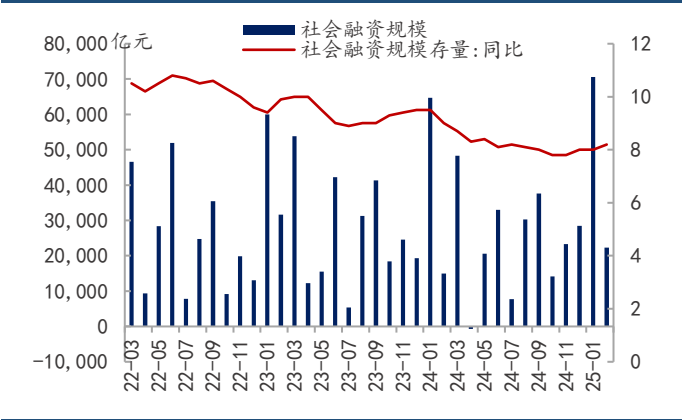
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 信贷分项



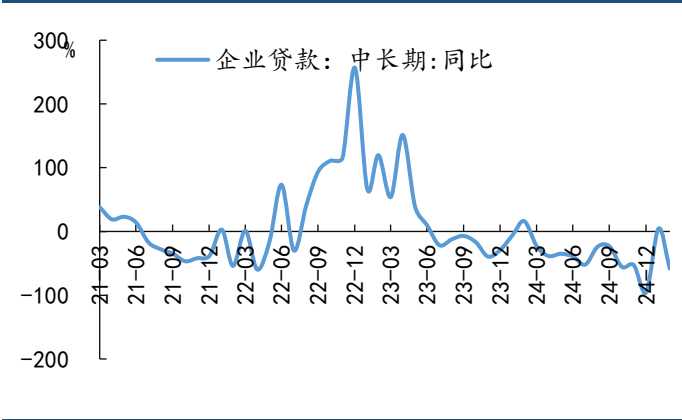
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 社融存量增速及规模



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 企业中长期贷款同比转正



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

三、当周关注

日期	事件
3 月 17 日（周一）	10:00 中国 2 月固定资产投资:累计同比(%): 前值 3.20, 预期 3.76
	10:00 中国 2 月社会消费品零售总额:当月同比(%): 前值 3.70, 预期 4.50
	10:00 中国 2 月工业增加值:当月同比(%): 前值 6.20, 预期 5.13
	10:00 中国 2 月城镇调查失业率(%): 前值 5.20, 预期 5.30
	20:30 美国 2 月零售销售:环比(%): 前值-0.88, 预期 0.70
	20:30 美国 2 月核心零售销售:环比(%): 前值-0.41, 预期 0.50
3 月 20 日（周四）	02:00 美国 3 月美联储公布利率决议

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本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。本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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。