

2025 年 03 月 16 日

债务置换下的社融“新范式”

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

沈美辰（分析师）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790524110002

事件：2 月社会融资规模增长 2.2 万亿元，预期 2.65 万亿，前值 7.1 万亿；新增人民币贷款 1.01 万亿元，预期 1.24 万亿，前值增加 5.13 万亿。

● 信贷：居民信贷同比改善，企业信贷受大规模债务置换扰动

2 月信贷增加 1.01 万亿元，同比少增 4400 亿元。居民贷款表现好于企业贷款。

1、居民消费贷小幅改善但仍处低位。居民贷款净减少 3891 亿元，同比少减 2016 亿元。具体看，居民短贷强于中长贷。短贷减少 2741 亿，同比少减 2127 亿，虽强于去年但与过去五年同期均值基本持平。消费贷投放延续低价“促销”下，量相对于 2024 年有所改善，但仍在低位。按揭贷款表现较为平稳，共减少 1150 亿元，同比多减 112 亿元。2 月商品房销售成交量价在低基数下同比回升，31 大中城市商品房成交面积同比增长 32%，百城住宅价格指数同比增长 2.73%。按揭贷款同比少增量较上月降低，但居民扩杠杆或仍需更强力政策刺激。

2、债务置换提速拖累企业中长贷。2 月新增企业贷款 1.04 万亿元，同比少增 5400 亿元（前值多增 9200 亿）。结构上主要特征为票据“升”中长贷“落”。2 月票据融资新增 1693 亿元，同比多增 4460 亿，且票据利率在月内呈“低-高-低”的趋势，反映月初和月末银行冲量的需求都有增加。企业信贷少增原因或是化债置换强度仍高、春节扰动以及年后复工节奏偏慢。企业中长贷新增 5400 亿元，同比少增 7500 亿元。其一，化债置换贷款加速推进。地方特殊再融资债发行超 7800 亿，置换企业贷款规模显著高于 1 月（1 月特殊再融资债仅发行 1700 亿），对企业贷款读数形成拖累。其二，年后基建复工进度弱于季节性。年后高频数据显示，基建开工率处于季节性中低位，且 2 月专项债发行仍未全面加速，导致项目配套信贷的落地偏慢。企业短贷新增 3300 亿元，同比少增 2000 亿元，企业经营活跃度有待提升。3 月工业生产开复工提速，叠加两会后专项债、特别国债开始加速发行使用，将拉动融资需求回暖。

● 社融：再融资债加速发行构成社融主导

2 月新增社融 22333 亿元，同比多增 7374 亿元，增速小幅升至 8.2%。政府债券为社融增量主导，再融资债贡献大过专项债。表内人民币贷款新增 6505 亿元，同比少增 3267 亿元。政府债券新增 16967 亿元，创季节性新高，同比多增 10956 亿元，且比 2020-2024 年同期均值多增 1.3 万亿。一是特殊再融资债大规模发行，共发行 7823 亿元，较 2024 年同期多 7498 亿元。二是专项债相对 2024 年前置，2 月净融资额约为 3702 亿元，较上年同期多 1291 亿元。其他分项方面，债券融资年初以来稳步正增长，企业债券融资新增 1702 亿元，同比多增 279 亿元。股票融资新增 76 亿元，总体规模仍偏低。非标融资方面，表外票据在低基数下同比少减，信托贷款、委托贷款均同比少减。剔除政府债的社融存量增速录得 5.97%，较上月下降 0.14pct。

● 广义货币：春节错位效应下 M2 增速持平

2 月 M1 增速回落 0.3 个百分点至 0.1%，M2 增速持平 7%。M1 增速回落略超市场预期，或反映实体部门信心仍待改善。存款结构看，居民存款同比大幅减少，主要受春节错位效应影响，2024 年基数较高。企业存款流出 8940 亿元，同比多增约 2.1 万亿。非银存款增加 2.8 万亿，同比多增 1.7 万亿。财政存款增加 12576 亿元，同比多增 1.6 万亿元，并显著高于近 5 年均值，2 月财政资金投放力度弱于季节性。在错位效应、非银存款增加等多重因素影响下，M2 增速持平。

相较于新增需求，当前宽信用特征更关乎债务置换。新债置换隐债不会引起社融总量波动，但对信贷扰动较大。向后看，提振需求的必要性较高。一是关注宽货币的节奏和形式，货币政策要为更大不确定性保留空间，4 月或是降准降息的窗口期，不排除“结构性”降息的可能。二是政策协同提振消费。金融支持提振消费的通知发布，提到加大个人消费贷款投放力度。体现金融资源向消费领域倾斜的趋势，后续消费贷或有较大增长空间，且更多提振消费行动方案有望推出。

● 风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

相关研究报告

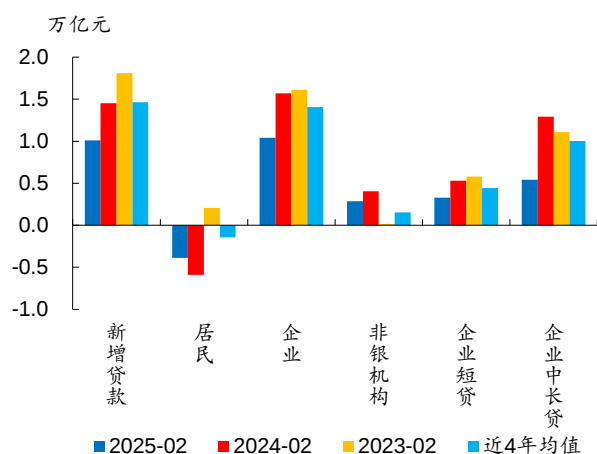
《通胀下行或有助于提振市场情绪

—美国 2 月 CPI 点评》-2025.3.13

《服务消费价格有待提振—宏观经济
点评》-2025.3.9

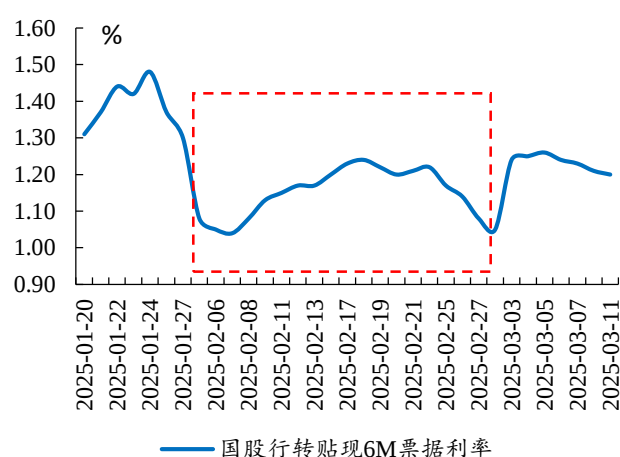
《两会期间的政策线索—预算报告、
计划报告、经济主题记者会学习》
-2025.3.9

附图 1：2 月居民信贷表现强于企业端



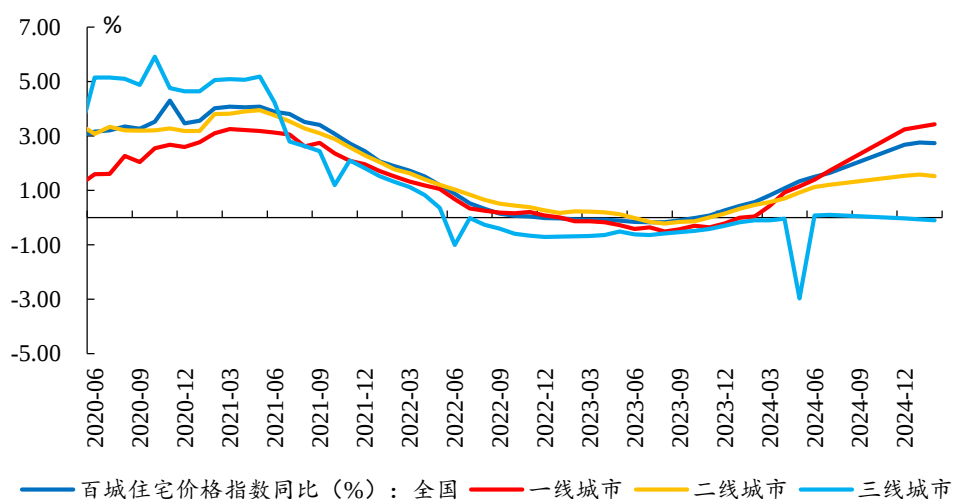
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：2 月末票据融资利率再降至低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

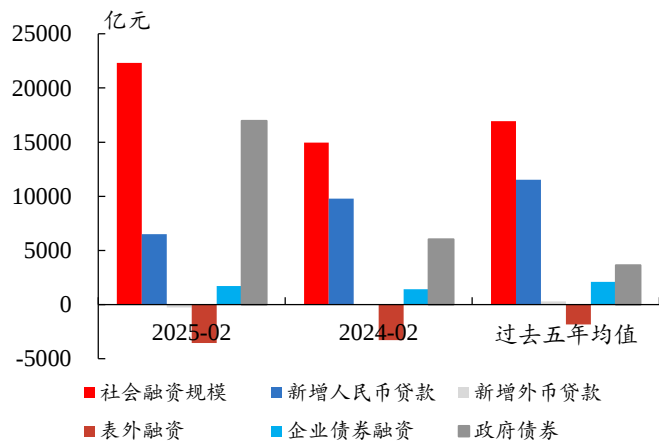
附图 3：商品房销售价格边际企稳



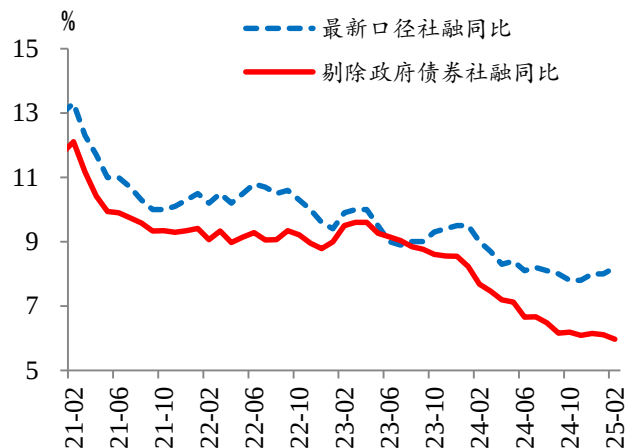
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：2 月社融分项中政府债券占主导

附图 4：2 月社融增速小幅抬升

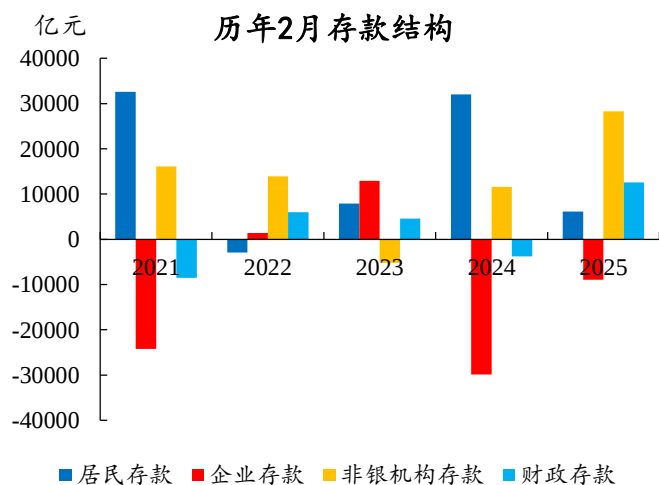


数据来源：Wind、开源证券研究所



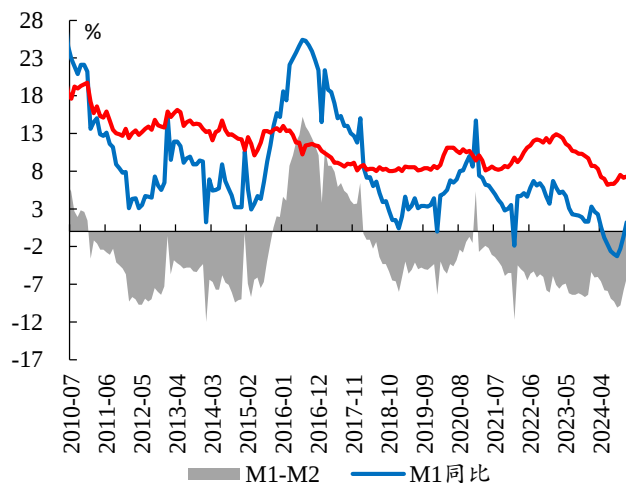
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：2 月非银存款超季节性多增



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：M1 增速回落但仍处正区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn