

“开门红”成色究竟如何？

2025 年 03 月 16 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：张云杰

执业证号：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

➤ **事件：**3 月 14 日，中国人民银行公布 2 月金融数据，新增社融 2.23 万亿元、预期 2.65 万亿元，新增人民币贷款 1.01 万亿元、预期 1.23 万亿元，M1 同比 0.1%、前值 0.4%、预期 1.2%。

➤ **2 月社融数据发布，信贷“开门红”成色究竟如何？**社融总量创新高，但增幅基本来自供给前置、特殊再融资债上量的政府债。企业贷款未能延续“冲量”表现，既有基数原因，也有地方债务置换影响，与当月 M1 增速回落相互印证。考虑到今年政府债规模再上新台阶，近期央行扩围科创再贷款、强调“加大对重点消费领域金融支持”等，社融总量的增长势头可能还会延续。

➤ **1-2 月新增社融再创新高，政府债的贡献尤其亮眼。**2 月社融增速回升至 8.2%，1-2 月合并来看，新增社融再创历史新高、同比多增 1.3 万亿元。拆解分项，增幅基本来自政府债，1-2 月政府债同比多增近 1.5 万亿元。**政府债大幅多增，一是发行节奏“错位”，**年初以来政府债供给明显增多，而去年 5 月起才开始提速发行。**二是特殊再融资债上量，**2 月净融资额同比多增 7400 亿元，占政府债增幅近 60%。考虑到两会已明确各项债务限额，今年政府债规模再上新台阶，预计政府债发行对社融总量的支撑还将延续。

➤ **相比之下，2 月信贷未能延续 1 月的“冲量”表现。**2 月新增人民币贷款同比少增 4400 亿元，1-2 月合并同比少增 2300 亿元。分项来看，企业贷款拖累最大，尤其是中长期贷款同比少增 7500 亿元，**一方面是去年同期基数高，**2023 年末增发万亿国债投向水利及灾后重建项目，由于资金拨付较快，2024 年初相关配套融资亦明显增长。此外“新一轮大规模设备更新”也提前带动了企业的中长期信贷需求。**另一方面是地方债务置换影响或开始体现，**随着特殊再融资债大量发行，逐步下达的资金将“置换”部分存量信贷。

➤ **其他分项上，居民贷款持续形成拖累。**2 月居民贷款同比少减 2016 亿元，但合并 1-2 月来看同比多减 3347 亿元，其中短贷同比多减 1898 亿元，指向消费复苏仍较乏力；中长贷同比多减 1449 亿元，楼市“小阳春”暂未体现到当月信贷数据当中。

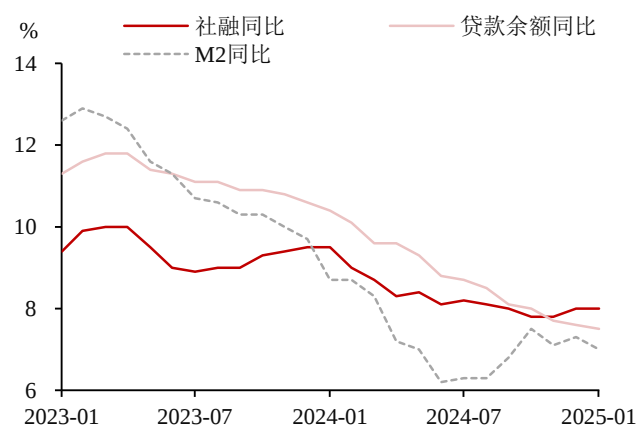
➤ **地方债务置换的影响亦体现在 2 月 M1 当中。**春节“错位”往往会造成年初 M1 大幅波动，但 2 月 M1 环比下降 2.7%，降幅仍明显大于 2017、2023 年等春节同在 1 月年份的同期表现，这些年份的 M1 环比平均降幅为 1.2%。结合当月企业信贷表现来看，M1 不及预期可能同样体现了地方债务置换的影响，1 月相关资金拨付至企业存款账户、M1 增速大幅反弹，2 月企业置换债务、清偿欠款等，M1 增速再度回落。

➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

相关研究

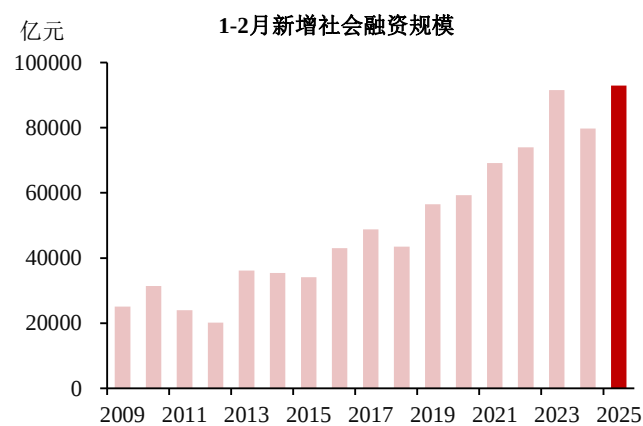
1. 美国 2 月 CPI 数据点评：通胀降温，担忧难减-2025/03/14
2. 经济动态跟踪：汇率升值能为债市解忧吗？-2025/03/13
3. “美国不是例外”系列报告：欧洲的“觉醒”对全球配置的影响-2025/03/13
4. “美国不是例外”系列报告：二季度美国的流动性挑战-2025/03/11
5. 海外市场点评：美股在跌什么？-2025/03/11

图1：2月，社融增速边际回升



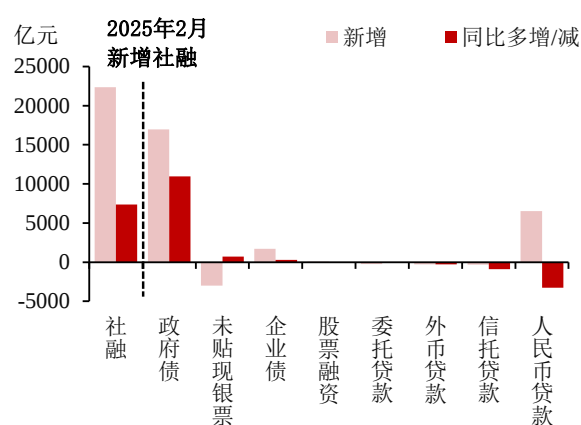
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：1-2月，新增社融规模创历史新高



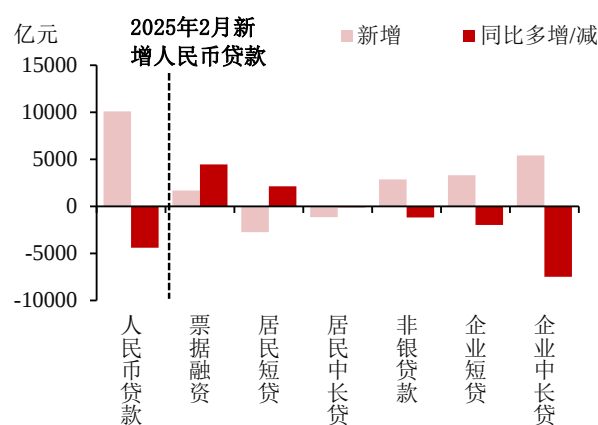
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：2月，新增社融分项构成



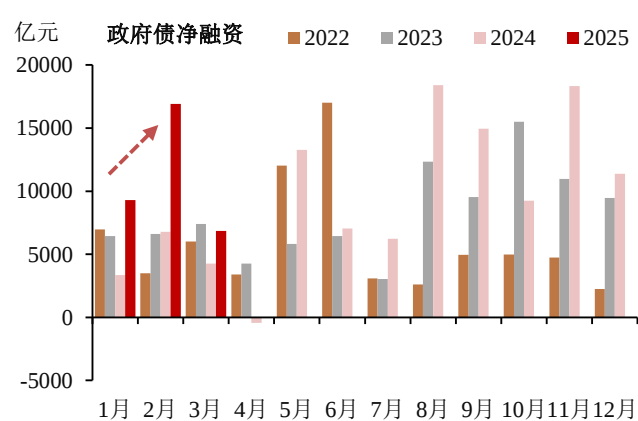
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：2月，新增人民币贷款分项构成



资料来源：iFind，民生证券研究院

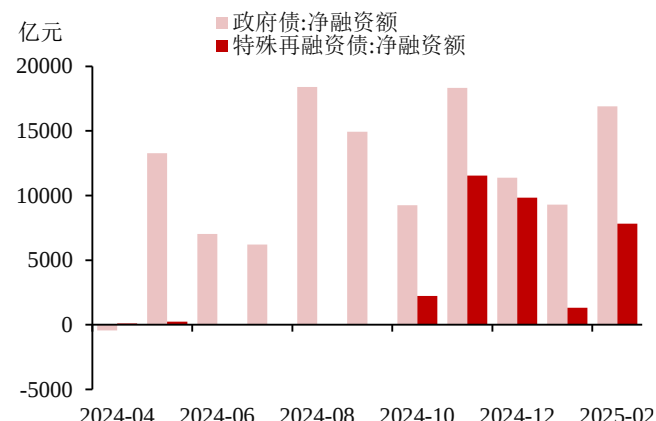
图5：年初以来，政府债供给大幅上量



资料来源：iFind，民生证券研究院

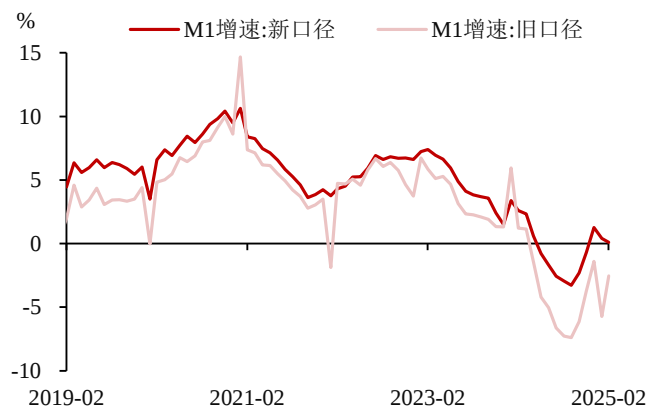
注：3月数据截止3月14日

图6：2月，政府债中特殊再融资债发行比重较大



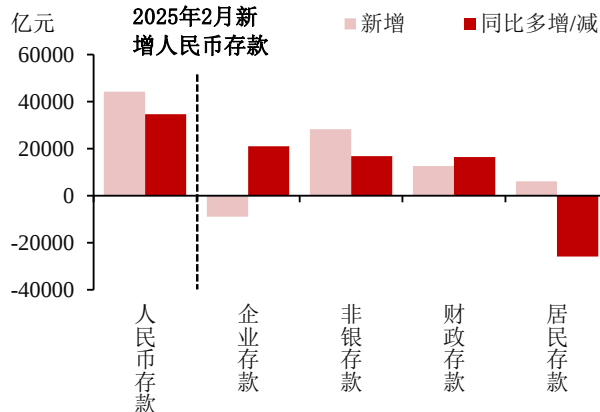
资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：2月，M1同比增速边际回落



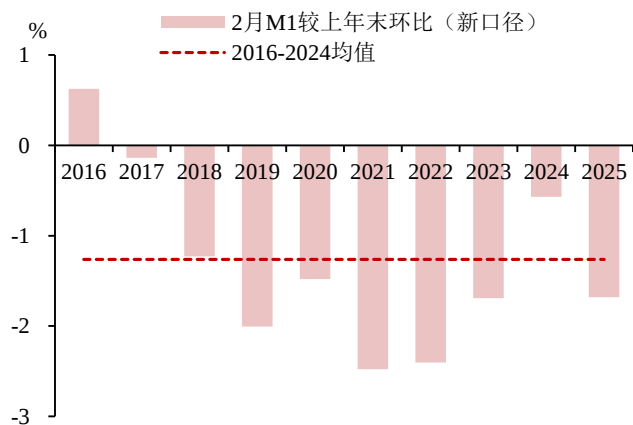
资料来源：iFind，民生证券研究院

图8：2月，新增人民币存款分项构成



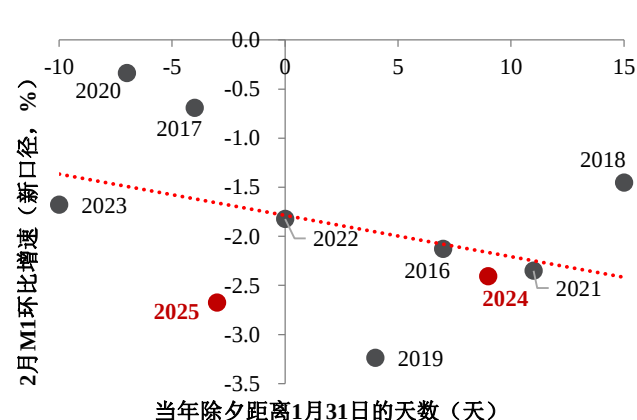
资料来源：iFind，民生证券研究院

图9：2月，M1环比增速不及2016年以来历史均值



资料来源：iFind，民生证券研究院

图10：2月单月，M1环比增速弱于“季节性”



资料来源：iFind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048