



研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

3月14日，央行发布2025年2月金融统计数据。数据显示：2025年前两个月社会融资规模增量累计为9.29万亿元(7.06万亿)，比去年同期多1.32万亿(多5833亿)；2月M2余额320.52万亿(318.52万亿)，同比+7.0%(+7.0%)；M1余额109.44万亿(112.45万亿)，同比+0.1%(+0.4%)。2月末人民币贷款余额同比+7.3%(+7.5%)，存款余额同比+7.0%(+5.8%)*。

* 括号内为前值。

核心观点

■ M1增长放缓，社融低位增长，资金活化程度下降

负债端：M1增长减缓。1) 2月M1正增长减弱（由0.4%回落至+0.1%）；M2增速维持不变（维持+7.0%），显示出企业活期存款增速放缓，实体经济活跃度不足，同时货币供应总量保持稳定。2) 2月M2-M1剪刀差在M1减弱和M2增速不变的状态下扩张至6.9%，反映出资金活化程度下降，关注2025年统计口径的修正和地方政府化债政策落地，对于未来经济的利润分配（CPI/PPI剪刀差）预期改善的影响。

资产端：社融低位增长，存贷差收缩。1) 2月末社融存量增速8.2%略高于1月，维持在历史低位；社融增量角度，2月人民币贷款6528万亿，占比29.18%，政府债券83.47万亿元，占比18.1%，企业债券融资32.8万亿元，占比4.0%。政府债券和企业债券融资对社融增长的支撑作用显著。2) 银行存贷差减小。2月金融机构角度人民币贷款增速继续回落0.2pct至7.3%，存款增速小幅回升1.2pct至7.0%，使得2月存贷差缩小。反映出银行体系流动性充裕，但实体融资需求疲软，资金活化程度不足。

■ 经济复苏承压，资金活化受限，政策调控仍待加强

从经济周期的角度：2月金融数据反映了中国经济正处于复苏阶段，但仍面临一定的挑战。社会融资规模和信贷总量的增长表明，政府通过加速发行债券和适度宽松的货币政策，继续为实体经济提供支持。然而，M1增速低迷和M2-M1剪刀差扩大，显示企业投资意愿不足，资金活化程度较低，反映出经济复苏的内生动力仍需加强。尽管政策调控仍有空间，但宽货币向宽信用的传导不畅，需求端仍需进一步提振。总体来看，经济复苏的持续性依赖于政策的进一步发力和结构性改革的深化。

从利率品供需角度：2月金融数据显示出供需两端的复杂变化。供给端而言，政府债券加速发行和较低的债券融资成本推动了社会融资规模的较快增长，企业通过债券市场融资的意愿增强，利率下降减轻了财务负担。对于需求端，尽管M2增速稳定，但M1持续低迷，反映出实体经济活跃度不足，企业投资意愿疲软，资金活化程度下降。这表明宽货币向宽信用的传导不畅，银行体系流动性充裕但实体融资需求未有效激活，存在“资产荒”现象。整体来看，利率供需的不平衡凸显了政策调控的必要性。

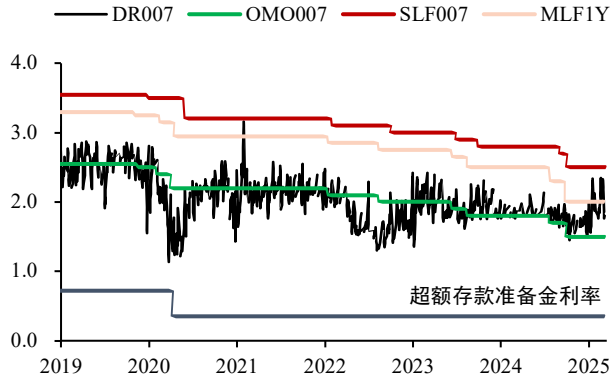
风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

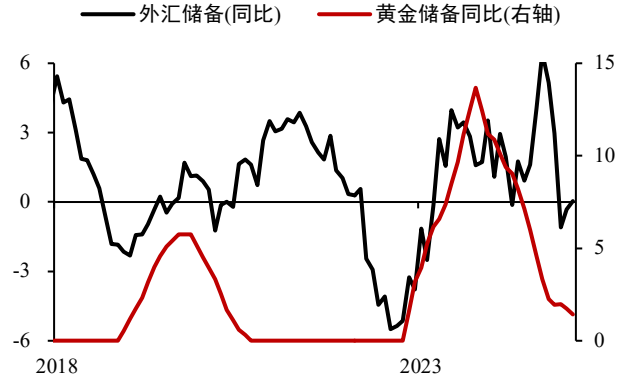
相关图表

图 1：央行利率走廊向下压缩 | 单位：%



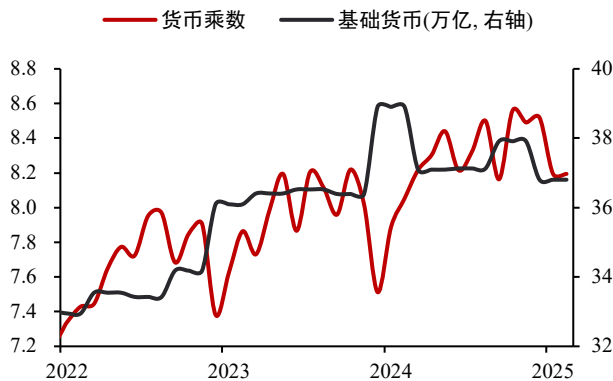
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：外汇储备和黄金储备变化 | 单位：%YoY



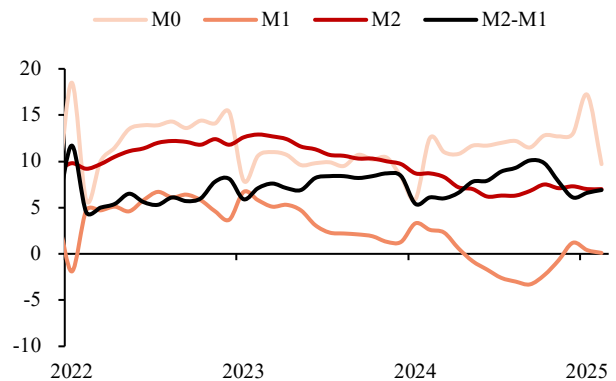
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：基础货币和货币乘数 | 单位：倍，万亿



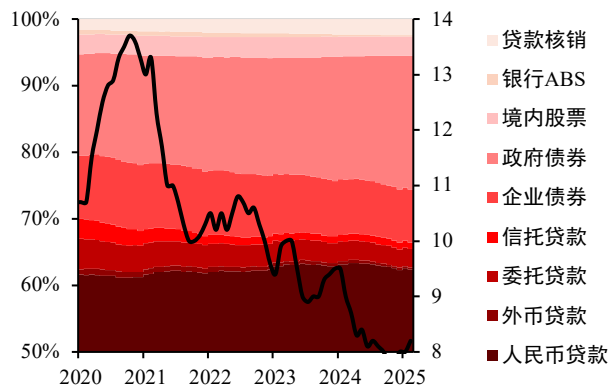
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：货币流动性受 M1 走低影响较大 | 单位：%YoY



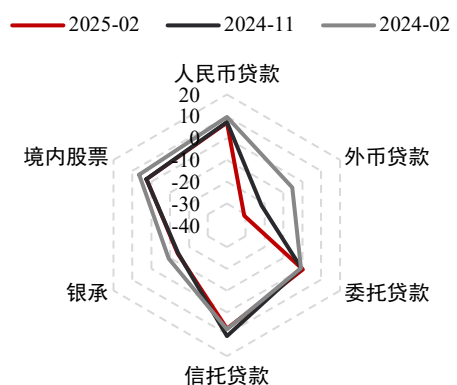
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：社融存量结构 | 单位：%pct



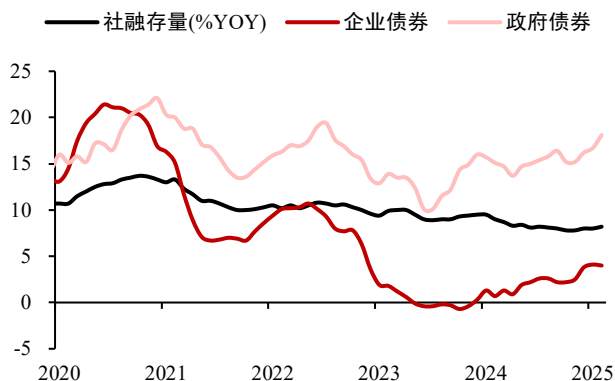
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：社融存量分项增速 | 单位：%YoY



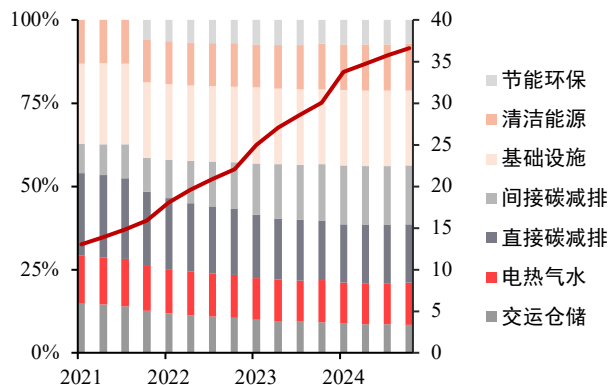
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图7：社融和债券融资增速对比 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图8：绿色贷款结构 | 单位：%pct, 万亿_右轴



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

附录 1：2025 年 2 月金融统计数据报告¹

一、广义货币增长 7%

2 月末，广义货币(M2)余额 320.52 万亿元，同比增长 7% (1 月增长 7%)。狭义货币(M1)余额 109.44 万亿元，同比增长 0.1% (1 月增长 0.4%)。流通中货币(M0)余额 13.28 万亿元，同比增长 9.7% (1 月增长 17.2%)。前两个月净投放现金 4562 亿元。

二、前两个月人民币贷款增加 6.14 万亿元

2 月末，本外币贷款余额 265.6 万亿元，同比增长 6.8% (1 月增长 7%)。月末人民币贷款余额 261.78 万亿元，同比增长 7.3% (1 月增长 7.5%)。

前两个月人民币贷款增加 6.14 万亿元。分部门看，住户贷款增加 547 亿元，其中，短期贷款减少 3238 亿元，中长期贷款增加 3785 亿元；企（事）业单位贷款增加 5.82 万亿元，其中，短期贷款增加 2.07 万亿元，中长期贷款增加 4 万亿元，票据融资减少 3456 亿元；非银行业金融机构贷款增加 836 亿元。

2 月末，外币贷款余额 5326 亿美元，同比下降 19.6% (1 月下降 19.9%)。前两个月外币贷款减少 95 亿美元。

三、前两个月人民币存款增加 8.74 万亿元

2 月末，本外币存款余额 317.66 万亿元，同比增长 7.1% (1 月增长 5.9%)。月末人民币存款余额 310.97 万亿元，同比增长 7% (1 月增长 5.8%)。

前两个月人民币存款增加 8.74 万亿元。其中，住户存款增加 6.13 万亿元，非金融企业

¹ 来源：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5618558/index.html>

存款减少 1.1 万亿元，财政性存款增加 1.59 万亿元，非银行业金融机构存款增加 1.72 万亿元。

2 月末，外币存款余额 9325 亿美元，同比增长 12.7% (1 月增长 7.9%)。前两个月外币存款增加 796 亿美元。

四、2 月份银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为 1.95%，质押式债券回购月加权平均利率为 2%

2 月份银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 123.16 万亿元，日均成交 6.48 万亿元，日均成交同比下降 14.5% (1 月下降 22.9%)。其中，同业拆借日均成交同比下降 34.9% (1 月下降 45.7%)，现券日均成交同比增加 5.2% (1 月下降 10.1%)，质押式回购日均成交同比下降 18% (1 月下降 24%)。

2 月份同业拆借加权平均利率为 1.95% (1 月 1.86%)，分别比上月和上年同期高 0.09 个和 0.1 个百分点。质押式回购加权平均利率为 2% (1 月 2.16%)，比上月低 0.16 个百分点，比上年同期高 0.11 个百分点。

五、2 月份经常项下跨境人民币结算金额为 1.18 万亿元，直接投资跨境人民币结算金额为 0.57 万亿元

2 月份，经常项下跨境人民币结算金额为 1.18 万亿元 (1 月 1.43 万亿元)，其中货物贸易、服务贸易及其他经常项目分别为 0.93 万亿元 (1 月 1.12 万亿元)、0.25 万亿元 (1 月 0.31 万亿元)；直接投资跨境人民币结算金额为 0.57 万亿元 (1 月 0.76 万亿元)，其中对外直接投资、外商直接投资分别为 0.21 万亿元 (1 月 0.25 万亿元)、0.36 万亿元 (1 月 0.51 万亿元)。

注 1：当期数据为初步数。

注 2：报告中的企（事）业单位贷款是指非金融企业及机关团体贷款。

注 3：自 2023 年 1 月起，中国人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。

注 4：中国人民银行自统计 2025 年 1 月份数据起，启用新修订的狭义货币（M1）统计口径。修订后的 M1 包括：流通中货币（M0）、单位活期存款、个人活期存款、非银行支付机构客户备付金。按可比口径回溯后，2024 年各月末 M1 可比余额和增速分别为：

表 1: M1 增速修订 | 单位：%YOY

	2024.01	2024.02	2024.03	2024.04	2024.05	2024.06
余额(亿元)	1120120	1093158	1117433	1075084	1064391	1089170
同比增速	3.30%	2.60%	2.30%	0.60%	-0.80%	-1.70%
	2024.07	2024.08	2024.09	2024.10	2024.11	2024.12

余额(亿元)	1051800	1049684	1055410	1054884	1076399	1113069
同比增速	-2.6%	-3.0%	-3.3%	-2.3%	-0.7%	1.2%

资料来源：中国人民银行

附录 2：2025 年 2 月社会融资规模统计数据报告

2025 年 2 月社会融资规模存量统计数据报告²

初步统计，2025 年 2 月社会融资规模存量为 417.29 万亿元，同比增长 8.2%（1 月增长 8%）。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 258.36 万亿元，同比增长 7.1%（1 月增长 7.2%）；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 1.22 万亿元，同比下降 30.9%（1 月下降 29.4%）；委托贷款余额为 11.25 万亿元，同比增长 0.3%（1 月增长 0.4%）；信托贷款余额为 4.33 万亿元，同比增长 7.4%（1 月增长 9.7%）；未贴现的银行承兑汇票余额为 2.3 万亿元，同比下降 14%（1 月下降 14.6%）；企业债券余额为 32.8 万亿元，同比增长 4%（1 月增长 4.1%）；政府债券余额为 83.47 万亿元，同比增长 18.1%（1 月增长 16.7%）；非金融企业境内股票余额为 11.78 万亿元，同比增长 2.5%（1 月增长 2.6%）。

从结构看，2 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 61.9%，同比低 0.7 个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.3%，同比低 0.2 个百分点；委托贷款余额占比 2.7%，同比低 0.2 个百分点；信托贷款余额占比 1%，同比持平；未贴现的银行承兑汇票余额占比 0.6%，同比低 0.1 个百分点；企业债券余额占比 7.9%，同比低 0.3 个百分点；政府债券余额占比 20%，同比高 1.7 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 2.8%，同比低 0.2 个百分点。

注 1：社会融资规模存量是指一定时期末（月末、季末或年末）实体经济从金融体系获得的资金余额。数据来源于中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：自 2023 年 1 月起，中国人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“对实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行了调整。

² 来源：https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202503/content_7013608.htm

2025 年 2 月社会融资规模增量统计数据报告³

初步统计，2025 年前两个月社会融资规模增量累计为 9.29 万亿元，比上年同期多 1.32 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 5.87 万亿元，同比多增 548 亿元（1 月多增 3793 亿元）；对实体经济发放的外币贷款折合人民币减少 672 亿元，同比多减 1652 亿元（1 月多减 1381 亿元）；委托贷款增加 220 亿元，同比多增 750 亿元（1 月多增 808 亿元）；信托贷款增加 293 亿元，同比少增 1010 亿元（1 月少增 109 亿元）；未贴现的银行承兑汇票增加 1668 亿元，同比少增 282 亿元（1 月多减 983 亿元）；企业债券净融资 6156 亿元，同比多 414 亿元（1 月多 134 亿元）；政府债券净融资 2.39 万亿元，同比多 1.49 万亿元（1 月多 3986 亿元）；非金融企业境内股票融资 549 亿元，同比多 13 亿元（1 月多 51 亿元）。

注 1：社会融资规模增量是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 2：自 2023 年 1 月起，人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行调整。

³ 来源：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5618552/index.html>

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com