

2月金融数据解读

信贷偏弱只是“跷跷板”效应吗？

◆ 经济研究 · 宏观快评

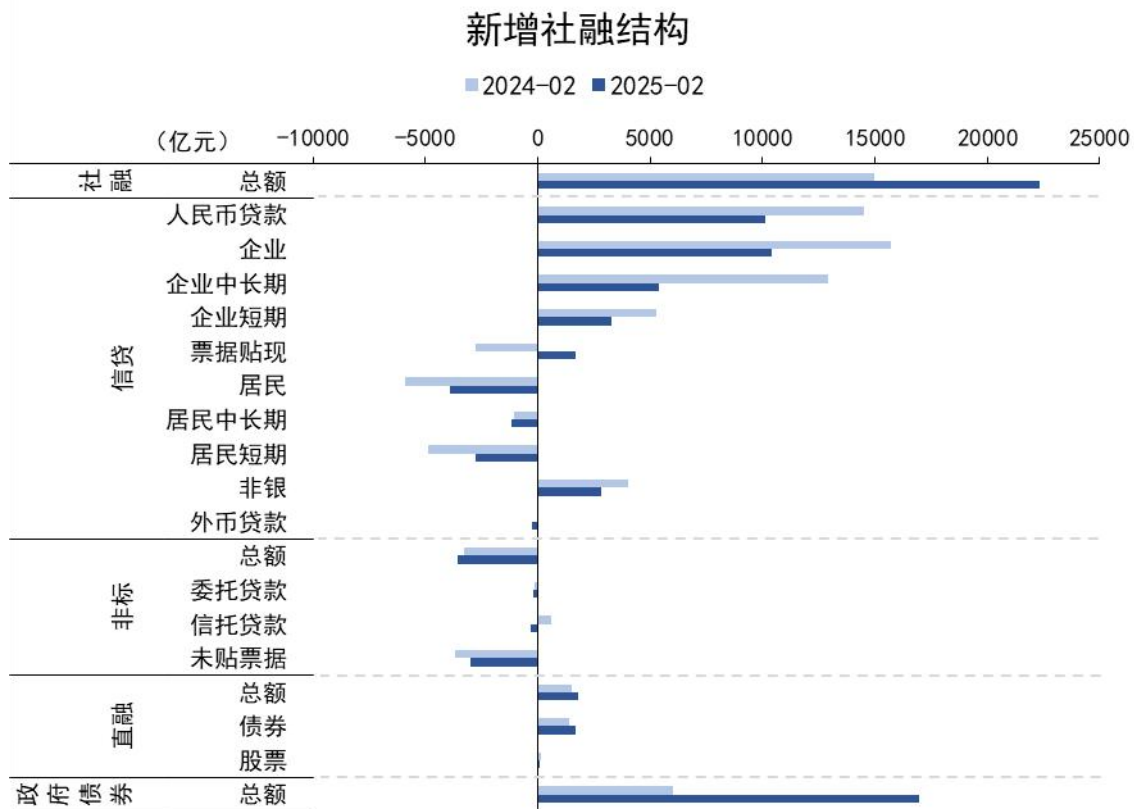
证券分析师：田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980524090003
 证券分析师：李智能 0755-22940456 lizn@guosen.com.cn 执证编码：S0980516060001
 证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001

事项：

2月我国新增社融 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 1.24 万亿元），M2 同比增长 7%（预期 7%）。

评论：

图1：金融数据分项一览



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

结论：2月社融总量表现尚可，似乎只是结构性出现偏差，即政府融资强，私人部门信贷弱。市场的理解主要以化债逻辑为基础展开：政府融资提速，主要增量来自化债需求，资金融入后转移至融资平台用以偿还贷款等债务，最终导致企业贷款增量不足，形成“跷跷板”。这也得到部分数据的验证和支撑，淡化了对偏弱信贷的担忧。

然而，我们认为，居民贷款与 M1 增速同时走弱值得深思。本月居民短贷尽管仍在萎缩，但似乎扭转了连续 3 个月的同比负增，但如果通过将 1-2 月数据加总剔除春节错位效应，则可以发现即使有以旧换新等政策托底，同比仍在延续萎缩趋势。与此同时，尽管房屋市场交易回暖，但居民中长贷和 M1 数据均与之背离。这些都说明当前居民预期、经济活跃度等更关键的内生性指标难言强劲。

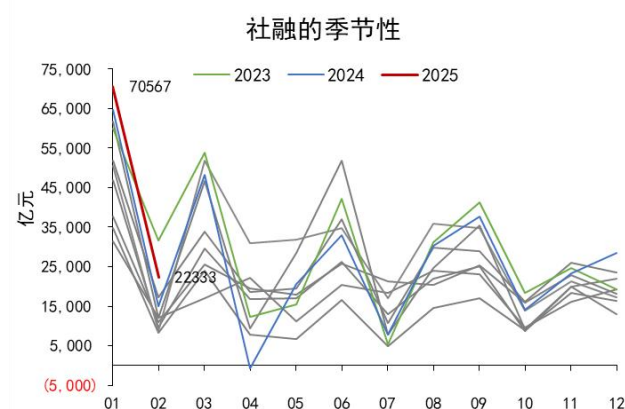
具体看，2 月数据的几个主要特征：

2 月社融大体符合季节性特征，但结构分化剧烈：私人部门信贷偏弱，政府债券融资强劲。从同比角度看，2 月新增社融显著好于去年，为同期次高水平，叠加低基数增速上升 0.2pct 至 8.2%。相较去年同期，2 月社融多增 7374 亿元，各科目对同比增量的贡献排名如下：政府（贡献 148.6%）、直融（贡献 3.3%）、非标（贡献-3.5%）、信贷（贡献-48%）。

前月贷款创下历史新高后，2 月显著回落，位于近年同期偏低水平，且居民企业两端均较为平淡。宽口径下（非社融），当月新增信贷为 1.01 万亿元，同比显著萎缩 4400 亿元；社融口径下，人民币+外币贷款新增 6226 万亿元，同比少增 3538 亿元。**从结构看，企业贷款弱于居民贷款，中长期贷款弱于短期贷款。**

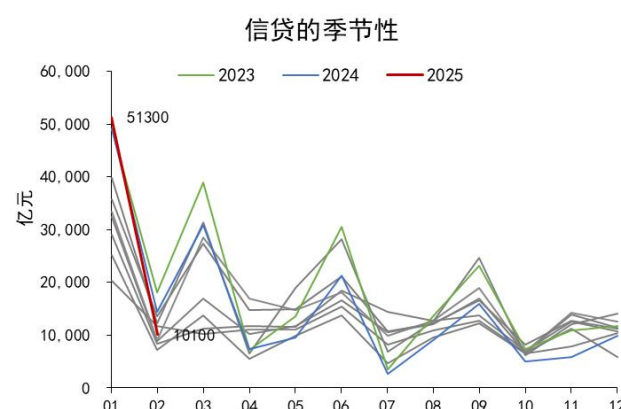
当月存款增加 4.42 万亿元，M2 同比增速保持 7% 不变，非银存款回流显著。从结构看，除企业存款外所有类型存款均有所增加，但同比看，受春节基数等因素扰动，居民存款走弱。**与此同时，M1 同比增速持续回落（下降 0.3pct 至 0.1%），在地产销售回暖背景下，显示经济活跃度依然不强，与居民短贷数据相印证。**

图2：2 月新增社融回落大体符合季节性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：2 月新增信贷超预期下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 解读

社融：企业信贷与政府融资“跷跷板”

2 月社融大体符合季节性特征，但结构分化剧烈：私人部门信贷偏弱，政府债券融资强劲。从同比角度看，2 月新增社融显著好于去年，为同期次高水平，叠加低基数增速上升 0.2pct 至 8.2%。相较去年同期，2 月社融多增 7374 亿元，各科目对同比增量的贡献排名如下：政府（贡献 148.6%）、直融（贡献 3.3%）、非标（贡献-3.5%）、信贷（贡献-48%）¹。

人民币贷款

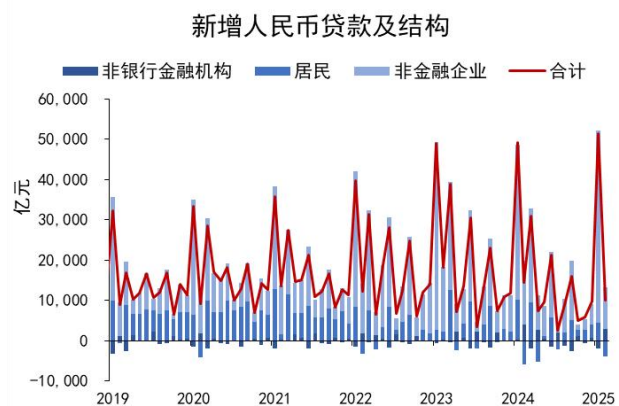
前月贷款创下历史新高后，2 月显著回落，位于近年同期偏低水平，且居民企业两端均较为平淡。宽口径下（非社融），当月新增信贷为 1.01 万亿元，同比显著萎缩 4400 亿元；社融口径下，人民币+外币贷款新增 6226 万亿元，同比少增 3538 亿元。

¹ ABS 和贷款核销两项尚未公布。

从结构看，企业贷款弱于居民贷款，中长期贷款弱于短期贷款。

企业贷款表现偏弱，一定程度受到地方化债影响。当月非金融企业贷款新增 1.04 万亿元，同比少增 5300 亿元。结构上，短贷中长贷同比同时少增，中长贷拖累更为明显，票据成为主要支撑。中长贷当月增加 5400 亿元（同比-7500 亿元），仅此一项贡献了 142% 的同比缺口；短贷 3300 亿元（同比-2000 亿元），票据增加 1693 亿元（同比+4460 亿元）。我们认为，当月企业贷款的表现出现较大波动，可能受到地方化债进度前置拖累（2 月特殊再融资专项债发行约 7800 亿元），因此央行是否调整去年“优化存量、平滑节奏、均衡投放”的思路有待观察。

图4：2 月新增居民贷款萎缩



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：2 月票据贴现再度扮演重要角色



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

居民贷款难言乐观，总量再度萎缩，短贷中长贷均表现不佳。当月新增居民贷款-3891 亿元，同比少减 2016 亿元，显示内生需求依然较为疲弱，同比跌幅收窄主要受春节错位因素影响。具体看，短贷减少 2741 亿元，同比少减 2127 亿元，似乎扭转了连续 3 个月同比下降的趋势。但若将 1-2 月合并考虑，则萎缩 3238 亿元，同比多减 1898 亿元，指向即使有消费品以旧换新政策托底，剔除春节效应仍处于下行趋势。房地产成交回暖的情况下，中长贷减少 1150 亿元，同比多减 112 亿元，显示存量房贷利率优化后，居民提前还贷意愿依然较强。

图6：2 月新增居民短贷拖累明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：2 月楼市销售面积增速回升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

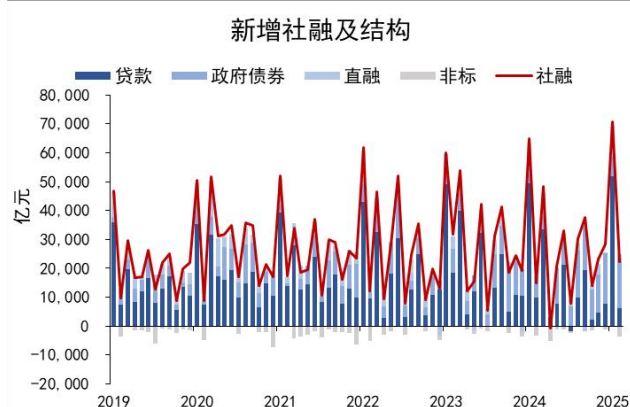
非标、直接融资与政府债券

政府融资节奏靠前。受特殊再融资专项债和国债发行带动，当月新增政府债融资 1.70 万亿元，较去年同期多增 1.10 万亿元，是本月社融同比增量的主要来源。

表外融资偏弱，三个子科目同步萎缩。当月表外三项融资合计萎缩 3544 亿元，同比多减 257 亿元。其中，未贴现银行承兑汇票减少 2985 亿元（同比+701 亿元）；信托贷款减少 330 亿元（同比-901 亿元），委托贷款减少 229 亿元（同比-57 亿元）。

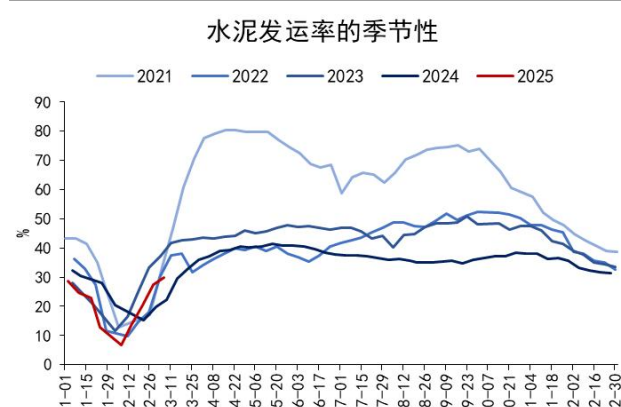
企业直融表现相对稳定。当月新增企业直接融资 1178 亿元，同比多增 241 亿元。结构上，信用债新增融资 1702 亿元，同比多增 279 亿元，并未显著受到利率波动影响。股票融资大幅放缓，新增 76 亿元，同比少增 38 亿元。

图8：政府融资重新主导对新增社融的拉动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

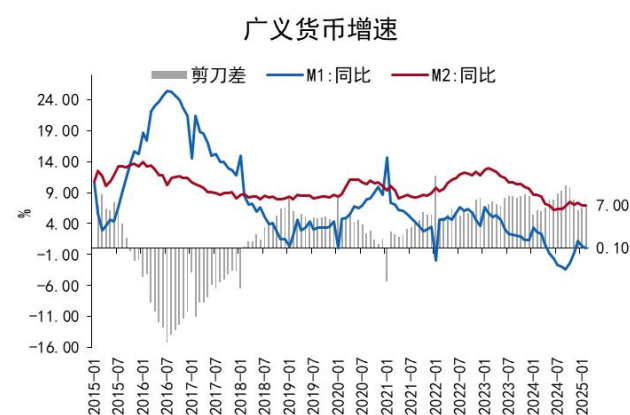
图9：开年后水泥发运率显著回升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

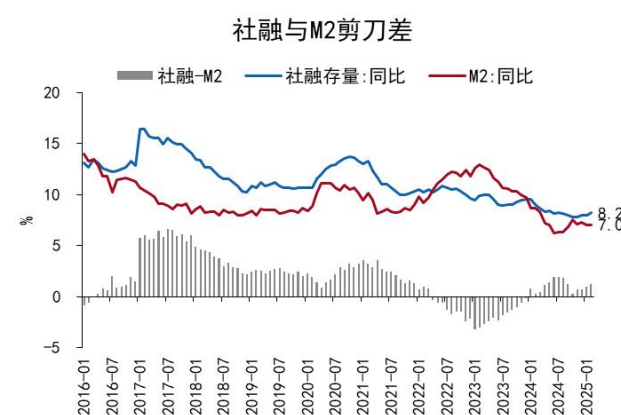
货币：M2-M1 剪刀差继续走阔

图10：M2-M1 剪刀差继续走阔



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：社融-M2 剪刀差边际走阔



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

当月存款增加 4.42 万亿元，M2 同比增速保持 7% 不变，非银存款回流显著。从结构看，除企业存款外所有类型存款均有所增加，但同比看，受春节基数等因素扰动，居民存款走弱。当月新增居民存款 6100 亿元，同比少增 2.59 万亿元，除基数因素，也包括购房、证券投资增加带来的影响；新增企业存款-8940 亿元，同比少减 2.10 万亿元；新增非银存款 2.83 万亿元，同比多增 1.67 万亿元；新增财政存款 1.26 万亿元，同比多增 1.64 万亿元，与政府融资增加印证。

与此同时，M1 同比增速持续回落（下降 0.3pct 至 0.1%），在地产销售回暖背景下，显示经济活跃度依然不强，与居民短贷数据相印证。M2-M1 增速剪刀差相应走阔 0.3pct 至 6.9%，社融-M2 小幅扩张 0.2pct 至 1.2%。

◆ 风险提示

海外市场波动，海外经济进入衰退。

相关研究报告：

《美国 2 月 CPI 数据点评-美股调整弱化消费需求，“再通胀”叙事或出现反转》——2025-03-13

《中国通胀数据快评-1-2 月国内 CPI 延续弱势，PPI 同比继续上升》——2025-03-09

《进出口数据快评-出口维持正增长》——2025-03-07

《2025 年政府工作报告解读-供需平衡再启航》——2025-03-05

《宏观经济数据前瞻-2025 年 1-2 月宏观经济指标预期一览》——2025-03-03

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032