

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号：S1500524070002

邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

金隅大厦B座

邮编：100031

信贷新高背后：从“挤水分”到“合理增长”的思路转变

2025年2月17日

- 1月份新增信贷和社融都双双创下历史新高，第一眼看下来，足以给人留下“开门红”的印象，继续往下看，却不难发现，在结构上呈现出巨大的分化。一是企业部门和居民部门的分化，企业信贷拐头向上，居民信贷继续向下。基于12个月移动平均值观察其趋势，企业信贷在经历了近两年下降后，终于出现了拐头向上的迹象，而居民贷款下行趋势至今仍未结束。二是政府债券融资和市场主体融资的分化，社融中政府债券融资大幅多增，剔除政府债券后的市场主体融资则相对平淡。
- 从“挤水分”到“合理增长”的思路转变，可能是导致这些变化的关键。虽然信贷数据有可圈点之处，但开年以来PMI、CPI、机票价格等数据未有明显改善，判断一季度经济“开门红”似乎孤证难立。我们认为，企业信贷之所以“开门红”，可能源于监管思路的重要转变，即信贷工作重心从此前的金融“挤水分”转向保持货币信贷“合理增长”。这才有了企业部门信贷、政府债券融资等受政策调控影响更加直接的分项，回升更加明显，而居民部门信贷、市场主体融资等分项，更多地反映了真实的需求现状。
- 监管思路的转变，其实有多条线索可以追踪。第一，观察货币政策基调，中央提出实施适度宽松的货币政策后，央行即强调深入挖掘有效信贷需求，保持货币信贷合理增长。第二，观察“挤水分”表述，2024年三季度之前，央行多次强调金融“挤水分”，2024年9月份政策大转向之后不再提及。第三，观察“均衡投放”表述，2024年前三个季度货币政策执行报告都强调信贷“均衡投放”，但到了2024年四季度删除不再提及。多方面共同作用，可能是信贷创新高的原因。
- 接下来，股市表现可能好于债市。稳汇率仍是当前政策实施的重要考量，在“稳增长”和“稳汇率”双重目标下，降息面临一定约束，政策发力信贷增长的可行性更高。如果宽信用优先于宽货币，则更加利好股市。3月份全国两会是传统上的政策密集出台期，有可能为股市行情演变创造新的契机，建议重点关注消费板块和生物制造板块。
- 风险因素：货币政策外部约束加大，政策落地不及预期等。

目 录

一、金融总量超预期背后，是结构的大分化	3
二、从“挤水分”到“合理增长”的思路转变，可能是导致这些变化的关键	5
三、接下来，股市表现可能好于债市	6
风险因素	8

图 目 录

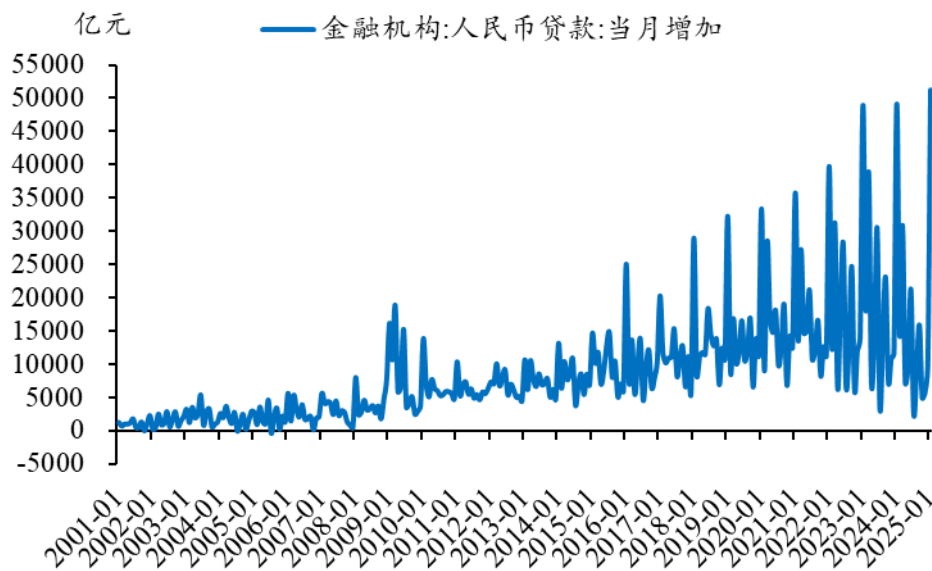
图 1：2025 年 1 月份信贷增量创出历史新高	3
图 2：2025 年 1 月份社融增量同样创出历史新高	3
图 3：企业信贷出现了拐头向上的迹象	4
图 4：居民贷款下行趋势至今仍未结束	4
图 5：社融中政府债券融资同比多增	5
图 6：社融中表外融资同比少增	5
图 7：监管思路从金融“挤水分”转向保持货币信贷合理增长	6

一、金融总量超预期背后，是结构的大分化

日前，央行公布 2025 年 1 月份金融数据，信息含量不少，值得细细盘点。

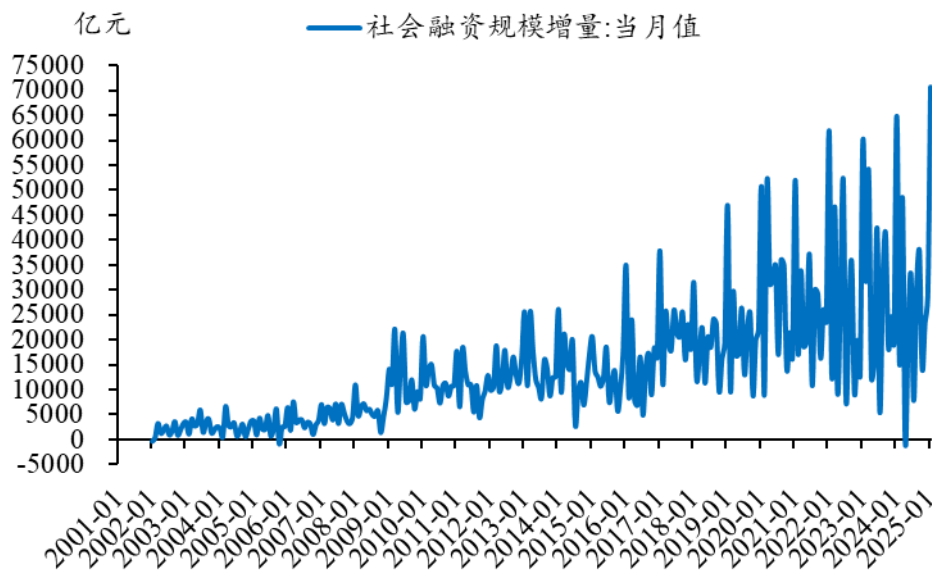
首先看总量，最亮眼的是，信贷和社融都双双创下历史新高。1 月份人民币贷款增加 5.13 万亿元，同比多增 2100 亿元。这是有史以来，单月新增信贷首次超过 5 万亿元。基于“早储备、早放贷、早受益”的思想，银行 1 月份往往大量投放信贷，过去两年 1 月份新增信贷也都是新高。但在去年同期已经高达 4.92 万亿元的基础上，再次创下不小的增幅，确实难得（图 1）。1 月份社融增量为 7.06 万亿元，比上年同期多 5833 亿元，同样创下历史新高，同样是在去年同期的基础上再次创下不小增幅（图 2）。

图 1：2025 年 1 月份信贷增量创出历史新高



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 2：2025 年 1 月份社融增量同样创出历史新高



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

由于信贷和社融的总量都足够亮眼，第一眼看下来，足以给人留下“开门红”的印象。继续往下看，却不难发现，在结构上呈现出巨大的分化。

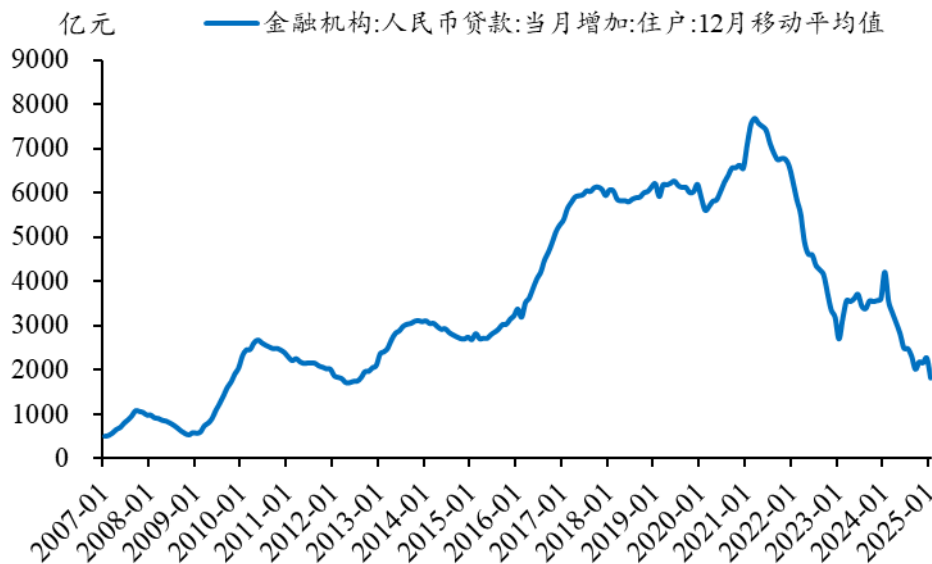
第一个大分化是企业部门和居民部门的分化，企业信贷拐头向上，居民信贷继续向下。一方面，1月份企业贷款增加4.78万亿元，同比多增9200亿元，其中企业短期贷款、企业中长期贷款和票据融资分别同比多增2800亿元、1500亿元、4581亿元。基于12个月移动平均值观察其趋势，企业信贷在经历了近两年下降后，终于出现了拐头向上的迹象（图3）。然而另一方面，1月份居民贷款增加4438亿元，同比少增5363亿元，其中居民短期贷款、居民中长期贷款分别同比少增4025亿元、1337亿元。同样基于12个月移动平均值观察其趋势，居民贷款自2021年4月进入下行通道以来，下行趋势至今仍未结束（图4）。

图3：企业信贷出现了拐头向上的迹象



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图4：居民贷款下行趋势至今仍未结束

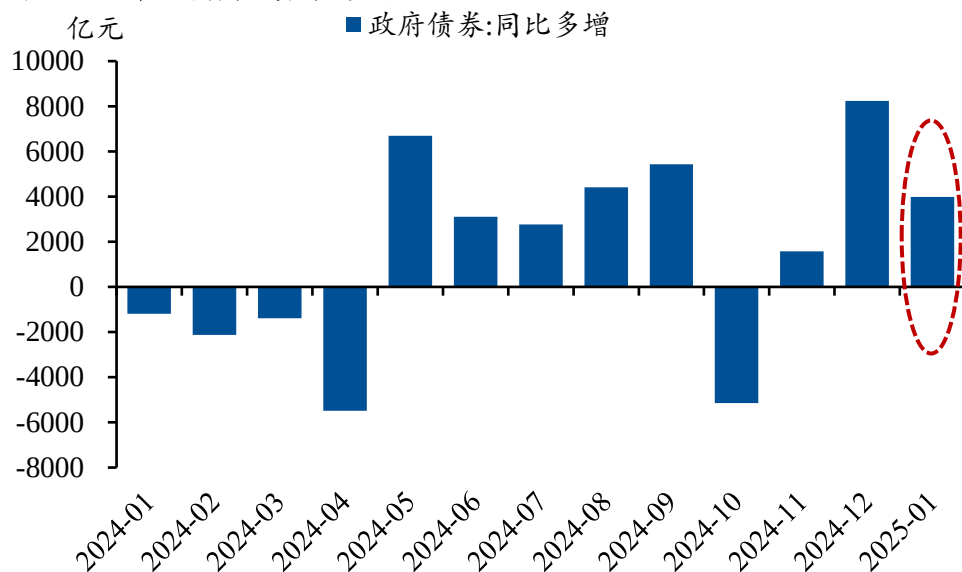


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

第二个大分化是政府债券融资和市场主体融资的分化，政府债券融资大幅多增，市场主体融资相对平淡。社融增量中，1月份政府债券融资6933亿元，同比多增3986亿元（图5）。社融总量虽然亮眼，但若从全部社融中剔除政府债券融资，则剩下的非政府融资为6.36万亿元，同比增量明显收窄至1847亿元。即便如此，其中还包括了前文已经重点分析的信贷的影响，若重点观察表外融资（委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票），不难发现1月份表外融资合计为5725亿元，没有同比多增，反而同比少增284亿元（图6）。可见，相比政府债券融资的

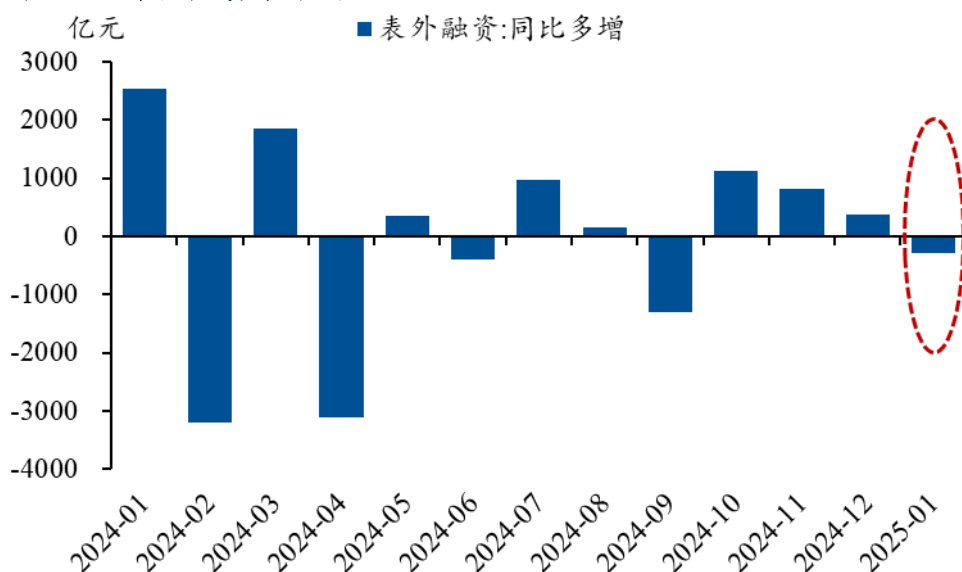
亮眼，市场主体融资相对平淡很多。

图 5：社融中政府债券融资同比多增



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 6：社融中表外融资同比少增



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

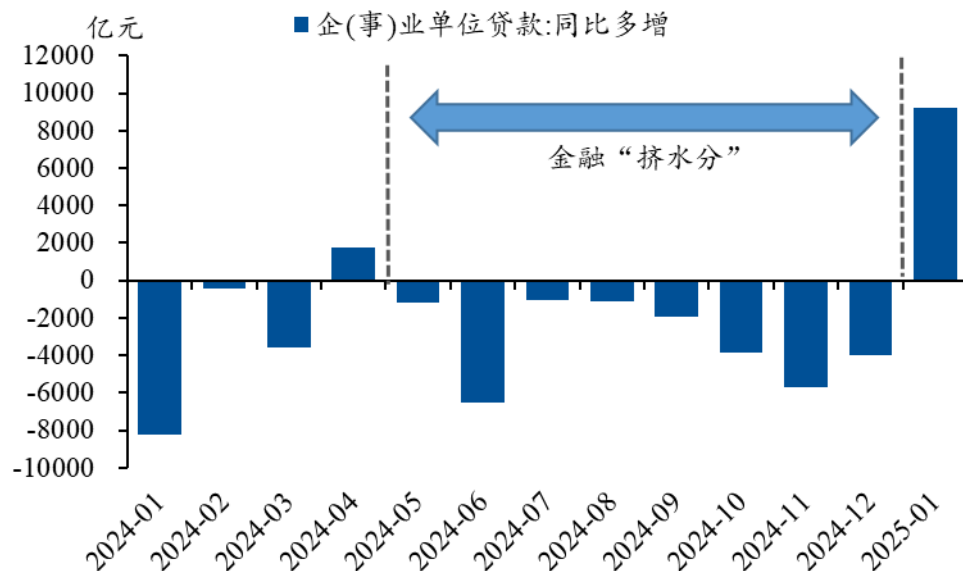
二、从“挤水分”到“合理增长”的思路转变，可能是导致这些变化的关键

信贷“开门红”与其他多项指标存在矛盾之处，以此为据判断一季度经济“开门红”，似乎孤证难立。结合目前已出的官方数据来看，1月份制造业PMI为49.1%，比去年年底下降1.0个百分点，非制造业PMI为50.2%，比去年年底下降2.0个百分点，降幅均超出往年春节月的季节性；1月份CPI同比0.5%，涨幅较去年年底提高0.4个百分点，小于往年春节月的季节性，PPI同比-2.3%，降幅未见收窄。结合高频数据来看，去哪儿数据显示，2月10日到2月底，国内机票平均支付价格环比春节假期下降三成，同比下降13%。这些数据均指向一季度经济或有一定回落压力，与信贷总量“开门红”并不一致。另外，信贷结构给出的信号也并不一致。

企业信贷“开门红”，可能源于监管思路的重要转变，即信贷工作重心从“挤水分”转向“合理增长”。2024年，银行业信贷工作的重心是“挤水分”，央行强调银行业要摒弃“规模情结”，避免采用非理性竞争的方式

实现规模的快速扩张，该时期央行的态度自然不是追求信贷高增。2024 年 6 月，央行行长潘功胜在陆家嘴论坛上表示，当货币信贷增长已由供给约束转为需求约束时，如果把关注的重点仍放在数量的增长上甚至存在规模情结，显然有悖经济运行规律。为此，央行（会同有关部门）采取了窗口指导均衡投放、优化季度金融业增加值核算方式、治理和防范资金空转等措施。相比居民贷款，企业贷款受此影响更大，2024 年全年有 11 个月，企业信贷都是同比少增。2025 年 1 月，企业信贷结束同比少增，一举转为同比大幅多增，反映信贷工作重心可能已经转向“合理增长”（图 7）。

图 7：监管思路从金融“挤水分”转向保持货币信贷合理增长



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

监管思路的转变，其实有多条线索可以追踪。

第一，观察货币政策基调。2024 年 12 月中央经济工作会议明确提出实施适度宽松的货币政策，发挥好货币政策工具总量和结构双重功能。2025 年 1 月，央行工作会议强调保持金融总量稳定增长，为经济稳定增长创造适宜的货币金融环境。2024 年四季度货币政策执行报告强调，引导金融机构深入挖掘有效信贷需求，保持货币信贷合理增长。

第二，观察“挤水分”表述。2024 年三季度之前，央行多次强调金融“挤水分”，如 2024 年二季度货币政策执行报告明确提到金融总量数据“挤水分”效应。但随着“挤水分”取得成效以及 2024 年 9 月份政策大转向之后，央行不再提及“挤水分”。

第三，观察“均衡投放”表述。淡化总量和均衡投放是一体两面，2024 年一季度货币政策执行报告强调“引导金融机构加强信贷均衡投放，适当平抑一季度贷款过度冲高，引导信贷节奏向历史平均水平回归”，二季度、三季度报告都继续提到“均衡投放”。但到了 2024 年四季度报告，“均衡投放”被删除。多方面共同作用，可能是信贷创新高的原因。

落实到 2025 年 1 月份信贷社融数据上，可能就是我们要看到的，企业部门信贷、政府债券融资等受政策调控影响更加直接的分项，回升更加明显。而居民部门信贷、市场主体融资等分项，更多地反映了真实的需求现状。

三、接下来，股市表现可能好于债市

本轮适度宽松货币政策的发力方向，可能更加侧重于宽信用，我们预计股市表现好于债市。2024 年四季度货币政策执行报告强调，加强外汇市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，

坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。这表明，稳汇率仍是当前政策实施的重要考量。在“稳增长”和“稳汇率”双重目标下，降息面临一定约束，而发力信贷增长的可行性更高。如果宽信用优先于宽货币，则更加利好股市。

股市上，建议关注消费板块和生物制造板块。3月份全国两会是传统上的政策密集出台期，有可能为股市行情演变创造新的契机。消费和科技作为2025年政策重点支持领域，可能亦是资本市场的两条主线。工资机制/收入分配的改革有望成为消费板块上涨的触发器，服务消费（包括文旅、健康、体育、养老、托幼、家政、数字、绿色等）值得重点关注。科技板块上，继人工智能和机器人之后，生物制造亦有可能成为重要风口。

风险因素

货币政策外部约束加大，政策落地不及预期等。



研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2020 年“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。2023 年东方财富 Choice 最佳宏观分析师。2023 年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究所，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得 2024 年 Wind 金牌分析师宏观研究第五名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。