

1 月金融数据“开门红”

——2025 年 1 月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：2025 年 2 月 14 日，央行公布的数据显示，2025 年 1 月新增人民币贷款 5.13 万亿，同比多增 2100 亿；1 月新增社会融资规模为 7.06 万亿，同比多增 5866 亿；1 月末，广义货币 (M2) 同比增长 7.0%，增速较上月末下降 0.3 个百分点；狭义货币 (M1) 同比增长 0.4%，增速较上月末加快 1.8 个百分点。

基本观点：

总体上看，在货币政策基调由“稳健”转向“适度宽松”，房地产“白名单”项目贷款拨付加快，金融“挤水分”效应减弱等因素综合作用下，1 月银行信贷投放力度加大，新增人民币贷款时隔 8 个月首度实现同比多增，超出市场普遍预期，新增社融则连续两个月同比多增，金融数据“开门红”成色较足。这显示金融对实体经济的支持力度加大，将为稳定年初宏观经济运行提供重要支撑。

具体来看：

一、1 月信贷迎来“开门红”，时隔 8 个月首度实现同比多增，主要受企业贷款拉动。1 月企业贷款同比大幅多增，主因房地产“白名单”项目贷款拨付加快，以及货币政策基调转向适度宽松后，金融“挤水分”效应有所减弱，信贷投放力度加大。不过，受春节错期效应影响，1 月居民贷款同比大幅少增。

1 月信贷迎来“开门红”，新增人民币贷款 5.13 万亿，环比季节性多增 4.14 万亿，同比多增 2100 亿，时隔 8 个月首度实现同比多增。不过，由于当前各项贷款余额已达到 260.8 万亿，1 月新增贷款同比多增 2100 亿不足以拉动贷款余额增速回升，月末贷款余额同比增速较上月末进一步下滑 0.1 个百分点至 7.5%，续创历史新低。

从分项来看，1 月贷款实现同比多增，主要受企业贷款拉动。其中，企业中长期贷款同比多增 1500 亿，主要原因是房地产融资“白名单”项目贷款拨付加快，带动银行加大房地产开发贷投放力度。数据显示，截至 1 月 22 日，房地产“白名单”项目贷款金额较上年末增加了 5700 亿元，达到 5.6 万亿元。这抵消了去年底今年初置换债大规模发行，推动部分属于隐债的企业贷款偿还，对新增贷款规模的下拉效应（新增贷款=新发放贷款规模-贷款偿还规模）。同时，稳增长政策靠前发力背景下，今年初基建投资有望

保持较快增长水平，基建配套相关贷款需求可能也对1月企业中长期贷款产生一定拉动作用。1月企业短贷同比多增2800亿，我们判断主要源于金融“挤水分”效应淡化。另外，1月票据融资负增5149亿，这与当月票据利率整体处于高位相印证。不过，由于去年同期基数偏低，1月票据融资同比少减4584亿，对当月信贷同比表现仍具有较强的正向拉动作用。

与企业贷款表现不同，受春节错期影响，1月居民贷款同比大幅少增。其中，居民短贷同比少增4025亿，居民中长期贷款同比少增1337亿。主要原因是今年春节在1月，而去年春节在2月，春节假期会延缓居民购房、购车等需求——1月30大中城市商品房成交面积同比下降15.0%，乘用车（狭义）零售销量同比下降12.1%。这也意味着，随着春节错期效应逆转，2月居民贷款有望恢复同比多增。

二、1月社融延续同比多增，主要受投向实体经济的人民币贷款和政府债券融资同比大幅多增拉动。

1月新增社融7.06万亿，环比多增4.21万亿，主因投向实体经济的人民币贷款和表外票据融资环比季节性多增，以及受发行利率下降提振，企业债券融资环比多增4613亿。

1月社融同比多增5866亿，支撑月末社融存量同比增速持平上月末于8.0%，这主要受投向实体经济的人民币贷款和政府债券融资同比大幅多增拉动。其中，1月政府债券融资同比多增3986亿，背后是积极财政政策靠前发力背景下，国债、地方政府债发行开年即发力，以及用于置换隐债的再融资专项债在1月开闸发行（去年集中在11-12月发行）。

三、1月末M2增速下行，一方面是贷款余额增速走低影响存款派生，另一方面与同业存款新规下，银行非银存款较大规模外流有关；1月末M1增速转正，主要源于新统计口径下计入居民活期存款，而前期楼市回暖也在推动M1增速上行。

1月末M2同比增速为7.0%，较上月末下降0.3个百分点。背后有两个原因：一是受余额规模较大等影响，当月贷款余额增速小幅下行0.1个百分点，这不可避免地会影响存款派生，进而拉低M2增速；二是去年12月同业存款新规生效，1月银行非银存款继续大规模外流1.11万亿，同比多减约1.7万亿。这些资金主要流向基金和其他金融投资产品（这在很大程度上解释了1月债市延续“火爆”行情），而这些产品未充分反映在M2统计当中。值得一提的是，1月稳增长靠前发力，财政支出力度加大，当月财政存款同比少增5280亿，会带动M2增速加快0.15个百分点左右。

1月末M1同比增速为0.4%，增速较上月加快1.8个百分点，为近10个月以来首次同比正增长。主要原因是2025年1月起央行调整M1统计口径，新加入个人活期存款、非银行支付机构客户备付金两项。由

于个人活期存款规模较大，且此前一直保持 4%至 6%的正增长，由此带动新统计口径下 M1 增速加快。不过，剔除统计口径变化，1 月末 M1 增速也较上月加快 0.2 个百分点左右，降幅连续第四个月较快收窄。我们分析，除了一揽子增量政策出台，市场信心大幅提升，推动企业经营、投资活跃度上升外，一个重要原因是前期楼市持续回暖，带动居民存款向房企活期存款转移加速。

总体上看，在货币政策基调由“稳健”转向“适度宽松”，房地产“白名单”项目贷款拨付加快，金融“挤水分”效应减弱等因素综合作用下，1 月银行信贷投放力度加大，新增人民币贷款时隔 8 个月首次同比多增，超出市场普遍预期，新增社融则连续两个月同比多增，显示金融对实体经济的支持力度加大。这将为稳定年初经济运行提供重要支撑。

展望全年，在监管层强调“引导金融机构加大货币信贷投放力度”，以及政府债券融资规模将显著扩大的环境下，2025 年新增信贷和社融有望恢复同比多增。其中，新增信贷和新增社融规模会分别达到 20 万亿和 36.6 万亿左右，较 2024 年分别多增 2 万亿和 4.9 万亿。总体上看，金融总量数据拐头向上将是 2025 年宏观政策更加积极有为的一个重要发力点。

降息降准方面，2024 年 12 月中央经济工作会议要求，2025 年“发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，适时降准降息”；2024 年第四季度货币政策委员会例会公报提出，“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息”；刚刚发布的《2024 年第四季度货币政策执行报告》中强调，“强化逆周期调节，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏。”我们理解，“适时”、“择机”意味着央行会选择在实施逆周期调节、引导社会预期、调控市场流动性的关键时点发力，实施降准降息。这样可以最大限度发挥政策工具效用，同时也有助于保留政策空间。

我们判断，尽管《2024 年第四季度货币政策执行报告》未显示降息降准的紧迫性，但央行会根据经济运行状况及重大事件冲击等因素，灵活把握政策节奏。当前要重点关注一季度房地产市场走势和贸易战对出口的影响。需要指出的是，通常春节到“两会”期间（2020 年除外）出台降息降准等重大宏观政策措施的可能比较低。综合各类内外部因素走势判断，一季度末前后降息降准窗口有可能打开。