

1月金融数据解读

企业信贷与政府融资“双支柱”

◆ 经济研究 · 宏观快评

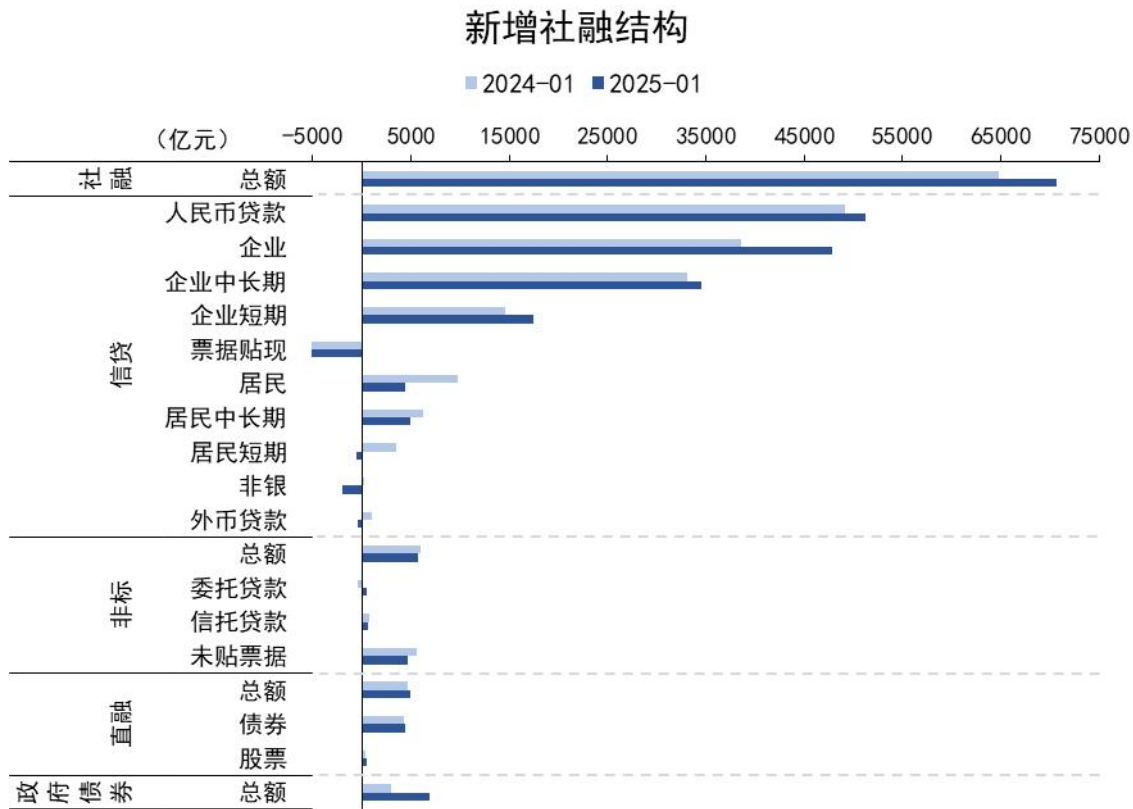
证券分析师： 田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980524090003
 证券分析师： 董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001

事项：

1月我国新增社融7.06万亿元（预期6.58万亿元），新增人民币贷款5.13万亿元（预期4.32万亿元），M2同比增长7%（预期7.4%）。

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：1月金融数据取得实质“开门红”，政府融资与企业信贷“双支柱”功不可没。但是，与此同时居民贷款不及去年同期一半水平，考虑这是春节和“两新”双重带动下的数据，说明目前经济“一头冷（消费）一头热（投资）”的局面仍在平衡的过程之中。

本月数据“双支柱”背后体现的更多是复杂外部环境下“抢抓开局”的策略，延续性需要关注。此外，央行对于信贷工作的思路是否由去年的“优化存量”、“平滑节奏”有所调整仍需观察。

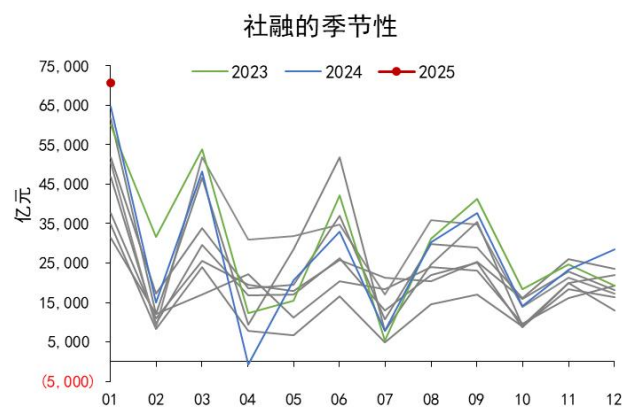
具体看，1月数据的几个主要特征：

1月社融符合季节性“高开”特征，但显著强于市场预期与微观感受，当月后半程各地“开好局起好步”的工作基调可能是关键。从同比角度看，新增社融绝对值创下历史新高，信贷与政府融资同时发力，社融增速维持8%。相较去年同期，1月社融多增5866亿元，各科目对同比增量的贡献排名如下：政府（贡献68%）、信贷（贡献41.2%）、直融（贡献3.2%）、非标（贡献-4.8%）。

信贷表现可谓强劲，一扫2024年较为平淡的投放节奏，成为本月社融数据的主要亮点，但结构分化明显。宽口径下（非社融），当月新增信贷达到创纪录的5.13万亿元，同比多增2100亿元；社融口径下，人民币+外币贷款新增5.18万亿元，同比多增2418亿元。企业贷款显著好于居民贷款，中长期贷款好于短期贷款。

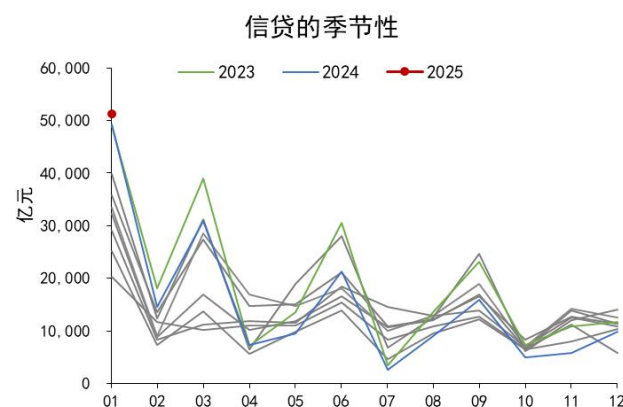
存款增加4.32万亿元，M2同比增速不及预期，回落0.3pct至7%。从结构看，除企业和非银外所有类型存款均有所增加，但同比看，受春节基数扰动仅有居民存款增加。与此同时，M1同比增速在连续三个月的修复后再度回落，与口径调整后去年同期基数变化有一定关系。当月M1回落0.8pct至0.4%。

图2：1月新增社融回升力度超预期



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：1月新增信贷大致延续2023、2024年节奏



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 解读

社融：信贷与政府融资“双支柱”

1月社融符合季节性“高开”特征，显著强于市场预期与微观感受，当月后半程各地“开好局起好步”的工作基调可能是关键。从同比角度看，1月新增社融绝对值创下历史新高，信贷与政府融资同时发力，社融增速维持8%。相较去年同期，1月社融多增5866亿元，各科目对同比增量的贡献排名如下：政府（贡献68%）、信贷（贡献41.2%）、直融（贡献3.2%）、非标（贡献-4.8%）¹。

人民币贷款

1月信贷表现可谓强劲，一扫2024年较为平淡的投放节奏，成为本月社融数据的主要亮点，但结构分化明显。宽口径下（非社融），当月新增信贷达到创纪录的5.13万亿元，同比多增2100亿元；社融口径下，人民币+外币贷款新增5.18万亿元，同比多增2418亿元。

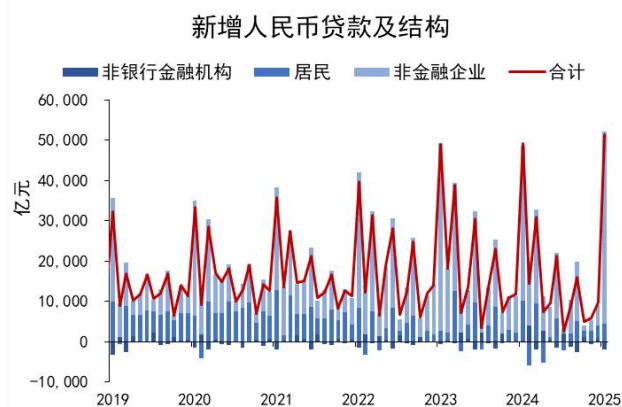
从结构看，企业贷款显著好于居民贷款，中长期贷款好于短期贷款。

企业贷款是本月强势信贷表现的核心，总量强结构良。当月非金融企业贷款新增4.78万亿元，同比多增9200亿元。结构上，中长贷成为主力，当月增加3.46万亿元（同比+1500亿元），短贷增加1.74万亿元

¹ ABS和贷款核销两项尚未公布。

(同比+2800 亿元)，票据减少 5149 亿元 (同比+4584 亿元)。需要关注的是，在短贷中长贷表现均较好的情况下，票据融资的同比贡献度依然高达 49.8%，显示各方较强的“开门红”诉求。我们认为，企业贷款的强劲表现，与各地抢抓开年经济工作、推动项目投资有较强联系，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: 1 月新增非银贷款萎缩



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

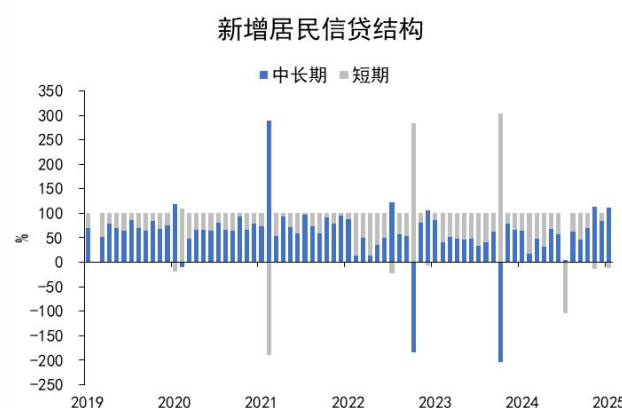
图5: 1 月新增企业贷款并未依赖票据贴现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

居民贷款方面，结构分化明显，中长贷成为“压舱石”。当月新增居民贷款 4438 亿元，同比少增 5363 亿元。具体看，短贷减少 497 亿元，同比少增 4025 亿元，已经连续 3 个月同比下降，春节叠加“以旧换新”仍难扭转，可能与存量房贷利率优化后经营贷等置换减少有关；中长贷增加 4935 亿元，同比少增 1337 亿元，与春节月份地产销售偏弱有关。

图6: 1 月新增居民中长贷占比维持高位



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 1 月楼市销售面积增速回落



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

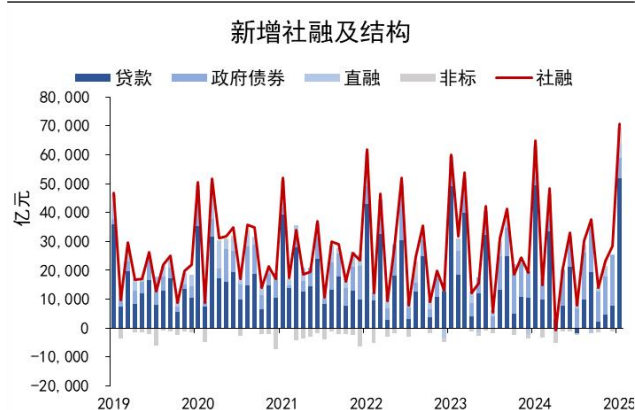
非标、直接融资与政府债券

政府融资节奏靠前。受特殊再融资和专项债发行带动，当月新增政府债融资 6933 亿元，较去年同期多增 3986 亿元，是本月社融同比增量的主要来源。

表外融资表现改善。当月表外三项融资合计增加 5725 亿元，同比少增 284 亿元。其中，未贴现银行承兑汇票增加 4653 亿元 (同比-983 亿元)；信托贷款增加 623 亿元 (同比-109 亿元)，委托贷款增加 449 亿元 (同比+808 亿元)。

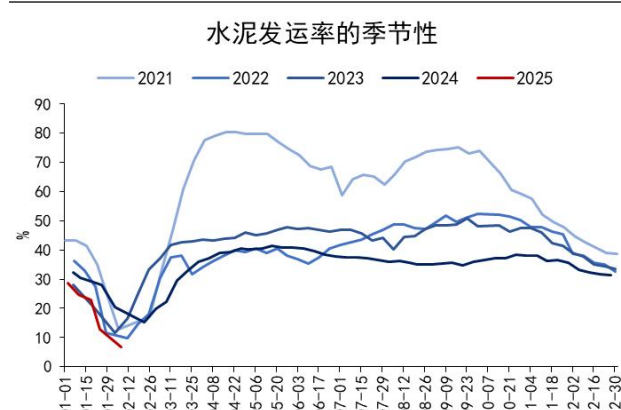
企业直融表现稳定。当月新增企业直接融资 4927 亿元，同比多增 185 亿元。结构上，信用债新增融资 4454 亿元，高基数下同比多增 134 亿元。股票融资持续回暖，新增 473 亿元，同比多增 51 亿元。

图8：贷款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：开年后水泥发运率位于近年来较低水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

货币：M2-M1 剪刀差边际收窄

图10：M2-M1 剪刀差边际走阔



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 4.32 万亿元，M2 同比增速不及预期，回落 0.3pct 至 7%。从结构看，除企业和非银外所有类型存款均有所增加，但同比看，受春节基数扰动仅有居民存款增加。当月新增居民存款 5.52 万亿元，同比多增 2.99 万亿元；新增企业存款-2060 亿元，同比多减 1.35 万亿元；新增非银存款-1.11 万亿元，同比多减 1.66 万亿元；新增财政存款 3324 亿元，同比少增 5280 亿元。

与此同时，M1 同比增速在连续三个月的修复后再度回落，与口径调整后去年同期基数变化有一定关系。当月 M1 回落 0.8pct 至 0.4%。M2-M1 增速剪刀差相应走阔 0.5pct 至 6.6%，社融-M2 小幅扩张 0.3pct 至 1%。

◆ 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 1 月 CPI 数据点评-消费韧性存疑，美国通胀反弹或存在短期性》——2025-02-13

《宏观解读报告-经济增长稳中有进——深圳市 2024 年经济数据跟踪与解读》 ——2025-02-09
《中国通胀数据快评-1 月国内核心 CPI 延续回暖趋势，内需继续改善》 ——2025-02-09
《春节假期海外金融市场事项一览-美联储降息进程放缓》 ——2025-02-04
《2024 年 12 月财政数据快评-全年一般公共支出目标基本完成》 ——2025-01-27

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