

2025 年 02 月 16 日

宽信用下信贷和社融超预期改善

固定收益研究团队

——事件点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

梁吉华（分析师）

liangjihua@kysec.cn

证书编号：S0790523110002

央行公布 2025 年 1 月金融数据，信贷和社融数据均超预期。新增人民币贷款 5.13 万亿元，同比多增 2100 亿元；社融新增 7.06 万亿元，同比多增 5833 亿元；社融存量同比增长 8%，与前值持平。

● 宽信用下信贷和社融超预期改善，政策组合或是“宽信用+紧货币”

宽信用下信贷和社融或迎来趋势性上行。2024 年社融和信贷大部分时间是同比少增的，导致信贷和社融增速整体趋势性下行，主要是由于金融行业的规范、对地方政府隐性债务的治理等收缩性政策导致的，2024 年整体是紧信用；

2024 年“9.26”后，由收缩性政策转为扩张性政策，社融近两个月同比多增，人民币贷款 1 月开始同比多增，社融存量增速 10 月份开始企稳回升，社融和信贷拐点已现，是政策取向发生变化的验证，2025 年整体转为宽信用；

同时，2024 年央行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”，2024 年四季度央行例会也提到“引导金融机构加大货币信贷投放力度”，表明 2025 年政策是宽信用的逻辑，预计 2025 年信贷、社融会有一个趋势性上行。

当前的政策组合或是“宽信用+紧货币”。2025 年 1 月份资金面一直偏紧，但是信贷和社融表现较好，资金偏紧和信贷、社融没有特别明显的关系。

央行货币政策执行报告中提到“在防范资金沉淀空转的同时，引导金融机构深入挖掘有效信贷需求”，我们认为对应的政策组合是“宽信用+紧货币”，防范资金沉淀空转对应的是资金收紧，深入挖掘有效信贷需求对应的是宽信用，二者并不矛盾，是可以组合使用的。

国内的信贷政策和货币政策在一定程度上是独立的；历史上，国内曾在 2009 年 6 月后、2020 年 5 月后都实行过“宽信用+紧货币”的政策组合。原因是信贷投放和资金利率没有直接关系，当前贷款利率处在历史最低水平，核心是贷款利率和信贷额度，而不是资金利率的高低。

● 企业融资需求改善，居民信贷需求仍待恢复，政府债券继续支撑社融

1 月企业贷款总量和结构均有改善。1 月新增企业贷款 4.78 万亿元，同比多增 9200 亿元，结束了此前连续 8 个月同比少增的情况；其中企业中长期贷款同比多增 1500 亿元，此前 10 个月同比少增，表明企业投资需求逐步改善；

1 月新增居民贷款 4438 亿元，同比少增 5363 亿元，主要是受到居民短期贷款的拖累，1 月居民短期贷款减少 497 亿元，同比多减 4025 亿元，或是受到春节和证券市场表现的影响；新增中长期贷款 4935 亿元，同比少增 1337 亿元，但仍在改善，同比少增是受到春节错位的影响；据新华社，从央行了解到 1 月个人住房贷款新增 2447 亿元，同比多增 1519 亿元，居民房贷需求在回升。

政府债券仍然是社融主要支撑。1 月政府债券净融资 6933 亿元，同比多增 3986 亿元，市场认为政府债券多增，实体经济融资需求不足；我们认为实体经济是顺周期的，政府行为是逆周期及领先的，2025 年政府债券相比 2024 年多发、早发体现了政府的宽财政和逆周期调节。未来在宽信用政策基调下，财政政策有望更加积极，后续政府债券融资或保持相对高位，政府债券或继续对社融形成支撑。

货币口径调整提升 M1 同比增速中枢，非银存款减少拖累 M2。2025 年 1 月起，央行调整 M1 口径，加入了个人活期存款和非银行支付机构客户备付金，由于个人活期存款的增长，口径调整之后使得 M1 同比增速中枢上升，2024 年 12 月 M1 同比增速由-1.4%调整为 1.2%；新口径下 2025 年 1 月 M1 同比+0.4%，较 2024 年 12 月+1.2%下降，主要是受到春节相对较早的影响。

1 月 M2 同比从 2024 年 12 月的 7.3%降至 7.0%，主要是受到非银存款减少的影响；1 月新增非银存款为-11100 亿元，同比少增 16626 亿元，自 2024 年 11 月底非银同业存款利率自律管理的倡议发布以来，非银存款持续流失。

● 降息预期下降，债市或面临调整压力

当前宽信用下，信贷增速企稳，社融拐点已现，降息的必要性下降，至少降息的预期幅度减小；而当前债券收益率已经隐含了 30-60bp 的 OMO 利率降息预期，但当前资金利率持续高于 OMO 利率，一正一负已经有 50-80bp 的预期差。

当前债市调整，并不需要“经济强复苏”，只需要“降息预期下降”；信贷和社融企稳回升使得降息预期下降，或将导致债市的调整。

● 风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

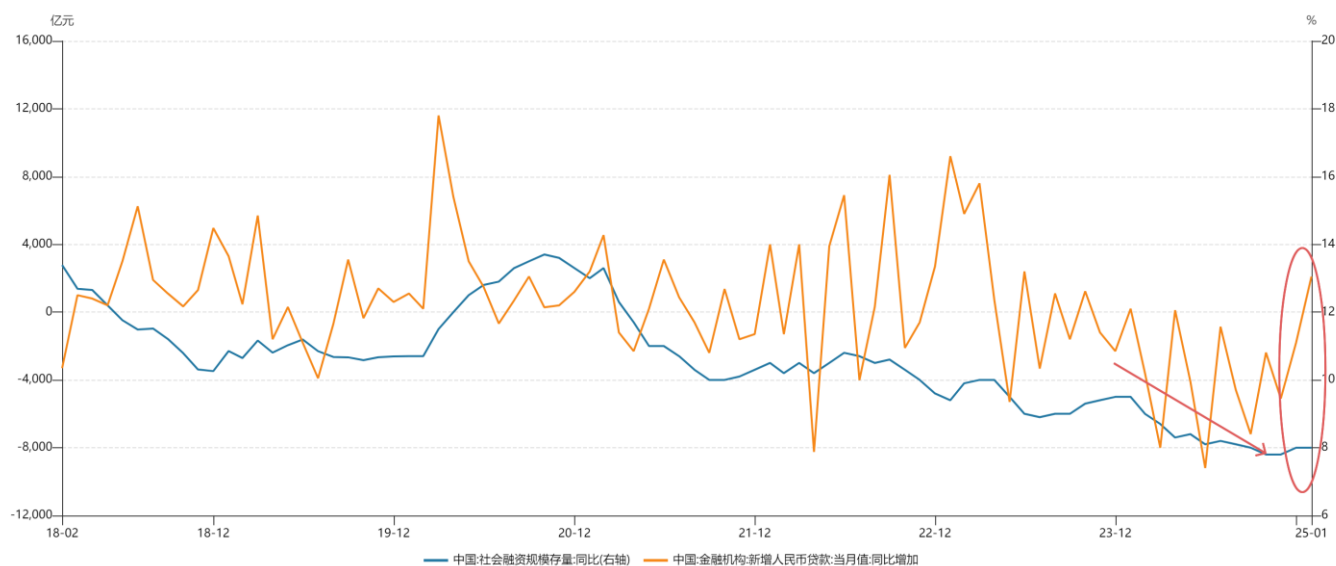
相关研究报告

《2025 年的三个关键变化》-2025.2.12

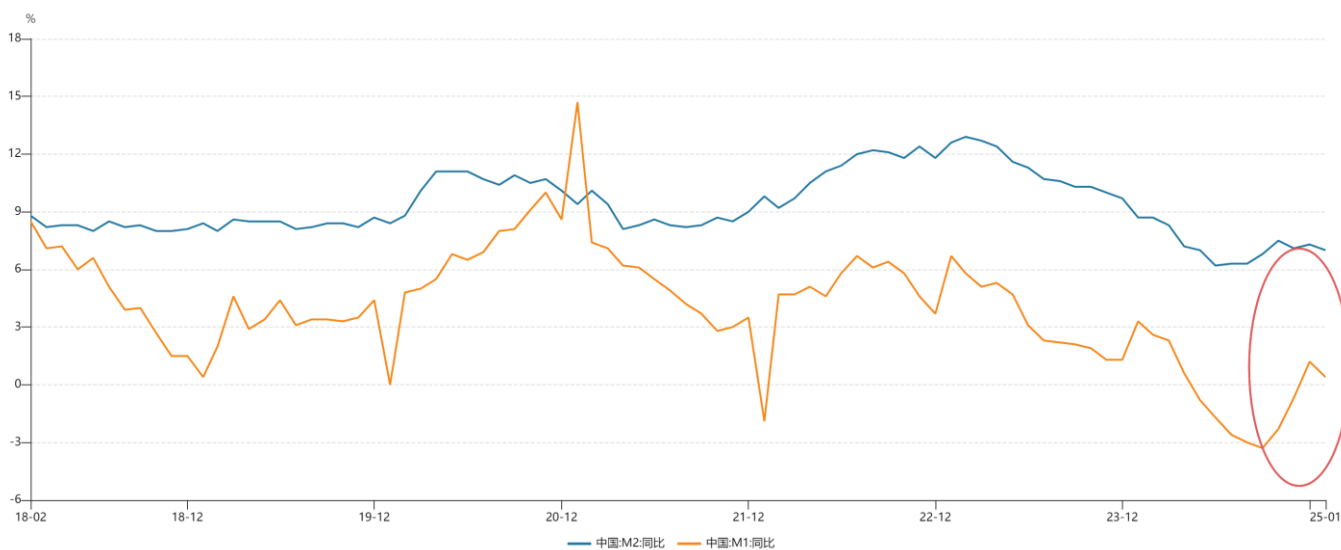
《关注长端国债的潜在波动——事件点评》-2025.2.9

《关于央行 MLF 不降息的理解——事件点评》-2025.1.25

附图 1：2025 年 1 月信贷和社融增速超预期



附图 2：口径调整后的 M1 同比增速中枢提升



特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn