

2025年02月14日

信贷创纪录“开门红”，年初集中还是全年趋高？

事件点评

金融数据速评（2025.1）

投资要点

- ◆ **新增信贷再创单月新高纪录，隐债置换换档企业中长贷再向年初集中，居民贷款随地产需求见顶降温。**1月新增信贷5.13万亿，同比多增2100亿，再创历史单月新高，扭转了此前8个月的连续同比少增，好于我们此前预期：1）企业中长贷新增达3.46万亿，时隔9个月再度实现同比多增，单月多增1500亿。一方面，2023年以来企业中长贷向年初集中趋势逐年加强，另一方面，2024年11-12月地方政府置换债迅速集中发行2万亿，置换的存量隐债中较大部分直接体现为企业中长贷抵减，而2025年1月发行量大幅减少，抵消效应缓解。同时这一数据也显示本轮债务置换速度极快，发行当月基本可置换完成。2）企业短期贷款冲高，当月新增高达1.74万亿，与票据融资两项合计同比大幅多增达7384亿，与春节提早至1月导致的企业薪酬奖金节前集中支付需求高度相关，2月或明显回落。3）居民户新增贷款、新增中长贷分别为4438亿、4935亿，同比分别少增5363亿、1337亿，后者未能延续24Q4连续同比多增的势头，这一方面与春节提前导致的居民短贷1月偏少、2月稍多的季节性有关，另一方面可能更多显示9月底以来地产放松政策带动的需求集中释放过程已经见顶再度开始降温，房地产市场当前仍处于筑底期，L型底部确认尚需持续观察。1月贷款余额同比增速回落0.1个百分点至7.5%。
- ◆ **财政靠前发力和低利率环境推动政府年初发债活跃度提升，与贷款共同推动新增社融创7万亿新高。**1月新增社融高达7.06万亿，同比多增5868亿，创出历史新高。其中社融口径新增人民币贷款5.22万亿，同比多增3799亿，是多增的主要原因之一，主要结构见上文分析。此外，政府债券、企业债券分别新增6933亿、4454亿，同比分别大幅多增3986亿和小幅多增134亿，政府债券多增既体现政策靠前发力和2025年置换债券发行已经平稳启动的共同影响，也和企业债券整体较高的活跃度共同受到低利率环境的促进作用。表外三项（委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票）合计同比小幅少增284亿。受贷款高增和政府债券发行的共同拉动，1月社融存量同比持平于8.0%。
- ◆ **春节提前现金需求高增推升M1，资本市场震荡长期资金流出M2再度回落。**1月M2同比下行0.3个百分点至7.0%，下行幅度较贷款余额同比稍大而方向一致。居民和企业存款分别同比大幅多增2.99万亿和大幅少增1.35万亿，符合春节提前导致企业存款以薪酬形式提前下发给居民的季节性特征。同时由于资本市场震荡、居民赎回理财流向股市的资金大幅减少乃至出现股市资金净流出，导致非银金融机构存款再度大幅减少1.11万亿，同比多减1.66万亿，构成M2的主要拖累因素。财政存款1月同比少增5280亿，既有春节提前的季节性错位原因，也反映财政支出力度年初较大，同样也是财政政策靠前发力的重要体现。M1口径修订，将个人活期存款和非银支付机构客户备付金纳入其中，调整后1月M1同比3.3%，按可比口径回溯后较2024年12月上行0.7个百分点，主要推动因素是节前M0的高增，后者同比增长达17.2%，较前月上冲4.2个百分点。
- ◆ **1月新增贷款、社融分别突破5万亿、7万亿大关创历史新高纪录，但主要原因在于春节提前带动短期融资飙升、置换债发行速度换档抵消减少、企业中长贷向年初更趋集中、以及低利率环境下政策靠前融资等短期因素。**当前房地产市场仍处于筑底阶段，去年以来基建投资盈亏平衡要求大幅提升，隐债置换严控新增，均指向内生性的信用扩张速度已经在放缓趋势当中，短期内或难以扭转。加之年初以来外部环境变化开始呈现推升美债收益率和美元指数中枢的不利变化，《货币政策执行报告》亦将稳汇率目标置于更为突出的地位，强调择机调整优化政策力度和节奏，弱化促进信贷增长要求而强化向价格型调控转型的思路，我们维持2025年全年降准100-150BP、并择机小幅下调政策利率的预测不变。但短期内降息空间受汇率牵制而受限，两会能否超预期打开中央财政扩张空间以更大力度刺激消费和新质生产力投资或是短期最重要的政策看点。
- ◆ **风险提示：**货币宽松力度小于预期风险。

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

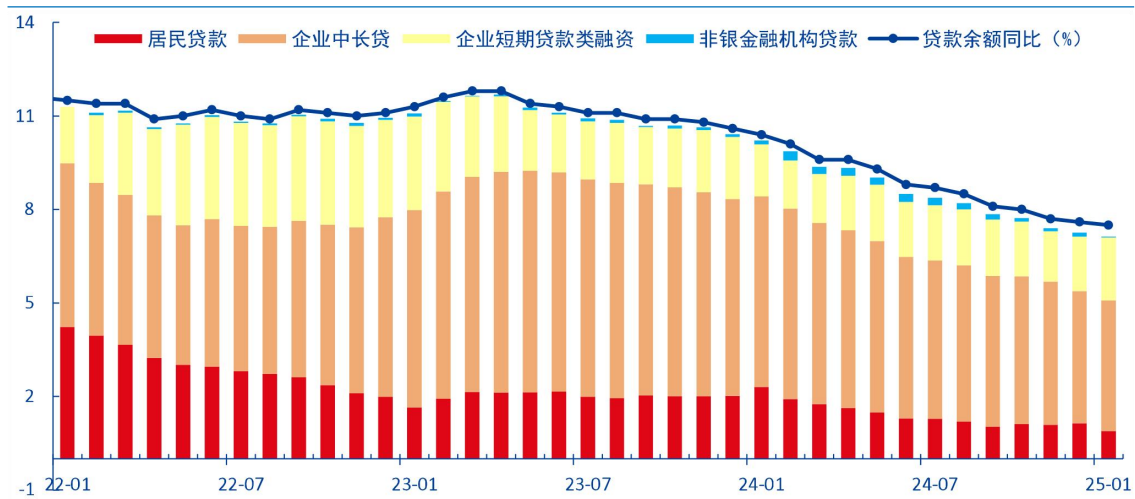
zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

核心通胀不降反升，美联储还能降息吗？——美国CPI点评（2025.1） 2025.2.13
 油价回升服务走高，CPI稍好于预期——CPI、PPI点评（2025.1） 2025.2.9
 美国就业强劲，薪资通胀螺旋开始转动——美国就业数据点评（2025.1） 2025.2.8
 1月外储略增或未干预汇率，预计新增贷款4.25万亿——华金宏观·双循环周报（第93期） 2025.2.7
 乙巳之初，风起云涌——2025年春节海内外宏观综述 2025.2.4

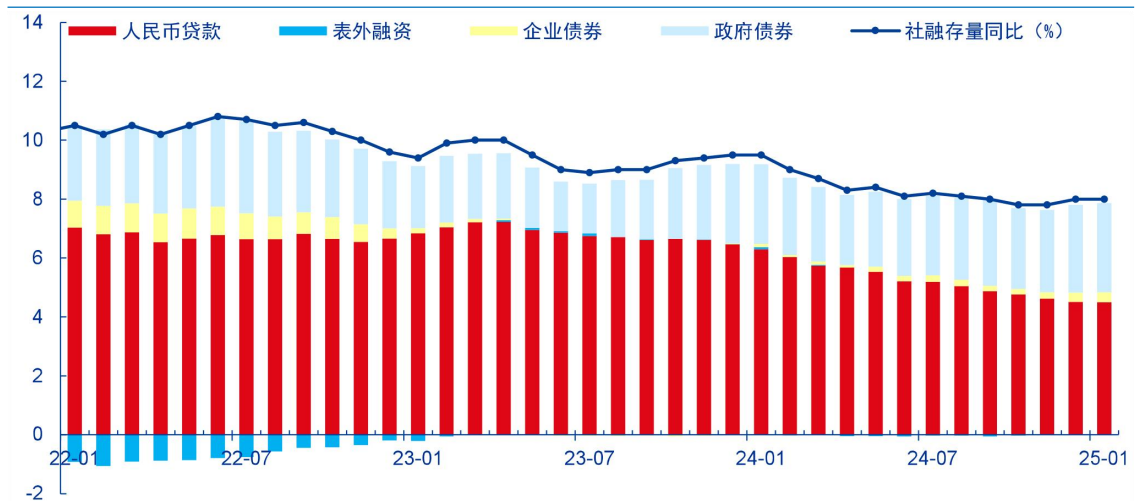


图 1：贷款余额同比及贡献结构（%）



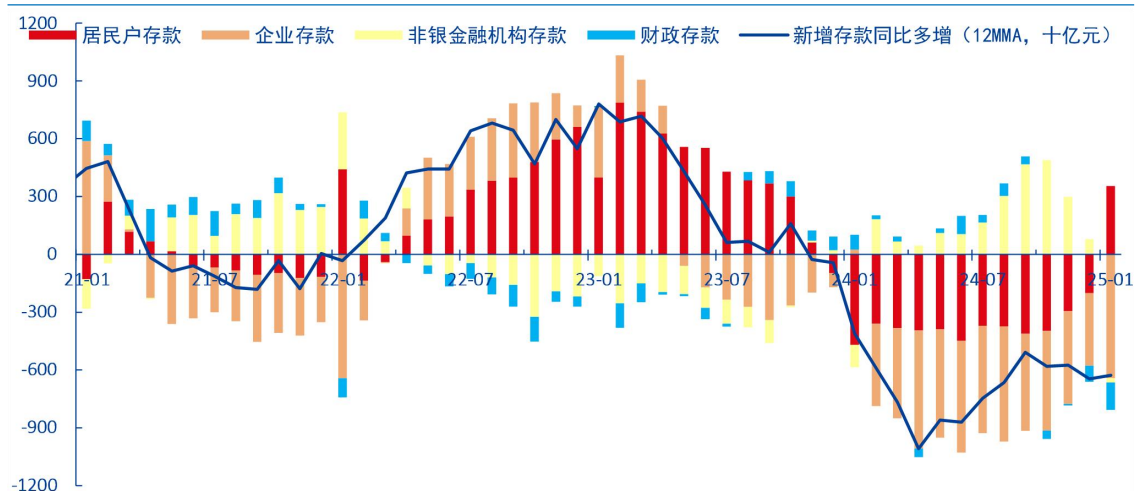
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：社融存量同比及贡献结构（%）



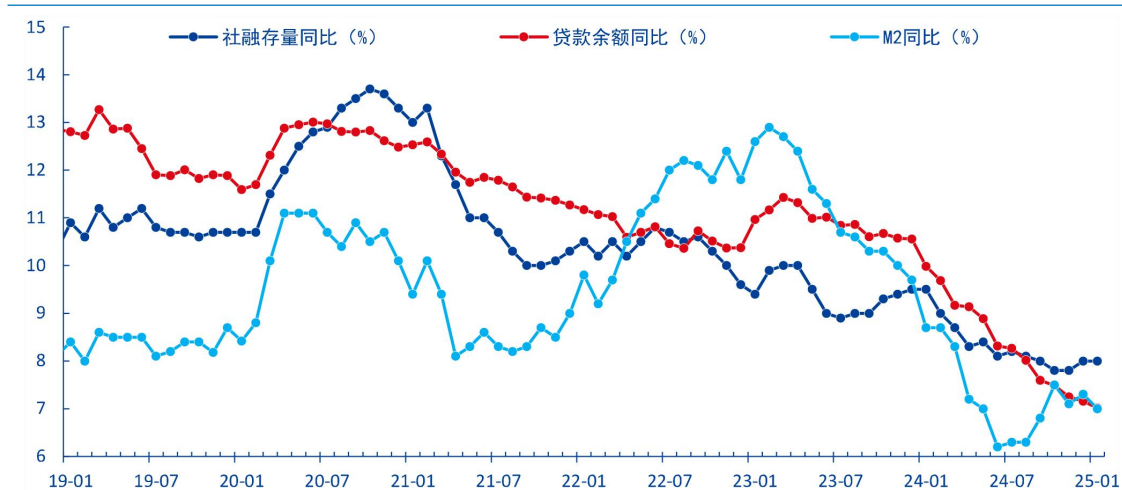
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 3：新增存款同比多增结构（12MMA，RMB bn）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 4：M2、社融存量、贷款余额同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn