

宏观 | 点评报告

证券研究报告

2025/2/17

1月金融数据点评——

社融与信贷双双“开门红”

证券分析师： 徐超
分析师登记编号： S1190521050001

证券分析师： 万琦
分析师登记编号： S1190524070001

目录

- 1、政府债以及信贷总量带动社融“开门红”
- 2、M1及M2同比均有回落
- 3、政策效果显现，增量举措或择机推出

- 中国1月社会融资规模70567亿元，市场预期65750亿元，前值28507亿元。
- 中国1月新增人民币贷款51300亿元，市场预期43167亿元，前值9900亿元。
- 中国1月M2同比7.0%，市场预期7.4%，前值7.3%；M1同比0.4%，前值1.2%。

图表1：金融数据主要分项

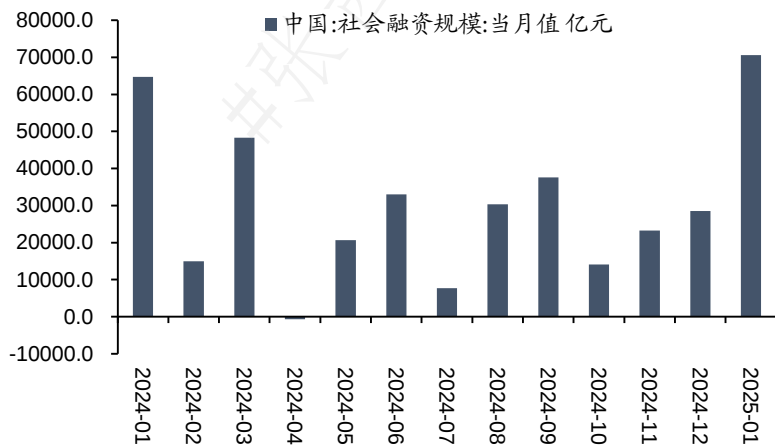
单位：亿元			2025/1	2024/12	当月新增		2024/9	2024/8	2025/1	2024/12	同比多增		2024/10	2024/9	2024/8
社融	总	社融规模	70567	28507	23288	14120	37635	30323	5833	9181	-1266	-4321	-3691	-956	
	表内融资	人民币贷款	52194	8402	5216	2965	19742	10411	3793	-2690	-5904	-1872	-5627	-3001	
		外币贷款	-392	-675	-468	-710	-480	-612	-1381	-40	-111	-862	103	-411	
	表外融资	信托贷款	623	151	91	172	6	484	-109	-196	-106	-221	-396	705	
		委托贷款	449	-20	-183	-219	392	25	808	23	203	210	184	-72	
	企业直接融资	未贴现承兑银行汇票	4653	-1332	910	-1396	1312	651	-983	533	708	1140	-1085	-478	
		企业债券	4454	-159	2381	987	-1926	1703	134	2582	993	-191	-2576	-1085	
		非金融企业境内股票融资	473	484	428	284	128	132	51	-24	69	-37	-198	-904	
		政府融资	政府债券	6933	17566	13089	10495	15357	16177	3986	8242	1577	-5143	5437	4418
	信贷	总	人民币贷款	51300	9900	5800	5000	15900	9000	2100	-1800	-5100	-2384	-7200	-4600
短期贷款及票据融资			11754	4888	753	284	7986	4267	3359	3267	-3638	-69	585	-1124	
中长期贷款			39535	3400	5100	2800	11900	6100	163	-6674	-1691	-1735	-6114	-1946	
居民部门		居民人民币贷款	4438	3500	2700	1600	5000	1900	-5363	1279	-225	1946	-3585	-2022	
		居民短期贷款	-497	588	-370	490	2700	716	-4025	-171	-964	1543	-515	-1604	
		居民中长期贷款	4935	3000	3000	1100	2300	1200	-1337	1538	669	393	-3170	-402	
企业部门		企业人民币贷款	47800	4900	2500	1300	14900	8400	9200	-4016	-5721	-3863	-1934	-1088	
		企业短期贷款	17400	-200	-100	-1900	4600	-1900	2800	435	-1805	-130	-1086	-1499	
		企业中长期贷款	34600	400	2100	1700	9600	4900	1500	-8212	-2360	-2128	-2944	-1544	
		企业票据融资	-5149	4500	1223	1694	686	5451	4584	3003	-869	-1482	2186	1979	
M0、M1、M2	同比（%）	M0	17.2	13	12.7	12.8	11.5	12.2							
		M1	0.4	1.2	-0.7	-2.3	-3.3	-3							
		M2	7	7.3	7.1	7.5	6.8	6.3							
	存款	人民币存款	43200	-14000	21700	6000	37400	22200	-11600	-14868	-3600	-446	15000	9600	
		住户存款	55200	21900	7900	-5700	22000	7100	29900	2120	-1189	669	-3316	-777	
		非金融企业存款	-2060	18057	7400	-7300	7700	3500	-13460	14892	4913	1352	5690	-5390	
		财政性存款	3324	-16725	1400	5952	-2358	5587	-5280	-7504	4693	-7748	-231	5675	
		非银行业金融机构存款	-11100	-31700	1800	10800	9100	6300	-16626	-26374	-13900	5732	15750	13622	

资料来源：Wind，太平洋证券

1、政府债以及信贷总量带动社融“开门红”

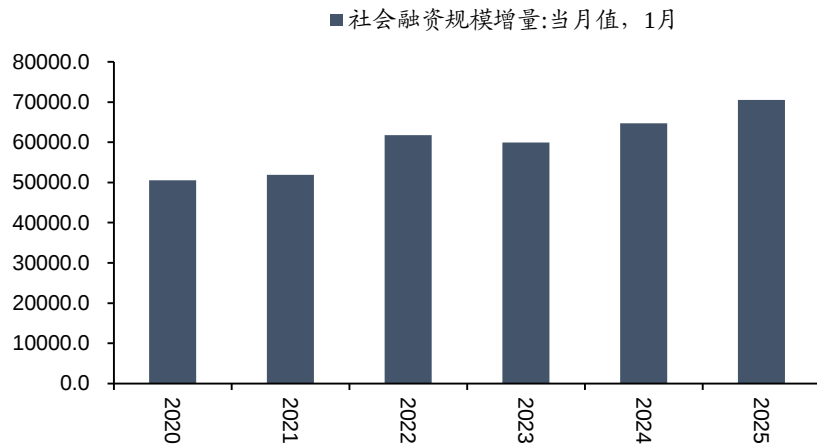
- **新增社融实现“开门红”，持续超出市场一致预期。**1月新增社融70567亿元，同比多增5833亿元，超出市场预期。与有数据统计的历史同期相比，本月社融新增规模录得最高水平。首月社融实现“开门红”，验证“加大货币信贷投放力度”、促消费以及化债等政策发力取得一定效果。
- **政府债券及信贷支撑较强。**结构上来看，本月新增社融实现超预期的同比增长，一方面得益于政府债券的持续拉动，另一方面，信贷的较快增长也有贡献，这也是相比上月较为积极的一个边际变化。

图表2：社融当月新增规模



资料来源：Wind，太平洋证券

图表3：社融1月新增规模

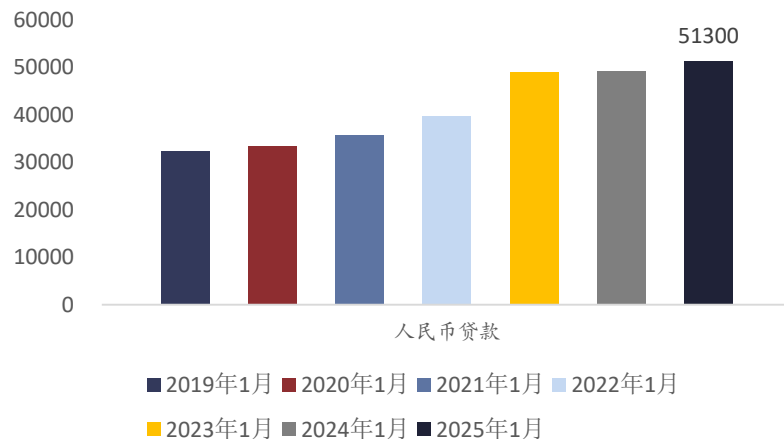


资料来源：Wind，太平洋证券

1、政府债以及信贷总量带动社融“开门红”

➤ **信贷总量持续修复，同比转为正增长。**1月新增信贷51300亿元，与去年同期相比，多增2100亿元，同样超出市场预期。与历史同期相比，本月信贷新增规模好于季节性，也创下了数据有统计以来的单月最高值。对于信贷总量的高增，可以从供给及需求两方面去理解。一方面银行在“开门红”竞赛以及“加大货币信贷投放力度”的指引下，年初可能积极推进信贷项目的前置投放；另一方面，本月春节假期开启，私人部门资金需求会有阶段性增强，企业项目结算、员工薪酬奖金发放等方面都对应着资金需求，对于信贷数据可能也存在一定扰动。

图表4：新增人民币贷款-单月

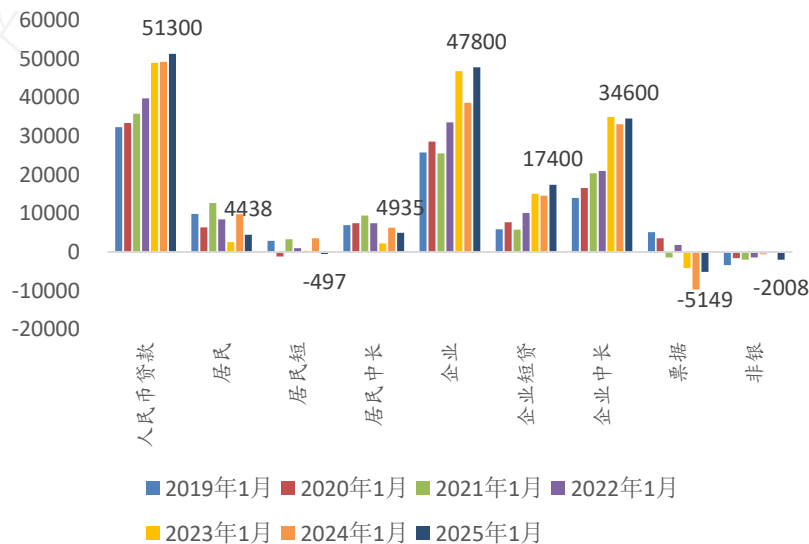


资料来源：Wind，太平洋证券

1、政府债以及信贷总量带动社融“开门红”

► **企业部门转为主要贡献。**1月信贷结构出现明显调整，企业部门的信贷结束了去年5月以来的同比负增，对整体信贷转为正向贡献，而居民部门则再度转为同比负增长。

图表5：分项新增人民币贷款-单月

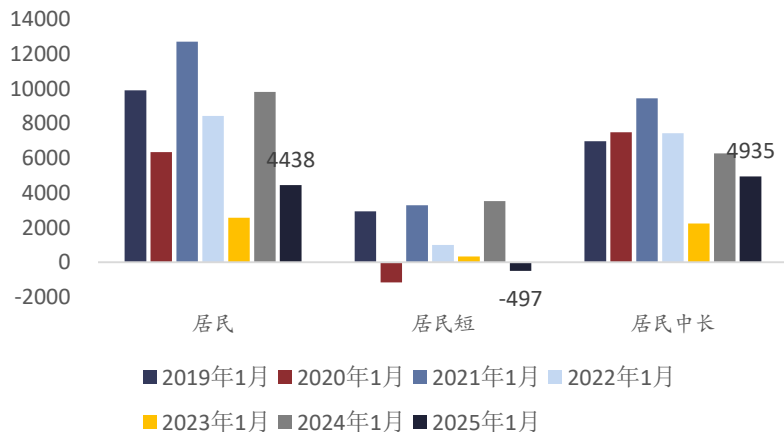


资料来源：Wind，太平洋证券

1、政府债以及信贷总量带动社融“开门红”

➤居民信贷方面，短贷拖累明显。1月居民贷款新增4438亿元，同比少增5363亿元。其中短期贷款、中长期贷款分别新增-497和4935亿元，同比分别多减4025和少增1337亿元。居民部门贷款关联密切的主要是消费以及地产，从高频数据看，1月居民消费以及地产销售均有一定热度，但本月居民部门信贷同比表现却偏弱，我们认为可能与以下因素有关：一是居民假期消费、人情往来等资金需求可能部分通过奖金得到满足，借贷需求或有所降低；二是去年同期居民部门信贷规模较大，尤其是短期贷款表现好于季节性，高基数相应拉低同比新增规模；另外央行数据显示，本月个人住房贷款增长有所好转。1月份个人住房贷款新增2447亿元，同比多增1519亿元。这一是表明本月居民中长贷的同比少增主要受房贷之外的其他中长期贷款拖累，二是在存量房贷利率下调的背景下，居民提前偿还房贷的动力可能有所减弱；三是尽管本月春节假期开启，地产销售还是维持一定韧性。

图表6：居民新增人民币贷款-单月

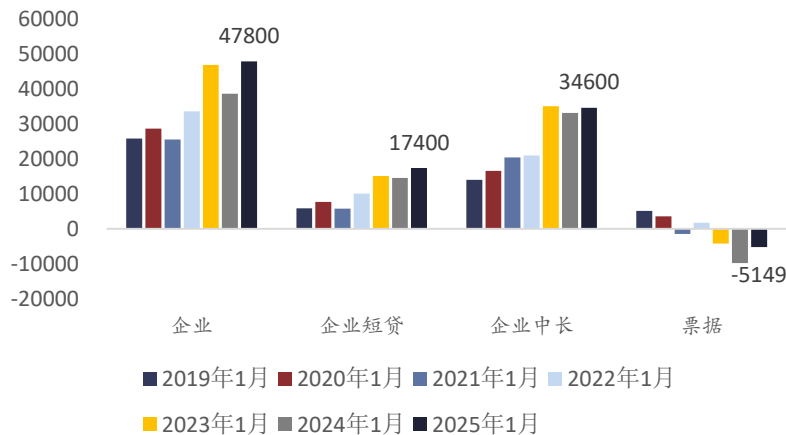


资料来源：Wind，太平洋证券

1、政府债以及信贷总量带动社融“开门红”

➤ **企业信贷方面，供给端因素或为同比多增的主要支撑。**1月企(事)业单位贷款新增47800亿元，同比多增9200亿元。其中短期贷款、中长期贷款分别新增17400和34600亿元，同比分别多增2800和1500亿元。票据方面，本月减少5149亿元，同比少减4584亿元。本月企业部门加杠杆对信贷规模的同比多增构成重要贡献，背后的驱动一方面可能来自供给侧。2024年央行货币政策委员会第四季度例会建议下阶段“引导金融机构加大货币信贷投放力度”，再加上年初银行本身就具备加力信贷投放实现“开门红”的动机，信贷节奏更加前置带动企业信贷同比多增。另一方面化债或也有一定影响。去年11月起化债工作加速推进，对于企业中长贷存在一定置换效应，本月政府债券发行规模边际有所收窄，化债对于企业信贷的干扰或也相应弱化。另外需求层面，春节前期企业在项目结算、员工薪酬奖金集中发放方面的资金需求可能也推动了信贷规模的扩张。至于用于资本开支的有效融资需求修复如何，可能还需后期数据做进一步验证。

图表7：企业新增人民币贷款-单月

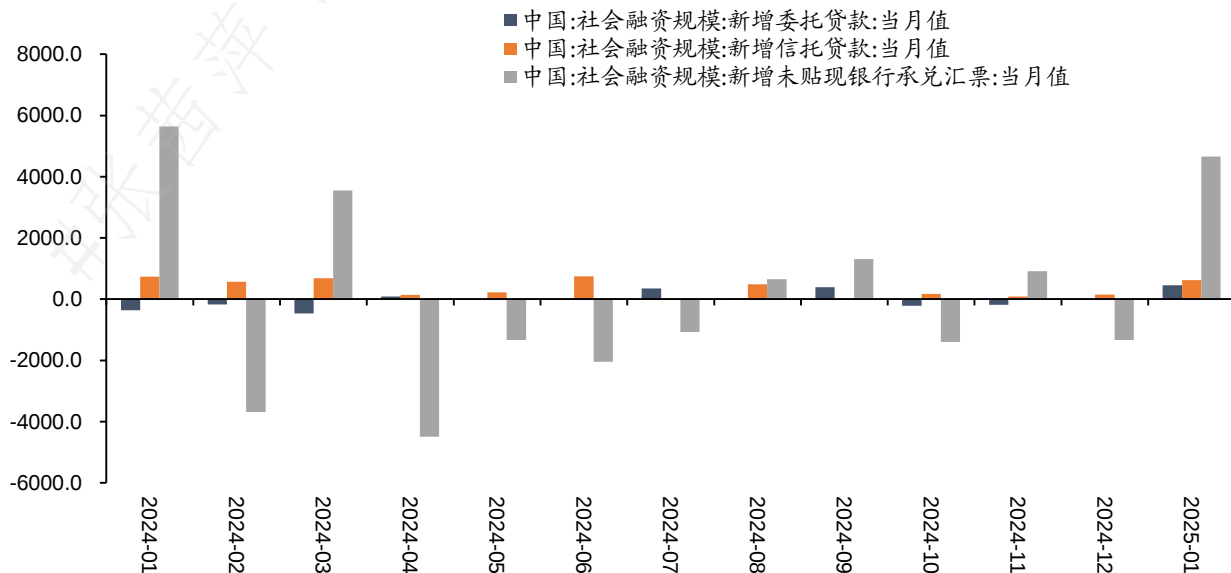


资料来源: Wind, 太平洋证券

1、政府债以及信贷总量带动社融“开门红”

➤ **高基数下未贴现银行承兑汇票同比少增。** 本月表外融资新增5725亿元，同比少增284亿元。其中未贴现银行承兑汇票新增4653亿元，同比少增983亿元，新增信托贷款623亿元，同比少增109亿元，委托贷款增加449亿元，同比多增808亿元。从新增规模的角度来看，本月未贴现银行承兑汇票是整体非标融资新增的主要拉动分项。尽管本月未贴现银行承兑汇票同比少增，但可能受去年基数偏高的影响，当期值则由负转正，较前值多增5985亿元。再结合票据融资的缩量来看，本月银行“票据冲量”行为或有明显弱化，这也与信贷总量创历史新高相对应，更多空间被让渡给实体信贷投放。

图表8：表外融资新增规模

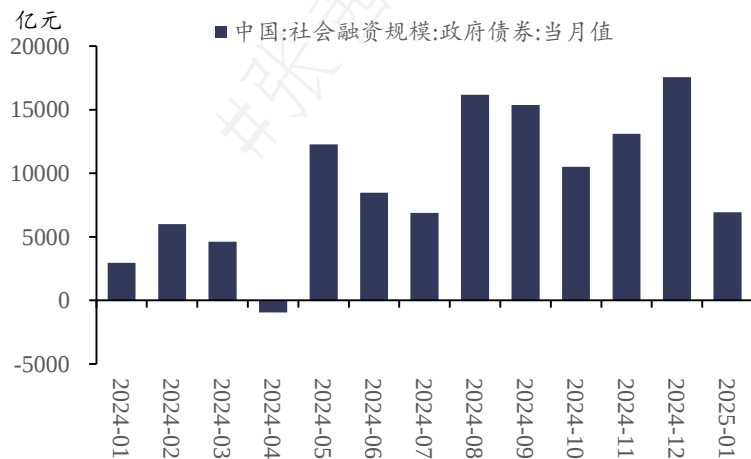


资料来源: Wind , 太平洋证券

1、政府债以及信贷总量带动社融“开门红”

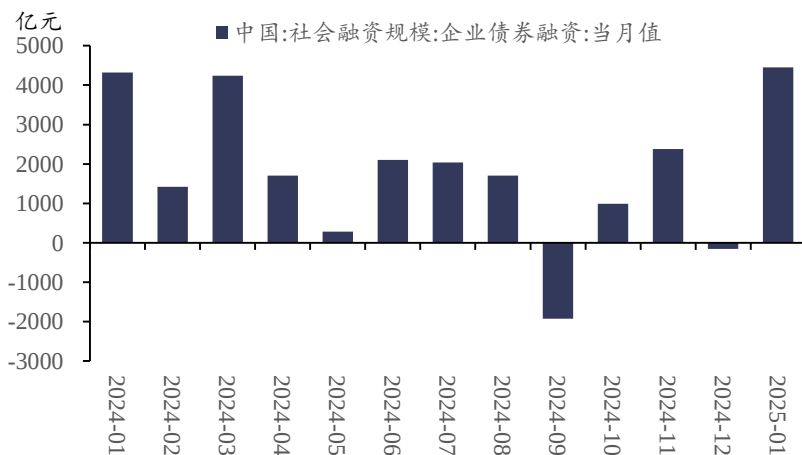
- 政府债券同比多增走势延续。**1月政府债券融资6933亿元，同比多增3986亿元，较去年表现出更强的“前置发力”特征，持续同比多增，仍是社融同比多增的一大贡献。结构上看国债与地方债净融资规模大致相当。地方债方面，用于置换存量隐债的再融资专项债支撑明显。去年年底以来地方化债加速推进，今年开年各地也密集推进隐性债务的置换，多地年初便快速披露相关发行计划。向后看，在化债积极推进以及财政政策加力稳增长的背景下，预计政府债券对社融的拉动效应仍将持续。
- 城投债继续拖累企业债券新增。**1月企业债券融资4454亿元，同比多增134亿元。结构上，多增支撑主要来自产业债券，城投债净融资则依旧为负。

图表9：政府债券融资



资料来源：Wind，太平洋证券

图表10：企业债券融资



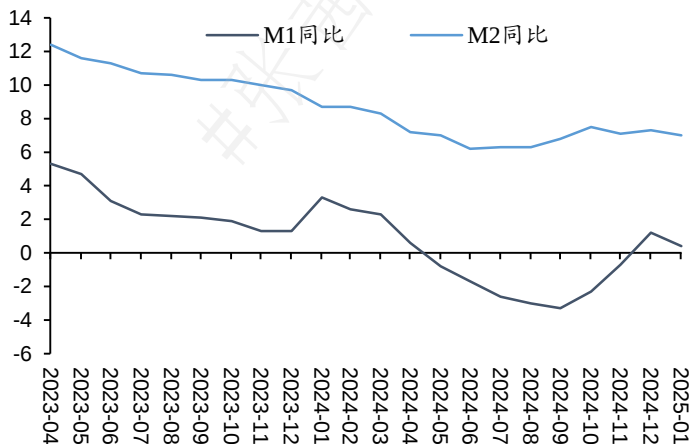
资料来源：Wind，太平洋证券

2、M1及M2同比均有回落

➤ **新口径M1推出，高基数下同比增速放缓。**1月M1同比0.4%，较12月下降0.8%。自今年1月起，M1按照新的统计口径发布，个人活期存款和非银支付机构客户备付金被纳入新口径的M1，这有助于平滑春节错位带来的同比波动。考虑到节前企业会集中发放工资奖金，春节所在月份企业与居民活期存款会出现“跷跷板”效应，新的统计口径则有效熨平了这一波动。边际变化来看，M1同比增速有所放缓，这或与去年同期基数较高以及春节期间财政支出节奏边际放缓有关。

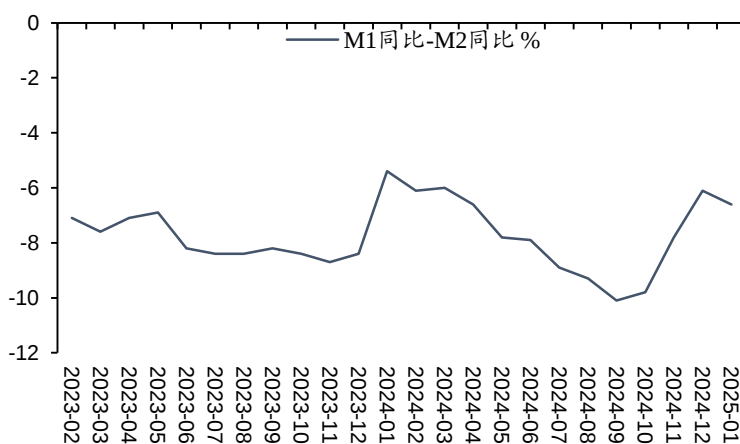
➤ **非银存款拖累M2同比。**1月M2同比增长7.0%，较上月下降0.3个百分点。非银存款为主要拖累。本月财政存款同比少增5280亿元，鉴于本月为季初缴税大月，财政存款较前值季末月出现季节性上行；居民存款同比多增29900亿元，非金融企业存款同比多减13460亿元，两者之间的变化受春节因素的影响，节前员工薪酬奖金的集中发放带动资金由企业部门向居民部门迁移；非银金融机构存款则同比少增16626亿元，监管自律机制的影响仍在持续。

图表11：M1、M2同比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表12：M1-M2同比



资料来源：Wind，太平洋证券

3、政策效果显现，增量举措或择机推出

➤ **数据超市场预期实现“开门红”，后续加码政策或相机抉择。** 本月社融及信贷数据均超出市场预期，2025年首月金融数据顺利实现“开门红”。再结合春节期间消费、地产等高频数据的回暖来看，国内稳增长政策的确取得一定效果。但同时也需看到，数据结构上仍有分化，内生性的有效融资需求修复如何还待观察，经济也尚未步入全面复苏阶段，这意味着政策发力强化逆周期调节的基调仍将延续，需要关注的是政策力度以及节奏。2025年2月13日央行发布2024年四季度货币政策执行报告，其中对货币政策仍定调为“适度宽松”，但新增了“择机调整优化政策力度和节奏”的描述，结合“增强外汇市场韧性”的内容来看，内外平衡仍是货币政策的重要考量。后续货币政策加码、财政协同发挥政策合力等增量举措的节奏可能需要视经济增速、汇率变化、风险防范等多方因素而定。

风险提示

- 海外流动性变化超预期；
- 增量政策不及预期。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。