

2月社融延续同比多增，隐债置换对新增贷款形成较大扰动

——2025年2月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：2025年3月14日，央行公布的数据显示，2025年2月新增人民币贷款1.01万亿，同比少增4400亿；2月新增社会融资规模为22333亿，同比多增7374亿；2月末，广义货币(M2)同比增长7.0%，增速与上月末持平；狭义货币(M1)同比增长0.1%，增速较上月末低0.3个百分点。

基本观点：

总体上看，受政府债券大规模发行带动，2月新增社融连续第三个月同比多增，存量社融增速也有所加快，显示金融对稳增长和化解重点领域风险的支持力度在加大。2月地方政府隐性债务置换规模加大，是新增贷款大幅同比少增的主要原因，不代表新投放贷款规模收缩。考虑到大规模地方政府隐性债务置换会显著拉低新增企业中长期贷款及整体新增贷款数据，当前新增社融更能体现金融总量对实体经济的支持力度。值得注意的是，2月居民贷款同比少减，主要源于上年同期基数偏低，当前居民消费和经营信贷需求整体偏弱，居民房贷也处于低位运行状态。

具体来看：

一、2月人民币贷款再现同比少增，主因企业贷款同比大幅少增，或主要受大规模隐债置换带动属于隐债的存量贷款被偿还，信贷资金防空转方面仍坚持严监管基调，以及1月信贷“开门红”可能对2月贷款需求有所透支等因素影响。另外，在30大中城市商品房成交面积同比高增背景下，2月居民中长期贷款同比多减，可能源于低能级城市楼市成交偏弱，以及居民中长期经营贷同比少增。

2月新增人民币贷款1.01万亿，环比季节性少增4.12万亿，同比少增4400亿，拖累月末贷款余额同比增速较上月末下滑0.2个百分点至7.3%，续创历史新低。

从分项看，2月贷款再现同比少增，主要受企业贷款拖累。2月企业中长期贷款同比大幅少增7500亿，企业短贷同比少增2000亿，票据融资则同比多增4460亿——这与当月票据利率下行相印证，显示因企业增量贷款需求不足，银行存在票据冲量现象。在2月制造业和建筑业PMI均现反弹，经济活动边际转强背景下，企业贷款同比大幅少增，或主要受三方面因素影响：一是去年底今年初置换债大规模发行，推动部分属于隐债的存量企业贷款被提前偿还，这会下拉新增贷款规模（新增贷款=新发放贷款规模-贷款偿还规

模)；二是央行四季度货币政策执行报告继续强调“防范资金沉淀空转”，显示在信贷资金防空转方面仍坚持严监管基调，这或是2月企业短期贷款同比少增的一个原因；三是1月信贷“开门红”成色较足，企业贷款恢复同比多增，或对2月贷款需求有所透支。我们判断，当前制造业中长期贷款、科技型企业贷款、绿色贷款、基础设施建设贷款保持高增，以及房地产“白名单”项目贷款投放节奏加快，是支持企业中长期贷款投放的主力，也显示金融供给侧改革正在朝着做好五篇大文章，重点支持国民经济重点领域和薄弱环节方向发力。

2月居民贷款同比少减2016亿。其中，居民短贷同比少减2127亿，主要源于去年同期基数偏低；居民中长期贷款则同比多减112亿。2月30大中城市商品房成交面积同比高增，当月居民中长期贷款却同比多减，我们判断可能有两方面原因：一是30大中城市以外的低能级城市楼市成交可能偏弱，这会下拉整体销售表现和新增房贷需求；二是在终端消费不足、物价低迷背景下，个体工商户经营活力有待提振，2月居民中长期经营贷或仍延续过去1年以来的同比少增势头。

二、2月社融延续同比多增，主要源于积极财政政策靠前发力以及置换债大规模发行背景下，地方政府债净融资同比高增，带动政府债券融资同比大幅多增。考虑到大规模隐债置换会拉低新增贷款规模，当前新增社融数据更能体现金融总量对实体经济的支持力度。

2月新增社融2.23万亿，环比少增4.82万亿，主因投向实体经济的人民币贷款环比季节性少增4.57万亿，表外票据融资因票据贴现量增多而环比多减7638亿，以及受债券发行利率边际走高影响，当月企业债券融资环比少增2752亿。

2月社融同比多增7374亿，带动月末社融存量同比增速较上月末加快0.2个百分点至8.2%，主要受政府债券融资同比大幅多增拉动。2月新增政府债券融资1.70万亿，同比多增1.10万亿，背后是积极财政政策靠前发力以及置换债大规模发行背景下，地方政府债净融资规模同比高增。我们认为，考虑到大规模隐债置换会显著拉低新增企业中长期贷款及整体新增贷款规模，当前新增社融数据更能体现金融总量对实体经济的支持力度。

三、2月末M2增速保持不动，背后是化债带动企业存款多增，与财政存款多增形成对冲；M1增速低位下行，显示当前宏观经济活跃度有待进一步提振。

2月末M2同比增速为7.0%，与上月末持平。在当月贷款同比少增导致贷款余额同比增速下行0.2个百分点，影响存款派生，以及2月新增财政存款同比大幅多增1.64万亿的背景下，M2增速仍能保持不变，主要源于当月及前期用于化债的地方政府债券大规模发行，部分资金暂时转为城投企业存款。可以看到，

尽管受发放年终奖等影响，当月企业存款季节性下降约 9000 亿，但同比少减约 2.1 万亿。这导致 2 月末各项存款余额增速达到 7.0%，较上月末加快 1.2 个百分点。总体上看，当前化债融资正在对 M2 增速形成重要支撑。

2 月末 M1 同比增速为 0.1%，增速较上月放缓 0.3 个百分点，主要受 1 月年终奖发放、居民活期存款增速大幅上行，2 月增速自然回落影响。按照新口径测算，M1 增速连续 3 个月处于同比正增长状态。我们分析，除了 2024 年三季度末一揽子增量政策出台，市场信心提升，推动企业经营、投资活跃度有所上升外，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快。不过，当前 M1 增速仍然明显偏低，显示后期还需要在推动房地产市场止跌回稳，提振居民消费信心和企业投资信心等方面持续用力。

总体上看，受政府债券大规模发行带动，2 月新增社融连续第三个月同比多增，存量社融增速也有所加快，显示金融对稳定经济运行和化解重点领域风险的支持力度在加大。2 月地方政府隐性债务置换规模加大，是新增贷款大幅同比少增的主要原因，不代表新投放贷款规模收缩。考虑到大规模地方政府隐性债务置换会显著拉低新增企业中长期贷款及整体新增贷款数据，当前新增社融更能体现金融总量对实体经济的支持力度。值得注意的是，2 月居民贷款同比少减，主要源于上年同期基数偏低，当前居民消费和经营信贷需求整体偏弱，居民房贷也处于低位运行状态。

今年“两会”政府工作报告要求，“使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配”。今年发展主要预期目标是：国内生产总值增长 5% 左右；居民消费价格涨幅 2% 左右。两者之和是 7.0% 左右。但这并不意味着今年存量社融增速和 M2 增速也将控制在 7.0% 左右。我们认为，应当从拉长时间、跨周期的角度理解“匹配”，不是每一年都要保持基本一致。事实上，在经济下行压力较大，逆周期调节发力阶段，存量社融增速和 M2 增速需要适度高于经济增长、价格总水平预期目标，反之亦然。这意味着今年存量社融增速和 M2 增速会适度高于 7.0%。

从今年面临的内外部形势、经济增长和物价目标，以及宏观政策强调更加积极有为等角度看，我们判断今年存量社融增速和 M2 增速有望分别达到 9.0% 和 8.0% 左右——2012 年以来，存量社融增速和 M2 增速平均要比经济增长、价格总水平预期目标之和分别高出 3.1 和 1.2 个百分点。考虑到 2 月末的存量社融和 M2 增速分别为 8.2% 和 7.0%，这意味着后期这两个金融总量指标都有一定上行空间。下一步的关键是要加大房地产“白名单”项目贷款拨付力度，引导银行等金融机构挖掘科技型企业、民营企业的信贷融资需求，切实做好五篇大文章，以结构带总量。

