

经济分析系列
Economic Analysis Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

2025年第一季度

中国宏观金融形势分析报告



政府债支撑融资需求，二季度降准可期

2025 年第一季度，货币政策继续保持适度宽松基调，但降准降息操作仍待“择机实施”。在此背景下，当季 7 天逆回购利率、1 年期和 5 年期以上贷款市场报价利率均维持不变。由于 MLF 持续缩量续作叠加政府债券发行提速，市场流动性趋于紧张，推动货币市场利率上行。

从货币供应看，2025 年 1、2 月的货币供应增速小幅下滑，2 月居民存款可能再度向非银金融机构转移，政府存款多增显示政府债务发行较快但资金仍待拨付。

从融资需求看，社融增速仍主要靠政府债券支撑，居民和企业的融资需求有待继续修复。二季度短期资金紧张局面将随着流动性投放逐步缓解，“适度宽松”货币政策实施首选定向流动性供给方式，必要时考虑降准。

北大汇丰智库金融组（撰稿人：齐涵博）

成稿时间：2025 年 4 月 21 日|总第 133 期|2024-2025 学年第 33 期

联系人：程云（0755-26032270，chengyun@phbs.pku.edu.cn）

一、货币政策：流动性紧平衡下的政策宽松预期

1. 利率和流动性：货币市场资金面紧张，1、2 月利率间歇飙升

货币利率市场方面，截至 2025 年 3 月 31 日，作为货币政策核心指标的 7 天逆回购利率连续第三个月维持在 1.5% 不变，但货币市场利率中枢持续抬升。1 月银行间存款类金融机构以利率债为质押的 7 天期回购利率（DR007）加权利率报 1.93%，2 月进一步攀升至 2.00%，与政策利率的利差扩大至 50 个基点，显示市场短期流动性分层压力加剧（图 1）。银行同业存单发行量和利率的同步上升也证实这一点。在资金供需趋紧环境下，同业存单的发行量和利率随资金成本抬升而上涨（图 2）。

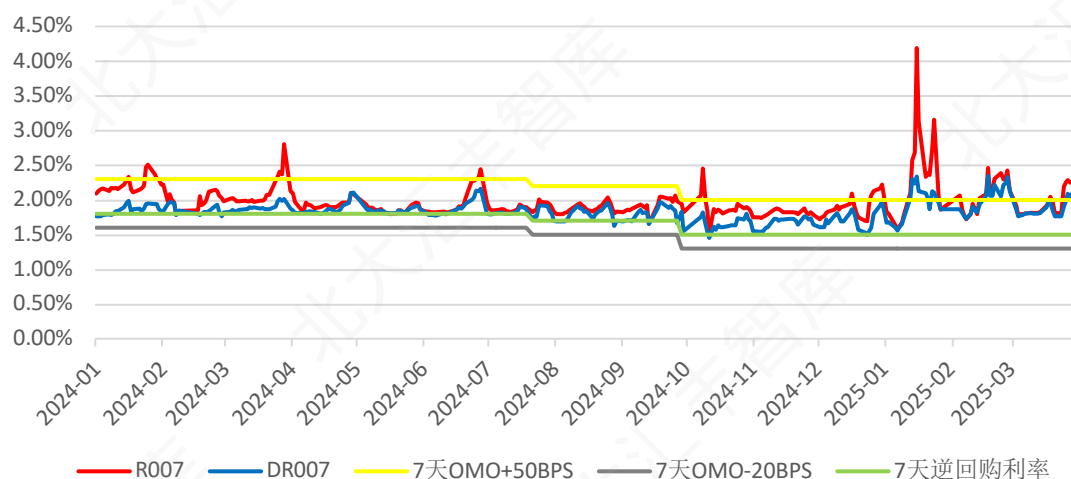


图 1：2024 年 1 月-2025 年 3 月政策利率和货币市场利率

数据来源：Wind，北大汇丰智库

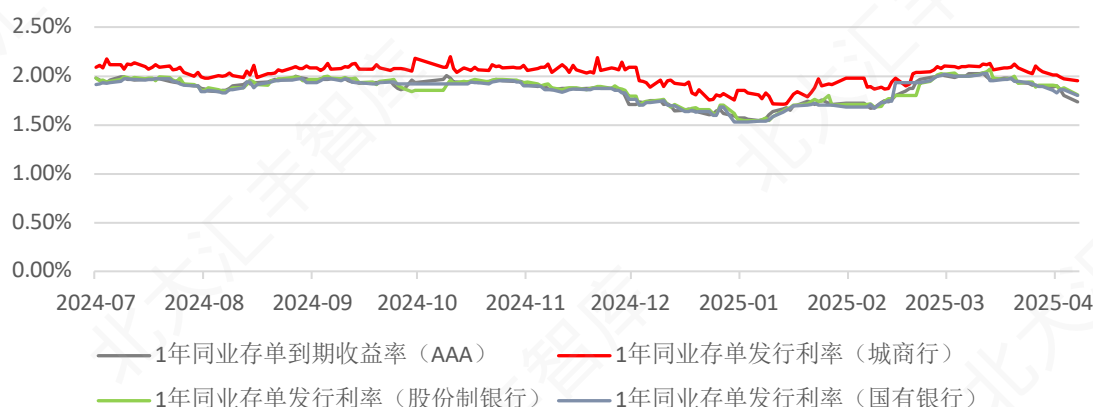


图 2：2024 年 7 月-2025 年 3 月不同类型的 1 年期银行同业存单利率

数据来源：Wind，北大汇丰智库

1 年期和 5 年期以上贷款市场报价利率（LPR）分别维持 3.1% 和 3.6% 不变，

央行在降成本、稳息差、稳汇率之间权衡取舍。根据 FedWatch 的数据显示，预计美联储有望在 6 月降息，届时将为中国货币政策宽松打开空间。从 1-2 月金融数据观察，实体经济融资规模未见显著收缩，反映出央行货币政策立场保持稳定。

出于防范资金空转的考虑，1-2 月央行在公开市场实施中期借贷便利(MLF)缩量操作。这引发市场对央行货币政策立场的疑虑，致使货币市场利率维持在较高水平。2025 年第一季度 1-3 月 MLF 续作金额分别为 2000 亿元、3000 亿元、4500 亿元，1 月和 2 月净回笼分别为 7950 亿元和 2000 亿元，3 月为为缓解资金面压力而净投放 630 亿元。3 月 MLF 实现自 2024 年 7 月以来的首次净投放，传递出适度宽松政策信号。1-3 月买断式逆回购操作量分别为 1.7 万亿元、1.4 万亿元、8000 亿元，分别实现净投放 9050 亿元、6000 亿元、1000 亿元，合计净投放 1.6 万亿元，有效对冲 MLF 缩量影响。第一季度政府债务集中发行，吸收市场流动性，导致银行体系可用资金明显减少。叠加 2024 年四季度降息政策落地以及监管对手工补息、同业存款等业务的规范的影响，共同导致银行间市场资金面趋紧，市场利率上行。

但我们认为，银行间市场流动性紧张并不代表央行货币政策立场转变，主要基于以下三点原因：首先，货币市场利率突破利率走廊上限，但央行并未通过相关工具对 DR007 进行约束，而是在 3 月重新净投放 MLF。这表明央行对银行间市场资金紧张状况持一定容忍态度。第二，若央行有意调整货币政策立场，通常会明确使用总量性紧缩工具。第三，经济基本面尚不支持货币政策的转向。随着 3 月 MLF 净投放 630 亿元和买断式逆回购持续补充流动性，资金面有望边际改善，央行大概率延续“紧平衡+结构性宽松”的政策组合，直至经济复苏动能企稳。

在货币政策工具改革方面，MLF 操作由原来的单一价位中标调整为多重价位中标，标志其政策利率属性终止，逐步转型为市场化工具。而买断式逆回购将成为中期流动性管理的主要手段，与 7 天逆回购（政策利率基准）相配合，构建起以 7 天逆回购为短端政策利率、以市场化工具为中长端调控手段的新型货币政策框架。此前，央行已通过多项措施逐步淡化 MLF 的政策利率属性：如去年 7 月起 MLF 操作时间延后至 LPR 报价之后，实现 LPR 与 MLF 利率“解绑”；明确 MLF 操作采用利率招标，并逐步扩大参与机构投标利率区间；去年推出买断式逆回购工具，采用多重价位中标方式，该工具被认为将逐步取代 MLF 成为中期流动性管理

的主要工具。MLF 招标改革具有重要政策意义，标志着 MLF 利率彻底退出政策属性，回归流动性管理工具的本质定位；同时有助于降低银行负债成本，缓解净息差收窄压力。展望未来，MLF 将逐步转型为市场化工具，而买断式逆回购将成为中期流动性管理的主要手段，与 7 天逆回购（政策利率基准）相配合，构建起以 7 天逆回购为短端政策利率、以市场化工具为中长端调控手段的新型货币政策框架。

2.货币供应：M2 增速小幅回落

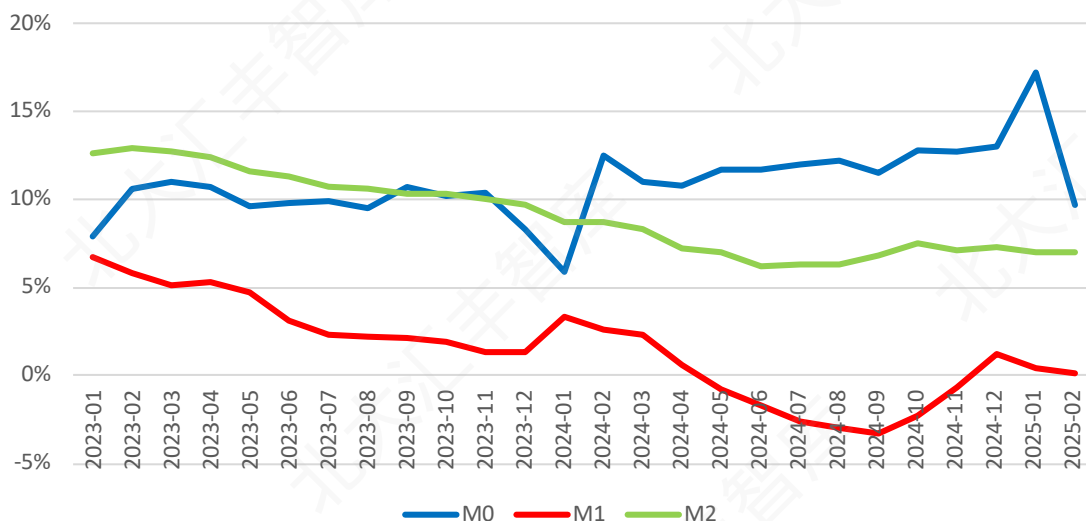


图 3：2023 年 1 月-2025 年 2 月货币供应同比增速

数据来源：Wind，北大汇丰智库

2025 年 1-2 月流通中现金（M0）、狭义货币（M1）和广义货币（M2）同比增速小幅下滑（图 3）。M0 在 1 月同比增长 17.2%，创 2023 年 2 月以来新高，但 2 月则回落至 9.7%。这一波动主要源于春节因素和年终奖的集中发放，而非经济基本面变化。今年春节假期始于 1 月，受企业集中发放工资和居民节前取现需求激增影响，M0 增速显著提升；而节后现金回流叠加 2024 年 2 月春节高基数效应，导致增速回落。

新口径的 M1 增速虽然转正，但仍然偏弱，说明企业活化资金不足。M1 于 1 月同比增长 0.4%，2 月末微降至 0.1%。新统计口径将个人活期存款和非银行支付机构备付金纳入 M1 后，有效平滑了春节前企业存款与居民存款的此消彼长。2025 年 1 月企业存款减少 1.1 万亿元，居民存款增加 6.13 万亿元（图 4），使 M1 增速较调整前显著平缓。M1 的整体低迷反映可能财政资金滞留国库对微观主体流

动性的抑制。1-2 月财政存款增加 1.59 万亿元，同比多增 1.1 万亿元（图 4），表明政府债券发行（前两月累计发行 2.28 万亿元）所募资金尚未充分转化为企业活期存款。此外，地方政府化债加速，如特殊再融资债置换存量贷款，导致资金停留在融资平台账户；春节后偿债需求集中释放，进一步推升企业活期存款规模。

M2 在 1-2 月同比增速均维持 7%，增速较 12 月末的 7.3% 略微下滑，2 月末 M2 余额 320.52 万亿元。从存款结构看，居民、企业 and 非银存款同比均实现多增或少减，推动 M2 增速上行，但政府债券发行加速叠加财政存款释放滞后则拖累 M2 增长，最终 M2 增速维持平稳。

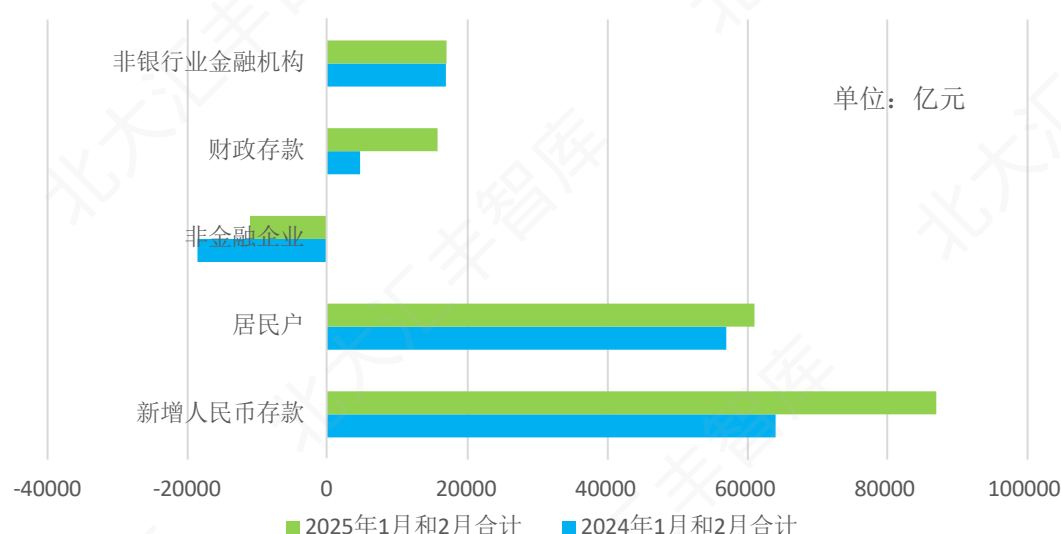


图 4：2025 年 1、2 月存款同比变化

数据来源：Wind，北大汇丰智库

2025 年 1、2 月新增人民币存款 87400 亿元，同比多增 23000 亿元（图 4）。其中，居民部门新增人民币存款 61300 亿元，同比多增 4000 亿元；非金融企业存款减少 11000 亿元，同比少减 7500 亿元；新增财政存款 15900 亿元，同比多增 11094 亿元；非金融行业金融机构新增人民币存款 17200 亿元，同比多增 100 亿元。

2 月居民存款同比少增 2.59 万亿元，一方面因为春节较早所以存款行为前置，另一方面则因为权益市场活跃。根据上交所数据，2 月个人和机构投资者证券新开 A 股账户 284 万户，反映居民存款搬家至非银存款，对应 2 月非银存款同比多增。

1、2 月份企业存款虽同比少减，但仍是负值，反映企业对未来市场前景的观望态度，投资和扩张意愿不足，影响了企业存款的增长。非银存款方面，2 月非银存款同比大幅多增，原因除了前文提到的居民存款搬家之外，和大行的“负债荒”可能

有一定关系，即银行融入资金存压的情况下，从非银部门吸收存款。

二、融资需求：政府主导信用投放

1.社融：政府债券持续支撑社融同比增量

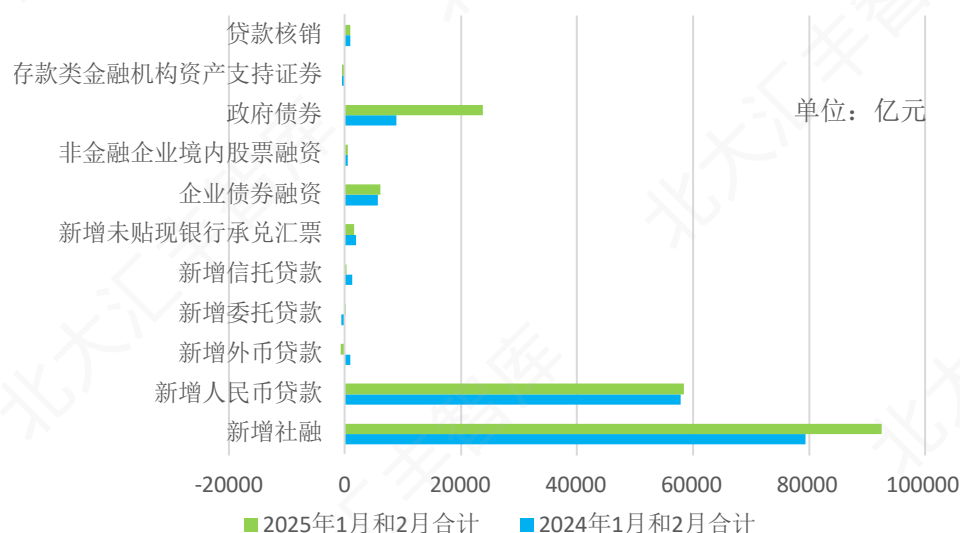


图 5：2025 年 1、2 月社融同比变化

数据来源：Wind，北大汇丰智库

2025 年 1-2 月社会融资规模实现同比多增，社融存量同比增速上升至 8.2%。从结构分析，同比多增主要依靠政府债券和票据融资的拉动，但实体经济信贷融资表现相对疲弱。2025 年 1-2 月新增社融 92921 亿元，同比多增 13228 亿元，同比增速分别为 8%和 8.2%（图 5）。其中，社融口径下的新增人民币贷款 58722 亿元，同比多增 548 亿元；而外币贷款减少 673 亿元，同比转负多减 1653 亿元；新增委托贷款 221 亿元，同比多增 752 亿元；新增信托贷款 293 亿元，同比少增 1010 亿元；新增未贴现银行承兑汇票 1667 亿元，同比少增 283 亿元；非标融资三项新增 2181 亿元，同比少增 541 亿元；新增企业债券融资 6156 亿元，同比少增 413 亿元；新增非金融企业境内股票融资 549 亿元，同比多增 13 亿元；新增政府债券融资 23872 亿元，同比多增 14914 亿元；存款类金融机构资产支持证券减少 496 亿元，同比多减 83 亿元；新增贷款核销 939 亿元，同比少增 23 亿元。

企业债券融资同比小幅多增，整体融资情况变化不大。其中万得口径的城投债 1 月和 2 月净融资约 53 亿元和 503 亿元，由 12 月的-1290 亿元转正。净融资转正

的原因是这两月的城投债到期规模较少，而非新发行增加。在政府持续化债、融资平台退出与转型加速，相关监管趋严的背景下，预计未来城投债净融资继续转负。

政府债融资同比多增印证了今年两会《政府工作报告》中关于广义赤字和政府债供给扩大的表述。2025 年 2 月政府债净融资额为 1.69 万亿元，发行规模居历史单月第二高位，实现同比多增 1.09 万亿元，成为 2 月社融增速的主要支撑因素。今年 2 月新增专项债和特殊再融资债合计发行 1.28 万亿元，较去年同期增加 8459 亿元。

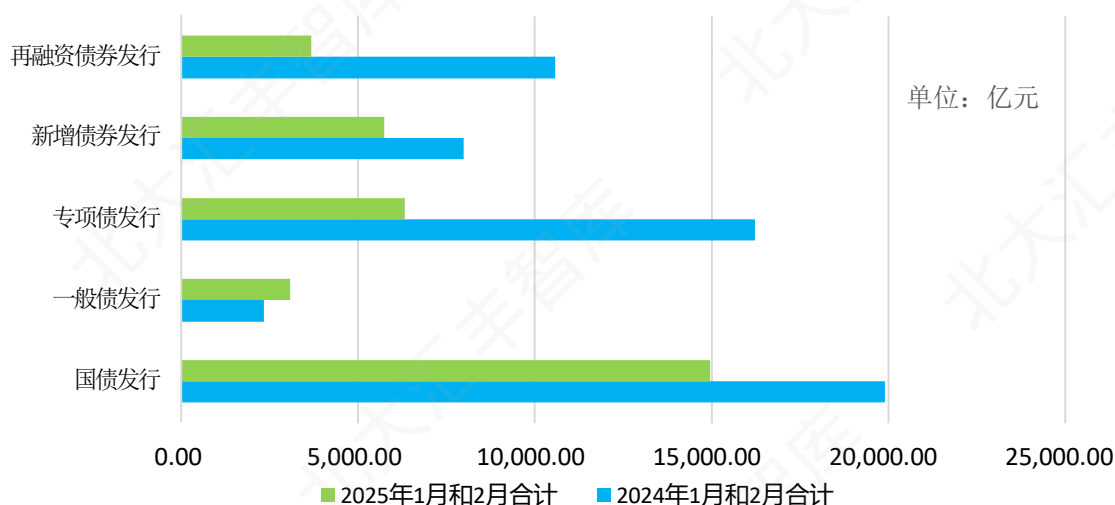


图 6：2025 年 1、2 月新发行政府债务同比变化

数据来源：Wind，北大汇丰智库

而政府债务融资中，2025 年 1、2 月国债新发行同比多增 4961 亿元，地方政府专项债新发行同比多增 9927 亿元，地方政府一般债发行同比少增 740 亿元（图 6）。从发行用途来看，无论是新增债券还是再融资债券发行均实现同比多增，特别是再融资债券发行，比去年同比多增近 7000 亿元，不仅体现了政府化解地方债务的决心，也佐证了在债务化解过程中，政府通过债务置换信托融资和企业信贷融资，导致两者数据走弱。信托贷款同比少增，原因可能是信托贷款在化债背景下被政府债务置换偿还。政府债券有望继续成为社融数据的主要支撑，但对基本面的支持力度还需考量资金实际投放进度以及财政收入的完成状况。

2. 信贷：企业和居民部门融资需求有待修复

2025 年 1-2 月人民币贷款新增 61400 亿元，同比少增 2000 亿元（图 7）。其

中，新增短期及票据融资 14006 亿元，同比多增 7946 亿元；新增中长期贷款 43785 亿元，同比少增 7449 亿元；新增居民户贷款 547 亿元，同比少增 3347 亿元，而当中居民短期贷款减少 3238 亿元，同比多减 1898 亿元，居民中长期贷款新增 3785 亿元，同比少增 1449 亿元；企事业单位新增 58200 亿元，同比多增 3900 亿元，其中短期贷款新增 20700 亿元，同比多增 800 亿元，中长期贷款新增 46000 亿元，同比少增 6000 亿元，票据融资减少 3456 亿元，同比少减 9044 亿元；新增非银贷款 836 亿元，同比少增 3458 亿元。

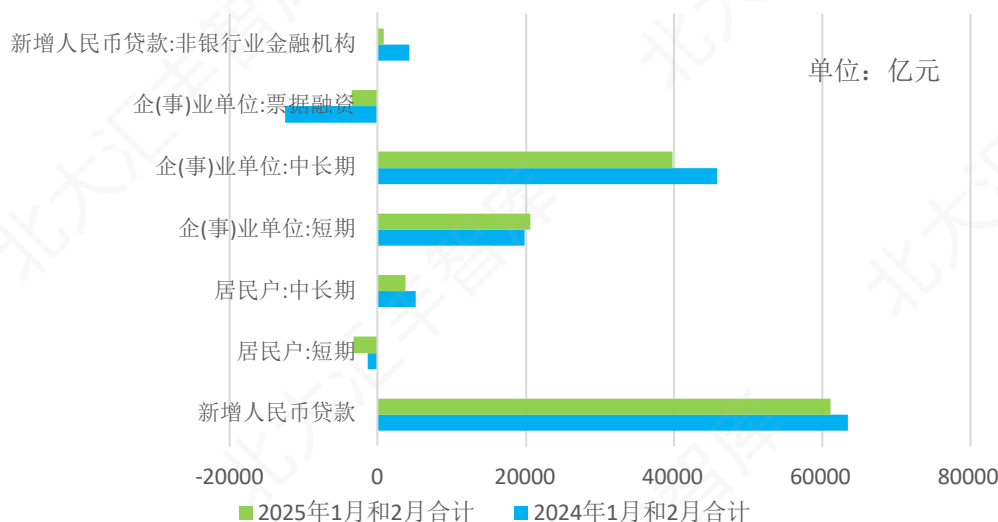


图 7：2025 年 1、2 月人民币贷款同比变化

数据来源：Wind，北大汇丰智库

财政前置发力带动了相关项目的信贷需求，但信贷融资需求有待进一步修复。此外，地方债供给大幅增长，对企业信贷需求形成一定挤出效应。

从居民部门来看，1、2 月房贷表现较好，主要得益于商品房销售的韧性以及存量房贷利率下调的政策刺激，推动居民购房需求回升，带动中长期贷款增加。但 2 月贷款数据明显走弱。具体来看，存量房贷利率和存量公积金贷款利率均实施下调，其中贷款合同为 LPR-30BP 的商业贷款，房贷利率降至 3.3%，同时个人住房公积金贷款利率下调 25 个基点。这两项政策共同作用于房地产市场。从房地产数据观察，1-2 月商品房销售面积累计同比增速为-5.1%，销售额累计同比增速为-2.6%，较去年 12 月的低迷水平有所改善（图 8）。类似地，个人按揭贷款同比增速也从去年 12 月的-27.9%回升至 2 月末的-11.7%。但增速仍处于负值区间，表明贷款和成交仍在收缩，因此 1-2 月整体居民中长期贷款呈现同比少增。此外，新建商品住

宅价格同比跌幅在 1 月、2 月分别为-5.4%和-5.2%，较 12 月的-5.7%亦有所收窄，印证房地产需求出现边际改善。

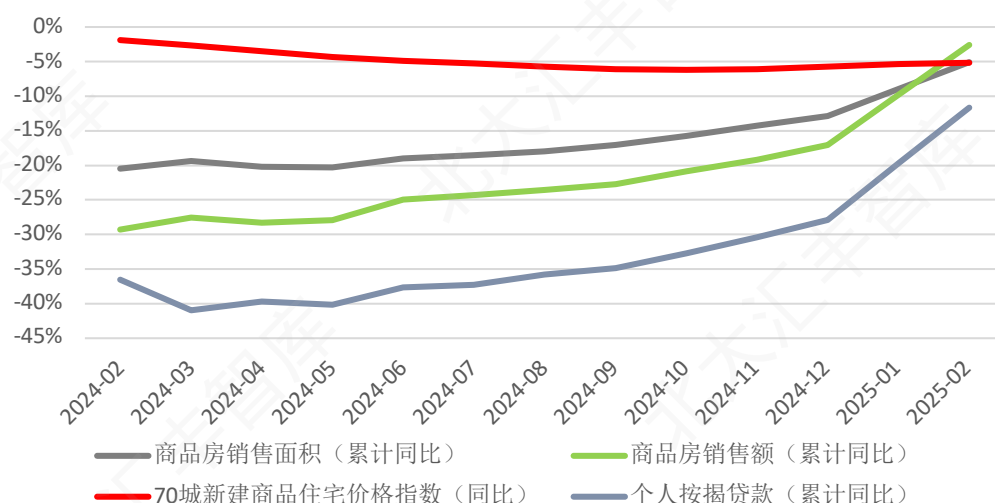


图 8：2024 年 2 月-2025 年 2 月房地产销售、按揭贷款、和价格变动

数据来源：Wind，北大汇丰智库

1-2 月居民短期贷款同比多减，但整体表现相对平稳。1 月居民短贷同比多减，而 2 月同比少减，主要受春节错位因素影响。春节期间服务消费、线下零售等领域表现活跃，有效拉动消费信贷增长。社会消费品零售总额增速从 2024 年 12 月的 3.7%持续回升至 2 月的 4%，同时居民短期经营贷款和短期消费贷款的同比增速在 1 月小幅回落后，2 月开始企稳回升，分别达到 4.32%和-1.25%（图 9）。然而，整体居民贷款的下行趋势反映出除购房等大额消费外，居民消费和借贷意愿仍需进一步提振。

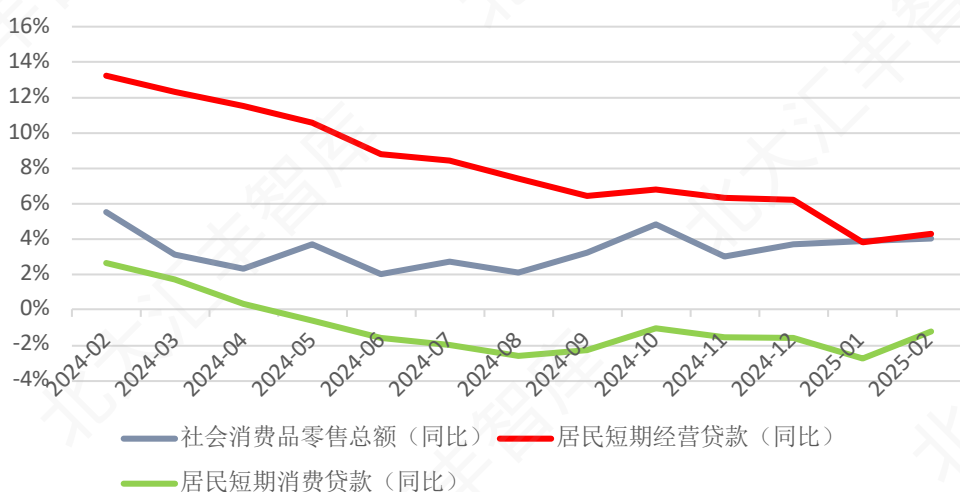


图 9：2024 年 2 月-2025 年 2 月居民短期贷款和社消零同比增速

数据来源：Wind，北大汇丰智库

从企业部门看，1 月企业中长期贷款阶段性企稳，表明企业对长期投资的信心

有所恢复，这可能与政府推动重大项目建设、鼓励企业技术改造等政策效应显现有关。2月企业贷款转为同比少增，除受1月项目贷款集中释放的透支效应影响外，地方债供给的显著增加也促使企业融资渠道发生结构性变化，部分资金需求转向债券市场融资，相应降低对银行信贷的依赖。企业中长期贷款在1月同比多增、2月同比少增的波动趋势，与长江商学院中国企业经营状况指数（BCI）企业融资环境指数的走势基本吻合（图10）。具体看，BCI企业融资环境指数自2024年以来持续处于50的荣枯线下方，1月数值较12月小幅反弹，2月则再度回落，印证企业融资环境依然偏弱。

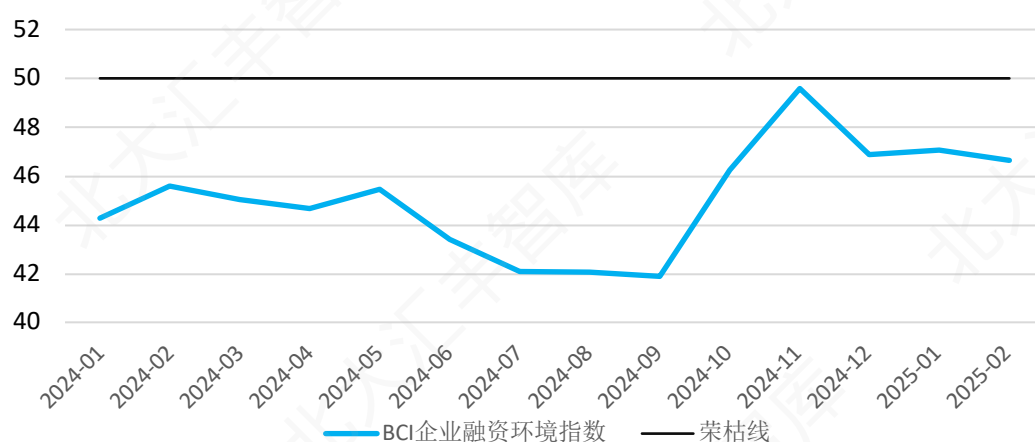


图 10：2024 年 1 月-2025 年 2 月长江商学院中中国企业融资环境指数（BCI）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

票据融资同比持续多增，反映内生融资需求尚未实质性改善，银行通过票据冲量的需求仍然较强。信贷融资需求恢复情况有待继续观察，2月社融口径人民币贷款和外币贷款合计同比少增 3500 多亿元，拖累社融同比增速 0.1 个百分点，部分受春节错位因素扰动。今年前两个月新增企业贷款的利率下行，其中 2 月份企业新发放贷款加权平均利率约 3.3%（统计局），较 12 月的 3.43% 下降 13 个基点。

非银贷款同比少增 3458 亿元，主要受 2024 年 1-2 月高基数效应影响。彼时权益市场大幅波动，非银机构对短期流动性需求增加，导致银行贷款规模扩大。而 2025 年 2 月的非银贷款单月新增 2844 亿元，自数据公布以来仅低于 2024 年 2 月。单月新增非银贷款偏高可能与 2 月货币市场流动性偏紧有关。由于非银主体在货币市场上融资难度升高，因此更多转向贷款融资渠道。

三、未来展望

预计 2025 年二季度将呈现利率下行、流动性宽松的特征。利率方面，预计银行同业市场资金紧张局面将得到缓解，DR007 中枢或逐步下降，同业存单发行利率或随资金供需关系变化趋于稳定。由于央行多个场合重申货币政策的适度宽松立场，预计 MLF 或继续超额续作，配合买断式逆回购操作实现净投放。而为防止资金空转，央行可能重视的结构性调整，预计下调 1 年期 LPR 引导贷款利率继续下行，同时维持 5 年期 LPR 不变以稳定房地产市场。货币供应方面，预计 M1 和 M2 同比增速受益于流动性投放而上升，但企业和居民活期存款增速缓慢导致 M1 增速回暖偏慢。预计二季度将延续政策驱动型的融资结构特征。二季度是地方政府专项债发行高峰期，但政府债务融资将持续挤出部分企业贷款，因此企业中长期贷款可能延续一季度的弱势，而银行仍将依赖票据冲量维持信贷投放。尽管房地产销售出现边际改善，但仍在收缩区间且第一季度居民中长期贷款同比少增，因此预计二季度居民信贷持续偏弱。

【声明】本文版权为北大汇丰智库所有



PHBS 智库

北京大学汇丰商学院

北大汇丰智库（The PHBS Think Tank）成立于 2020 年 7 月，旨在整合北京大学汇丰商学院各院属研究中心，统筹协调资源，重点从事有关宏观经济、国际贸易与投资、金融改革与发展、粤港澳大湾区可持续发展、城市与乡村发展、海上丝路沿线国家经济贸易与合作等领域的实证分析与政策研究，打造专业化、国际化的新型智库平台。北大汇丰智库由北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授兼任主任，智库副主任为王鹏飞、巴曙松、任颀、魏炜、林双林。



北大汇丰智库微信公众号



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

深圳市南山区丽水路2199号北京大学汇丰商学院 518055

Peking University HSBC Business School, Xili University Town, Shenzhen, China

TEL: (+86)755 2603 2270 EMAIL: thinktank@phbs.pku.edu.cn

<http://thinktank.phbs.pku.edu.cn>