

1 月金融数据点评：“开门红”如期而至



沈夏宜 分析师
Email:shenxiayi@lcq.com
证书:S1320523020004



陈国文 分析师
Email:chengguowen@lcq.com
证书:S1320524070001



魏争 分析师
Email:weizheng@lcq.com
证书:S1320524100001

投资要点:

社融同比多增，存量增速持平前值。1 月新增社融 7.06 万亿，同比多增 5866 亿，社融存量增速维持在 8.0%。结构上看，信贷、政府债同比多增对当月社融形成有效托举；外币贷款、未贴现银行承兑汇票则是主要拖累项，其他分项与去年同期相比波动不大。

企业部门融资全面改善，但持续性尚需进一步观察。当月企业部门短期贷款新增 1.74 万亿，同比多增 2800 亿；中长期贷款新增 3.46 万亿，同比多增 1500 亿，结束了连续 10 个月的同比少增。但结合表内贴现规模同比减少 4584 亿来看，1 月企业信贷需求的回温仍然偏慢。或更多与银行“开门红”策略有关，前期储备的信贷项目在年初集中释放。所以企业信贷读数改善的持续性，有待需求端提供更多线索去进一步验证。

居民融资需求边际回落。当月居民部门短期贷款减少 497 亿，同比少增 4025 亿；新增中长期贷款 4935 亿，同比少增 1337 亿。从短贷来看，一方面是“以旧换新”政策在去年四季度持续发力，可能透支了部分领域的消费贷需求，1 月乘用车日均销量同环比均有不同程度回落。另一方面或与存量房贷利率调降有关，居民提前还贷压力减轻，通过短期贷款补充流动性的诉求亦随之回落；从中长贷来看，主因居民购房需求受到春节错位的影响，1 月 30 城商品房成交面积同比减少 15%。其中一、二线城市同比分别减少 3%和 29.1%。

M1、M2 增速均有所回落。当月 M1 统计口径调整落地，个人活期存款、非银支付机构备付金纳入统计范围，新口径下 M1 当月增速 0.4%，环比上月回落 0.8 个百分点。其中 M0 受春节取现需求的影响，增速季节性抬升至 17.2%；新口径下，春节对企业-居民活期存款的“跷跷板”效应消除。但整体增速回落，说明资金整体活化程度有待进一步提升；当月 M2 增速环比回落 0.3 个百分点至 7.0%，或与当月权益市场调整，而债券市场相对占优，投资性价比回升逻辑下，部分资金从非银存款回流至理财有关。

降准、降息操作时机或将延后。整体看，1 月金融数据在去年高基数下，仍然实现了开门红。其中政府债“靠前发力”、企业中长期贷款同比转为多增，均释放了一定的积极信号。虽然表内票据贴现规模同比大幅多增，指向需求端的回温仍然偏慢。但央行在 2024 年四季度货币政策执行报告下一阶段货币政策主要思路中提到，“强化逆周期调节，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏。”相较于

相关报告

12 月经济数据点评：顺利完成 5%增长目标

2025.01.21

美国 12 月 CPI 点评：通胀符合预期，美国再通胀担忧稍减

2025.01.17

12 月金融数据点评：财政发力拉动社融增速，居民信贷持续改善

2025.01.16

2024 年三季度报告的表述，本次报告更重视货币政策推出的时机。所以我们理解，在美联储降息预期收紧，人民币汇率面临一定贬值压力的环境下，若没有更多线索指向信贷景气不可持续，央行降准、降息的时机或将延后，为后续操作留出空间。

风险提示：宏观经济不及预期，需求恢复不及预期，流动性超预期收紧。

目 录

1. 社融：信贷、政府债多增，社融存量增速持平	5
2. 信贷：企业部门改善，居民部门融资需求偏弱	6
3. M1、M2 增速均有所回落	8
3.1 M1 统计口径调整落地，M2 增速小幅下滑	8
3.2 降准、降息操作时机或将延后	9
4. 风险提示	9

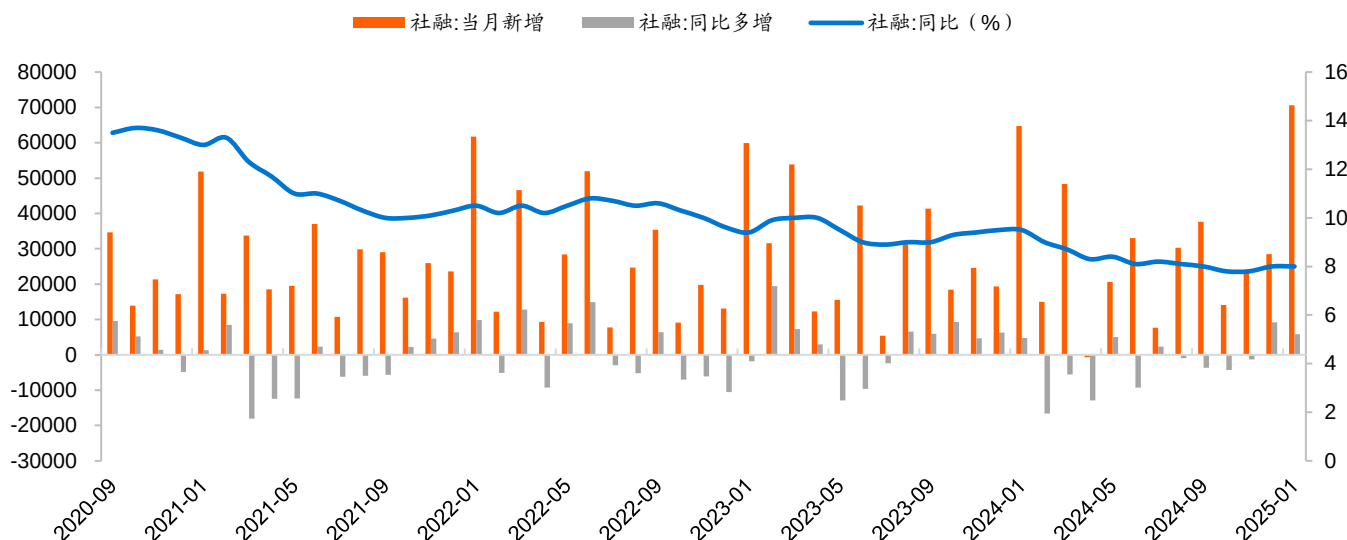
图目录

图 1	1 月社融同比多增（亿元）	5
图 2	人民币贷款、政府债券是主要支撑（亿元）	6
图 3	国债净融资同比多增	6
图 4	特殊再融资专项债仍是支撑项	6
图 5	城投债净融资延续同比少增	6
图 6	1 月新增人民币贷款（亿元）	7
图 7	1 月票据融资同比少减 4584（亿元）	7
图 8	企业部门中长期贷款同比多增（亿元）	8
图 9	企业部门短期贷款同比多增（亿元）	8
图 10	1 月乘用车日均销量同环比均走弱	8
图 11	11 月 30 大中城市商品房销售面积回落	8
图 12	居民部门中长期贷款同比少增（亿元）	8
图 13	居民部门短期贷款同比少增（亿元）	8
图 14	M0、M1、M2 同比增速（%）	9
图 15	非银存款同比大幅少增（亿元）	9

1. 社融：信贷、政府债多增，社融存量增速持平

社融同比多增，存量增速持平前值。1月新增社融7.06万亿，同比多增5866亿，社融存量增速维持在8.0%。结构上看，信贷、政府债同比多增对当月社融形成有效托举；外币贷款、未贴现银行承兑汇票则是主要拖累项，其他分项与去年同期相比波动不大。

图1 1月社融同比多增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

人民币贷款同比多增。当月社融口径新增人民币贷款5.2万亿，同比多增3799亿。信贷如期实现“开门红”，一方面是在“适时降准降息”预期下，银行对当前利率环境更为合意，提前发力意愿相对往年或更强。另一方面，则是去年底各家银行“旺季”工作启动偏早，前期项目储备更为充足，二者共振推升信贷读数。

政府债券同比多增。政府债券当月新增6933亿，同比多增3986亿。一是“实施更加积极的财政政策”背景下，国债有“靠前发力”的倾向，为后续赤字规模提升留出空间，当月国债净融资同比多增4531亿；二是去年同期专项债基数偏低。2024年1月受项目审核趋严影响，专项债整体发行进度偏慢，而今年用于债务置换的特殊再融资专项债持续落地形成支撑，当月特殊再融资专项债同比多增1719亿。

外币贷款同比少增。外币贷款当月减少392亿，同比多减1381亿，已连续9个月同比负增长。一方面与国内进口增速中枢回落，付汇需求偏弱有关；另一方面，受美联储降息预期持续收紧的影响，美元指数和美债利率呈高位震荡态势，人民币汇率面临一定的贬值压力，对企业外币贷款需求形成一定压制。其他分项基本与去年同期持平，对整体社融影响不大。

图2 人民币贷款、政府债券是主要支撑 (亿元)

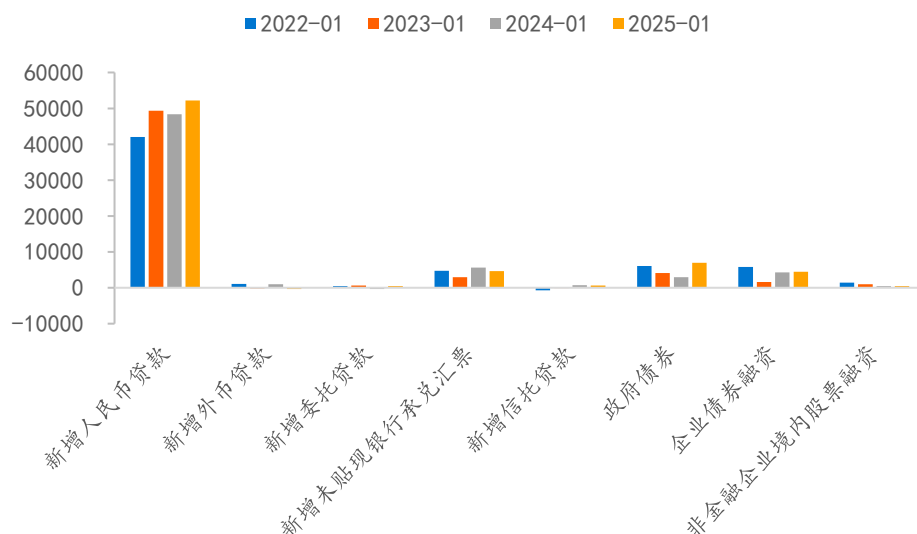
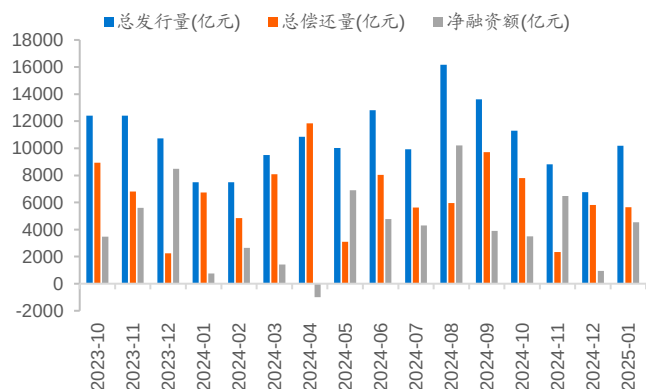
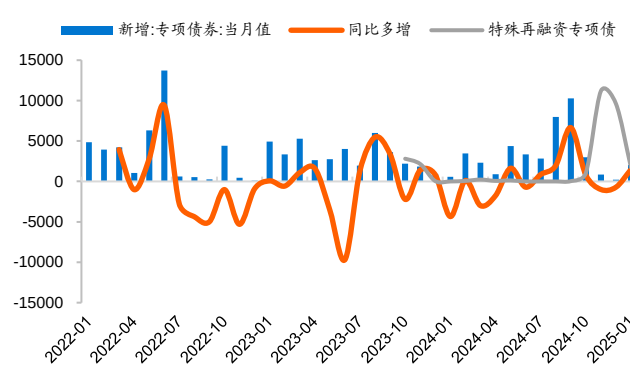


图3 国债净融资同比多增



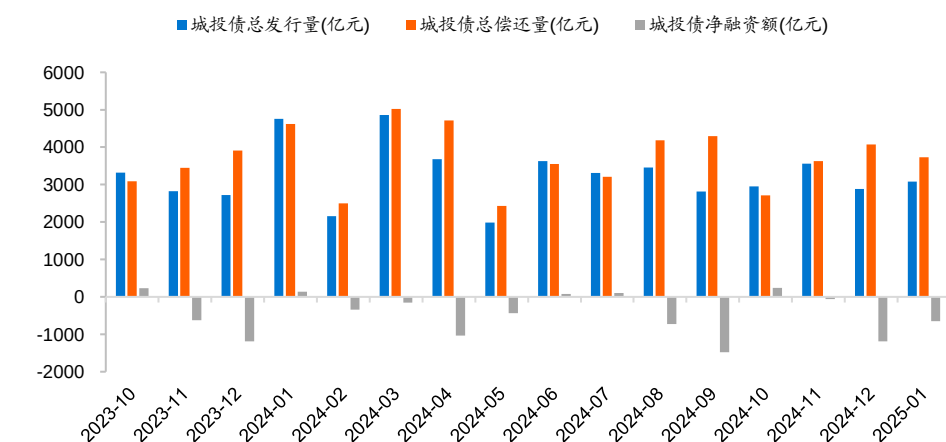
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图4 特殊再融资专项债仍是支撑项



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图5 城投债净融资延续同比少增



资料来源: Wind, 联储证券研究院

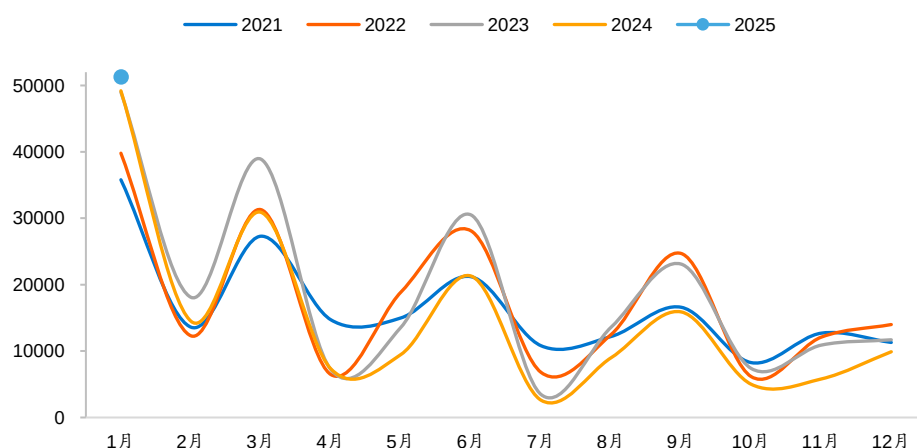
2. 信贷: 企业部门改善, 居民部门融资需求偏弱

企业部门融资全面改善, 但持续性尚需进一步观察。当月企业部门短期贷款新增 1.74 万亿, 同比多增 2800 亿; 中长期贷款新增 3.46 万亿, 同比多增 1500 亿, 结束了

连续 10 个月的同比少增。但结合表内贴现规模同比少减 4584 亿来看，1 月企业信贷需求的回温仍然偏慢。或更多与银行“开门红”策略有关，前期储备的信贷项目在年初集中释放。所以企业信贷读数改善的持续性，有待需求端提供更多线索去进一步验证。

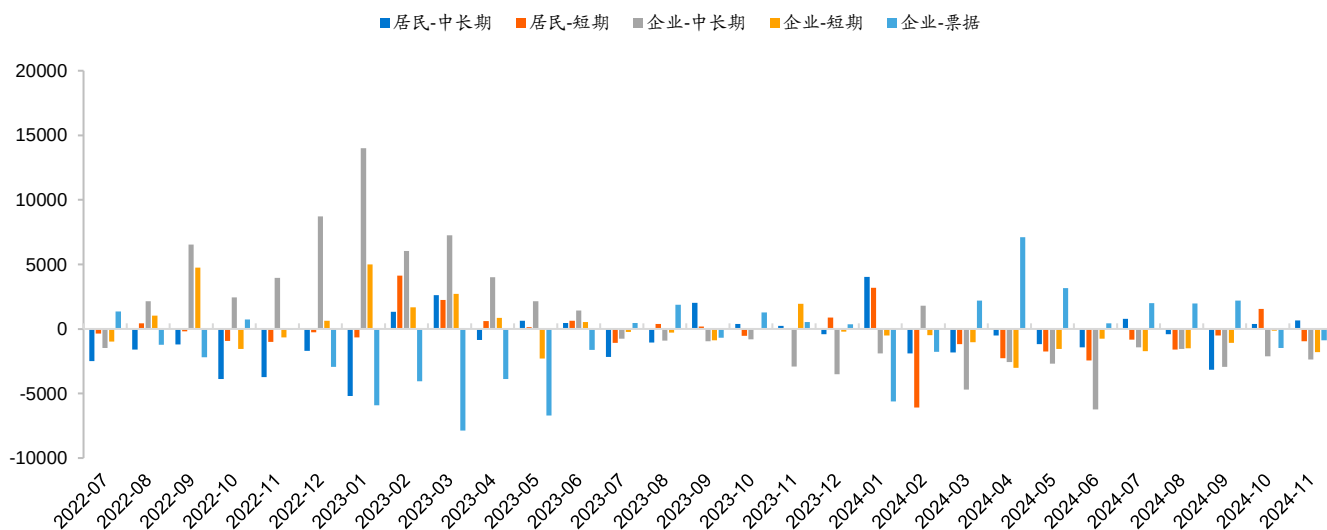
居民融资需求边际回落。当月居民部门短期贷款减少 497 亿，同比少增 4025 亿；新增中长期贷款 4935 亿，同比少增 1337 亿。从短贷来看，一方面是“以旧换新”政策在去年四季度持续发力，可能透支了部分领域的消费贷需求，1 月乘用车日均销量同环比均有不同程度回落。另一方面或与存量房贷利率调降有关，居民提前还贷压力减轻，通过短期贷款补充流动性的诉求亦随之回落；从中长贷来看，主因居民购房需求受到春节错位的影响，1 月 30 城商品房成交面积同比减少 15%。其中一、二线城市同比分别减少 3%和 29.1%。

图6 1月新增人民币贷款（亿元）



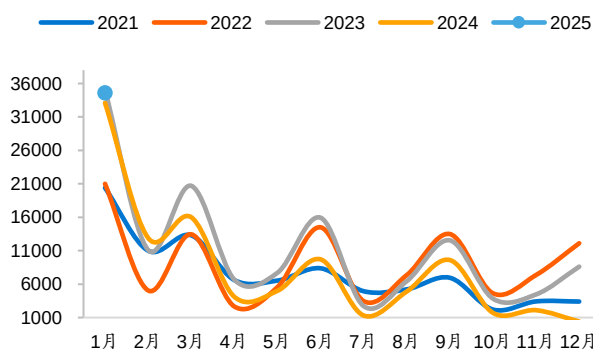
资料来源：Wind，联储证券研究院

图7 1月票据融资同比少减 4584（亿元）



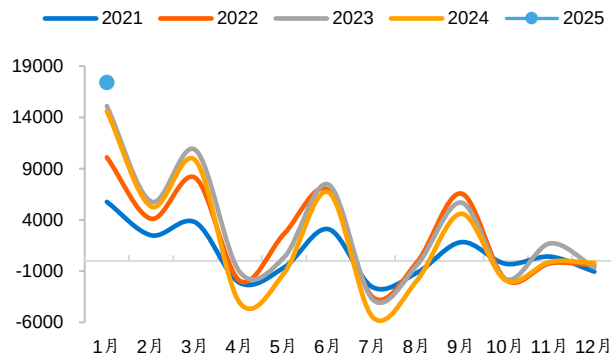
资料来源：Wind，联储证券研究院

图8 企业部门中长期贷款同比多增（亿元）



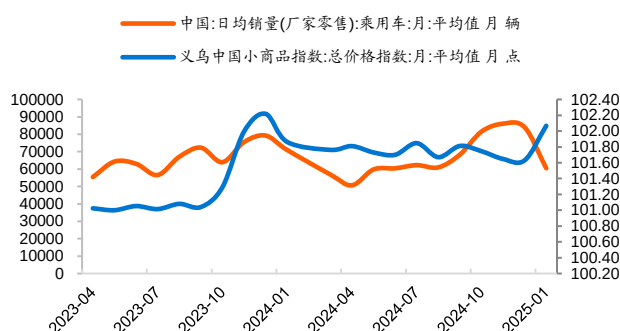
资料来源：Wind，联储证券研究院

图9 企业部门短期贷款同比多增（亿元）



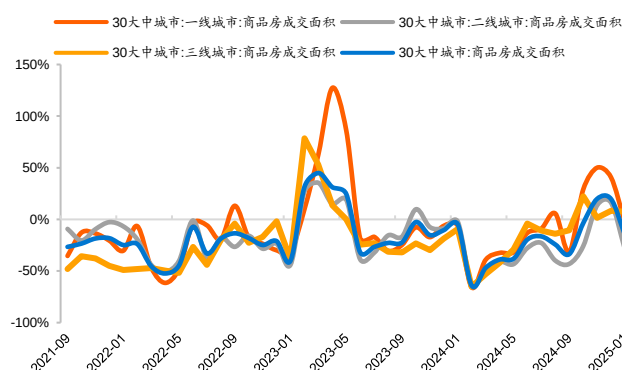
资料来源：Wind，联储证券研究院

图10 1月乘用车日均销量同环比均走弱



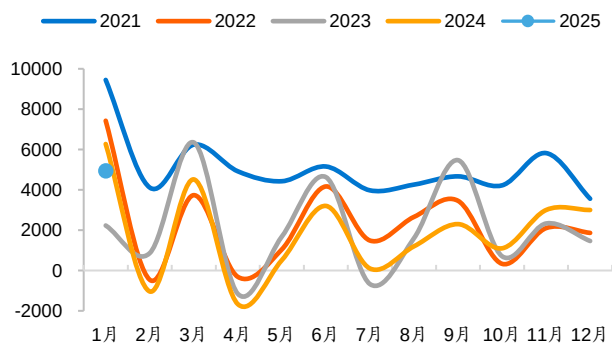
资料来源：Wind，联储证券研究院

图11 11月30大中城市商品房销售面积回落



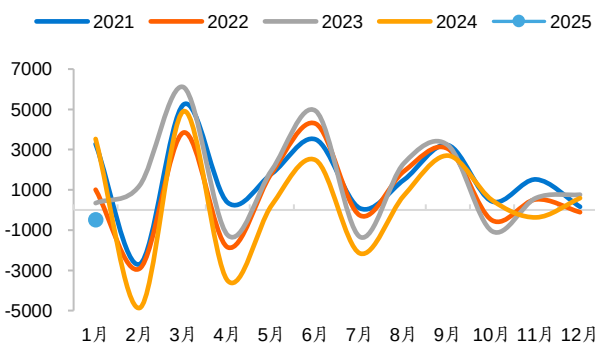
资料来源：Wind，联储证券研究院

图12 居民部门中长期贷款同比少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图13 居民部门短期贷款同比少增（亿元）



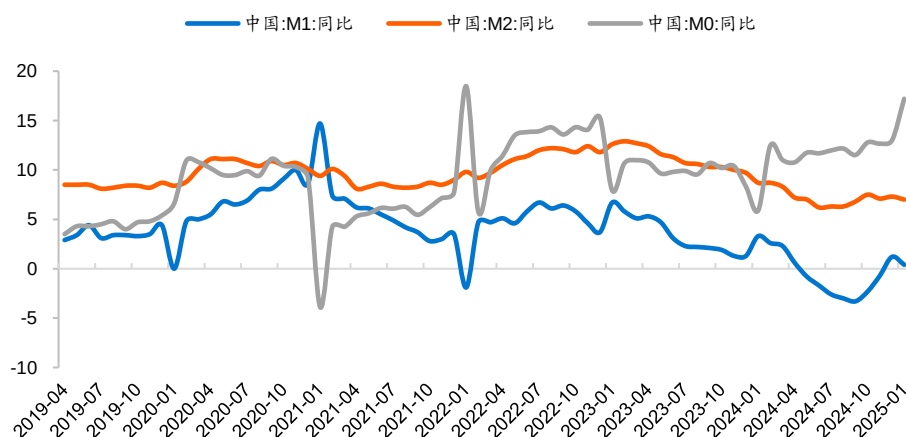
资料来源：Wind，联储证券研究院

3. M1、M2 增速均有所回落

3.1 M1 统计口径调整落地，M2 增速小幅下滑

新口径 M1 增速回落。当月 M1 统计口径调整落地，个人活期存款、非银支付机构备付金纳入统计范围，新口径下 M1 当月增速 0.4%，环比上月回落 0.8 个百分点。其中 M0 受春节取现需求的影响，增速季节性抬升至 17.2%；新口径下，春节对企业-居民活期存款的“跷跷板”效应消除。但整体增速回落，说明资金整体活化程度有待进一步提升；**M2 增速小幅下滑。**当月 M2 增速环比回落 0.3 个百分点至 7.0%，或与当月权益市场调整，而债券市场相对占优，投资性价比回升逻辑下，部分资金从非银存款回流至理财有关。

图14 M0、M1、M2 同比增速 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图15 非银存款同比大幅少增 (亿元)



资料来源：Wind，联储证券研究院

3.2 降准、降息操作时机或将延后

整体看，1 月金融数据在去年高基数下，仍然实现了开门红。其中政府债“靠前发力”、企业中长期贷款同比转为多增，均释放了一定的积极信号。虽然表内票据贴现规模同比大幅多增，指向需求端的回温仍然偏慢。但央行在 2024 年四季度货币政策执行报告下一阶段货币政策主要思路中提到，“强化逆周期调节，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏。”相较于 2024 年三季度报告的表述，本次报告更重视货币政策推出的时机。所以我们理解，在美联储降息预期收紧，人民币汇率面临一定贬值压力的环境下，若没有更多线索指向信贷景气不可持续，央行降准、降息的时机或将延后，为后续操作留出空间。

4. 风险提示

宏观经济不及预期，需求恢复不及预期，流动性超预期收紧。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000