

宏观点评 20251212

中央经济工作会议淡化 M2 和社会融资规模 ——2025 年 11 月金融数据点评

2025 年 12 月 12 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 王洋

执业证书：S0600524120012

wangyang@dwzq.com.cn

事件

■ 2025 年 12 月 12 日，人民银行发布 2025 年 11 月金融统计数据：

(1) 社会融资规模：2025 年 11 月新增社融 24,885 亿元，同比多增 1,597 亿元；存量社融同比增速持平于 8.5%。从社融分项来看，11 月份人民币贷款和政府债仍然是预期之中的少增，但是企业债券融资和票据融资推升社融。具体来看，11 月社融口径人民币贷款新增 4,053 亿元，同比少增 1,163 亿元；政府债券融资新增 12,041 亿元，同比少增 1,048 亿元；企业债券融资新增 4,169 亿元，同比多增 1,788 亿元，并且大幅超过近 3 年企业债同期 1,458 亿元的融资水平；股票融资新增 342 亿元，同比少增 86 亿元，结束了此前连续 8 个月同比多增的趋向；11 月份三项表外融资新增 2,146 亿元，同比多增 1,328 亿元，其中信托贷款和企业票据融资超过季节性表现，未贴现票据融资新增 1,490 亿元，同比多增 580 亿元，表内贴现强度上升，企业票据融资出现供需双旺的局面。

(2) 贷款投放：2025 年 11 月金融机构口径人民币贷款增加 3,900 亿元（前值 2,200 亿元），较去年同比少增 1,900 亿元（前值同比少增 2,800 亿元），低于季节性表现（近三年同期均值 9,600 亿元）。其中，企业贷款新增 6,100 亿元，同比多增 3,600 亿元；居民贷款减少 2,063 亿，同比少增 4,763 亿元。截至 2025 年 11 月末，金融机构人民币贷款余额同比增速下滑 0.1 个百分点至 6.40%。

(3) 货币供应：截至 2025 年 11 月末，M1 同比增长 4.9%（新口径，包括居民活期存款），较上月回落 1.3 个百分点，11 月份 M1 单月增加 8,937 亿元，但是由于 2024 年同期“化债”垫高了基数，M1 增幅出现回落。11 月末 M2 同比增长 8.0%，较上月回落 0.2 个百分点；M2-M1 剪刀差再度扩张至 3.1%（前值为 2.0%）。映射到存款端，11 月人民币存款新增 14,100 亿，同比少增 7,600 亿元，其中财政存款减少 500 亿元，同比少增 1,900 亿元，在剔除政府债券融资之后，财政存款减少 12,541 亿元，同比多减 852 亿元；非银存款增加 800 亿元，同比少增 1,000 亿元；居民部门存款新增 6,700 亿元，同比少增 1,200 亿元；企业部门存款增加 6,453 亿元，同比少增 947 亿元。

观点

■ **中央经济工作会议淡化金融数量指标。**过去 5 年，中央经济工作会议始终将社会融资规模和货币供应作为重要的货币政策中间变量。2020 年至 2022 年期间货币政策应“保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配”；2023 年至 2024 年期间则是“社会融资规模、货币供应量同经济增长、价格预期目标相匹配”。**今年 12 月中央经济工作会议，删除了对 M2 和社会融资规模的定性描述，**把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量，**不再提及货币供应、社会融资规模增速水平意味着货币政策在自上而下的框架下淡化数量指标和规模情结，**这与 10 月份二十届四中全会结束后，人民银行在论述构建“科学稳健的货币政策体系”时持续淡化数量目标、优化政策中间变量的政策取向一致，也符合当前制约新增贷款和 M2 的是有效融资需求不足而非金融资源供给不足的情况。**2026 年货币政策会继续淡化新增贷款、货币供应和社会融资规模等总量指标在货币政策传导中的作用，金融统计指标将更多充当经济活动的观测性、参考性指标的作用。**在中央经济工作会议做出货币政策框架修改后，关注明年政府工作报告是否还会定性描述货币供应和社会融资规模。

■ **经济融资需求：贷款回暖、债券旺盛。**11 月份人民币贷款和政府债融资

相关研究

《苦练内功，挖掘经济潜能——学习中央经济工作会议精神》

2025-12-11

《12 月 FOMC：轻量扩表启动，发布会信号偏鸽——2025 年 12 月 FOMC 会议点评》

2025-12-11

仍然是预期之中的少增，但是企业债券融资和票据融资则超季节性推升社融。相比11月社融口径人民币贷款同比少增1,163亿元、政府债券融资同比少增1,048亿元，企业债券融资新增4,169亿元，同比多增1,788亿元，并且大幅超过近3年企业债同期1,458亿元的融资水平，信用债发行出现提速，并且企业发行的未贴现票据融资也超出近3年来季节性表现，表内贴现强度上升，企业票据融资出现供需双旺的局面，但由于11月份股市活跃度降温，企业股票融资回落，结束了此前连续8个月同比多增的趋向。11月份社会融资规模结构显示贷款融资出现环比修复、10月份中央财政拨付的5,000亿元地方政府债务限额支撑政府债发行、企业债券融资需求持续回暖、股市活跃度短暂降温。

展开贷款结构来看：11月份居民短期贷款减少2,158亿元，同比多减1,788亿元，居民短贷需求较低，11月份国补、消费贷贴息等政策，以及11月“双十一”等消费场景对数据有一定支撑；11月份居民中长期贷款新增100亿元，同比少增2,900亿元，反映居民部门加杠杆动力不足；11月份企业短期贷款增加1,000亿元，同比多增1,100亿元，超过近3年新增企业短期贷款季节性水平，同时11月票据融资增加3,342亿元，同比多增2,119亿元，且超出近3年季节性水平1,621亿元，表明银行体系在有效融资需求不足的情况下，再度选择票据和短贷冲量；11月份企业中长期贷款新增1,700亿元，同比少增400亿元，大幅低于过去3年季节性新增4,642亿元的规模，在10月份政策性金融工具拨付和11月份5,000亿元地方债新增限额融资之后，关注相关项目配套融资撬动企业中长期贷款回升的情况。

- **货币：财政支出强度有所恢复。**11月份M1增加8,937亿元，由于2024年同期处于“化债”后的高峰时期，导致去年同期M1增幅高达2.15万亿元，而今年以来“化债”节奏存在一定错位，导致今年M1增速出现回落，但是从M1增加幅度看，11月份财政支出强度已经有所恢复。
- **存款端，两条转化渠道出现分化：一方面是财政资金继续向居民和企业部门转移的强度重新扩张；另一方面则是非银存款对一般存款的分流效应降低。**11月财政存款减少500亿元，同比少增1,900亿元，并且在剔除政府债券融资之后，财政存款减少12,541亿元，同比多减852亿元，表明11月份在财政融资因5,000亿元地方政府债限额而回升后，财政支出强度也再度扩张，度过高基数期后，M1同比增速或继续保持韧性；由于11月份股市延续震荡，一般存款向非银存款转换受阻，并且由于11月份银行体系普遍下架5年期存款产品和大额存单，居民和企业出现一定程度的趴账资金。
- **货币政策：关注“灵活降准降息”的节奏。**中央经济工作会议将“促进经济稳定增长、物价合理回升”作为货币政策主要目标，提及“灵活高效运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕”。在有效融资需求不足、M2和社会融资规模等总量指标增速回落的背景下：(1)“降准降息”的时点或继续根据经济增长形势综合研判、动态调整，相机抉择本身是“适度宽松”的题中之义；(2)2024年以来央行已极大充实了流动性调控和结构性货币政策工具箱，2025年10月份重启国债买卖，并且持续加大买断式逆回购、MLF等短中期流动性投放，我们预计2025年底至2026年狭义流动性保持供给充裕状态，DR001和DR007等新晋货币政策中介目标波动性或进一步降低。
- **风险提示：**海外关税政策等风险冲击；一揽子增量政策的宽松效应尚在传导；人民币资产预期回报率低于市场预期。

图1：2025 年 11 月金融统计数据概览

指标（当月值，亿元、%）		11 月同比多增	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2024-11
社会融资规模	规模总量	1597	24885	8161	35299	25660	11307	23288
	表内业务（本外币贷款）	-917	3831	-354	15952	6162	-4383	4748
	表外业务	1328	2146	-1086	3579	2158	-1666	818
	贷款类（委贷、信托）	748	656	1809	345	185	-28	-92
	未贴现承兑汇票	580	1490	-2895	3234	1973	-1638	910
	直接融资	654	16552	8047	12528	15466	15735	15898
	政府债券	-1048	12041	4852	11893	13672	12482	13089
	企业债券	1788	4169	2500	136	1338	2748	2381
	股票融资	-86	342	695	499	456	505	428
	其他项目	173	550	2103	827	559	2367	377
人民币贷款	贷款总量	-1900	3900	2200	12900	5900	-500	5800
	居民部门	-4763	-2063	-3604	3890	303	-4893	2700
	短期贷款	-1788	-2158	-2866	1421	105	-3827	-370
	中长期贷款	-2900	100	-700	2500	200	-1100	3000
	企业部门	3600	6100	3500	12200	5900	600	2500
	短期贷款	1100	1000	-1900	7100	700	-5500	-100
	中长期贷款	-400	1700	300	9100	4700	-2600	2100
	票据融资	2119	3342	5006	-4026	531	8711	1223
	货币供给							
	M1 同比	-	4.9	6.2	7.2	6.0	5.6	-0.7
	M2 同比	-	8.0	8.2	8.4	8.8	8.8	7.1

数据来源：Wind、东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>