

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



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



陈国文 分析师
Email:chenguowen@lczq.com
证书:S1320524070001



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

投资要点：

政府债多增，社融存量同比改善。社会融资规模存量同比增速边际改善，录得 8%，社融增量当月值同比多增。表内融资方面，人民币贷款同比少增，外币贷款同比多降，表内融资整体对社融形成拖累。表外融资方面，信托贷款增量为正，但同比少增；委托贷款和未贴现银行承兑汇票增量为负，但同比多增。直接融资方面，政府债券融资处于高位，是拉动社融增量的最大贡献项。在化债背景下，用于债务置换的特殊再融资专项债发行推进，发行额度在年内使用完毕，是推动地方债券融资的主要原因。企业债券融资同比多增，股票融资同比少增。

信贷同比少增，企业中长贷少增幅度较大。贷款当月值同比少增，处于近五年同期值低位水平。从分项看，居民部门贷款整体同比多增，短期贷款少增，中长期贷款多增。企业部门中长期贷款大幅下降，是导致贷款同比少增的主要原因，同时企业部门短期贷款少降。企业部门贷款同比少增，指向企业部门生产经营活动仍在缓慢修复中，融资需求偏弱。票据融资同比多增。

货币方面，M1 降幅收窄，M2 同比边际改善，M1 与 M2 同比增速剪刀差负增边际收窄。12 月 M1 同比增速为-1.4%，连续处于负增区间，指向实体经济资金活性仍有提高空间。M2 同比增速为 7.3%，较上月边际改善，指向货币政策环境保持相对宽松。M1 同比与 M2 同比差额延续落入负增区间，说明货币活化程度仍有待改善。另外，人民币存款同比少增，主因在于财政存款同比多降；居民部门和企业部门存款同比多增。

在大力提振消费，全方位扩大国内需求的政策要求下，货币政策保持适度宽松。12 月中央政治局会议和中央经济工作会议均提出，要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求；同时要求货币政策保持适度宽松。预计货币供应量增速和社融存量增速提升，利率有进一步调降的可能。同时，为配合提振消费、扩大国内需求的重点任务，财政政策更加积极，随着促消费专项行动的推进，有望支撑信贷数据持续回升。

风险提示：基本面修复偏离预期，宏观政策超预期。

相关报告

12 月外贸数据点评：“抢出口”迹象显著
2025.01.14

美国 12 月非农点评：美国就业连续超预期，降息预期再压缩

2025.01.14

内观者，取足于身——联储证券 2025 年度宏观报告

2025.01.02

目 录

1. 社融：政府债多增，社融存量同比改善	4
2. 信贷：同比少增，企业中长贷少增幅度较大	6
3. 货币：M1 增速降幅收窄，M2 增速边际改善	8
4. 后续：货币政策适度宽松，配合全方位提振内需	9
5. 风险提示	9

图表目录

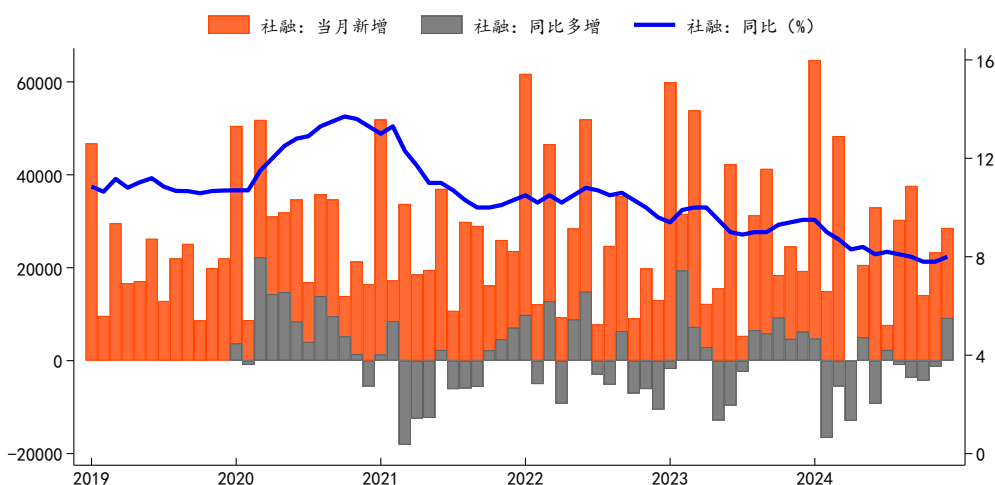
图 1	企业票据融资当月值 (亿元)	4
图 2	社会融资规模增量当月值 (亿元)	4
图 3	社会融资总额当月值 (亿元)	5
图 4	人民币贷款增量 (亿元)	5
图 5	外币贷款增量 (亿元)	5
图 6	表外融资增量 (亿元)	5
图 7	政府债券融资增量 (亿元)	6
图 8	企业融资增量 (亿元)	6
图 9	贷款各分项当月值 (亿元)	6
图 10	金融机构人民币贷款当月值 (亿元)	6
图 11	居民部门贷款当月值 (亿元)	7
图 12	居民短期贷款当月值 (亿元)	7
图 13	居民中长期贷款当月值 (亿元)	7
图 14	企业部门贷款当月值 (亿元)	7
图 15	企业短期贷款当月值 (亿元)	7
图 16	企业中长期贷款当月值 (亿元)	8
图 17	企业票据融资当月值 (亿元)	8
图 18	M1 与 M2 同比增速差额 (%)	8
图 19	社融存量与 M2 同比增速差额 (%)	8
图 20	人民币存款当月增量 (亿元)	9
图 21	居民部门存款当月增量 (亿元)	9
图 22	企业部门存款当月增量 (亿元)	9
图 23	财政存款当月增量 (亿元)	9

事件：2025年1月14日，中国人民银行公布了12月金融统计数据，社融规模新增2.86万亿，前值为2.33万亿；社融存量同比增速为8%，前值为7.8%；M2同比增速为7.3%，前值为7.1%；M1同比增速为-1.4%，前值为-3.7%。

1. 社融：政府债多增，社融存量同比改善

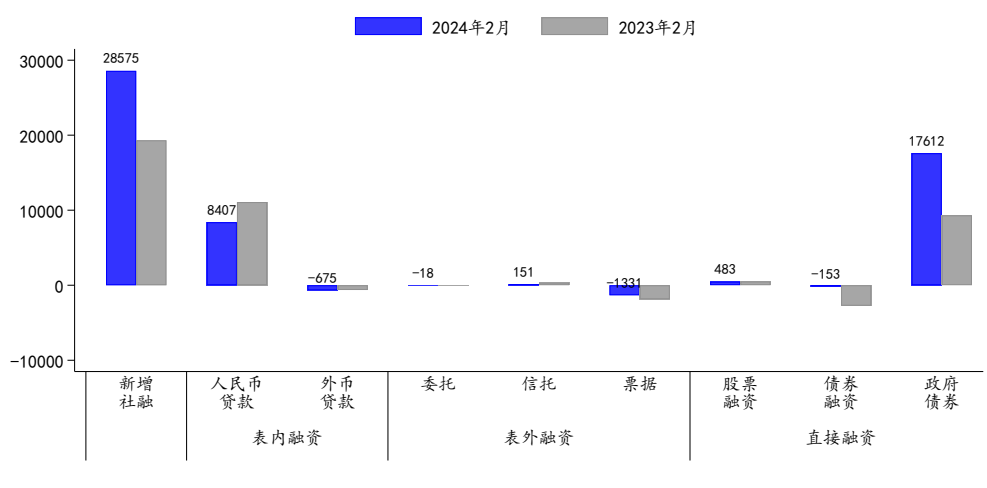
社会融资规模存量同比增速边际改善，社融增量当月值同比多增。（1）从存量角度看，12月社融存量同比增速为8%，较前值提高0.2个百分点。（2）从增量角度看，12月社融当月新增达到2.86万亿元，去年同期为1.93万亿元，同比多增9249亿元，五年维度看高于同期表现。从结构上看，化债背景下，政府债发力是当月社融的主要拉动项；但有效需求不足，信贷需求偏弱仍是本月社融主要拖累项。

图1 企业票据融资当月值（亿元）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图2 社会融资规模增量当月值（亿元）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

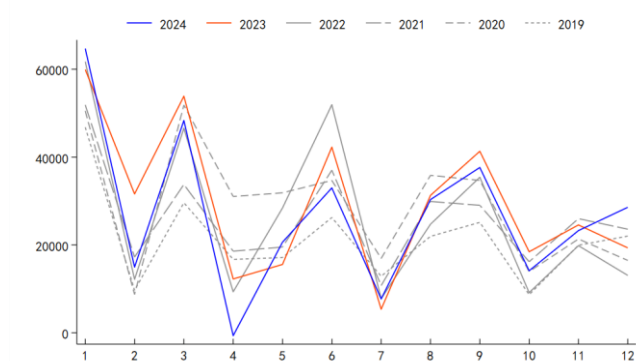
表内融资方面，人民币贷款同比少增，外币贷款同比多降，表内融资整体对社融形成拖累。（1）12月人民币贷款新增规模为8407万亿元，同比少增2685亿元，五年维度看慢于同期值。人民币贷款增量偏弱指向实体经济融资需求不强，另外置换隐性债务推高了政府债券发行，直接融资或替代了部分信贷需求。（2）外币贷款增量规模为-675

亿元，同比多降 40 亿元，五年维度看表现中性。外币需求同比多降或与人民币汇率走弱拖累进口，外币需求回落有关。

表外融资方面，**信托贷款增量为正，但同比少增；委托贷款和未贴现银行承兑汇票增量为负，但同比多增。**(1) 12 月信托贷款增量为 151 亿元，同比少增 196 亿元。(2) 委托贷款增量为-18 亿元，同比多增 25 亿元；(3) 未贴现银行承兑汇票增量为-1331 亿元，同比多增 534 亿元。(4) 表外融资增量转负，录得-1198 亿元，同比多增 363 亿元。五年维度看，表外融资增量处于同期高位水平，增量转负受季节性因素影响较大。

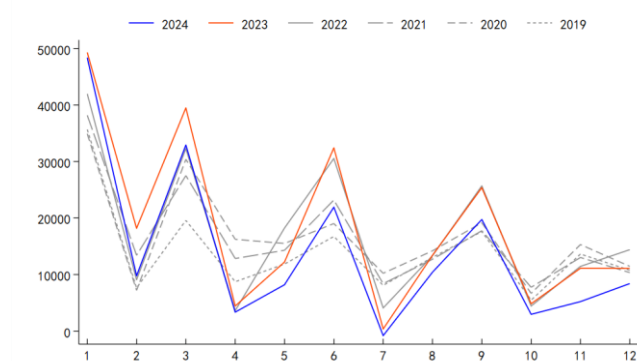
直接融资方面，**政府债券融资处于高位，是拉动社融增量的最大贡献项，企业债券融资同比多增，股票融资同比少增。**(1) 政府债券当月新增 17612 亿元，同比多增 8288 亿元，且高于 2024 年其它月份；与上月比边际上升，新增规模增加 4523 亿元。五年维度看，政府债券融资规模处于高位。在化债背景下，用于债务置换的特殊再融资专项债发行推进，发行额度在年内使用完毕，是推动地方债券融资的主要原因。(2) 12 月企业债券融资当月值为-153 亿元，较去年同期的-2625 亿元多增 2588 亿元。企业债券融资同比多增或与当前低利率环境下企业债券融资亿元提高有关。(3) 股票融资当月值为 483 亿元，同比少增 25 亿元。(4) 企业融资当月值为 330 亿元，同比多增 2563 亿元，但五年维度看表现中性偏低，仅高于 2022 和 2023 年同期值水平。

图3 社会融资总额当月值（亿元）



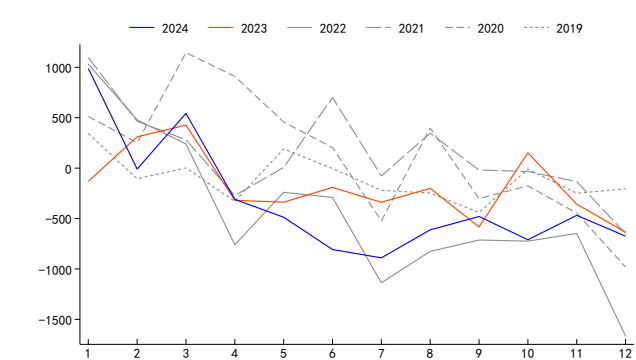
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图4 人民币贷款增量（亿元）



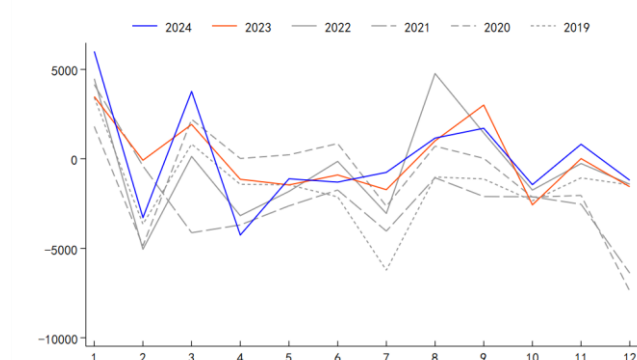
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图5 外币贷款增量（亿元）



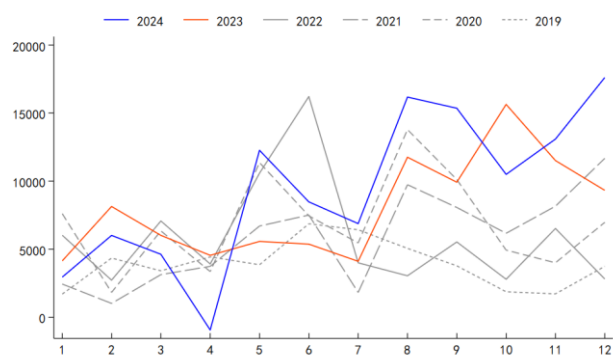
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图6 表外融资增量（亿元）



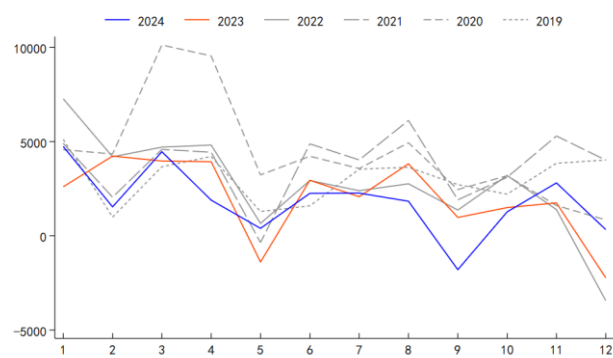
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图7 政府债券融资增量（亿元）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图8 企业融资增量（亿元）

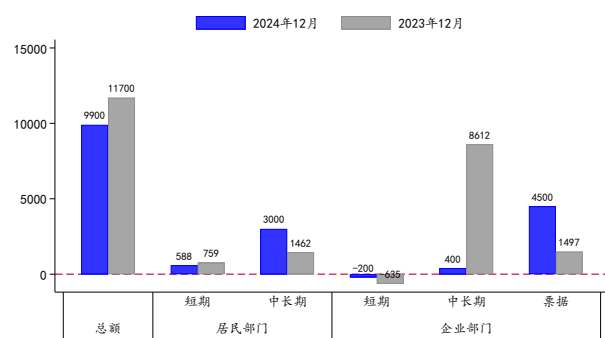


资料来源：同花顺，联储证券研究院

2. 信贷：同比少增，企业中长贷少增幅度较大

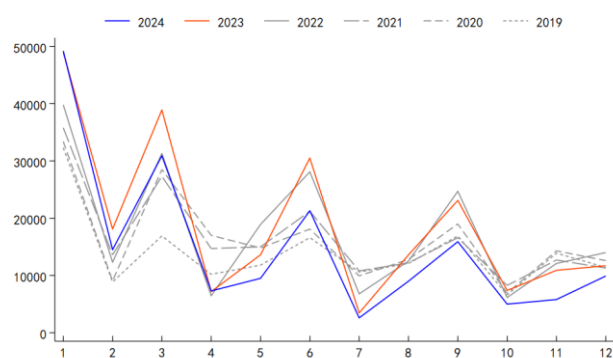
贷款当月值同比少增，处于近五年同期值低位水平。12月金融机构人民币贷款金额为9900亿元，同比少增1800亿元，五年维度看低于同期值水平。从分项看，（1）居民部门贷款整体同比多增，短期贷款少增，中长期贷款多增。（2）企业部门中长期贷款大幅下降，是导致贷款同比少增的主要原因，同时企业部门短期贷款少降。（3）票据融资同比多增。

图9 贷款各分项当月值（亿元）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

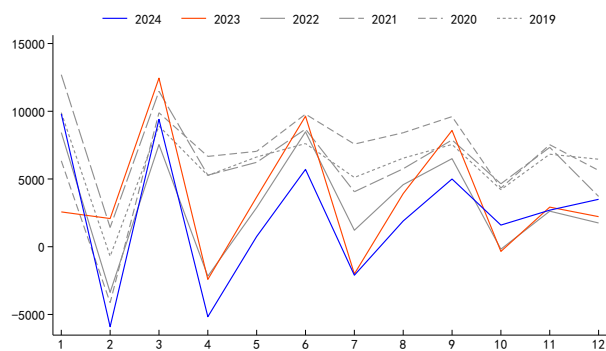
图10 金融机构人民币贷款当月值（亿元）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

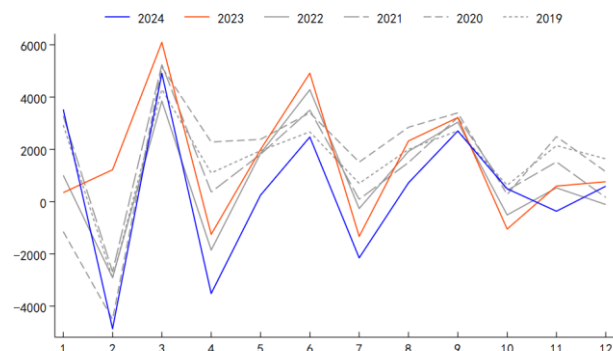
居民部门中长期贷款同比多增幅度较大，是居民部门贷款多增的主要拉动项；居民部门短期贷款表现偏弱，同比少增。（1）12月居民部门贷款边际增加，录得3500亿元，同比多增1279亿元，五年维度看表现中性偏低。（2）居民部门短期贷款同比少增，边际改善。12月居民部门短期贷款为588亿元，同比少增171亿元，较上月有所增加，五年维度看表现中性偏低。（3）居民部门中长期贷款同比增幅较大。12月居民部门中长期贷款达到3000亿元，与前值持平，同比多增1538亿元，五年维度看表现中性。居民部门贷款整体多增，指向居民部门融资需求逐步修复。

图11 居民部门贷款当月值（亿元）



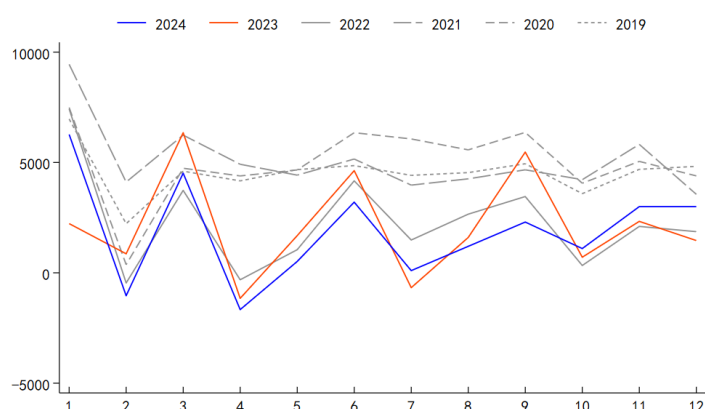
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图12 居民短期贷款当月值（亿元）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

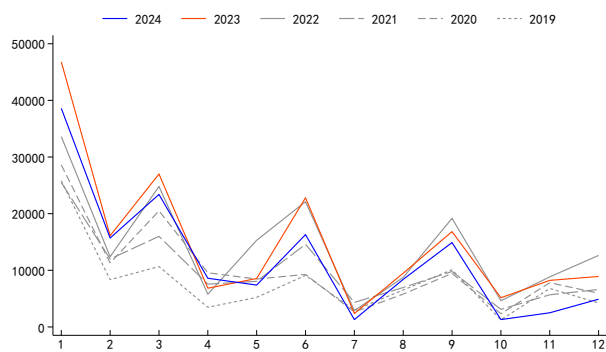
图13 居民中长期贷款当月值（亿元）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

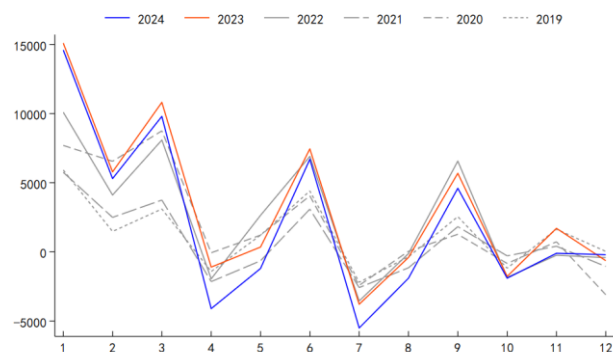
企业部门短期贷款同比少降，中长期贷款同比大幅少增，票据融资同比多增。（1）企业部门贷款边际改善，但与去年同期比整体少增。12月企业部门贷款为4900亿元，同比大幅少增4016亿元，连续八个月同比少增，五年维度看处于同期低位。（2）企业部门短期贷款同比少降。企业部门短期贷款录得-200亿元，同比少降435亿元。（3）企业部门中长期贷款边际降低，与去年同期比大幅少增。企业部门中长期贷款录得400亿元，同比少增8212亿元。企业部门贷款同比少增，指向企业部门生产经营活动仍在缓慢修复中，融资需求偏弱。

图14 企业部门贷款当月值（亿元）



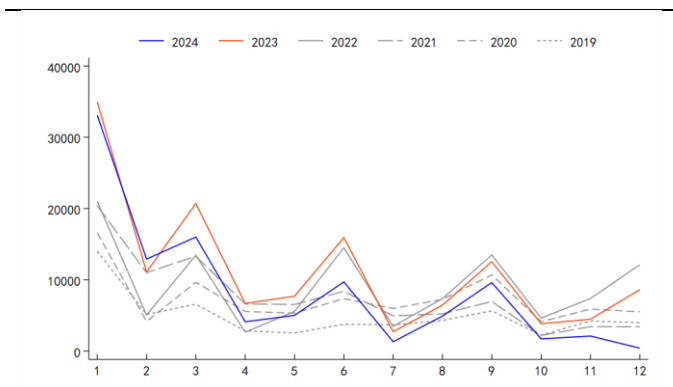
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图15 企业短期贷款当月值（亿元）



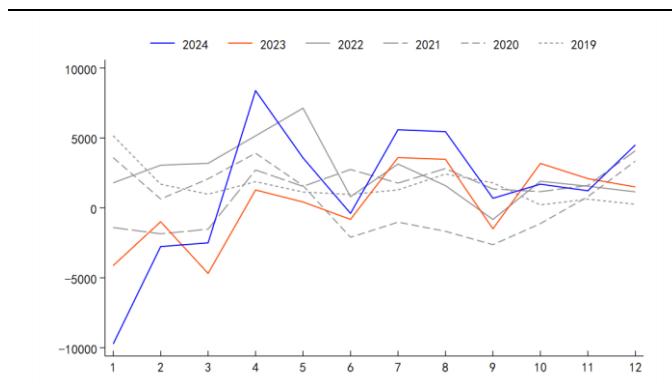
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图16 企业中长期贷款当月值（亿元）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图17 企业票据融资当月值（亿元）



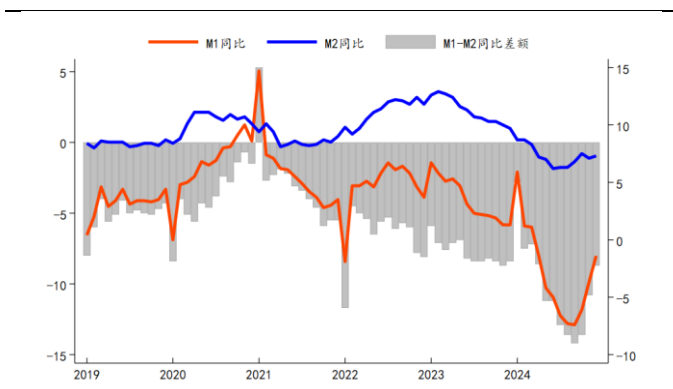
资料来源：同花顺，联储证券研究院

3. 货币：M1增速降幅收窄，M2增速边际改善

M1 降幅收窄，M2 同比边际改善，M1 与 M2 同比增速剪刀差负增边际收窄。（1）12月M1同比增速为-1.4%，较上月降幅缩减2.3个百分点。M1增速改善的主因与去年高基数、房地产销售逐步修复、财政支出加大导致财政存款下降、近期地方融资平台偿债资金滞留活期账户等因素有关。拆分来看，M0同比增速为13%，较前值提高0.3个百分点；企业活存同比增速仍相对较弱，连续处于负增区间，指向实体经济资金活性仍有提高空间。（2）M2同比增速为7.3%，较上月提高0.2个百分点，指向货币政策环境仍保持相对宽松。（3）M1同比与M2同比差额为-8.7%，较上月降幅收窄2.1个百分点。M1与M2剪刀差持续为负，说明货币活化程度仍有待改善。

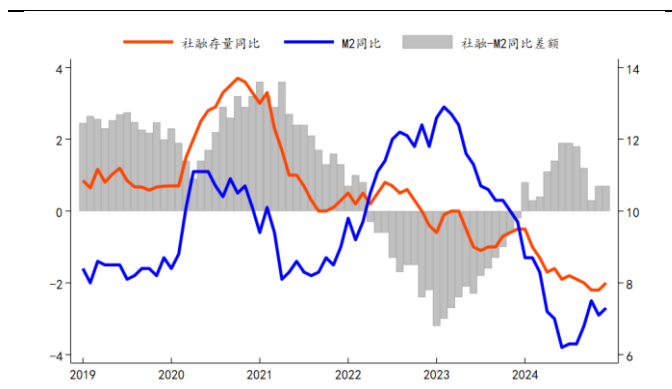
社融存量同比增加，M2 同比降低，社融存量与 M2 同比增速剪刀差持续收窄。12月社融存量同比增速与M2同比增速剪刀差为0.7%，与前值持平。社融与M2剪刀差持续正增，叠加社融存量同比增速边际提高，说明实体经济融资需求在不断改善。

图18 M1 与 M2 同比增速差额（%）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

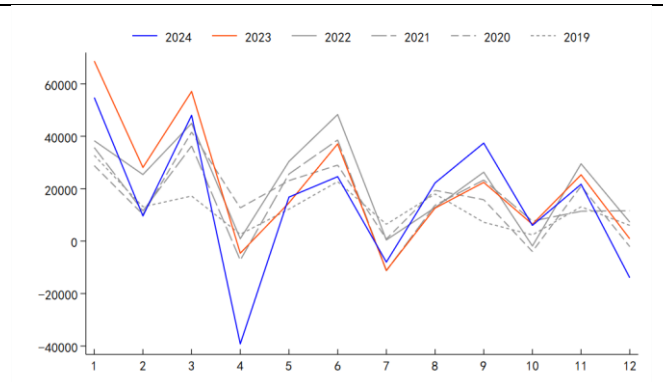
图19 社融存量与 M2 同比增速差额（%）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

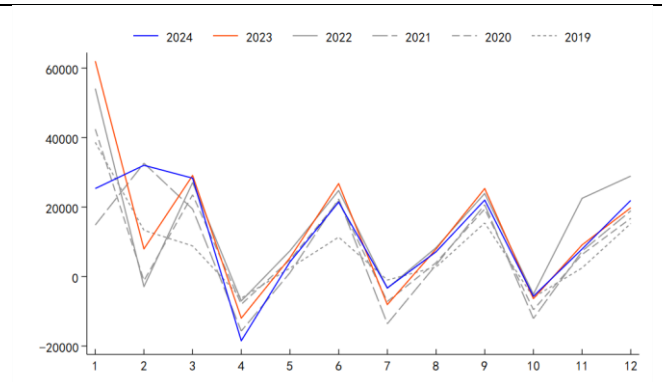
人民币存款同比少增，主因在于财政存款同比多降；居民部门和企业部门存款同比多增。（1）12月人民币存款当月录得14000亿元，比去年同期大幅少增14868亿元，五年维度看处于同期低位。（2）其中，居民部门人民币存款增加21900亿元，同比多增2120亿元，五年维度看处于同期相对高位，仅低于2022年同期值。（3）企业部门存款增加18057亿元，同比多增14892亿元，五年维度看处于同期高位。（4）财政存款录得-16725亿元，同比多降7504亿元，五年维度看处于同期低位，指向财政政策积极发力刺激经济。

图20 人民币存款当月增量（亿元）



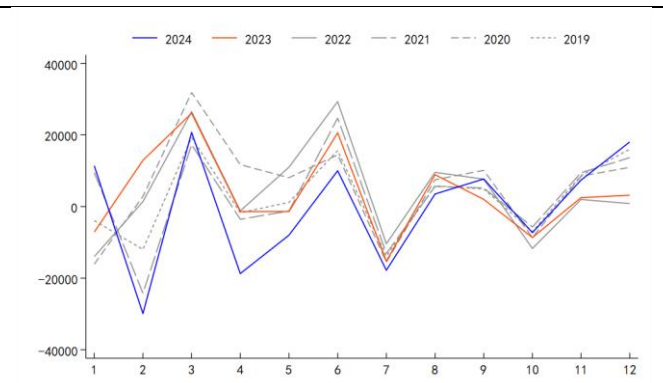
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图21 居民部门存款当月增量（亿元）



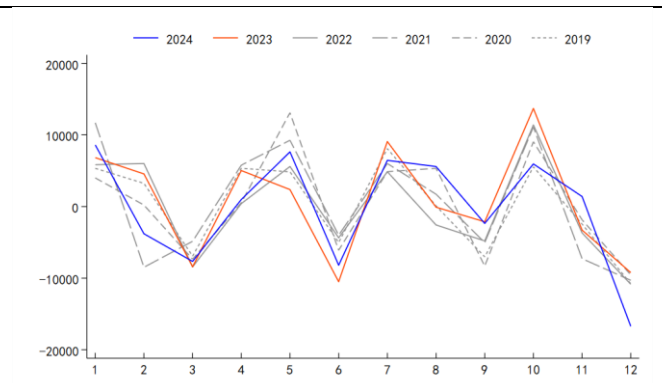
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图22 企业部门存款当月增量（亿元）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图23 财政存款当月增量（亿元）



资料来源：同花顺，联储证券研究院

4. 后续：货币政策适度宽松，配合全方位提振内需

在大力提振消费，全方位扩大国内需求的政策要求下，货币政策保持适度宽松。12月中央政治局会议和中央经济工作会议均提出，要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求；同时要求货币政策保持适度宽松¹²。预计货币供应量增速和社融存量增速提升，利率有进一步调降的可能。同时，为配合提振消费、扩大国内需求的重点任务，财政政策更加积极，随着促消费专项行动的推进，有望支撑信贷数据持续回升。

5. 风险提示

政策超预期风险，基本面修复不及预期风险

¹ 中央政治局会议 <https://www.12371.cn/2024/12/09/ARTI1733729150195394.shtml>。

² 中央经济工作会议 https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202412/content_6992258.htm。

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