

12月金融数据点评——

政府债券仍是强势支撑

证券分析师： 徐超
分析师登记编号： S1190521050001

证券分析师： 万琦
分析师登记编号： S1190524070001

目录

- 1、政府债券支撑持续，信贷总量仍受化债扰动
- 2、M1及M2同比双双回升
- 3、政策兼顾“内外平衡”，关注宽松举措落地节奏

- 中国12月社会融资规模28575亿元，预期21147亿元，前值23262亿元。
- 中国12月新增人民币贷款9900亿元，预期8430亿元，前值5800亿元。
- 中国12月M2同比7.3%，预期7.3%，前值7.1%；M1同比-1.4%，前值-3.7%。

图表1：金融数据主要分项

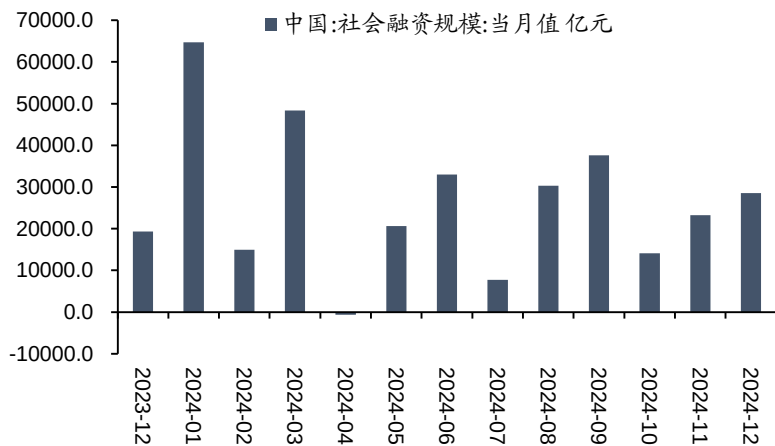
单位：亿元			2024/12	2024/11	当月新增			2024/8	2024/7	2024/12	2024/11	同比多增			2024/8	2024/7
社融	总	社融规模	28575	23262	14120	37635	30323	7707	9249	-1292	-4321	-3691	-956	2341		
	表内融资	人民币贷款	8407	5216	2965	19742	10411	-808	-2685	-5904	-1872	-5627	-3001	-1172		
		外币贷款	-675	-468	-710	-480	-612	-890	-40	-111	-862	103	-411	-551		
	表外融资	信托贷款	151	91	172	6	484	-26	-196	-106	-221	-396	705	-256		
		委托贷款	-18	-183	-219	392	25	345	25	203	210	184	-72	337		
		未贴现承兑银行汇票	-1331	908	-1396	1312	651	-1075	534	706	1140	-1085	-478	888		
	企业直接融资	企业债券	-153	2381	987	-1926	1703	2036	2588	993	-191	-2576	-1085	746		
		非金融企业境内股票融资	483	428	284	128	132	231	-25	69	-37	-198	-904	-555		
	政府融资	政府债券	17612	13089	10495	15357	16177	6881	8288	1577	-5143	5437	4418	2772		
信贷	总	人民币贷款	9900	5800	5000	15900	9000	2600	-1800	-5100	-2384	-7200	-4600	-859		
		短期贷款及票据融资	4888	753	284	7986	4267	-2070	3267	-3638	-69	585	-1124	-547		
		中长期贷款	3400	5100	2800	11900	6100	1400	-6674	-1691	-1735	-6114	-1946	-640		
	居民部门	居民人民币贷款	3500	2700	1600	5000	1900	-2100	1279	-225	1946	-3585	-2022	-93		
		居民短期贷款	588	-370	490	2700	716	-2156	-171	-964	1543	-515	-1604	-821		
		居民中长期贷款	3000	3000	1100	2300	1200	100	1538	669	393	-3170	-402	772		
	企业部门	企业人民币贷款	4900	2500	1300	14900	8400	1300	-4016	-5721	-3863	-1934	-1088	-1078		
		企业短期贷款	-200	-100	-1900	4600	-1900	-5500	435	-1805	-130	-1086	-1499	-1715		
		企业中长期贷款	400	2100	1700	9600	4900	1300	-8212	-2360	-2128	-2944	-1544	-1412		
企业票据融资	4500	1223	1694	686	5451	5586	3003	-869	-1482	2186	1979	1989				
M0、M1、M2	同比（%）	M0	13	12.7	12.8	11.5	12.2	12								
		M1	-1.4	-3.7	-6.1	-7.4	-7.3	-6.6								
		M2	7.3	7.1	7.5	6.8	6.3	6.3								
	存款	人民币存款	-14000	21700	6000	37400	22200	-8000	-14868	-3600	-446	15000	9600	3200		
		住户存款	21900	7900	-5700	22000	7100	-3300	2120	-1189	669	-3316	-777	4793		
		非金融企业存款	18057	7400	-7300	7700	3500	-17800	14892	4913	1352	5690	-5390	-2500		
		财政性存款	-16725	1400	5952	-2358	5587	6453	-7504	4693	-7748	-231	5675	-2625		
		非银行业金融机构存款	-31700	1800	10800	9100	6300	7500	-26374	-13900	5732	15750	13622	3370		

资料来源：Wind，太平洋证券

1、政府债券支撑持续，信贷总量仍受化债扰动

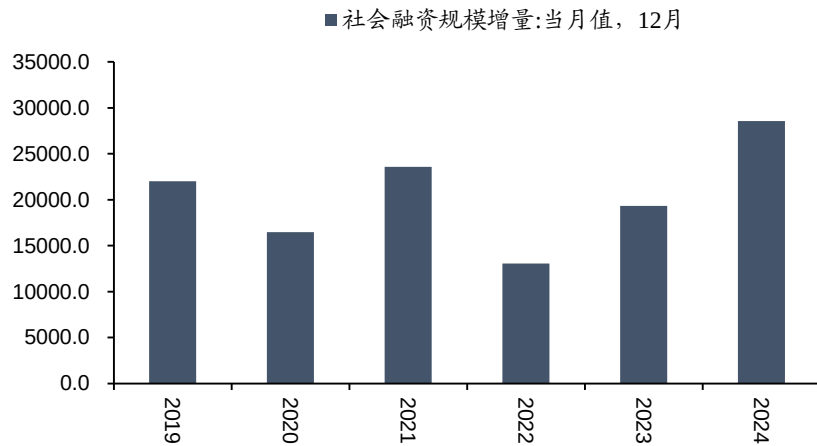
- **新增社融规模超出市场一致预期。**12月新增社融28575亿元，同比多增9181亿元，明显超出市场预期。与近五年历史同期表现相比，本月社融新增规模好于季节性，处于偏高水平（2019年至2023年12月社融新增规模平均为18891.6亿元）。
- **政府债券持续形成强势拉动。**结构上来看，政府债券依旧是本月社融数据的主要支撑，并且拉动效应较上月明显增强。企业债券净融资转负，但考虑到去年同期企业债券同为负增，基数较低，因此本月企业债券同比对社融依旧构成正贡献。信贷则持续构成拖累。

图表2：社融当月新增规模



资料来源: Wind , 太平洋证券

图表3：社融12月新增规模

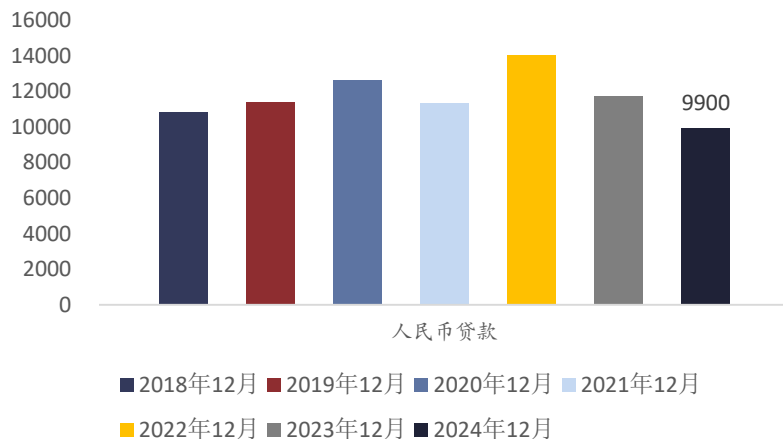


资料来源: Wind , 太平洋证券

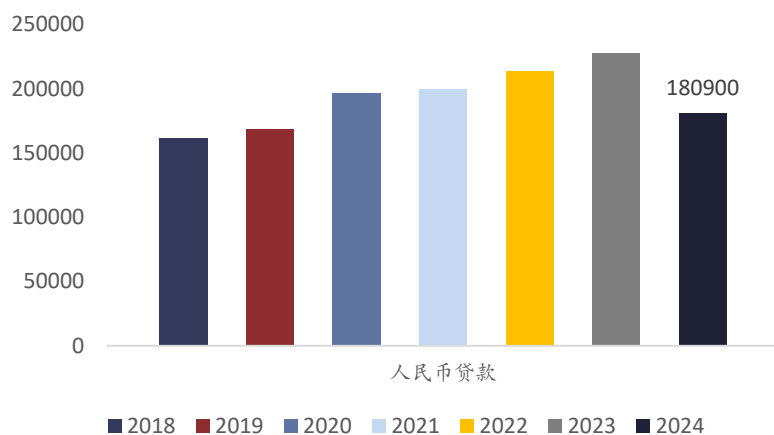
1、政府债券支撑持续，信贷总量仍受化债扰动

➤**信贷总量部分修复，同比负增规模有所收窄。**12月新增信贷9900亿元，同比少增1800亿元，同样好于市场预期，表现稍弱于季节性。信贷规模尚未摆脱同比负增的趋势，但边际上来说还是出现了一定积极变化，表现为负增规模明显收窄，环比也有4100亿元的多增。

图表4：新增人民币贷款-单月



图表5：新增人民币贷款-累计



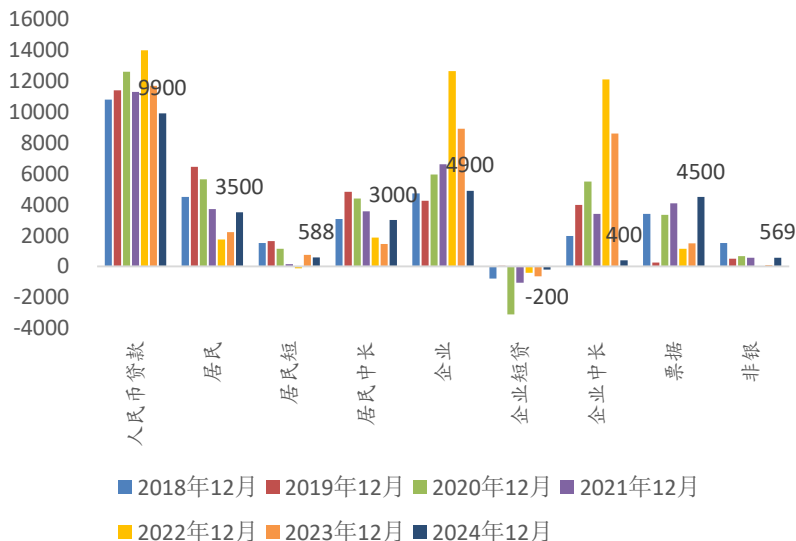
资料来源：Wind，太平洋证券

资料来源：Wind，太平洋证券

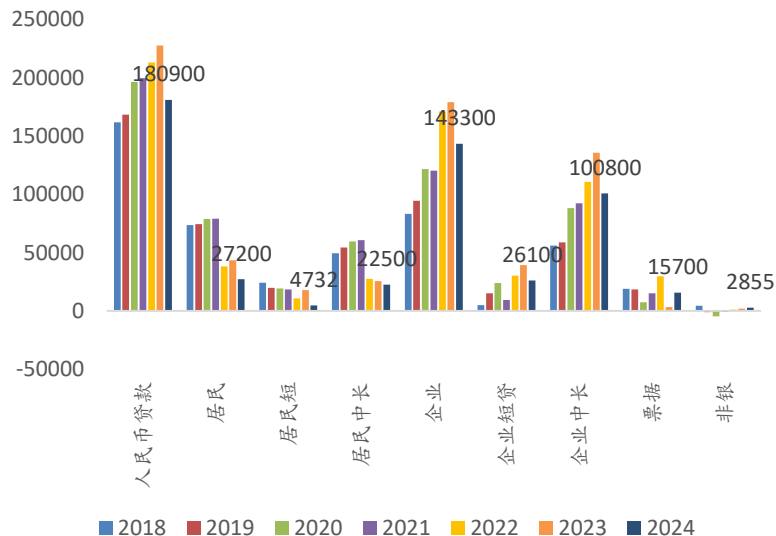
1、政府债券支撑持续，信贷总量仍受化债扰动

➤ **企业部门继续成拖累。**12月企业及居民部门信贷延续分化走势。居民部门新增信贷同比转为正增长，对整体信贷新增形成正向拉动，而企业部门新增信贷仍是同比负增，持续形成拖累，其中中长期贷款修复节奏相对缓慢。

图表6：分项新增人民币贷款-单月



图表7：分项新增人民币贷款-累计



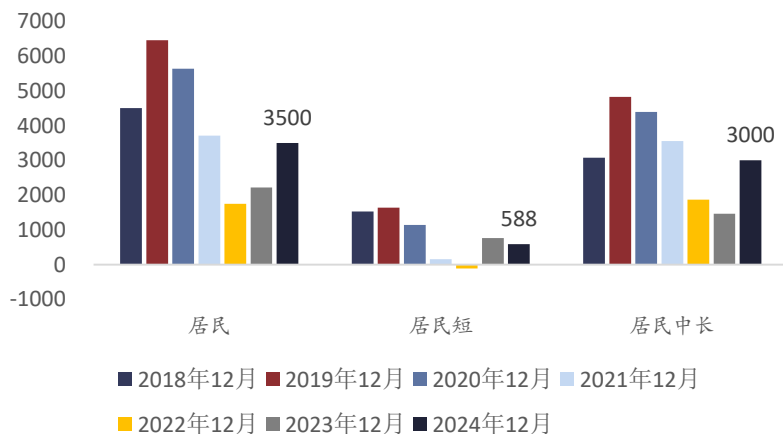
资料来源：Wind，太平洋证券

资料来源：Wind，太平洋证券

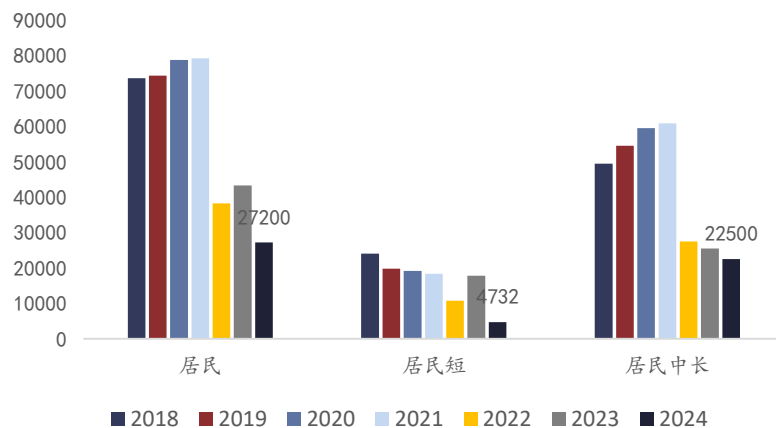
1、政府债券支撑持续，信贷总量仍受化债扰动

➤ **居民信贷方面，地产或为重要驱动。**12月居民贷款新增3500亿元，同比多增1279亿元。其中短期贷款、中长期贷款分别新增588和3000亿元，同比分别少增171和多增1538亿元。结构上看中长期贷款为居民信贷同比多增的主要贡献，这可能与地产销售的改善有关。12月房地产成交出现翘尾行情，一方面受益于前期稳地产政策，另一方面房企年末在推盘以及营销上加大力度也在一定程度上提振了居民置业意愿。房地产市场边际回暖也为居民部门中长贷的扩张提供助力。短贷方面，本月居民短期贷款转为正增，尽管新增规模不及去年同期，但环比而言有所改善，或受居民消费热度上行的提振，元旦假期以及春节临近，出行娱乐以及节前备货等需求可能有所释放，拉动居民短期贷款。

图表8：居民新增人民币贷款-单月



图表9：居民新增人民币贷款-累计



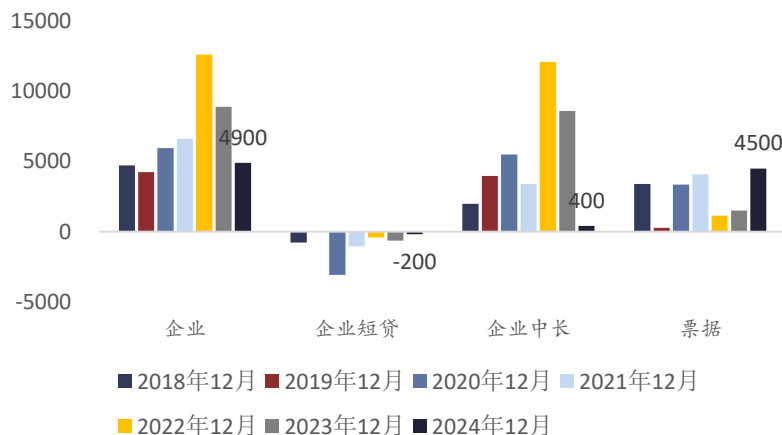
资料来源：Wind，太平洋证券

资料来源：Wind，太平洋证券

1、政府债券支撑持续，信贷总量仍受化债扰动

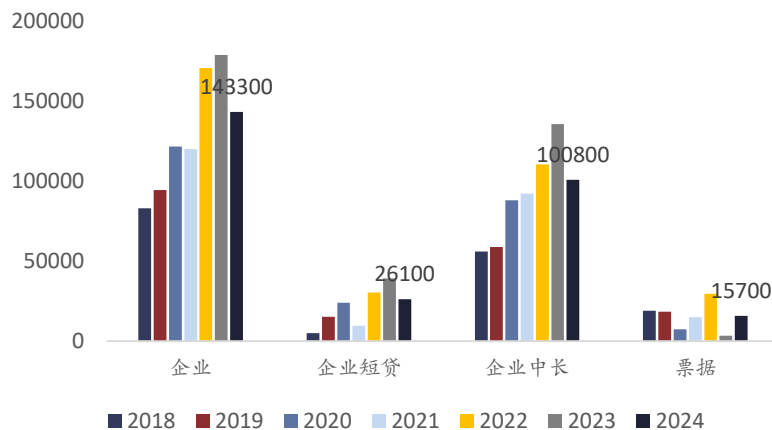
► **企业信贷方面，地方政府化债扰动仍存。**12月非金融企业贷款新增4900亿元，同比少增4016亿元。其中短期贷款、中长期贷款分别新增-200和400亿元，同比分别少减435、少增8212亿元。本月企业新增贷款表现持续弱于季节性，短贷仍为净偿还，中长贷则较前值明显少增，同比少增也较为显著，对整体信贷形成不小拖累。对于企业中长贷相对弱勢的扩张，我们理解可能与以下因素有关：一是基本面现实尚处于修复进程，企业部门扩表信心仍待提振；二是12月化债加速推进，对企业中长贷存在一定置换效应；三是年末企业生产投资节奏趋缓，融资意愿或有阶段性转弱。此外本月信贷表现出一定“以票冲量”的特征。票据融资新增规模环比以及同比均出现较为明显的多增。

图表10：企业新增人民币贷款-单月



资料来源：Wind，太平洋证券

图表11：企业新增人民币贷款-累计

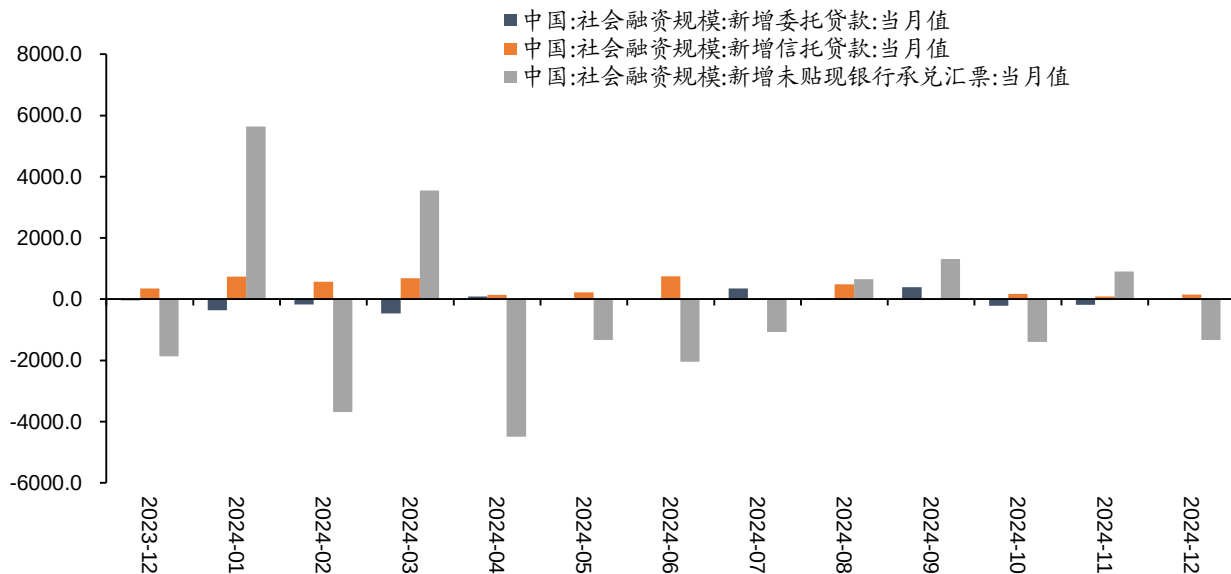


资料来源：Wind，太平洋证券

1、政府债券支撑持续，信贷总量仍受化债扰动

►未贴现银行承兑汇票缩量，表外融资转为负增。本月表外融资出现净偿还，减少1198亿元，同比少减363亿元。其中未贴现银行承兑汇票减少1331亿元，同比少减534亿元，新增信托贷款151亿元，同比少增196亿元，委托贷款减少18亿元，同比少减25亿元。其中主要拖累来自未贴现银行承兑汇票，结合本月票据融资的同比多增来看，本月信贷表现较弱，银行贴票需求或有上行。

图表12：表外融资新增规模

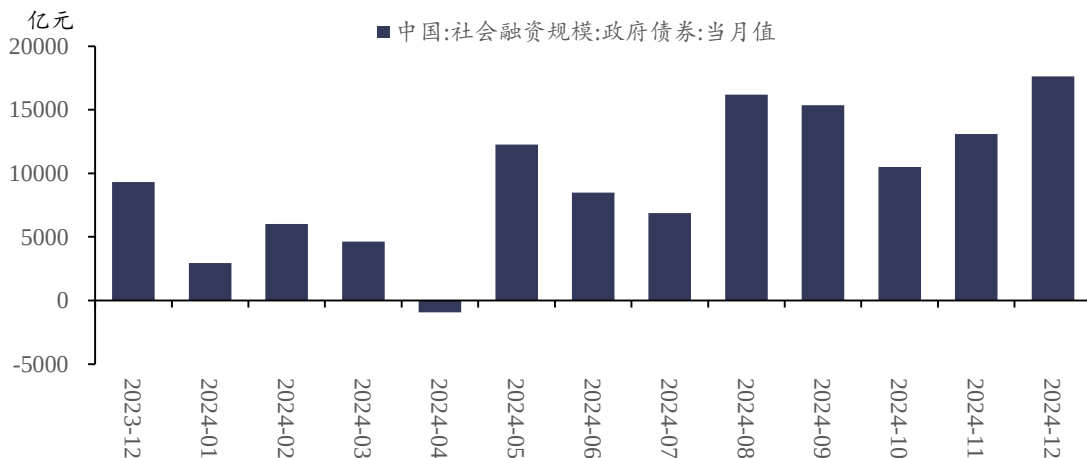


资料来源: Wind , 太平洋证券

1、政府债券支撑持续，信贷总量仍受化债扰动

► **债务置换提速，政府债券同比明显多增。**12月政府债券新增17612亿元，同比多增8288亿元。本月政府债券发行再度放量，对整体社融形成强劲拉动，地方化债为重要驱动。11月新一轮化债启动，置换隐债的再融资专项债券发行提速，12月地方政府债券发行规模延续上月快速增长的态势，主要仍是用于置换隐债，拉动社融同比多增。向后看，中央会议对于2025年财政政策定调积极，赤字率及专项债、特别国债额度均有上升空间，另外12月国务院发布关于地方政府专项债券管理机制的意见，扩大其投向领域和用作资本金范围，同时提高资本金比例，预计2025年地方政府债券将在直接融资以及撬动配套融资方面继续支撑社融。

图表13：政府债券融资

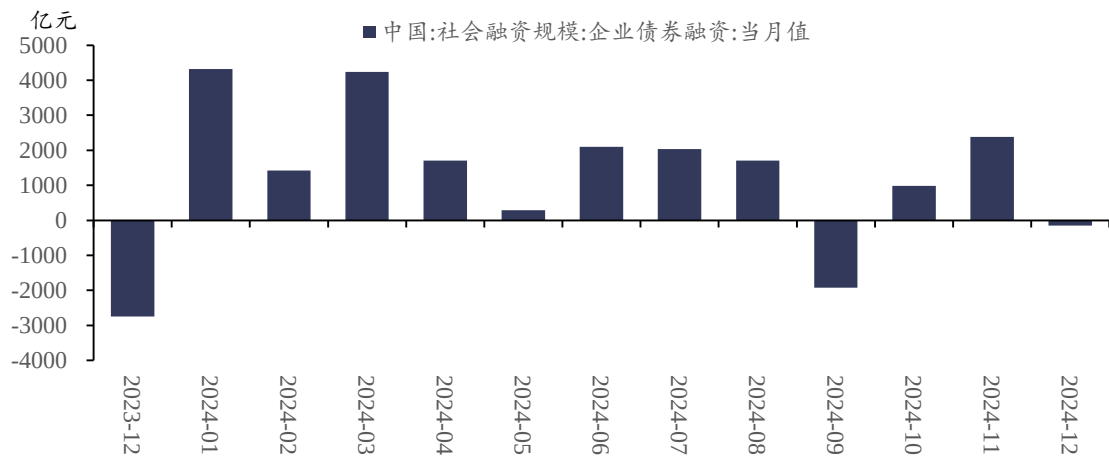


资料来源：Wind，太平洋证券

1、政府债券支撑持续，信贷总量仍受化债扰动

► **城投债拖累企业债券新增。**12月企业债券新增-153亿元，同比少减2588亿元。本月企业债券净偿还，但对社融同比仍是正向贡献，主要是因为去年同期基数较低。结构上看，本月城投债净偿还明显，是企业债券减少的主要拖累，或受化债提速的影响。

图表14：企业债券融资

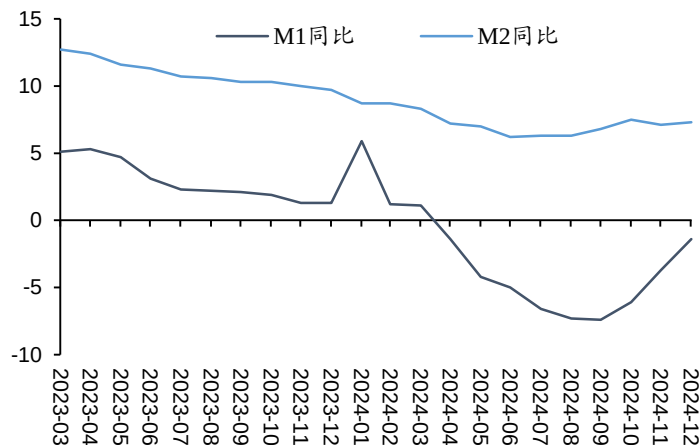


资料来源：Wind，太平洋证券

2、M1及M2同比双双回升

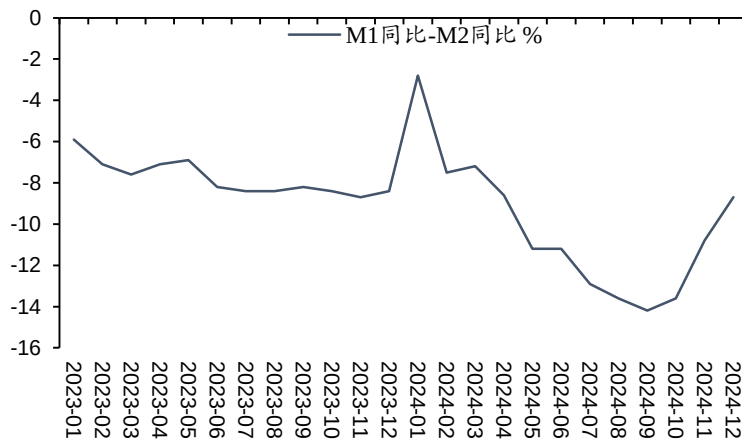
- **M1同比降幅持续收窄**。12月M1同比-1.4%，降幅较上月持续收窄2.3个百分点，连续3个月均有边际上的改善。背后驱动可能有以下几点：一则，去年同期基数较低，抬升M1同比读数；二则，本月房地产成交的翘尾行情助力存款由居民部门向企业部门的迁移，从而对狭义流动性形成支撑；三则，融资平台等主体获得化债专项债资金到归还债务之间存在时滞，期间专项债资金或以单位活期存款的形式存在进而拉动M1同比；四则，年底财政加快支出节奏，流动性由政府部门向实体进一步转移，本月财政存款同比明显多减。2025年1月起M1将按照修订后的新口径公布，预计其同比增速中枢将有所抬升。
- **企业存款规模大幅扩张，M2同比有所回升**。12月M2同比增长7.3%，较上月增加0.2个百分点。存款结构上，财政支出加快落地，12月财政存款-16725亿元，同比多减7504亿元，居民存款同比多增2120亿元，非金融企业存款同比多增14892亿元。受11月底同业存款自律机制落地的影响，本月非银金融机构存款同比多减26374亿元。M2与M1剪刀差收窄。本月M1增速低于M2增速8.7个百分点，较11月缩窄2.1个百分点，资金活化程度有所提升。

图表15：M1、M2同比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表16：M1-M2同比



资料来源：Wind，太平洋证券

3、政策兼顾“内外平衡”，关注宽松举措落地节奏

➤ **数据超出市场预期，后续宽松政策落地节奏值得关注。** 本月社融及信贷数据均超出市场预期，较前值有一定程度的回暖，但数据走势的主导逻辑则与11月份大致趋同。结构上仍有修复空间，尤其是企业部门的中长期信贷，表现持续弱势，这是对实体融资需求不足的映射，这一不足也是2024年全年信贷的核心拖累（2024全年信贷增长18.1万亿元，社融增长32.3万亿元，同比分别少增4.6万亿元和2.3万亿元），同时也构成了中央定调“适度宽松”货币政策的现实背景。12月政治局会议14年以来首次将明年的货币政策取向表述由“稳健”调整为“适度宽松”，2024年央行货币政策委员会第四季度例会建议下阶段“引导金融机构加大货币信贷投放力度”，2025年货币政策料将延续宽松方向。此外结合央行阶段性暂停买入国债、发行离岸人民币央票等行为来看，防范金融风险、稳定人民币汇率同样也是当下政策的诉求。2025年1月14日国新办发布会上央行副行长表示，“人民银行实施货币政策主要考虑国内经济金融形势，当然也会兼顾内外平衡”、“保持人民币汇率基本稳定的目标不会改变”。稳增长与稳汇率兼顾的背景下，关注后续降准降息等货币宽松举措实际落地节奏。

太平洋研究院

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

风险提示

- 海外流动性变化超预期；
- 政策落地不及预期。