

财政发力主导社融修复，市场主体融资意愿仍需改善

2024 年 12 月金融数据点评

报告摘要

2024 年 12 月社会融资规模增量为 2.85 万亿元（前值 2.33 万亿元），超过市场预期的 2.11 万亿元。2024 年 12 月社融存量增速+8.0%，较上月+0.2PCTS，信贷存量增速+7.6%，较上月-0.1PCTS。结构上：12 月人民币贷款（社融口径）新增 8402 亿元，同比少增 2690 亿元；直接融资中的企业债券减少 159 亿元，主因 2024 年 12 月城投债净融资规模较 11 月缩减较多，但因去年同期基数低，同比看仍实现被动改善，同比少减 2582 亿元；12 月政府债融资增加 1.76 万亿元，同比多增 8242 亿元，改善明显。综合来看，2024 年 12 月，在政府债融资明显提升和企业债同比被动改善的支撑下，社融增量时隔 4 个月再次实现同比多增，超市场预期，体现了 9 月底之后财政发力加大对社融回暖的积极影响。往后看，2025 年化债仍将持续，财政发力将加大并大概率前置，未来几个月，在特别国债、新增专项债、新增再融资专项债支撑下，政府债券融资仍然大概率是社融的主要支撑项。

2024 年 12 月金融机构各项贷款余额增速+7.6%（前值+7.7%），金融机构新增贷款 0.99 万亿元（前值 5800 亿元），同比少增 1800 亿元，连续第 8 个月同比少增。

2024 年 12 月居民端新增人民币贷款 3500 亿元，同比多增 1279 亿元。其中：12 月居民短期信贷新增 588 亿元，同比少增 171 亿元；12 月居民中长期信贷新增 3000 亿元，同比多增 1538 亿元。12 月居民端信贷的同比改善主要得益于居民中长期信贷的同比改善，与 9 月底以来，商品房交易的回暖，尤其是二手房交易的回暖相印证。

2024 年 12 月企业端新增人民币贷款 4900 亿元，同比少增 4016 亿元。在总量同比收缩之外，去年 12 月的企业端贷款结构也不甚理想，总体上呈现出明显的“票据冲量”特征。2024 年 12 月，企业端短期贷款、中长期贷款和票据融资分别为收缩 200 亿元、新增 400 亿元和新增 4500 亿元。我们认为，12 月企业端中长期贷款增量较少，一方面或是受到化债之下城投去杠杆的影响，另一方面也反映出实体企业融资需求仍需进一步修复。此外，12 月票据融资的明显放量，则反映出银行在宽信用政策的积极推动下，主动加大票据购买力度，以做大总信贷规模，同时也包含了为 2025 年一季度储备中长期信贷资源，实现“开门红”的意愿。总体上看，排除化债导致的城投债净偿还，2024 年 12 月企业票据融资规模的明显放量和中长期信贷新增较少的同时出现，体现的是政策上对于宽信用的推动和企业实际融资需求之间的时间差。预计 2025 年一季度，在企业融资需求恢复和银行中长期信贷资源投放的双重影响下，企业中长期贷款有望持续向上修复。

2024 年 12 月 M2 增速+7.3%（前值+7.1%），符合市场预期，M1 增速-1.4%，较 11 月的-3.7%改善明显。我们认为，M1 同比的改善，其一是受益于财政支出推动财政存款向企业活期存款转移，其二是受益于房地产销售改善之下房地产企业活期存款增加，其三是受益于去年同期 M1 的低基数。展望 2025 年，M1 改善预期较强，波动性有望降低：首先，强力稳增长政策、尤其是多年后再次确定的“适度宽松”政策下，企业融资有望改善，活期存款增多；其次，2024 年基数较低，有利于 2025 年 M1 同比录得较高值；最后，自 2025 年 1 月份数据起，将采用新修订的 M1 统计口径。新引入的个人活期存款、非银行支付机构客户备付金等将有助于降低 M1 的波动。

风险提示：内需超预期走弱，增量稳房地产政策效力不及预期，宽信用政策不及预期，海外重大突发地缘事件

主要数据

上证指数	3240.94
沪深 300	3820.5395
深证成指	10165.1692

主要指数走势图



作者

符旻 分析师
SAC 执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

相关研究报告

核心 CPI 回升明显，稳增长政策初见成效 — 2025-01-12

金融市场分析周报 —2025-01-09

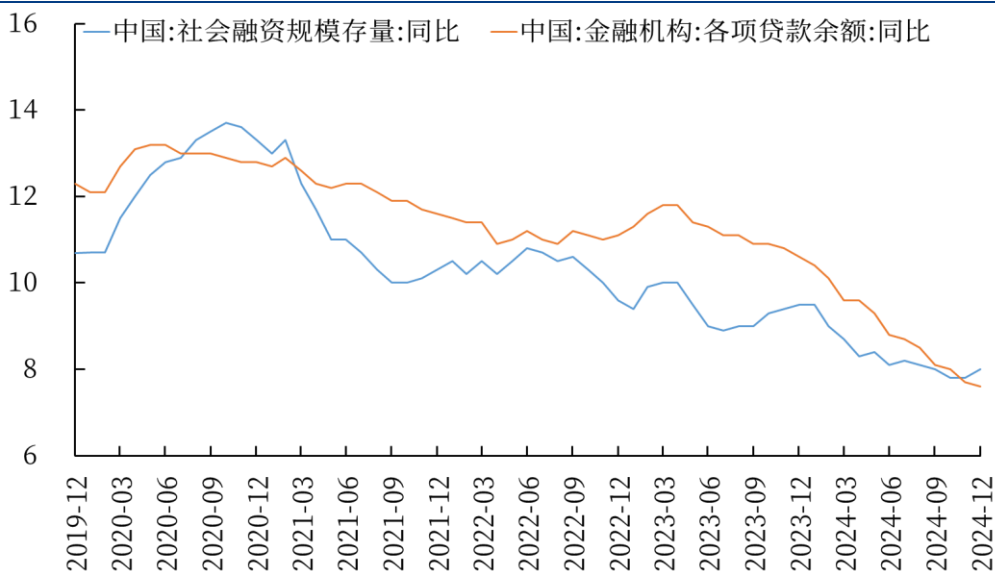
制造业景气度仍在恢复通道 —2025-01-06

一、政府债扩张和企业债被动改善支撑 12 月社融同比回升

2024 年 12 月社会融资规模增量为 2.85 万亿元（前值 2.33 万亿元），超过市场预期的 2.11 万亿元。2024 年 12 月社融存量增速+8.0%，较上月+0.2PCTS，信贷存量增速+7.6%，较上月-0.1PCTS。结构上：12 月人民币贷款（社融口径）新增 8402 亿元，同比少增 2690 亿元；直接融资中的企业债券减少 159 亿元，主因 2024 年 12 月城投债净融资规模较 11 月缩减较多。据 wind 数据，12 月全国范围城投债净偿还 1290 亿元左右，体现了化债进度加快的影响。另一方面，因去年同期基数较低，12 月企业债融资同比看仍实现被动改善，同比少减 2582 亿元；12 月政府债融资增加 1.76 万亿元，同比多增 8242 亿元，改善明显，体现了政府积极加杠杆进行化债的影响。具体来说，特殊再融资专项债贡献较大。据 wind 统计，2024 年 12 月地方政府发行特殊再融资专项债 1 万亿元左右；2024 年 12 月，委托贷款、信托贷款等表外项同比变化不大。

综合来看，2024 年 12 月，在政府债融资明显提升和企业债同比被动改善的支撑下，社融增量时隔 4 个月再次实现同比多增，超市场预期，体现了 9 月底之后财政发力加大对社融回暖的积极影响。往后看，2025 年化债仍将持续，财政发力将加大并大概率前置，未来几个月，在特别国债、新增专项债、新增再融资专项债支撑下，政府债券融资仍然大概率是社融的主要支撑项。

图1 社融存量和信贷存量增速（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图2 近 6 个月各月新增社融分项同比变化（亿元）

	项目	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06
总	当月新增社会融资规模	9,181.00	-1,266.00	-4,321.00	-3,691.00	-956.00	2,341.00	-9,280.00
表内	新增人民币贷款	-2,690.00	-5,904.00	-1,872.00	-5,627.00	-3,001.00	-1,172.00	-10,486.00
	新增外币贷款	-40.00	-111.00	-862.00	103.00	-411.00	-551.00	-616.00
表外	新增委托贷款	23.00	203.00	210.00	184.00	-72.00	337.00	53.00
	新增信托贷款	-196.00	-106.00	-221.00	-396.00	705.00	-256.00	902.00
	新增未贴现银行承兑汇票	533.00	708.00	1,140.00	-1,085.00	-478.00	888.00	-1,354.00
直接	企业债券融资	2,582.00	993.00	-191.00	-2,576.00	-1,085.00	746.00	-149.00
	非金融企业境内股票融资	-24.00	69.00	-37.00	-198.00	-904.00	-555.00	-546.00
其他	政府债券	8,242.00	1,577.00	-5,143.00	5,437.00	4,418.00	2,772.00	3,105.00

资料来源：wind，中航证券研究所

二、12 月居民端信贷改善，企业端信贷不甚理想

2024 年 12 月金融机构各项贷款余额增速+7.6%（前值+7.7%），金融机构新增贷款 0.99 万亿元（前值 5800 亿元），同比少增 1800 亿元，连续第 8 个月同比少增。

2024 年 12 月居民端新增人民币贷款 3500 亿元，同比多增 1279 亿元。其中：12 月居民短期信贷新增 588 亿元，同比少增 171 亿元；12 月居民中长期信贷新增 3000 亿元，同比多增 1538 亿元。12 月居民端信贷的同比改善主要得益于居民中长期信贷的同比改善，与 9 月底以来，商品房交易的回暖，尤其是二手房交易的回暖相印证。据克而瑞数据，2024 年 12 月二手房积同环比分别上升 46%和 11%，全年累计同比正增 6%。2025 年，随着稳房地产销售政策持续推进，居民购房有望进一步回升，带动居民信贷持续回暖，有望较 2024 年迎来相对明显的改善。

2024 年 12 月企业端新增人民币贷款 4900 亿元，同比少增 4016 亿元。在总量同比收缩之外，去年 12 月的企业端贷款结构也不甚理想，总体上呈现出明显的“票据冲量”特征。2024 年 12 月，企业端短期贷款、中长期贷款和票据融资分别为收缩 200 亿元、新增 400 亿元和新增 4500 亿元。我们认为，12 月企业端中长期贷款增量较少，一方面或是受到化债之下城投去杠杆的影响，另一方面也反映出实体企业融资需求仍需进一步修复。此外，12 月票据融资的明显放量，则反映出银行在宽信用政策的积极推动下，主动加大票据购买力度，以做大总信贷规模，同时也包含了为 2025 年一季度储备中长期信贷资源，实现“开门红”的意愿。总体上看，排除化债导致的城投债净偿还，2024 年 12 月企业票据融资规模的明显放量和中长期信贷新增较少的同时出现，体现的是政策上对于宽信用的推动和企业实际融资需求之间的时间差。预计 2025 年一季度，在企业融资需求恢复和银行中长期信贷资源投放的双重影响下，企业中长期贷款有望持续向上修复。

图3 近 6 个月各月新增信贷分项同比变化（亿元）

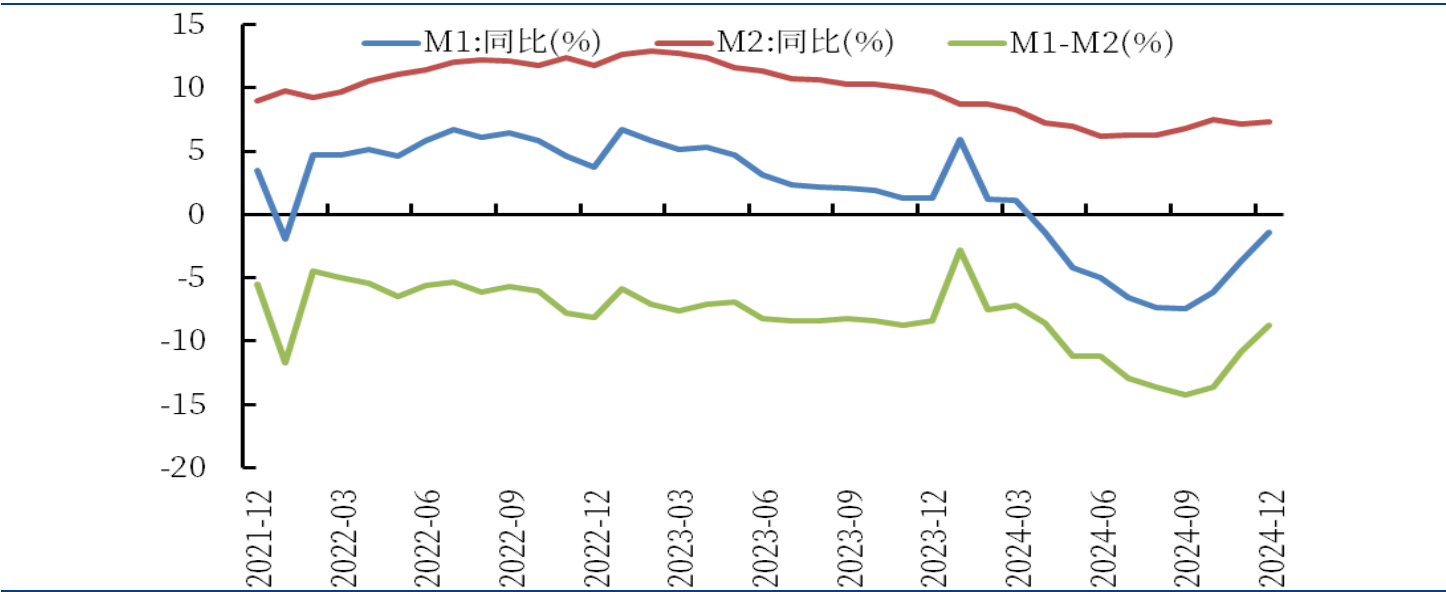
	项目	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06
总	新增人民币贷款	-1,809.00	-5190	-2384	-7200	-4600	-859	-9200
	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	3267	-3638	-69	585	-1124	-547	-2764
长短期	新增人民币贷款:中长期	-6674	-1691	-1735	-6114	-1946	-640	-7661
	新增人民币贷款:居民户	1,279.00	-225.00	1946	-3585	-2022	-93	-3930
居民	新增人民币贷款:居民户:短期	-171	-944	1543	-515	-1664	-821	-2443
	新增人民币贷款:居民户:中长期	1,538.00	669.00	393	-3170	-402	772	-1428
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	-4,016.00	-5721	-3863	-1934	-1088	-1078	-6503
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	435	-1895	-130	-1086	-1499	-1715	-749
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	-8212	-2360	-2128	-2944	-1544	-1412	-6233
	新增人民币贷款:票据融资	3,003.00	-849	-1482	2186	1979	1989	428

资料来源：wind，中航证券研究所

三、M1 增速明显改善

2024 年 12 月 M2 增速+7.3%（前值+7.1%），符合市场预期，M1 增速-1.4%，较 11 月的-3.7%改善明显。我们认为，M1 同比的改善，其一是受益于财政支出推动财政存款向企业活期存款转移，其二是受益于房地产销售改善之下，房地产企业活期存款增加，其三是受益于去年同期 M1 的低基数。展望 2025 年，M1 改善预期较强，波动性有望降低：首先，强力稳增长政策、尤其是多年后再次确定的“适度宽松”政策下，企业融资有望改善，活期存款增多；其次，2024 年基数较低，有利于 2025 年 M1 同比录得较高值；最后，根据央行公告，自 2025 年 1 月份数据起，将采用新修订的 M1 统计口径。新引入的个人活期存款、非银行支付机构客户备付金等将有助于降低 M1 的波动。

图4 M2 和 M1 增速走势



资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10% 之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5% 之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637