

研究所

分析师:袁野  
SAC 登记编号:S1340523010002  
Email:yuanye@cnpsec.com  
研究助理:苑西恒  
SAC 登记编号:S1340124020005  
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《择机降准降息，关注防范资金空转》 - 2025.01.06

宏观研究

## 金融数据持续改善，一季度企业盈利有望筑底企稳

### ● 核心观点

(1) M1 与 M2 增速剪刀差持续收窄，经济活力持续提升，企业盈利或于 2025 年二季度企稳回升。M1 和 M2 同比增速均环比改善，M1 与 M2 负剪刀差连续三个月收窄，显示经济活力有所提升。我们理解，房地产市场销售持续改善，基建投资相关实物工作量仍加速形成，同时财政靠前发力，带动 M1 和 M2 同比增速环比回升，M1 与 M2 负剪刀差持续收窄，市场经济活力有所回暖。与此同时，M1 与 M2 剪刀差持续收窄，9 月为年内阶段性低点，或指向企业盈利将于 2025 年一季度末左右企稳。

(2) 信贷需求尚未显著回暖，虽好于预期，但弱于季节性水平。但从结构来看，居民信贷需求有所改善，主因是房地产市场回暖，带动居民中长期贷款需求回升；企业信贷需求并未明显转暖，票据冲量特点有所增强，或因化债政策落地，改善企业资金流，短期降低企业融资需求，同时，债券市场走牛，企业部分融资需求从信贷市场转向债券市场。

(3) 向后看，在“两会”之前，我们进入短期的政策空窗期，各部位通过召开新闻发布会释放积极信号，加强预期管理，有助于提振市场信心，缓解有效需求不足问题。基于此，我们预期，短期货币供应量同比增速或仍将逐步改善回升，特别是 1 月 M1 统计口径有所调整，M1 同比增速或较为显著回升；短期新增社融亦有望延续改善态势，应受财政前置发力、2025 年特殊再融资债券发行等影响，同时化债政策持续推进，或带动企业部门信贷需求回落，亦需关注。

从货币供应与企业盈利相关性来看，目前 M1 与 M2 增速负剪刀差持续收窄，9 月或为阶段性低点，或指向企业盈利将于 2025 年二季度

---

回升。在“两会”前的政策空窗期，若金融数据变化符合预期，可关注盈利修复带来的结构性投资机会。

● **风险提示：**

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧。

## 目录

|                                              |   |
|----------------------------------------------|---|
| 1 M1 与 M2 增速剪刀差持续收窄，企业盈利或于 2025 年一季度企稳 ..... | 5 |
| 2 居民信贷需求延续回暖，化债落地或暂缓企业信贷需求.....              | 6 |
| 2.1 房屋销售延续回暖，支撑居民信贷需求有所改善 .....              | 6 |
| 2.2 票据融资冲量有所回升，化债政策落地或降低企业信贷需求.....          | 7 |
| 3 政府债券支撑新增社融回暖，企业融资从信贷市场向债券市场转变.....         | 7 |
| 4 向后看：金融数据有望持续改善，企业盈利有望二季度回升.....            | 8 |
| 风险提示 .....                                   | 8 |

## 图表目录

|                                        |   |
|----------------------------------------|---|
| 图表 1: 12 月 M1 与 M2 增速剪刀差持续收窄 (%) ..... | 6 |
| 图表 2: M1 与 M2 增速剪刀差与 PPI 增速 (%) .....  | 6 |
| 图表 3: 12 月新增人民币贷款 (亿元) .....           | 6 |
| 图表 4: 新增贷款及部分分项同比增减 (亿元) .....         | 6 |
| 图表 5: 12 月社融同比增减 (亿元) .....            | 8 |

## 1 M1 与 M2 增速剪刀差持续收窄，企业盈利或于 2025 年一季度企稳

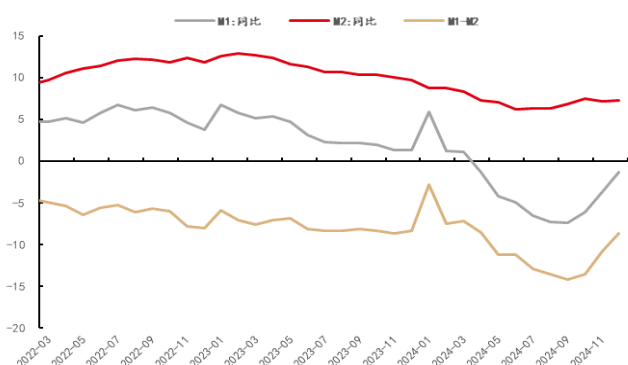
M1 和 M2 同比增速均环比改善，M1 与 M2 剪刀差连续三个月收窄，显示经济活力有所提升。我们理解，房地产市场销售持续改善，基建投资相关实物工作量仍加速形成，同时财政靠前发力，带动 M1 和 M2 同比增速环比回升，M1 与 M2 剪刀差持续收窄，市场经济活力有所回暖。与此同时，M1 与 M2 剪刀差持续收窄，9 月为年内阶段性低点，或指向企业盈利将于 2025 年一季度末左右企稳，二季度回升。

12 月 M1 同比增速为-1.4%，较 11 月回升 2.3pct，M2 同比增速为 7.3%，较 11 月上升 0.2pct，M1 与 M2 剪刀差为-8.7%，较 11 月上涨 2.1pct。

从 M1 构成来看，12 月狭义货币供应量同比增速环比不仅来自 M0 同比增速环比回升，企业活期存款增加亦产生积极贡献，后者或来自房地产市场销售回暖和财政前置发力。(1) 12 月 M0 同比增速为 13%，较 11 月回升 0.3pct，这或与元旦节日效应有关。(2) 12 月企业活期存款-15.03%，较前值增长 4.67pct。一方面，房地产市场持续回暖，房企活期存款有所增长。根据克尔瑞数据，12 月 TOP100 房企销售额同比下降 3.41%，降幅有所收窄，降幅较 11 月回升 3.49pct，环比增长 28.86%；另一方面，财政前置发力，财政存款向企业存款转移。财政性存款同比增速-3.67%，较 11 月下降 11.77pct。

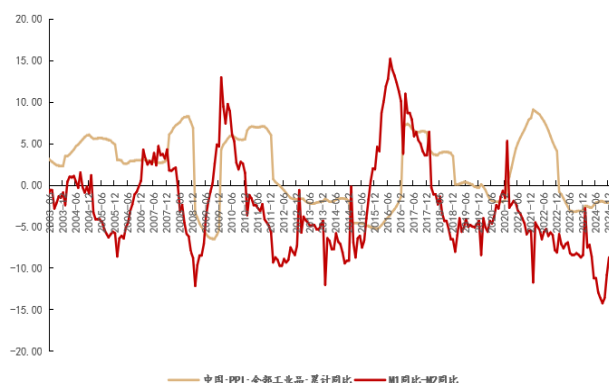
M1 与 M2 剪刀差持续收窄，9 月为年内阶段性低点，或指向企业盈利将于 2025 年一季度末左右企稳回升。12 月 M1 与 M2 剪刀差为-8.7%，连续三个月改善。M1 与 M2 剪刀差持续收窄，亦反应经济活力回暖，这会直接反映到价格指数 PPI，而 PPI 同比增速基本反映了工业企业的利润增速，因此 M1 与 M2 剪刀差与企业利润存在相关性。从历史经验看，M1 与 M2 剪刀差大约领先 PPI 同比增速 6 个月。从当前时间看，9 月 M1 与 M2 剪刀差为-14.2%，为年内阶段性低点，目前呈现持续回升态势，或指向企业盈利在 2025 年一季度末左右企稳，二季度回升。

图表1：12月M1与M2增速剪刀差持续收窄（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表2：M1与M2增速剪刀差与PPI增速（%）

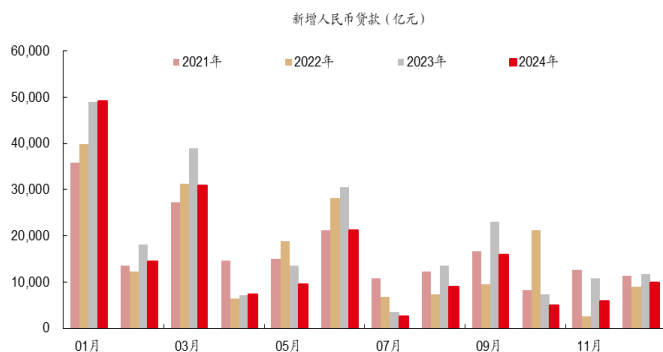


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

## 2 居民信贷需求延续回暖，化债落地或暂缓企业信贷需求

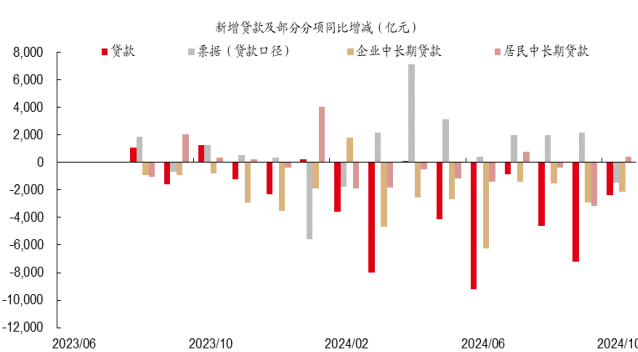
12月信贷需求好于预期，弱于季节性。12月新增人民币贷款9900亿元，较wind一致预期8430亿元高470亿元，较近五年同期均值低1300亿元，同比少增1800亿元。其中，居民信贷需求改善，同比多增1279亿元；企业信贷需求有所减弱，同比多增-4016亿元。

图表3：12月新增人民币贷款（亿元）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表4：新增贷款及部分分项同比增减（亿元）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

### 2.1 房屋销售延续回暖，支撑居民信贷需求有所改善

(1) 12月居民短期贷款新增588亿元，同比多增-171亿元。我们理解，一方面，政策宽松强预期与弱现实，市场信心有待进一步修复，居民短期信贷需求或有所减弱；另一方面，年末部分企业发放年终奖金，亦会缓解居民短期贷款需求。此外，亦不能排除因存量房贷利率下降，提前偿还房贷压力有所缓解。

(2) 房屋销售延续回暖，带动居民中长期贷款回升，成为居民信贷需求改善的主要推动力。12 月居民中长期贷款新增 3000 亿元，同比多增 1538 亿元。

## 2.2 票据融资冲量有所回升，化债政策落地或降低企业信贷需求

12 月，企业新增贷款 4900 亿元，同比少增 4016 亿元，弱于季节性水平，较近五年同期均值低 2774 亿元。

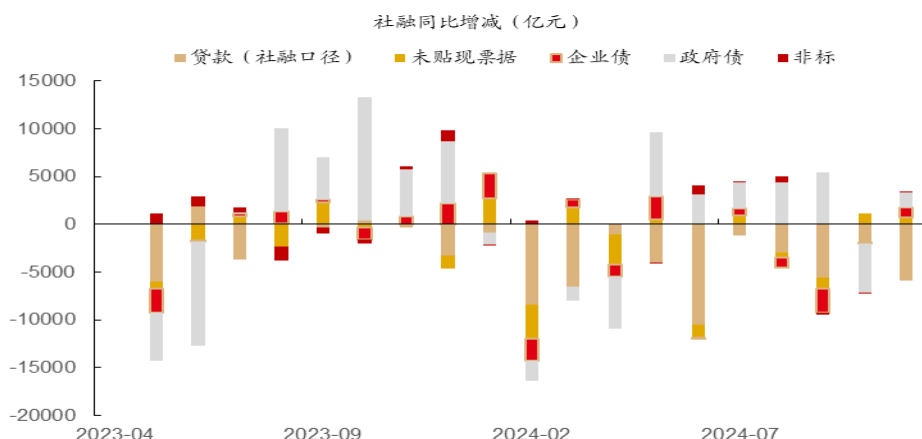
从结构上看，企业中长期贷款需求有所下降，票据融资有所升温。我们理解，一个可能得原因是化债政策落地，部分企业资金流改善，或暂时降低中长期贷款需求，同时亦存在企业融资从信贷市场向债券市场转移的现象。(1) 企业中长期贷款 400 亿元，同比少增 8212 亿元，好于季节性，较近五年均值 6718.60 亿元低 6318.6 亿元。(2) 企业新增短期贷款-200 亿元，同比多增 435 亿元。(3) 票据融资 4500 亿元，同比多增 3003 亿元，票据冲量特点有所升温。

## 3 政府债券支撑新增社融回暖，企业融资从信贷市场向债券市场转变

12 月新增社融同比有所回升，主要是政府债券发行放量和企业债券融资回升带动，实体经济信贷需求尚未显著改善，制约新增社融回暖。12 月新增社融 28575 亿元，好于预期，较 Wind 一致预期 21147.4 亿元高 7427.6 亿元。

从主要分项看，(1) 社融统计口径下，实体经济的新增信贷融资 8407 亿元，同比少增 2685 亿元。前文已经强调，12 月化债政策落地，在一定程度上改善企业资金流，暂时缓解了企业中长期融资需求。二是 12 月以来，强预期与弱现实的对照，政策宽松预期尚未正式兑现，在一定程度上，市场信心有所回落，制约了企业信贷需求。三是企业融资或从信贷市场向债券市场转移。(2) 12 月政府债券融资 17612 亿元，同比多增 8288 亿元，这与化债地方政府隐性债务的特殊再融资专项债发行有关。(3) 企业债券融资-153 亿元，同比多增 2588 亿元，应是当前债券市场持续走牛，企业融资需求存在从信贷市场向债券市场转移。

图表5：12月社融同比增减（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

## 4 向后看：金融数据有望持续改善，企业盈利有望二季度回升

近期国新办举行“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会，财政部和央行均再次释放积极信号，贯彻中央经济工作会议“双宽松”政策基调，对冲因政策宽松的强预期与政策落地相对缓慢的预期差导致的信心下降。考虑两会之前，我们进入短期的政策空窗期，通过新闻发布会加强预期管理，有助于提振市场信心，缓解有效需求不足问题。基于此，我们预期，短期货币供应量同比增速或仍将逐步改善回升，特别是1月M1统计口径调整以及清理拖欠企业欠款等，M1同比增速或较为显著回升；短期新增社融亦有望延续持续改善，或受财政前置发力、2025年特殊再融资债券发行等影响，同时化债政策持续推进，或带动企业部门信贷需求回落，亦需关注。

从货币供应与企业盈利相关性来看，目前M1与M2增速负剪刀差持续收窄，9月或为阶段性低点，或指向企业盈利将于2025年一季度企稳，二季度回升。在“两会”前的政策空窗期，若金融数据变化符合预期，可关注盈利修复带来的结构性投资机会。

## 风险提示

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧。

## 中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                            | 类型    | 评级   | 说明                         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|------|----------------------------|
| <p>报告中投资建议的评级标准：<br/>报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p> | 股票评级  | 买入   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上      |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 增持   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 中性   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 回避   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                                   | 行业评级  | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 中性   | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|                                                                                                                                                                                                                   | 可转债评级 | 推荐   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上     |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 中性   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间  |
|                                                                                                                                                                                                                   |       | 回避   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下      |

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048