

社融稳中有升，结构中有喜有忧

——2024年12月社融数据点评

点评

- **社融增速稳中有升，新增人民币贷款少增幅度减小。**从社融存量看，2024年12月末，社融存量同比增长8%，增速高于11月末0.2个百分点，但与2023年末相比增速下滑0.5个百分点。从社融增量看，12月社会融资规模增量为28575亿元，高于市场预期，较上年同期多增9249亿元，结束了连续四个月的同比少增。对实体经济发放的人民币贷款增加8407亿元，同比少增2685亿元，连续14个月同比少增，但少增幅度较上月有所收敛。12月社融增量同比由降转涨，结构上基本延续了11月的特征，主要受到直接融资同比大幅增长的贡献，主要是置换隐债专项债放量发行，化债专项债继续置换企业表内贷款，但同时楼市企稳改善迹象显现，居民中长贷同比延续多增。2025年中国人民银行工作会议表示，将综合运用多种货币政策工具，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息，保持流动性充裕、金融总量稳定增长，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。2025年我国外贸的不确定性或将有所增大，但国内政策力度不减，货币政策降准、降息仍有可能性，有望对国内社融增速形成支撑。
- **化债政策持续支撑直接融资，企业债融资连续两月改善。**从社融结构看，2024年新增社融主要受到直接融资的支撑，而信贷数据偏弱，不仅因为有效需求不足，也受到金融数据“挤水分”影响。2024年，新增人民币贷款18.09万亿元，较2023年减少4.66万亿元，而直接融资增加13.5万亿元，较2023年增长约1.5万亿元，表外融资增加104亿元，较2023年增加113亿元。12月，新增人民币贷款占同期社会融资规模增量的比重约为29.42%，占比较11月回升7个百分点，但较去年同期下降28个百分点。新增直接融资17942亿元，占比约为62.79%，较11月下滑5.6个百分点，较去年同期升高26.1个百分点，同比多增10851亿元，环比多增2044亿元。其中，政府债券是直接融资的支撑项，同比多增8288亿元至17612亿元，主要置换隐债的再融资专项债继续加大发行力度，地方再融资专项债12月净融资约9400亿元，相比去年同期大幅增加约9641亿元；企业债券融资也在继续改善，同比多增2588亿元至-153亿元，连续两月同比多增，12月国内房地产开发企业发行境内信用债合计融资409.97亿元，同比上升24.5%，房企融资继续改善，但城投债发行依然受限，Wind统计口径下12月城投债转为净偿还1203亿元；非金融企业境内股票融资再次出现同比少增，同比少增25亿元至483亿元，或与股市近期回调有关。另外，表外融资同比延续3个月多增，其中新增未贴现银行承兑汇票和委托贷款同比多增，信托贷款连续4个月同比少增。
- **银行票据冲量诉求大，居民中长贷连续多增。**2024年，企（事）业单位贷款增加14.33万亿元，较2023年减少3.58万亿元，中长期贷款减少更多，同时银行票据融资冲量行为增多，居民贷款增加2.72万亿元，较2023年减少1.61万亿元，其中短期贷款减少更为显著。12月单月，企（事）业单位贷款增加4900亿元，其中，短期贷款减少200亿元，同比多增435亿元，为一年来首次同比多增，或主要用于短期内的资金周转，中长期贷款增加400亿元，同比大幅少增8212亿元，一方面体现化债资金对企业表内贷款的置换，另一方面

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-57631106
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

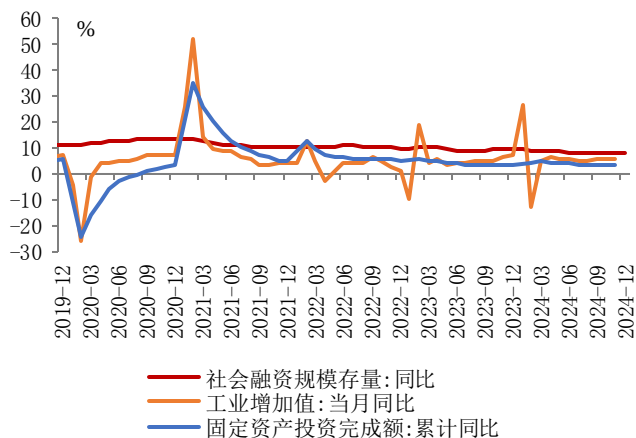
1. 贸易顺差继续扩大，“抢出口”效应正显现——12月贸易数据点评 (2025-01-14)
2. 通胀低位波动，但回升或可期——12月通胀数据点评 (2025-01-10)
3. 降息后美国地产该如何展望？——需求、供给以及房价的三维解析 (2025-01-06)
4. 央行持续释放流动性，俄罗斯又断供天然气 (2025-01-03)
5. 制造业平稳收官，非制造业超预期改善——12月PMI数据点评 (2025-01-02)
6. 地方专项债管理优化，美国政府再次避免停摆 (2024-12-27)
7. 加强央企市值管理，美联储降息但放鹰 (2024-12-21)
8. 地产销售同比转涨，消费增速边际回落——11月经济数据点评 (2024-12-17)
9. 直接融资持续支撑社融，化债及购房推升M1——11月社融数据点评 (2024-12-14)
10. 加强超常规逆周期调节，美国CPI符合预期 (2024-12-13)



也反映出企业投资信心依然不足，贷款意愿并不强烈，票据融资新增 4500 亿元，为 2015 年以来同期新高，同比多增 3003 亿元，再次转为同比多增说明在企业信贷意愿偏弱的背景下，年末银行票据冲量诉求较大。2025 年财政政策持续加力、货币政策保持宽松，有望带动企业投资信心逐步回升；12 月住户贷款增加 3500 亿元，同比多增 1279 亿元，其中，短期贷款增加 588 亿元，同比多减 171 亿元，但降幅较 11 月有所收敛，中长期贷款增加 3000 亿元，同比多增 1538 亿元，连续 3 个月同比多增，地产新政效应持续释放，叠加年末房企业绩冲刺，楼市成交继续改善。2025 年 1 月，发改委、财政部印发《加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策》的通知，将微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲等 4 类家电产品、手机、平板、智能手表手环等 3 类数码产品、符合条件的国四排放标准燃油乘用车等纳入国补范围，有望持续推动消费改善，支撑居民短期贷款。地产供需两端政策下，居民购房信心也有望继续得到改善。

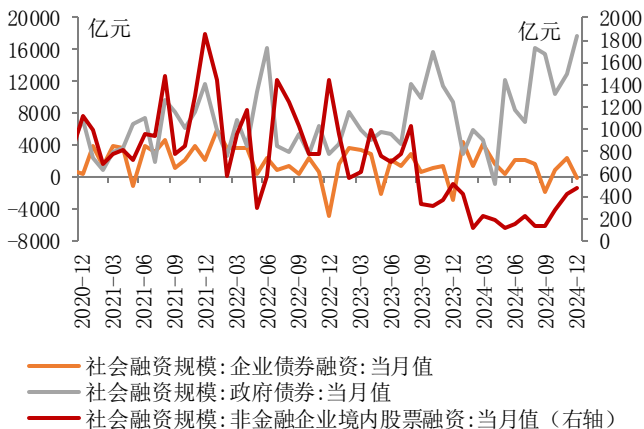
- **新增人民币存款同比多减，M1、M2 剪刀差继续收窄。**2024 年，人民币存款增加约 17.99 万亿元，较 2023 年减少 7.75 万亿元，或主要因为禁止“手工补息”影响下，居民和非金融企业存款下降。12 月，人民币存款减少 1.4 万亿元，同比多减 1.49 万亿元，主要拖累项是非银金融机构存款，居民和非金融企业存款同比均有增加。其中，非银行业金融机构存款减少 3.17 万亿元，创下 2015 年有数据以来的最低，同比大幅多减约 2.64 万亿元，或与非银同业存款倡议的发布有关，即央行 7 天逆回购利率成为非银同业活期存款利率的上限，导致非银同业活期存款利率下降，非银机构将部分同业存款转向其他资产；非金融企业存款增加约 1.81 万亿元，同比多增约 1.5 万亿元，连续 4 个月同比多增，或因政府债券资金加量发行进入实体部门，并转化为企业存款；住户存款增加 2.19 万亿元，同比多增 2120 亿元；政府债券资金加快拨付，财政性存款减少约 1.67 万亿元，同比多减 7504 亿元。12 月末，M2 同比增长 7.3%，增速较上月末回升 0.2 个百分点，但较 2023 年末下滑了 2.4 个百分点；M1 同比下降 1.4%，降幅较上月末收敛 2.3 个百分点，增速连续 3 个月回升，但较 2023 年末增速下滑 2.7 个百分点。12 月末，M1 与 M2 剪刀差为 8.7 个百分点，较上月继续收敛，M1 增速回升较快或主要受地方债置换、地产成交企稳等因素带动。预计随着财政政策和货币政策持续发力，叠加个人活期存款和非银支付机构客户备付金将被纳入 M1 统计口径中，M1、M2 剪刀差有望持续收敛。
- **风险提示：**国内政策落地节奏不及预期，内需增长不及预期。

图 1：社融存量同比增速稳中有升



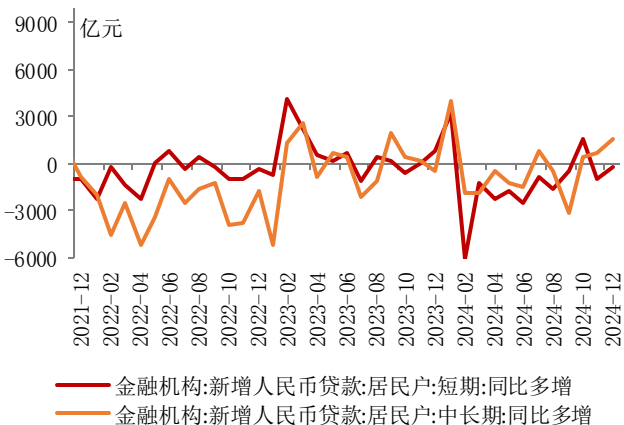
数据来源：wind、西南证券整理

图 3：12 月直接融资各分项表现



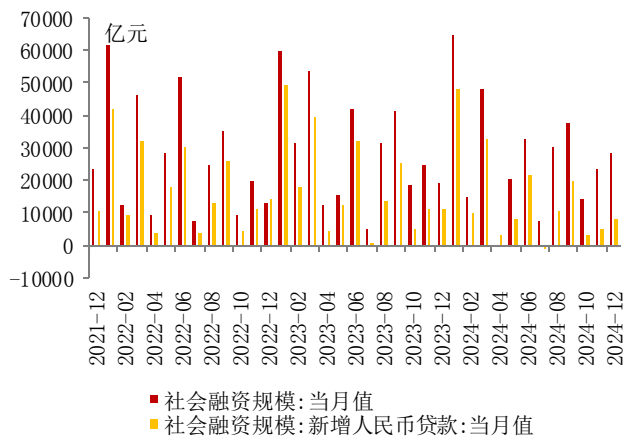
数据来源：wind、西南证券整理

图 5：居民部门中长期贷款同比连续多增



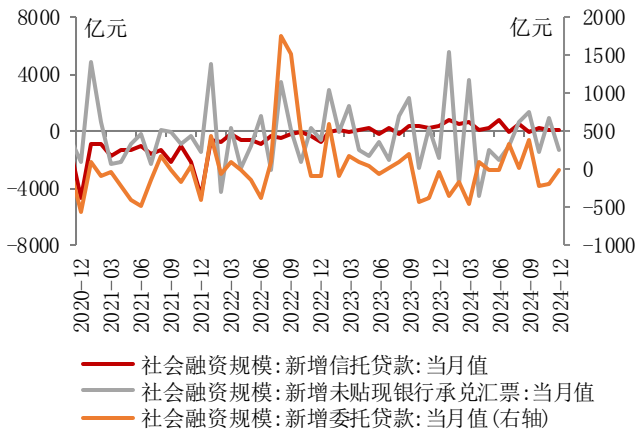
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：12 月新增社融同比多增，新增人民币贷款同比少增



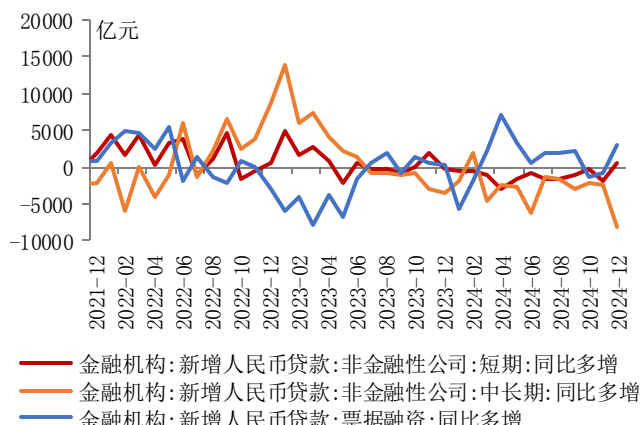
数据来源：wind、西南证券整理

图 4：12 月表外融资分项表现



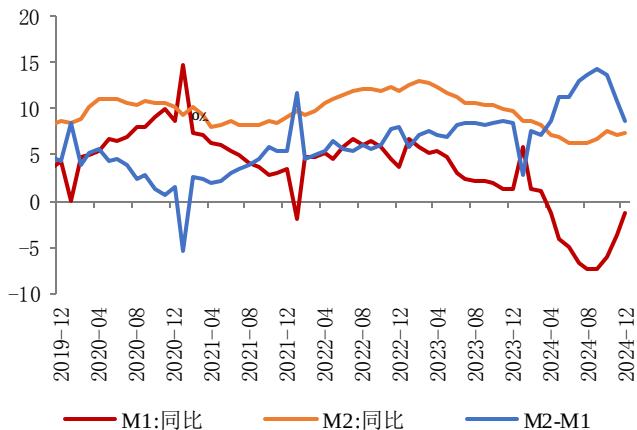
数据来源：wind、西南证券整理

图 6：企（事）业单位中长期贷款同比少增



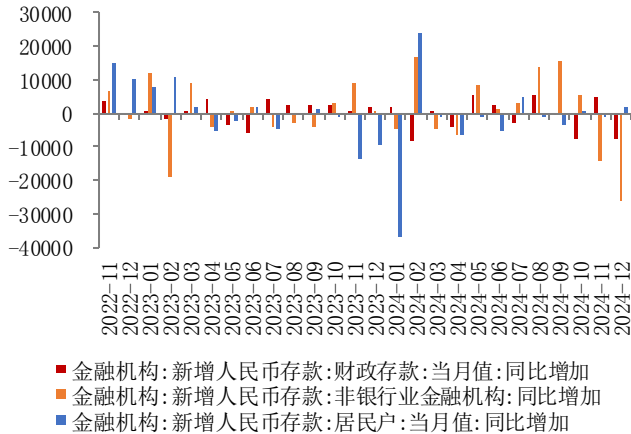
数据来源：wind、西南证券整理

图 7：12 月 M1 同比大幅回升，M2 同比小幅回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：12 月非银金融机构同比大幅多减



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn