

年底隐债置换加速，在压低新增信贷的同时推高新增社融

——2024 年 12 月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

事件：2025 年 1 月 14 日，央行公布的数据显示，2024 年 12 月新增人民币贷款 9900 亿，同比少增 1800 亿；12 月新增社会融资规模为 28575 亿，同比多增 9249 亿。12 月末，广义货币 (M2) 同比增长 7.3%，增速较上月末加快 0.2 个百分点；狭义货币 (M1) 同比下降 1.4%，降幅较上月末收窄 2.3 个百分点。

基本观点：

总体上看，年底大规模隐债置换对金融数据的影响明显，具体表现为拉低新增信贷，推高新增社融。其中，12 月人民币贷款同比延续少增，其中，企业中长期贷款表现较弱，主要与化债背景下城投平台存量贷款被提前偿还或置换有关。在楼市回暖以及提前偿还房贷现象缓解背景下，12 月居民中长期贷款同比延续多增，居民短贷则同比小幅少增，背后是当前居民消费总体依然偏弱。社融方面，在投向实体经济的人民币贷款同比少增背景下，12 月新增社融时隔四个月之后首次实现同比多增，主要受债券融资、特别是隐债置换推动政府债券融资同比大幅多增拉动。四季度一揽子增量政策陆续推出，政府债券发行量保持高位，是带动 M2 增速低位回升的主要原因；四季度楼市回暖，企业经营、投资活跃度增强，推动 M1 同比降幅显著收窄。全年来看，在城投平台融资受限、房地产行业持续调整，以及监管层实施金融“挤水分”等影响下，全年新增信贷同比大幅少增，年末各项贷款余额同比增速降至 7.6% 的历史低位。这导致尽管政府债券融资规模较大，但 2024 年新增社融出现较大规模的同比少增。

展望 2025 年，在货币政策基调转向“适度宽松”，金融“挤水分”效应减弱，以及当前监管层正在强调“引导金融机构加大货币信贷投放力度”的环境下，全年新增信贷和社融有望恢复同比多增，1 月实现金融数据“开门红”的可能性较大，其中，1 月新增信贷有望恢复同比多增，新增社融则将延续同比多增。我们判断，着眼于有效应对外部冲击，促进国内房地产市场止跌回稳，大力提振内需，2025 年央行会实施有力度的降息降准。

具体来看：

一、12 月人民币贷款同比延续少增，其中，企业中长期贷款表现较弱，主要与化债背景下城投平台

存量贷款被提前偿还或置换有关。在楼市回暖以及提前偿还房贷现象缓解背景下，12月居民中长期贷款同比延续多增，居民短贷则同比小幅少增，背后是当前居民消费总体依然偏弱。

12月新增人民币贷款9900亿，环比多增4100亿，主要受票据融资、非银贷款和居民短贷环比多增带动，符合季节性规律。同比来看，12月人民币贷款同比少增1800亿，拖累月末贷款余额增速较上月末下滑0.1个百分点至7.6%，续创有数据记录以来新低。

12月人民币贷款同比延续少增。主要拖累项是企业中长期贷款。当月新增企业中长期贷款仅400亿，同比大幅少增8212亿，一个重要原因是11月以来用于置换隐性债务的地方政府债大规模发行，会置换一部分隐债范围内的城投存量贷款，这会拉低12月新增企业中长期贷款规模（新增贷款=新发放贷款-贷款偿还量）。同时，近期经济走势虽有所回升，但市场主体投资信心回暖并带动中长期信贷需求明显改善还需要一个过程。其他分项中，12月企业短贷负增200亿，同比少减435亿，票据融资同比大幅多增3003亿，显示一般贷款增量不足背景下，年末银行票据冲量动力较强。

居民贷款方面，12月房地产市场延续回暖势头，加之“提前还贷潮”减弱，居民中长期贷款同比多增1538亿，为连续第三个月同比多增；在促消费政策加码、“双11”促销提前等扰动效应减弱背景下，12月居民短贷恢复正增，但同比小幅少增171亿，背后是当前居民消费总体依然偏弱。

全年来看，2024年新增人民币贷款18.09万亿，较2023年大幅少增4.66万亿，除票据融资多增1.23万亿、非银贷款多增927亿之外，其他分项同比均现少增。其中，企业短贷少增1.31万亿，企业中长期贷款少增3.49万亿，这一方面源于房地产行业延续调整，城投新增融资受到严格限制，加之需求不足背景下企业投资扩产步伐迟缓，企业贷款需求有待提振，另一方面，也受到部分城投存量贷款被地方债置换，以及“防范资金沉淀空转”产生的金融“挤水分”效应等防风险政策影响。居民贷款方面，在居民消费不足和房地产市场调整背景下，2024年居民短贷同比少增1.31万亿，居民中长期贷款同比少增3000亿。

二、在投向实体经济的人民币贷款同比少增背景下，12月新增社融时隔四个月之后首次实现同比多增，主要受债券融资、特别是政府债券融资同比大幅多增拉动。

12月新增社融2.86万亿，环比多增5313亿，同比多增9249亿，这也是社融时隔四个月之后首次实现同比多增，提振月末社融存量增速较上月末加快0.2个百分点至8.0%。在投向实体经济的人民币贷款同比少增背景下，12月社融同比大幅多增仍主要受债券融资拉动。一方面，12月新增政府债券融资达1.76

万亿，同比多增 8288 亿；另一方面，受上年同期基数明显偏低影响，12 月企业债券融资虽小幅负增，但同比少减 2588 亿。

另外值得一提的是，12 月除存款类机构资产支持证券和贷款核销之外的社融各分项新增规模合计 2.45 万亿，比当月新增社融规模少 4099 亿。考虑到近三年来存款类机构资产支持证券持续负增，这表明，12 月新增贷款核销规模应逾 4000 亿，同比多增逾 2000 亿，或反映银行通过核销等方式加快不良贷款处置，也对当月社融同比多增起到一定拉动作用。

全年来看，2024 年新增社融累计 32.26 万亿，同比少增 3.33 万亿，主要受投向实体经济的人民币贷款少增 5.17 万亿影响。另外，由于 IPO 难度加大，2024 年企业股票融资同比少增 5031 亿，也对社融同比表现有较大拖累。2024 年债券融资同比则较大幅度多增，其中政府债券融资多增 1.70 万亿，背后主要是为稳增长和支持地方化债，政府加杠杆力度明显加大；企业债券融资同比多增 2846 亿，主因债券发行利率走低提振企业债券融资意愿。另外，2024 年信托贷款同比多增 2400 亿，但主要原因是基数较低，同时也可能受房企信托贷款等存量融资合理展期政策影响，不代表信托融资监管明显放松。

三、12 月末 M2 增速上行，除上年同期基数下沉外，主要源于年底稳增长政策发力，财政支出加快带动财政存款少增；12 月末 M1 增速降幅连续第三个月较快收窄，背后的主要原因是楼市回暖。

M2 方面，12 月末 M2 同比增速为 7.3%，较上月加快 0.2 个百分点，背后有两个原因：一是 2023 年同期增速基数下沉，这会推动 2024 年 12 月同比增速走高；二是年底稳增长政策发力，财政支出加快，带动当月财政存款同比少增 7504 亿。据我们测算，仅此一项就会推高 M2 增速 0.3 个百分点。这抵消了当月贷款增速下行对存款派生的拖累，推动 M2 增速上行。

今年以来，M2 增速持续处于历史低位附近，除了实体经济融资需求不旺、4 月以来金融“挤水分”等影响外，一个重要原因是上年同期基数偏高。以剔除基数影响的两年平均增速衡量，12 月末 M2 的两年平均增速为 8.5%，仍高于经济增速与价格总水平预期目标之和，反映当前广义货币供应量对实体经济运行仍保持支持性取向。

12 月末 M1 增速为 -1.4%，降幅较上月末大幅收窄 2.3 个百分点，为降幅连续第三个月较快收窄。我们分析认为，除了一揽子增量政策出台，市场信心大幅提升，推动企业经营、投资活跃度增强外，主要原因是四季度楼市持续回暖，带动居民存款向房企活期存款转移加速。值得注意的是，中国人民银行 12 月 2 日发布公告称，决定自统计 2025 年 1 月份数据起，启用新修订的狭义货币（M1）统计口径。修订后的 M1 包括：流通中货币（M0）、单位活期存款、个人活期存款、非银行支付机构客户备付金。考虑到个人活期

存款规模较大（约相当于当前 M1 总额的 60% 左右），且近期保持 4.0% 左右的正增长，2025 年 1 月末 M1 同比增速将由负转正。

总体上看，年底大规模隐债置换对金融数据的影响明显，具体表现为拉低新增信贷，推高新增社融；四季度一揽子增量政策陆续推出，政府债券发行量保持高位，经济增长动能修复，是带动 M2 增速低位回升的主要原因；四季度楼市回暖，企业经营、投资活跃度增加，推动 M1 同比降幅显著收窄。全年来看，在城投平台融资受限、房地产行业持续调整，以及监管层实施金融“挤水分”等影响下，全年新增信贷同比大幅少增，年末各项贷款余额同比增速降至 7.6% 的历史低位。这导致，尽管政府债券融资规模较大，但全年新增社融出现较大规模的同比少增。背后也体现出，在经济下行压力较大、实体经济融资需求不足的背景下，尽管 2024 年央行连续实施降息降准，但宽货币向宽信用传导受到一定阻碍。

展望 2025 年，在货币政策基调转“适度宽松”，金融“挤水分”效应减弱，以及当前监管层正在强调“引导金融机构加大货币信贷投放力度”的环境下，全年新增信贷和社融有望恢复同比多增，1 月实现金融数据“开门红”的可能性较大，其中，1 月新增信贷有望恢复同比多增，新增社融则将延续同比多增。

我们估计，2025 年新增信贷和新增社融规模会分别达到 20 万亿和 36.6 万亿左右，其中新增社融还会受到政府债券发行高增的有力支撑——在“更加积极”的财政政策基调下，预计 2025 年新增政府债券融资规模将达到 14.7 万亿，高于 2024 年的 11.26 万亿。总体上看，金融总量数据拐头向上将是 2025 年逆周期调节一个不可或缺的重要发力点。

2024 年 12 月中央经济工作会议要求 2025 年“发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，适时降准降息”，2024 年第四季度货币政策委员会例会公报提出“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”。我们理解，“适时”、“择机”意味着央行会选择在实施逆周期调节、引导社会预期、调控市场流动性的关键时点发力，实施降准降息。这样可以最大限度发挥政策工具效用，同时也有助于保留政策空间。

从近年的降息规律来看，央行往往会在经济景气度低位运行一段时间后——具体就是官方制造业 PMI 指数连续 2 个月或以上运行在 50% 以下——实施降息操作。2024 年 12 月官方制造业 PMI 指数降至 50.1%，我们判断一季度早些时候降息有可能落地，但春节前概率不大。近年降准在释放稳增长信号的同时，更多具有流动性调节功能。从支持银行加大信贷投放力度，缓解银行负债压力的角度看，一季度降准有可能落地，一个观察指标是 2025 年初金融数据“开门红”成色如何。总体上看，2025 年开年宏观经济及房地产市场运行状况，以及外部经贸环境变化等，将是决定一季度降息降准落地时间的主要因素。

我们判断，着眼于有效应对外部冲击，促进国内房地产市场止跌回稳，大力提振内需，2025 年央行会实施有力度的降息降准。其中，降息会达到 2-3 次，幅度共 50 个基点，显著高于 2024 年 30 个基点的降幅。这会带动 LPR 报价跟进下调，进而更大幅度引导贷款利率下行，降低企业和居民融资成本。至于降息可能给银行净息差带来的下行压力，可通过引导存款利率下调、降低银行在货币市场批发融资成本、适度补充银行资本金等方式缓解。

降准方面，当前银行加权存款准备金率为 6.6%。此前几轮降准中，存款准备金率已降至 5.0% 的金融机构都未参与降准。这意味着 2025 年还有 1.6 个百分点的降准空间。我们预计央行会降准 3 次，每次降准 0.5 个百分点。考虑到央行已在二级市场开展国债买卖操作，即可以通过买入国债方式向银行体系投放基础货币，因此降准空间有限不会影响央行实施数量型宽松。