

2025 年 1 月 14 日

社融存量增速或现拐点

——2024 年 12 月金融数据点评

固定收益研究团队

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

梁吉华（分析师）

liangjihua@kysec.cn

证书编号：S0790523110002

央行公布 2024 年 12 月金融数据，社融存量同比增长 8.0%，与前值相比上升 0.2ppt，自 10 月触底以来反弹；M1 同比大幅多增 15,416 亿元，同比-1.4%，连续三个月改善；新增居民中长期贷款 3,000 亿元，同比多增 1538 亿元，连续三个月改善。

● 社融存量增速或出现趋势性上行

12 月社融存量同比增长 8.0%，与前值相比上升 0.2ppt，2024 年以来社融存量增速整体呈下行趋势，由年初的 9.5% 下行至 10 月份 7.8%，而后开始企稳回升。前期社融增速下降主要是由于金融行业的规范、对地方政府隐性债务的治理等收缩性政策导致的，与 2018 年实行紧货币、紧财政的收缩性政策导致社融增速下降是同样的逻辑。2024 年“9.26”后，由收缩性政策转为扩张性政策，社融增速开始企稳回升，随着政策加码，预期后续社融增速会出现趋势性上行。

政府债券是社融主要拉动项，主要是地方政府置换债的大规模发行；置换债的发行一定程度上会使置换隐债的企业中长期贷款的减少，以及政府债券增加，综合来看对社融的影响是中性的。所以我们认为社融存量增速是一个用来判断整体政策走向以及实体经济发展方向的核心指标。

市场认为地方政府债放量带来的社融增速回升，并不能反映实体经济回升，不具有持续性；我们认为社融的回升是方向性的，在扩张性政策下会实现趋势性上行。2024 年 10 月之前，政府债券也是大规模发行，是社融主要支撑，但实体经济收缩的更多，政策对冲力度不够，表现出来是社融增速的不断下降；四季度政策加码发力，央行例会强调“加大货币信贷投放力度，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”，货币政策和财政政策力度加大，对冲实体经济的收缩，预计 2025 年信贷、社融会有一个趋势性上行。

● M1 延续高增表明现金流量表持续改善

12 月 M1 新增 20,055 亿元，同比大幅多增 15,416 亿元，创 2023 年 6 月以来最大增幅；M1 同比-1.40%，降幅继续收窄，连续三个月反弹。

年初以来 M1 绝对值出现大幅下降，主要是受到手工补息和企业应收账款增加的影响。在地方政府土地出让收入减少的背景下，财政支出和投资保持一定强度，非税收入大幅上升，企业应收账款大幅上升，可以看到应收账款平均回收期在增加，企业现金流较差。企业缺乏现金流，导致企业资本开支和居民消费较为低迷。从 2024 年 10 月份开始，M1 开始改善，后续持续高增，主要原因是债务置换改善了企业和居民的现金流量表。化债能够改善企业和居民现金流量表，企业应收账款可以转化为现金流，政府对非税收入依赖度下降，企事业单位工资收入有了保障也会增加消费。

债务置换不改变负债总量，对资产负债表的影响是中性的，但是可以改善企业和居民的现金流量表。M1 延续高增表明企业和居民现金流量表持续改善，对经济和收入预期向好，是 PMI 连续回升，消费增速回升的重要原因之一。

● 居民中长期贷款持续改善

居民中长期贷款需求继续改善。12 月居民贷款新增 3,500 亿元，同比多增 1,279 亿元；其中短期贷款、中长期贷款分别少增 171 亿元和多增 1,538 亿元。居民中长期贷款的修复一方面是存贷房贷利率下调之后，提前还贷减少；另一方面是商品房销售持续回暖，据中指数据，12 月 30 城新房成交面积环比增长 22.9%，同比增长 21.1%；20 城二手房成交套数环比增长 16.0%，同比增长 67.0%。

● 风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

相关研究报告

《当前债市调整的四个原因》

-2025.1.13

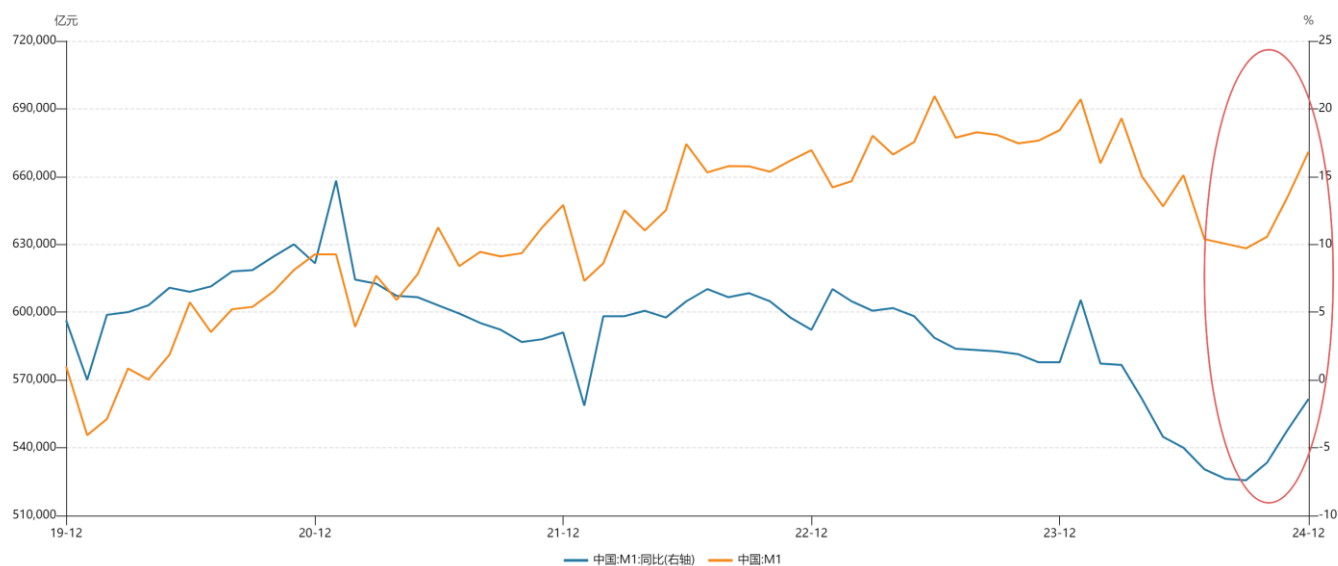
《央行暂停购债，汇率或只是表象》

-2025.1.12

《2008 年“四万亿”之后的市场启示》

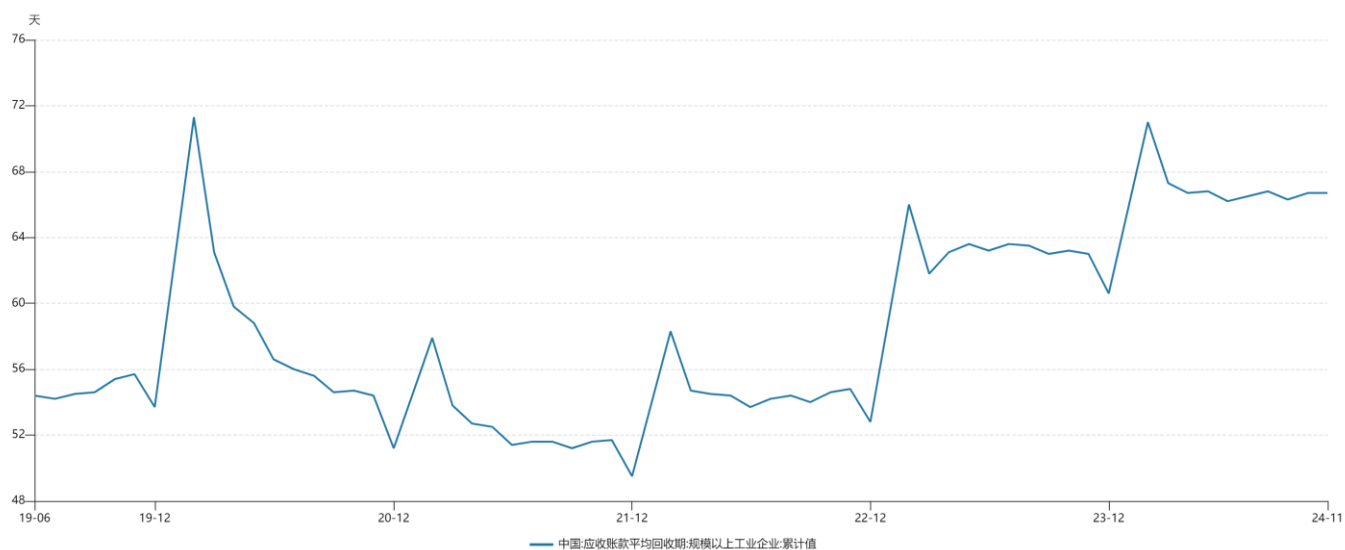
-2025.1.9

附图 1：2024 年 M1 绝对值出现下降，10 月份以来开始反弹



数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

附图 2：企业应收账款平均回收期较往年同期增加较多，现金流较差



数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn