

2025年01月14日

置换坚决压制长贷，利率走低短融提前

金融数据速评（2024.12）

投资要点

- ◆ **信贷同比少增幅度收窄，主因地产放松居民存量购房需求释放，春节较早企业短期融资提前；企业中长贷则受化债置换坚决快速执行的影响而大幅走低。**12月新增信贷9900亿，同比少增1800亿，少增幅度较11月收窄，短暂呈现好于预期的表现：1）12月企业部门新增贷款4900亿，连续第8个月同比少增，其中新增企业短期贷款和票据融资两项合计同比大幅多增3438亿，或主因春节较早企业提早准备短期流动性以应对节前薪酬奖金集中支付，但这一因素的暂时性特征较强；2）12月居民户新增贷款3500亿，同比多增1279亿，其中居民中长贷新增3000亿，同比多增1538亿，连续三个月同比多增并创近11个月最高幅度，显示9月底以来的本轮地产放松持续带动居民存量购房需求集中释放，但11月以来一线城市新房销售再趋降温，房地产市场确认止跌回稳尚需时日观察；3）但与基建投资相关度更高的企业中长贷12月新增仅400亿，创2017年以来新低，当月同比少增的幅度亦创纪录达到8212亿，指向当前地方债务置换较为果断，也说明年初基建相关融资并不多，或有进一步下行的压力。
- ◆ **利率屡创新低环境下，企业和政府债务融资活跃，前者提前效应显著，共同推动社融增速反弹。**12月新增社融高达2.9万亿，同比大幅多增达9249亿。其中，新增政府债券规模攀升至1.8万亿，同比多增高达8288亿，一方面反映置换债集中在年底完成发行，另一方面也显示在置换债之外的地方政府未使用的债务限额可能也集中进行了发债融资。同时，12月企业债券多增幅度也高达2588亿，显示低利率环境下企业债务融资需求前置，未来可能因已经提前融资而再度下滑。12月社融口径新增人民币贷款8402亿，尽管缺口较11月有所收窄，但在企业中长贷大幅降温的拖累下仍然同比少增2685亿。表外三项（委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票）合计同比小幅多增363亿。社融存量同比小幅上行0.2个百分点至8.0%，较我们此前的预期稍高。
- ◆ **M2小幅反弹，春节提前企业存款短期错位高增，加速化债和补贴消费造成政府存款少增是主要原因；非银存款连续降温显示流向股市资金减少。**12月M2同比小幅反弹0.2个百分点至7.3%。12月财政存款大幅减少1.67万亿，同比多减7504亿，一方面显示化债置换执行坚决、速度较快，另一方面也显示12月财政支出增速受消费补贴和稳增长目标的共同拉动而维持较高。这同时也意味着结转2025年的财政资源较少，2025年广义财政支出强度提升迫切需要抬升赤字率。同时，由于春节提前，企业集中融资导致企业存款大幅多增达1.49万亿，节后或将快速回落。12月资本市场延续震荡，流向股票市场的资金持续降温，12月非银金融机构存款大幅减少3.2万亿，同比大幅多减达2.6万亿。随着企业短期融资集中提前和房地产存量需求的释放，12月M1同比跌幅也再度大幅收窄2.3个百分点至-1.4%。
- ◆ **年末贷款社融好于预期，但主要源于春节较早和低利率环境下的企业短期融资集中提前，化债置换迅速果决、地产需求阶段性改善见顶后再趋降温，均指向2025年信贷增速或仍大概率趋于回落。**首先，地方快速化债置换可能持续对与基建高度相关的企业中长贷形成压制；其次，地产存量需求集中释放带动的居民加杠杆意愿小幅回升可能有一个逐步衰减的长尾效应持续至一季度，此后或再度有所调整降温；第三，春节前的集中融资以及低利率带来的债券融资提前都是暂时性的，可能很快在1-2月就会回落。2025年经济增长的不确定性将主要由美国关税政策影响下的出口表现、财政发力补贴促进消费的效果两方面综合决定，主要的政策增量将来自中央广义财政。2025年预计社融存量增速路径趋平而贷款增速在经历近期波动后仍可能再度转为较为明显的回落。货币政策方面因年初美元指数已经受特朗普关税措施逼近和薪资通胀再度螺旋升温的影响而大幅冲高，稳定人民币汇率的重要性提升令央行近期暂停国债买入操作并提升企业境外融资系数，这意味着春节前后流动性投放和MLF置换大概率将转而由较大幅度降准来实现。维持节前降准50-100BP，上半年择机降息40BP的预测不变。
- ◆ **风险提示：**货币宽松力度小于预期风险。

事件点评

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsc.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsc.cn

相关报告

欧盟关税趋缓与“抢跑效应”共同推升出口——国际贸易数据点评（2024.12）

2025.1.13

 美国就业强势振翅，全球风暴何时来袭？——美国就业数据点评（2024.12） 2025.1.11
 央行暂停买债，降准概率提升——华金宏观·双循环周报（第90期） 2025.1.10

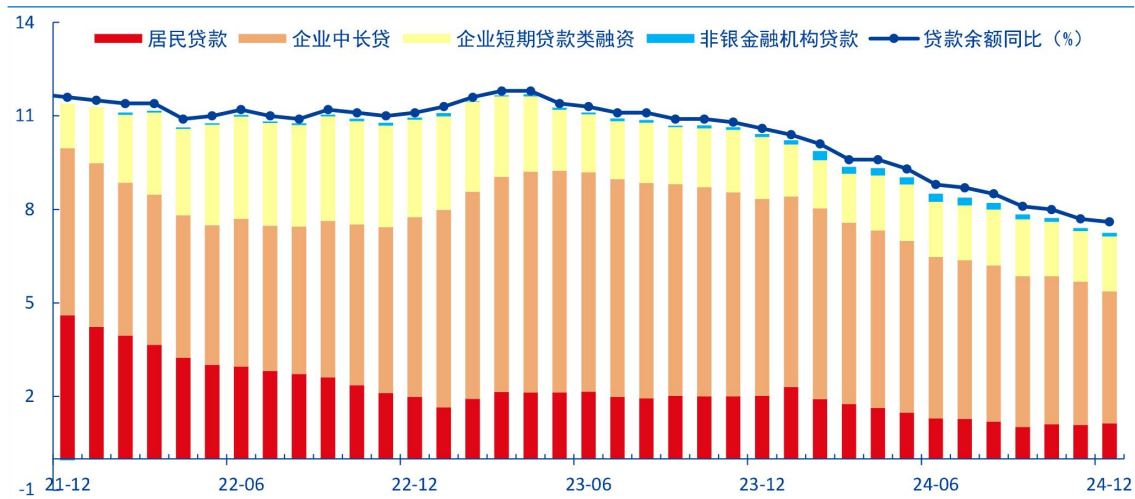
核心CPI连续修复，消费补贴持续拉动耐用消费品需求——CPI、PPI点评（2024.12）

2025.1.9

消费刺激新政：扩容、增量、持续 2025.1.8

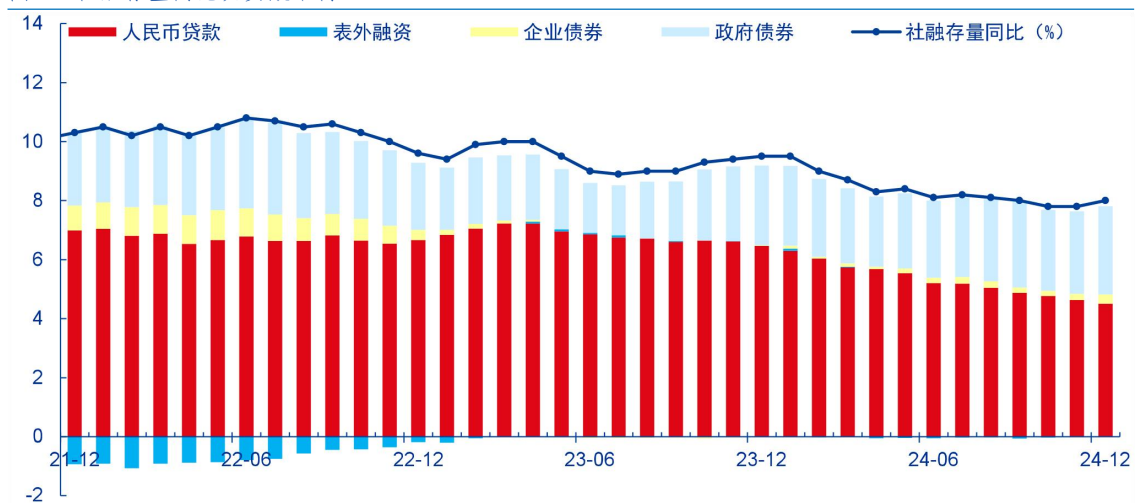


图 1：贷款余额同比及贡献结构（%）



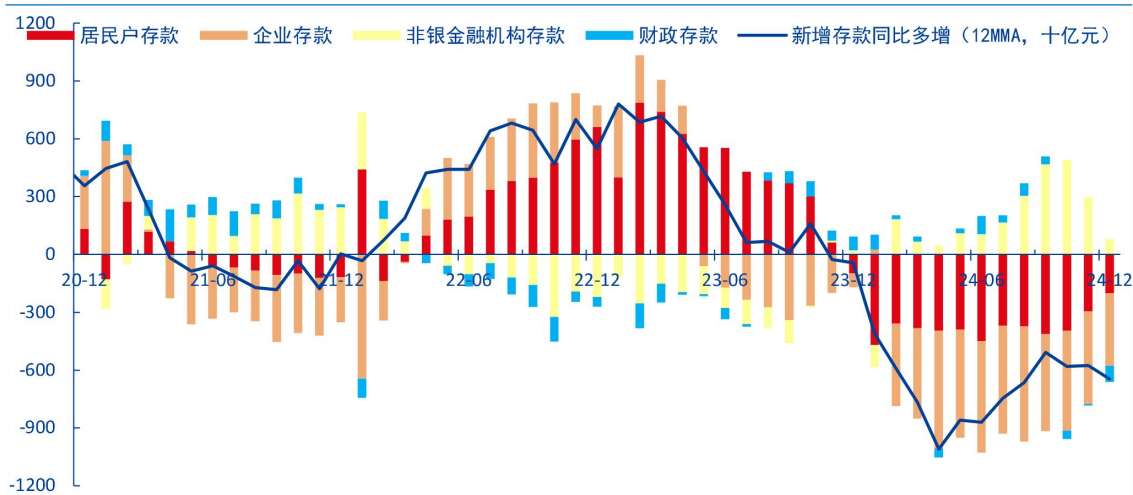
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：社融存量同比及贡献结构（%）



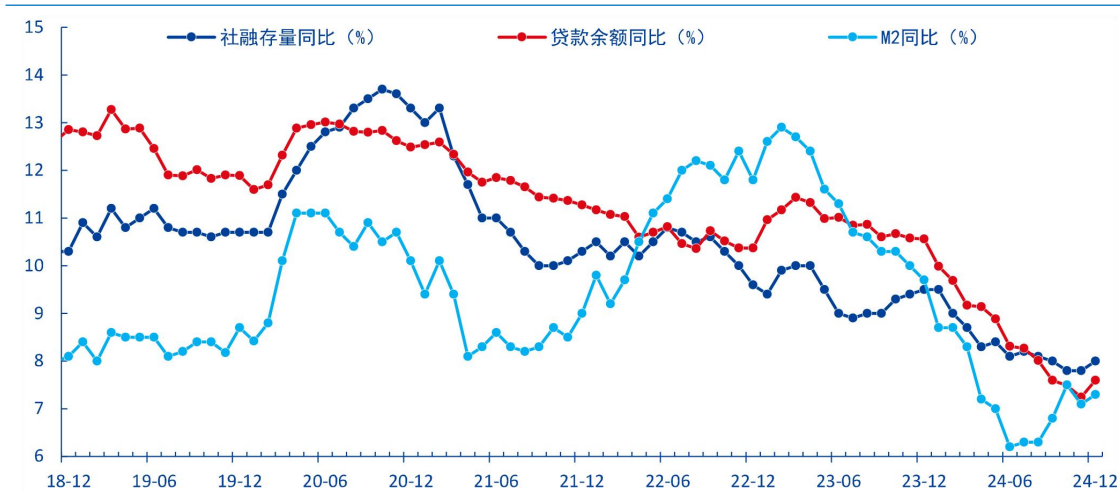
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 3：新增存款同比多增结构（12MMA，RMB bn）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 4：M2、社融存量、贷款余额同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn