

研究院

研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

郭欣悦

✉ guoxinyue@htfc.com

从业资格号：F03149577

投资咨询业务资格：**证监许可【2011】1289 号**

宏观事件

12 月 12 日，央行发布 2025 年 11 月金融统计数据。数据显示：2025 年 11 月社会融资规模增量累计为 33.39 万亿元，比去年同期多 3.99 万亿(多 4.42 万亿)，11 月末，M2 余额 336.99 万亿(335.38 万亿)，同比+8%(+8.2%)；M1 余额 112.89 万亿(113.15 万亿)，同比+4.9%(+6.2%)。11 月末人民币贷款余额同比+6.4%(6.5%)，存款余额同比+7.7%(+8%)*。

* 括号内为前值。

核心观点

■ M1 增速减少，信用与需求偏弱

负债端：M1 增长减弱。1) 11 月末，M1 正增长减少（由+6.2%回落至+4.9%）；M2 增速较 10 月略有减少，降至 8%，说明实体企业经营与资金周转的主动需求偏弱，货币派生力度放缓，经济修复动能不稳固。2) 11 月 M2-M1 剪刀差在 M1、M2 增速减少的状态下回升至 3.1%，说明资金从企业活期向定期与准货币回流，反映实体经营需求偏弱、流动性偏向沉淀而非主动扩张。

资产端：社融与信贷偏弱、融资需求不足，信用扩张动力仍显乏力。1) 11 月末社融存量增速 8.5%，与 10 月持平，维持在历史低位。社融增量结构中政府债券占比显著高于企业债，反映企业中长期融资需求恢复仍显乏力。2) 11 月末人民币贷款增速较 10 月小幅回落至 6.4%，存款增速维持 8%，说明企业与居民信贷需求偏弱、融资意愿不足，而资金更多停留在银行体系内，实体信用扩张动力仍不充分。

■ 财政持续发力下经济修复温和，资金面维持宽松

从经济周期的角度：贷款与 M1、M2 增速同步回落，私人部门继续去杠杆，显示内生需求仍偏弱、周期动能未显著修复；社融虽持平但主要依赖政府债与表外融资支撑，结构上体现信用扩张由政府端托底的逆周期特征；整体反映经济仍处在弱修复阶段，需政策发力巩固回升基础。

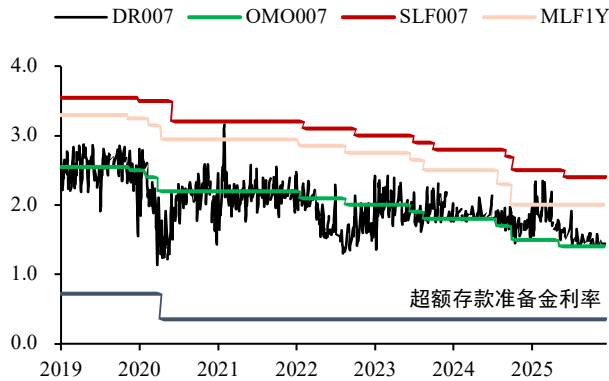
从利率品供需角度：居民与企业中长期贷款继续走弱，经济内生融资需求不足，而未贴现银行承兑汇票成为主要增量来源，反映真实信贷需求仍弱；同时 M1、M2 回落显示活期派生不足，资金在体系内沉淀；在需求弱与政策宽松预期并存下，利率债仍受流动性充裕与降息预期支撑，但长端需关注供给与情绪冲击。

■ 风险

经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

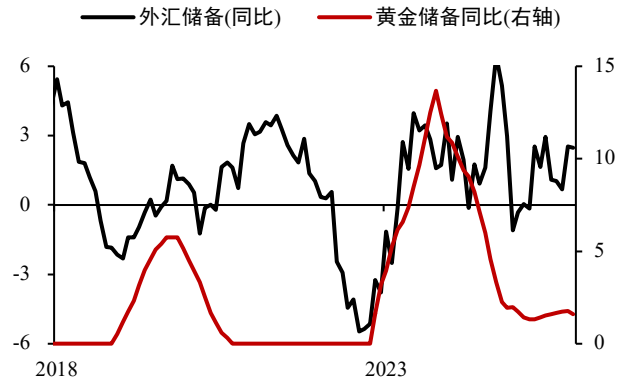
相关图表

图1：央行利率走廊向下压缩 | 单位：%



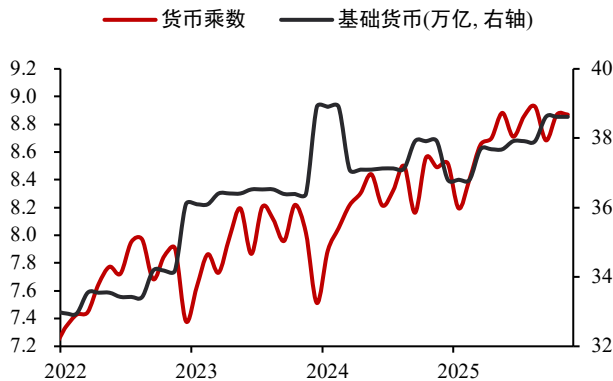
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图2：外汇储备和黄金储备变化 | 单位：%YoY



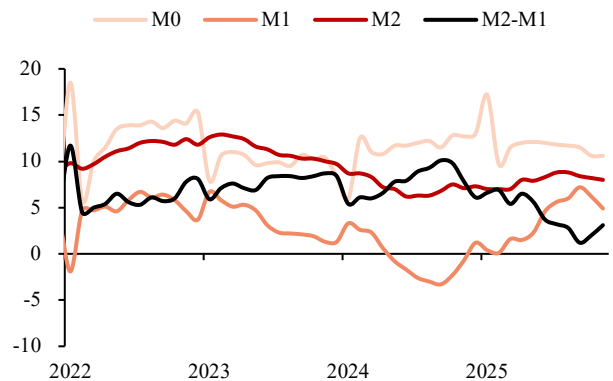
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图3：基础货币和货币乘数 | 单位：倍，万亿



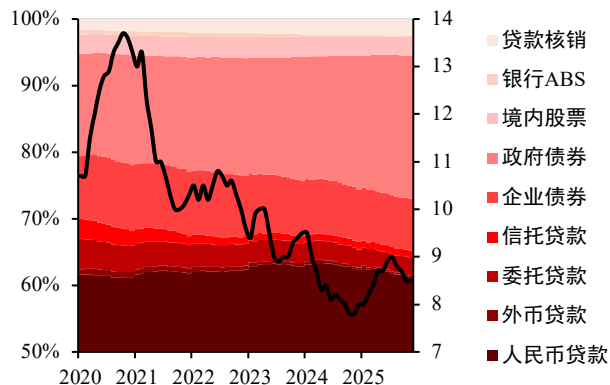
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图4：11月M1同比走低 | 单位：%YoY



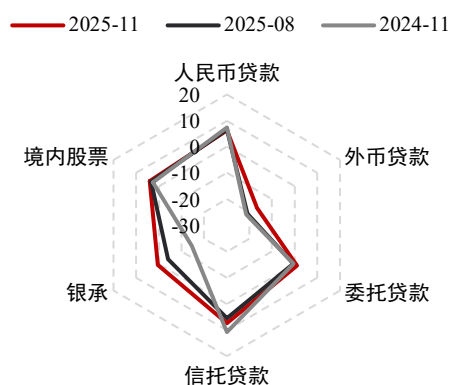
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图5：社融存量结构 | 单位：%pct



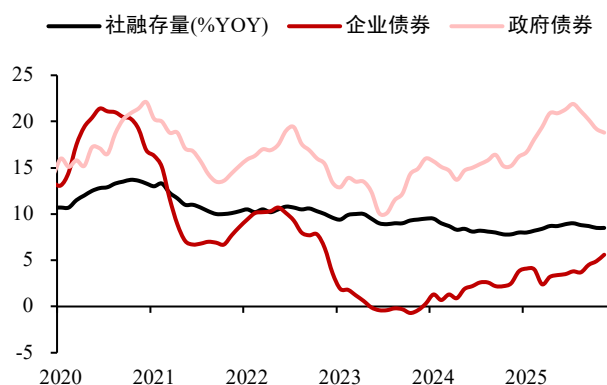
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图6：社融存量分项增速 | 单位：%YoY



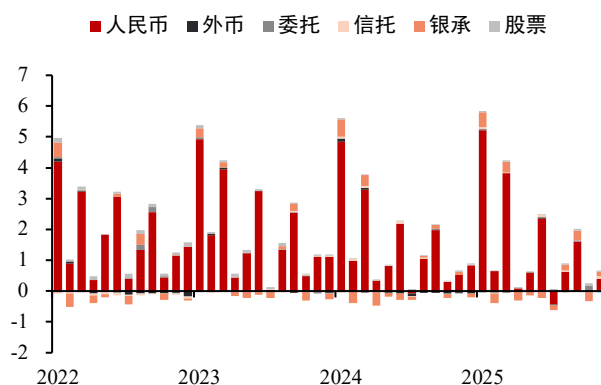
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：社融和债券融资增速对比 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：社会融资规模增量结构 | 单位：亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

附录：一、社会融资规模存量同比增长 8.5%

初步统计，2025 年 11 月末社会融资规模存量为 440.07 万亿元，同比增长 8.5%（10 月增长 8.5%）。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 267.42 万亿元，同比增长 6.3%（10 月增长 6.3%）；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 1.13 万亿元，同比下降 16.5%（10 月下降 16.9%）；委托贷款余额为 11.32 万亿元，同比增长 1%（10 月增长 1%）；信托贷款余额为 4.6 万亿元，同比增长 7.4%（10 月增长 5.6%）；未贴现的银行承兑汇票余额为 2.3 万亿元，同比增长 0.4%（10 月下降 2.2%）；企业债券余额为 34.08 万亿元，同比增长 5.6%（10 月增长 4.9%）；政府债券余额为 94.24 万亿元，同比增长 18.8%（10 月增长 19.2%）；非金融企业境内股票余额为 12.14 万亿元，同比增长 4%（10 月增长 4.1%）。

从结构看，11 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 60.8%，同比低 1.3 个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.3%，同比持平；委托贷款余额占比 2.6%，同比低 0.2 个百分点；信托贷款余额占比 1%，同比低 0.1 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 0.5%，同比低 0.1 个百分点；企业债券余额占比 7.7%，同比低 0.3 个百分点；政府债券余额占比 21.4%，同比高 1.8 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 2.8%，同比低 0.1 个百分点。

二、前十一个月社会融资规模增量累计为 33.39 万亿元

初步统计，2025 年前十一个月社会融资规模增量累计为 33.39 万亿元，比上年同期多 3.99 万亿元（10 月比同期多增 3.83 亿元）。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 14.93 万亿元，同比少增 1.28 万亿元（10 月少增 1.16 万亿元）；对实体经济发放的外币

贷款折合人民币减少 1368 亿元，同比少减 1873 亿元（10 月少减 1627 亿元）；委托贷款增加 895 亿元，同比少增 1453 亿元（10 月多增 1456 亿元）；信托贷款增加 3003 亿元，同比少增 823 亿元（10 月少增 1574 亿元）；未贴现的银行承兑汇票增加 1605 亿元，同比多增 3568 亿元（10 月多增 2988 亿元）；企业债券净融资 2.24 万亿元，同比多 3125 亿元（10 月多 1361 亿元）；政府债券净融资 13.15 万亿元，同比多 3.61 万亿元（10 月多 3.72 万亿元）；非金融企业境内股票融资 4204 亿元，同比多 1788 亿元（10 月多 1875 亿元）。

三、广义货币增长 8%

11 月末，广义货币(M2)余额 336.99 万亿元，同比增长 8%（10 月增长 8.2%）。狭义货币(M1)余额 112.89 万亿元，同比增长 4.9%（10 月增长 6.2%）。流通中货币(M0)余额 13.74 万亿元，同比增长 10.6%（10 月增长 10.6%）。前十一个月净投放现金 9175 亿元。

四、前十一个月人民币存款增加 24.73 万亿元

11 月末，本外币存款余额 334.46 万亿元，同比增长 8%（10 月增长 8.3%）。月末人民币存款余额 326.96 万亿元，同比增长 7.7%（10 月增长 8%）。

前十个月人民币存款增加 24.73 万亿元。其中，住户存款增加 12.06 万亿元，非金融企业存款增加 1.09 万亿元，财政性存款增加 2.04 万亿元，非银行业金融机构存款增加 6.74 万亿元。

11 月末，外币存款余额 1.06 万亿美元，同比增长 28.3%（10 月增长 24.3%）。前十一个月本外币贷款增加 2067 亿美元。

五、前十一个月人民币贷款增加 15.36 万亿元

11 月末，本外币贷款余额 274.84 万亿元，同比增长 6.3%（10 月增长 6.3%）。月末人民币贷款余额 271 万亿元，同比增长 6.4%（10 月增长 6.5%）。

前十一个月人民币贷款增加 15.36 万亿元。分部门看，住户贷款增加 5333 亿元，其中，短期贷款减少 7328 亿元，中长期贷款增加 1.27 万亿元；企（事）业单位贷款增加 14.4 万亿元，其中，短期贷款增加 4.44 万亿元，中长期贷款增加 8.49 万亿元，票据融资增加 1.31 万亿元；非银行业金融机构贷款减少 332 亿元。

11 月末，外币贷款余额 5429 亿美元，同比下降 1.6%（10 月下降 3%）。前十一个月外币贷款增加 8 亿美元。

六、11 月份银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为 1.42%，质押式债券回购月加权平均利率为 1.44%

11 月份银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交 187.7 万亿元，日均成交 9.38 万亿元，日均成交同比下降 1.2% (10 月增长 0.9%)。其中，同业拆借日均成交同比下降 13.2% (10 月下降 14.5%)，现券日均成交同比增长 7.6% (10 月增长 10.2%)，质押式回购日均成交同比下降 2.1% (10 月增长 0.2%)。

11 月份同业拆借加权平均利率为 1.42% (10 月 1.39%)，比上月高 0.03 个百分点，比上年同期低 0.13 个百分点。质押式回购加权平均利率为 1.44% (10 月 1.4%)，比上月高 0.04 个百分点，比上年同期低 0.15 个百分点。

七、11 月份经常项下跨境人民币结算金额为 1.49 万亿元，直接投资跨境人民币结算金额为 0.71 万亿元

11 月份，经常项下跨境人民币结算金额为 1.49 万亿元 (10 月 1.41 万亿元)，其中货物贸易、服务贸易及其他经常项目分别为 1.19 万亿元 (10 月 1.09 万亿元)、0.3 万亿元 (10 月 0.32 万亿元)；直接投资跨境人民币结算金额为 0.71 万亿元 (10 月 0.65 万亿元)，其中对外直接投资、外商直接投资分别为 0.26 万亿元 (10 月 0.27 万亿元)、0.45 万亿元 (10 月 0.38 万亿元)。

注 1：当期数据为初步数。

注 2：社会融资规模存量是指一定时期末（月末、季末或年末）实体经济从金融体系获得的资金余额。社会融资规模增量是指一定时期内实体经济从金融体系获得的资金额。数据来源于中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。

注 3：报告中的企（事）业单位贷款是指非金融企业及机关团体贷款。

注 4：自 2023 年 1 月起，中国人民银行将消费金融公司、理财公司和金融资产投资公司三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围。由此，对社会融资规模中“对实体经济发放的人民币贷款”和“贷款核销”数据进行了调整。

注 5：中国人民银行自统计 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。按可比口径回溯后，2024 年各月末 M1 可比余额和增速分别为：

表 1: M1 增速修订 | 单位：%YOY

	2024.01	2024.02	2024.03	2024.04	2024.05	2024.06
余额(亿元)	1120120	1093158	1117433	1075084	1064391	1089170
同比增速	3.30%	2.60%	2.30%	0.60%	-0.80%	-1.70%
	2024.07	2024.08	2024.09	2024.10	2024.11	2024.12



余额(亿元)	1051800	1049684	1055410	1054884	1076399	1113069
同比增速	-2.6%	-3.0%	-3.3%	-2.3%	-0.7%	1.2%

资料来源：中国人民银行

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com