

央行周末“加班”透露的信号？

2025 年 04 月 17 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：张云杰

执业证号：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

➤ **事件：**4 月 13 日，中国人民银行公布 3 月金融数据，新增社融 5.89 万亿元、预期 4.73 万亿元，新增人民币贷款 3.64 万亿元、预期 2.93 万亿元，M1 同比 1.6%、前值 0.1%、预期 0.3%。

➤ **4 月 13 日是央行首次在周末“加班”发布金融数据，打破了每月 10-15 日工作日发布的惯例。**总量上看，3 月金融数据呈现积极变化，新增社融、新增人民币贷款、M1 增速均好于预期。

➤ **选择在周一开市前发布数据，再次体现了央行“稳市场”的政策思路。**

第一，我们在前期报告《政策前奏：三条主线》中指出，在 4 月底政治局会议的窗口期内，政策“稳市场”将阶段性优先于“稳经济”。2024 年 12 月政治局会议首次提出“稳住楼市股市”以来，维护股市的平稳运行，已成为货币政策宏观审慎的重要考量。

第二，4 月 8 日央行决定向汇金提供再贷款支持、“稳市场”工具已开始落地，本次周末发布数据，亦是一定程度上的“预期管理”。

➤ **具体看，社融同比多增超过 1 万亿，依然是政府债“挑大梁”，后者同比增幅也超过 1 万亿。**往后看，预计二季度政府债还将对社融形成有力支撑，参考地方发债计划、国债净融资进度，**预计二季度新增专项债、国债净融资合计同比多增 1.6 万亿左右，可带动社融增速上行约 0.4 个百分点。**

➤ **人民币贷款也有良好表现，同比多增 5358 亿元，分项上：**

企业短贷尤其亮眼，同比多增 4600 亿元。一方面，“春节错位”影响消退后，3 月企业订单和生产行为迎来脉冲式回升。另一方面，股票回购、增持再贷款工具带动了一部分企业短贷需求；截至今年 3 月末，首期 3000 亿元股票回购、增持再贷款工具使用进度达 27%，当月带动企业新增贷款约 530 亿元。

企业中长贷持续承压，同比少增 200 亿元。除了增幅下降之外，从信贷投放结构上看，3 月新增企业中长贷占比 43.4%，一季度合计占比 57.1%，均低于过去两年同期水平。

地产“小阳春”、提前还贷行为收敛带动居民中长贷修复，同比多增 531 亿元。相比之下，居民短贷较为疲弱，在去年的较低基数上同比少增 67 亿元，指向消费需求有待进一步提振。

➤ **季节性因素叠加地方债务置换资金下达，M1 增速明显回升至 1.6%。**

一方面，去年 10 月至今年 3 月特殊再融资债大幅上量，总和占同期政府债净融资比重接近一半。随着资金拨付，相关企业的账面资金相应改善。

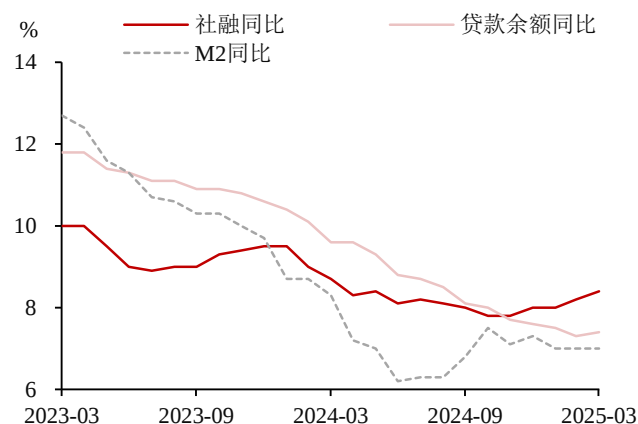
另一方面，“存款转移”也有一定贡献，3 月债市波动造成了部分理财赎回、对应当月非银存款同比多减 1.26 万亿元，而企业、居民存款分别同比多增 7675、2600 亿元。

➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

相关研究

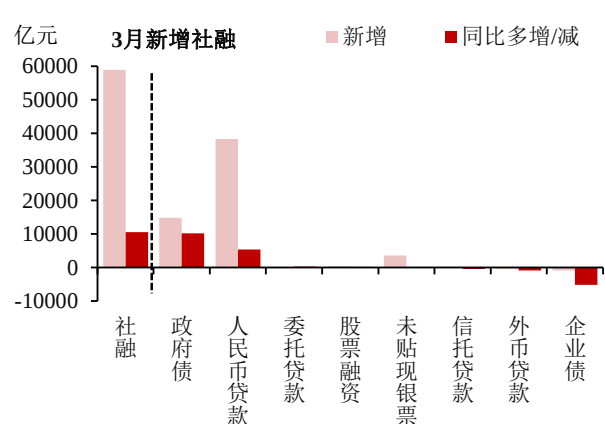
- 1.美国政策评论：他山之玉，可以攻石——他们自己都怎么看关税？-2025/04/17
- 2.2025 年 3 月经济数据点评：5.4%后如何破逆风局？-2025/04/16
- 3.2025 年 3 月外贸数据点评：3 月出口：从已知看未知-2025/04/14
- 4.美国政策点评：关税豁免的“减震”信号有多强？-2025/04/13
- 5.“美国不是例外”系列：如期而至的流动性危机——写在美债股债汇三杀之时-2025/04/12

图1：3月，社融增速进一步回升



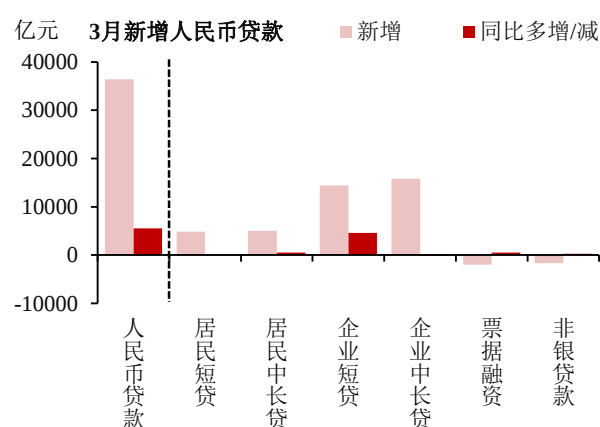
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：3月，新增社融分项构成



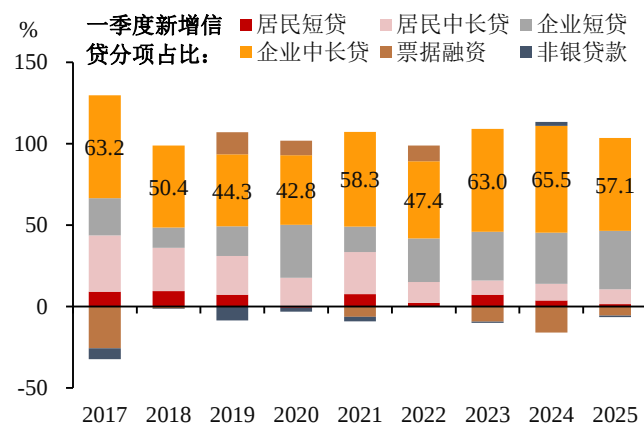
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：3月，新增人民币贷款分项构成



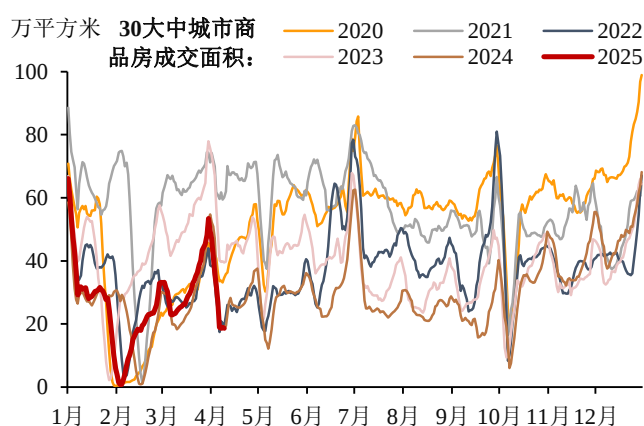
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：一季度，人民币贷款投向结构



资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：3月，新房成交表现同比好于去年



资料来源：iFind，民生证券研究院

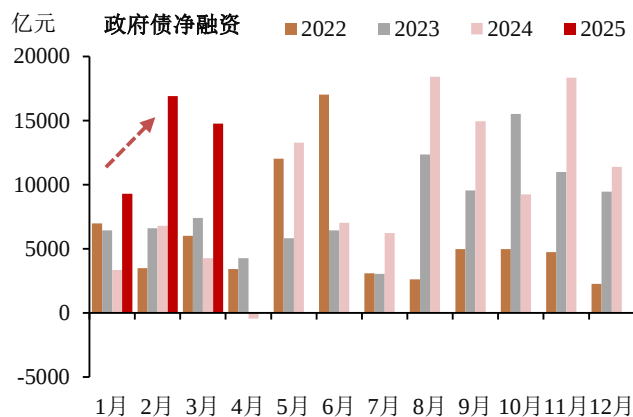
图6：3月，全国主要城市二手房成交保持较高热度



资料来源：iFind，民生证券研究院

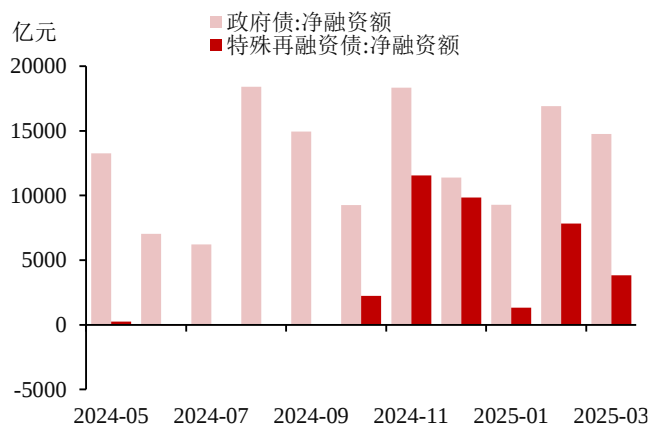
注：数据样本包括北京、深圳、杭州、成都、青岛、苏州、厦门、东莞、南宁、大连、佛山、金华、扬州、宿迁、江门共 15 个城市

图7：年初以来，政府债供给大幅上量



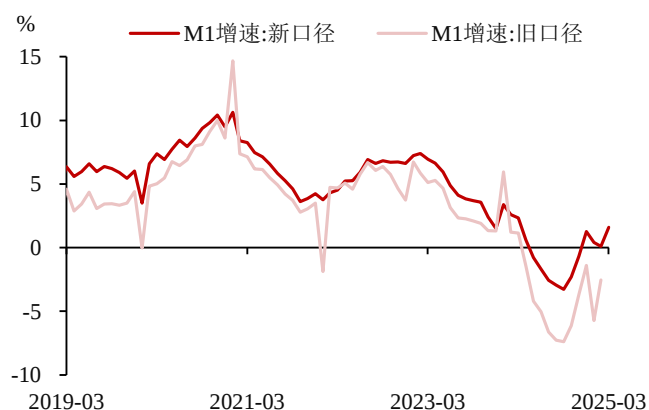
资料来源：iFind，民生证券研究院
注：3月数据截止3月14日

图8：3月，特殊再融资债发行规模有所回落



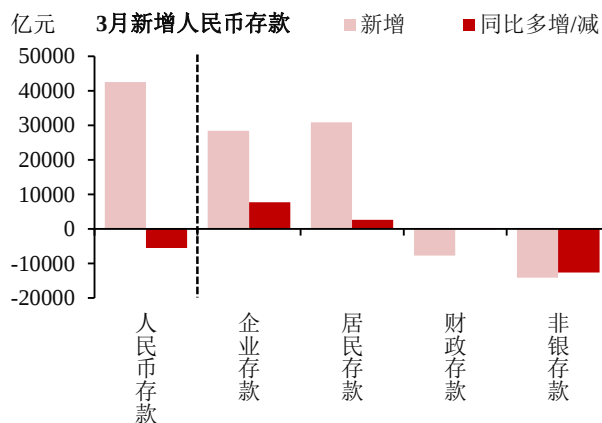
资料来源：iFind，民生证券研究院

图9：3月，M1同比增速明显回升



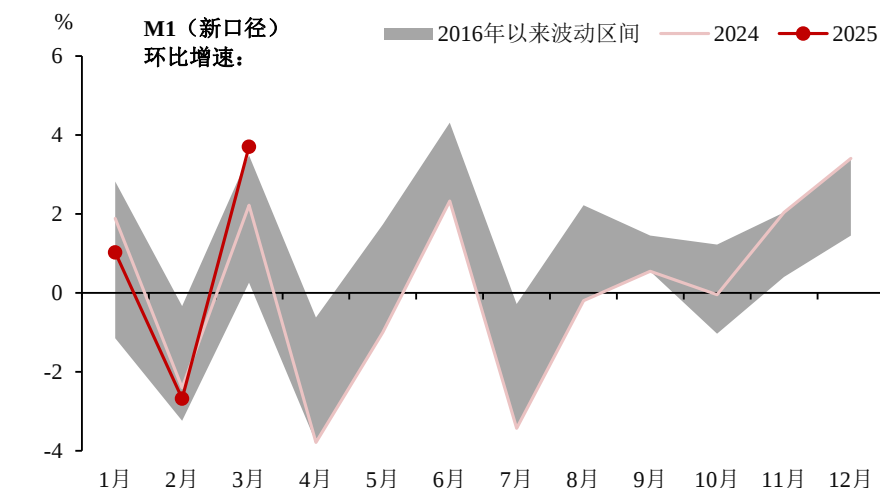
资料来源：iFind，民生证券研究院

图10：3月，新增人民币存款分项构成



资料来源：iFind，民生证券研究院

图11：M1 环比季节性表现



资料来源：iFind，民生证券研究院

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048