



3 月金融数据点评

固定收益动态

证券研究报告

固定收益组

分析师：尹睿哲（执业 S1130525030009） 分析师：魏雪（执业 S1130525030011）

yinruizhe@gjzq.com.cn

wei_xue@gjzq.com.cn

社融回暖与冲击隐忧

新增社融规模创历史同期新高

3 月新增社融 5.89 万亿，同比多增 1.05 万亿；2018 年以来同期新增社融规模均值为 4.02 万亿，3 月新增规模创历史同期新高。新增金融机构口径信贷 3.64 万亿，同比多增 5500 亿，新增规模创历史同期次高。

政府债券贡献比例达 97%，企业短贷超季节性多增

3 月社融中政府债券项大幅同比多增 1.02 万亿至 1.49 万亿，新增规模及同比多增规模均为历史同期新高，同比多增规模占社融同比多增规模的比例达到 97%。3 月企业短贷新增及同比多增规模也均创下历史同期新高，前期 PMI 数据显示 3 月经济表现并不算弱、新兴产业 EPMI 指数也大幅回升 10.6 个百分点至 59.6；加之 3 月初央行召开支持民营企业发展座谈会，会上提到“增加对民营和小微企业信贷投放，推动融资成本保持在低位”，以上因素可能共同推高了本月企业短贷规模。

企业中长贷余额增速尚未反转，但下行趋缓

虽然企业短贷超预期多增，但是企业中长贷表现依然疲软。3 月新增企业中长贷 1.58 万亿，同比少增 200 亿，新增规模低于 2023 年、2024 年同期。对应企业中长贷余额增速进一步下行 0.15 个百分点至 8.97%，本轮企业中长贷累计下行时长已达 22 个月。从历史下行周期的经验来看，前三轮企业中长贷下行周期的时长分别为 20 个月、20 个月、12 个月，本轮下行时长已超过历史经验值，后续需注意观察是否可能出现企稳迹象。

社融增速视角下测算 10Y 点位均衡水平为 1.79%

2025 年 1 月以来政府债券持续较快发行，支撑社融存量增速由 8% 上行至 8.4%；但是若剔除政府债券项来看，年初以来社融存量增速则是由 6.1% 逐步下行至 5.9%。相较之下，剔除政府债券后的社融存量增速明显与 2024 年底以来便快速下行的 10 年期国债收益率走势更吻合。自 2021 年以来，剔除政府债后的社融存量增速与 10 年期国债利率的回归分析显示，两者无截距 R^2 分别高达 99%。以 3 月剔除政府债券后 5.9% 的社融存量增速为锚点测算，10 年期国债利率的理论中枢应位于 1.79%。

关税扰动对企业部门信贷的影响约 1.15 万亿

近期关税频繁扰动市场预期，我们试图从出口视角出发测算关税可能对信贷产生的影响。首先，我们筛选出近年来工业行业中出口交货量占其营收比例大于 10% 的行业，分别是纺织业、家具制造业、金属制品、通用设备制造等 16 个制造行业，以此作为出口依赖度较高的行业集。其次，由于单个行业的贷款规模数据暂不可得，我们简单使用出口依赖度较高行业的营收占整体制造业营收的比例作为贷款占比的代理变量。最后，近年来制造业贷款规模占企业贷款规模的比例约为 15%。由此测算，出口依赖度较高点的行业集贷款规模占整体企业贷款规模的比例约为 8%。按照 2024 年末各项数据进行静态测算，极端情况下若以上出口依赖行业对贷款的新增需求降至 0，可能使得 2025 年企业信贷增速降低 0.7 个百分点，对应规模约 1.15 万亿。

总体上，3 月社融表现不弱，在总量增速回升的同时，企业中长贷余额增速下行斜率也有所缓和，考虑到本轮企业信贷收缩时间已经不短，内生企稳的概率仍然存在。2024 年利率突破下行与融资加速收缩有直接关系，如果按照融资收缩程度评估，截至 3 月利率均衡水平约 1.79%。当前利率水平对上述“均衡位置”已经有所下浮；当然动态角度看，贸易摩擦对信贷增速的增量会产生负面冲击，规模估算约 1.15 万亿，这一体量在财政供给对冲范围内，二季度融资“失速”概率不高，从这一角度看，利率赔率也受限，或呈现类似 2019 年对年初低点“探而不破”的状态。

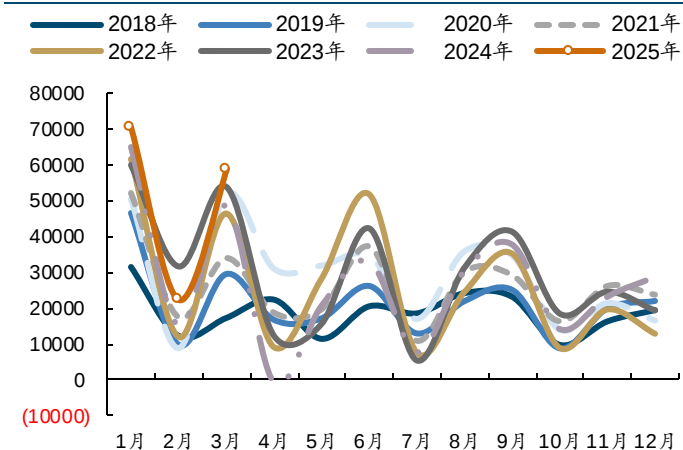
风险提示

政策超预期、测算误差、历史经验不适用

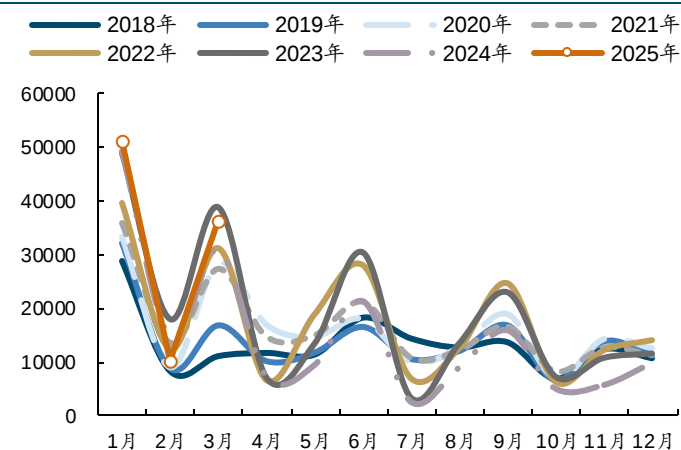


新增社融规模创历史同期新高。3月新增社融5.89万亿，同比多增1.05万亿；2018年以来同期新增社融规模均值为4.02万亿，3月新增规模创历史同期新高。新增金融机构口径信贷3.64万亿，同比多增5500亿，新增规模创历史同期次高。此外，社融存量增速继续回升0.2个百分点至8.4%。

图表1：3月新增社融创历史同期新高，亿



图表2：新增金融机构口径信贷创历史同期次高，亿



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

图表3：3月新增社融创历史同期新高、新增信贷创历史同期次高

单位：亿元		同比	环比	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06
社融	表内融资	4,521	31,737	37,984	6,247	51,802	7,727	4,748	2,255	19,262	9,799	-1,698	21,120
	人民币贷款	5,358	31,750	38,278	6,528	52,194	8,402	5,216	2,965	19,742	10,411	-808	21,927
	外币贷款	-837	-13	-294	-281	-392	-675	-468	-710	-480	-612	-890	-807
	表外融资	-63	7,250	3,705	-3,545	5,726	-1,199	818	-1,443	1,710	1,160	-756	-1,300
	委托贷款	299	62	-166	-228	449	-20	-183	-219	392	25	345	-3
	信托贷款	-443	568	238	-330	623	151	91	172	6	484	-26	748
	未贴现银票	81	6,620	3,633	-2,987	4,654	-1,330	910	-1,396	1,312	651	-1,075	-2,045
	直接融资	5,246	-4,381	14,336	18,717	11,860	17,891	15,898	11,766	13,559	18,012	9,148	10,730
	企业债券	-5,142	-2,607	-905	1,702	4,454	-159	2,381	987	-1,926	1,703	2,036	2,100
	股票	186	337	413	76	473	484	428	284	128	132	231	154
	政府债券	10,202	-2,111	14,828	16,939	6,933	17,566	13,089	10,495	15,357	16,177	6,881	8,476
	其他融资	-	-	-	273	170	2,520	712	377	1,991	292	-42	1,397
	ABS	-	-	-	-269	-227	-117	-112	-200	-163	-466	-490	-695
	贷款核销	-	-	-	542	397	2,637	824	577	2,154	758	448	2,092
社融增量		10,544	36,504	58,879	22,375	70,546	28,537	23,288	14,120	37,635	30,323	7,707	32,985
		同比	环比	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06
人民币贷款	企业	5,000	18,000	28,400	10,400	47,800	4,900	2,500	1,300	14,900	8,400	1,300	16,300
	票据融资	514	-3,679	-1,986	1,693	-5,149	4,500	1,223	1,694	686	5,451	5,586	-393
	短期	4,600	11,100	14,400	3,300	17,400	-200	-100	-1,900	4,600	-1,900	-5,500	6,700
	中长期	-200	10,400	15,800	5,400	34,600	400	2,100	1,700	9,600	4,900	1,300	9,700
	居民	447	13,744	9,853	-3,891	4,438	3,500	2,700	1,600	5,000	1,900	-2,100	5,709
	短期	-67	7,582	4,841	-2,741	-497	588	-370	490	2,700	716	-2,156	2,471
	中长期	531	6,197	5,047	-1,150	4,935	3,000	3,000	1,100	2,300	1,200	100	3,202



非银	256	-4,546	-1,702	2,844	-2,008	569	-701	1,100	-2,704	-1,355	2,057	-1,417
人民币贷款增量	5,500	26,300	36,400	10,100	51,300	9,900	5,800	5,000	15,900	9,000	2,600	21,300

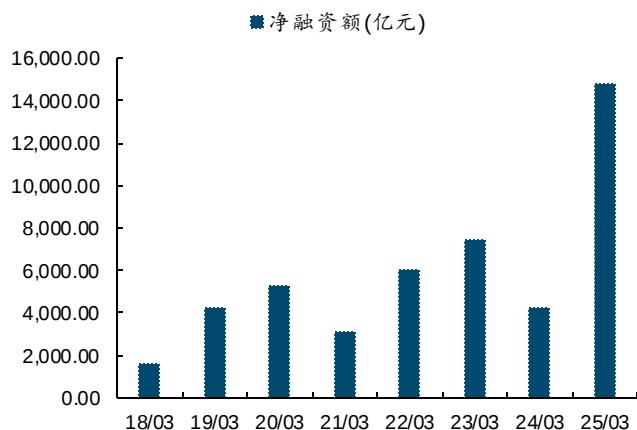
来源：iFind，国金证券研究所

从结构上看，3月新增社融表现亮眼的原因在于政府债券、企业短贷、居民部门信贷均传递出较为积极的信号。

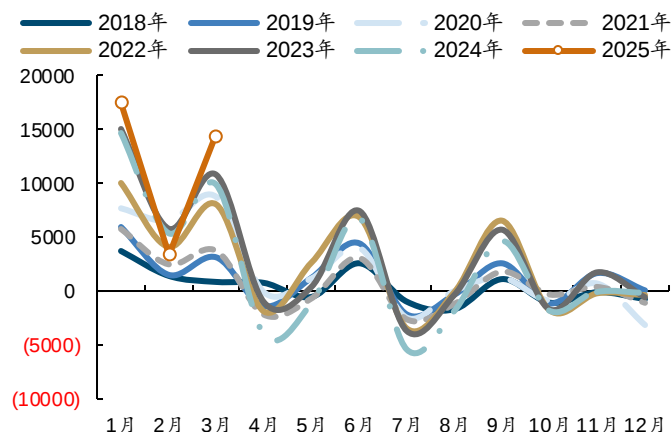
政府债券贡献比例达97%。由于3月单只国债发行规模放量，叠加特殊再融资债券快速发行，3月政府债净融资规模高达1.48万亿，远高于2018年以来同期均值5955亿。因此3月社融中政府债券项大幅同比多增1.02万亿至1.49万亿，新增规模及同比多增规模均为历史同期新高，同比多增规模占社融同比多增规模的比例达到97%。

企业短贷超季节性多增。3月新增企业短贷1.44万亿，同比多增4600亿，新增及同比多增规模也均创下历史同期新高。从企业短贷投放的季节性来看，3月本就是银行投放短贷的大月；同时，前期PMI数据显示3月经济表现并不算弱、新兴产业EPMI指数也大幅回升10.6个百分点至59.6；加之3月初央行召开支持民营企业发展座谈会，会上提到“增加对民营和小微企业信贷投放，推动融资成本保持在低位”，以上因素可能共同推高了本月企业短贷规模。

图表4：3月政府债净融资规模远超历史同期规模



图表5：新增企业短贷规模远超季节性，亿



来源：iFind，国金证券研究所

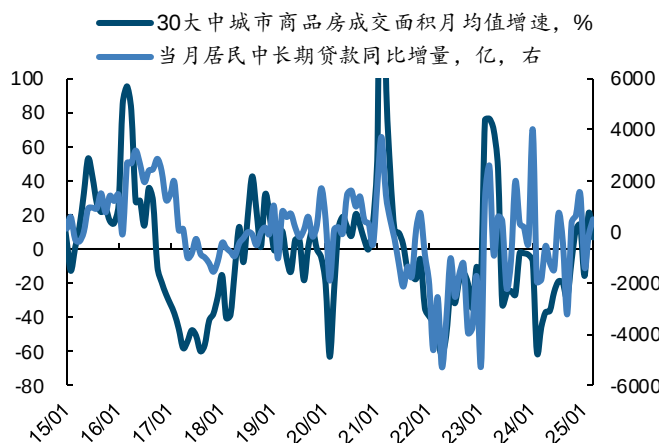
来源：iFind，国金证券研究所

地产旺季拉动居民中长贷多增。居民部门新增信贷9853亿，同比多增447亿；中短期贷款同比少增67亿至4841亿、中长期贷款同比多增531亿至5047亿。3月30大中城市商品房销售面积同比增速为7.3%。虽然较2月的21.28%略有回落，但相较于2024年同期-45.47%增速来看，已经大有改善。

企业中长贷余额增速尚未反转，但下行趋缓。虽然企业短贷超预期多增，但是企业中长贷表现依然疲软。3月新增企业中长贷1.58万亿，同比少增200亿，新增规模低于2023年、2024年同期。对应企业中长贷余额增速进一步下行0.15个百分点至8.97%，本轮企业中长贷累计下行时长已达22个月。从历史下行周期的经验来看，前三轮企业中长贷下行周期的时长分别为20个月、20个月、12个月，本轮下行时长已超过历史经验值，后续需注意观察是否可能出现企稳迹象。

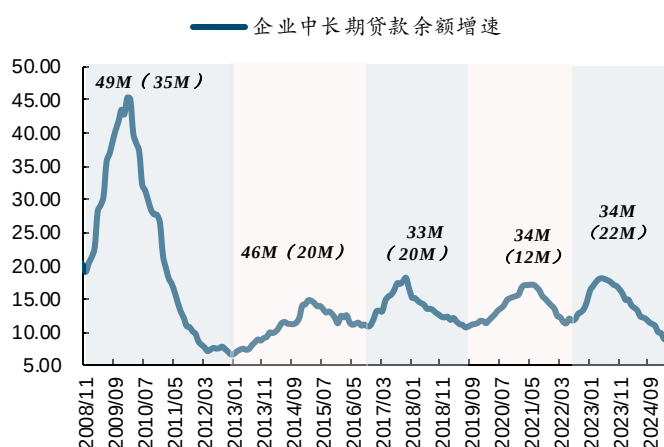


图表6: 3月30大中城市商品房销售增速维持正增长



来源: iFind, 国金证券研究所

图表7: 企业中长期贷仍在下行, %

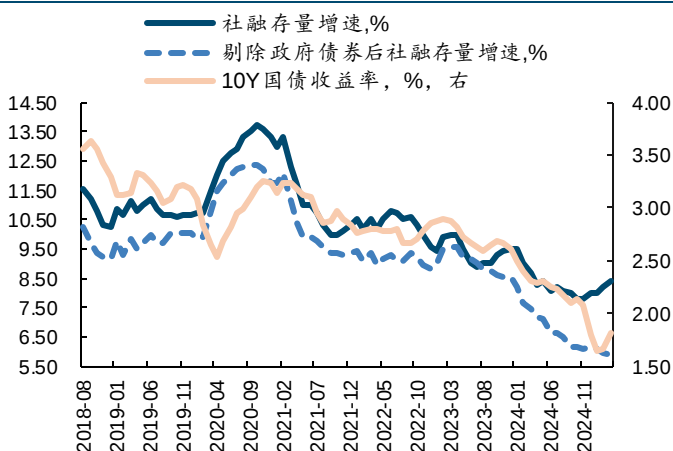


来源: iFind, 国金证券研究所

社融增速视角下测算 10Y 点位均衡水平为 1.79%。2025 年 1 月以来政府债券持续较快发行, 支撑社融存量增速由 8%上行至 8.4%; 但是若剔除政府债券项来看, 年初以来社融存量增速则是由 6.1%逐步下行至 5.9%。相较之下, 剔除政府债券后的社融存量增速明显与 2024 年底以来便快速下行的 10 年期国债收益率走势更吻合。

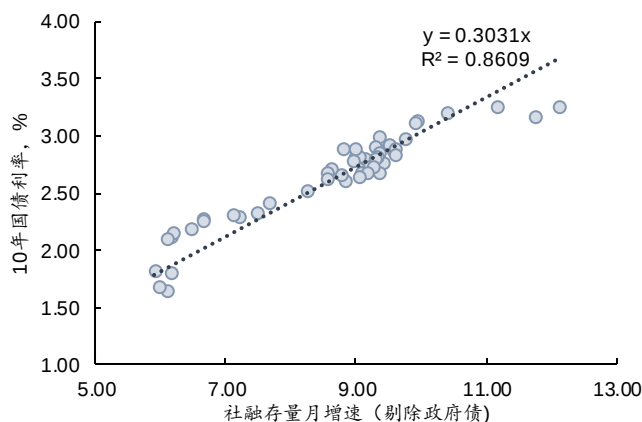
自 2021 年以来, 剔除政府债后的社融存量增速与 10 年期国债利率的回归分析显示, 两者无截距 R^2 分别高达 99%。以 3 月剔除政府债券后 5.9% 的社融存量增速为锚点测算, 10 年期国债利率的理论中枢应位于 1.79%。

图表8: 近期 10Y 与剔除政府债的社融增速走势更吻合



来源: iFind, 国金证券研究所

图表9: 剔除政府债的社融增速与 10Y 回归相关性更高

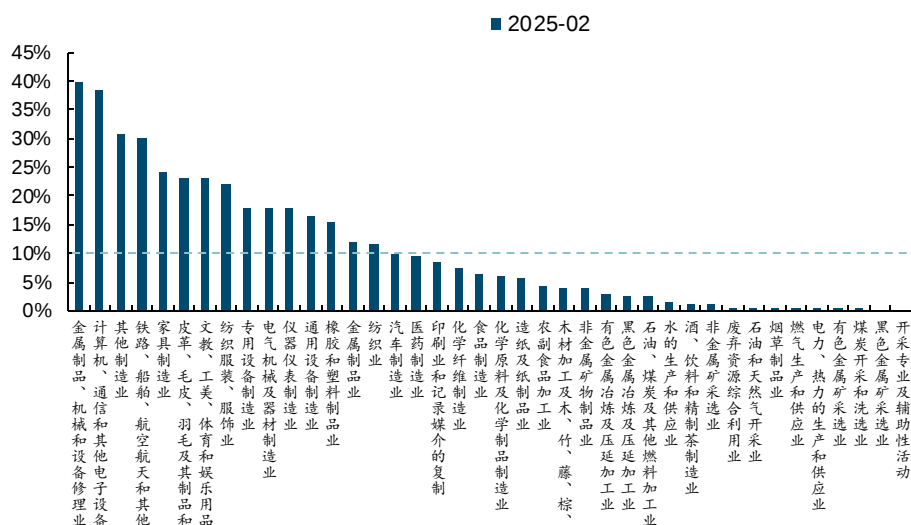


来源: iFind, 国金证券研究所

关税扰动对企业部门信贷的影响约 1.15 万亿。近期关税频繁扰动市场预期, 我们试图从出口视角出发测算关税可能对信贷产生的影响。首先, 我们筛选出近年来工业行业中出口交货量占其营收比例大于 10% 的行业, 分别是纺织业、家具制造业、金属制品、通用设备制造等 16 个制造行业, 以此作为出口依赖度较高的行业集。其次, 由于单个行业的贷款规模数据暂不可得, 我们简单使用出口依赖度较高行业的营收占整体制造业营收的比例作为贷款占比的代理变量。最后, 近年来制造业贷款规模占企业贷款规模的比例约为 15%。由此测算, 出口依赖度较高点的行业集贷款规模占整体企业贷款规模的比例约为 8%。按照 2024 年末各项数据进行静态测算, 极端情况下若以上出口依赖行业对贷款的新增需求降至 0, 可能使得 2025 年企业信贷增速降低 0.7 个百分点, 对应规模约 1.15 万亿。



图表10: 金属制品、计算机通信、家具制造等制造业出口依赖度较高



来源: Wind, 国金证券研究所

总体上, 3 月社融表现不弱, 在总量增速回升的同时, 企业中长贷余额增速下行斜率也有所缓和, 考虑到本轮企业信贷收缩时间已经不长, 内生企稳的概率仍然存在。2024 年利率突破下行与融资加速收缩有直接关系, 如果按照融资收缩程度评估, 截至 3 月利率均衡水平约 1.79%。当前利率水平对上述“均衡位置”已经有所下浮; 当然动态角度看, 贸易摩擦对信贷增速的增量会产生负面冲击, 规模估算约 1.15 万亿, 这一体量在财政供给对冲范围内, 二季度融资“失速”概率不高, 从这一角度看, 利率赔率也受限, 或呈现类似 2019 年对年初低点“探而不破”的状态。

风险提示

政策超预期。信贷投放规模、速度可能受到政策态度影响。

测算误差。静态测算结果可能无法预测未来市场动态变化。

历史经验不适用。市场环境复杂多变, 历史经验可能不适用于未来债市情况。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究