

3 月金融数据点评

关注 4 月政治局会议的稳增长安排

3 月新增社融和新增信贷好于万得一致预期，政府支出依然靠前发力，居民中长期贷款也较去年同期多增，但美国“对等关税”政策对全球经济的冲击，或成为二季度以后稳增长的重要影响因素。

- 3 月新增社融 5.89 万亿元，较去年同期多增 1.05 万亿元，较 2 月多增 3.65 万亿元，超出万得一致预期的 4.73 万亿元。3 月社融存量同比增长 8.40%，较 2 月上升 0.17 个百分点，高于万得一致预期的 8.15%。3 月新增人民币贷款 3.83 万亿元，较去年同期多增 5358 亿元，较 2 月多增 3.18 万亿元。
- 虽然新增社融较去年同期明显多增，但是社融分项的表现分化也比较明显。较去年同期多增的是政府债券、人民币贷款、委托贷款、股票融资和汇票，较去年同期少增的是企业债、外币贷款和信托贷款。我们认为，一方面 3 月财政支出依然维持靠前发力的特点，推动政府债融资较去年同期大幅上升，但另一方面，政府债和人民币贷款新增较多，在 3 月数据中已经开始表现出对企业债新增融资的挤出。
- 从社融存量结构来看，2025 年 3 月与 2025 年 2 月相比，占比上升的是政府债券（上升 0.08 个百分点）、汇票（上升 0.08 个百分点）和人民币贷款（上升 0.07 个百分点），占比下降的主要是企业债（下降 0.16 个百分点）、委托贷款（下降 0.04 个百分点）和股票融资（下降 0.03 个百分点）；与去年同期相比，仅有政府债券占比大幅上升，占比下降的主要是人民币贷款、企业债、委托贷款和外币贷款。
- 3 月 M2 同比增长 7.0%，较 2 月增速持平；M1 同比增长 1.6%，较 2 月上升 1.5 个百分点；M0 同比增长 11.5%，较 2 月上升 1.8 个百分点。2025 年 3 月活期存款（M1-M0）环比增长 4.43%，定期存款（M2-M1）环比上升 0.71%。央行 3 月在公开市场净回笼资金 3592 亿元，但 MLF 投放加量，推动 M0 同比增速较 2 月上行；活期存款环比增速由降转升，定期存款环比连续三个月上升，升幅较 2 月有所收窄。
- 存款较去年同期少增，主要是受非银存款少增拖累。3 月新增居民存款 3.09 万亿元，较去年同期多增 2600 亿元，新增企业存款 2.84 万亿元，较去年同期多增 7675 亿元，居民存款和企业存款多增的情况都较好；少增的主要是非银存款和财政存款，其中，财政存款少增 7710 亿元，结合政府债融资较去年同期大幅多增的情况来看，3 月财政支出力度较大，非银存款大幅少增 1.41 万亿元，较去年同期少增 1.26 万亿元，我们认为或是受资本市场波动的影响。
- 新增贷款较强。金融机构口径 3 月新增贷款 3.64 万亿元，其中新增居民贷款 9853 亿元，新增企业贷款 2.84 万亿元，少增的是金融同业贷；与去年同期相比，企业短贷多增的情况最显著，但居民中长期贷款较去年同期也多增 531 亿元，关注房地产需求端企稳的情况。
- 关注 4 月政治局会议的稳增长安排。3 月以来，我国国内经济增长延续节后复工的季节性特点，以及平稳向好的整体趋势，但是美国关税政策的反复无常，越来越影响包括我国在内的全球经济前景。3 月至今央行的货币政策已经从三方面开始引导市场预期，一是从 3 月起 MLF 将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作，强化了 7 天逆回购利率的政策属性，二是在货币政策委员会一季度例会中，再提择机降准降息，三是表明在必要时向中央汇金公司提供充足的再贷款支持，坚决维护资本市场平稳运行。我们认为考虑到美国此次“对等关税”的力度远超市场预期，不排除 4 月政治局会议将有进一步的稳增长政策安排。
- **风险提示：**全球通胀二次上行；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《策略周报》20250413

《周度金融市场跟踪》20250413

《美债成为贸易摩擦焦点》20250413

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

图表 1.新增社融构成和变化 (单位: 亿元)

	社融	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	汇票	企业债	股票融资	政府债券
新增	58879	38278	-294	-166	238	3633	-905	413	14828
环比上月变动	36504	31750	-13	62	568	6620	-2607	337	-2111
同比去年同期	10544	5358	-837	299	-443	81	-5142	186	10202

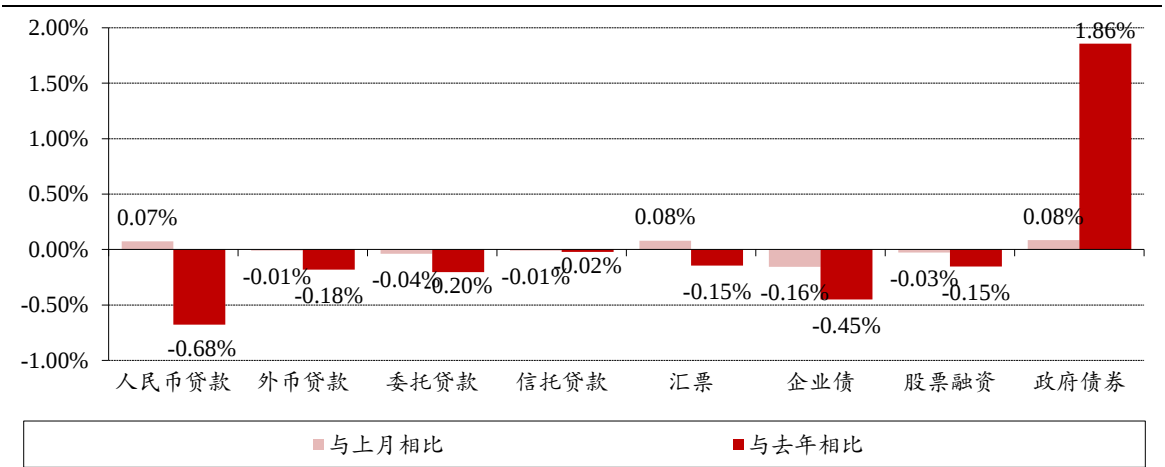
资料来源: 万得, 中银证券

图表 2. 新增社融分类变化 (单位: 亿元)

	表内融资	表外融资	直接融资	其他
新增	37984	3705	-492	17682
环比上月变动	31737	7250	-2270	-213
同比去年同期	4521	-63	-4956	11042

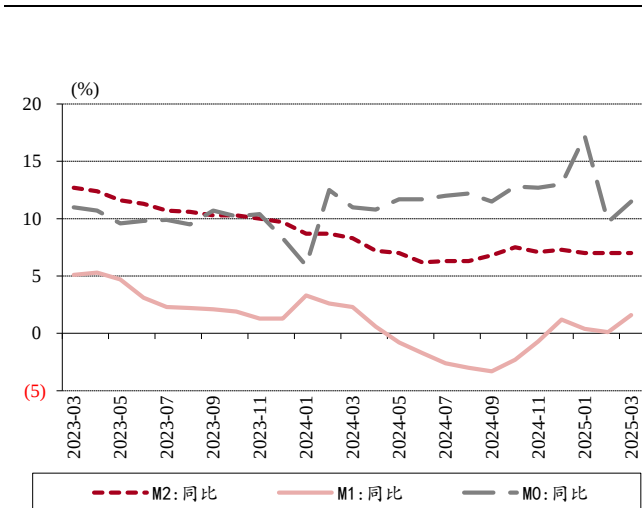
资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. 社融存量结构变化 (单位: 百分点)



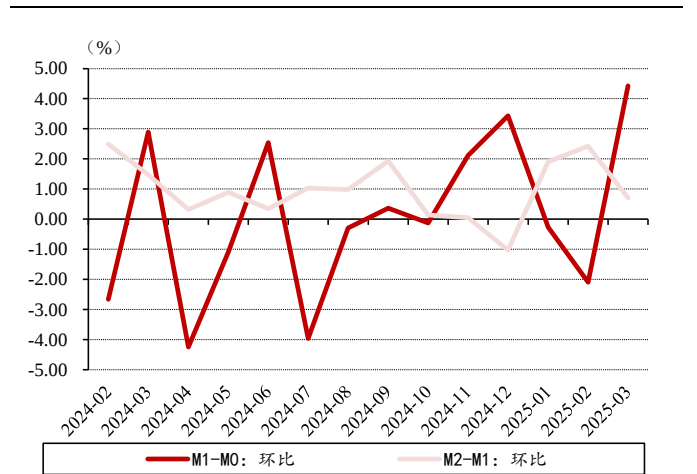
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. 货币供应量同比增速变动



资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 2025 年 3 月活期存款环比较 2 月上升定期存款环比较 2 月下降



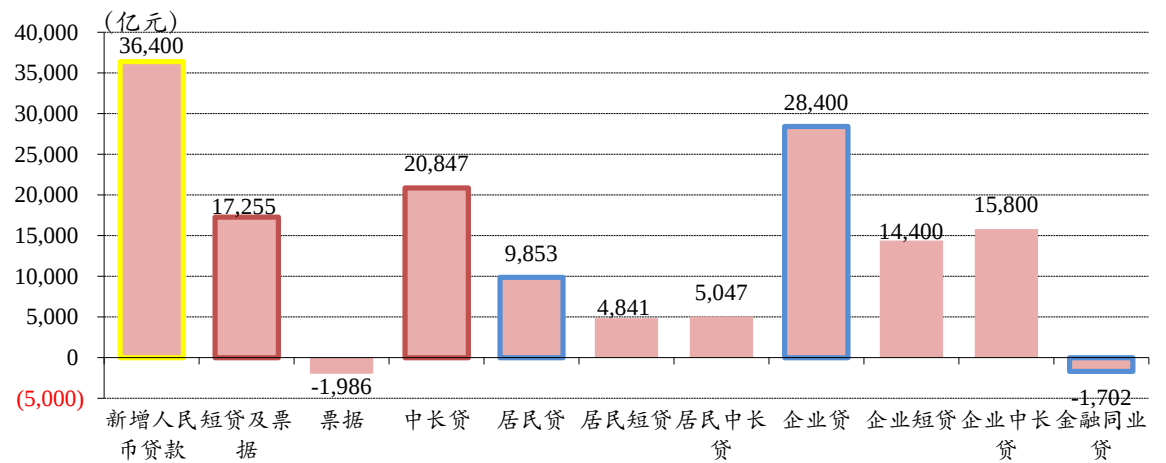
资料来源: 万得, 中银证券

图表 6.新增存贷款变化（单位：亿元）

	新增存款	居民存款	企业存款	财政存款	非银存款	其他
存款	42500	30900	28400	-7710	-14110	5020
环比上月变动	-1700	24800	37340	-20286	-42410	-1144
同比去年同期	-5500	2600	7675	-49	-12610	-3116
	新增贷款	短贷及票据	中长贷	居民贷	企业贷	金融同业贷
贷款	36400	17255	20847	9853	28400	-1702
环比上月变动	26300	15003	16597	13744	18000	-4546
同比去年同期	5500	5047	331	447	5000	256

资料来源：万得，中银证券

图表 7. 新增人民币贷款构成



资料来源：万得，中银证券

风险提示：全球通胀二次上行；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371