

3月金融数据解读

抢抓“窗口期”初显成效

◆ 经济研究 · 宏观快评

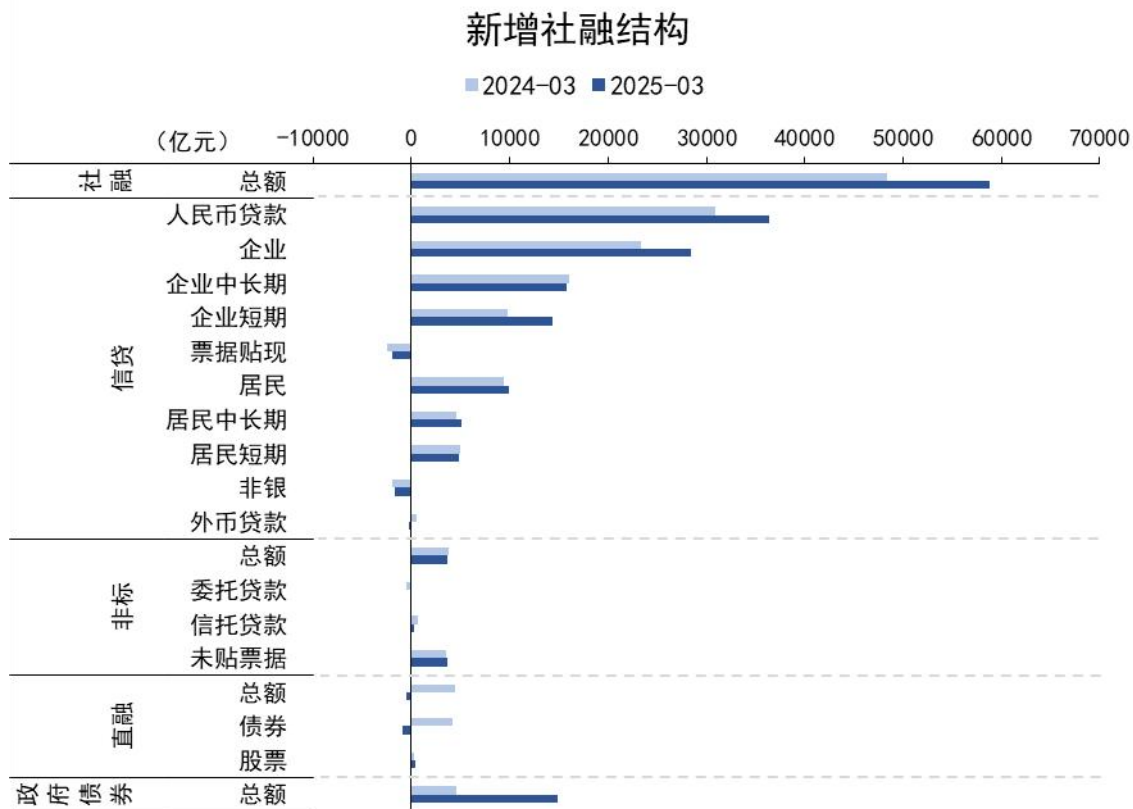
证券分析师：田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980524090003
 证券分析师：李智能 0755-22940456 lizn@guosen.com.cn 执证编码：S0980516060001
 证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001

事项：

3月我国新增社融 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），M2 同比增长 7%（预期 7%）。

评论：

图1：金融数据分项一览



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

结论：在近期复杂多变的形势下，3月金融数据可以说交出一份亮眼的成绩单，总量结构均呈现积极变化。同时也为一季度扎实的宏观数据进行了预演。总量上，社融信贷双双超出预期，社融创下历史同期新高，信贷也达到次高水平。结构上，政府融资“独角戏”的局面有所改变，社融重回信贷+政府的“双支撑”模式。从货币统计角度观察，以M1为代表的货币活性似乎出现跳升，M2-M1剪刀差有所收敛。

与此同时，需要看到，数据改善较多反映了宏观政策在“窗口期”前置积极作为的结果，内生性动能仍需持续夯实。在以旧换新等补贴政策的加持下，3月份反映消费意愿的居民短贷虽然转正，但同比仍处于负增长。一季度居民短贷增量仍较去年同期大幅下降。3月份企业贷款尽管受到财政前置带动，但信用债发行大幅萎缩和M1高增也侧面说明：1) 贷款对短债的替代效应不可忽视，合并后的广义“宽信用”幅度有所下降；2) 地方化债节奏有可能受到调控，以平滑对银行资产端的冲击。因此，金融数据“量稳质优”局面的可持续性，特别是4月外生因素冲击下企业端的表现，仍值得持续关注。

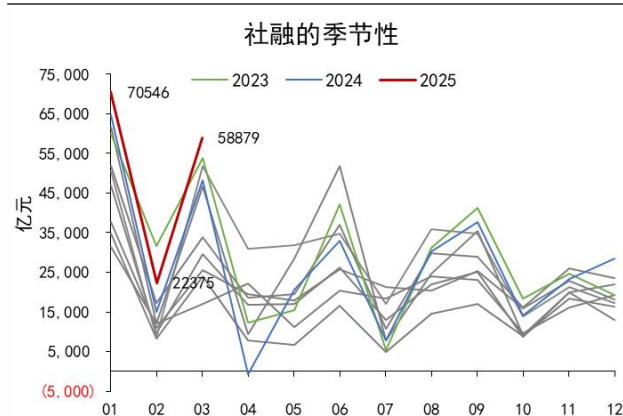
具体看，3月数据的几个主要特征：

3月社融数据表现亮眼，总量结构均稳中向好，社融信贷回升斜率均强于近年季节性，政府与私人部门贡献也更为均衡。从同比角度看，3月新增社融在高基数上更进一步，创下历史同期新高，增速上升0.2pct至8.4%。相较去年同期，3月社融多增1.05万亿元，各科目对同比增量的贡献排名如下：政府（贡献96.8%）、信贷（贡献42.9%）、非标（贡献-0.6%）、直融（贡献-47%）。

3月贷款显著回升，位于历史同期次高水平，且结构较为均衡。宽口径下（非社融），当月新增信贷为3.64万亿元，同比增加5500亿元；社融口径下，人民币+外币贷款新增3.80万亿元，同比多增4521亿元。从结构看，企业贷款强于居民贷款，短期贷款强于中长期贷款。

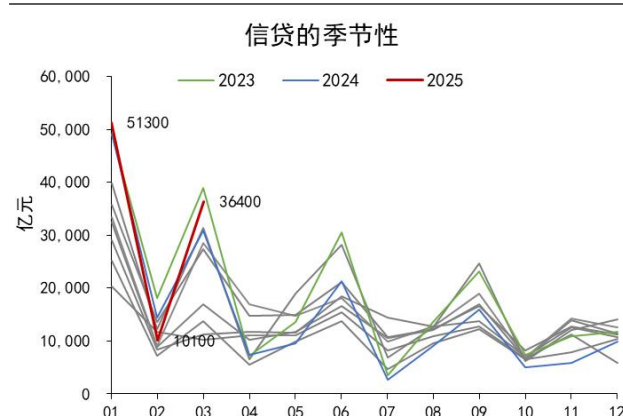
当月存款增加4.25万亿元，M2同比增速保持7%不变，财政支出提速，非银回流明显。从结构看，除非银和财政存款外所有类型存款均有所增加，同比看也是如此。与此同时，M1同比增速跳升（上升1.5pct至1.6%），在地产销售放缓背景下，可能更多来自于地方平台化债资金滞留带来的影响。

图2：3月新增社融回升斜率超季节性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：2月新增信贷回升斜率超季节性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 解读

社融：总量结构“双改善”

3月社融数据表现亮眼，总量结构均稳中向好，社融信贷回升斜率均强于近年季节性，政府与私人部门贡献也更为均衡。从同比角度看，3月新增社融在高基数上更进一步，创下历史同期新高，增速上升0.2pct至8.4%。相较去年同期，3月社融多增1.05万亿元，各科目对同比增量的贡献排名如下：政府（贡献96.8%）、信贷（贡献42.9%）、非标（贡献-0.6%）、直融（贡献-47%）¹。

人民币贷款

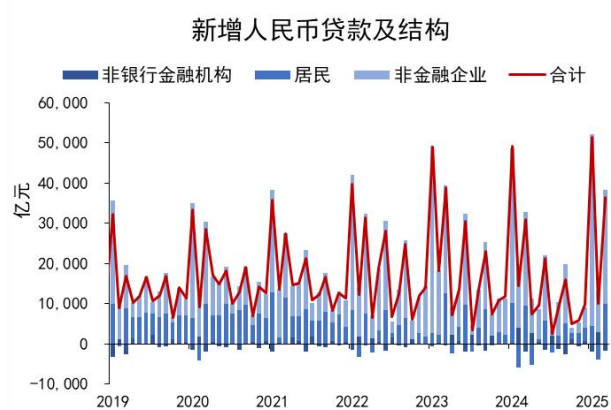
3月贷款显著回升，位于历史同期次高水平，且结构较为均衡。宽口径下（非社融），当月新增信贷为3.64万亿元，同比增加5500亿元；社融口径下，人民币+外币贷款新增3.80万亿元，同比多增4521亿元。

¹ ABS和贷款核销两项尚未公布。

从结构看，企业贷款强于居民贷款，短期贷款大体强于中长期贷款。

企业贷款表现较 2 月全面改善。当月非金融企业贷款新增 2.84 万亿元，同比多增 5000 亿元。结构上总体更为良性，短贷表现突出，中长贷拖累减少，票据融资退潮。中长贷当月增加 1.58 万亿元（同比-200 亿元）；短贷 1.44 万亿元（同比+4600 亿元），票据减少 1986 亿元（同比+514 亿元）。我们认为，当月企业贷款显著改善，可能与三方面因素有关：一是地方化债进度可能更为“平滑”（即地方化债融资前置情况下，为减轻对银行特别是地方性中小行资产端冲击，对债务的置换节奏有所匀化，这也体现在本月 M1 的高增上）；二是财政前置发力，带动企业端配套资金需求改善；三是 3 月债券融资利率中枢上行，企业流动性资金从短债转为短贷，贷款一定程度构成对直融的挤压。

图4：3月新增非银贷款萎缩



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：3月企业贷款结构改善



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

居民贷款由负转正，总体表现尚可，同时显示内行性能依然不强。当月新增居民贷款由上个月的-3891 亿元转为+9853 亿元，同比小幅增加 447 亿元，显示内生需求似有所企稳。具体看，短贷增加 4841 亿元，同比仍然减少 67 亿元，没有 1-2 月春节错位效应影响后的居民短贷在以旧换新等政策的加持下同比仍未转正，指向消费等内生动能仍在修复之中。房地产成交热度有所回落的情况下，中长贷增加 5047 亿元，同比小幅多增 531 亿元。

图6：3月新增居民短贷贡献上升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：3月楼市销售面积增速有所回落



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

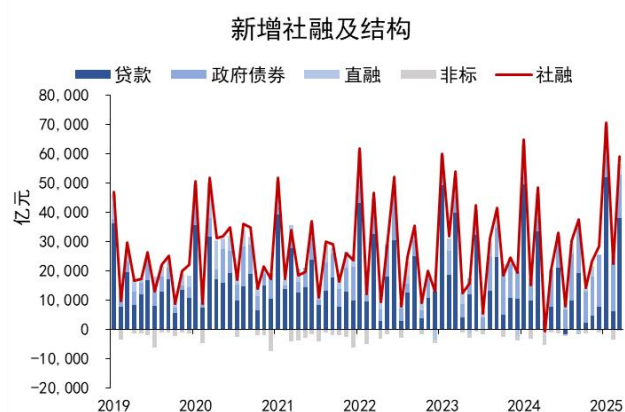
非标、直接融资与政府债券

政府融资依然积极。受特殊再融资专项债和国债发行带动，当月新增政府债融资 1.48 万亿元，较去年同期多增 1.02 万亿元，仍是本月社融同比增量的主要来源。

表外融资受票据支撑有所改善。当月表外三项融资合计增加 3705 亿元，同比少增 63 亿元。其中，未贴现银行承兑汇票增加 3633 亿元（同比+81 亿元）；信托贷款增加 238 亿元（同比-443 亿元），委托贷款减少 166 亿元（同比+299 亿元）。

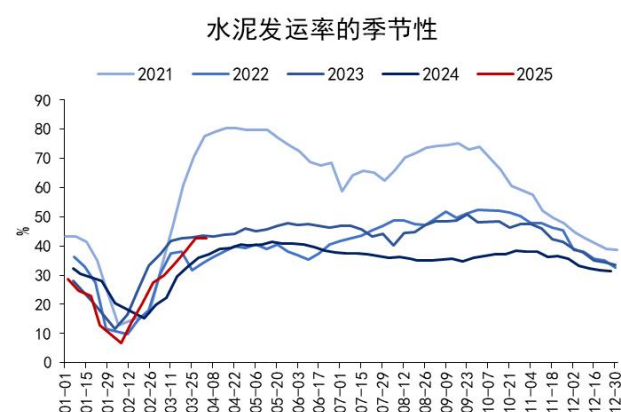
企业直融显著下滑，主要受到信用债拖累。当月新增企业直接融资-492 亿元，同比大幅多减 4956 亿元。结构上，信用债新增融资-905 亿元，同比多减 5142 亿元，一定程度受到融资利率中枢上行的滞后拖累。股票融资则回稳，新增 413 亿元，同比多增 186 亿元。

图8：贷款重新主导对新增社融的拉动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

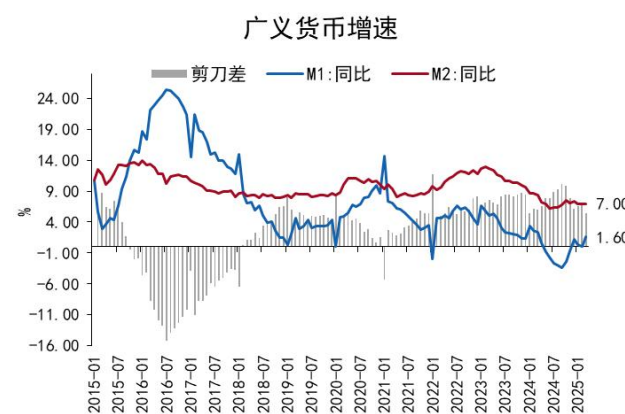
图9：水泥发运率显著回升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

货币：M2-M1 剪刀差显著收敛

图10：M2-M1 剪刀差显著收敛



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：社融-M2 剪刀差继续走阔



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

当月存款增加 4.25 万亿元，M2 同比增速保持 7% 不变，财政支出提速，非银回流明显。从结构看，除非银和财政存款外所有类型存款均有所增加，同比看也是如此。当月新增居民存款 3.09 万亿元，同比多增 2600 亿元，非银资金回流是重要因素之一；新增企业存款 2.84 亿元，同比多增 7675 亿元，除非银资金外，化债资金下拨暂存可能也是重要原因；新增非银存款-1.41 万亿元，同比多减 1.26 万亿元；新增财政存款-7710 亿元，同比多减 49 亿元，政府融资前置情况下，指向下拨力度较强。

与此同时，M1 同比增速跳升（上升 1.5pct 至 1.6%），在地产销售放缓背景下，可能更多来自于地方平台化债资金滞留带来的影响。M2-M1 增速剪刀差相应收敛 1.5pct 至 5.4%，社融-M2 小幅扩张 0.2pct 至 1.4%。

◆ 风险提示

海外市场波动，海外经济进入衰退。

相关研究报告：

《美国 3 月 CPI 数据点评-关税冲击增加通胀“失控”风险》——2025-04-11

《中国通胀数据快评-3 月国内 CPI 同比止跌企稳，核心 CPI 重回上升趋势》——2025-04-10

《 美国加征关税政策解读 - 美国经济滞胀风险加大，中国经济“以内补外” 》——2025-04-03

《3 月 PMI 数据解读-景气延续，关注回升动能》——2025-04-02

《宏观经济数据前瞻-2025 年 3 月宏观经济指标预期一览》——2025-04-01

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032