



光期研究 见微知著

宏观周报：库存周期有启动迹象

2025年4月13日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

库存周期有启动迹象

摘 要

中国3月份社会融资规模增加58879亿元人民币，比上年同期多增10544亿元。人民币贷款增加36400亿元人民币，比上年同期多增5500亿元。社融和人民币贷款存量同比增速分别为8.4%、7.2%，前值为8.2%、7.1%。M1同比为1.6%，较前值大幅回升1.5个百分点；M2同比为7.0%，与前值相持平。

3月份社融同比多增主要是受到新增人民币贷款和政府专项债券放量发行的拉动，企业债券融资绝对值和同比均减少。3月政府债券净融资规模约1.4万亿，同比多增1万亿元。今年政府债发行前置，此前的中央经济工作会议要求“各项工作能早则早、抓紧抓实”，加上专项债“自审自发”政策试点推动债券发行加速，政府债供给高峰未过，仍将继续拉动社融增量。

金融机构新增人民币贷款比上年同期多增5500亿元，分项来看，企业和住户贷款均同比多增，企业表现更优。3月住户贷款同比多增447亿元，其中短期贷款同比少增67亿元，中长期同比多增531亿元。企业贷款同比多增5000亿元，其中短期同比多增4600亿元，中长期同比少增200亿元，票据融资同比多增514亿元。企业短期贷款和票据融资合计增加超过五千亿元，这部分资金常被企业用于日常开支，例如结算、补库存等用途。企业短期贷款大增可能是受关税影响，企业有抢进口补库的迹象。从PMI来看，原材料库存指数连续两个月大幅回落，3月小幅回升。相比较企业短期贷款，长期贷款表现相对较弱，主要是由于大规模隐债置换会显著拉低新增企业中长期贷款，并且是长期的影响。随着企业短期贷款大增，企业活期存款拉动M1同比从上月0.1%回升至1.6%。M1通常是库存周期的领先指标，叠加关税预期企业抢进口，库存周期可能会小幅启动。下周关注：中国3月进出口（周一）、经济数据（周三），欧央行公布利率决议（周四）

宏观经济数据总览

图表：宏观经济数据总览

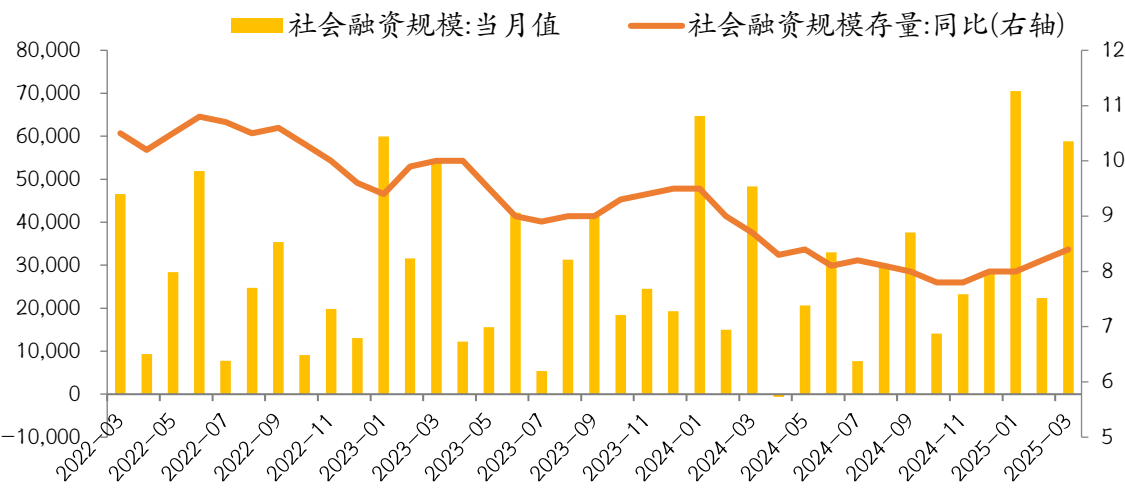
宏观指标		2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03
GDP (%)	当季				5.40			4.60			4.70			5.30
工业增加值 (%)	当月		5.90		6.20	5.40	5.30	5.40	4.50	5.10	5.30	5.60	6.70	4.50
社零 (%)	当月		4.00		3.50	3.00	4.80	3.20	2.10	2.70	2.00	3.70	2.30	3.10
固定资产投资 (%)	累计		4.10		3.20	3.30	3.40	3.40	3.40	3.60	3.90	4.00	4.20	4.50
制造业投资 (%)	累计		9.00		9.20	9.30	9.30	9.20	9.10	9.30	9.50	9.60	9.70	9.90
基建投资 (%)	累计		5.60		4.40	4.20	4.30	4.10	4.40	4.90	5.40	5.70	6.00	6.50
房地产投资 (%)	累计		-9.80		-10.60	-10.40	-10.30	-10.10	-10.20	-10.20	-10.10	-10.10	-9.80	-9.50
出口 (%)	当月		2.30		10.70	6.70	12.70	2.40	8.70	7.00	8.60	7.60	1.50	-7.50
CPI (%)	当月	-0.10	-0.70	0.50	0.10	0.20	0.30	0.40	0.60	0.50	0.20	0.30	0.30	0.10
PPI (%)	当月	-2.50	-2.20	-2.30	-2.30	-2.50	-2.90	-2.80	-1.80	-0.80	-0.80	-1.40	-2.50	-2.80
社融 (%)		84.00	8.20	8.00	8.00	7.80	7.80	8.00	8.10	8.20	8.10	8.40	8.30	8.70
人民币贷款 (%)		7.20	7.10	7.20	7.20	7.40	7.70	7.80	8.10	8.30	8.30	8.90	9.10	9.20
M1 (%)		1.60	0.10	0.40	1.20	-0.70	-2.30	-3.30	-3.00	-2.60	-1.70	-0.80	0.60	2.30
M2 (%)		7.00	7.00	7.00	7.30	7.10	7.50	6.80	6.30	6.30	6.20	7.00	7.20	8.30

资料来源：Wind，光大期货研究所

1. 重要经济数据

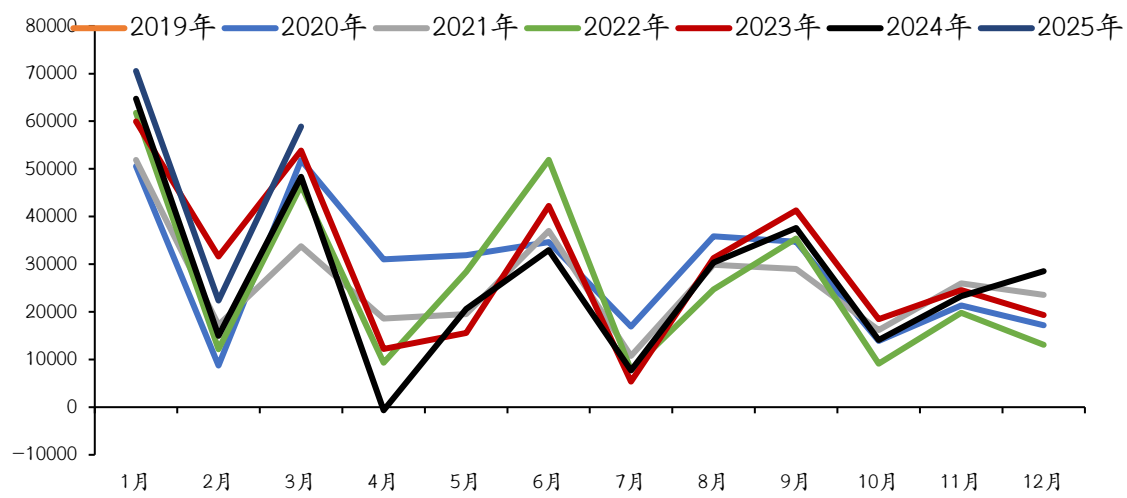
中国3月份社会融资规模增加58879亿元人民币，比上年同期多增10544亿元

图表：社融规模及存量增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：社会融资规模：当月值（单位：亿元）



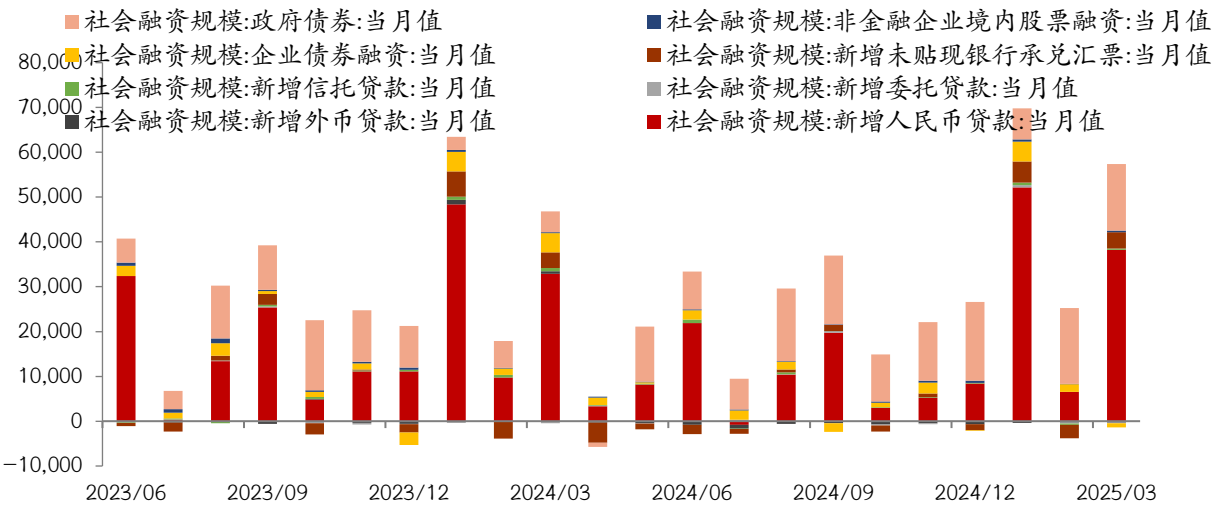
资料来源：Wind，光大期货研究所

中国3月份社会融资规模增加58879亿元人民币，比上年同期多增10544亿元。人民币贷款增加36400亿元人民币，比上年同期多增5500亿元。社融和人民币贷款存量同比增速分别为8.4%、7.2%，前值为8.2%、7.1%。M1同比为1.6%，较前值大幅回升1.5个百分点；M2同比为7.0%，与前值持平。

3月份社融同比多增主要是受到新增人民币贷款和政府专项债券放量发行的拉动，企业债券融资绝对值和同比均减少。3月政府债券净融资规模约1.4万亿，同比多增1万亿元。今年政府债发行前置，此前的中央经济工作会议要求“各项工作能早则早、抓紧抓实”，加上专项债“自审自发”政策试点推动债券发行加速，政府债供给高峰未过，仍将继续拉动社融增量。

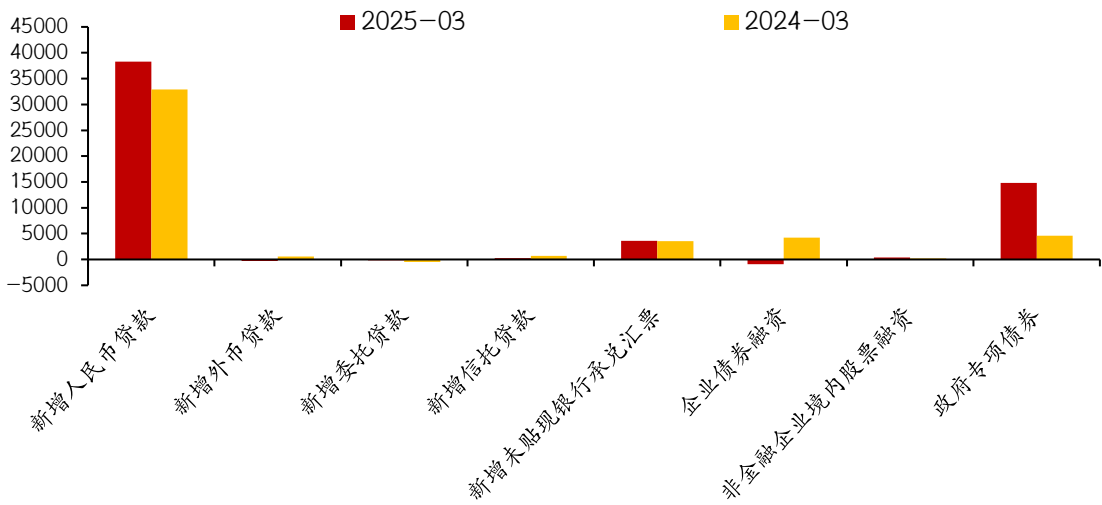
3月份社融同比多增主要是受到新增人民币贷款和政府专项债券放量发行的拉动

图表：新增社融规模细分拉动项（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：新增社融分项和去年同期对比（单位：亿元）

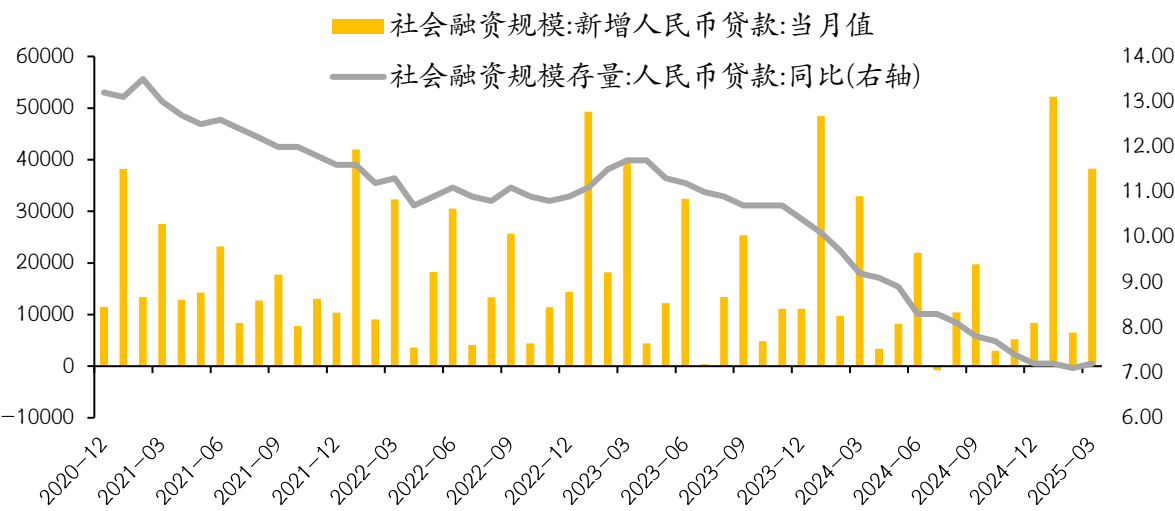


资料来源：Wind，光大期货研究所

金融机构新增人民币贷款比上年同期多增5500亿元，分项来看，企业和住户贷款均同比多增，企业表现更优。3月住户贷款同比多增447亿元，其中短期贷款同比少增67亿元，中长期同比多增531亿元。企业贷款同比多增5000亿元，其中短期同比多增4600亿元，中长期同比少增200亿元，票据融资同比多增514亿元。企业短期贷款和票据融资合计增加超过五千亿元，这部分资金常被企业用于日常开支，例如结算、补库存等用途。企业短期贷款大增可能是受关税影响，企业有抢进口补库的迹象。从PMI来看，原材料库存指数连续两个月大幅回落，3月小幅回升。相比较企业短期贷款，长期贷款表现相对较弱，主要是由于大规模隐债置换会显著拉低新增企业中长期贷款，并且是长期的影响。随着企业短期贷款大增，企业活期存款拉动M1同比从上月0.1%回升至1.6%。M1通常是库存周期的领先指标，叠加关税预期企业抢进口，库存周期可能会小幅启动。

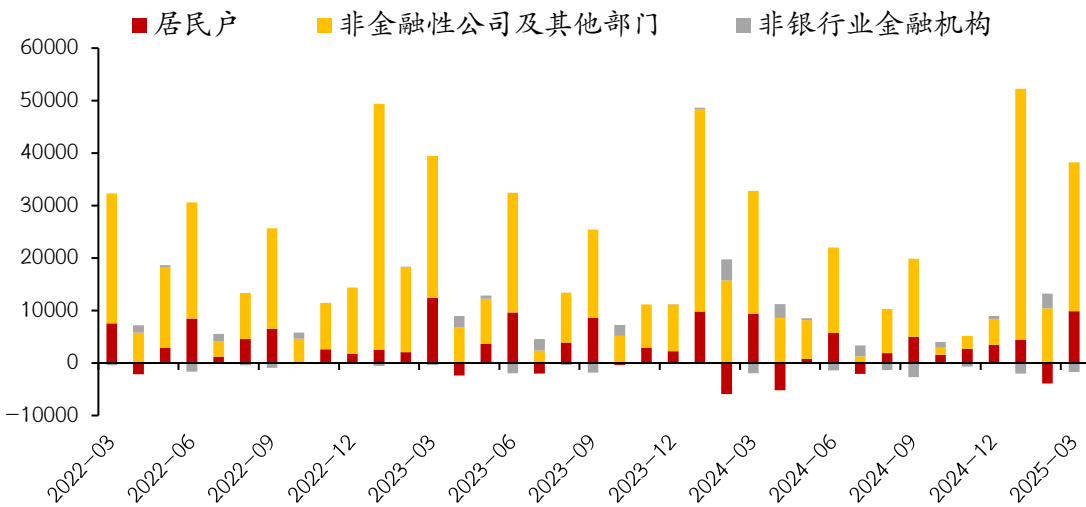
分项来看，企业贷款好于住户贷款

图表：新增人民币贷款及同比（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

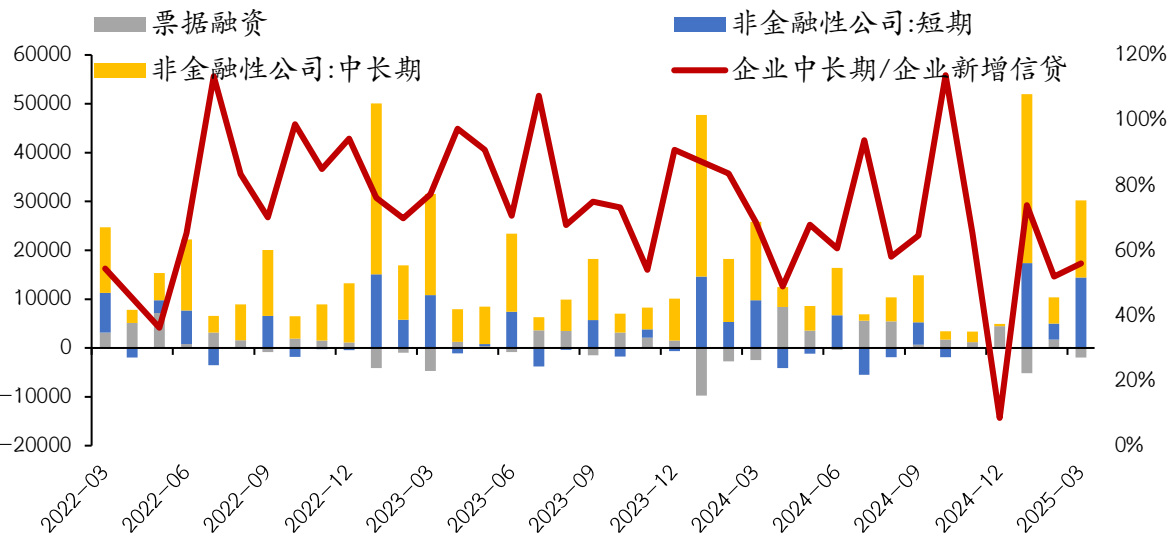
图表：人民币贷款当月新增细分（亿元）



资料来源：Wind，光大期货研究所

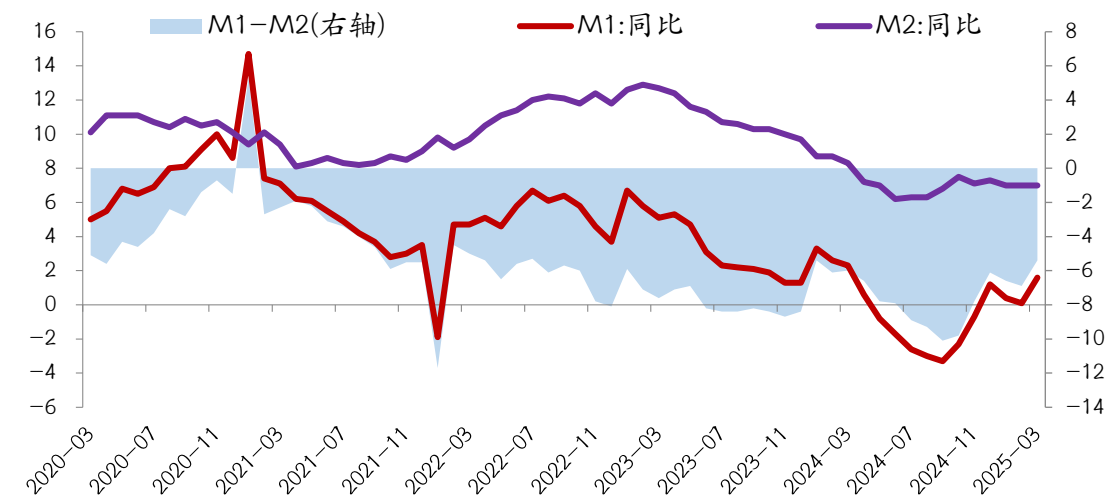
随着企业短期贷款大增，企业活期存款拉动M1同比从上月0.1%回升至1.6%

图表：企业新增贷款结构（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大期货研究所

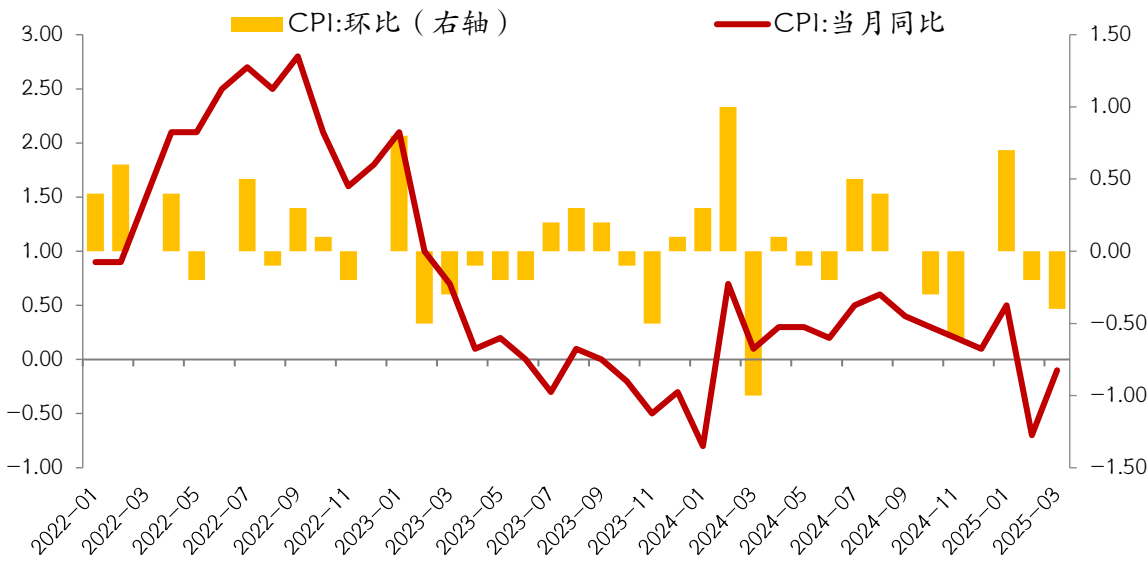
图表：M1和M2剪刀差（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

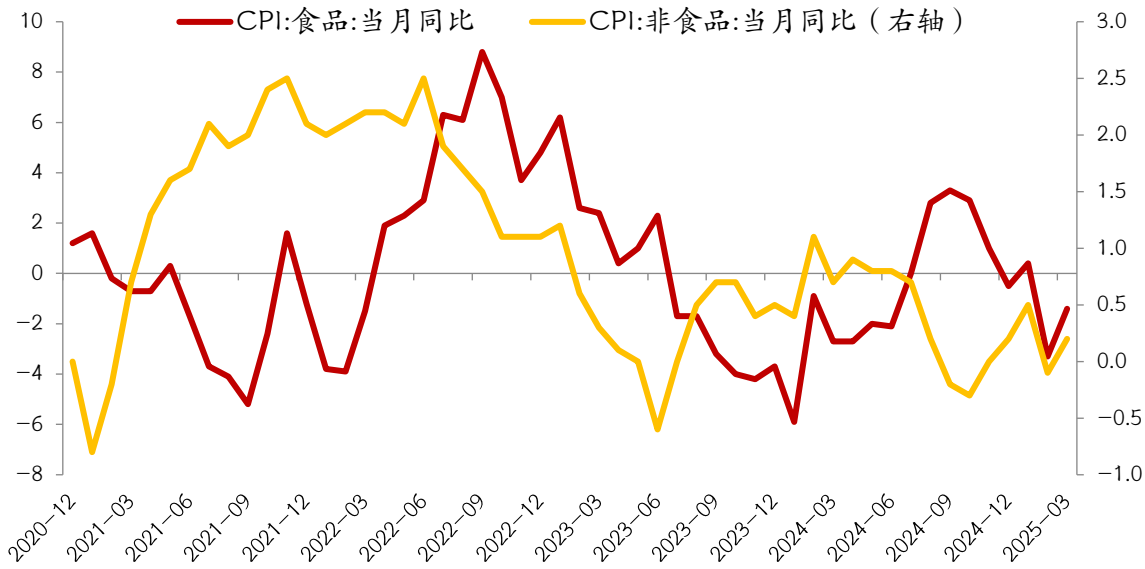
中国3月CPI同比-0.1%，预期0.0%，前值-0.7%

图表：CPI环比和同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：CPI食品同比和CPI非食品同比（单位：%）

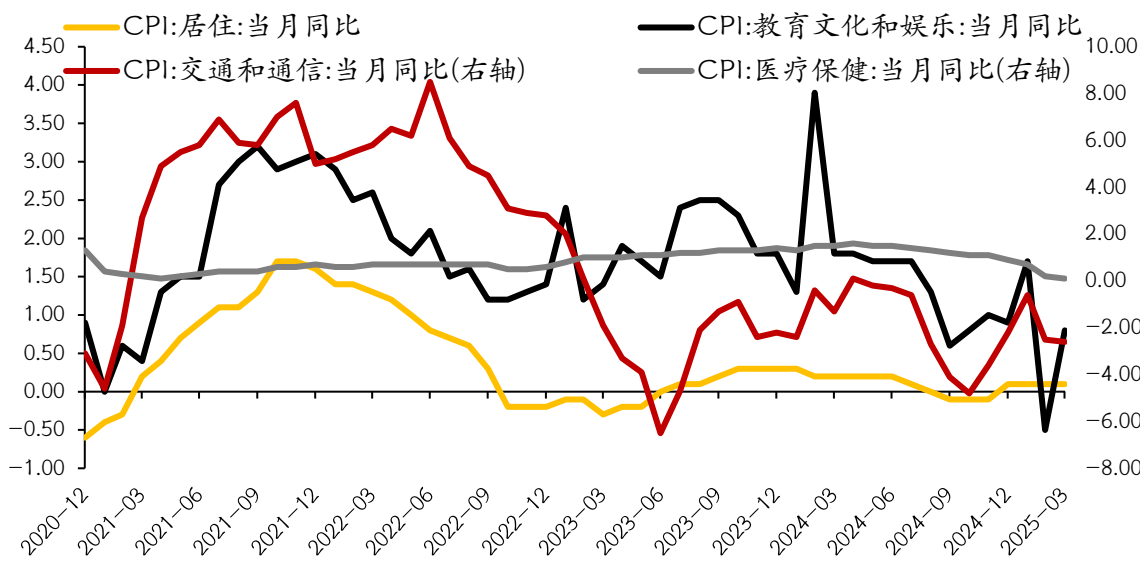


资料来源：Wind，光大期货研究所

中国3月CPI同比-0.1%，预期0.0%，前值-0.7%。扣除食品和能源价格的核心CPI明显回升，同比上涨0.5%。从环比看，CPI下降0.4%。CPI环比下降主要受季节性因素和油价下行影响。一是天气转暖，食品供应总体充足。3月份食品价格环比下降1.4%，影响CPI环比下降约0.24个百分点，占CPI总降幅六成。二是旅游淡季出行人数减少，出行类价格有所下降。三是国际油价下行影响。国内汽油价格环比下降3.5%，影响CPI环比下降约0.12个百分点。

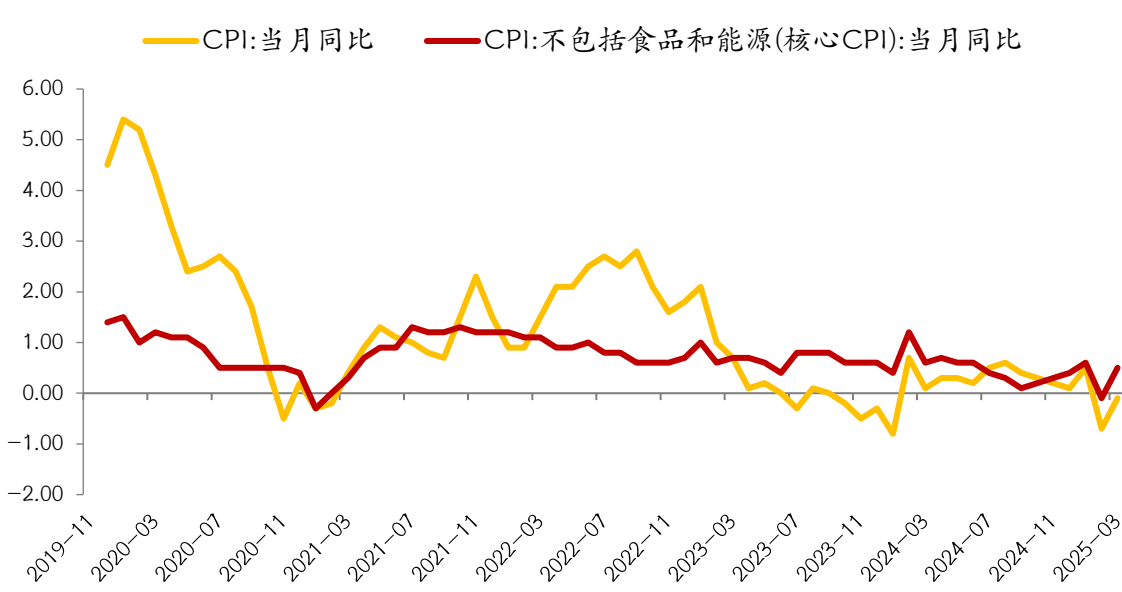
扣除食品和能源价格的核心CPI明显回升，同比上涨0.5%

图表：CPI分项同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：CPI和核心CPI同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

CPI同比降幅收窄，比上月收窄0.6个百分点。其中，食品价格同比下降1.4%，降幅比上月收窄1.9个百分点，对CPI同比的下拉影响比上月减少约0.35个百分点。其中猪肉价格上涨6.7%，涨幅有所扩大。当前生猪市场整体处于供强需弱的格局，价格震荡走弱。受关税影响，中国放弃美豆进口转向巴西，推动巴西升贴水飙升，后续需要关注饲料价格对生猪价格的扰动。当前关税水平对于CPI的影响整体有限，2024年中国自美国进口的商品中，消费品占比约31%，其中食品、汽车、化妆品、医疗设备等是主要组成部分。影响可控的原因一是当前整体通胀环境处于温和回升，二是消费补贴政策使得相关消费品价格降温。以汽车为例，近几个月社零汽车类销售额增速明显低于乘用车销量同比增速，主要由于报废更新、置换补贴政策启动影响，叠加车企价格战，价格下降的幅度抵消了量的增长。

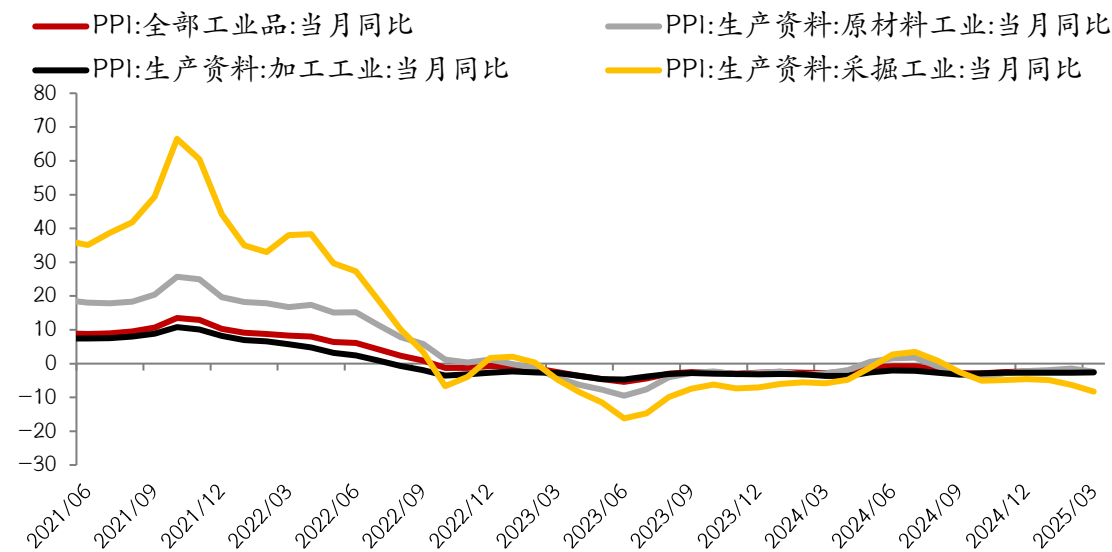
3月PPI同比-2.5%，预期-2.3%，前值-2.2%

图表：PPI当月同比（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：PPI分项同比（单位：%）

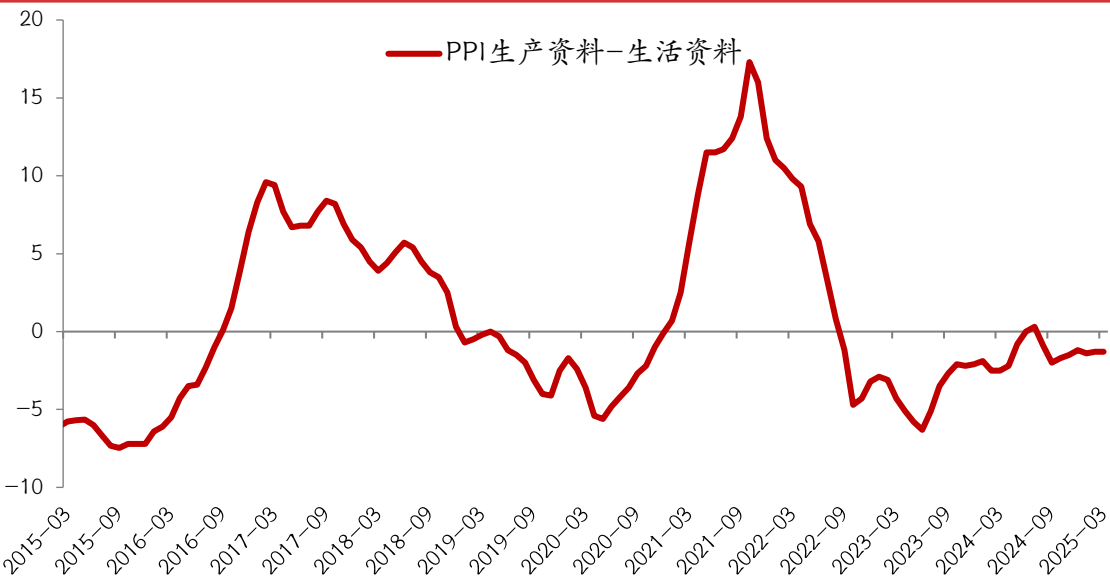


资料来源：Wind，光大期货研究所

3月PPI同比-2.5%，预期-2.3%，前值-2.2%。PPI环比下降主要有以下原因：一是国际输入性因素影响国内石油和部分出口行业价格下行，二是煤炭等能源需求季节性下行，三是部分原材料行业价格下行。节后房地产、基建项目开工较为平稳，钢材、水泥等生产恢复快于需求，叠加生产成本下降，黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业价格环比均下降0.5%。

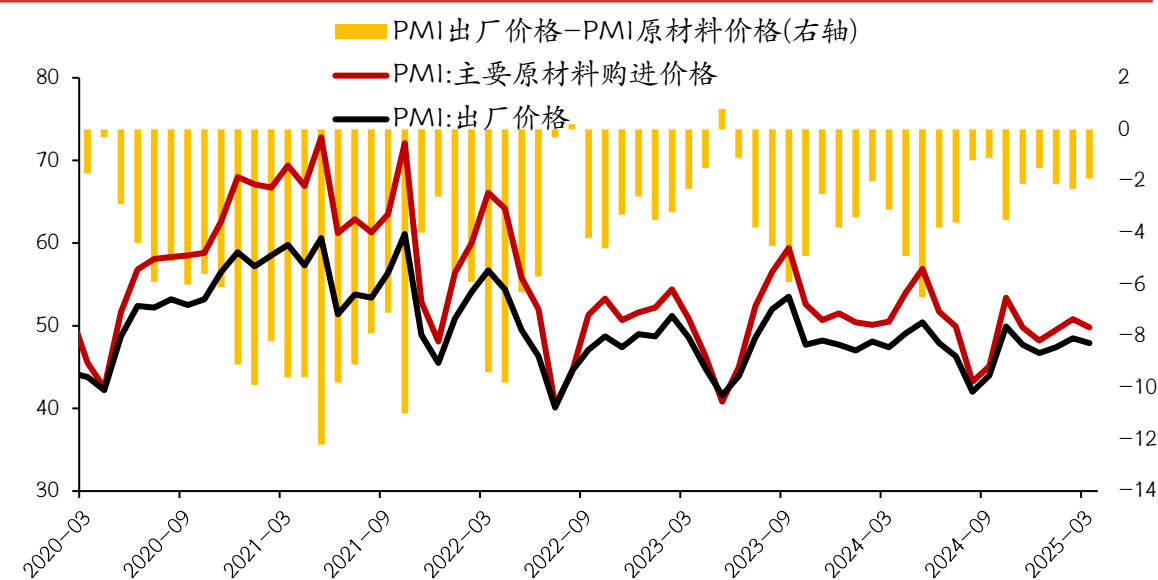
PPI生产资料-生活资料差值平稳

图表：PPI生产资料-生活资料（单位：%）



资料来源：Wind，光大期货研究所

图表：PMI原材料价格和PMI主要原材料购进价格（单位：%）

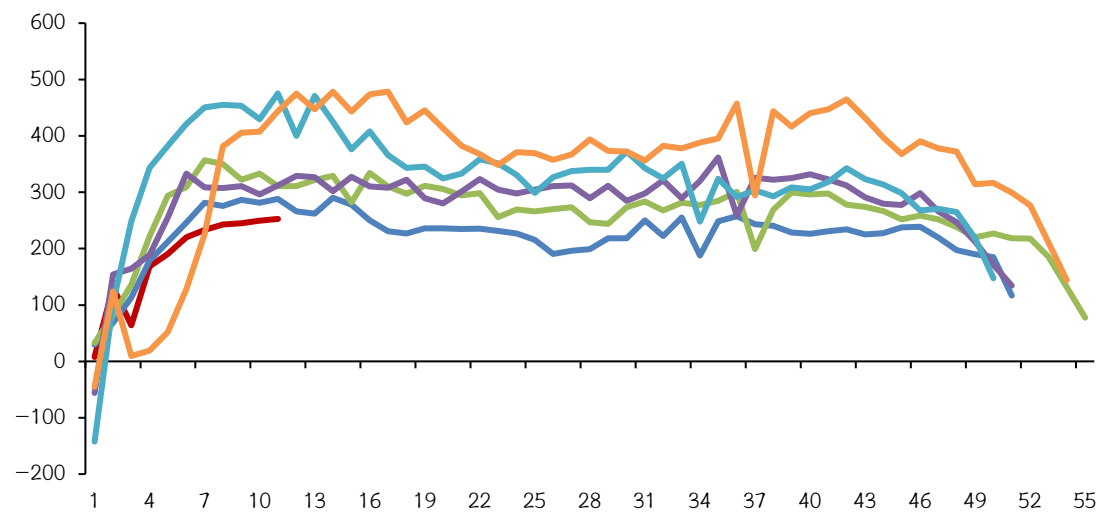


资料来源：Wind，光大期货研究所

2.实体经济高频

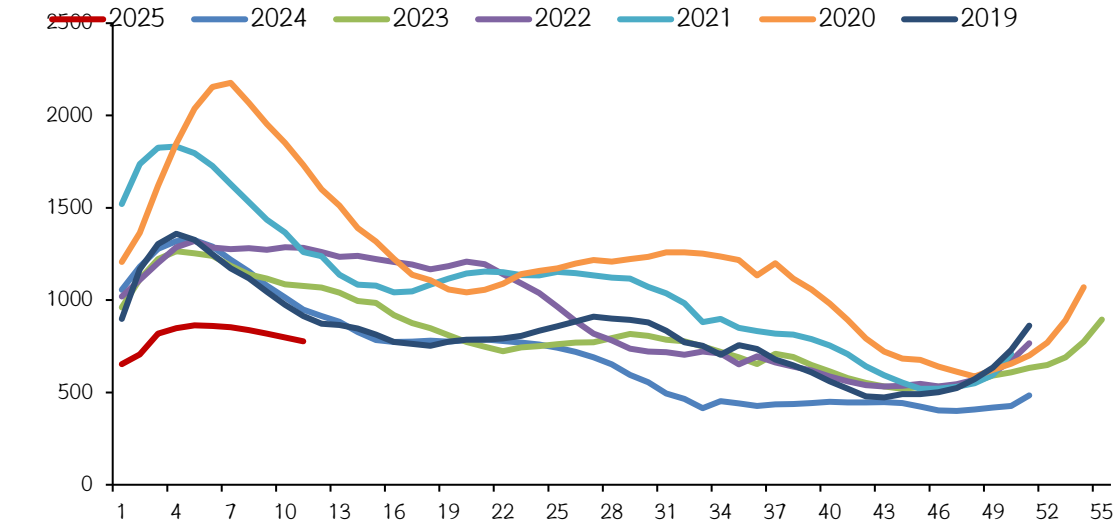
螺纹需求总体处于较低水平

图表：螺纹表需(横坐标为春节后第n周)（单位：万吨）



资料来源：iFinD, mysteel, 光大期货研究所

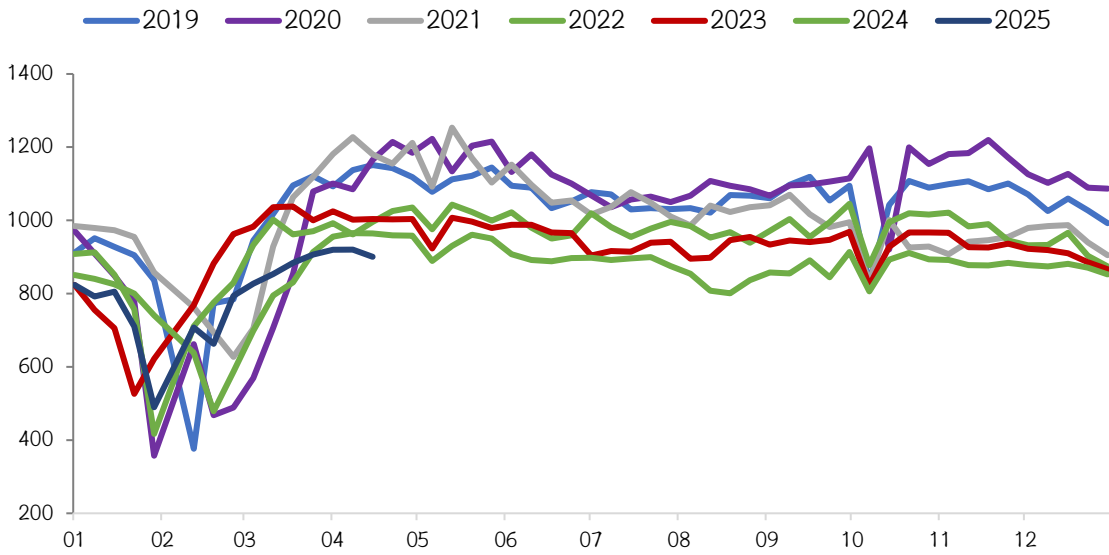
图表：螺纹厂库+社库(横坐标为春节后第n周)（单位：万吨）



资料来源：iFinD, mysteel, 光大期货研究所

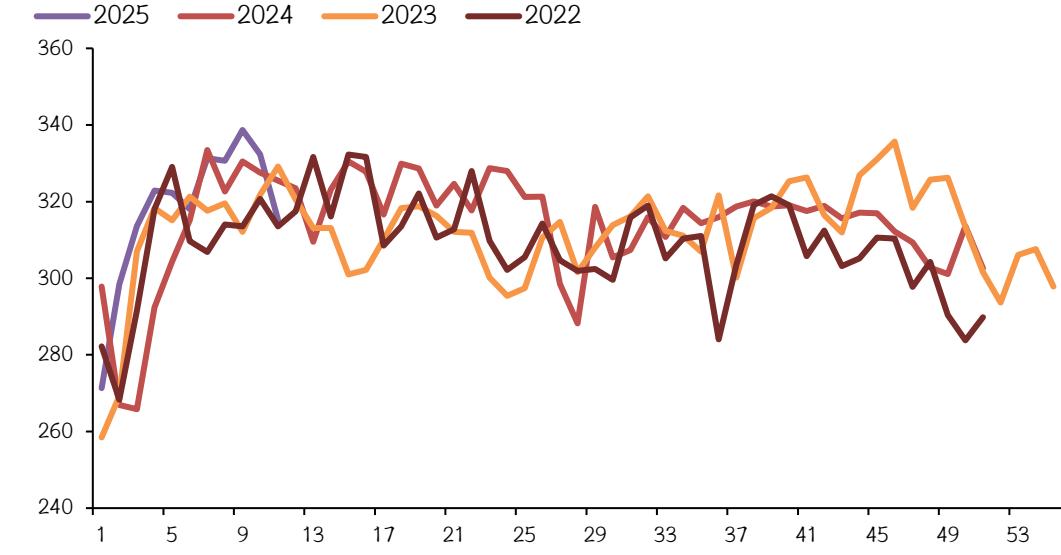
五大品种表需处于较低水平

图表：五大品种钢材周度表观消费量（单位：万吨）



资料来源：iFinD, mysteel, 光大期货研究所

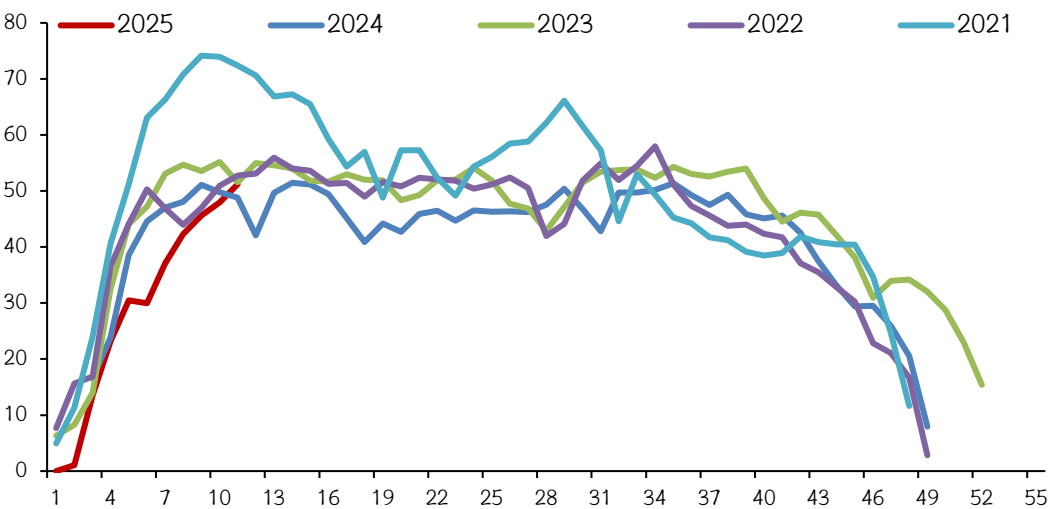
图表：热轧板卷周度表观消费量（单位：万吨）



资料来源：iFinD, mysteel, 光大期货研究所

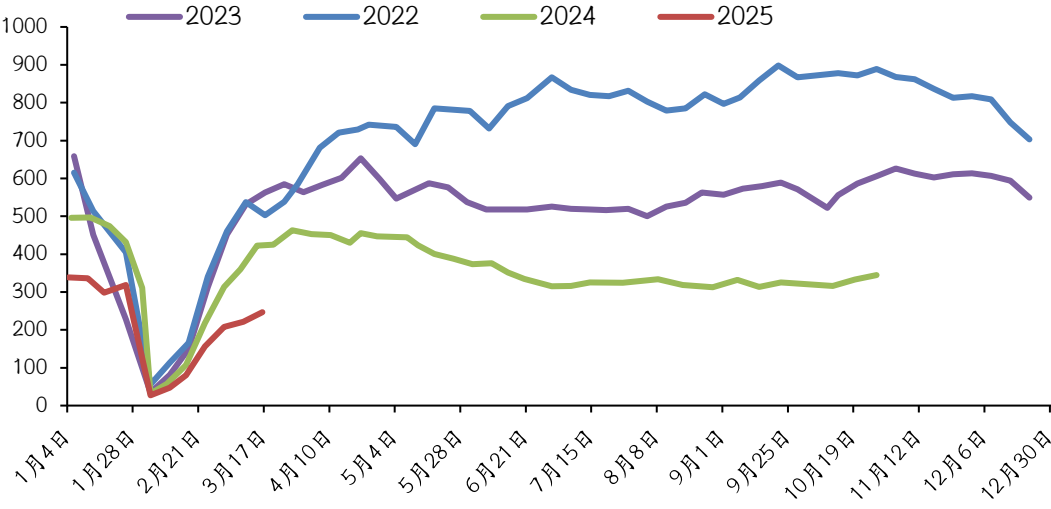
水泥磨机开工负荷回升

图表：全国水泥磨机运转率(横坐标为春节后第n周)（单位：%）



资料来源：卓创资讯，光大期货研究所

图表：水泥出库量（经农历调整）（单位：万吨）

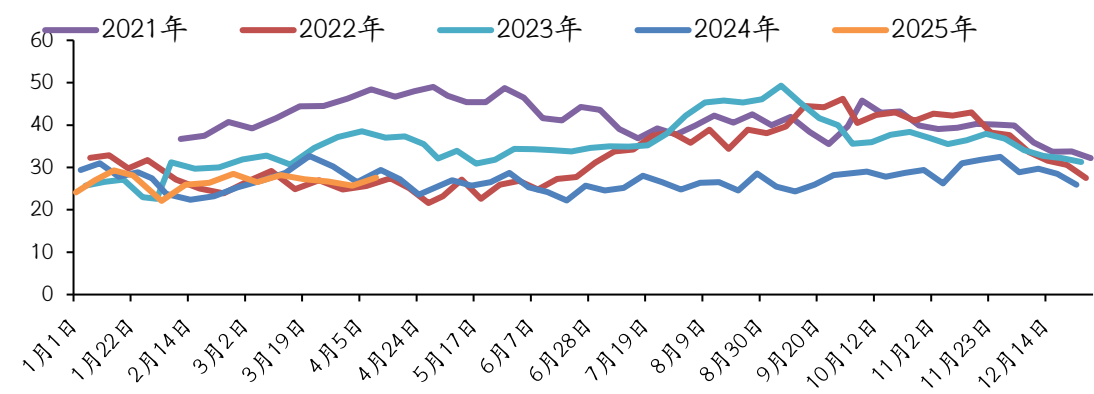


资料来源：百年建筑网，光大期货研究所

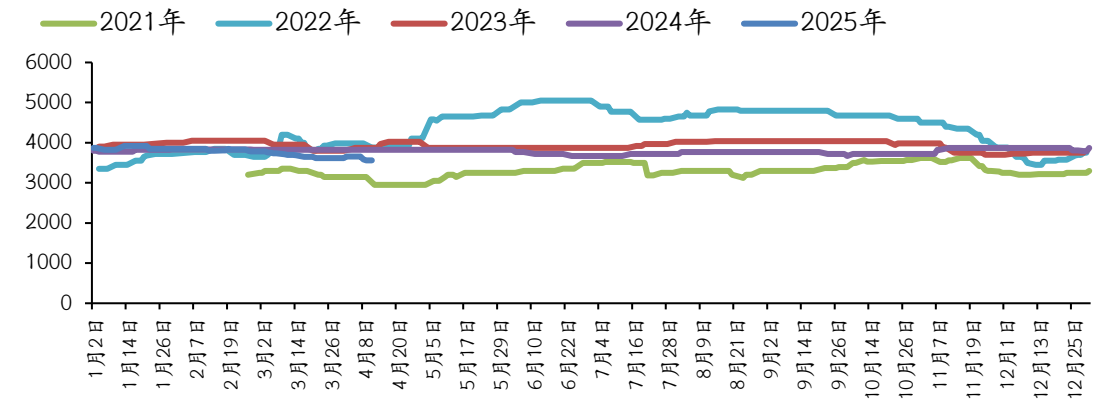
卓创对62个主要城市的监测数据显示，与上周相比，本周磨机开工负荷有提升。全国水泥磨机开工负荷均值51.20%，较上周上升3.23个百分点，升幅扩大0.89个百分点。需求恢复的速度一般，相比供应端增长偏慢。

沥青出货量反弹

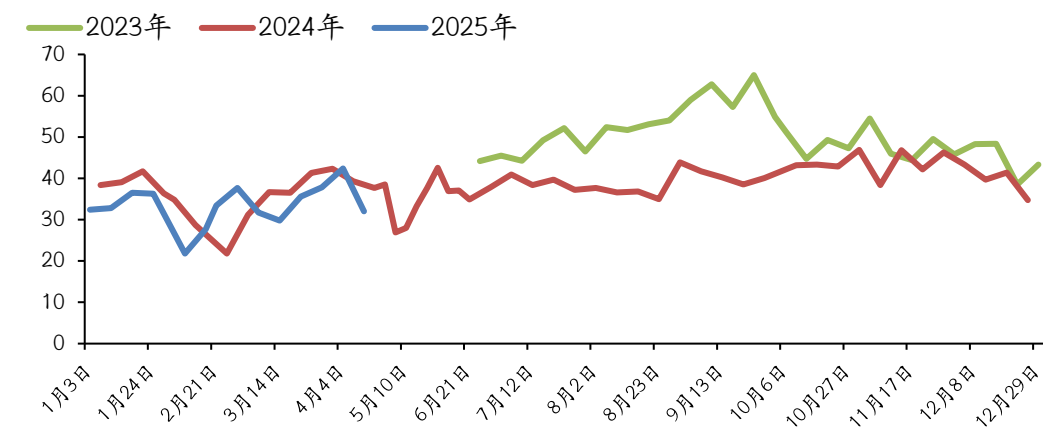
图表：沥青开工率（单位：%）



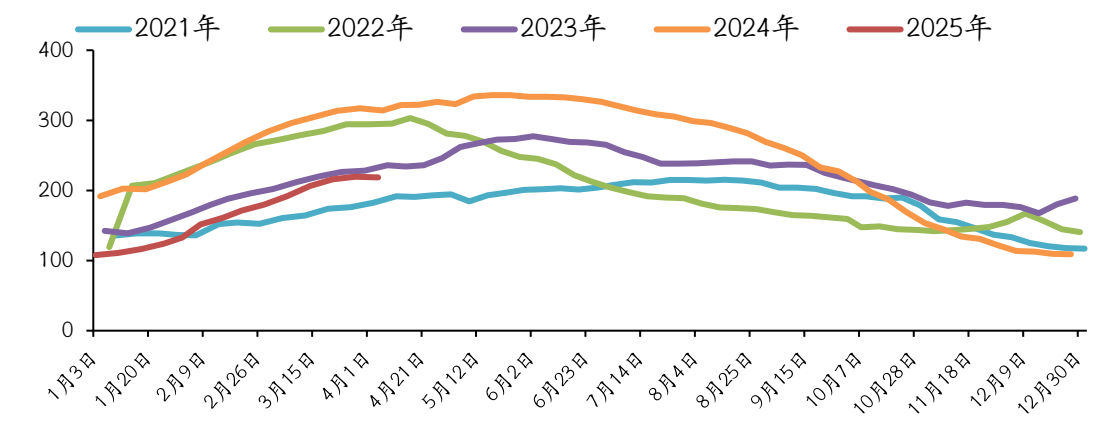
图表：华东重交价格（单位：元/吨）



图表：沥青出货量（单位：万吨）



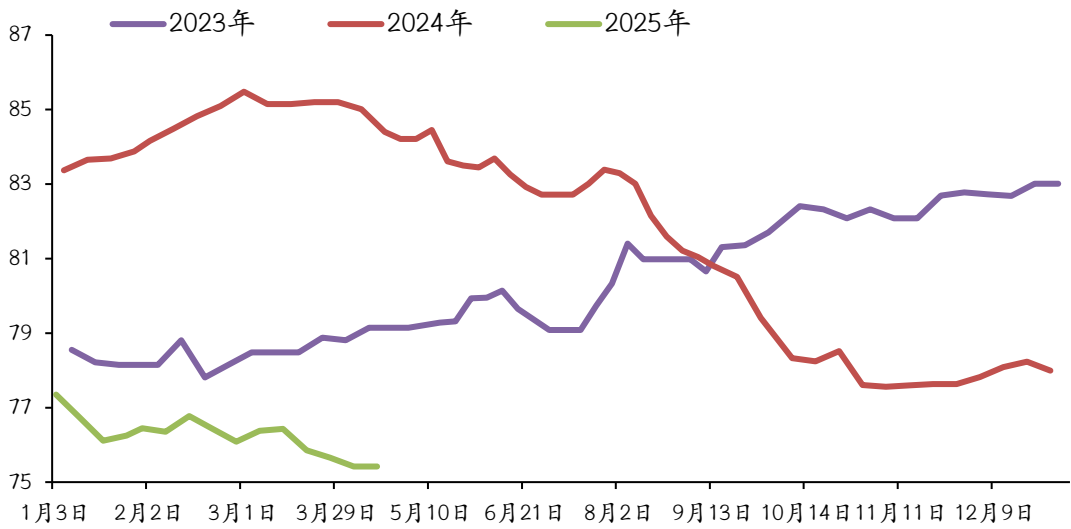
图表：沥青库存厂库+社库（单位：万吨）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

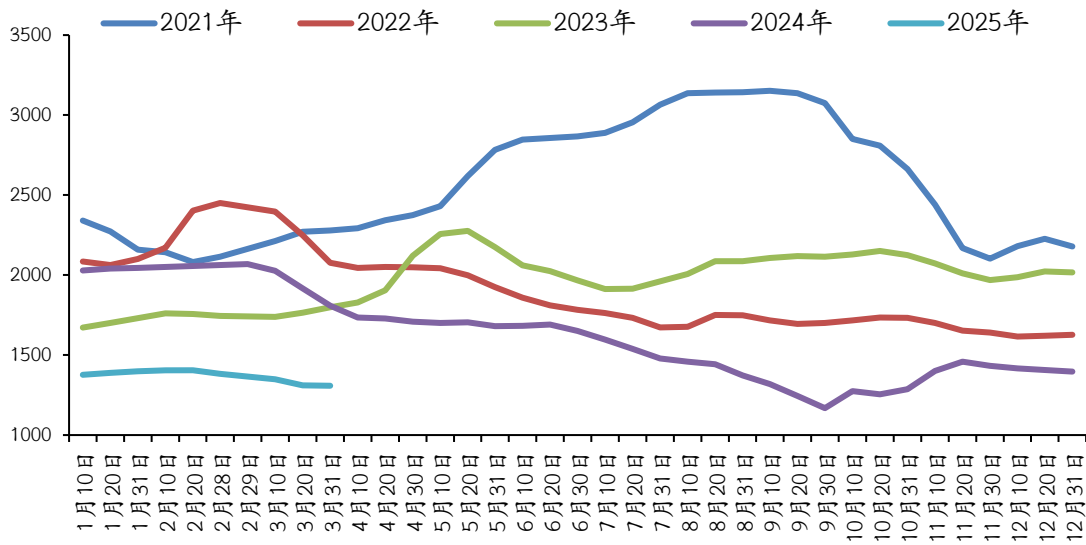
浮法平板玻璃产能利用率较低

图表：浮法平板玻璃产能利用率（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

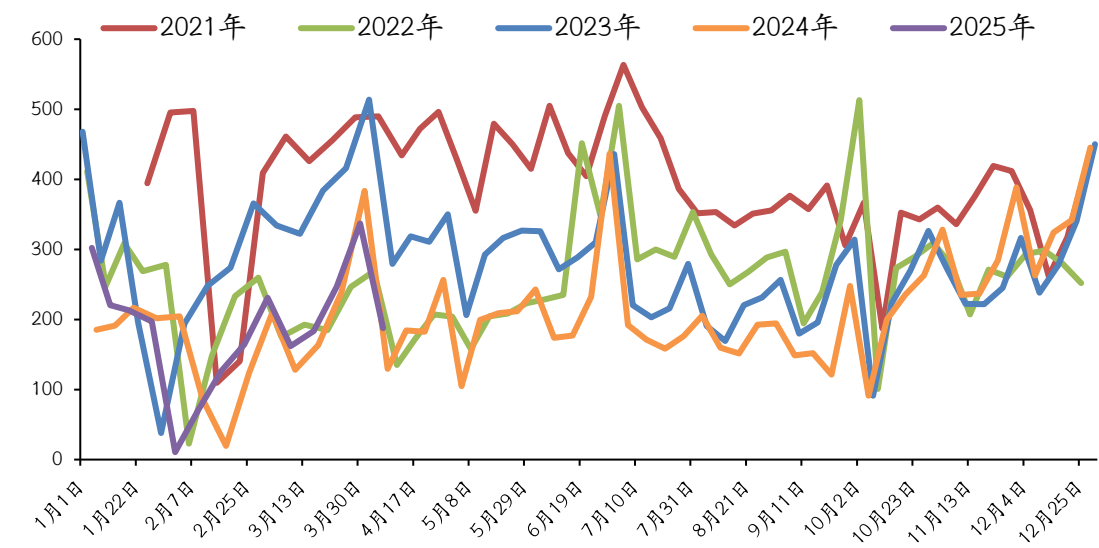
图表：浮法平板玻璃价格（单位：元/吨）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

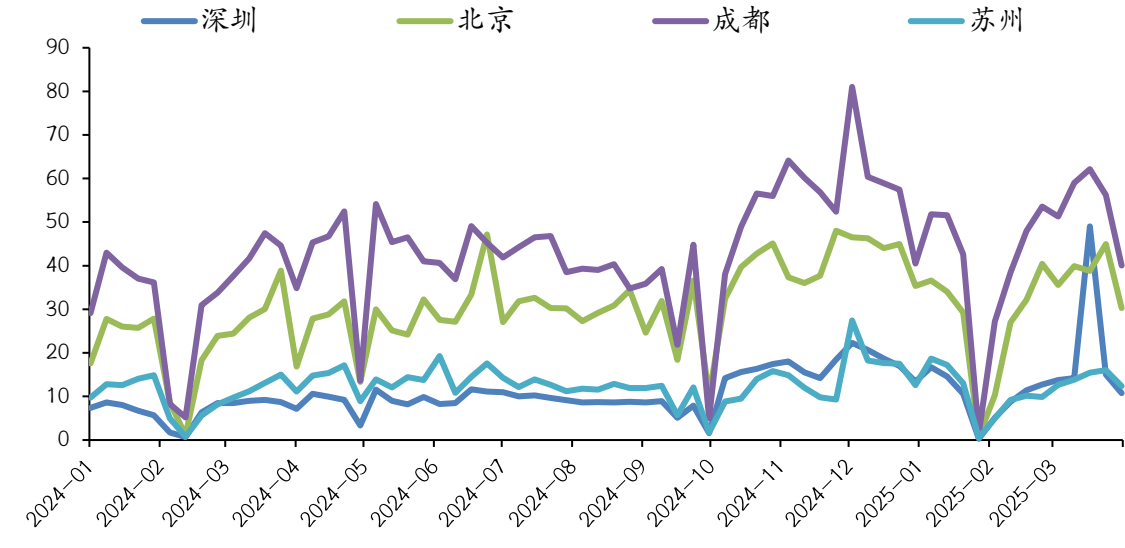
30城商品房成交面积回升

图表：30城商品房成交面积（单位：万平方米）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

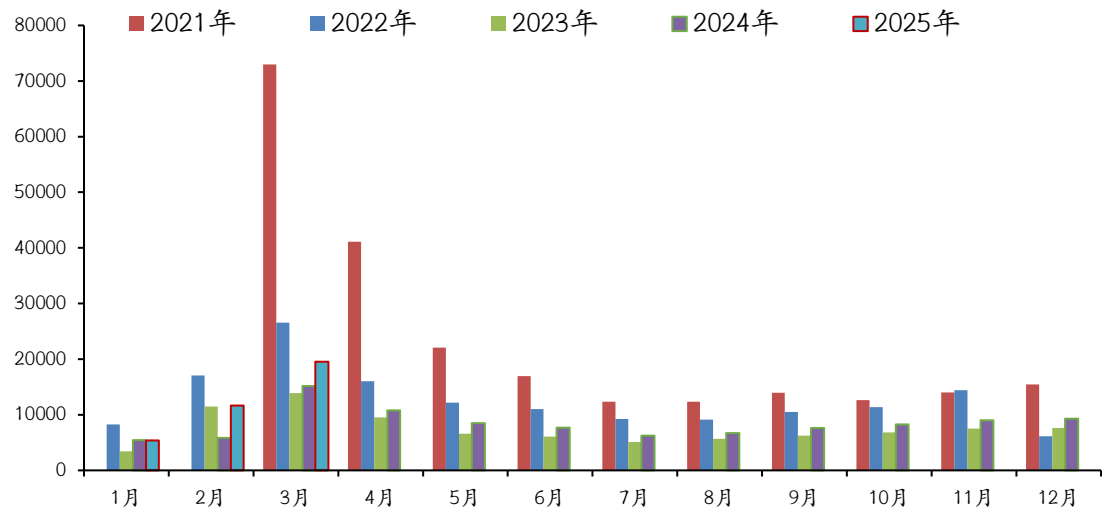
图表：主要城市二手房住宅成交（单位：万平方米）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

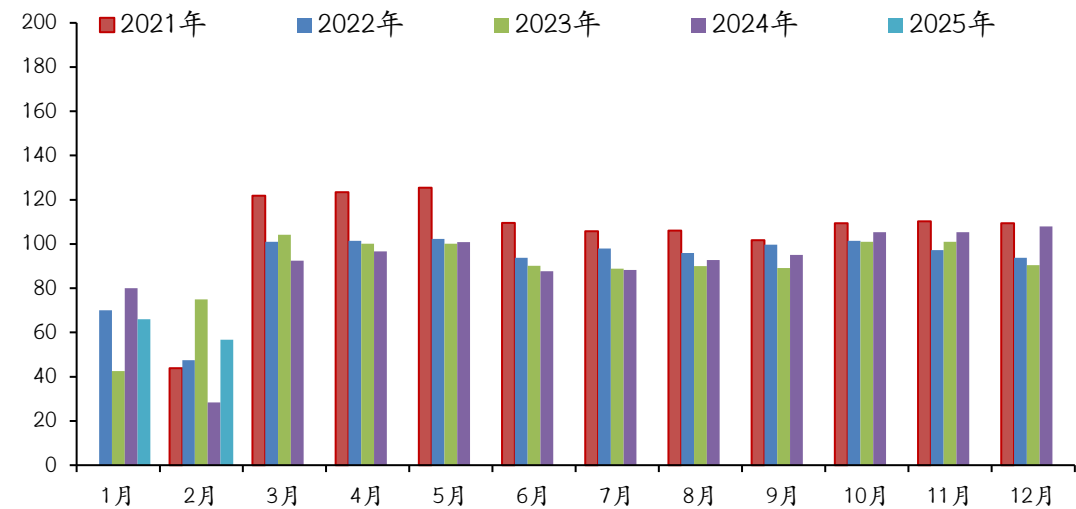
2025年3月，销售各类挖掘机29590台，同比增长18.5%

图表：主要企业液压挖掘机内销销量（单位：辆）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：中国小松挖掘机开工小时数（单位：小时/月）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

2025年3月，销售各类挖掘机29590台，同比增长18.5%，其中国内19517台，同比增长28.5%;出口10073台，同比增长2.87%。
2025年2月，中国小松挖掘机开工小时数为56.8小时，同比提高100.7%，环比下降13.9%。

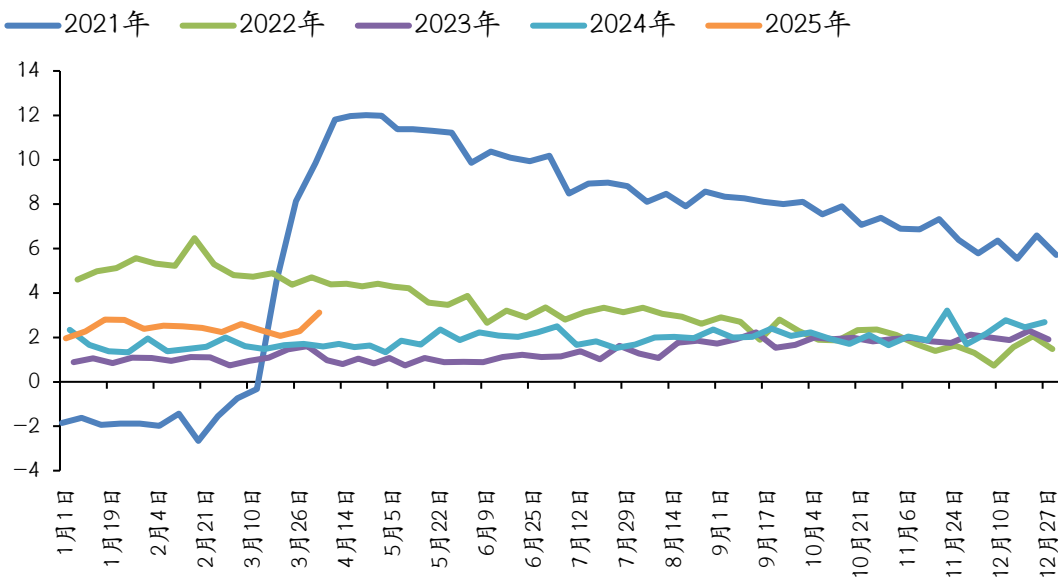
美国粗钢产量回升

图表：美国:经济活动指数（单位：点）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

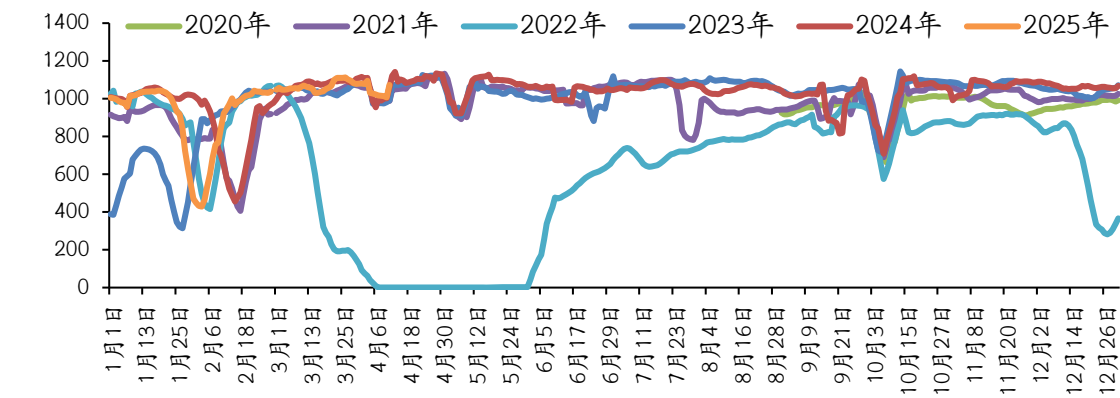
图表：美国粗钢产量（单位：万短吨）



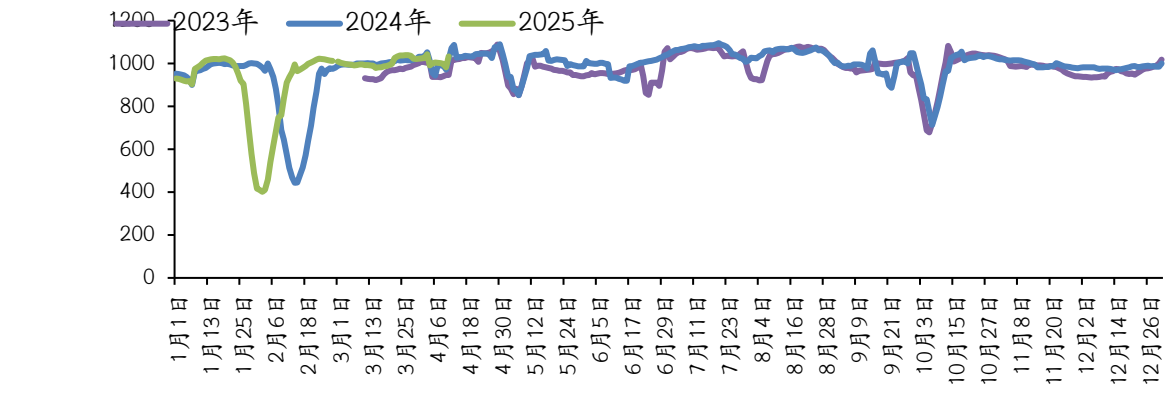
资料来源：iFinD，光大期货研究所

一线城市地铁客运量平稳

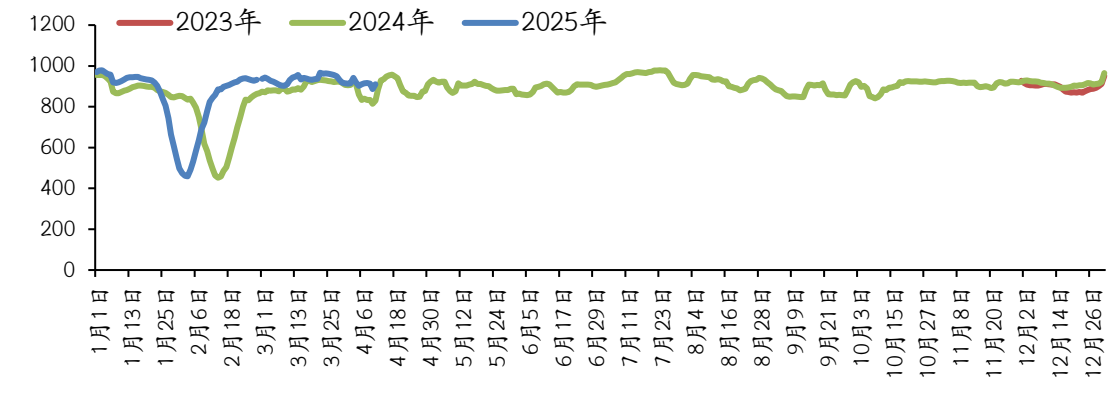
图表：上海地铁客运量（单位：万人）



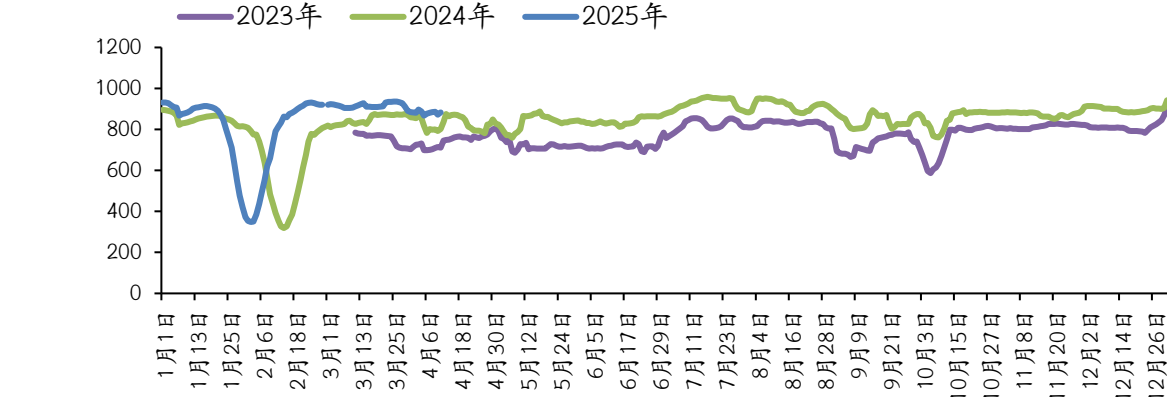
图表：北京地铁客运量（单位：万人）



图表：深圳地铁客运量（单位：万人）



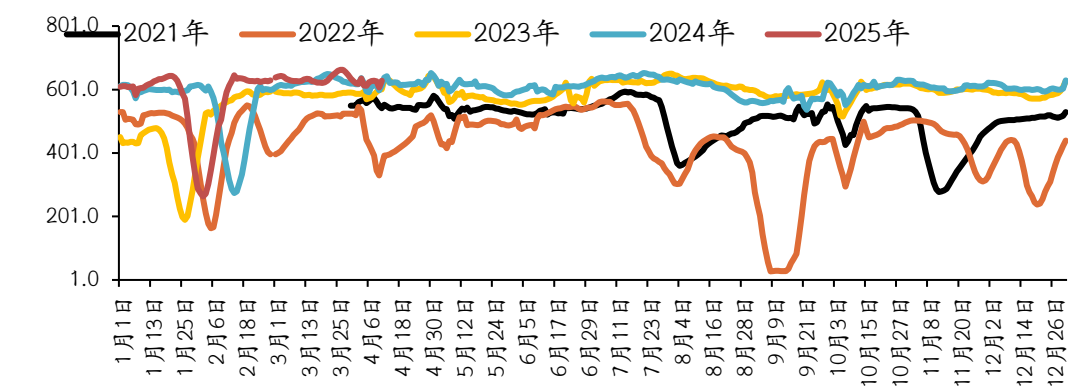
图表：广州地铁客运量（单位：万人）



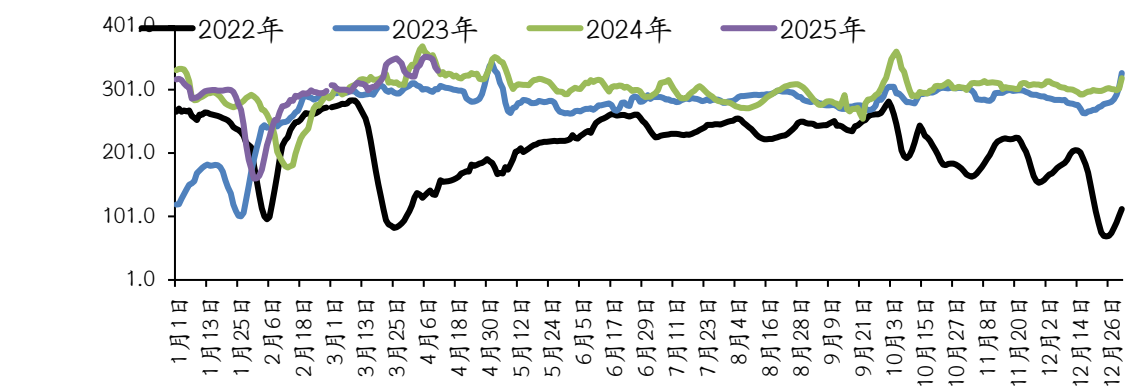
资料来源：iFinD，光大期货研究所

主要二线城市地铁客运量小幅回升

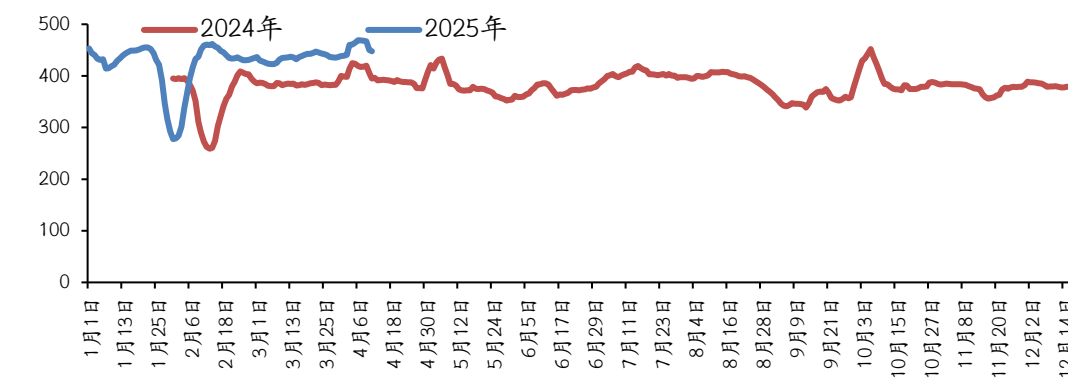
图表：成都地铁客运量（单位：万人）



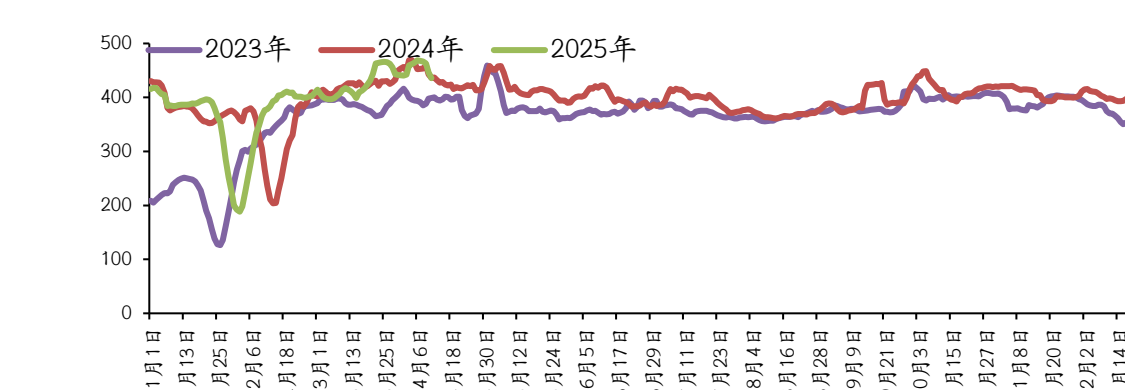
图表：南京地铁客运量（单位：万人）



图表：西安地铁客运量（单位：万人）



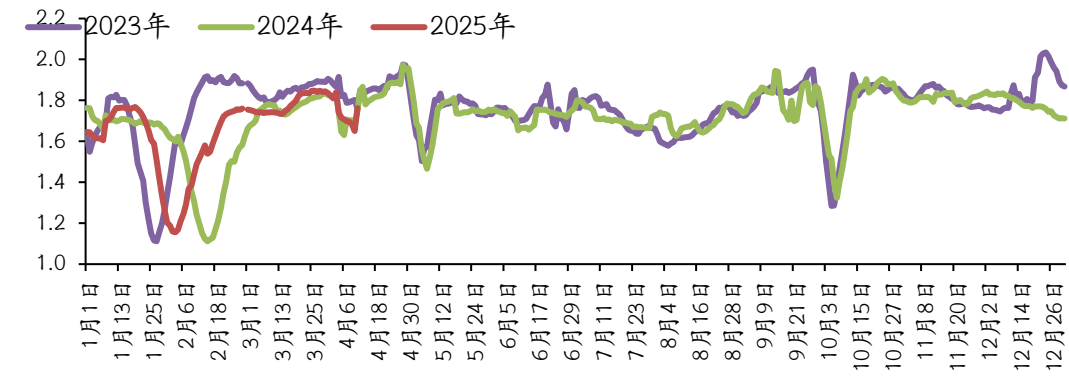
图表：武汉地铁客运量（单位：万人）



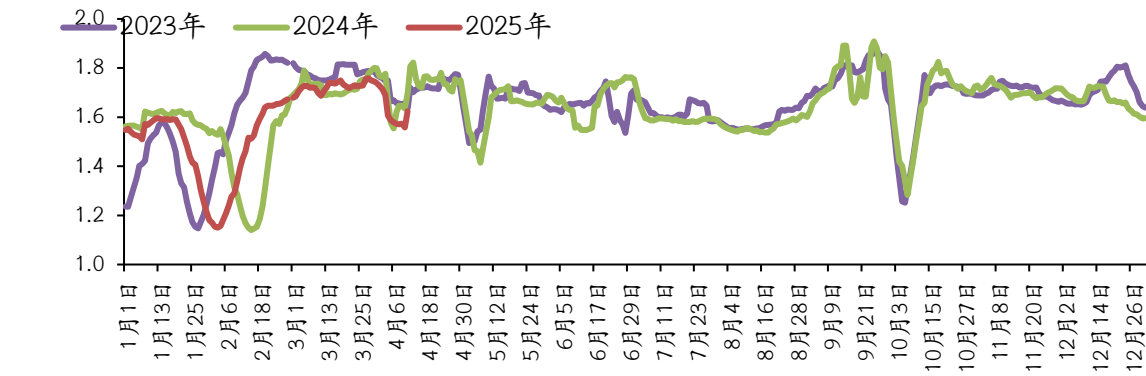
资料来源：iFinD，光大期货研究所

一线城市拥堵延时指数平稳

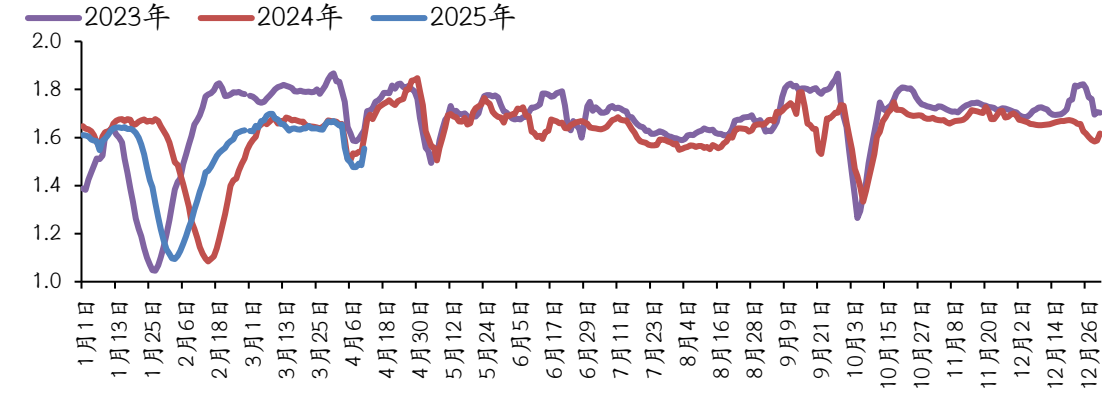
图表：北京拥堵延时指数（单位：点）



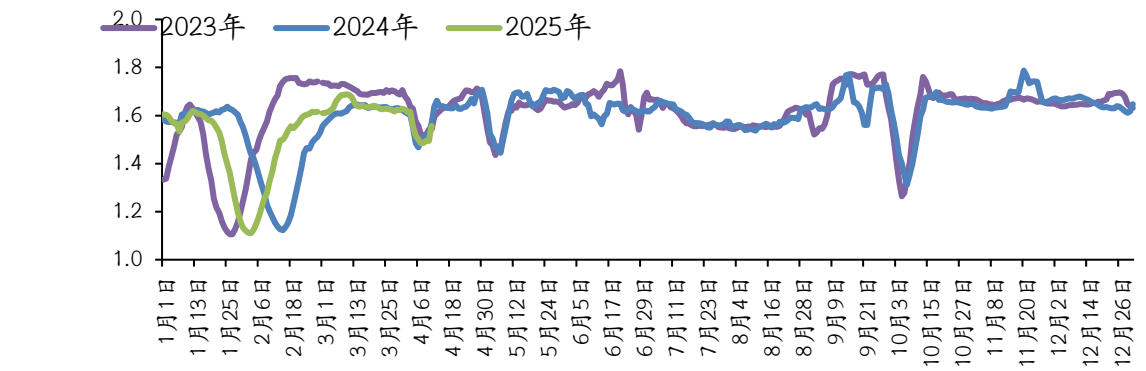
图表：上海拥堵延时指数（单位：点）



图表：广州拥堵延时指数（单位：点）



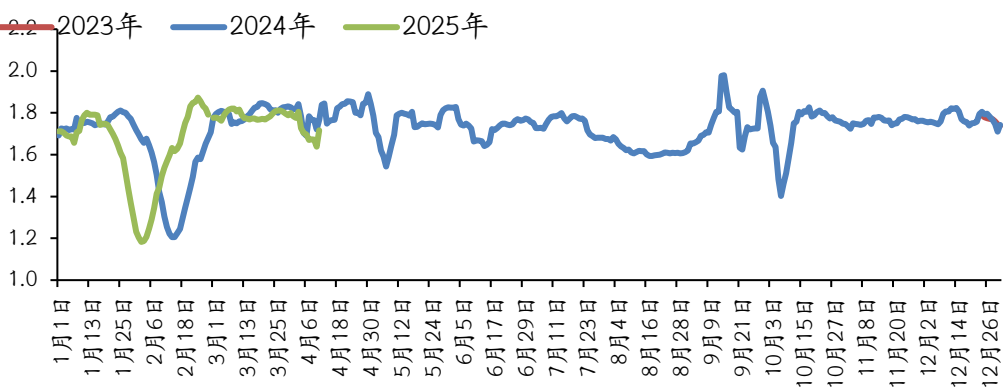
图表：深圳拥堵延时指数（单位：点）



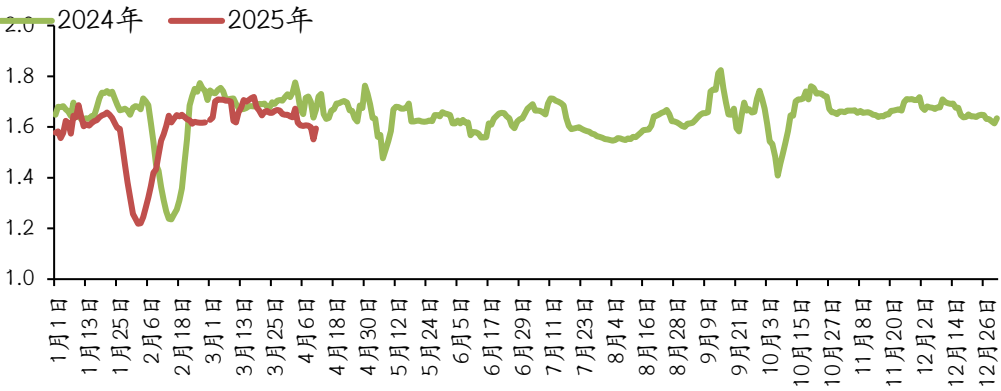
资料来源：iFinD，光大期货研究所

主要二线城市拥堵延时指数平稳

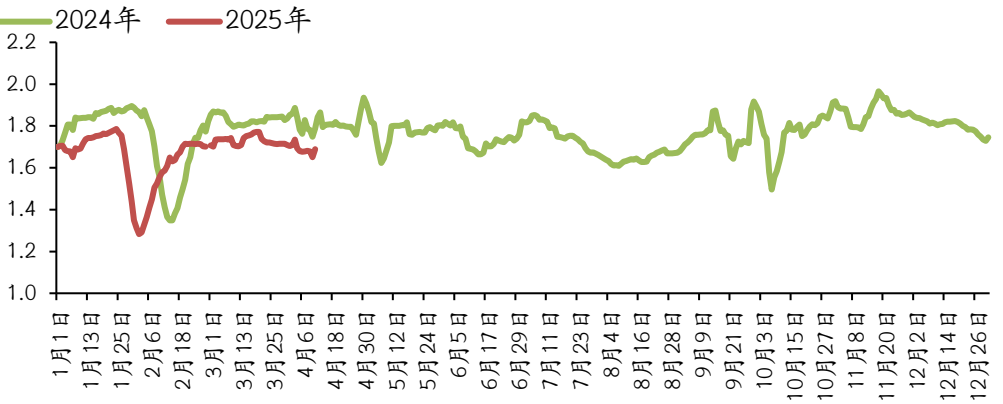
图表：成都拥堵延时指数（单位：点）



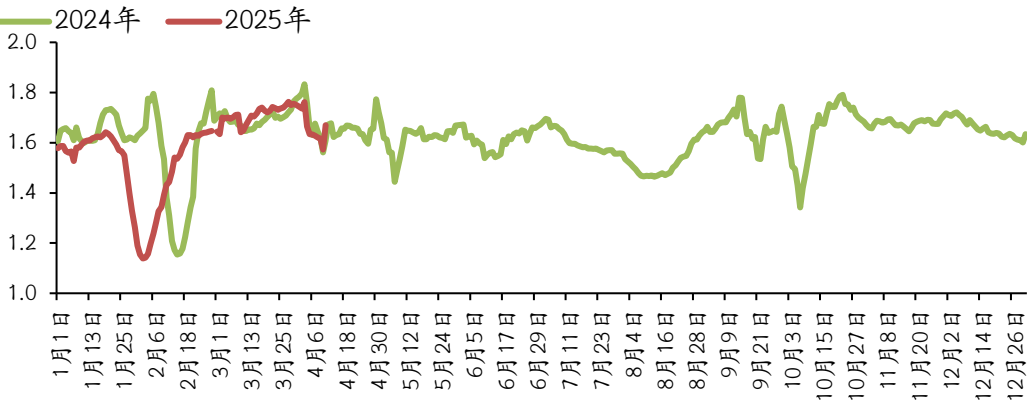
图表：南京拥堵延时指数（单位：点）



图表：西安拥堵延时指数（单位：点）



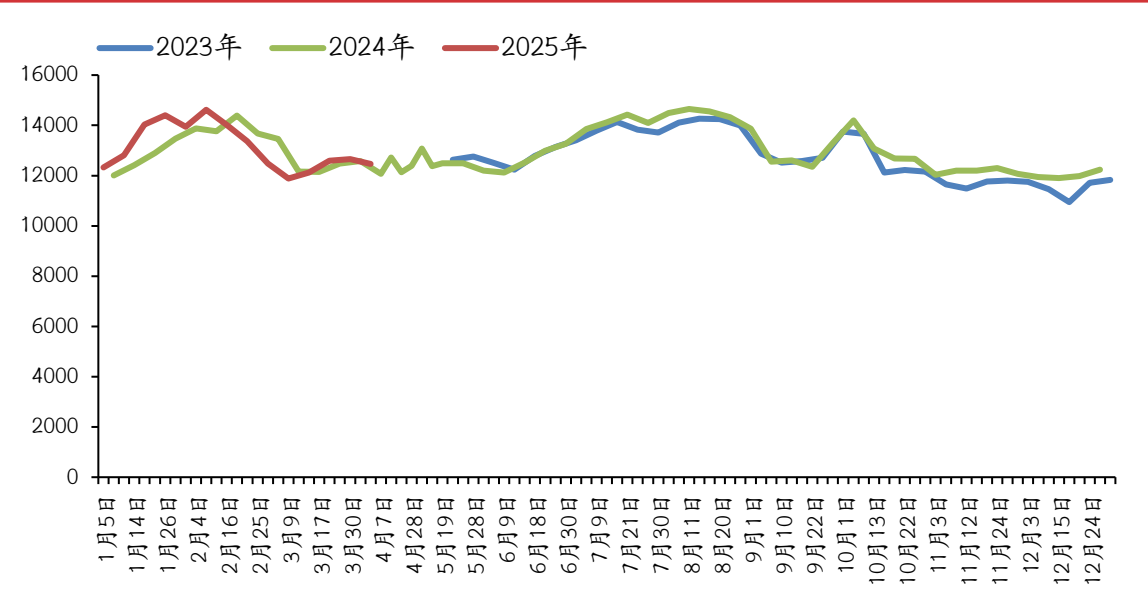
图表：武汉拥堵延时指数（单位：点）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

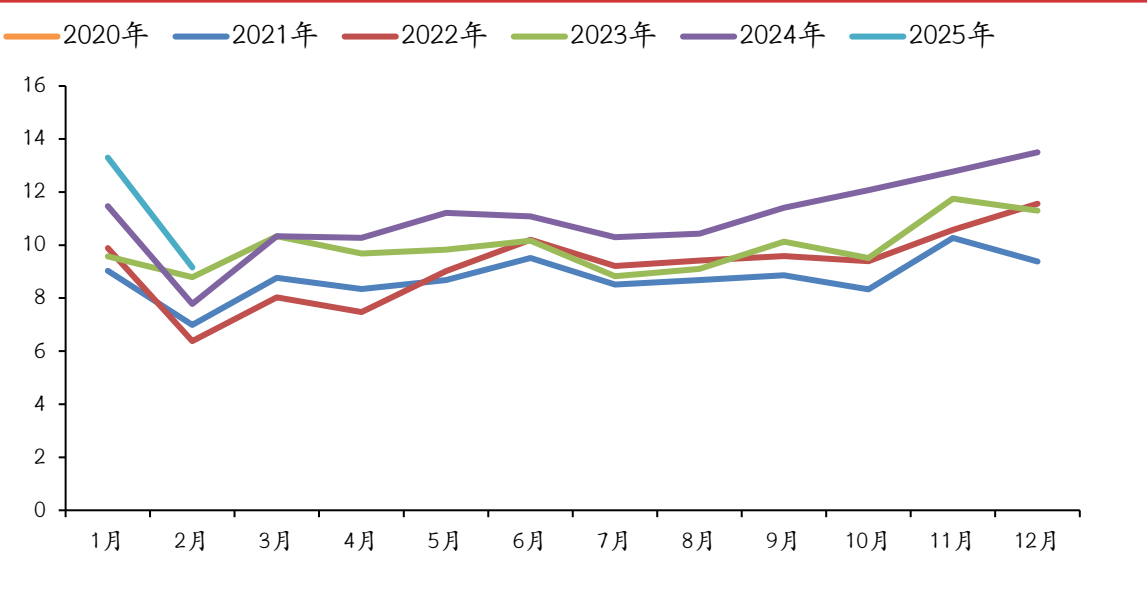
国内航班执行数平稳

图表：执行航班数:中国：国内航班（不含港澳台）：周平均（单位：班次）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

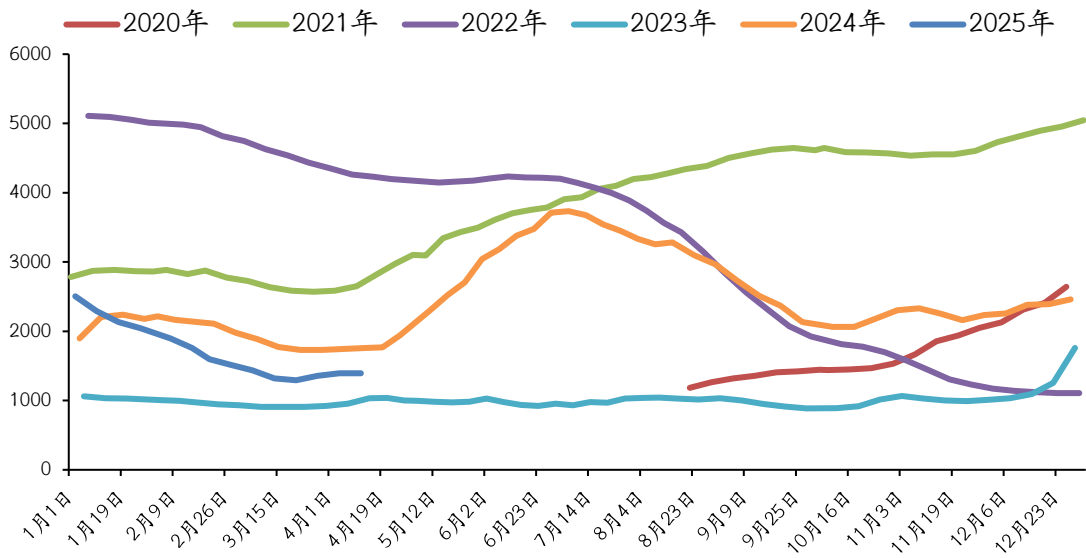
图表：顺丰速运快递业务量（单位：亿票）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

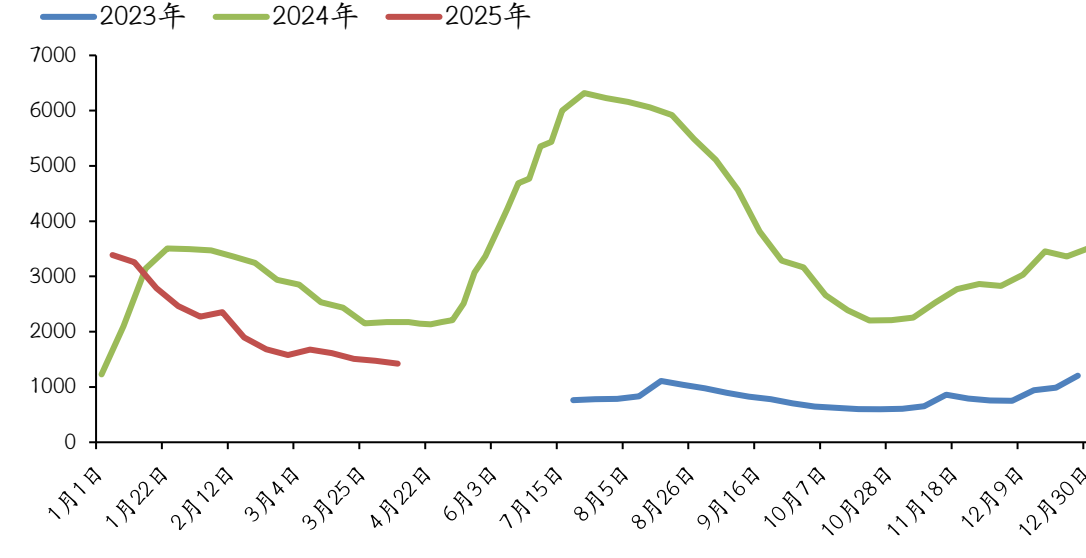
集装箱运价指数回落

图表：SCFI:综合指数（单位：点）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

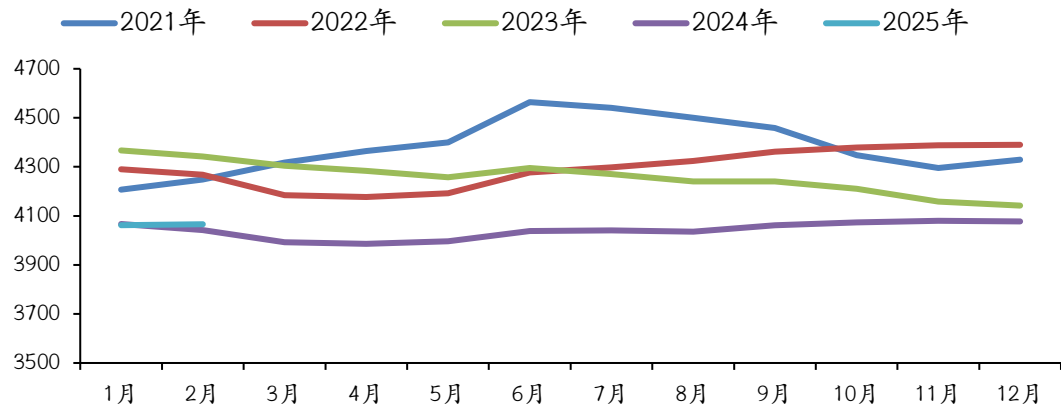
图表：SCFIS:欧洲航线(基本港)（单位：点）



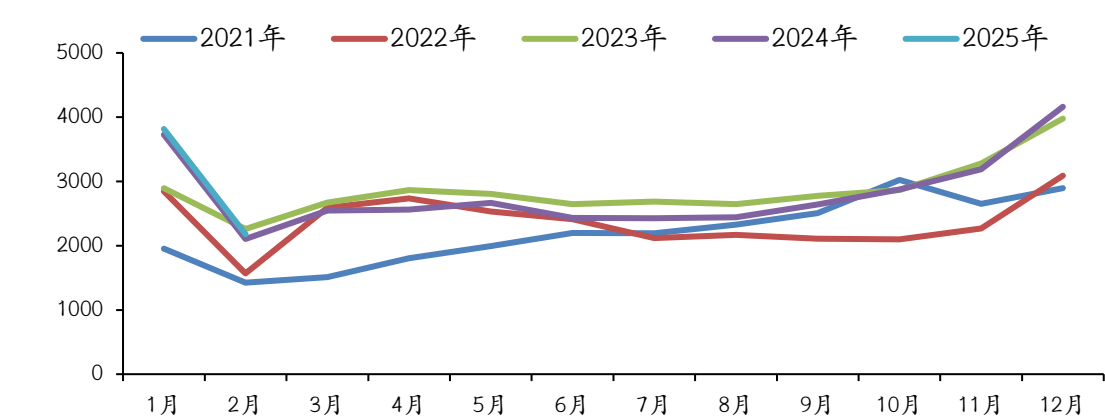
资料来源：iFinD，光大期货研究所

生猪屠宰环比回升

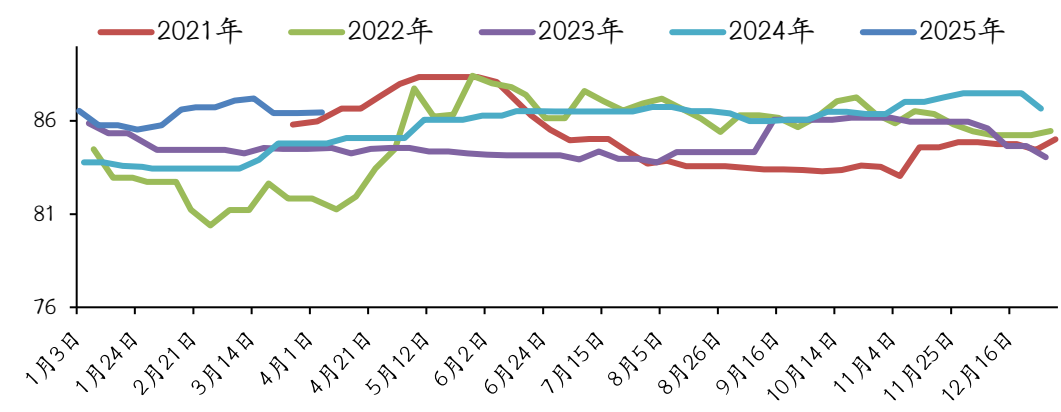
图表：全国能繁母猪存栏（单位：万头）



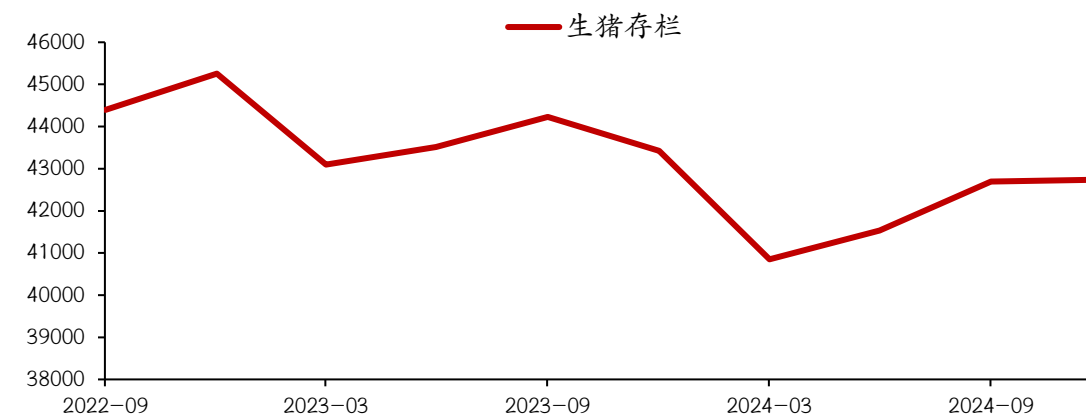
图表：全国：生猪定点屠宰企业屠宰量（单位：万头）



图表：宰后均重：白条猪肉(瘦肉型)：山东（单位：公斤）



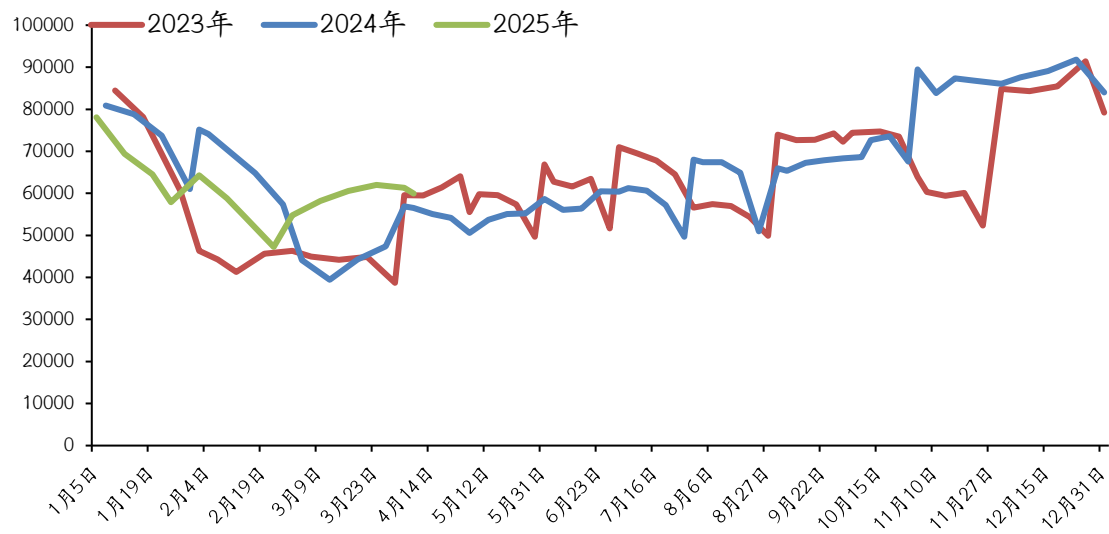
图表：全国生猪存栏量（单位：万头）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

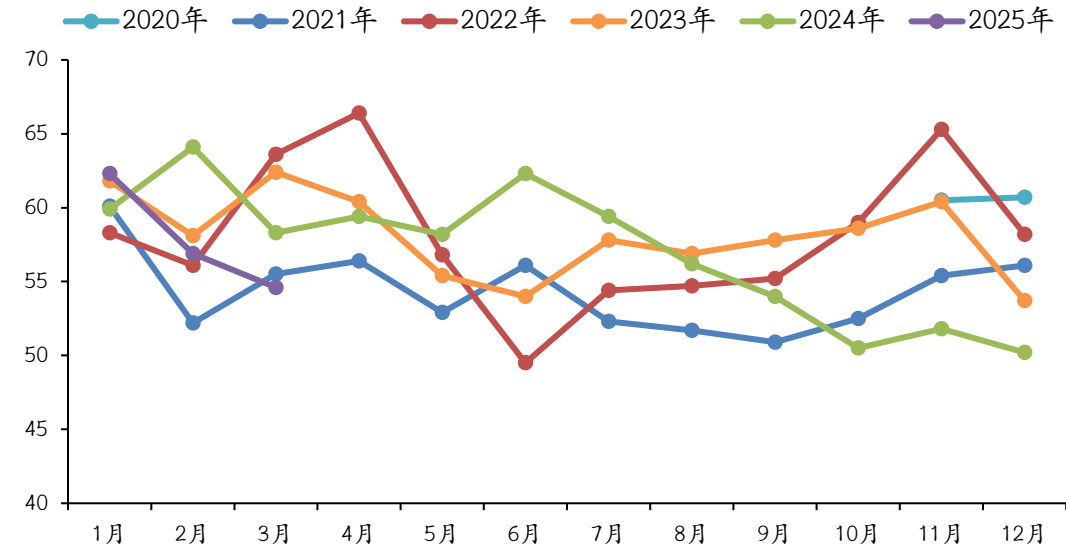
乘用车销量小幅回落

图表：乘用车当周日均销量（单位：辆）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

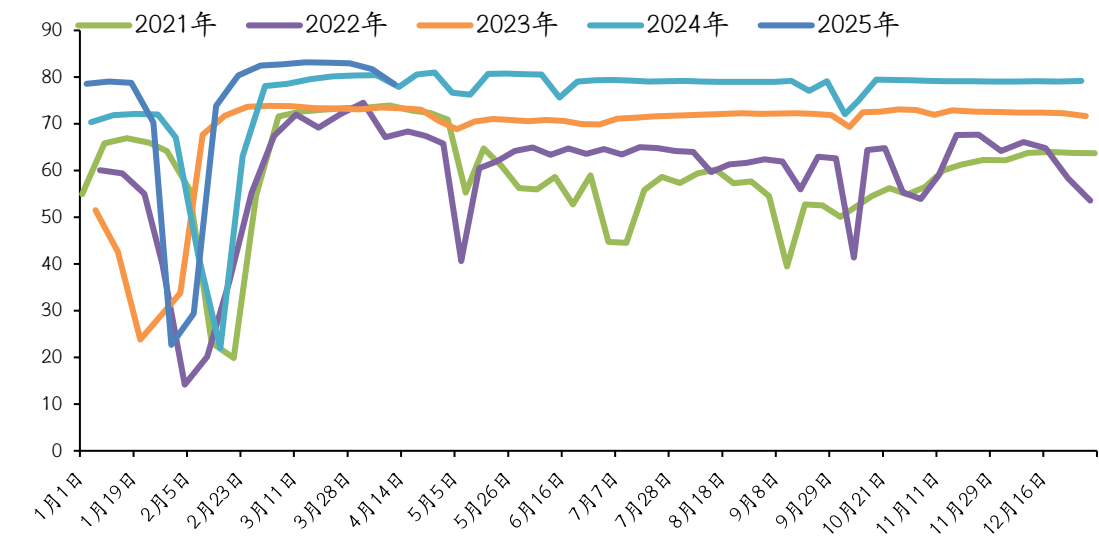
图表：汽车库存预警指数（单位：点）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

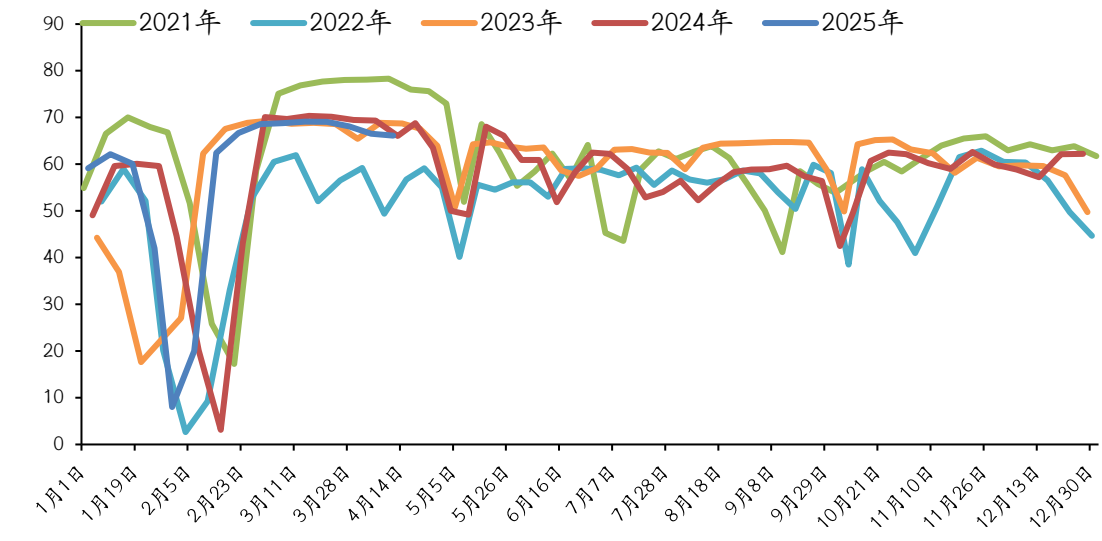
半钢胎开工率小幅回落

图表：半钢胎开工率（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：全钢胎开工率（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

3.下周重点关注中国3月进出口、经济数据，欧央行公布利率决议

日期	重点关注
周一	中国3月进出口数据
周二	
周三	中国第三季度GDP同比（预期5.4%，前值5.4%） 1-3月城镇固定资产投资同比（预期4.1%，前值4.1%） 3月规模以上工业增加值同比（预期5.6%，前值5.9%） 3月社会消费品零售总额同比（预期4.2%，前值4.0%）
周四	欧洲央行公布利率决议（预期2.25%，前值2.5%）
周五	20国集团(G20)财长和央行行长会议举行

分析师介绍

- 于洁，上海外国语大学金融硕士，历任混沌天成期货宏观分析师，现任光大期货宏观分析师。期货从业资格号：F03088671；期货交易咨询资格号：Z0016642。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼6楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。