

2025 年 04 月 14 日

信贷改善背后的结构性特征

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

沈美辰（分析师）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790524110002

事件：3 月社会融资规模增长 5.9 万亿元，预期 4.7 万亿，前值 2.2 万亿；新增人民币贷款 3.6 万亿元，预期 2.9 万亿，前值增加 1.01 万亿。

● 信贷：企业信贷多重因素下高增，居民需求小幅稳步改善

3 月信贷增加 3.64 万亿元，同比多增 5500 亿元，超出市场预期。企业端信贷为主要拉动项。

1、居民中长期贷款需求稳步回升。居民贷款增加 9853 亿元，同比多增 447 亿元，居民中长期贷款同比多增 531 亿元。居民中长期贷款开年以来首次同比正增，地产景气度回升是其支撑因素。3 月房地产销售继续企稳，一线城市和全国平均价格环比涨幅边际走阔。百城住宅价格指数环比增长 0.17%（前值 0.11%），其中一线城市价格环比增长 0.39%（前值 0.14%）。居民短贷同比少增 67 亿元，较上月边际走弱，年初以来金融机构消费贷投放有所加码，最主要的形式为降价“内卷”，持续性或有限。后续随着“超常规”的消费政策落地，若居民消费意愿得到提振，消费贷可能迎来实质性的改善。

2、企业贷款改善背后有喜有忧。3 月新增企业贷款 2.84 万亿元，同比多增 5000 亿元，边际改善。企业短贷对增量的贡献较为显著，且中长贷的拖累减轻。企业短贷新增 1.44 万亿，同比多增 4600 亿元；票据融资同比少减 514 亿元；企业中长期贷款新增 15800 亿元，同比少增 200 亿元（前值少增 7500 亿元）。**企业贷款结构揭示三条线索：**其一，债务置换有所放缓。3 月地方特殊再融资债发行 3830 亿，置换企业贷款规模较 2 月有所回落（2 月发行 7800 亿元），企业中长期贷款的拖累效应弱化。其二，实体项目融资需求或小幅强于季节性。季节性上 3 月为春季项目集中启动期，融资需求较高，而 2025 年 3 月中长贷基本持平过去 4 年均值，则剔除置换因素后企业中长期需求或强于近年平均水平。3 月开复工提速叠加专项债加速发行使用，或对融资需求有一定支撑。其三，月末冲量情况或仍难避免。企业短贷大幅高增一方面是季节性因素，另一方面或有部分银行月末加大冲量的原因。2024 年以来，票据和企业短贷在总贷款中占比趋势性升高，而 2025 年后中期限贷款下滑更为明显，反映实体需求尚未升温，银行冲量弥补缺口的力度仍强。3 月票据利率先下后上或揭示信贷投放先弱后强的节奏。

● 社融：表内贷款和政府债券共同支撑社融

3 月新增社融 58879 亿元，同比多增 10544 亿元，增速升至 8.4%，超市场预期。**政府债券和表内贷款为社融增量主导因素。**表内人民币贷款新增 3.8 万亿，同比多增 5358 亿元。政府债券融资新增 1.48 万亿元，同比多增 10202 亿元，依然位于季节性高点。专项债较为前置，3 月发行 3635 亿元，净融资额同比多增 2902 亿元。尽管再融资债有所回落，国债发行较去年同期加量。其他分项方面，企业债券融资大幅少增，同比少增 5142 亿元。股票融资小幅多增，同比多增 186 亿元，总体规模仍偏低。非标融资方面，未贴现银行承兑汇票在 2024 年同期高基数下持平，信托贷款同比少增。3 月社融增速稳步回升，而剔除政府债的社融存量增速录得 5.9%，较上月下降 0.07pct，降幅边际缩窄。

● 广义货币：财政发力助推 M1 增速改善

3 月 M1 增速提升 1.5 个百分点至 1.6%，M2 增速连续 3 个月持平 7%。M1 增速回升，3 月政府债提速、财政支出走强或有助于改善建设类企业资金面。2 月基数较低，M1 环比改善明显，后续有望在宽财政下企稳。居民和企业存款分别同比多增 2600、7675 亿元，对 M2 形成支撑；非银存款多减 1.3 万亿元，财政存款同比多减 49 亿元，环比多减 2 万亿，支出力度环比有所提升。季节性看，季末财政存款向居民和企业部门转移，而财政存款较 2020-2024 年均值小幅多减（多减少 369 亿），**财政支出的强度略强于季节性。**在季末理财回流影响下，M2 增速持平。

3 月信贷社融总量超预期，结构改善的持续性还待验证。需观察 3-4 月实体部门需求的改善程度。后续降准降息有望较快落地，将推动流动性更加宽裕。另外还可期待面向促消费增收、企业纾困的财政政策，财政发力会对货币总量形成支撑，在宽货币协同下信用环境趋宽，但持续性或取决于居民收入变量。

● 风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

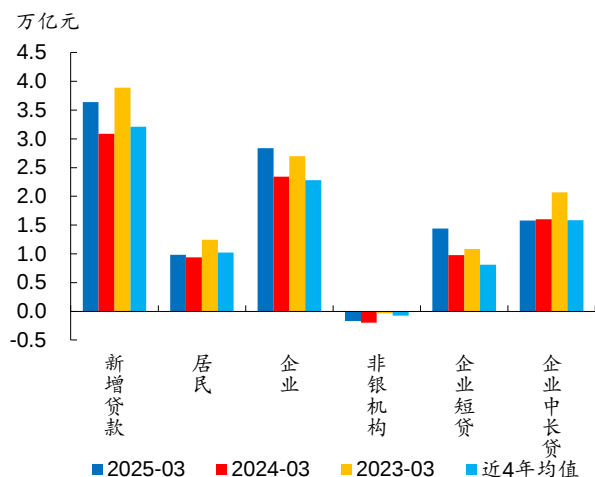
相关研究报告

《通胀超预期下行或难影响美联储降息决策——美国 3 月 CPI 点评》
-2025.4.11

《实物消费价格表现仍好于服务——宏观经济点评》-2025.4.11

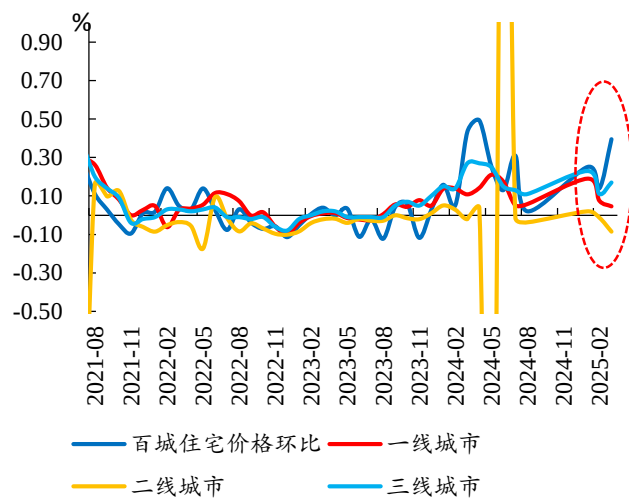
《战略性看多黄金——宏观经济专题》
-2025.4.10

附图 1：3 月居民和企业信贷有所改善



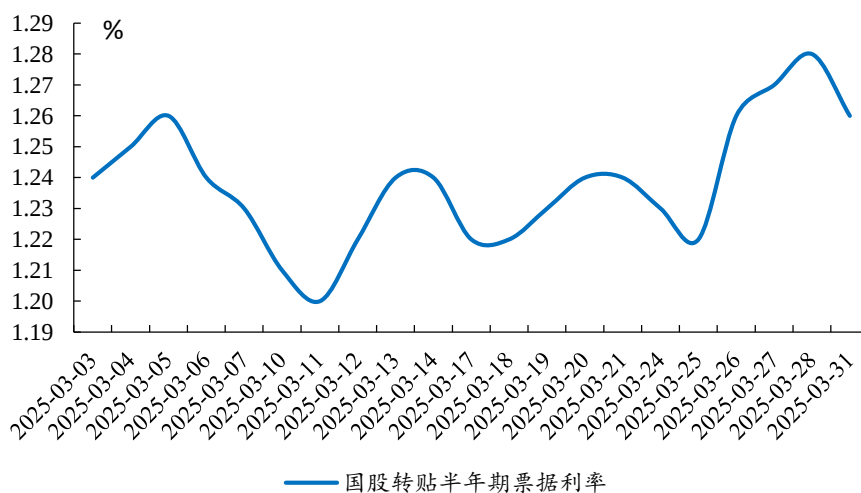
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：地产销售边际企稳回升



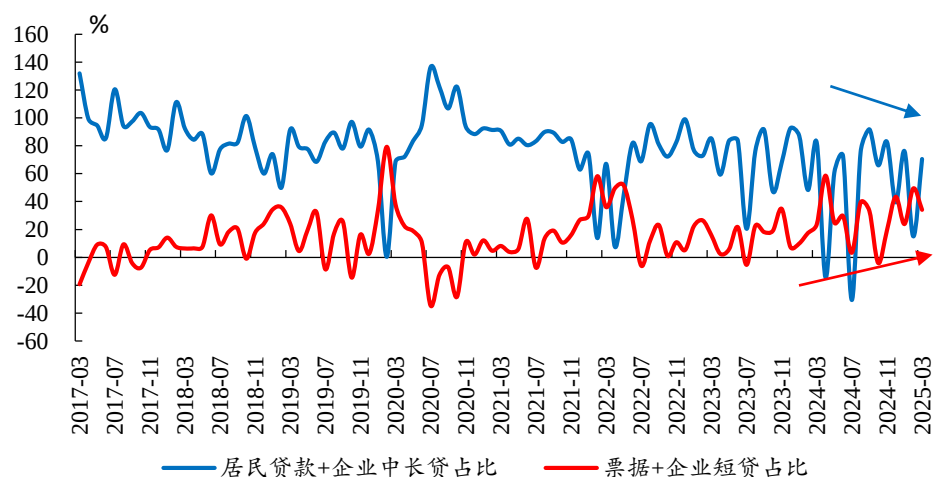
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：票据利率月末有所抬升



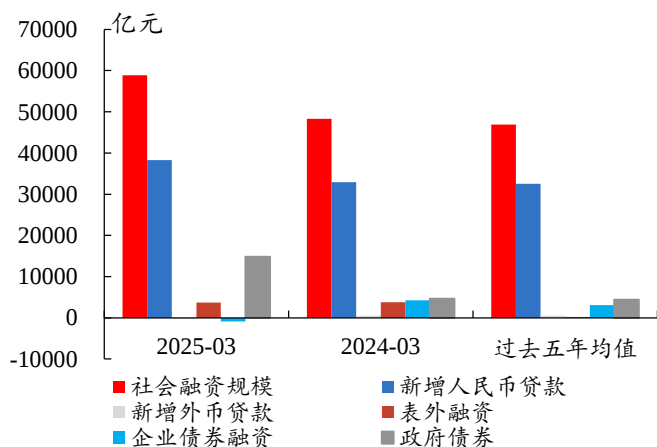
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：2025 年以来短贷占比趋于提高



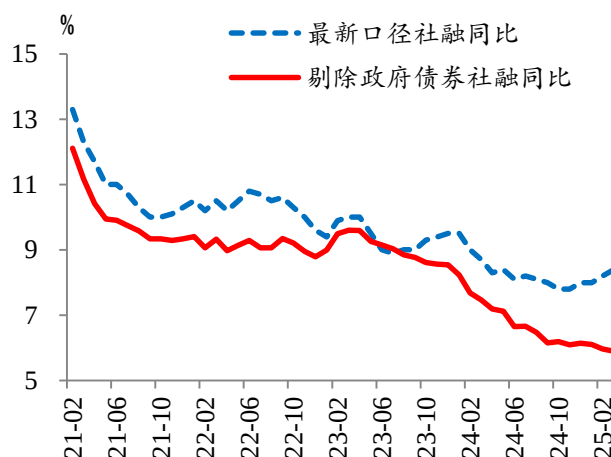
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：3 月政府债券融资延续高于季节性



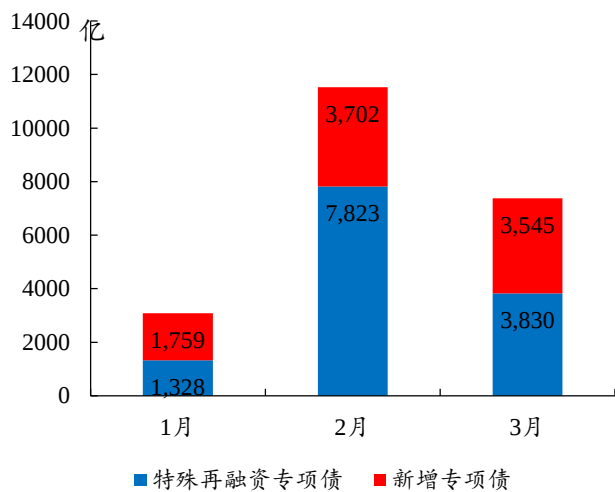
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：社融增速回升态势基本企稳



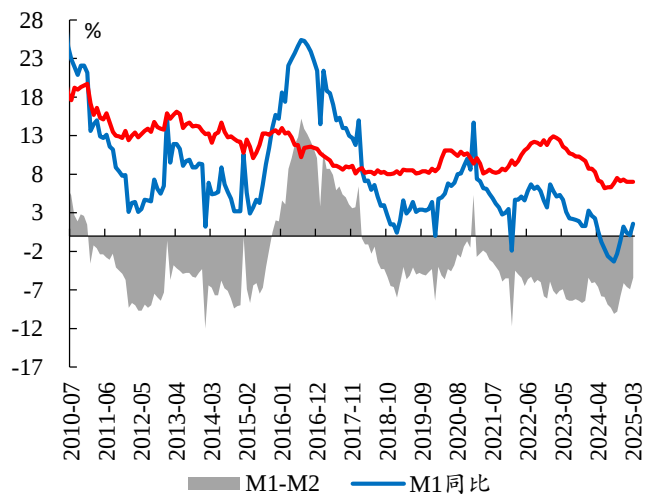
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：3 月特殊再融资债发行减速、专项债保持强度



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：图中为净融资额规模

附图 8：M1 增速显著回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn