

2026年04月13日

## 直接融资对社融的支撑力度提升

——宏观经济点评

宏观研究团队

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5.2万亿，预期5.1万亿，前值2.4万亿；人民币贷款增长2.99万亿元，预期3.2万亿，前值9000亿。

### ● 信贷：信贷同比转弱，企业短贷同比多增

3月新增人民币贷款录得29900亿元，同比少增6500亿元。季节性因素叠加经济基本面转好，贷款表现显著强于2月，但弱于2025年同期。(1)企业短贷增长亮眼。企业贷款录得26600亿元、其中企业中长贷新增13500亿，短贷新增14800亿。企业信贷结构有待改善，票据和短贷为3月增长主力。企业中长贷同比少增2300亿元，企业中长贷低于预期，一是3月基建开工相对偏缓，叠加企业融资需求处于低位，中长期贷款投放乏力；二是随着化债的持续推进，3月特殊再融资债+特殊新增专项债总额约为3491亿元，对企业中长贷读数有一定扰动。企业短贷同比多增400亿元，且显著强于近三年季节性，季末月份企业贷款、发放工资等集中支付需求提升，拉动短期信贷需求。同时表内票据同比少减75亿元，短端贷款的强势或也包含中长期走弱的背景下银行冲量的因素。

(2)居民购房加杠杆意愿有待改善。3月居民贷款净新增4909亿元，同比少增4944亿元，弱于季节性。受错月基数效应、长假地产销售偏冷影响，居民贷款表现疲软。居民短贷新增1956亿元，同比少增2885亿元；居民中长贷新增2953亿元，同比少增2094亿元。居民购房意愿走低拖累按揭贷款需求，同时受资产价格波动等因素影响，经营贷、消费贷景气度也有所下降。(3)非银机构贷款减少1693亿元，同比少减9亿元。

3月信贷增长不及预期，一方面或与融资渠道选择有关，债贷跷跷板效应显现反映出，企业直接融资或对信贷产生了一定替代效应。另一方面，3月专项债发行小幅降温、财政力度仍待放开，基建项目开工及企业配套融资需求还需改善。此外，2026年贷款“平滑投放”的指引也指向无需过多关注信贷单月的波动。

### ● 社融：政府债券发行节奏放缓，企业债券融资放量

3月新增社融52260亿元，同比少增6701亿元，社融增速下滑至7.9%。人民币贷款录得3.2万亿元，同比少增6708亿元。政府债净融资额同比缩量，专项债发行节奏边际放缓。3月政府债券净融资额新增11622亿元，同比少增3244亿元，较高的基数下政府债券同比走弱。3月专项债和国债发行都弱于2025年同期。新增专项债发行3357亿元，发行速度环比放缓，专项债净融资额较2025年减少835亿元；一般国债净融资额为2978亿，同比减少2986亿元。此外，特殊再融资债券发行融资力度也弱于2025年。但从一季度专项债累计发行来看，总体仍强于2025年，证明广义财政力度不弱。我们判断2026年政府债发行将延续靠前发力，但考虑到2025年基数不低，社融总量或难有显著的读数提高。企业债券融资走强，3月同比多增4850亿元。利率下行背景下，债券融资成本降低幅度大于贷款利率下降幅度，且企业的债券品种选择逐渐丰富，部分企业或转而选择通过债券市场融资。委托、信托贷款分别同比少增119、412亿元，未贴现银行承兑汇票同比少增2373亿元。

### ● 广义货币：M1、M2增速回落，地缘冲突对流动性产生扰动

3月M1与M2增速双双下降，分别下降0.8、0.5个百分点。

M2增速降至8.5%，信贷放缓，资金活性回落。3月信贷缩量，存款派生受其影响有所回落。且3月中东地区局势紧张，国际油价显著抬升，人民币单边升值的态势也逐步放缓，跨境资本回流对货币供给的支撑减弱。此外，3月财政支出力度较为平稳。财政存款减少7394亿元，同比少减316亿元。一般季末月份政府支出力度较大，3月财政支出并未显著强于2025年，财政对居民及企业存款的支撑符合季节性水平。3月非银存款减少8100亿，同比少减6010亿，这一趋势与2025年3月较低的基数有关，3月权益市场震荡，或对居民存款向非银存款的转移有一定压制。M1增速从5.9%降至5.1%，资金活性边际降低。一是2025年3月M1增速基数显著提高，对3月的读数有所压降。二是3月受地缘冲突影响，资本市场波动放大，居民和企业出于避险需求降低活期资金占比。

● 风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

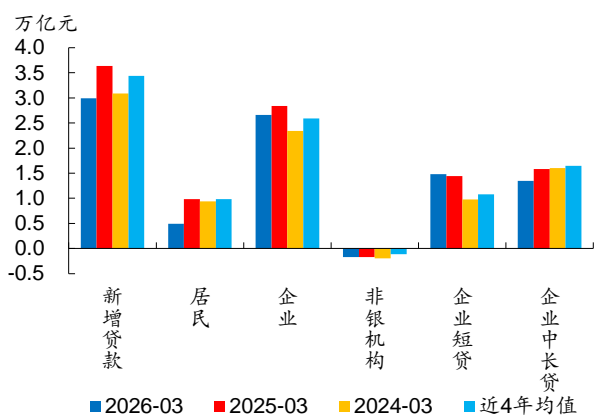
### 相关研究报告

《美伊谈判双方暂未达成共识——宏观周报》-2026.4.12

《油价上升驱动美国通胀大幅反弹——美国3月CPI点评》-2026.4.11

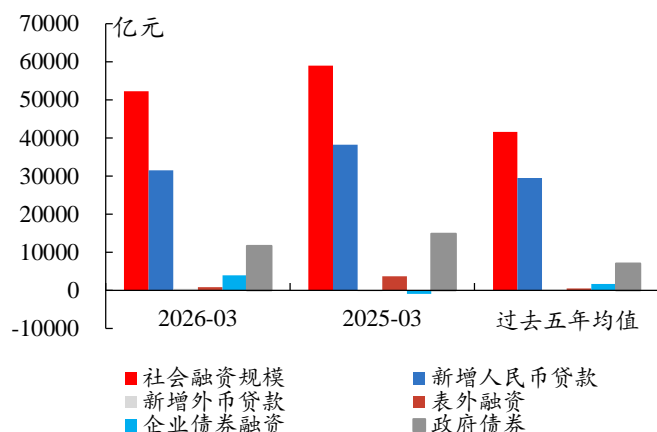
《原油价格推动PPI同比转正——宏观经济点评》-2026.4.10

附图 1：3 月企业短贷同比多增



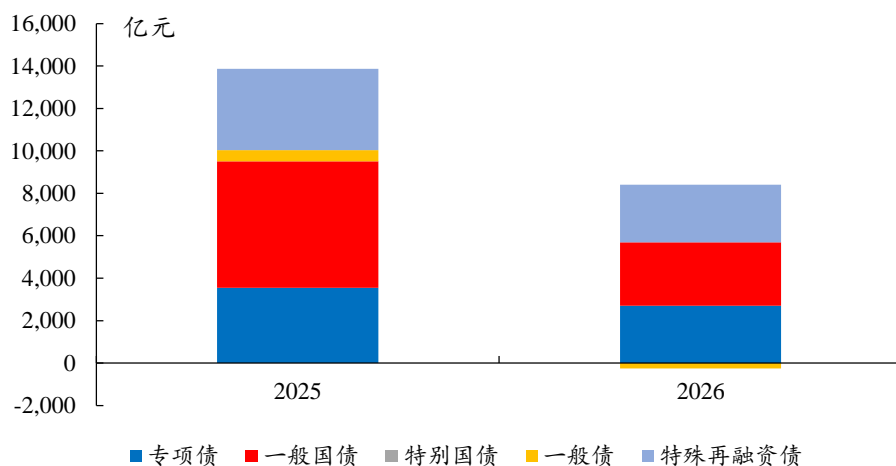
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：3 月企业债券融资同比显著多增



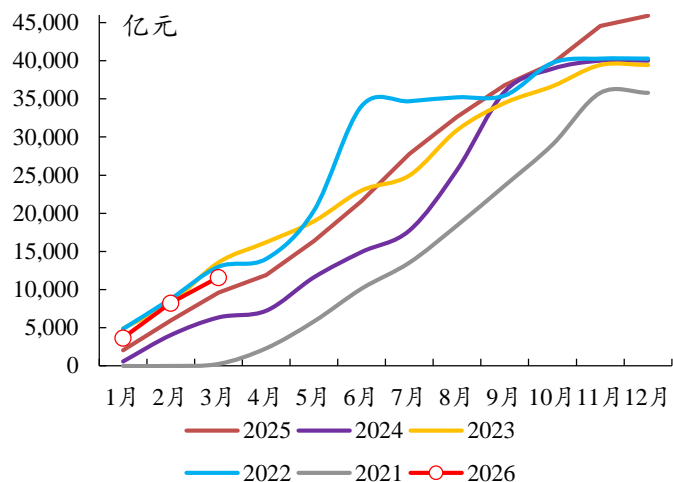
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：3 月专项债、国债等债券净融资额较 2025 年同期下降



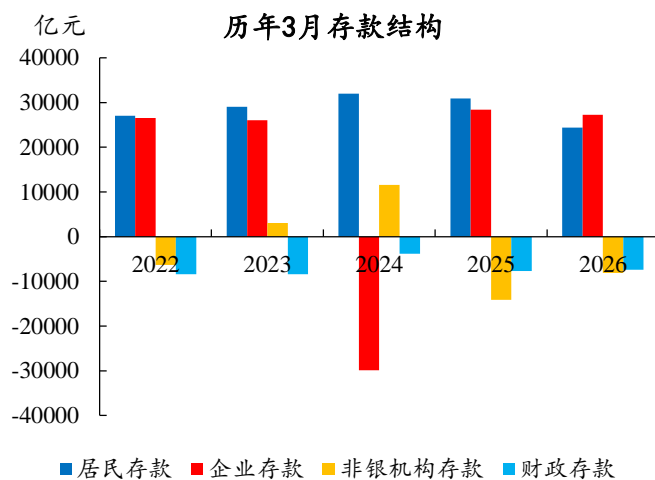
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：均为 3 月单月数据

附图 4：一季度专项债累计发行规模高于 2025 年



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：居民与企业存款同比少增



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

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

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。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