

3月金融数据点评：外部扰动仍存，信用修复斜率仍需观察



沈夏宜 分析师

Email:shenxiayi@lczq.com

证书:S1320523020004

投资要点：

社融存量增速回落。3月社会融资规模新增约5.23万亿元，同比少增6701亿元；社融存量同比增速回落0.3个百分点至7.9%。结构上看，政府债融资和人民币贷款同比走弱，是社融回落的主要拖累；企业债券融资明显改善，对当月社融形成重要对冲。

企业部门仍然保持一定韧性。当月新增企业短期贷款1.48万亿元，同比多增400亿元。一方面，3月作为传统季末投放大月，企业短贷仍承担一定稳投放、稳增量的作用；另一方面，外部地缘政治扰动推升资源品价格，企业对未来成本、订单及盈利预期存在一定观望情绪，融资需求更多偏向短期流动性周转；企业中长期贷款新增1.35万亿元，同比少增2300亿元。3月PMI主要原材料购进价格指数大幅回升9.1个百分点至63.9%，而出厂价格指数仅升至55.4%，上下游价格传导不畅，利润空间受到挤压。在此背景下，企业扩产投资与中长期融资意愿仍偏谨慎。

居民部门信贷延续偏弱。当月新增居民短贷1056亿元，同比少增2885亿元；一方面，前期以旧换新等政策带来的脉冲式需求释放有所降温；另一方面，本轮价格回升更多体现为外部输入性通胀，居民日常生活成本与支出压力亦有所增加，内生需求修复偏弱，这在一定程度上抑制了居民消费意愿。新增居民中长贷2953亿元，同比少增2094亿元。尽管3月“小阳春”带动部分城市成交环比回暖，但当前净租金回报率仍然偏低，房价企稳信号尚不清晰，居民延后购房决策的现象未实质性改变，3月30大中城市商品房成交面积同比仍为负增长，居民主动加杠杆入市意愿仍然偏弱。

M1、M2同步回落。①M1增速回落至5.1%。当月M1同比增速较上月回落0.8个百分点。一方面，去年同期基数相对较高，对同比读数形成一定压制；另一方面，3月实体融资同比少增，信用派生力度边际走弱，对企业和居民活期存款增长形成拖累。此外，企业在外部不确定性上升背景下资金使用更趋谨慎，资金活化程度亦有所下降。②M2增速回落至8.5%。当月M2增速较上月回落0.5个百分点。一方面，3月人民币升值节奏有所放缓，企业结汇意愿或边际走弱，跨境资金流入对存款的支撑力度有所下降；另一方面，财政支出节奏同比偏慢，财政资金向居民和企业部门转化的效率有所减弱，对M2亦形成一定拖累。此外，当月非银存款同比少减6010亿元，对M2形成一定对冲支撑，或与低利率环境下银行压降同业负债供给、非银机构配置同业存单收益吸引力下降有关。

相关报告

3月高频数据跟踪

2026.04.02

1—2月经济数据点评：供给韧性延续，需求修复仍待观察

2026.03.17

2月金融数据点评：企业部门有望继续发挥信用扩张的“压舱石”作用

2026.03.16

外部扰动仍存，信用修复斜率仍需观察。 往后看，二季度信用修复仍存在一定不确定性。其一，今年广义赤字规模虽与去年大体相当，但 2025 年财政前置发力力度较强，二季度政府债融资曾对社融形成较高基数，预计今年后续政府债对社融的边际拉动作用或较去年有所减弱。其二，美伊冲突带来的能源价格上行风险尚未完全消退。油价高位运行一方面抬升企业生产成本、压缩利润空间，扰动全球增长预期与市场风险偏好，抑制企业资本开支意愿；另一方面，输入性通胀压力上升，也可能阶段性降低央行推出降准降息等总量工具的紧迫性，对信用扩张形成一定约束。

整体而言，二季度信用修复的斜率仍取决于外部风险扰动的缓释程度以及内部稳增长政策的接续力度。建议关注特别国债增量安排、新型政策性金融工具落地节奏，以及货币政策在结构工具层面的边际变化。

风险提示： 宏观经济不及预期，地产销售不及预期，美国关税政策超预期，地缘政治风险超预期。

目 录

1. 社融: 存量增速回落	5
2. 信贷: 企业部门强于居民部门	6
3. M1、M2 同步回落.....	8
3.1 M1 和 M2 剪刀差再度走阔	8
3.2 外部扰动仍存, 信用修复斜率仍需观察	9
4. 风险提示	10

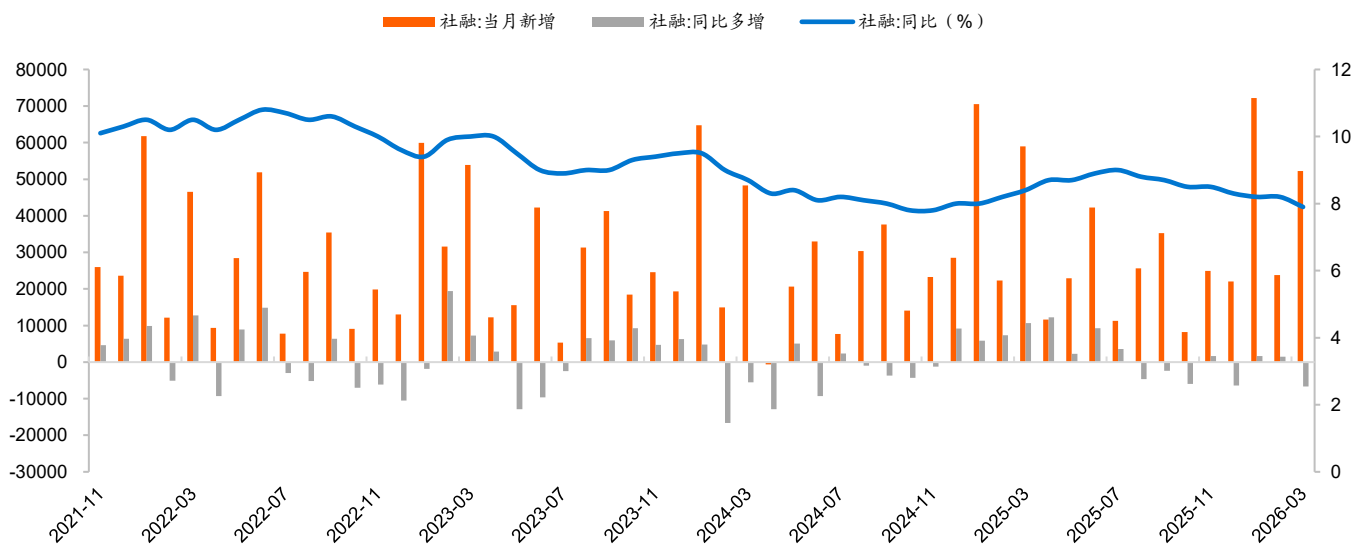
图目录

图 1	3 月社融同比少增 (亿元)	5
图 2	企业债券对当月社融形成支撑 (亿元)	6
图 3	国债净融资同比少增	6
图 4	专项债同比少增 (亿元)	6
图 5	城投债净融资仍然负增	6
图 6	3 月新增人民币贷款 (亿元)	7
图 7	3 月企业部门信贷表现强于居民部门 (亿元)	7
图 8	企业部门中长期贷款同比少增 (亿元)	8
图 9	企业部门短期贷款同比多增 (亿元)	8
图 10	票据贴现利率 3 月有所回落 (%)	8
图 11	2 月 30 大中城市商品房销售面积同比延续负增	8
图 12	居民部门中长期贷款同比少增 (亿元)	8
图 13	居民部门短期贷款同比少增 (亿元)	8
图 14	M0、M1、M2 同比增速 (%)	9
图 15	新增人民币存款同比多增 (亿元)	9

1. 社融：存量增速回落

社融存量增速回落。2026年3月社会融资规模新增约5.23万亿元，同比少增6701亿元；社融存量同比增速回落0.3个百分点至7.9%。3月作为传统信用投放大月，社融绝对规模仍处高位，但同比表现偏弱，显示信用扩张力度较去年同期有所放缓。结构上看，政府债融资和人民币贷款同比走弱，是社融回落的主要拖累；企业债券融资明显改善，对当月社融形成重要对冲。

图1 3月社融同比少增（亿元）



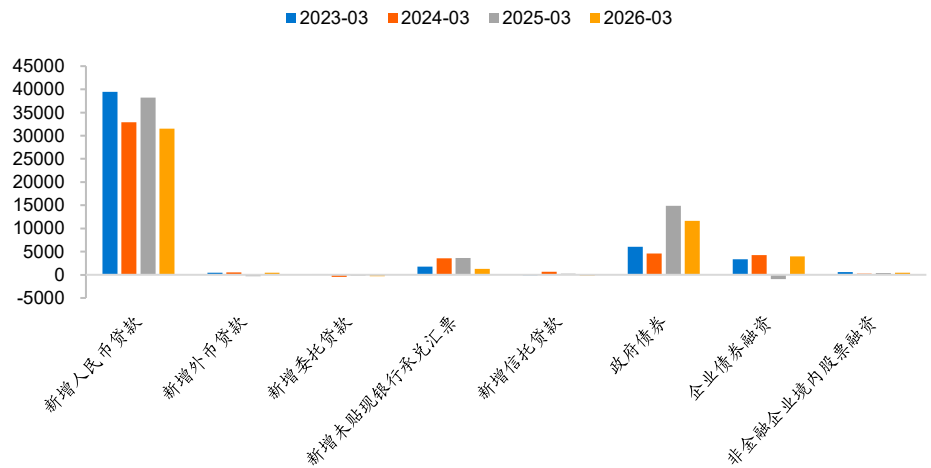
资料来源：Wind，联储证券研究院

人民币贷款同比少增。当月对实体经济发放人民币贷款新增3.15万亿元，同比少增6708亿元。一方面，外部地缘政治扰动推升原材料价格，企业融资需求仍较为谨慎；另一方面，债券融资成本优势较为明显、直接融资支持政策持续推进的背景下，部分融资需求继续由表内贷款转向企业债券市场，对人民币贷款形成一定分流。

政府债券同比少增。当月新增政府债券1.16万亿元，同比少增3244亿元。主因去年同期为对冲关税影响，财政政策靠前发力，国债发行节奏明显前置，同时地方化债推进力度较强，形成较高基数。今年虽然财政仍保持积极取向，但发行节奏更均衡，导致同比读数承压。

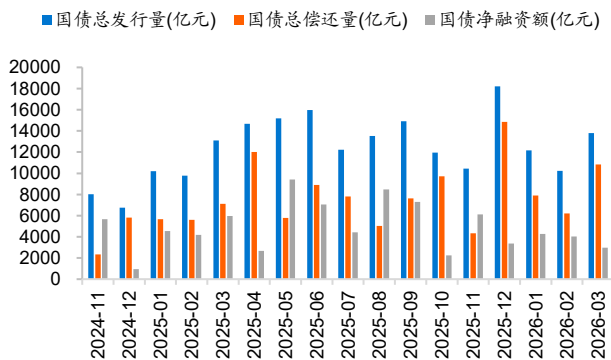
企业债券融资回暖。当月新增企业债券3945亿元，同比多增4850亿元，是当月社融最主要支撑项。我们理解背后可能受三点影响：一是当前债券融资成本低于表内贷款利率，企业发债锁定低成本资金的意愿较强；二是政策持续鼓励科技创新债、产业债及民企融资工具发行，直接融资渠道进一步畅通；三是在银行稳息差、控风险导向下，部分原本依赖贷款的融资需求继续向债券市场迁移。

图2 企业债券对当月社融形成支撑(亿元)



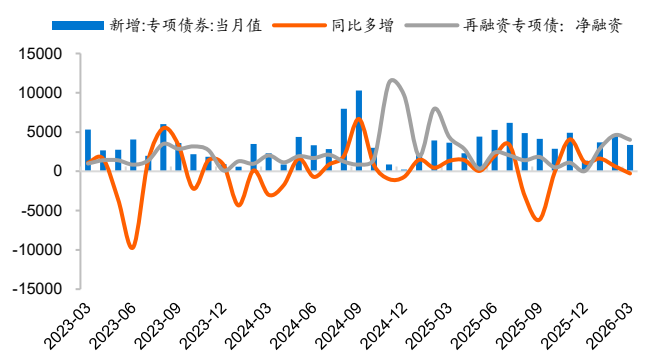
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图3 国债净融资同比少增



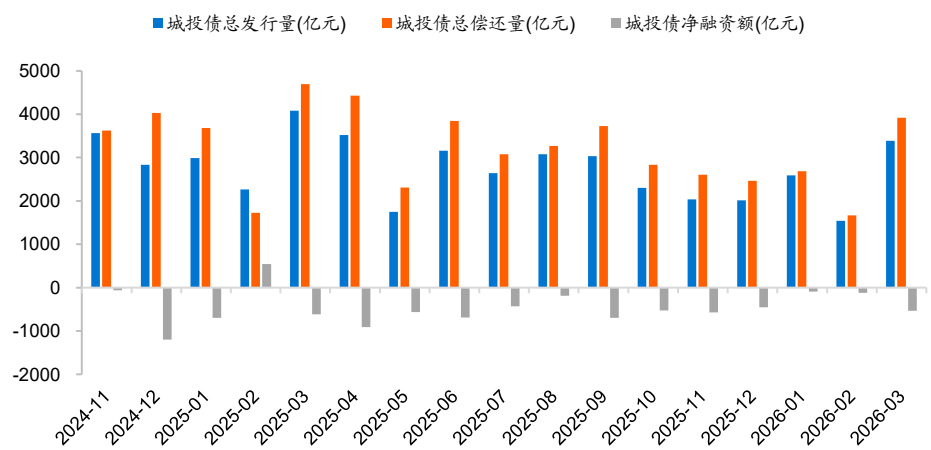
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图4 专项债同比少增(亿元)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图5 城投债净融资仍然负增



资料来源: Wind, 联储证券研究院

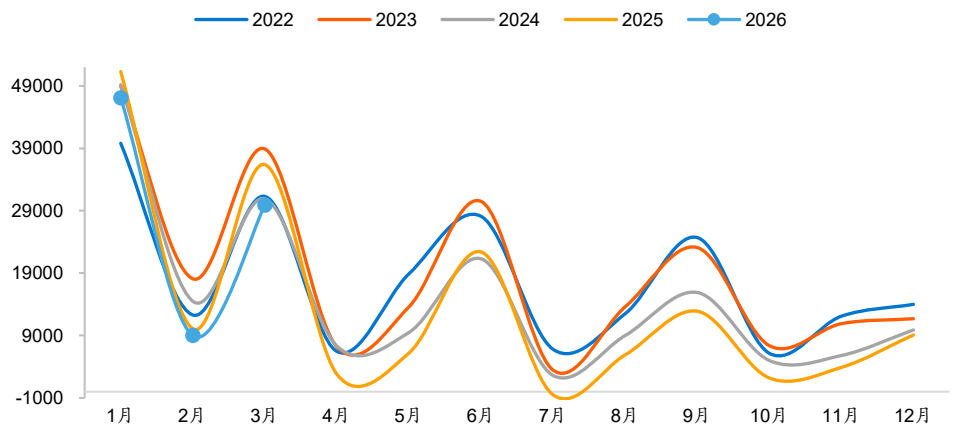
2. 信贷: 企业部门强于居民部门

企业部门仍然保持一定韧性。当月新增企业短期贷款 1.48 万亿元, 同比多增 400 亿元。一方面, 3 月作为传统季末投放月, 企业短贷仍承担一定稳投放、稳增量的作用。另一方面, 外部地缘政治扰动推升资源品价格, 企业对未来成本、订单及盈利预期存在一定观望情绪, 融资需求更多偏向短期流动性周转; 企业中长期贷款新增 1.35 万亿元,

同比少增 2300 亿元。3 月 PMI 主要原材料购进价格指数大幅回升 9.1 个百分点至 63.9%，而出厂价格指数仅升至 55.4%，上下游价格传导不畅，利润空间受到挤压。在此背景下，企业扩产投资与中长期融资意愿仍偏谨慎。

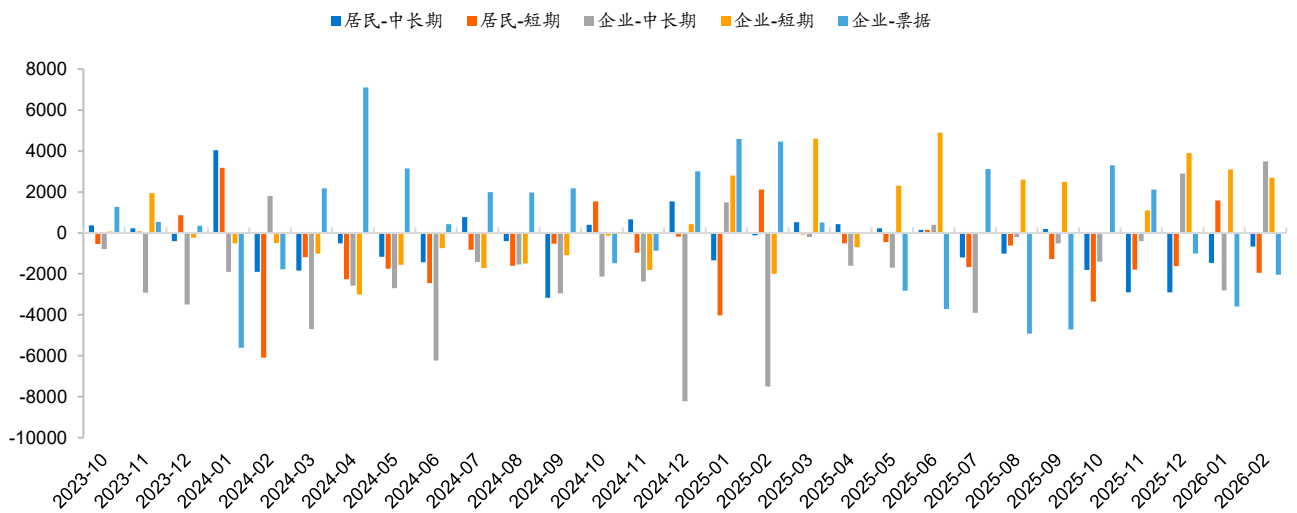
居民部门信贷延续偏弱。当月新增居民短贷 1056 亿元，同比少增 2885 亿元；一方面，前期以旧换新等政策带来的脉冲式需求释放有所降温；另一方面，本轮价格回升更多体现为外部输入性通胀，居民日常生活成本与支出压力亦有所增加，内生需求修复偏弱，这在一定程度上抑制了居民消费意愿。新增居民中长贷 2953 亿元，同比少增 2094 亿元。尽管 3 月“小阳春”带动部分城市成交环比回暖，但当前净租金回报率仍然偏低，房价企稳信号尚不清晰，居民延后购房决策的现象未实质性改变，3 月 30 大中城市商品房成交面积同比仍为负增长，居民主动加杠杆入市意愿仍然偏弱。

图6 3月新增人民币贷款(亿元)



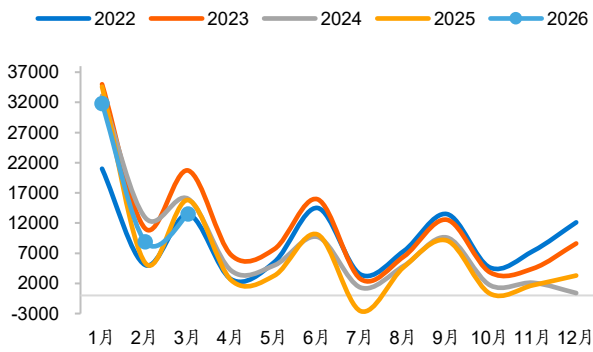
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图7 3月企业部门信贷表现强于居民部门(亿元)



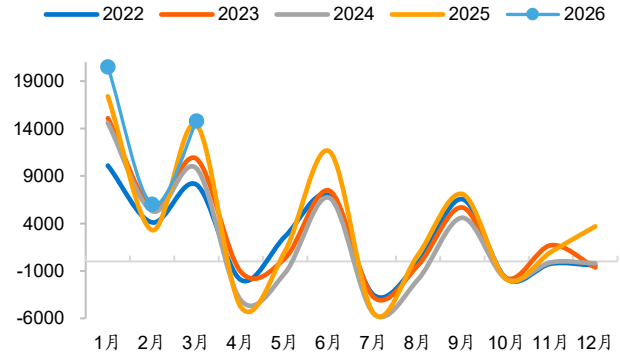
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图8 企业部门中长期贷款同比少增（亿元）



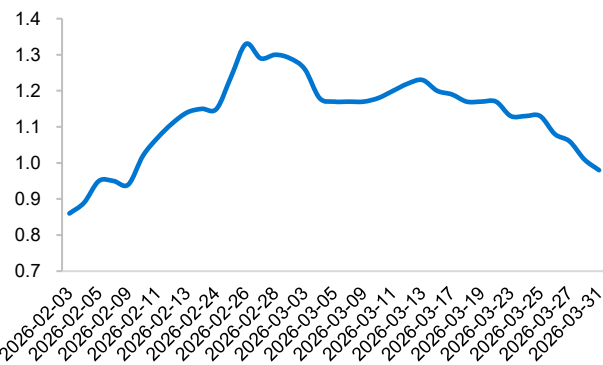
资料来源：Wind，联储证券研究院

图9 企业部门短期贷款同比多增（亿元）



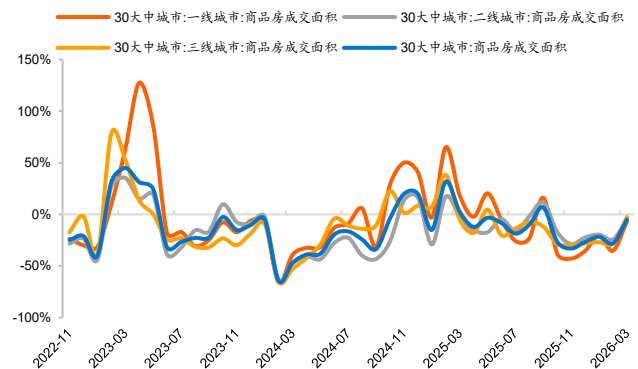
资料来源：Wind，联储证券研究院

图10 票据贴现利率3月有所回落（%）



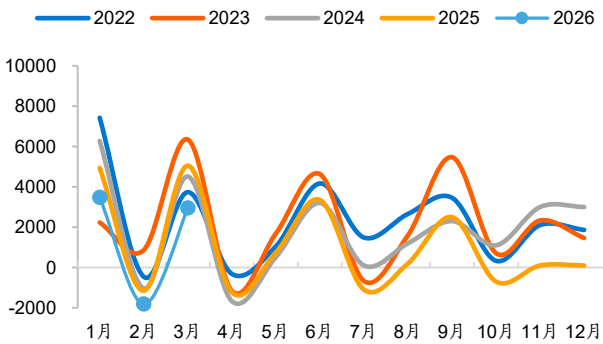
资料来源：Wind，联储证券研究院

图11 2月30大中城市商品房销售面积同比延续负增



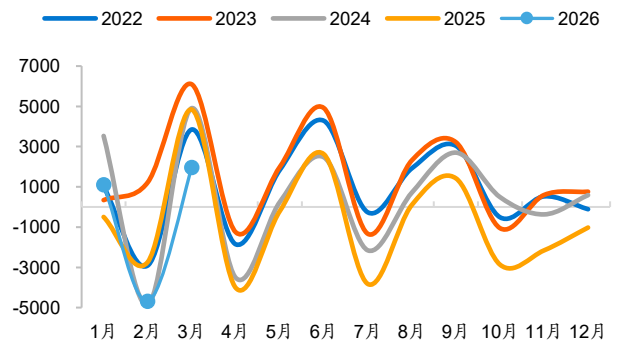
资料来源：Wind，联储证券研究院

图12 居民部门中长期贷款同比少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图13 居民部门短期贷款同比少增（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

3. M1、M2 同步回落

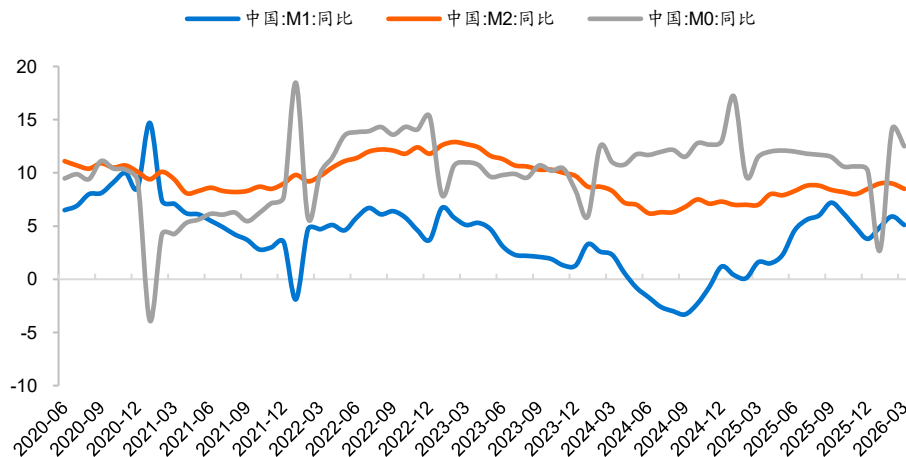
3.1 M1 和 M2 剪刀差再度走阔

M1 增速回落至 5.1%。当月 M1 同比增速较上月回落 0.8 个百分点。一方面，去年同期基数相对较高，对同比读数形成一定压制；另一方面，3 月实体经济融资同比少增，信用派生力度边际走弱，对企业和居民活期存款增长形成拖累。此外，企业在外不确定性上升背景下资金使用更趋谨慎，资金活化程度亦有所下降。

M2 增速回落至 8.5%。当月 M2 增速较上月回落 0.5 个百分点。一方面，3 月人民币升值节奏有所放缓，企业结汇意愿或边际走弱，跨境资金流入对存款的支撑力度有所

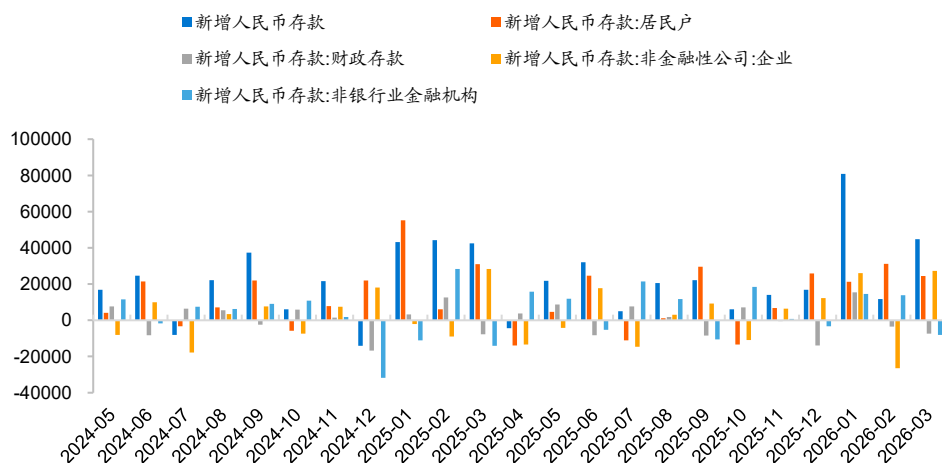
下降；另一方面，财政支出节奏同比偏慢，财政资金向居民和企业部门转化的效率有所减弱，对 M2 亦形成一定拖累。此外，当月非银存款同比少减 6010 亿元，对 M2 形成一定对冲支撑，或与低利率环境下银行压降同业负债供给、非银机构配置同业存单收益吸引力下降有关。

图14 M0、M1、M2 同比增速 (%)



资料来源：Wind，联储证券研究院

图15 新增人民币存款同比多增 (亿元)



资料来源：Wind，联储证券研究院

3.2 外部扰动仍存，信用修复斜率仍需观察

往后看，二季度信用修复仍存在一定不确定性。其一，今年广义赤字规模虽与去年大体相当，但 2025 年财政前置发力力度较强，二季度政府债融资曾对社融形成较高基数，预计今年后续政府债对社融的边际拉动作用或较去年有所减弱。其二，美伊冲突带来的能源价格上行风险尚未完全消退。油价高位运行一方面抬升企业生产成本、压缩利润空间，扰动全球增长预期与市场风险偏好，抑制企业资本开支意愿；另一方面，输入性通胀压力上升，也可能阶段性降低央行推出降准降息等总量工具的紧迫性，对信用扩张形成一定约束。

整体而言，二季度信用修复的斜率仍取决于外部风险扰动的缓释程度以及内部稳增长政策的接续力度。建议关注特别国债增量安排、新型政策性金融工具落地节奏，以及货币政策在结构工具层面的边际变化。

4. 风险提示

宏观经济不及预期，地产销售不及预期，美国关税政策超预期，地缘政治风险超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道1111弄1号中企国际金融中心A栋12层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路五号院13号楼B座14层
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000