

## 3月新增信贷、社融均超预期，接下来货币政策发力将推动金融总量增速持续加快

——2025年3月金融数据点评

王青 李晓峰 冯琳

**事件：**2025年4月13日，央行公布的数据显示，2025年3月新增人民币贷款3.64万亿，同比多增5500亿；3月新增社会融资规模为58879亿，同比多增10544亿；3月末，广义货币(M2)同比增长7.0%，增速与上月末持平；狭义货币(M1)同比增长1.6%，增速较上月末高1.5个百分点。

### 基本观点：

总体上看，主要受企业贷款较大幅度同比多增，以及政府债券持续大规模发行带动，3月新增信贷规模为历史同期次高水平，新增社融规模创历史同期新高，均超市场预期，两个主要金融总量增速加快，金融对实体经济支持力度增强。值得注意的是，3月用于化债的地方政府债券大规模发行，是带动新增社融同比多增逾1万亿的一个主要原因，显示政府债券融资正在成为稳增长、控风险的主要抓手，也是一揽子增量政策持续发力的具体体现。

展望未来，美国“对等关税”落地，外部波动骤然加大，无疑会加快国内宏观政策对冲步伐。我们判断，综合考虑当前外部经贸环境变化、房地产市场走势及物价水平，二季度“择机降准降息”时机已经成熟，落地时间可能提前到4月。降息降准能有效降低实体经济融资成本，激发企业和居民融资需求，扩投资促消费，提振市场信心，这是当前对冲外部波动最有力的手段。此外，接下来财政稳增长也将在促消费、扩投资方向进一步加力，政府债券融资规模还会处于较高水平，这些都将推动二季度信贷、社融持续提速。

### 具体来看：

一、3月人民币贷款同比实现多增，主要支撑项是企业短贷，或与企业经营周转资金需求增加、金融“挤水分”效应边际淡化，以及当月市场利率上行，短贷对票据和债券融资有一定替代等因素有关。3月居民中长期贷款恢复同比多增，企业中长期贷款则延续同比少增——这主要受隐债置换影响，但当月少增幅度仅200亿，显示若剔除这一因素影响，新发放企业中长期贷款很可能较大幅度高于上年同期。

3月新增人民币贷款3.64万亿，环比多增2.63万亿，符合季末银行信贷冲量的季节性规律，同比亦多增5500亿，带动月末贷款余额增速较上月末小幅反弹0.1个百分点，表现超出预期。

3月企业贷款同比多增5000亿，主要支撑项是企业短贷。3月企业短贷同比多增4600亿，我们判断可能与企业经营周转资金需求增加、金融“挤水分”效应边际淡化，以及当月票据利率和债券发行利率走高，短贷对票据和债券融资形成一定替代等因素有关。3月票据融资季节性负增1986亿，同比少减514亿，对信贷整体同比多增也有一定拉动，但拉动力明显低于此前三个月。3月企业中长期贷款同比则延续少增，但少增幅度仅200亿——作为对比，过去1年企业中长期贷款月平均同比少增3400亿。我们认为，3月企业中长期贷款延续同比少增，主因年初置换债大规模发行，3月还有较大规模城投平台存量贷款被地方政府债所置换，这会直接拉低当月新增企业中长期贷款规模（新增贷款=新发放贷款规模-贷款偿还规模）。不过，当前基建投资增速上行，制造业投资保持较高增长水平，房地产“白名单”项目贷款拨付加快，都对新投放企业中长期贷款形成有力支撑。因此，剔除隐债置换因素的影响，3月新投放企业中长期贷款很可能较大幅度高于上年同期。

3月新增居民贷款也有所修复，同比多增447亿，主要是居民中长期贷款同比多增531亿。3月包括一手房和二手房在内的整体房地产市场延续小幅回升态势，加之政策面支持居民中长期消费贷和经营贷投放，共同支撑居民中长期贷款恢复同比多增。另外，3月居民短贷虽同比少增，但少增幅度仅67亿——作为对比，1-2月合计同比少增1898亿——主要原因是“两会”政府工作报告部署大力提振消费，耐用消费品以旧换新政策扩围升级，对居民短期消费贷需求有所提振。

**二、3月社融延续同比多增，主要源于积极财政政策靠前发力以及置换债大规模发行背景下，国债和地方政府债净融资同比高增，带动政府债券融资同比大幅多增。考虑到大规模隐债置换会拉低新增贷款规模，当前新增社融数据更能体现金融总量对实体经济的支持力度。**

3月新增社融5.89万亿，环比多增3.65万亿，主因投向实体经济的人民币贷款和表外票据融资环比分别多增3.18万亿和6620亿，符合季节性规律。

同比来看，3月社融同比多增1.05万亿，多增幅度较上月进一步扩大，提振月末社融存量增速较上月末加快0.2个百分点至8.4%。3月社融同比较大幅度多增，主要拉动项仍为政府债券融资。3月政府债券融资同比多增1.02万亿，背后是积极财政政策靠前发力以及置换债大规模发行背景下，国债和地方政府债净融资规模同比高增。我们认为，考虑到大规模隐债置换会显著拉低新增企业中长期贷款及整体新增贷款规模，当前新增社融数据更能体现金融总量对实体经济的支持力度。

另外值得一提的是，3月社融其他分项新增规模同比变动幅度不大，仅企业债券融资同比大幅少增5142亿——当月企业债券融资负增905亿，主要原因是债市调整带动企业债券发行利率明显上行，阶段性

抑制企业债券融资需求，部分债券融资需求可能转向银行信贷。

三、3月末M2增速保持不动，背后是当月市场主体贷款多增推动存款派生，以及财政稳增长发力导致财政存款同比多增，而受监管新规影响，3月非银存款继续较大规模外流；3月末M1增速上行，与当月企业贷款、特别是短期贷款大幅多增直接相关，同时房地产市场回暖也带来一定支撑。当前M1增速仍然偏低，显示宏观经济活跃度有待进一步提振。

3月末M2同比增速为7.0%，连续第二个月持平。支撑3月M2增速的因素有三个：一是当月贷款同比多增，会直接带动存款派生。二是当月及前期用于化债的地方政府债券大规模发行后，部分资金暂时转为城投企业存款，是当月企业存款增加2.84万亿，同比多增7675亿的一个重要原因。三是在3月政府债券继续大规模发行的背景下，财政支出发力，当月新增财政存款为负，且同比多减49亿，这也对M2增速有一定推动作用。不过，当月非银存款余额下降14110亿，同比多减12610亿，显示前期同业存款新规带动非银存款外流态势尚未完全平息，对当月M2增速也有一定影响。

3月末M1同比增速为1.6%，增速较上月加快1.5个百分点。我们分析可能有两个主要原因：一是当月用于化债的地方政府债券大规模发行，加之企业短期贷款多增，直接推动企业活期存款多增。二是3月一、二手房市场总体保持回稳态势，带动居民存款向房企活期存款转移，也对M1增速有一定支撑作用。不过，当前M1增速仍然明显偏低，显示后期还需在推动房地产市场止跌回稳，提振居民消费信心和企业投资信心等方面持续加力。

总体上看，主要受企业贷款较大幅度同比多增，以及政府债券持续大规模发行带动，3月新增信贷规模为历史同期次高水平，新增社融规模创历史同期新高，均超市场预期，两个主要金融总量增速加快，金融对实体经济支持力度增强。值得注意的是，3月用于化债的地方政府债券大规模发行，是带动新增社融同比多增逾1万亿的一个主要原因，显示政府债券融资正在成为稳增长、控风险的主要抓手，这也是一揽子增量政策持续发力的具体体现。

展望未来，美国“对等关税”落地，外部波动骤然加大，无疑会加快国内宏观政策对冲步伐。我们判断，综合考虑当前外部经贸环境变化、房地产市场走势及物价水平，二季度“择机降准降息”时机已经成熟，落地时间可能提前到4月。我们估计，本轮降息幅度有可能达到0.3个百分点，相当于2024年全年降息水平，其中房贷利率会有更大幅度的下调，这是当前推动楼市止跌回稳的关键一招；本次降准幅度有可能达到0.5个百分点，释放长期资金1万亿，相当于为银行增加1万亿的放贷能力。以上降息降准能有效降低实体经济融资成本，激发企业和居民融资需求，扩投资促消费，提振市场信心，这是当前对冲外部

波动最有力的手段。此外，接下来财政稳增长也将在促消费、扩投资方向进一步加力，政府债券融资规模还会处于较高水平，这些都将推动二季度信贷、社融持续提速。