

## 证券研究报告

## 宏观研究

## 专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师  
执业编号: S1500524070002  
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDASECURITIES CO., LTD  
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅  
大厦B座  
邮编: 100031

## 降准的必要性或在下降

2026年4月14日

- **社融回落的主要拖累在信贷。**3月社融同比少增的核心是信贷,其次是政府债,这两项是最主要拖累。1) 信贷是社融少增的首要原因。3月人民币贷款同比少增6708亿,比社融少增的规模还大,是拖累社融增量的首要原因。2) 今年3月政府债券对社融的拉动,明显弱于去年同期。3) 企业债虽有亮点,但对冲效果有限。企业债券虽然同比多增近5000亿,但抵不过贷款、政府债的少增幅度,所以社融整体还是明显少增。
- **居民部门的信贷较为薄弱。**贷款同比大幅少增,核心是居民部门信贷疲弱形成绝对拖累。居民加杠杆意愿偏弱,居民部门贷款较去年同期接近“腰斩”。居民短贷、中长贷都同比少增。当前,新增居民中长贷(M12)甚至已经下探至2009年8月以来最低,居民端整体同比少增成为信贷同比回落的最主要原因。企业短贷虽保持同比多增,但增量规模远不足以覆盖居民端带来的缺口,因此,企业端融资支撑也难以对冲上述缺口。
- **降准的必要性或在下降。**3月存款余额同比增速保持在8.6%的较高水平,存款增速快于贷款增速,存差持续快速走高,银行体系可贷资金充裕。降准作为数量型工具,我们认为,更多是释放可贷资金,解决银行中长期流动性的问题。而当前银行并非缺资金,而是居民、企业贷款意愿偏低,此时降准不仅无法缓解实体融资需求偏弱的核心矛盾,可能还会压低银行资产端收益率,因此,我们认为降准必要性可能不强。
- **风险因素:**稳增长政策力度不及预期,全球经济景气度不及预期,贸易摩擦超预期等。

## 目录

|                      |   |
|----------------------|---|
| 一、社融回落的主要拖累在信贷 ..... | 3 |
| 二、居民部门的信贷较为薄弱 .....  | 4 |
| 三、降准的必要性或在下降 .....   | 5 |
| 风险因素 .....           | 8 |

## 图目录

|                                                |   |
|------------------------------------------------|---|
| 图 1: 3 月, 社融存量增速回落至 7.9% .....                 | 3 |
| 图 2: 社融回落的主要拖累在于信贷 .....                       | 3 |
| 图 3: 居民信贷同比少增将近一半 .....                        | 4 |
| 图 4: 新增居民中长贷 (MA12) 已经下探至 2009 年 8 月以来最低 ..... | 5 |
| 图 5: 存款余额增速已经回到 2018-2019 年均值水平 .....          | 6 |
| 图 6: 3 月存款同比多增源自非银 .....                       | 6 |
| 图 7: M2-M1 增速剪刀差扩大 .....                       | 7 |



## 一、社融回落的主要拖累在信贷

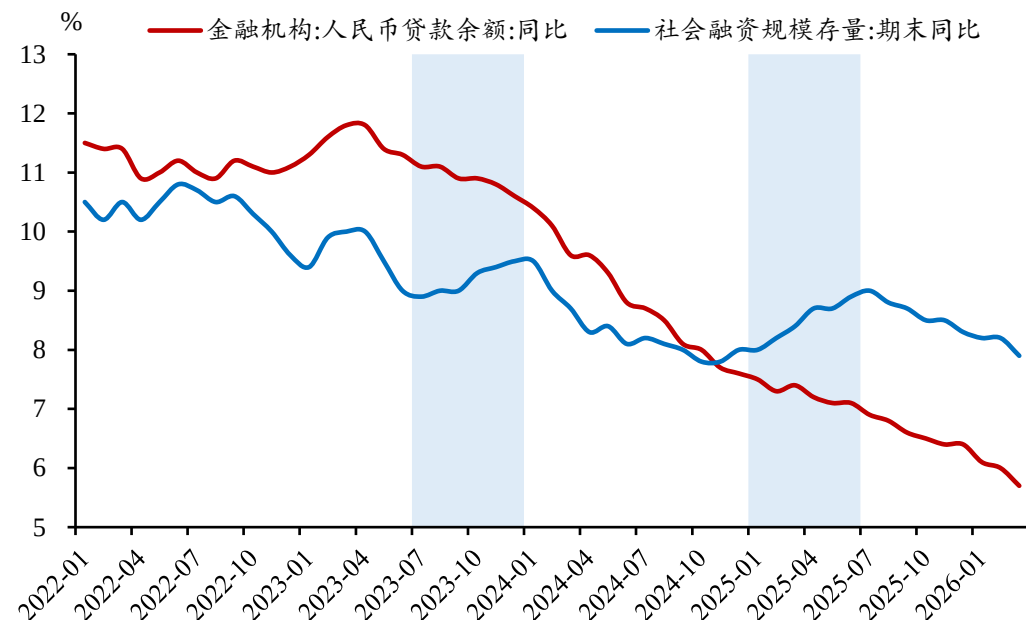
3月社融同比少增的核心是信贷，其次是政府债，这两项是最主要拖累。今年3月，社融存量增速为7.9%，单月社融增量5.23万亿，略不及市场预期（同花顺iFind）的5.40万亿。3月社融增量同比少增6701亿元，最大的拖累在于信贷，政府债券次之。

1) 信贷是社融少增的首要原因。3月人民币贷款同比少增6708亿，比社融少增的规模还大，是拖累社融增量的第一大原因。结构上，居民贷款偏弱，居民短贷同比少增、居民中长期贷款（房贷）同比也大幅少增，消费和购房需求尚未起来；企业短贷同比多增，但中长期贷款同比少增。

2) 政府债对社融的支撑减弱。今年一季度，全国发行地方政府债券3.1万亿元，与去年同期相比增长约9.3%，其中，新增债券1.4万亿，再融资债券1.7万亿。单看3月，无论是国债还是地方债，其发行额都高于去年同期。但从净融资角度看，3月政府债券净融资同比少增3244亿，是第二大拖累。今年3月政府债券对社融的拉动，明显弱于去年同期。

3) 企业债虽有亮点，但对冲效果有限。企业债券虽然同比多增近5000亿，但抵不过贷款、政府债的少增幅度，所以社融整体还是明显少增。

图 1：3月，社融存量增速回落至7.9%



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：社融回落的主要拖累在于信贷

| 日期      | 新增社融   | 人民币贷款  | 外币贷款 | 委托贷款 | 信托贷款 | 未贴现银行承兑汇票 | 企业债券融资 | 股票融资 | 政府债券   |
|---------|--------|--------|------|------|------|-----------|--------|------|--------|
| 2025-03 | 58,961 | 38,234 | -295 | -165 | 238  | 3,632     | -905   | 412  | 14,866 |
| 2026-03 | 52,260 | 31,526 | 420  | -284 | -174 | 1,259     | 3,945  | 428  | 11,622 |
| 同比增量    | -6,701 | -6,708 | 715  | -119 | -412 | -2,373    | 4,850  | 16   | -3,244 |

资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 单位: 亿元

## 二、居民部门的信贷较为薄弱

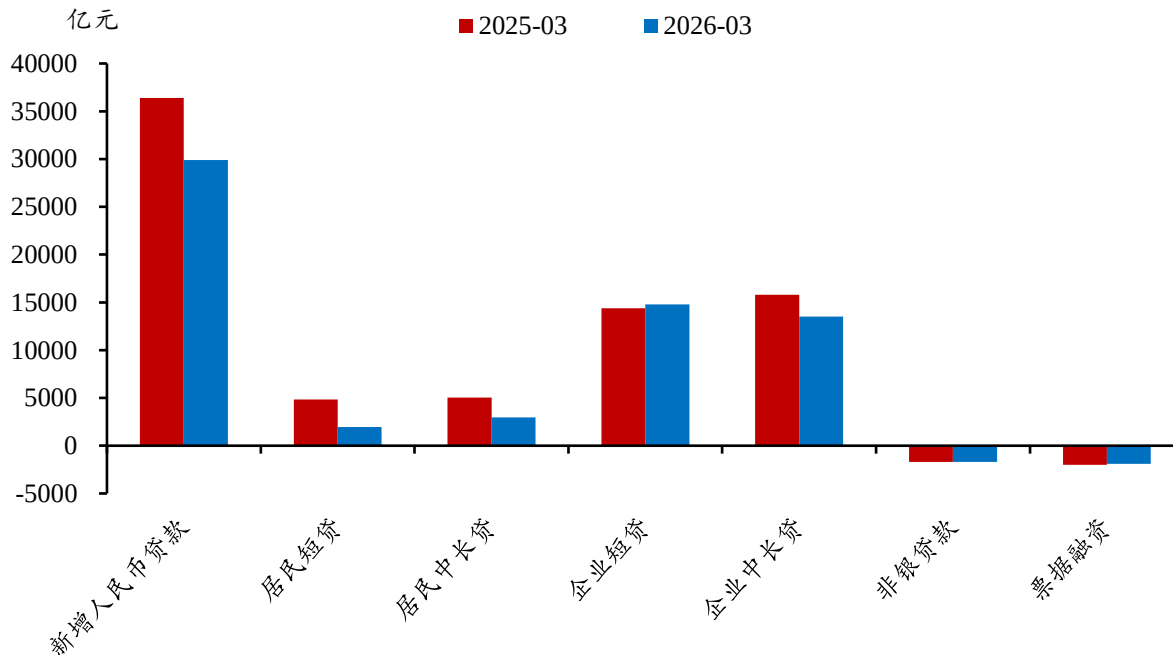
3月，人民币贷款余额同比增速5.7%，贷款同比大幅少增，核心是居民部门信贷疲弱形成绝对拖累。

**居民加杠杆意愿偏弱，居民部门贷款较去年同期接近“腰斩”。**3月，居民部门贷款（4909亿元）较去年同期（9853亿元）回落近半。其中，居民短期贷款因消费意愿偏弱、居民主动去杠杆等出现同比少增甚至转负，显示居民消费需求仍有待修复；居民中长期按揭贷款则受地产销售弱复苏、居民购房信心不足及提前还贷等因素影响，同比大幅少增。当前，新增居民中长贷（M12）甚至已经下探至2009年8月以来最低，居民端整体同比少增成为信贷同比回落的最主要原因。

**企业部门是信贷增量的贡献主力。**3月，新增人民币贷款2.99万亿元，其中，企业部门的贷款是核心的驱动力，新增2.66万亿元。结构上，企业短期贷款同比有较强的增长，但企业中长贷则同比少增，显示企业对未来的投资需求依旧偏弱。企业短贷虽保持同比多增，但增量规模远不足以覆盖居民端带来的缺口，因此，企业端融资支撑也难以对冲上述缺口。

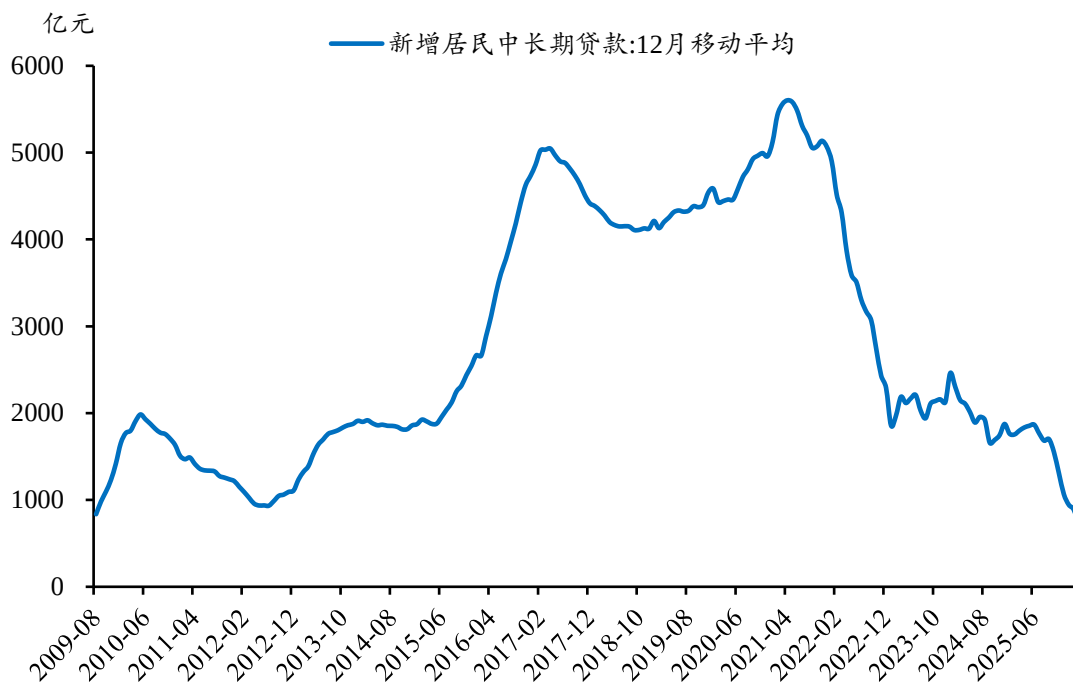
我们认为，当前居民部门信贷较为薄弱，针对提振居民收入预期、促进消费的结构性政策或仍值得期待。

图3：居民信贷同比少增将近一半



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 4：新增居民中长期贷（MA12）已经下探至 2009 年 8 月以来最低



### 三、降准的必要性或在下降

当前银行体系可贷资金相对充裕，但实体融资需求偏弱、资金活化效率偏低，宽货币向宽信用传导仍存在堵点，降准作为释放流动性的数量型工具，其政策必要性或正在下降。

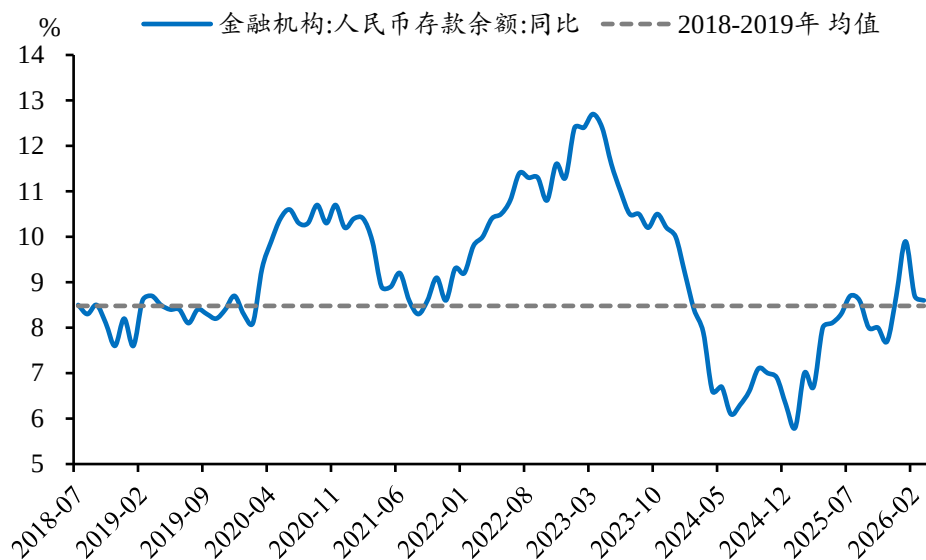
存差快速走高，反映银行可贷资金相对充裕。3 月存款余额同比增速保持在 8.6% 的较高水平，存款增速快于贷款增速，存差快速走高，反映银行可贷资金相对充裕，但实体经济融资需求偏弱，企业、居民的贷款意愿低迷，宽货币转化成宽信用的效率偏低。

从存款结构看，人民币存款同比多增，背后是非银存款在拉动。3 月存款同比多增 2200 亿元，居民部门和企业部门存款同比少增拖累存款总量，财政存款同比多增，但规模不大，而非银存款同比多增 6010 亿元，是存款同比多增的主导。非银存款少减的关键，在于当月资金从非银体系向银行体系回流的规模较去年同期大幅收窄，少减部分转化为存款总量的同比增量。

而 3 月 M2-M1 剪刀差扩大，反映资金活化效率下降。3 月 M2 同比增速 8.5%，较前值下降 0.5 个百分点，整体流动性仍保持合理充裕。反映企业和居民即时交易、支付需求的 M1 同比增速大幅回落 0.8 个百分点至 5.1%，直接推动 M2-M1 增速剪刀差由 3.1 个百分点扩大至 3.4 个百分点。这背后或反映出，3 月实体中的即时交易性资金更多向定期化、储蓄化沉淀。

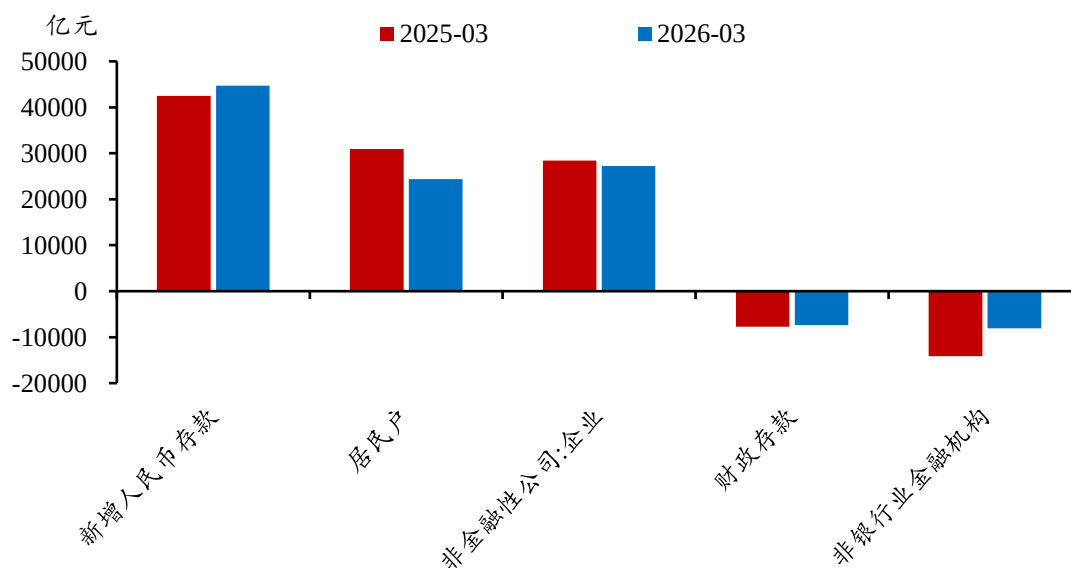
综合来看，主要制约在于需求端而非资金供给端，当前降准的必要性或大幅下降。存差持续快速走高，存款增速显著高于贷款增速，银行体系可贷资金充裕。降准作为数量型工具，我们认为，更多是释放可贷资金，解决银行中长期流动性的问题。而当前银行并非缺资金，而是居民、企业贷款意愿偏低，此时降准不仅无法缓解实体融资需求偏弱的核心矛盾，可能还会压低银行资产端收益率，因此，我们认为降准必要性可能不强。

图 5：存款余额增速已经回到 2018-2019 年均值水平



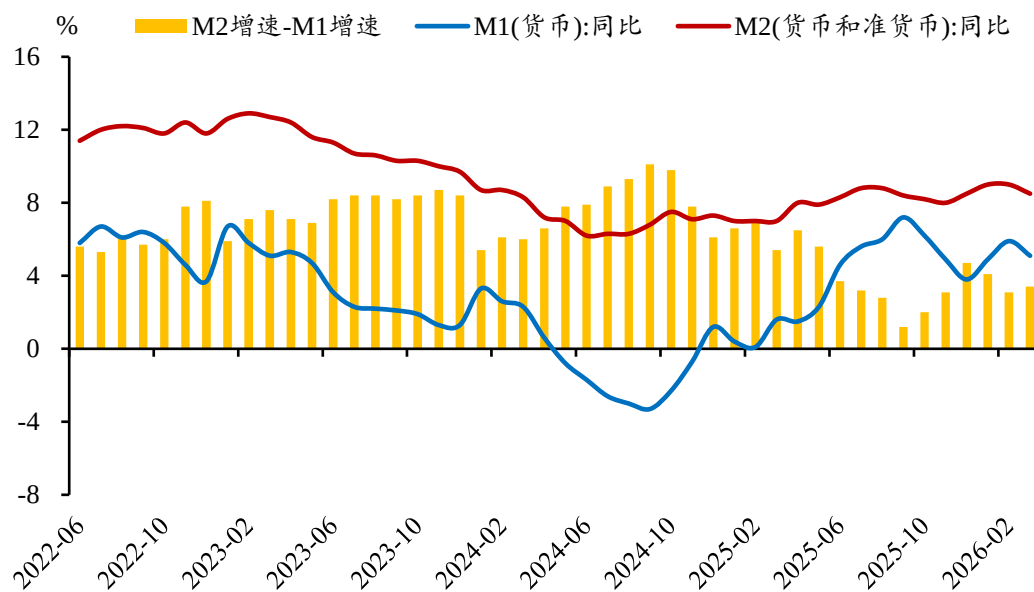
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 6：3 月存款同比多增源自非银



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 7: M2-M1 增速剪刀差扩大



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

## 风险因素

---

稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期，贸易摩擦超预期等。



## 研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和宏观首席分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022 年 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。2022 年云极“十大讲师”。首届“21 世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事宏观经济研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                       | 股票投资评级                     | 行业投资评级                  |
|-------------------------------------------------|----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起6个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准15%以上；  | <b>看好：</b> 行业指数超越基准；    |
|                                                 | <b>增持：</b> 股价相对强于基准5%~15%； | <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； |
|                                                 | <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间； | <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。    |
|                                                 | <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准5%以下。   |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。