

居民继续缩表，存款搬家活跃——3 月社融数据点评



林英奇 分析员

SAC 执证编号: S0080521090006
SFC CE Ref: BGP853
yingqi.lin@cicc.com.cn



许鸿明 分析员

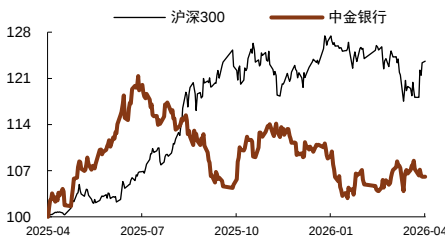
SAC 执证编号: S0080523080007
SFC CE Ref: BUX153
hongming.xu@cicc.com.cn



张帅帅 分析员

SAC 执证编号: S0080516060001
SFC CE Ref: BHQ055
shuashuai.zhang@cicc.com.cn

纵轴: 相对值 (%)



股票	股票	目标	P/B (x)	
名称	评级	价格	2026E	2027E
工商银行-A	跑赢行业	9.09	0.6	0.6
农业银行-A	跑赢行业	8.02	0.8	0.7
中国银行-A	跑赢行业	6.49	0.6	0.6
招商银行-A	跑赢行业	58.35	0.8	0.8
民生银行-A	跑赢行业	5.20	0.3	0.3
浦发银行-A	跑赢行业	14.19	0.4	0.4
江苏银行-A	跑赢行业	12.85	0.7	0.6
成都银行-A	跑赢行业	20.33	0.7	0.7
工商银行-H	跑赢行业	7.28	0.5	0.5
农业银行-H	跑赢行业	6.13	0.6	0.6
中国银行-H	跑赢行业	5.41	0.5	0.5
招商银行-H	跑赢行业	60.49	0.9	0.9

中金一级行业: 金融

资料来源: Wind, 彭博资讯, 中金公司研究部

- 银行 | 存款搬家的“叙事”与现实——货币流动性新形势 (5) (2026.01.11)
- 银行 | 政府工作报告的金融信号 (2026.03.05)
- 银行 | M1见底回升，存款搬家活跃——1月社融数据点评 (2026.02.14)
- 银行 | 银行“十五五”的十大动向——银行“十五五”系列 (1) (2025.11.08)

热点速评

事件

人民银行发布 3 月金融数据: 新增社会融资规模 5.2 万亿元, 同比少增 6700 亿元, 存量同比增速下行 0.3 个百分点至 7.9%; 新增人民币贷款 3 万亿元, 同比少增 6500 亿元, 存量同比增速回落 0.3 个百分点至 5.7%; M1、M2 同比增速分别为 5.1%、8.5%, 分别较上月回落 0.8 个百分点、0.5 个百分点。

评论

居民继续缩表，存款搬家活跃。3 月信贷新增 3 万亿元, 同比少增 6500 亿元低于市场预期, 核心拖累源于居民部门缩表; 社融增速同比少增 6700 亿元, 企业债发行高增部分对冲了信贷与政府债的下行压力。存款端看居民搬家仍然活跃, 企业结售汇有所放缓。具体而言:

- 1. 对公信贷投放有所回落。**3 月公司贷款新增 2.7 万亿元, 同比少增约 1800 亿元。其中, 3 月新增中长期对公贷款 1.4 万亿元, 在上月集中投放后, 本月转为同比少增 2300 亿元, 与银行信贷平滑投放、实际信贷需求不强有关; 向前看我们预计政策性金融工具对中长期信贷仍有支撑。
- 2. 居民继续缩表。**居民信贷新增 4910 亿元, 同比少增 4949 亿元, 同比下降 0.4%, 也是过去二十年来首次居民信贷余额增速降至负区间。尽管房地产市场呈现“小阳春”, 但居民加杠杆意愿不强, 还贷速度较快, 延续缩表趋势。
- 3. 高基数下政府债贡献度下降。**3 月新增社融 5.2 万亿元, 同比少增 6700 亿元, 主要受人民币贷款同比少增拖累。其中, 企业债券同比多增约 4850 亿元, 主要由于债市利率下行、发债意愿提升。高基数下政府债同比少增 3240 亿元, 但政府债新增 1.16 万亿元绝对规模仍较高。

(下页继续)

风险

进一步稳内需政策不确定性。

(续接首页)

4. **企业结汇放缓，存款搬家仍活跃。**3月M2同比增速回落至8.5%，较上月下降0.5ppt；M1同比增速5.1%，较上月下降0.8ppt。M1和M2增速放缓与企业结汇进度放缓有关，3月公司存款同比少增约1160亿元，跨境资金流动对流动性形成一定扰动。存款搬家趋势仍然延续，3月居民存款同比少增约6500亿元，部分资金流向资本市场。非银存款同比多增6010亿元，主要由于去年基数较低和存款搬家贡献。向前看，我们预计高基数下二季度M1、M2增速或继续放缓，但存款搬家有望持续，对M1形成一定支撑。

银行股投资观点。从2025年年报情况来看，银行行业基本面呈现边际企稳特征，息差降幅收窄带动银行营收增速改善，利润增速整体保持平稳；另一方面，居民端缩表意愿持续，零售不良生成压力仍存，银行间盈利分化。当前A股银行板块股息率已回升至5%左右，高分红防御属性凸显，对长期配置资金仍具吸引力，在市场波动加剧阶段具备相对收益价值。我们建议关注基本面稳定、股息仍较高的银行，以及所在区域经济增长较为活跃、具备一定成长性的头部区域行。

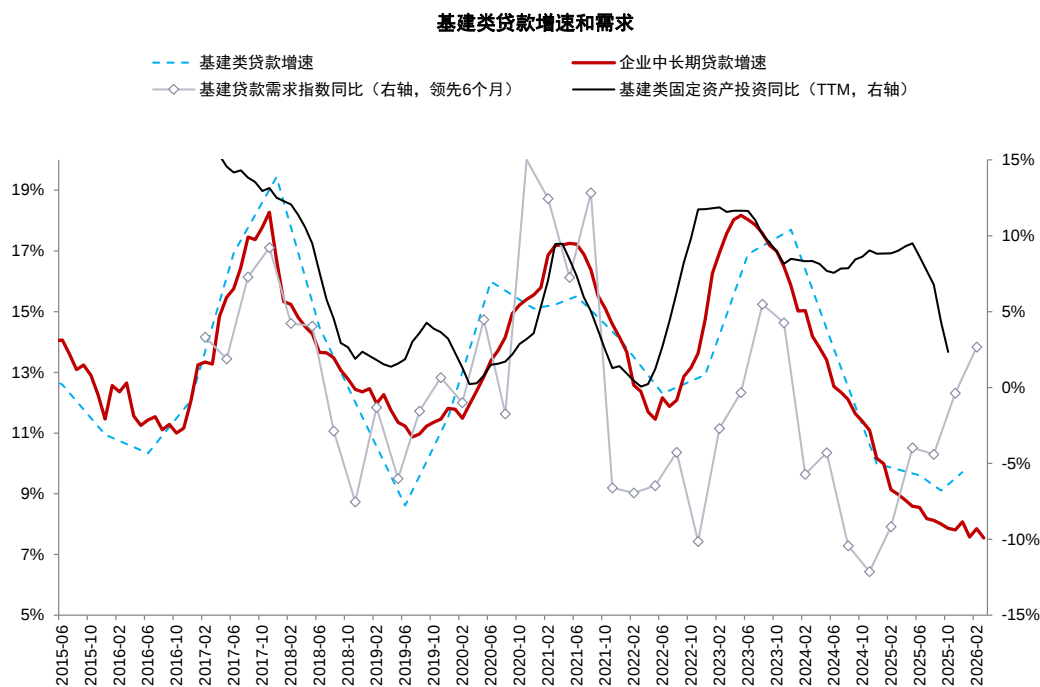
图表 1：3月金融数据一览

	月度增量 (十亿元)				同比多增 (十亿元)				存量同比增速 (%)			
	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03
社会融资规模	2,208	7,219	2,386	5,226	▼ -646	▲ 164	▲ 152	▼ -670	8.3%	8.2%	8.2%	7.9%
人民币贷款	980	4,902	846	3,153	▲ 140	▼ -318	▲ 193	▼ -671	6.3%	6.1%	6.1%	5.8%
外币贷款	-68	47	-4	42	▲ 0	▲ 86	▲ 25	▲ 72	-15.8%	-9.4%	-7.7%	-1.9%
委托贷款	31	-19	-18	-28	▲ 33	▼ -64	▲ 5	▼ -12	1.1%	0.5%	0.5%	0.4%
信托贷款	68	-0	31	-17	▲ 53	▼ -63	▲ 64	▼ -41	8.6%	7.0%	8.5%	7.5%
未贴现银行承兑汇票	-149	629	-176	126	▼ -16	▲ 164	▲ 123	▼ -237	0.5%	6.7%	12.8%	2.3%
企业债券	154	503	152	395	▲ 170	▲ 58	▼ -18	▲ 485	6.9%	7.0%	6.9%	8.3%
非金融企业境内股票	56	29	45	43	▲ 8	▼ -18	▲ 38	▲ 2	4.1%	3.9%	4.2%	4.2%
政府债券	683	976	1,401	1,162	▼ -1,073	▲ 283	▼ -293	▼ -324	17.1%	17.3%	16.6%	15.9%
全部贷款	910	4,710	900	2,990	▼ -80	▼ -420	▼ -110	▼ -650	6.3%	6.1%	6.0%	5.7%
居民户贷款	-92	457	-651	491	▼ -442	▲ 13	▼ -262	▼ -494	0.5%	0.6%	0.2%	-0.4%
短期	-102	110	-469	196	▼ -161	▲ 159	▼ -195	▼ -289	-3.7%	-3.0%	-3.9%	-5.1%
中长期	10	347	-182	295	▼ -290	▼ -147	▼ -67	▼ -209	2.2%	1.9%	1.8%	1.4%
公司贷款	1,070	4,450	1,490	2,660	▲ 580	▼ -330	▲ 450	▼ -180	9.1%	8.7%	8.9%	8.6%
短期	370	2,050	600	1,480	▲ 390	▲ 310	▲ 270	▲ 40	11.3%	11.6%	12.1%	11.8%
中长期	330	3,180	890	1,350	▲ 290	▼ -280	▲ 350	▼ -230	8.1%	7.6%	7.9%	7.5%
贴现	350	-874	-35	-191	▼ -100	▼ -359	▼ -204	▲ 8	11.3%	9.2%	7.6%	7.8%
非银行业金融机构贷款	-77	-188	-11	-169	▼ -134	▲ 13	▼ -295	▲ 1	-10.7%	-11.8%	-35.2%	-41.5%
全部存款	1,680	8,090	1,170	4,470	▲ 3,080	▲ 3,770	▼ -3,250	▲ 220	8.8%	9.9%	8.7%	8.7%
居民户存款	2,580	2,130	3,110	2,440	▲ 390	▼ -3,390	▲ 2,500	▼ -650	9.7%	7.2%	8.7%	8.2%
公司存款	1,220	2,610	-2,655	2,725	▼ -586	▲ 2,816	▼ -1,761	▼ -116	2.9%	6.5%	4.3%	4.1%
财政存款	-1,382	1,550	-350	-739	▲ 290	▲ 1,218	▼ -1,608	▲ 32	11.8%	31.7%	3.7%	4.7%
非银行业金融机构存款	-330	1,450	1,390	-810	▲ 2,840	▲ 2,560	▼ -1,440	▲ 601	22.8%	33.2%	25.2%	28.6%
M0	389	488	530	-434	▼ -12	▼ -918	▲ 1,480	▼ -227	10.2%	2.7%	14.1%	12.5%
M1	2,628	2,453	-2,042	3,394	▼ -1,041	▲ 1,315	▲ 967	▼ -655	3.8%	4.9%	5.9%	5.1%
M2	3,306	6,891	2,030	4,644	▲ 1,732	▲ 1,899	▲ 37	▼ -894	8.5%	9.0%	9.0%	8.5%

资料来源：人民银行，Wind，中金公司研究部



图表 2：企业中长期贷款增速小幅下降



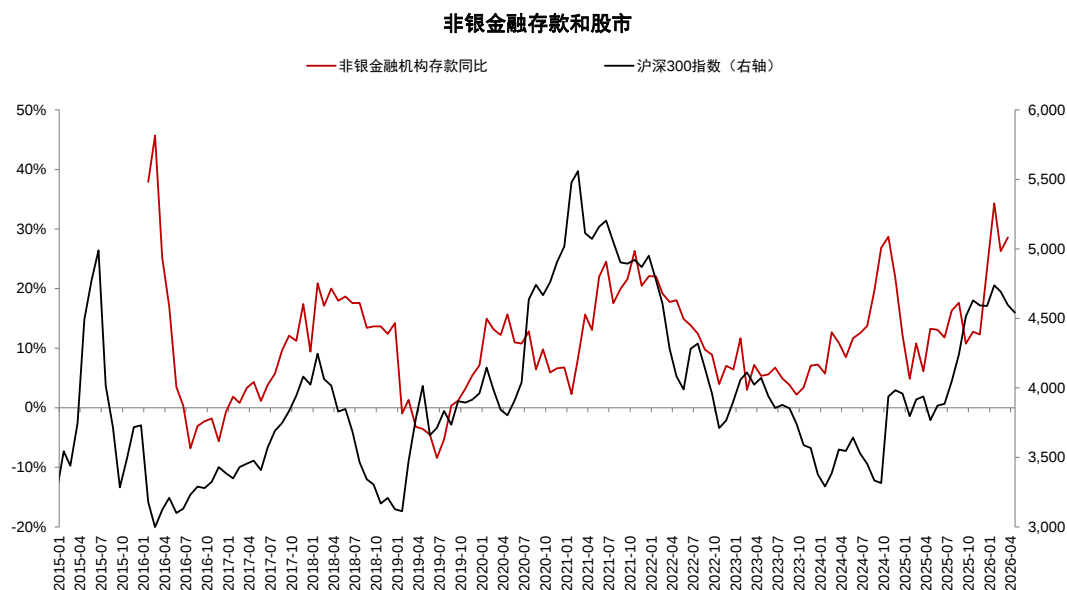
资料来源：中国人民银行，Wind，中金公司研究部

图表 3：A 股开户数上升，融资余额保持高位，成交活跃度较高



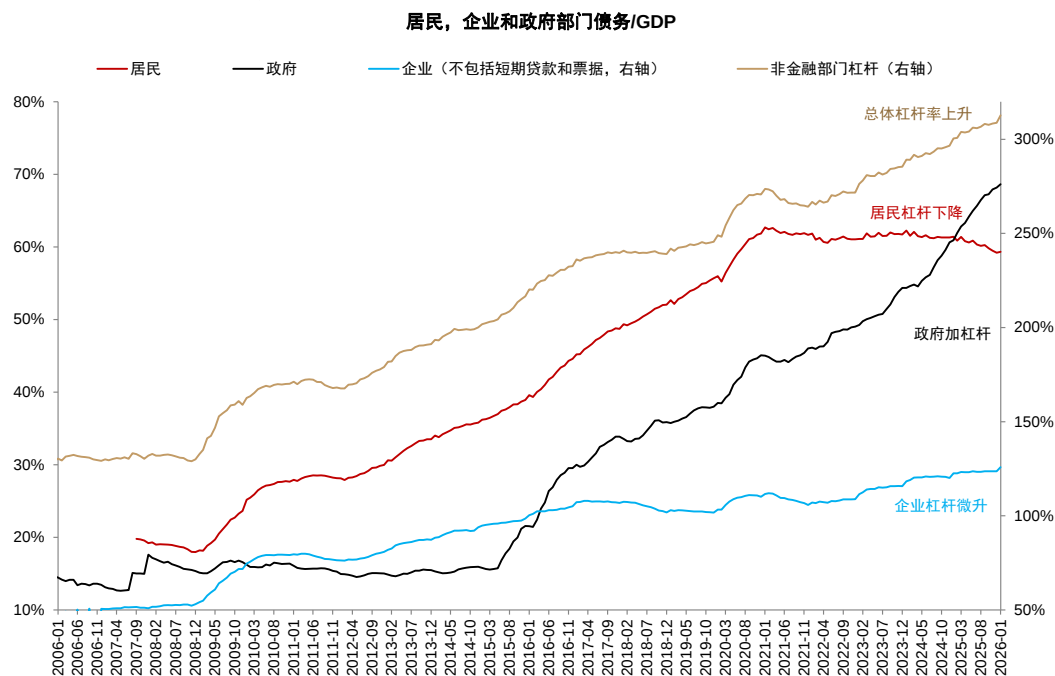
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 4：股市活跃，非银存款增速上行

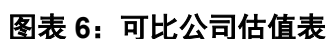


资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 5：居民杠杆下降，企业杠杆持平，政府杠杆上升



资料来源：Wind，中金公司研究部



注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据
资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：中国银行-A,江苏银行-A,工商银行-H,农业银行-A,招商银行-A,中国银行-H,农业银行-H,招商银行-H,成都银行-A,浦发银行-A,民生银行-A,工商银行-A。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：樊荣

北京 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层

邮编: 100004

电话: (86-10) 6505 1166

传真: (86-10) 6505 1156

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号

汇亚大厦 29 层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市南山区科苑南路 2801 号

中金大厦 17-21 层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319 5000

传真: (86-755) 8319-9229

香港

中国国际金融（国际）有限公司

香港中环港景街 1 号

国际金融中心第一期 29 楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

东京

中国国际金融日本株式会社

〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3 号

丸の内二重橋ビル 2 1 階

Tel: (+813) 3201 6388

Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc

280 Park Ave, 32nd Floor,

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore)
Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1718

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH

Neue Mainzer Straße 52-58, 60311

Frankfurt a.M, Germany

Tel: (+49-69) 24437 3560