

银行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

金融组

分析师：戚星（执业 S1130523030001）

qixing@gjzq.com.cn

深度专题：核算“产出-信贷”比

报告摘要

稳增长背景之下，信用扩张对经济增长的拉动效果存在时滞，社融和信贷与 GDP 的增速差，先扩大后收窄，但长期看“GDP/实际新增信贷”水平连下台阶，信贷向增长的转化效率有所下降。

分行业看，2022 年以来房地产行业景气度较低，信贷转化效率骤降至历史低位。交通运输、仓储和邮政业/信息传输、计算机服务和软件业/住宿和餐饮业信贷转化效率有所提升，其余行业转化效率持续较低。

分所有制看，各所有制企业的信贷拉动效果时间序列特征与整体样本保持一致。对于民营企业，信贷对 GDP 拉动效率最高。然而，2021 年以来的增量信贷中，超过 60% 投放到了地方国有企业和中央国有企业。从融资结构看，民营企业 and 地方企业的信贷融资占自身整体融资规模的比例超过 60%，高于央企和其他企业。

从信贷拉动增长的时滞看，资本性支出占营收比例越高的行业滞后期越长。2012-2016 年/2019-2020 年/2022 年至今的三段信贷拉动 GDP 效果低迷期内，行业资本性支出占营收比例与其信贷转化效率恢复的滞后期呈正向相关关系，资本性支出占营收比例较高的行业反应更为滞后，制造业/建筑业/信息传输、计算机服务和软件业/住宿和餐饮业较为明显。

风险提示

宏观经济超预期收缩；贷款质量超预期恶化；计算过程低估了政策对历史数据中的扰动。

内容目录

1 稳增长背景下，信贷高速扩张时，对经济拉动存在时滞.....	4
2 “GDP/实际新增信贷”连下台阶，信贷转化效率有所下降.....	5
3 行业之间分化明显.....	6
4 民营企业信贷转化效率突出.....	7
5 capex 支出占比较大的行业，对信贷反应滞后.....	8
附录.....	12
风险提示.....	14

图表目录

图表 1： 名义 GDP 同比增速长期低于社会融资规模增速和信贷增速.....	4
图表 2： 名义 GDP 同比与社会融资规模/信贷增速差值经历四段走阔期（2008-2010/2012-2016/2019-2020/2022 至今）.....	5
图表 3： 2010-1H23 实际信贷转化率呈逐年走低态势.....	5
图表 4： 实际信贷转化率逐渐降低.....	6
图表 5： 各行业信贷转化效率产生分化.....	6
图表 6： 各行业信贷融资占比较为稳定.....	7
图表 7： 各所有制企业信贷转化低效期与整体形势保持一致.....	7
图表 8： 央企实际信贷存量占比最高.....	8
图表 9： 央企和民营企业是新增信贷主体.....	8
图表 10： 民营企业/地方国有企业信贷融资占比较高.....	8
图表 11： 长期借款推动了 CAPEX/营收的提升，但历史数据显示信贷推动投资生产的过程存在时滞.....	9
图表 12： 上市非金融企业中，资金空转问题自疫情以来持续存在，但投资意愿边际好转.....	9
图表 13： 各行业受到冲击和效率恢复的反应时长产生分化.....	10
图表 14： 住宿餐饮业资本性支出占营收年均比例最高，租赁和商务服务业年均比例最低.....	11
图表 15： 资本性支出占比—滞后期数正相关（2012-2016）.....	11
图表 16： 资本性支出占比—滞后期数正相关（2019-2020）.....	11
图表 17： 资本性支出占比—滞后期数正相关（2022 至今）.....	11
图表 18： 资本性支出占比—固定资产占比负相关.....	11
图表 19： 农林牧渔业.....	12
图表 20： 制造业.....	12
图表 21： 工业：其他.....	12
图表 22： 建筑业.....	12

图表 23: 交通运输、仓储和邮政业	12
图表 24: 信息传输、计算机服务和软件业	12
图表 25: 批发和零售业	13
图表 26: 住宿和餐饮业	13
图表 27: 房地产业	13
图表 28: 租赁和商务服务业	13
图表 29: 其他行业	13

1 稳增长背景下，信贷高速扩张时，对经济拉动存在时滞

2023年二季度以来，信贷增速在一季度的前置投放之后节奏降档，以及已投信贷对经济拉动效果滞后，导致了市场对经济复苏的悲观展望和信心不足，顺周期板块在较长时间内受到冲击。本报告旨在探讨已投信贷的行业分布，和增长转换效率。

截至6月末，社融规模余额同比增长9.3%，人民币贷款余额同比增长11.6%。与此同时，名义GDP增长5.4%，实际GDP增长5.5%。社融和信贷增速与GDP增速的差值拉大。回顾历史，2008年以来，信贷扩张加速时，社会融资和信贷规模，与名义GDP之间的增速差先升后降，主要有以下阶段（图表1、图表2）：

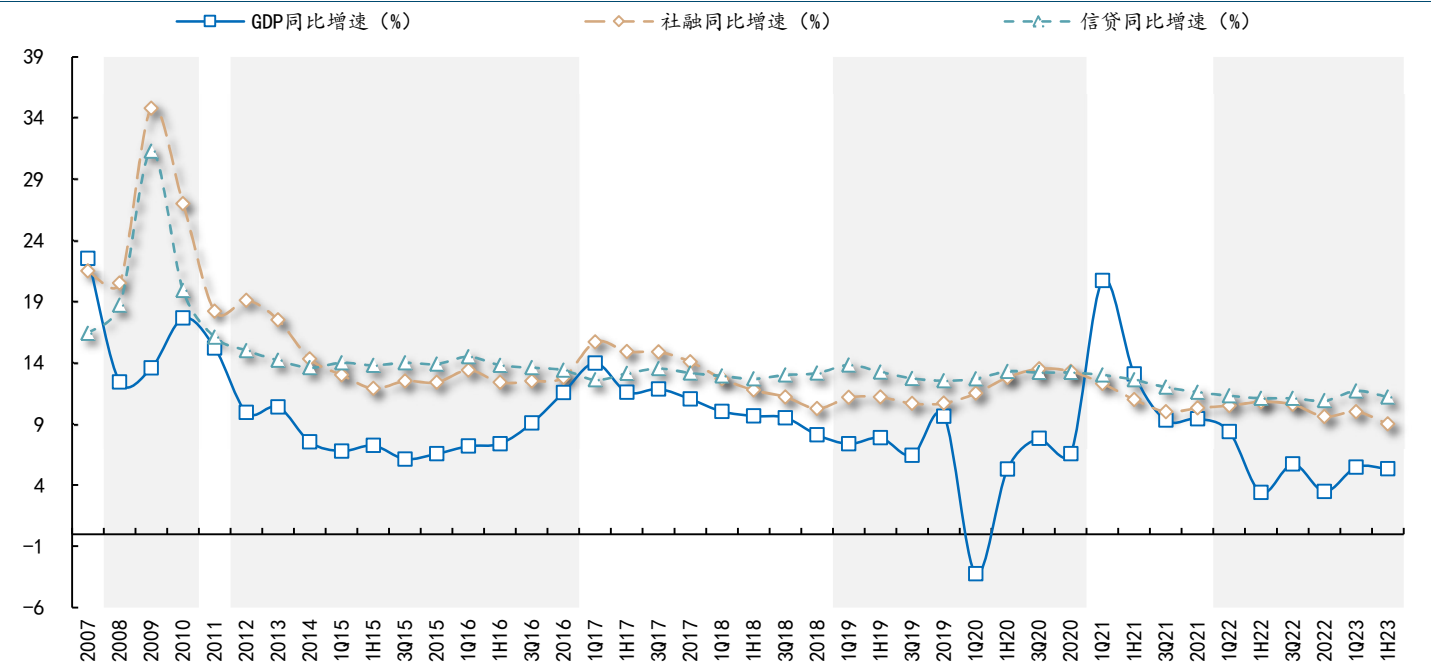
(1) 2008-2010年：社会融资规模余额/人民币贷款余额/名义GDP季均增速分别为27.4%/22.4%/14.6%，名义GDP增速与社融增速/信贷增速间平均差值为-12.9个百分点/-8.8个百分点。

(2) 2012-2016年：2012年是始自2008年的信贷扩张动能的分水岭，此后社融增速下滑。2011-2012年，信贷和名义GDP增速差额扩大，随后下降，经历了信贷扩张过程中“先升后降”的过程。2012-2016年，社会融资规模余额/人民币贷款余额/名义GDP季均增速分别为14.3%/13.8%/8.5%，名义GDP增速与社融增速/信贷增速间平均差值为-5.5个百分点。

(3) 2019-2020年：社会融资规模余额/人民币贷款余额/名义GDP季均增速分别为11.9%/13.1%/6.0%，名义GDP增速与社融增速/信贷增速间平均差值为-5.9百分点/-7.1百分点，主要是疫情之下稳增长信贷投放所致。

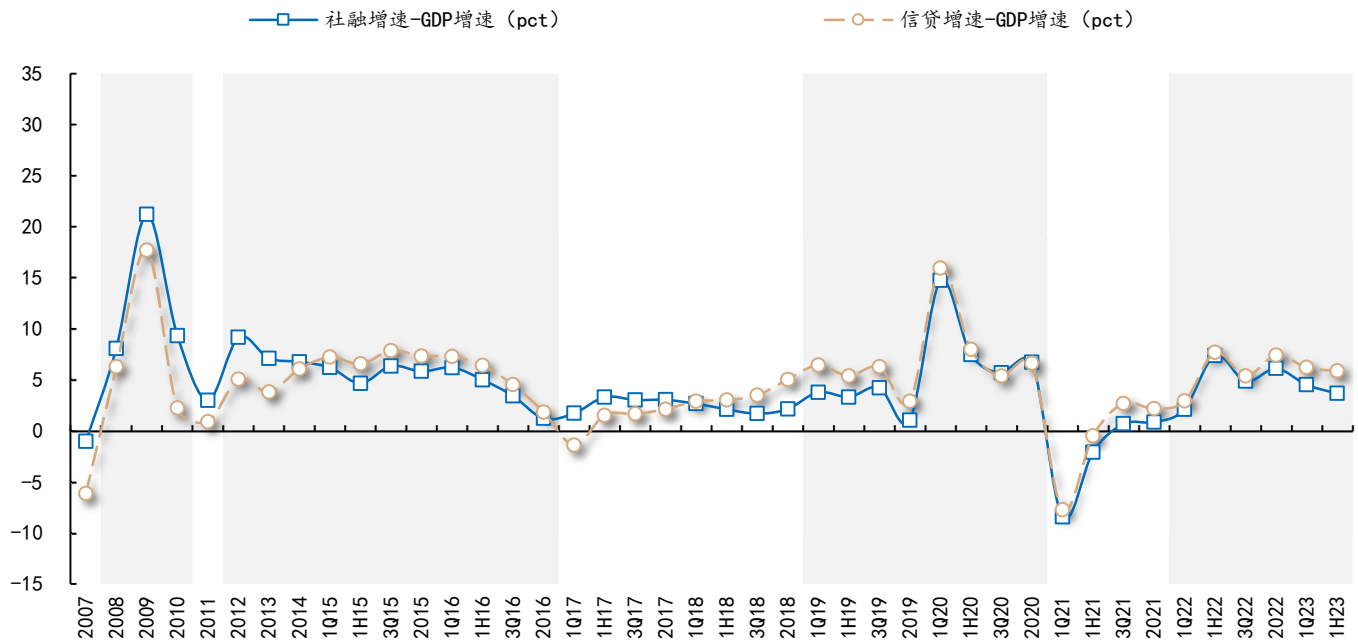
(4) 2022年至今：社会融资规模余额/人民币贷款余额/名义GDP季均增速分别为10.1%/11.2%/5.3%，名义GDP增速与社融增速/信贷增速间平均差值为-4.8百分点/-5.9百分点。

图表1：名义GDP同比增速长期低于社会融资规模增速和信贷增速



来源：wind，国金证券研究所

图表2: 名义 GDP 同比与社会融资规模/信贷增速差值经历四段走阔期 (2008-2010/2012-2016/2019-2020/2022 至今)



来源: wind, 国金证券研究所

2 “GDP/实际新增信贷”连下台阶，信贷转化效率有所下降

为了更为准确地衡量社融增长对 GDP 的拉动效果，需要在计算 GDP/社融这一比例时，剔除利息支出的影响。为了计算明了，假定存续企业均用新增债务支付利息，我们用增量债务减去利息支出之后的净增量代入计算。

测算遵循如下假设（图表 3）：

(1) 居民在清偿债务之后才能在银行续贷，现实中很多个人信贷即便是授信时间长达 3 年，仍需要借款人年度还本付息，且个人贷款禁止用于还债，因此假定居民无法用新增债务覆盖利息支出。然而，居民部门之外，其他经济主体依靠新增债务支付利息；

(2) 为化简计算，用平均利率水平衡量整体融资债务成本，也包含债券和票据。(利息支出=存量债务*债务成本)；

(3) 2022 年的存量债务所需支付利息均摊至 2023 年四个季度 (1Q23 利息支出=2022 存量债务*债务成本*1/4)；

(4) 1H23E 一般贷款加权平均利率根据 LPR 变动情况和贷款投放情况调减 0.14 百分点。

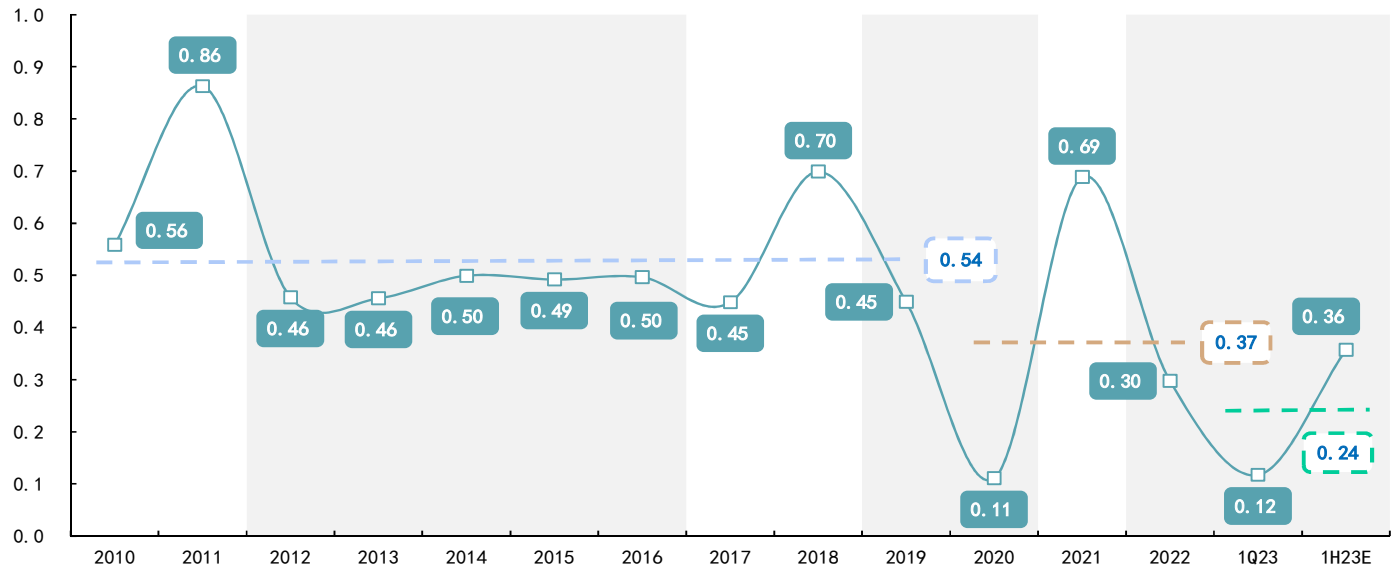
计算结果显示实际信贷转化率下降。2010-2019 年，信贷转化率中枢为 0.54，较为平稳；2020 年后，实际信贷转化率波幅变大。

图表3: 2010-1H23 实际信贷转化率呈逐年走低态势

	新增社融 规模 (亿元) A	居民 (亿元)	非居民 (亿 元)	社融存量 规模 (亿元) B	住户贷款余 额 (亿元) C	加权平均 利率 (%) D	利息支出利率 (亿元) $E_1 = (B_0 - C_0) * D_1$	利息占比 (%) $F = E/A$	实际新增社融 (亿元) $G = A - E$	新增 GDP (亿 元) H	GDP/社融 $I = H/G$
2009	139,104	24,600	114,504	511,835	81,752	5.76				29,273	
2010	140,191	28,700	111,491	649,869	112,572	6.12	26,321	18.78	113,870	63,602	0.56
2011	128,286	24,200	104,086	767,478	136,100	7.52	40,405	31.50	87,881	75,821	0.86
2012	157,631	25,200	132,431	914,186	161,300	7.44	46,975	29.80	110,656	50,640	0.46
2013	173,169	37,100	136,069	1,074,575	198,600	7.16	53,907	31.13	119,262	54,383	0.46
2014	164,571	32,900	131,671	1,228,591	231,500	7.22	63,245	38.43	101,326	50,600	0.50
2015	154,086	38,700	115,386	1,381,383	270,300	6.22	62,019	40.25	92,067	45,295	0.49
2016	178,022	63,300	114,722	1,559,900	333,700	5.59	62,110	34.89	115,912	57,537	0.50
2017	261,536	71,300	190,236	2,059,098	405,000	5.75	70,507	26.96	191,029	85,641	0.45
2018	224,920	73,600	151,320	2,270,356	479,000	6.05	100,073	44.49	124,847	87,245	0.70
2019	255,753	74,300	181,453	2,513,120	553,300	5.92	106,048	41.47	149,705	67,234	0.45
2020	348,633	78,700	269,933	2,848,300	631,900	5.34	104,654	30.02	243,979	27,052	0.11
2021	313,509	79,200	234,309	3,141,300	711,100	5.25	116,361	37.12	197,148	135,670	0.69
2022	320,096	38,300	281,796	3,442,100	749,400	4.74	115,191	35.99	204,905	60,970	0.30
1Q23	145,438			3,590,200	774,800	4.53	30,495	20.97	114,943	13,487	0.12
1H23E	70,049			3,654,500	785,700	4.39	30,899	44.11	39,150	14,118	0.36

来源: wind, 朱鹤 郭凯《稳增长还是稳杠杆?》《“钱去哪里了”也许问错了问题》, 国金证券研究所; 注释: 本图表测算方法是从朱鹤、郭凯的文章变化而来。

图表4：实际信贷转化率逐渐降低



来源：wind、国金证券研究所

3 行业之间分化明显

将上述计算方法运用至行业，用 GDP/信贷衡量信贷转化效率，计算结果分化明显（图表 5）。

2012-2015 年，各行业信贷转化率持续降低。2015 年，房地产业信贷转化早于各行业先有所起色，其他行业低迷，新增信贷拉动效果滞后。

2019-2020 年，除农林牧渔业外，各行业信贷转化效率走低。2020 年，信息传输、计算机服务和软件业信贷转化效率回升，其余各行业信贷转化率遭遇历史低点，其他工业/交通运输、仓储和邮政业/住宿和餐饮业/租赁和商务服务业出现“负效率”；建筑业/房地产业/其他行业低效状态恢复缓慢。

2022 年以来，房地产行业增长坍塌明显，信贷转化率骤降至历史低位，住宿和餐饮业再现“负效率”；交通运输、仓储和邮政业/信息传输、计算机服务和软件业/住宿和餐饮业信贷转化效率有所回升。

图表5：各行业信贷转化效率产生分化

GDP/信贷	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23
农林牧渔业	5.76	7.15	4.53	3.08	1.96	1.62	1.82	1.21	1.30	2.67	2.18	1.02	0.93	0.41
工业：制造业							0.07	0.14	0.11	0.04	0.01	0.18	0.06	0.01
工业：其他	0.45	0.42	0.16	0.14	0.10	0.02	0.00	0.04	0.03	0.02	-0.01	0.08	0.05	0.00
建筑业	0.26	0.23	0.12	0.10	0.10	0.04	0.06	0.09	0.10	0.06	0.02	0.05	0.04	0.02
交通运输、仓储和邮政业	0.14	0.17	0.09	0.10	0.11	0.09	0.10	0.15	0.11	0.07	-0.05	0.19	0.03	0.10
信息传输、计算机服务和软件业							0.29	0.34	0.50	0.50	0.52	0.73	0.39	0.55
批发和零售业	0.84	0.74	0.49	0.45	0.41	0.23	0.27	0.28	0.28	0.23	0.01	0.38	0.11	0.17
住宿和餐饮业	8.37	8.63	8.35	4.07	4.26	1.35	1.04	1.46	1.54	1.76	-3.32	4.86	-0.37	5.08
房地产业	0.34	0.28	0.15	0.19	0.08	0.11	0.14	0.10	0.09	0.06	0.03	0.04	-0.04	0.03
租赁和商务服务业							0.75	0.71	0.74	0.59	-0.03	1.08	0.33	0.42
其他	8.62	9.40	7.27	6.17	5.27	-5.91	3.33	2.52	2.08	1.56	0.44	1.20	0.74	0.72

来源：wind，国金证券研究所

注：工业：其他包括采矿业/电力、热力、燃气及水生产和供应业；其他包括科学研究、技术服务和地质勘查业/水利、环境和公共设施管理业/居民服务和其他服务业/教育/卫生、社会保障和社会福利业/文化、体育和娱乐业。

从融资结构上看，各行业信贷融资占全部融资规模比例较为稳定（计算分母为：短期借款+应付短期债券+应付债券+应付账款+其他应付款+长期借款+应付票据+长期应付款）。交通运输、仓储和邮政业/其他工业/租赁和商务服务业信贷融资占整体融资比重较高，年均占比分别为 72%/71%/70%；信息传输、计算机服务和软件业/建筑业/其他行业信贷融资占比较低，年均占比分别为 40%/47%/52%。从时序上看，交通运输、仓储和邮政业信贷融资占比逐渐走高，信息传输、计算机服务和软件业/房地产业/租赁和商务服务业信贷融资占比逐渐下降，截至 2023 年一季度，交通运输、仓储和邮政业/信息传输、计算机服务和软件业/房地产业/租赁和商务服务业信贷融资占比较 2010 年分别变动+3 百分点/-31 百分点/-16 百分点/-10 百分点（图表 6）。

图表6：各行业信贷融资占自身总体融资规模的比例较为稳定

信贷/融资 (%)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23
农林牧渔业	69.43	65.58	63.28	68.26	68.64	68.77	64.46	65.13	69.16	66.04	64.53	64.36	63.44	66.69
工业：制造业	63.47	63.41	63.63	63.68	63.07	62.16	61.00	60.49	65.99	66.62	61.41	59.52	59.83	61.58
工业：其他	70.97	68.97	71.02	70.26	70.29	72.25	71.21	70.15	75.90	74.57	71.05	70.00	68.15	72.15
建筑业	41.97	44.47	47.22	47.96	47.46	47.18	46.24	45.07	54.07	53.81	47.50	45.71	44.69	45.32
交通运输、仓储和邮政业	71.84	70.89	72.07	73.38	72.10	69.10	67.87	67.91	75.08	77.06	74.39	73.95	72.75	75.03
信息传输、计算机服务和软件业	53.25	51.29	46.31	43.57	41.45	36.01	34.68	41.02	45.97	43.21	33.01	24.55	21.63	21.92
批发和零售业	64.60	64.02	63.75	63.63	64.58	64.92	64.17	61.53	63.94	63.52	59.75	59.78	61.39	62.51
住宿和餐饮业	59.86	56.96	52.91	53.94	60.10	80.88	82.30	74.56	75.82	72.59	69.79	63.94	60.05	59.27
房地产业	68.36	64.28	61.72	60.85	63.43	63.76	63.67	63.97	64.53	61.19	54.99	52.18	50.58	52.43
租赁和商务服务业	71.94	73.57	72.87	72.90	74.89	73.43	71.36	70.09	71.85	70.03	65.49	59.83	58.37	61.60
其他	52.70	52.38	50.54	52.32	52.15	47.61	47.71	48.81	57.72	59.50	54.55	53.07	51.99	52.20

来源：wind，国金证券研究所

注：工业：其他包括采矿业/电力、热力、燃气及水生产和供应业；其他包括科学研究、技术服务和地质勘查业/水利、环境和公共设施管理业/居民服务和其他服务业/教育/卫生、社会保障和社会福利业/文化、体育和娱乐业；未包含金融业。

4 民营企业信贷转化效率突出

分所有制看，各所有制企业的信贷拉动效果时间序列特征与整体样本保持一致。2012-2016 年、2019-2020 年和 2022 年至今，各所有制企业信贷转化进入低效期，单位信贷所能创造的 GDP 同比显著下降显著。2015 年各所有制信贷转化效率触底。2019 年低效期过渡较快，两年内各所有制企业好转。2022 年至今，各所有制企业信贷转化效率持续低迷，尚未出现扭转迹象。且随着 2023 年一季度的前置投放，除了地方国有企业之外的企业均出现信贷转化效率的边际下滑（图表 7）。

图表7：各所有制企业信贷转化低效期与整体形势保持一致

GDP/信贷	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23
地方国有企业	0.44	0.23	0.20	0.16	0.02	0.13	0.16	0.14	0.11	0.02	0.16	0.06	0.06
中央国有企业	0.08	0.04	0.04	0.03	0.00	0.02	0.04	0.03	0.02	0.01	0.04	0.02	0.01
公众企业	0.19	0.11	0.10	0.09	-0.01	0.07	0.09	0.08	0.05	0.01	0.10	0.04	0.03
集体企业	0.26	0.17	0.15	0.12	0.10	0.12	0.13	0.13	0.10	0.01	0.22	0.05	0.08
民营企业	1.09	0.64	0.57	0.44	0.09	0.37	0.43	0.39	0.26	0.12	0.42	0.18	0.14
其他企业	1.16	0.56	0.43	0.39	-0.22	0.36	0.44	0.47	0.36	0.09	0.73	0.36	0.28
外资企业	0.56	0.33	0.31	0.22	0.05	0.27	0.34	0.34	0.21	0.07	0.40	0.12	0.10

来源：wind，国金证券研究所

存量信贷中，国央企占比最高。中央国有企业/地方国有企业实际信贷规模年均占比分别为 46%/26%，合计 82%；其他企业/集体企业占比最低，合计年均占比不足 1%。从时序上看，中央国有企业实际信贷规模占比逐年下降，民营企业/公众企业占比呈上升趋势，截至 2023 年一季度，中央国有企业/民营企业/公众企业实际信贷规模占比为 38%/26%/7%，分别较 2010 年变动-17 百分点/+13 百分点/+2 百分点（图表 8）。

增量信贷中，国央企和民营企业占比较高。中央国有企业/地方国有企业/民营企业实际信贷增量年均占比分别为 33%/27%/30%，合计超 90%。2015 年前，国央企新增信贷投放占比较高，合计占比约 70%。2015 年起，民营企业实际信贷增量占比呈逐年提升趋势，超国央企成为最大新增信贷主体；2016 年中央国有企业新增信贷占比下跌 12 个百分点至 12%，此后逐渐回升，2023 年一季度上升 24 个百分点至 36%（图表 9）。

总体融资规模中，民营企业/地方国有企业信贷融资占各自总体融资规模比例较高（计算分母为：短期借款+应付短期债券+应付债券+应付账款+其他应付款+长期借款+应付票据+长期应付款）。民营企业/地方国有企业信贷融资年均占比分别为 65%/64%，高于信贷融资年均占比最低的公众企业 12 百分点/11 百分点。从时序上看，2020 年以来各所有制企业信贷融资占比整体回落（图表 10）。

图表8: 央企实际信贷存量占比最高

实际信贷规模占比 (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23
地方国有企业	24.70	25.00	26.45	26.31	26.18	26.86	26.41	26.52	26.39	26.90	26.62	26.36	26.26
中央国有企业	55.51	54.92	52.27	51.19	48.65	44.72	42.46	41.01	40.01	38.65	38.54	38.20	38.46
公众企业	4.99	4.80	4.79	4.85	6.17	6.94	7.02	7.45	7.84	7.76	7.68	7.35	7.31
集体企业	0.36	0.34	0.41	0.42	0.38	0.57	0.63	0.57	0.49	0.49	0.41	0.41	0.40
民营企业	13.27	13.79	14.81	15.92	17.25	19.38	21.88	23.01	23.89	24.87	25.41	26.40	26.30
其他企业	0.20	0.23	0.28	0.27	0.26	0.28	0.26	0.24	0.23	0.21	0.16	0.15	0.16
外资企业	0.96	0.92	0.98	1.04	1.11	1.25	1.33	1.20	1.14	1.13	1.17	1.13	1.11

来源: wind, 国金证券研究所

图表9: 央企和民营企业是新增信贷主体

实际信贷增量占比 (%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23
地方国有企业	23.57	26.52	36.55	25.28	24.91	32.57	23.44	27.92	24.84	31.18	23.23	23.71	25.97
中央国有企业	47.62	51.88	33.89	43.29	23.50	11.92	27.64	23.16	28.74	27.25	37.18	34.78	35.58
公众企业	6.19	3.83	4.73	5.26	19.20	13.38	7.57	12.68	12.30	7.06	6.74	3.97	7.22
集体企业	0.69	0.22	0.86	0.53	-0.03	2.12	1.06	-0.16	-0.40	0.43	-0.54	0.45	0.33
民营企业	20.56	16.45	21.94	24.00	30.43	37.20	38.22	36.84	33.95	33.09	32.11	36.33	29.80
其他企业	0.33	0.39	0.61	0.18	0.20	0.40	0.18	-0.02	0.11	-0.02	-0.43	0.07	0.19
外资企业	1.03	0.70	1.42	1.45	1.80	2.40	1.91	-0.42	0.46	1.02	1.72	0.68	0.90

来源: wind, 国金证券研究所

图表10: 民营企业/地方国有企业信贷融资占自身总体融资规模的比例较高

信贷/融资 (%)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23
地方国有企业	64.25	63.21	63.53	64.62	64.39	63.87	64.11	63.65	68.17	68.50	63.60	61.20	61.11	62.91
中央国有企业	62.36	61.31	62.44	61.19	60.67	59.67	57.35	57.01	63.90	62.62	56.50	54.56	53.07	55.09
公众企业	59.06	58.40	56.47	54.62	55.71	55.73	53.72	50.54	53.55	53.36	48.86	47.79	48.58	51.29
集体企业	49.89	53.56	52.18	54.80	57.11	56.08	61.86	63.04	65.78	61.85	57.47	50.39	52.14	52.91
民营企业	67.62	66.68	66.90	67.61	67.44	66.66	65.83	65.52	68.76	68.29	62.92	60.51	60.07	61.24
其他企业	66.95	64.19	70.54	71.69	70.79	71.42	71.84	68.61	67.83	65.10	61.38	52.03	45.88	47.65
外资企业	65.45	64.41	60.68	58.64	56.42	58.07	58.63	59.10	60.88	58.94	51.88	51.69	52.82	55.13

来源: wind, 国金证券研究所

5 capex 支出占比较大的行业, 对信贷反应滞后

信贷投入并非完全用于当期的经营生产, 还可能用于资产配置。例如, 1Q20 以来, 非金融上市企业资金空转现象不断加剧。第一, 现金等价物占总资产比例, 以及现金等价物和交易性金融资产之和占总资产比例不断上行, 持续至 3Q22。第二, CAPEX 占营收比例在 1Q23 之后比例明显下降。第三, 可交易性金融资产占比持续提高, 直到 3Q21 理财市场出现波动。在非金融企业的报表中, 银行存款和货币资金均计入现金及等价物, 包含结构性存款在内的银行理财则计入交易性金融资产。现金及等价物占比和交易性金融资产占比提高, 说明企业持币观望, 扩张较为保守。CAPEX 的营收占比则直接刻画了企业的投资行为和预期, 占比下降显示企业对未来投资回报的预期恶化。因此, 现金等价物/总资产和 CAPEX/支出占营收比例, 是一个硬币的两面, 历史走势中大致互为镜像。此外, 交易性金融资产占比上升则是购买银行理财产品规模扩大所致 (图表 12 和 13)。

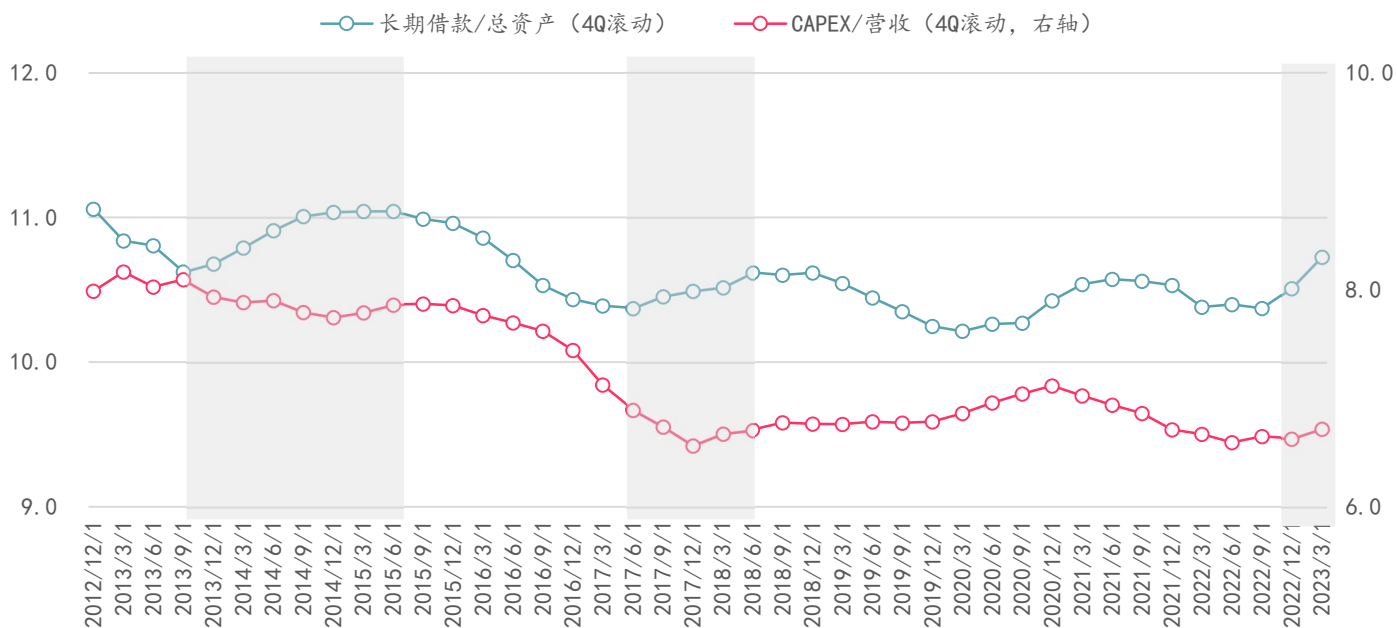
只有用于当期生产经营的新增信贷, 才能立即转化为产出。行业之间资本性支出占营收比例差异, 可能是导致某些行业在信贷高增期 GDP 增长反应滞后的原因。因此, 考察各行业资本性支出占营收比例进行验证 (图表 14)。

不同行业间资本性支出占营收比例分化。住宿和餐饮业/信息传输、计算机服务和软件业/建筑业/制造业资本性支出占营收年均比例较高, 分别为 2.7%/2.3%/1.9%/1.8%, 租赁和商务服务业年均比例最低, 仅为 0.9%。2020 年以来,

农林牧渔业资本性支出占营收比例略有回落。

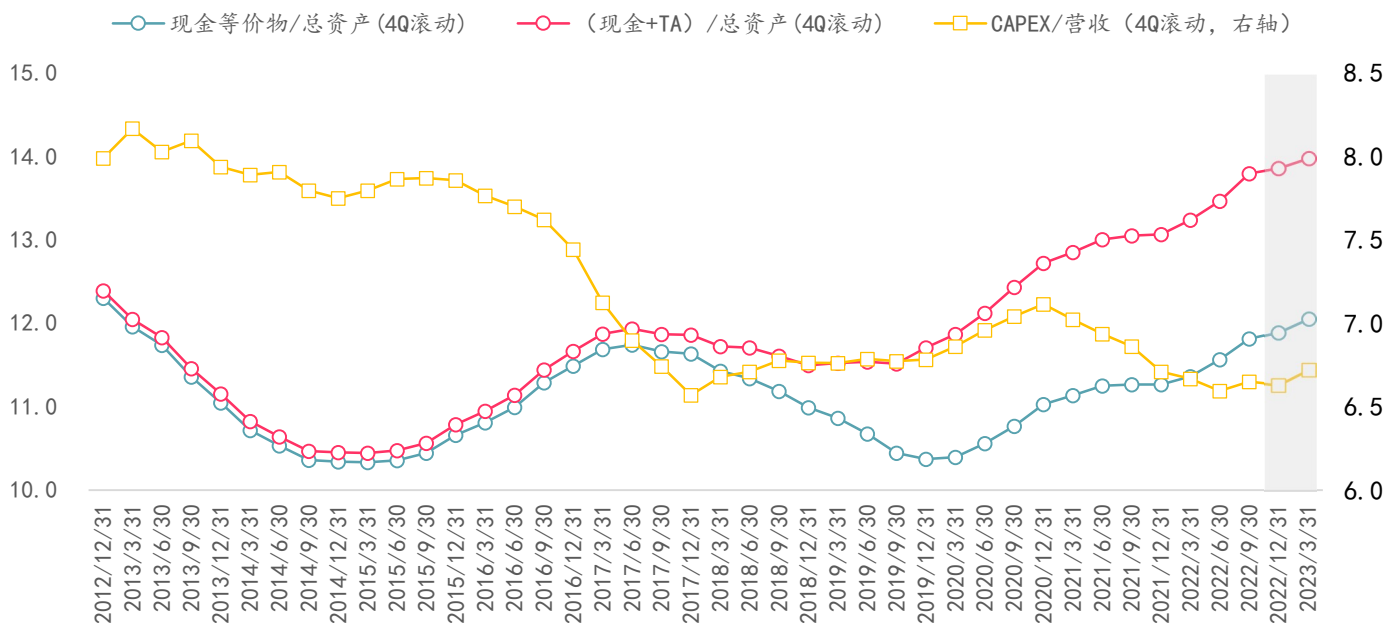
进一步，考虑各行业资本性支出占营收比例与其在信贷转化低效期内 GDP 增速回升滞后期的关系。在信贷转化低效期内，以信贷-GDP 增速走阔视为行业受到冲击，信贷拉升 GDP 效率走低；以信贷-GDP 增速收窄视为行业状态复苏，信贷转化率开始回升。将受到冲击直至状态复苏所经历的时间段定义为行业反应的滞后期（图表 13-15）。回归可得，资本性支出占营收比例越高的行业滞后期越长。2012-2016 年/2019-2020 年/2022 年至今三段信贷转化低迷期内，行业资本性支出占营收比例与其信贷转化效率恢复的滞后期呈正向相关关系，资本性支出占营收比例较高的行业反应较为滞后。制造业/建筑业/信息传输、计算机服务和软件业/住宿和餐饮业较为明显。但是需要注意的是，资本性支出占营收比例较高的行业，通常是固定资产占总资产比例较低的行业（图表 18）。而资本性支出占营收比例较低的行业，本身属于重资产行业，不需要持续构建固定资产，在经济下行时，反而会收缩长期投资，但是在面对信贷复苏时，反应灵敏。

图表 11：长期借款推动了 CAPEX/营收的提升，但历史数据显示信贷推动投资生产的过程存在时滞



来源：wind、国金证券研究所

图表 12：上市非金融企业中，资金空转问题自疫情以来持续存在，但投资意愿边际好转



来源：wind、国金证券研究所；注释：TA = 交易性金融资产

图表13: 各行业受到冲击和效率恢复的反应时长产生分化

GDP同比增速-40移动平均 (%)	农林牧渔业	工业: 制造业	工业: 其他	建筑业	交通运输、仓储和邮政业	信息传输、计算机服务和软件业	批发和零售业	住宿和餐饮业	房地产业	租赁和商务服务业	其他
2011	16.5		18.4	20.9	16.3		21.8	11.0	19.5		18.1
1Q12	16.4		16.0	19.3	14.5		20.5	11.5	14.9		17.9
1H12	14.1		12.8	17.3	12.8		18.5	11.5	11.8		17.0
3Q12	10.9		9.3	14.7	10.4		16.1	11.4	10.0		15.7
2012	10.3		7.2	12.4	8.8		14.0	11.4	10.5		14.8
1Q13	8.2		6.2	11.6	9.2		13.3	10.2	14.0		14.0
1H13	7.3		5.7	11.0	8.9		12.9	9.3	15.6		13.6
3Q13	8.0		6.0	10.6	9.7		13.0	8.2	15.8		13.6
2013	7.6		6.4	10.8	9.6		12.9	7.3	15.1		13.8
1Q14	6.9		6.1	11.2	9.2		13.0	7.9	12.3		13.6
1H14	7.4		6.2	11.5	9.7		13.1	8.6	10.6		13.3
3Q14	6.8		5.9	11.5	9.4		12.8	9.2	8.7		13.2
2014	5.2		4.9	11.2	9.5		12.3	9.8	7.8		13.0
1Q15	5.0		-17.3	10.3	9.3		10.8	9.6	7.4		6.0
1H15	5.0		-40.0	8.8	8.5		9.3	9.4	8.8		-1.2
3Q15	4.0		-62.5	7.0	7.8		8.1	9.5	10.8		-8.1
2015	4.3		-84.7	5.6	7.0		7.2	9.6	11.7		-15.4
1Q16	6.6	1.6	-65.3	4.9	6.4	14.4	7.4	9.9	14.9	17.2	-8.1
1H16	6.4	2.7	-45.1	5.5	6.6	13.9	7.7	10.3	15.6	17.9	-0.7
3Q16	6.4	3.5	-23.3	6.5	7.0	14.3	8.1	10.3	16.7	17.5	6.2
2016	5.8	4.9	0.8	7.5	8.1	14.9	8.8	10.6	17.5	18.9	13.7
1Q17	2.4	7.6	7.5	9.2	9.9	15.1	9.5	10.7	16.6	18.7	13.4
1H17	1.2	9.4	12.9	10.4	11.3	15.9	10.0	10.7	16.2	18.0	13.3
3Q17	1.7	11.0	15.5	11.5	12.4	16.8	10.2	10.7	14.4	18.5	13.4
2017	2.7	11.7	15.3	12.4	12.4	18.3	10.1	10.7	14.3	17.3	13.0
1Q18	4.1	11.1	12.2	13.2	11.4	20.0	10.0	10.4	13.8	17.8	13.0
1H18	4.6	11.0	10.2	13.2	10.2	21.4	9.9	10.2	13.8	18.2	12.6
3Q18	3.6	10.5	9.6	12.8	9.3	21.9	9.9	10.0	14.3	17.7	12.4
2018	4.2	9.5	9.4	13.3	8.7	20.7	9.6	9.7	13.3	16.7	12.3
1Q19	3.7	8.1	8.3	12.0	7.9	20.2	8.8	9.3	12.0	14.7	11.8
1H19	5.5	6.5	8.1	11.1	7.3	19.0	8.3	8.9	10.6	12.7	11.5
3Q19	7.6	4.5	6.9	10.4	6.5	17.3	7.7	8.6	9.9	11.3	11.1
2019	8.1	3.3	5.7	8.3	5.3	16.2	7.6	8.4	9.0	10.7	10.8
1Q20	11.5	-0.6	4.6	1.6	-0.6	13.0	2.2	-3.1	5.4	7.0	8.3
1H20	11.4	-1.0	0.9	0.8	-3.2	12.4	1.0	-10.0	4.2	3.9	6.1
3Q20	12.1	-0.4	-1.6	0.3	-5.4	13.3	0.5	-13.8	3.8	0.6	4.5
2020	11.6	0.4	-2.6	0.4	-5.0	14.6	-0.0	-15.6	4.0	-0.8	3.3
1Q21	10.3	10.8	0.8	11.2	7.8	17.9	10.6	5.5	11.7	4.3	6.3
1H21	9.7	15.0	7.6	12.1	14.9	18.8	13.2	15.7	12.4	8.9	8.4
3Q21	8.0	17.5	14.7	11.8	19.8	18.6	14.7	19.7	9.5	13.4	9.0
2021	7.5	19.6	24.1	11.3	20.6	16.5	15.6	21.4	6.4	15.5	9.5
1Q22	4.0	15.4	27.2	7.0	13.6	14.1	10.5	10.2	-0.3	13.3	8.1
1H22	3.6	12.0	27.3	6.2	7.5	10.8	7.6	3.7	-3.9	8.9	5.9
3Q22	5.2	9.8	24.9	6.7	4.6	8.3	6.0	2.3	-4.0	6.4	5.7
2022	5.2	6.3	15.9	6.4	2.7	7.7	4.1	-0.8	-4.4	4.3	5.4
1Q23	7.4	3.1	9.8	5.6	4.3	7.7	4.0	2.7	-3.0	4.1	5.0
1H23	6.8	1.8	2.6	5.4	7.4	9.6	5.4	9.1	-0.7	8.7	6.4

来源: wind, 国金证券研究所

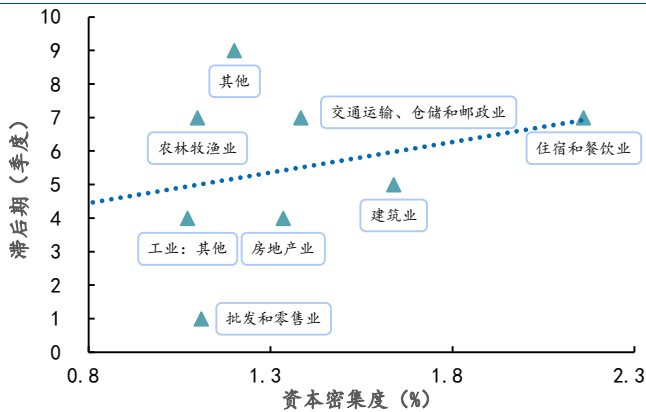
注: 工业: 其他包括采矿业/电力、热力、燃气及水生产和供应业; 其他包括科学研究、技术服务和地质勘查业/水利、环境和公共设施管理业/居民服务和其他服务业/教育/卫生、社会保障和社会福利业/文化、体育和娱乐业。

图表14: 住宿餐饮业资本性支出占营收年均比例最高, 租赁和商务服务业年均比例最低

资本性支出占营收比例 (%)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23
农林牧渔业	0.05	0.26	0.71	0.71	1.20	1.30	1.58	1.72	1.90	2.25	1.80	1.12	1.11	1.41
工业: 制造业	0.06	0.41	0.86	1.07	1.46	1.81	1.91	2.08	2.24	2.51	3.14	2.63	2.88	6.32
工业: 其他	0.05	0.33	0.65	0.79	1.06	1.27	1.60	1.69	1.66	1.76	2.13	1.73	1.75	3.95
建筑业	0.06	0.44	1.06	1.35	1.61	1.97	2.20	2.20	2.14	2.61	3.58	3.01	2.40	5.58
交通运输、仓储和邮政业	0.06	0.45	0.92	1.31	1.30	1.43	1.95	1.93	2.08	2.29	3.17	2.33	2.82	6.83
信息传输、计算机服务和软件业	0.06	0.45	1.04	1.29	1.73	2.18	2.32	2.57	2.69	3.18	4.11	3.65	4.34	8.65
批发和零售业	0.06	0.30	0.78	0.94	1.30	1.23	1.30	1.59	1.40	1.77	2.18	1.53	1.81	4.13
住宿和餐饮业	0.07	0.51	1.22	1.25	2.21	2.84	3.28	3.87	3.85	3.33	4.40	3.16	4.46	14.57
房地产业	0.06	0.38	0.88	1.01	1.28	1.62	1.89	1.95	2.09	2.30	3.31	2.66	2.70	5.66
租赁和商务服务业	0.07	0.00	1.06	0.00	0.51	0.59	0.76	1.39	1.49	0.95	1.55	1.30	1.40	3.19
其他	0.05	0.32	0.79	0.96	1.36	1.45	1.45	1.47	1.50	1.63	1.82	1.38	1.84	4.32

来源: wind, 国金证券研究所

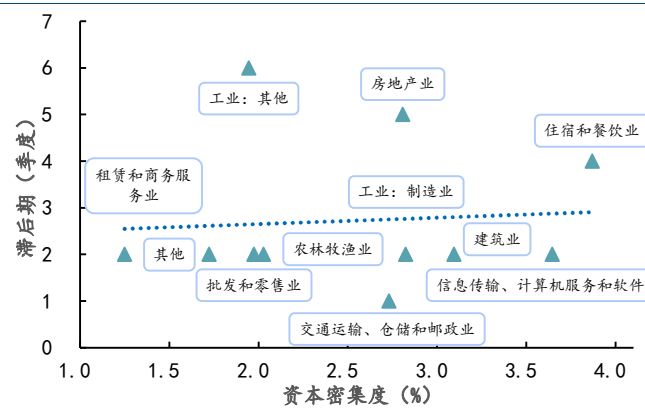
图表15: 资本性支出占比—滞后期数正相关(2012-2016)



来源: wind, 国金证券研究所

注: 信贷-GDP 环比变动<-5 个百分点视为 GDP 增速复苏, 滞后期为信贷-GDP 环比变动>0 至 GDP 增速复苏的季度数

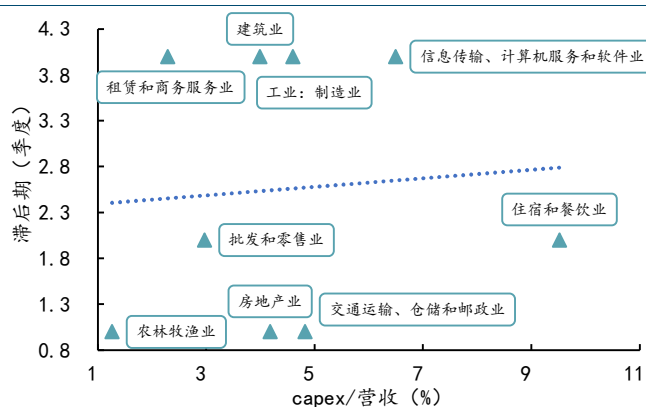
图表16: 资本性支出占比—滞后期数正相关(2019-2020)



来源: wind, 国金证券研究所

注: 信贷-GDP 环比变动<-5 个百分点视为 GDP 增速复苏, 滞后期为信贷-GDP 环比变动>0 至 GDP 增速复苏的季度数

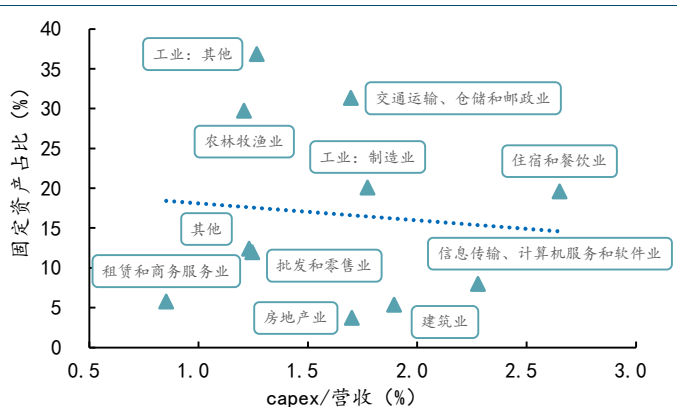
图表17: 资本性支出占比—滞后期数正相关(2022 至今)



来源: wind, 国金证券研究所

注: 信贷-GDP 环比变动<-5 个百分点视为 GDP 增速复苏, 滞后期为信贷-GDP 环比变动>0 至 GDP 增速复苏的季度数

图表18: 资本性支出占比—固定资产占比负相关

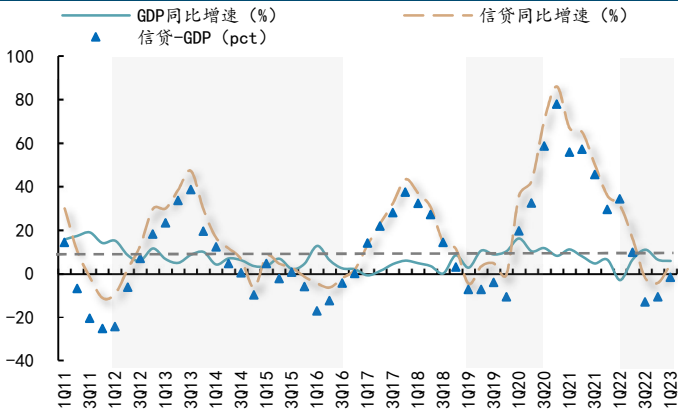


来源: wind, 国金证券研究所

注: 2022 年年报数据

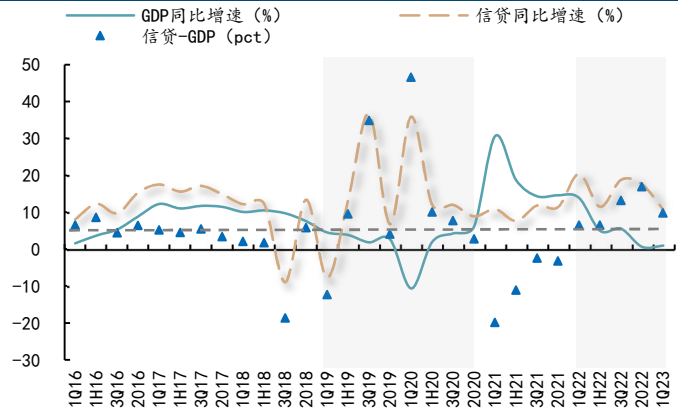
附录

图表19: 农林牧渔业



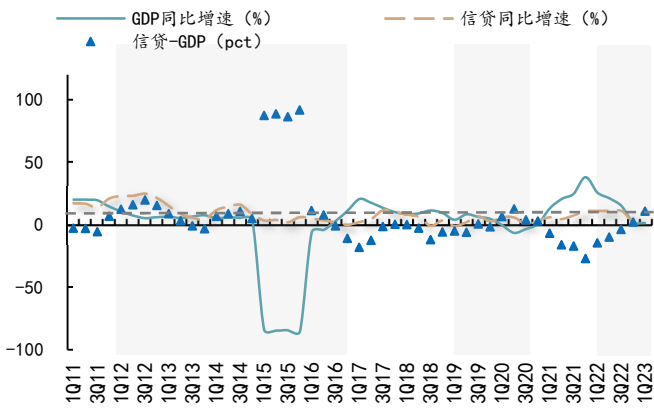
来源: wind, 国金证券研究所

图表20: 制造业



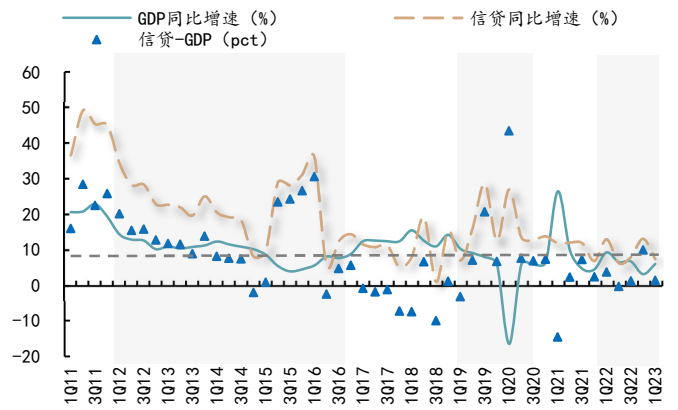
来源: wind, 国金证券研究所

图表21: 工业: 其他



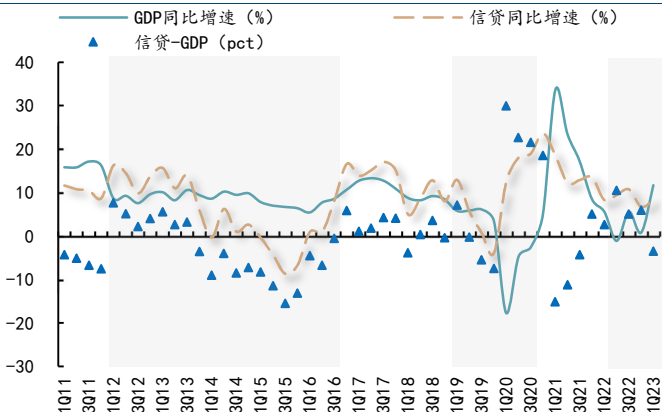
来源: wind, 国金证券研究所

图表22: 建筑业



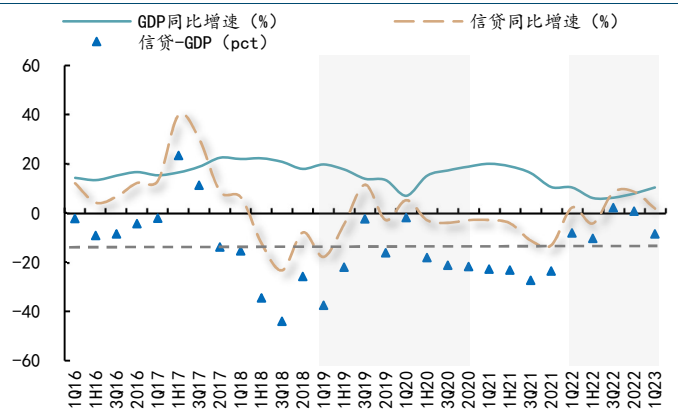
来源: wind, 国金证券研究所

图表23: 交通运输、仓储和邮政业



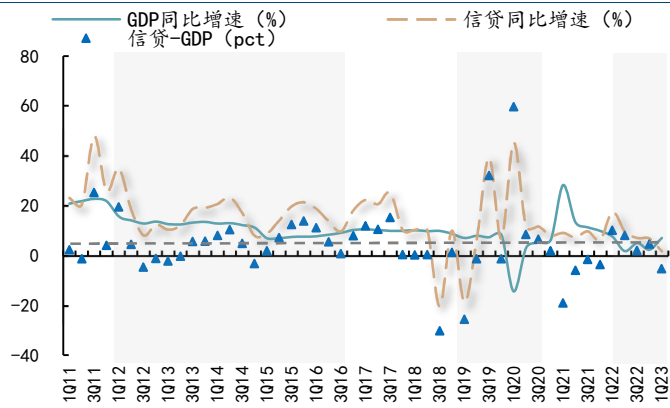
来源: wind, 国金证券研究所

图表24: 信息传输、计算机服务和软件业



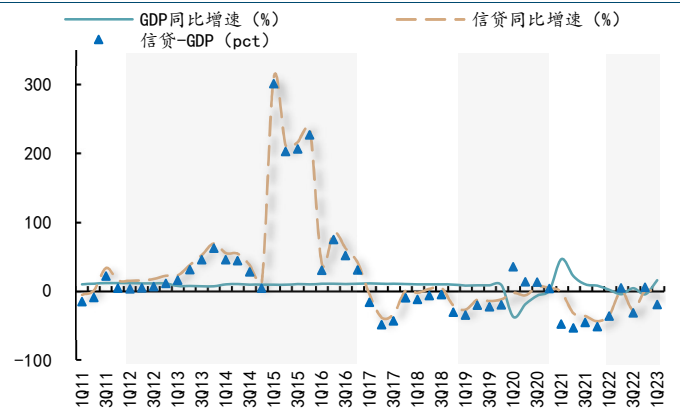
来源: wind, 国金证券研究所

图表25: 批发和零售业



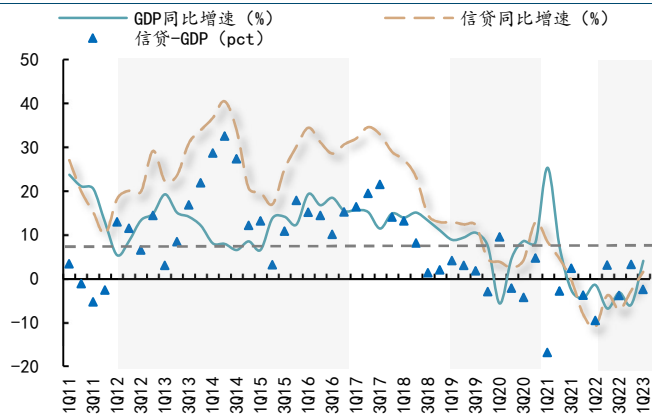
来源: wind, 国金证券研究所

图表26: 住宿和餐饮业



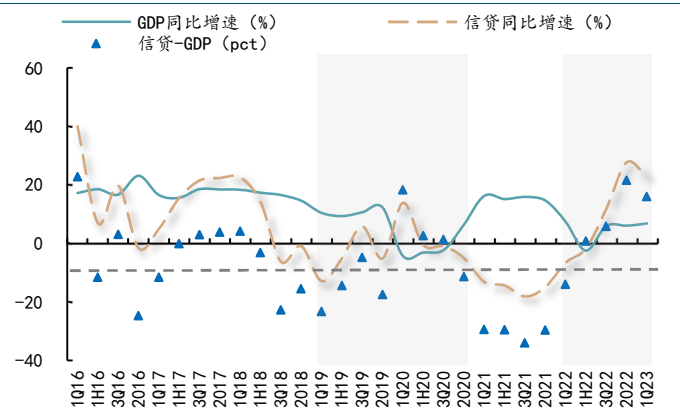
来源: wind, 国金证券研究所

图表27: 房地产业



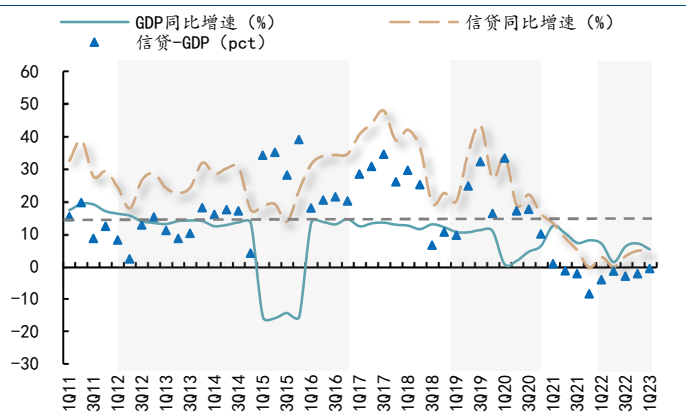
来源: wind, 国金证券研究所

图表28: 租赁和商务服务业



来源: wind, 国金证券研究所

图表29: 其他行业



来源: wind, 国金证券研究所

风险提示

宏观经济超预期收缩：宏观经济超预期收缩不仅对信贷增速和资产质量形成压制，且会引致市场对银行股的悲观预期陷入负向循环。

贷款质量超预期恶化：如果外生冲击导致资产质量严重恶化，公司需要提高拨备，净利润将受到严重侵蚀。

计算过程低估了政策扰动：不同时间段的产业政策，扰动了复苏周期，导致计算结果偏差。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806