

第一季度的钱去哪儿了？

一季度社融创新高，结构特征、资金流向、以及会带来怎样经济效应？供参考。

■ 一季度融资结构特征？政府债券发行前置，企业端结构待改善，居民需求弱

一季度社融创新高，政府债券、人民币贷款等为主要贡献项。一季度新增社融达12万亿元、同比增长16.8%，创新高。分项中，政府债券同比多增9215亿元、贡献新增社融同比增量的53%，人民币贷款和企业债券同比增量居次，分别为4292亿元和4020亿元，共同带动社融存量增速较去年底企稳回升至10.6%。

结构来看，政府债券发行前置，企业贷款创新高、结构尚待改善，居民长短贷纷纷走弱。一季度政府债券融资1.58万亿元、远高于2021年同期的0.66万亿元，主因专项债发行前置。贷款分项中，一季度企业贷款近7万亿元、主因短期贷款和票据融资冲量，而中长贷同比减少5200亿元左右；居民端贷款明显回落，中长贷、短贷同比纷纷减少，或与购房行为、消费活动走弱等因素有关。

■ 第一季度的“钱”主要流向？基建链融资较集中，部分此前较弱行业融资改善

债券融资向基建链倾斜，专项债对社会事业支持也在加大，信用债中地产、商贸等融资改善。专项新券投向基建占比自1月的38%抬升至2月的54%、3月维持53%的高位，投向社会事业占比逐月抬升、3月达20.6%。信用债中，建筑装饰、交通运输和公用事业等基建链融资居前，合计超5600亿元、占比近55%；地产、商贸、钢铁等行业信用债融资明显回暖、而2021年一季度融资均为负。

贷款分行业中，基础设施一季度需求超季节性高增，制造业贷款需求延续改善。一季度制造业、基础设施贷款需求指数回升，尤其是基础设施环比抬升6.5个百分点、高于近3年同期的4.1个百分点。存量增速中，一季度基础设施和制造业中长贷增速虽较2021年底回落，但仍维持近年高位，分别为13.2%和29.5%。

■ 融资特征，带来的经济效应？为稳增长提供资金支持的同时，引导产业转型

稳增长加码下，资金向基建等领域倾斜、为相关项目提供配套支持。新的下行压力加大下，稳增长诉求进一步升温，不断夯实政策底。地方债发行前置，信用债融资向基建等领域倾斜等，为稳增长提供资金支持。资金支持下，以重大项目为代表的基建、产业等项目，加快开工和施工，例如，前两个月，我们统计的近四千个专项债项目显示，新开工项目占比为38.4%、较去年底抬升8.4个百分点。

加强基建支持的同时，注重产业引导，兼顾短期需求对冲和中长期产业转型升级。一季度投向基建的专项债中，支持市政产业园建设比例最高、33.5%。从产业园类型来看，智能高科技、新材料、绿色转型等为专项债重点支持领域，相关基建配套投资占比超七成，其中，智能高科技占比居前、达22.4%。重申观点：稳增长，已从第一步的货币宽松、相关融资增多，转向第二步的实体需求改善。伴随疫情影响的逐步消退、稳增长效果显现，“经济底”在即，不必过于悲观。

风险提示：政策效果不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

1、一季度的钱去哪儿了？	4
1.1、一季度的融资结构有何特征？	4
1.2、一季度的“钱”主要流向？	5
1.3、融资特征，带来的经济效应？	7
2、流动性跟踪	9
3、高频数据跟踪	10
风险提示：	14

图表目录

图表 1: 年初新增社融明显多增	4
图表 2: 2022 年一季度社融 12 万亿元、创新高	4
图表 3: 分项中，贷款、政府债券为主要贡献项	4
图表 4: 政府债券存量增速远高于社融存量增速	4
图表 5: 政府债券发行明显前置	5
图表 6: 一季度专项债发行占比超 36%	5
图表 7: 一季度企业贷款规模创新高	5
图表 8: 企业贷款结构尚待改善，居民贷款分项均走弱	5
图表 9: 一季度专项债投向中，基建占比近一半	6
图表 10: 专项债对基建支持维持高位，社会事业增加	6
图表 11: 信用债融资也向基建倾斜，地产、商贸改善	6
图表 12: 信用债用于偿债比例下降，补充营运抬升	6
图表 13: 一季度，制造业、基础设施贷款需求回升	7
图表 14: 其中，基础设施贷款需求明显高于以往	7
图表 15: 制造业、基础设施中长期贷款增速维持高位	7
图表 16: 年初以来，稳增长诉求不断抬升	8
图表 17: 专项债新项目开工比例较 2021 下半年抬升	8
图表 18: 专项债投向基建中，市政产业园占比高	8
图表 19: 产业园项目中，智能高科技等占比高	8
图表 20: 部分地区疫情反复对产需仍有阶段性影响	9
图表 21: 专项债撬动外部资金或相对较少	9
图表 22: 资金净回笼，公开市场缩量	9
图表 23: 下周将有 600 亿元资金回笼	9
图表 24: 货币市场利率整体回落	10
图表 25: SHIBOR 利率普遍回落	10
图表 26: 炼油开工率回升	10
图表 27: 唐山钢厂高炉开工率回落	10

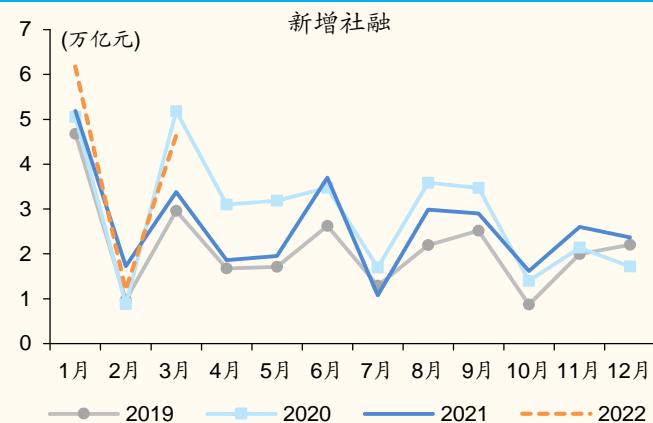
图表 28: 螺纹钢开工率回落.....	11
图表 29: 国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率回落.....	11
图表 30: 钢价指数小幅回落.....	11
图表 31: 石油沥青开工率回升.....	11
图表 32: 水泥价格指数小幅回落.....	11
图表 33: 玻璃期货价格回落.....	11
图表 34: 30 大中城商品房成交面积略有回暖.....	12
图表 35: 30 大中城商品房一线城市成交面积回升.....	12
图表 36: 30 大中城商品房二线城市成交面积回升.....	12
图表 37: 30 大中城商品房三线城市成交面积回升.....	12
图表 38: 整车货运流量指数回暖.....	13
图表 39: 快递企业中心吞吐量指数回升.....	13
图表 40: 中国出口集装箱运价指数回升.....	13
图表 41: 海运指数回升.....	13
图表 42: 农业部猪肉平均批发价小幅上涨.....	13
图表 43: 农业部 28 种重点监测蔬菜价格回落.....	13
图表 44: 农业部 7 种重点水果价格上涨.....	14
图表 45: 36 个城市鸡蛋平均零售价上涨.....	14

1、一季度的钱去哪儿了？

1.1、一季度的融资结构有何特征？

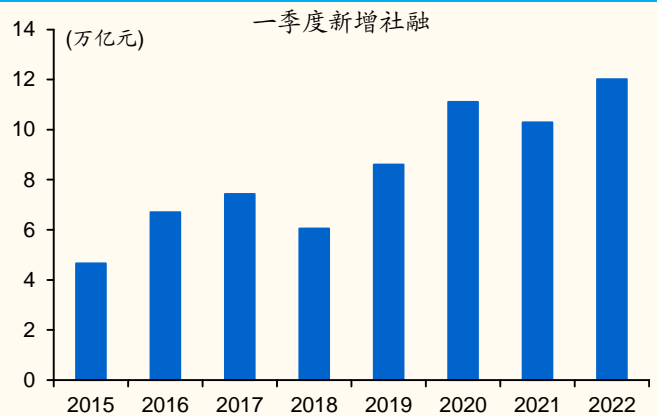
一季度社融创新高，政府债券、人民币贷款等为主要贡献项。一季度新增社融达 12 万亿元、同比增长 16.8%，创近年新高。分项中，政府债券同比多增 9215 亿元、贡献新增社融同比增量的 53%，人民币贷款和企业债券同比增量居次，分别为 4292 亿元和 4020 亿元，带动社融存量增速企稳回升至 10.6%、较 2021 年底抬升 0.3 个百分点。

图表 1：年初新增社融明显多增



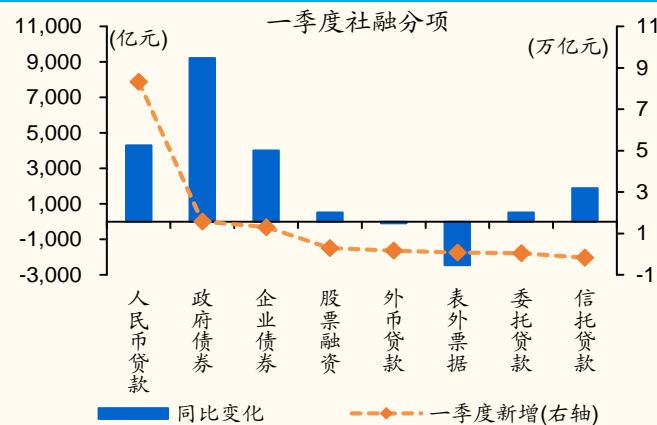
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：2022 年一季度社融 12 万亿元、创新高



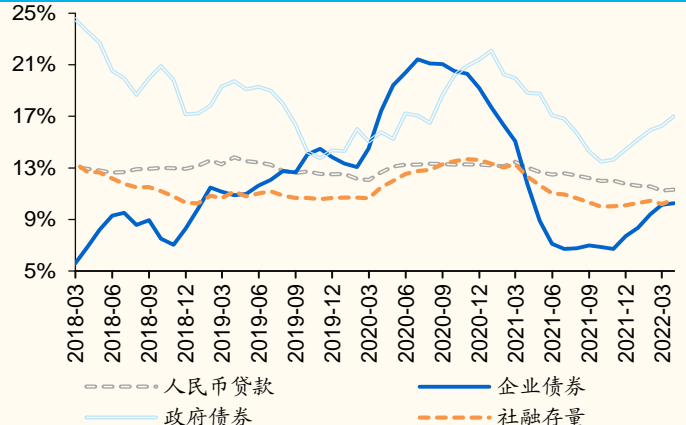
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：分项中，贷款、政府债券为主要贡献项



来源：Wind、国金证券研究所

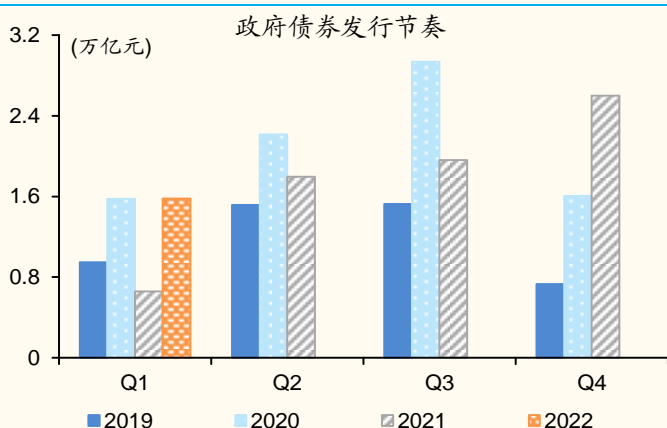
图表 4：政府债券存量增速远高于社融存量增速



来源：Wind、国金证券研究所

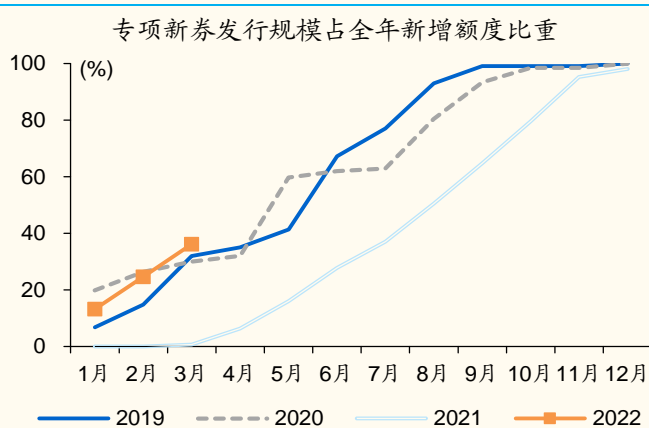
政府债券发行前置、一季度专项债发行占比超 34%，提前批专项债额度几近用完。一季度政府债券融资 1.58 万亿元、远高于 2021 年同期的 0.66 万亿元，主因专项债发行前置。其中，一季度专项新券发行 1.25 万亿元、占新增专项债额度的 34.3%，而近三年一季度发行平均占比均值为 21%，2021 年 12 月提前下达的新增专项债额度仅剩下 14% 左右。

图表 5: 政府债券发行明显前置



来源: Wind、国金证券研究所

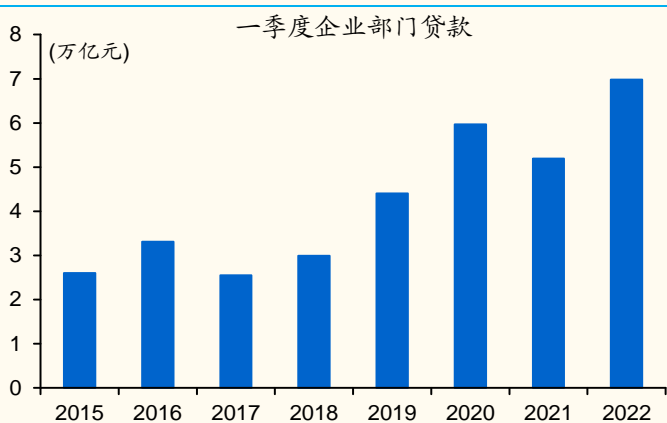
图表 6: 一季度专项债发行占比超 36%



来源: Wind、国金证券研究所

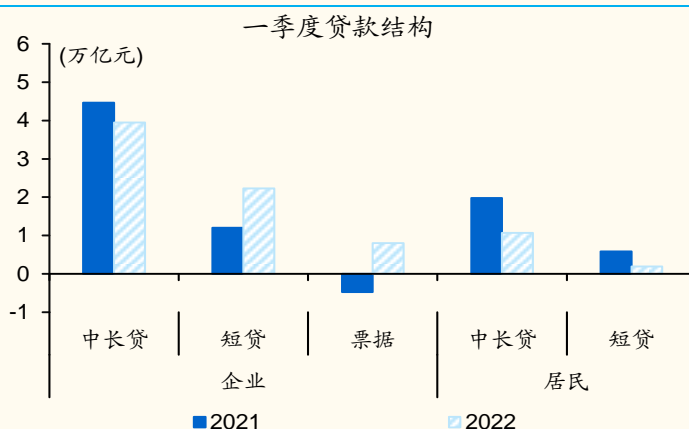
企业贷款明显增长、结构尚待改善,居民短贷、中长贷纷纷走弱。分部门来看,一季度企业贷款近 7 万亿元、创新高,主因短期贷款和票据融资冲量、两者合计新增 3 万亿元,而中长贷同比减少 5200 亿元至 4 万亿元左右,或一定程度反映实体融资需求尚待改善。一季度居民贷款明显回落,中长贷、短贷同比纷纷减少,或与购房行为、消费活动走弱等因素有关。

图表 7: 一季度企业贷款规模创新高



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 企业贷款结构尚待改善,居民贷款分项均走弱

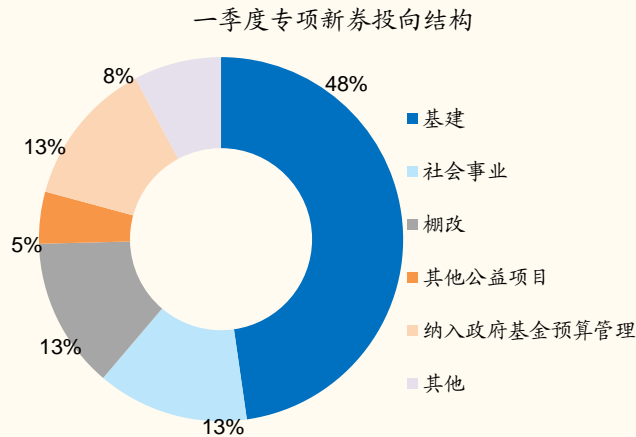


来源: Wind、国金证券研究所

1.2、一季度的“钱”主要流向?

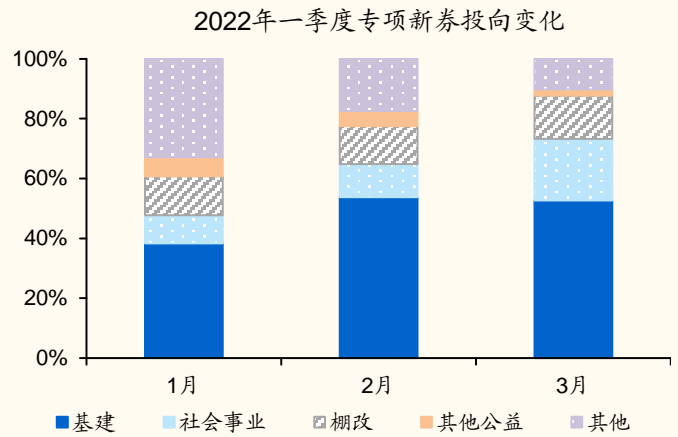
专项债对基建支持的比例抬升、单月一度达 54%,对社会事业支持力度也在加大。一季度专项新券投向基建占比最大、48%,以民生医疗为代表社会事业占比居次、13.5%,棚改占比也比较多、13.4%。动态来看,专项新券投向基建占比自 1 月的 38% 抬升至 2 月的 54%、3 月维持 53% 的高位;社会事业占比逐月抬升、3 月一度达 20.6%;棚改领域占比相对稳定、13% 至 14% 间徘徊。

图表 9: 一季度专项债投向中, 基建占比近一半



来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 专项债对基建支持维持高位, 社会事业增加

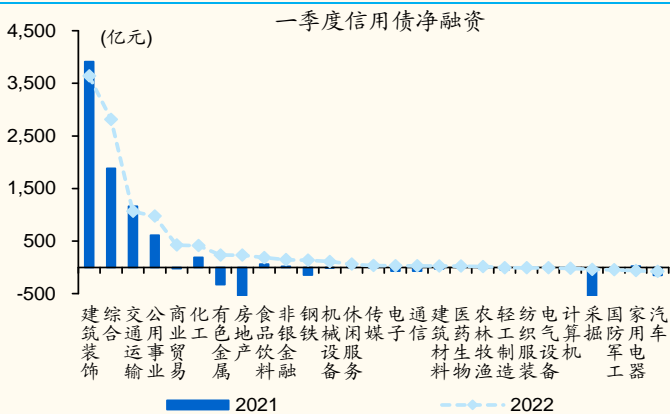


来源: Wind、国金证券研究所

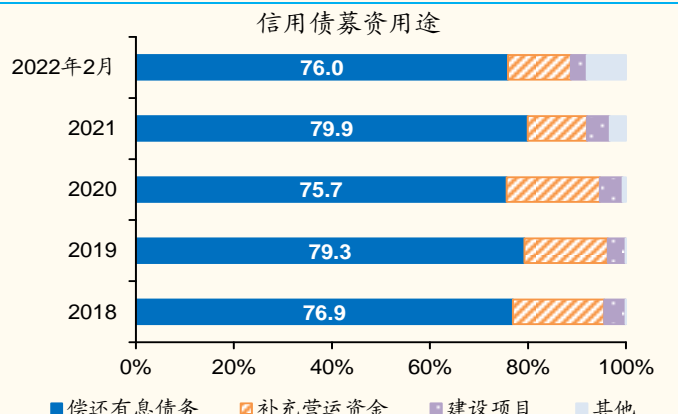
信用债融资也向基建领域倾斜, 地产、商贸等行业融资改善, 募资用于建设项目比例抬升。一季度 7 成以上行业的信用债融资为正, 而 2021 年信用债融资为正的行业不足 4 成。分行业来看, 建筑装饰、交通运输和公用事业等基建链行业融资居前, 合计融资超 5600 亿元、占比近 55%; 地产、商贸、钢铁等行业信用债融资明显回暖、2021 年同期均为负。从新发债券的募资用途来看, 一季度用于偿还有息债务和建设项目的比重分别较 2021 年回落 4 个百分点和 1 个百分点, 用于补充营运资金的比重抬升、0.7 个百分点。

图表 11: 信用债融资也向基建倾斜, 地产、商贸改善

图表 12: 信用债用于偿债比例下降, 补充营运抬升



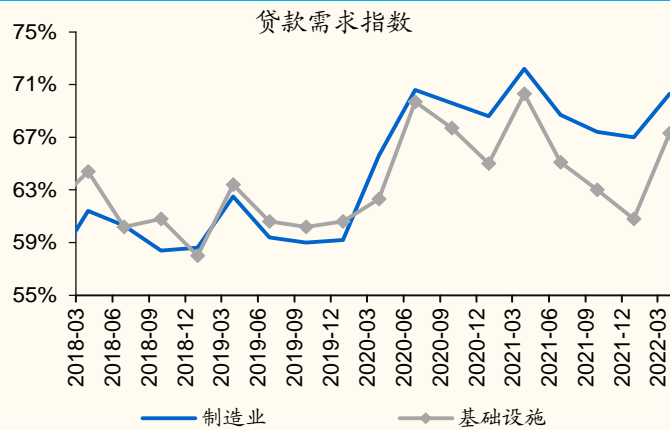
来源: Wind、国金证券研究所



来源: Wind、国金证券研究所

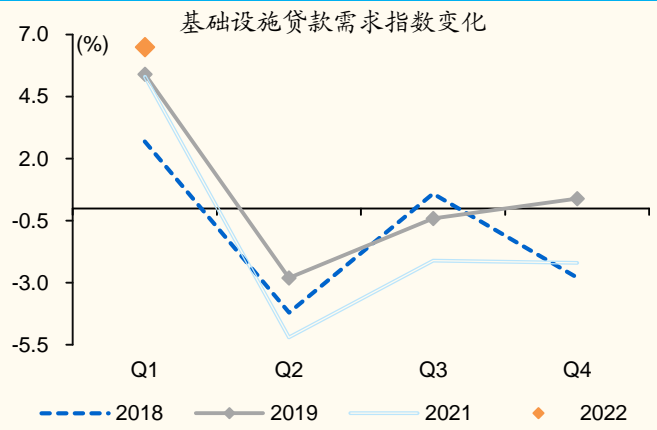
贷款分行业中, 基础设施一季度需求超季节性高增, 制造业贷款需求延续改善。一季度制造业、基础设施贷款需求指数回升, 尤其是基础设施环比抬升 6.5 个百分点、明显高于近 3 年同期为 4.1 个百分点。从中长期贷款余额增速也可看出, 一季度基础设施和制造业中长贷增速虽较 2021 年底均有回落, 但依然维持近年高位, 分别为 13.2%和 29.5%。

图表 13: 一季度, 制造业、基础设施贷款需求回升



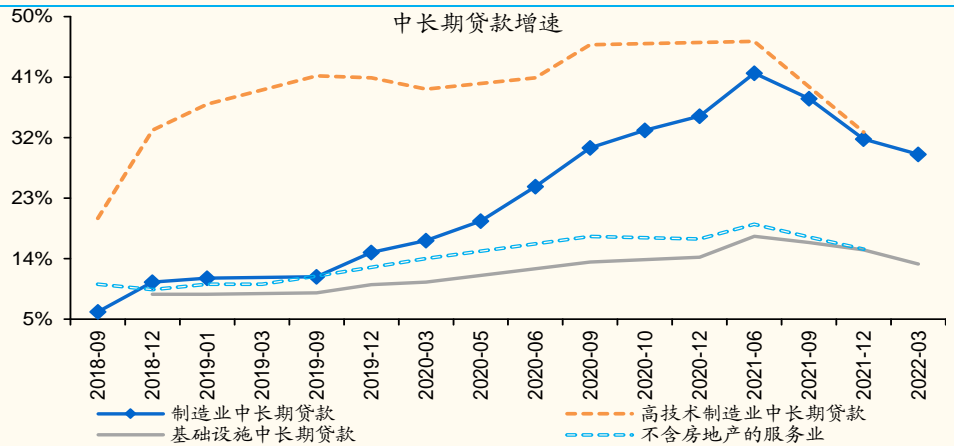
来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 其中, 基础设施贷款需求明显高于以往



来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 制造业、基础设施中长期贷款增速维持高位



来源: Wind、国金证券研究所

1.3、融资特征, 带来的经济效应?

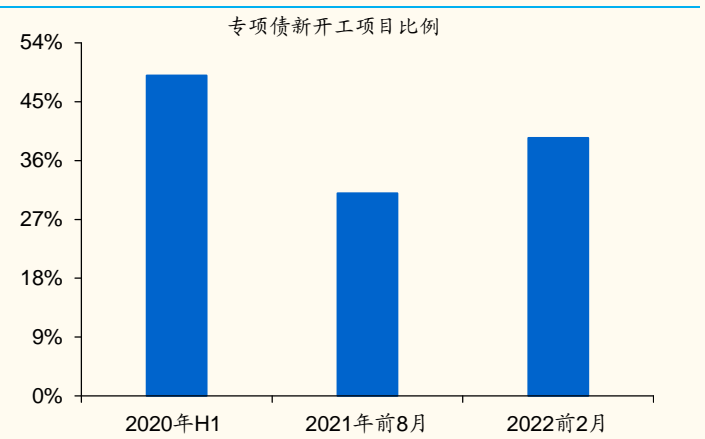
稳增长加码下, 资金向基建等领域倾斜、为相关项目提供配套支持。新的下行压力进一步加大下, 稳增长诉求进一步升温, 不断夯实政策底。地方债发行前置, 信用债融资向基建等领域倾斜等, 为稳增长提供资金支持。资金支持下, 以重大项目为代表的基建、产业等项目, 加快开工和施工, 例如, 前两个月, 我们统计的近四千个专项债项目显示, 新开工项目占比为 38.4%、较去年年底抬升 8.4 个百分点 (详情参见《专项债稳增长, 今年有何新变化?》)。

图表 16: 年初以来, 稳增长诉求不断抬升

时间	事件	主要内容
2021年12月	中央经济工作会议	着力稳定宏观经济大盘...政策发力适当靠前...要保证财政支出强度, 加快支出进度... 适度超前开展基础设施投资。
2022年3月	政府工作报告	我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力...着力稳定宏观经济大盘...政策发力适当靠前... 强化跨周期和逆周期调节 , 为经济平稳运行提供有力支持。
2022年3月	金融委会议	统筹疫情防控和经济社会发展, 保持经济运行在合理区间... 切实振作一季度经济 , 货币政策要主动应对...
2022年3月	国常会	经济下行压力进一步加大...一季度 、上半年保持经济平稳运行, 对实现全年目标至关重要...把稳增长放在更加突出的位置 , 统筹稳增长、调结构、推改革, 稳定经济的政策早出快出...抓紧下达剩余专项债额度...合理扩大专项债使用范围。
2022年4月	国常会	国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期...国内疫情近期多发, 市场主体困难明显增加, 经济循环畅通遇到一些制约, 新的下行压力进一步加大...把稳增长放在更加突出的位置。

来源: 政府网站、国金证券研究所

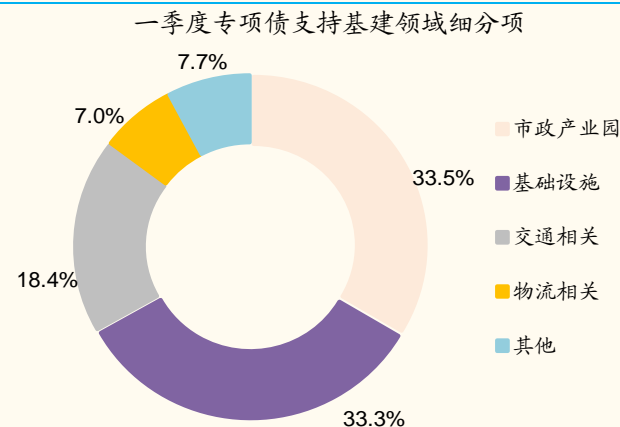
图表 17: 专项债新项目开工比例较 2021 下半年抬升



来源: 中国债券信息网、国金证券研究所

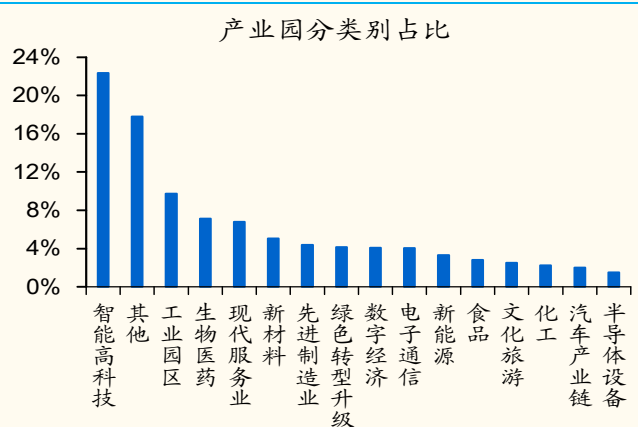
加强基建支持的同时, 注重产业引导, 兼顾短期需求对冲和中长期产业转型升级。一季度投向基建的专项债中, 支持市政产业园建设的比例最高、33.5%。从产业园类型来看, 智能高科技、生物医药、新材料、绿色转型、数字经济等为专项债重点支持领域, 相关基建配套投资占比超七成, 其中, 智能高科技、生物医药等占比居前, 分别达 22.4%和 7.1%, 先进制造业和绿色转型升级领域也相对较高, 分别为 4.4%和 4.2%。

图表 18: 专项债投向基建中, 市政产业园占比高



来源: Wind、国金证券研究所

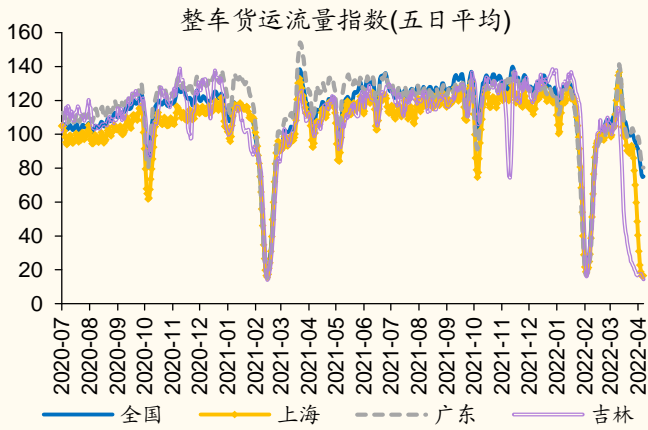
图表 19: 产业园项目中, 智能高科技等占比高



来源: Wind、国金证券研究所

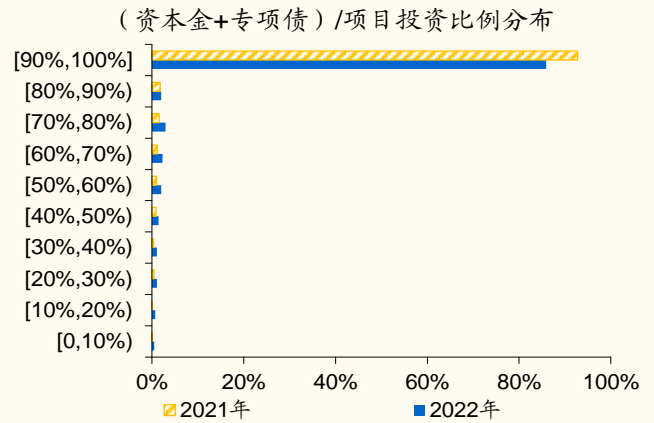
重申观点: 稳增长第二步走进行中, “经济底”在即, 不必过于悲观。稳增长, 已从第一步的货币宽松、稳增长相关融资增多, 逐步向第二步的实体需求改善过渡。后续还需跟踪部分地区疫情反复的阶段性干扰, 以及后续配套资金和项目可能存在的掣肘 (详情参见《稳增长“三步走”》、《专项债稳增长, 今年有何新变化》、《从专项债变化, 看基建发力的线索》)。

图表 20: 部分地区疫情反复对产需仍有阶段性影响



来源: Wind、国金证券研究所

图表 21: 专项债撬动外部资金或相对较少

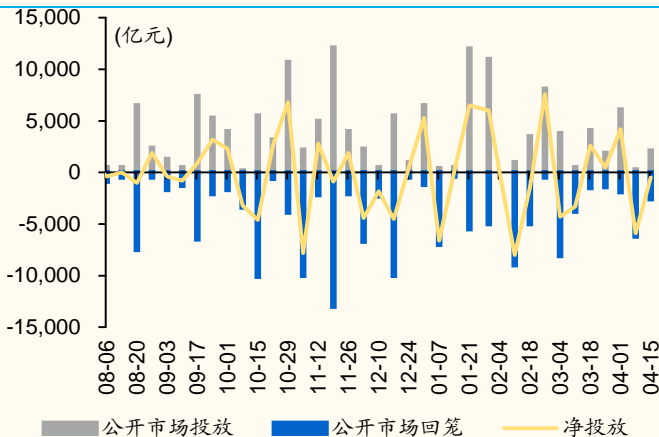


来源: 中国债券信息网、国金证券研究所

2、流动性跟踪

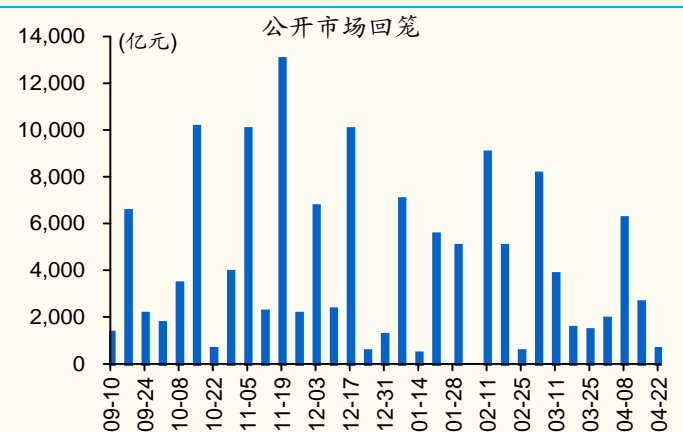
资金净回笼，公开市场缩量。上周（4月11日-4月15日）资金净回笼500亿元，其中7天逆回购投放600亿元、到期400亿元，MLF等额续作1500亿元，国库定存到期700亿元。下周（4月18日-4月22日）将有600亿元7天逆回购到期。

图表 22: 资金净回笼，公开市场缩量



来源: Wind、国金证券研究所

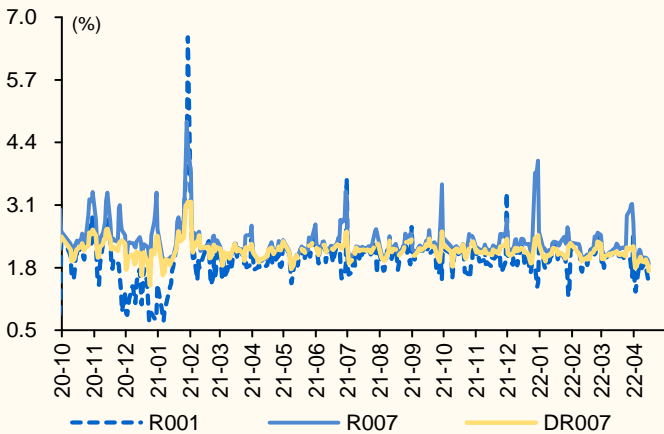
图表 23: 下周将有 600 亿元资金回笼



来源: Wind、国金证券研究所

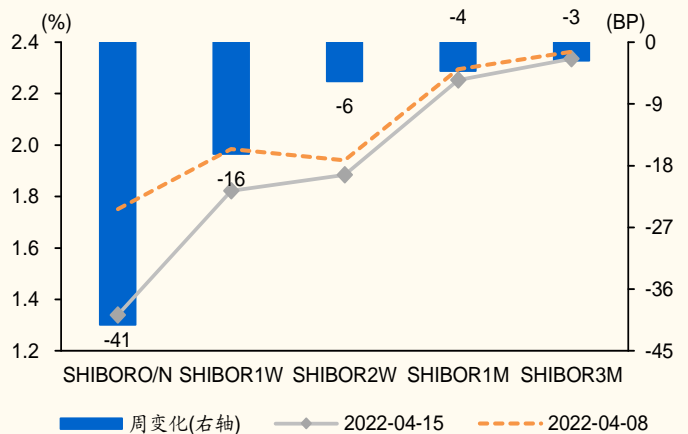
货币市场利率整体回落。R001、R007、R014、R1M 和 R3M 分别较前周回落 38.6BP、13.8BP、5.4BP、2.9BP 和 1.9BP 至 1.4%、1.87%、2.05%、2.38%和 2.49%，DR007 较前周回落 21BP 至 1.73%；SHIBOR 隔夜、1 周、2 周、1 个月和 3 个月分别较前周回落 41BP、16BP、6BP、4BP 和 3BP 至 1.34%、1.82%、1.88%、2.25%和 2.34%。

图表 24: 货币市场利率整体回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 25: SHIBOR 利率普遍回落



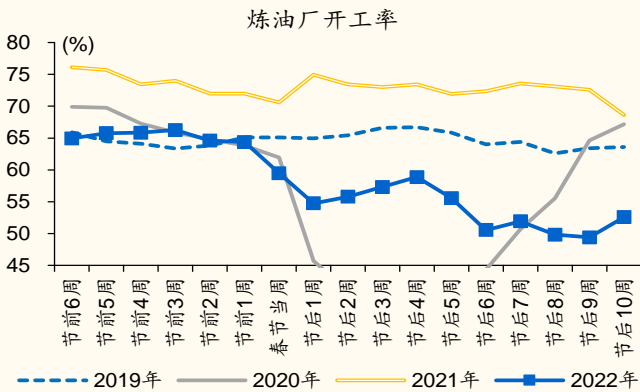
来源: Wind、国金证券研究所

3、高频数据跟踪

3.1、生产：疫情扰动下、部分开工率回落

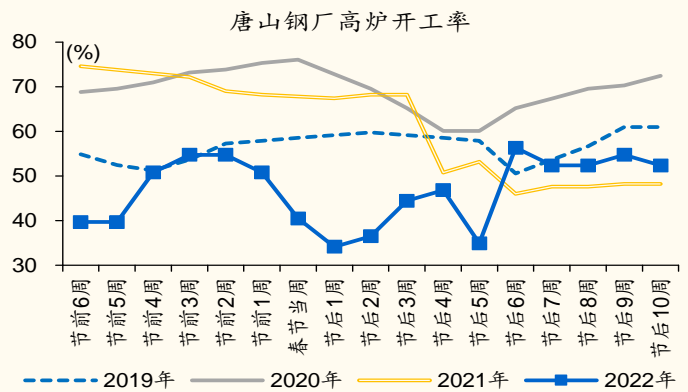
上周（4月11日-4月15日），疫情扰动下、部分开工率回落。上周，炼油开工率较上一周回升 3.2 个百分点至 52.6%；唐山高炉开工率较上一周回落 2.4 个百分点至 52.4%；螺纹钢开工率较上一周回落 1 个百分点至 55.4%；国内独立焦化厂（100 家）焦炉生产率较上一周回落 2.6 个百分点至 75.7%。

图表 26: 炼油开工率回升



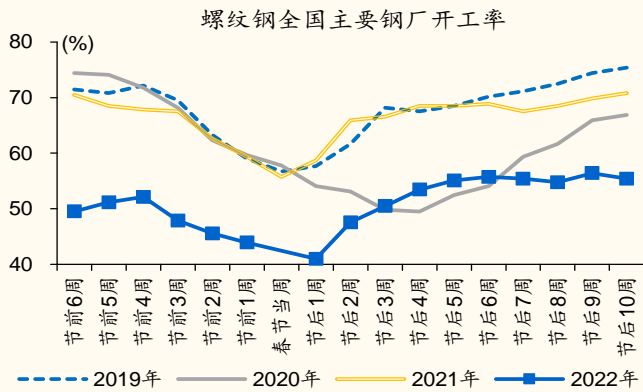
来源: Wind、国金证券研究所

图表 27: 唐山钢厂高炉开工率回落



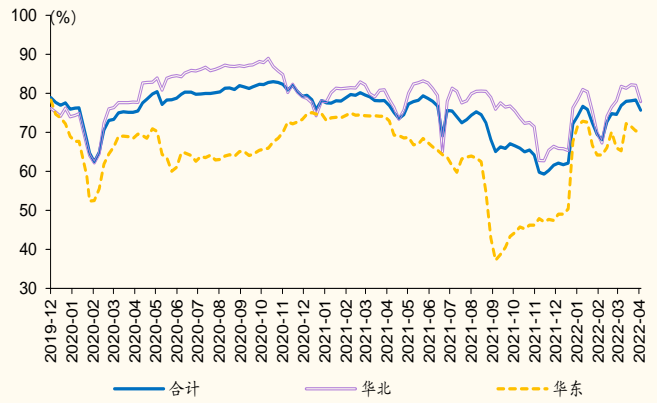
来源: Wind、国金证券研究所

图表 28: 螺纹钢开工率回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 29: 国内独立焦化厂(100家)焦炉生产率回落

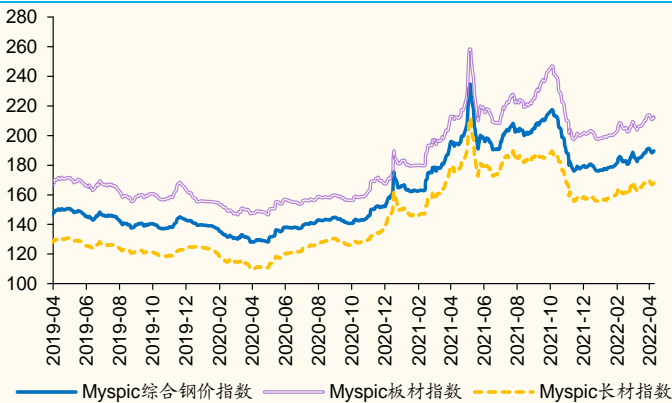


来源: Wind、国金证券研究所

3.2、投资: 钢铁、建材价格小幅回落

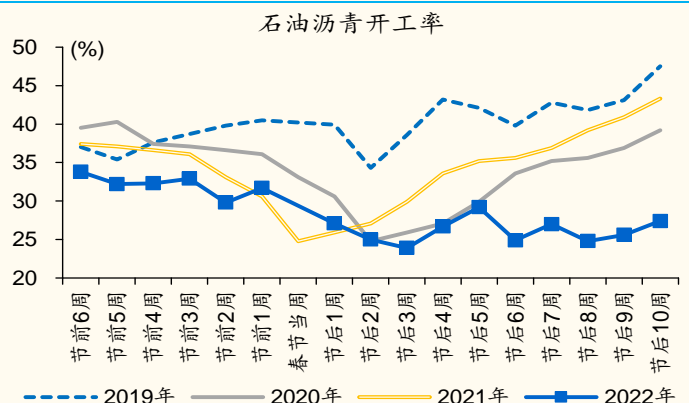
上周(4月11日-4月15日), 钢铁、玻璃、水泥价格小幅回落、石油沥青开工率回升。上周, Myspic 钢价综指收于 189.7, 周环比回落 0.3%。石油沥青开工率较上一周回升 1.8 个百分点至 27.4%。上周, 全国水泥价格指数收于 171.5, 周环比回落 0.1%; 玻璃期货价格为 1212 元/吨, 周环比回落 0.6%。

图表 30: 钢价指数小幅回落



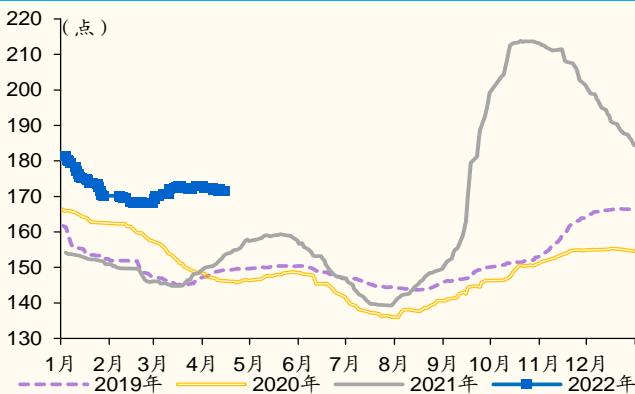
来源: Wind、国金证券研究所

图表 31: 石油沥青开工率回升



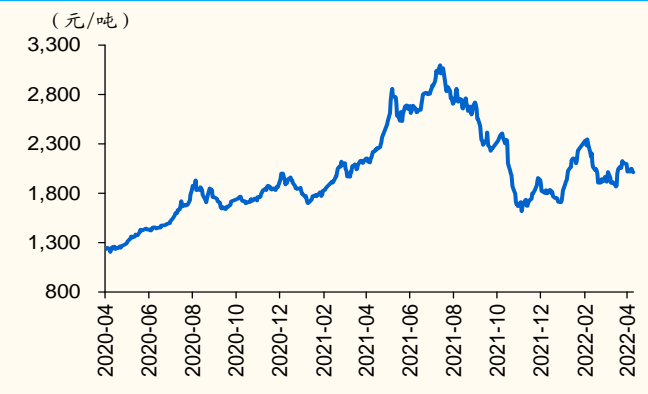
来源: Wind、国金证券研究所

图表 32: 水泥价格指数小幅回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 33: 玻璃期货价格回落

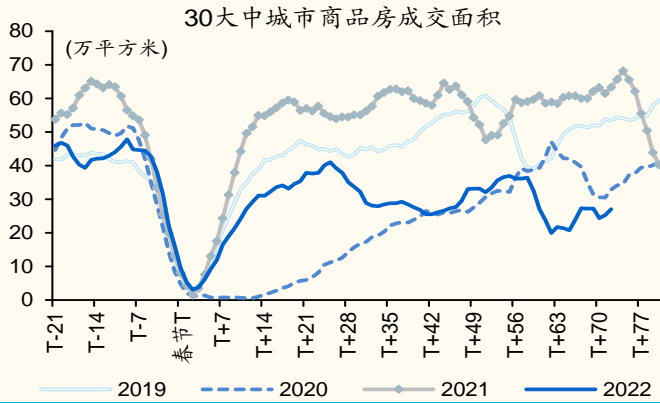


来源: Wind、国金证券研究所

3.3、销售：30城商品房成交回暖

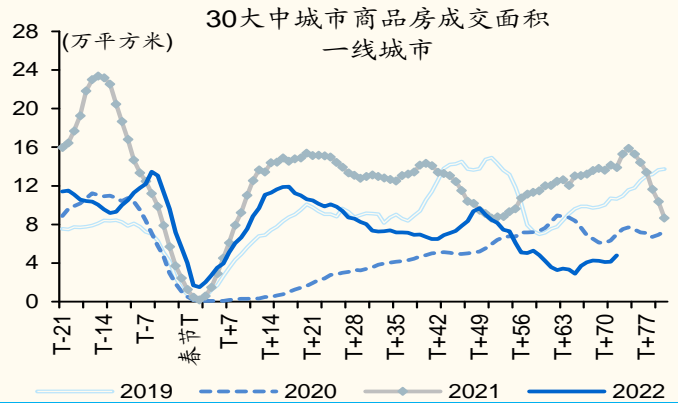
上周（4月11日-4月15日），30城商品房成交面积回升，一、三线城市商品房成交面积环比涨幅较大。上周，30城商品房成交面积184.9万平方米，周环比回升11%；其中，一线城市成交面积29.5万平方米，周环比回升15%；二线城市成交面积102.3万平方米，周环比回升5%；三线城市成交面积53.1万平方米，周环比回升21%。

图表 34：30大中城商品房成交面积略有回暖



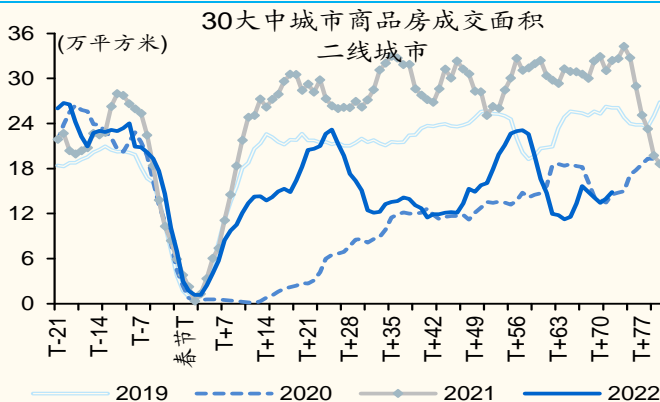
来源：Wind、国金证券研究所

图表 35：30大中城商品房一线城市成交面积回升



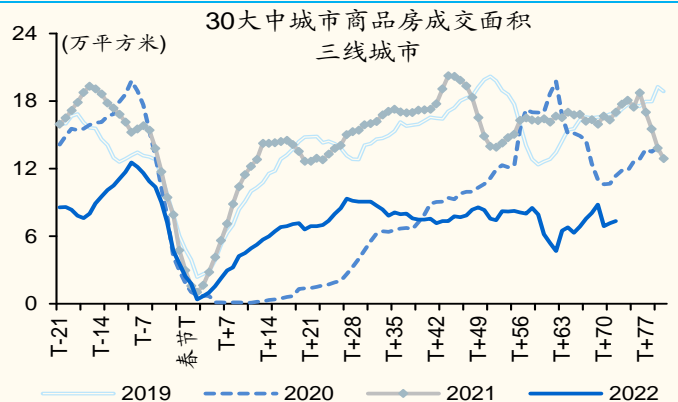
来源：Wind、国金证券研究所

图表 36：30大中城商品房二线城市成交面积回升



来源：Wind、国金证券研究所

图表 37：30大中城商品房三线城市成交面积回升

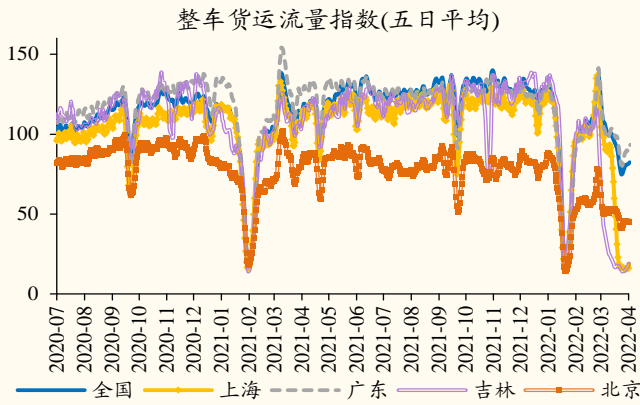


来源：Wind、国金证券研究所

3.4、物流：物流、海运指数回暖，上海地区持续回落

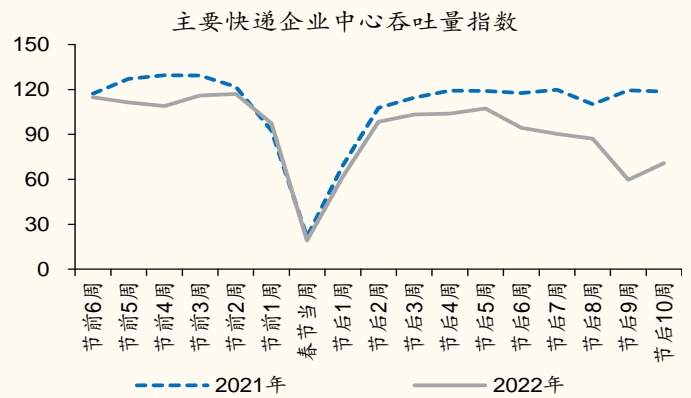
上周（4月11日-4月15日），公路物流指数、海运指数有所回升，上海物流、海运持续回落。上周，全国整车货运流量指数环比回升8.7%；上海整车货运流量指数环比继续降低4.2%；吉林周环比回升37.3%。主要快递企业分拨中心吞吐量指数环比回升19%；上海出口集装箱运价指数(SCFI)环比继续降低0.8%，中国出口集装箱运价指数(CCFI)环比小幅回升0.3%。波罗的海干散货指数(BDI)环比回升3.7%，好望角型运费指数(BCI)环比回升4.5%。

图表 38: 整车货运流量指数回暖



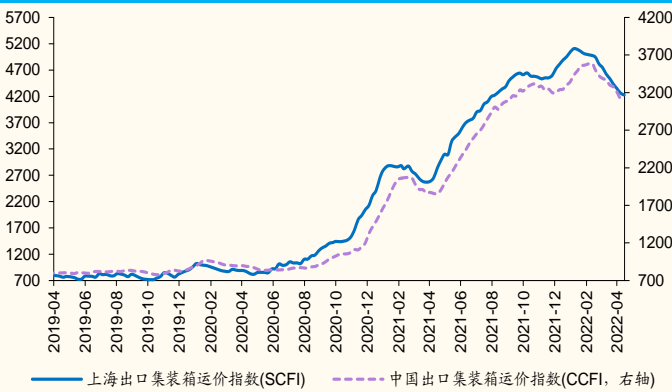
来源: Wind、国金证券研究所

图表 39: 快递企业中心吞吐量指数回升



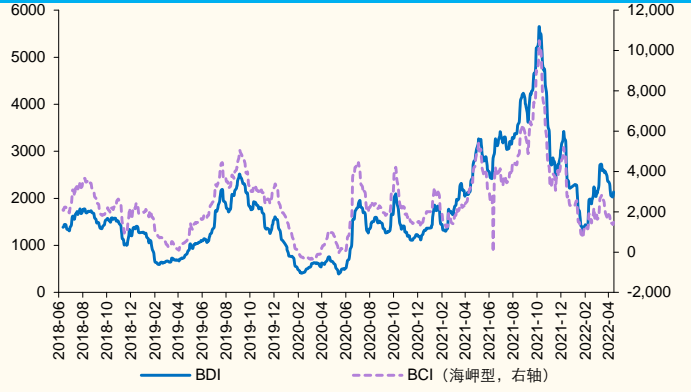
来源: Wind、国金证券研究所

图表 40: 中国出口集装箱运价指数回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 41: 海运指数回升

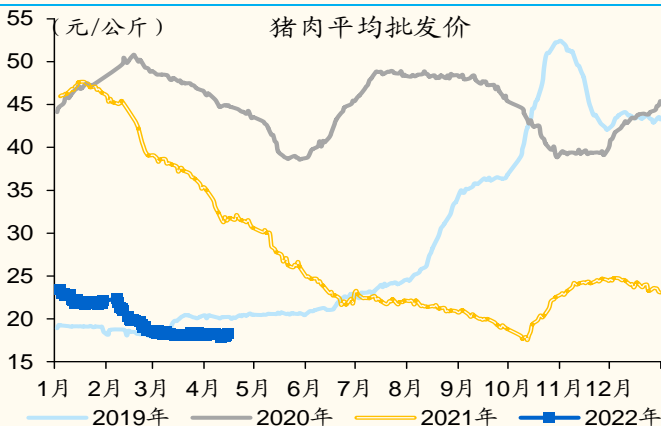


来源: Wind、国金证券研究所

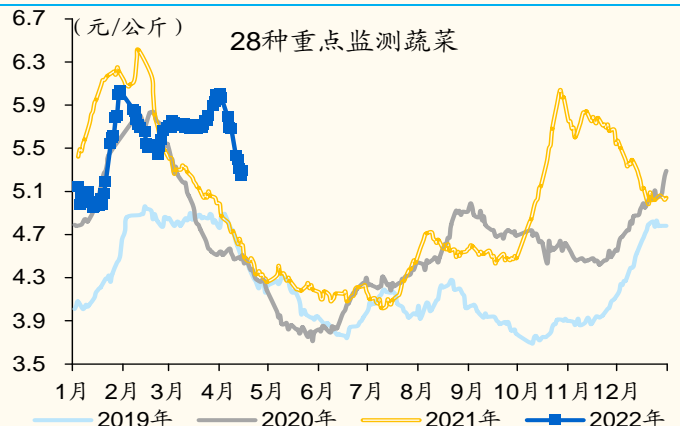
3.5、物价：蔬菜价格回落、水果、鸡蛋价格上涨

上周（4月11日-4月15日），猪肉价格小幅上涨，蔬菜价格回落，水果、鸡蛋价格上涨。猪肉平均批发价周环比小幅上涨0.4%，为18.3元/公斤；农业部28种重点监测蔬菜平均批发价周环比回落环比下降6.9%，至5.29元/公斤，但仍明显高于过去同期。7种重点监测水果价格环比上涨3.3%，至7.46元/公斤；鸡蛋价格环比上涨2.3%，至5.71元/公斤、处于同期高位。

图表 42: 农业部猪肉平均批发价小幅上涨

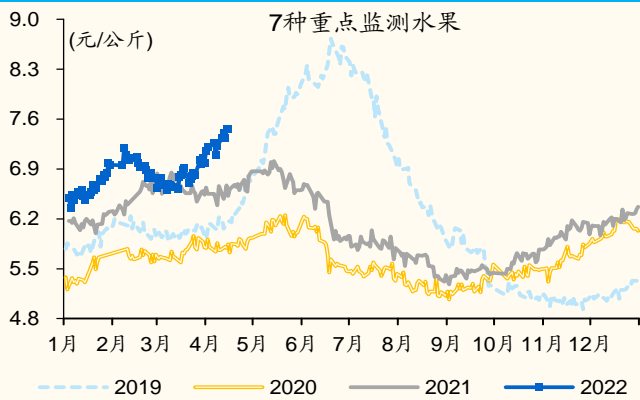


图表 43: 农业部28种重点监测蔬菜价格回落



来源：Wind、国金证券研究所

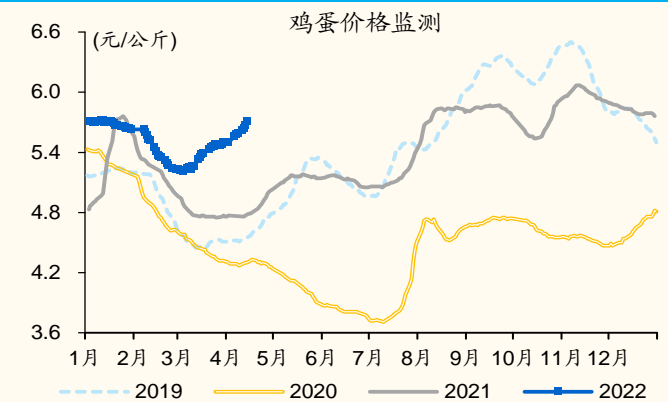
图表 44：农业部 7 种重点水果价格上涨



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表 45：36 个城市鸡蛋平均零售价上涨



来源：Wind、国金证券研究所

风险提示：

1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情反复超预期，进一步抑制项目开工、生产经营活动等。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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，而不应当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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402