

哪些行业在去杠杆？

报告要点：

● 融资表现而言，大部分行业仍处于融资净流入阶段，但增速分化明显。

从统计数据来看，2022年上半年度大部分行业仍处于融资净流入状态，呈现融资净流出行业则为房地产、社会服务、通信和煤炭，其中通信行业净流出主要受三大运营商近年来持续偿还有息债务影响所致，行业融资表现已多年呈现净流出态势，但若剔除三大运营商统计则仍呈净流入。

但从增速来看，2022年上半年度行业间分化态势明显。其中，上半年度筹资活动现金流净流入规模减少或净流出规模增加的行业包括农林牧渔、钢铁、食品饮料、纺织服饰、交通运输、房地产、社会服务、煤炭，主要集中在下游。而筹资活动现金流净流入规模增长超过10%的行业则包括基础化工、有色金属、电子、家用电器、轻工制造、医药生物、建筑材料、建筑装饰、电力设备、国防军工、计算机、传媒、石油化工、商贸零售，更多集中在上游和中游制造业。

● 债务结构来看，银行借款总量增长明显，票据融资规模放量，非标及债券占比压缩。

首先，就银行借款而言，上半年度的存量规模较去年同期增长10%，合计达到17.62万亿元，其中除房地产、社会服务、通信及煤炭外，剩余行业的借款规模均为正增长态势，但增速差异明显。若从占比视角来看，上半年度各行业分化情况明显，其中占比提升幅度较大的前5大行业分别为家用电器、传媒、石油化工、食品饮料和计算机，而占比下降幅度较大的前5大行业则分别为农林牧渔、有色金属、电力设备、基础化工和通信。

其次，就债券和非标借而言，上半年度增速相对缓慢，同时行业之间分化情况明显。以合计规模来看，增速超过10%的行业包括：电力设备、建筑材料、农林牧渔、轻工制造、有色金属、国防军工、基础化工、交通运输和建筑装饰；降幅超过10%的行业则包括：计算机、医药生物、钢铁及家用电器。而从占比视角来看，则上半年度大部分行业债券及非标借款占比均有所下降，其中债券占比规模提升超过1个百分点的行业仅有农林牧渔、有色金属和电力设备，非标占比提升超过1个百分点的行业仅为煤炭、交通运输和社会服务。

最后，上半年度各行业票据融资规模出现明显加速，这一点上与宏观信贷数据吻合，体现了商业信用和金融机构借款之间的替代关系。从绝对规模上看，上半年度存量规模同比增长了近17%，合计达到3.17万亿，并且各行业占比规模均有所提升。其中农林牧渔、基础化工、公用事业、社会服务、建筑材料、电力设备票据规模同比增长均超过50%，而负增长的行业为房地产、社会服务和环保3大行业。

● 就行为逻辑来看，当前房地产及社会服务行业处于被动去杠杆阶段。

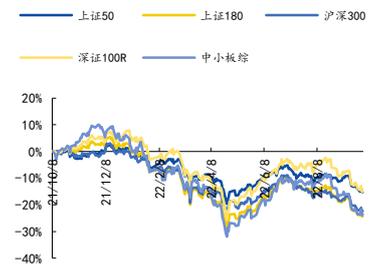
此外，为进一步判断融资节奏放缓行业属于主动去杠杆还是被动去杠杆，我们对行业短期有息债务占比及半年度融资成本的变化情况进行刻画：

- 1) 融资成本下降+短债占比下降的行业：基础化工、传媒、轻工制造、钢铁、有色金属、医药生物、国防军工、交通运输和纺织服饰。
- 2) 融资成本下降+短债占比上升的行业：计算机、电子、通信、电力设备、

主要数据：

上证综指：	3024.39
深圳成指：	10778.61
沪深300：	3804.89
中小盘指：	3837.32
创业板指：	2598.32

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 杨为敬
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

汽车、石油化工、公用事业和机械设备。

3) 融资成本上升+短债占比下降的行业：建筑装饰、煤炭

4) 融资成本上升+短债占比上升的行业：房地产、环保、农林牧渔、商贸零售、建筑材料、家用电器、食品饮料、社会服务。

● 在结合上述象限图和行业融资节奏后，我们将处于去杠杆和放缓杠杆节奏的行业按照如下进行划分：

1) 被动去杠杆行业：房地产、社会服务。

2) 主动去杠杆行业：煤炭、通信。

3) 被动放缓加杠杆行业：农林牧渔、食品饮料。

4) 主动放缓加杠杆行业：钢铁、纺织服饰、交通运输。

风险提示：数据统计及处理偏差等。

内容目录

1.前言	4
2.融资表现而言，大部分行业仍处于融资净流入阶段，但增速分化明显。	4
3.债务结构来看，银行借款总量增长明显，票据融资规模放量，非标及债券占比压缩。	5
4. 就行为逻辑来看，当前房地产及社会服务行业处于被动去杠杆阶段	7

图表目录

图 1：剔除掉利息既股利支付后各行业筹资活动现金流净额表现（单位：亿元）	5
图 2：各行业银行借款规模及变化（单位：亿元）	5
图 3：各行业存量债券规模及变化（单位：亿元）	6
图 4：各行业存量非标借款规模及变化（单位：亿元）	6
图 5：各行业应付票据规模及变化（单位：亿元）	7
图 6：各行业短债占比及融资成本变化象限图（单位：百分点）	8

1. 前言

今年以来，受需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力影响，国内实体融资需求出现明显放缓，虽社融增速在专项债前置发力下维持在 10.50%-10.80% 的增速水平，但结构性问题凸显，其中 1-8 月累计新增中长期贷款及居民户贷款分别同比下滑 21.98% 和 50.38%。面对上述现象，市场对于我国是否将陷入资产负债表衰退产生热议。

不过，我们认为融资需求的放缓不一定等于资产负债表的衰退，主动去杠杆和被动去杠杆行为逻辑有巨大差异，且两种差异行为下的企业融资压力也是截然相反。因此，本文通过对 2022 年上半年度 A 股非金融企业融资表现及债务结构变化情况进行统计，观察哪些行业处于去杠杆阶段，并结合结合各行短债占比及上半年度综合融资成本刻画象限图。

2. 融资表现而言，大部分行业仍处于融资净流入阶段，但增速分化明显。

首先就行业融资表现衡量指标上，我们考虑如下两点：

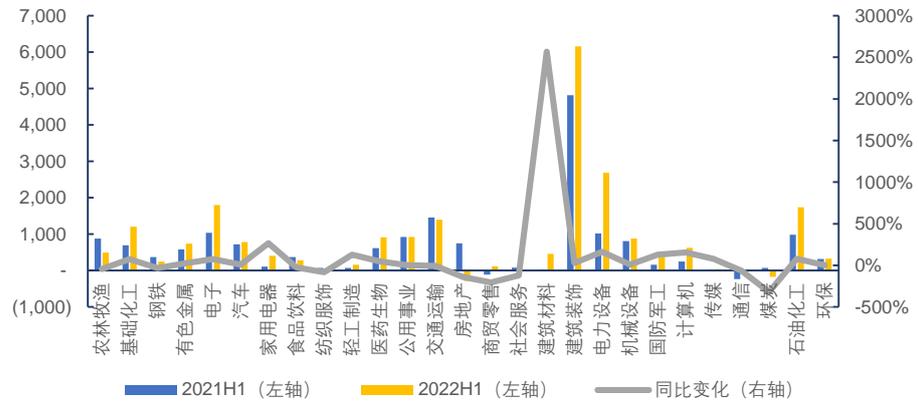
- 1、相较于行业整体情况，上市公司往往具备较强的竞争力，经营效益要优于平均水平，且一般有明确的年度股利分红方案，因此其筹资活动现金流中包括较大规模的股利分配。
- 2、同时，上市公司一般在上半年度支付现金股利，而股利分配规模一般是由上一年度利润表现所决定的。所以若将股利分配现金流包含其中，则无法有效观察企业真实的融资行为和意愿。

因此，基于上述逻辑，我们将剔除掉“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”后的筹资活动现金流净额作为衡量行业融资表现的指标。

从统计数据来看，2022 年上半年度大部分行业仍处于融资净流入状态，呈现融资净流出的行业则为房地产、社会服务、通信和煤炭，其中通信行业净流出主要受三大运营商近年来持续偿还有息债务影响所致，行业融资表现已多年呈现净流出态势，但若剔除三大运营商统计则仍呈净流入。

但从增速来看，2022 年上半年度行业间分化态势明显。其中，上半年度筹资活动现金流净流入规模减少或净流出规模增加的行业包括农林牧渔、钢铁、食品饮料、纺织服饰、交通运输、房地产、社会服务、煤炭，主要集中在下游。而筹资活动现金流净流入规模增长超过 10% 的行业则包括基础化工、有色金属、电子、家用电器、轻工制造、医药生物、建筑材料、建筑装饰、电力设备、国防军工、计算机、传媒、石油化工、商贸零售，更多集中在上游和中游制造业。

图 1：剔除掉利息既股利支付后各行业筹资活动现金流净额表现（单位：亿元）



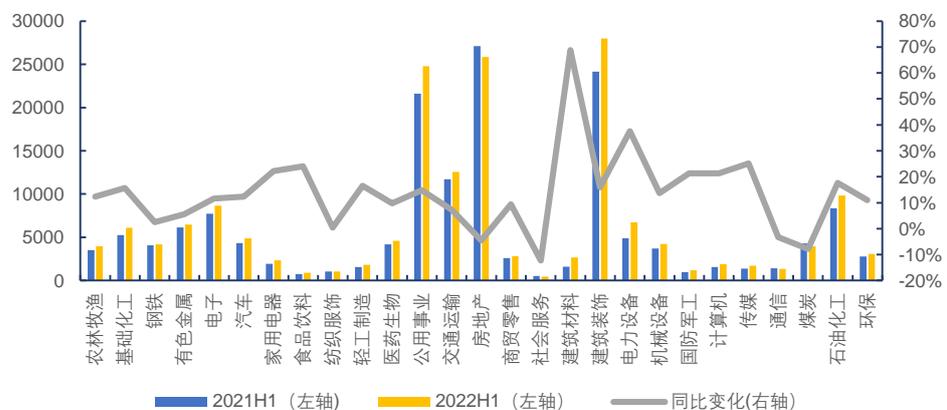
资料来源：Wind, 国元证券研究所

3. 债务结构来看，银行借款总量增长明显，票据融资规模放量，非标及债券占比压缩。

就债务结构而言，我们主要对带息债务进行统计，并拆分成银行借款、债券、非标借款以及票据四个维度进行观察。

首先，就银行借款而言，上半年度的存量规模较去年同期增长 10%，合计达到 17.62 万亿元，其中除房地产、社会服务、通信及煤炭外，剩余行业的借款规模均为正增长态势，但增速差异明显。若从占比视角来看，上半年度各行业分化情况明显，其中占比提升幅度较大的前 5 大行业分别为家用电器、传媒、石油化工、食品饮料和计算机，而占比下降幅度较大的前 5 大行业则分别为农林牧渔、有色金属、电力设备、基础化工和通信。

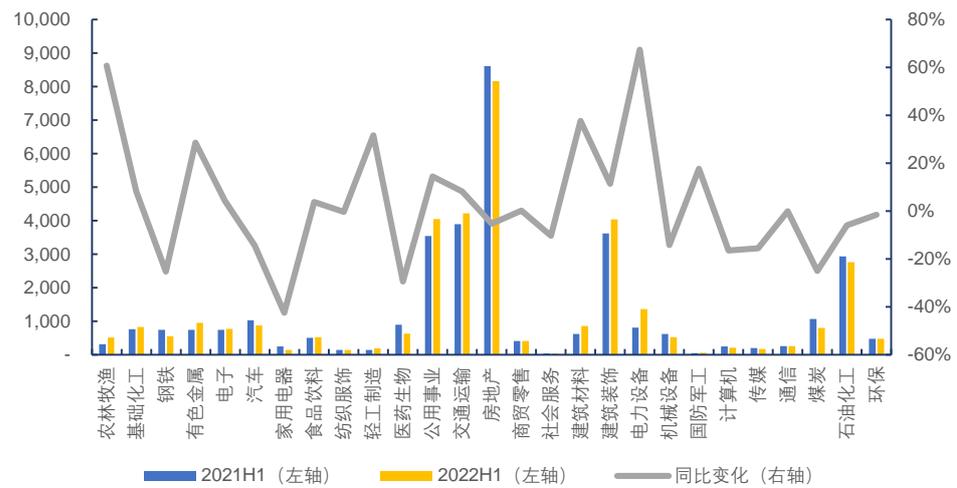
图 2：各行业银行借款规模及变化（单位：亿元）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

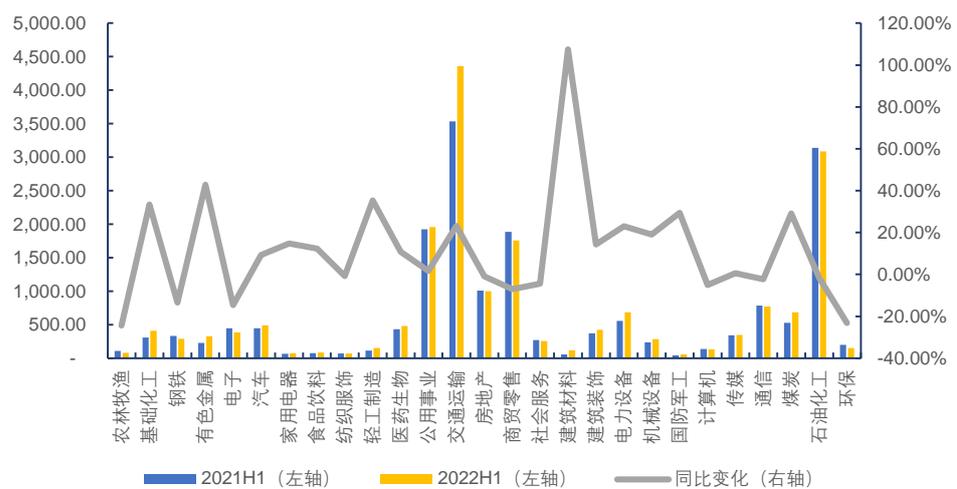
其次，就债券和非标借而言，上半年度增速相对缓慢，同时行业之间分化情况明显。以合计规模来看，增速超过 10% 的行业包括：电力设备、建筑材料、农林牧渔、轻工制造、有色金属、国防军工、基础化工、交通运输和建筑装饰；降幅超过 10% 的行业则包括：计算机、医药生物、钢铁及家用电器。而从占比视角来看，则上半年度大部分行业债券及非标借款占比均有所下降，其中债券占比规模提升超过 1 个百分点的行业仅有农林牧渔、有色金属和电力设备，非标占比提升超过 1 个百分点的行业仅为煤炭、交通运输和社会服务。

图 3：各行业存量债券规模及变化（单位：亿元）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

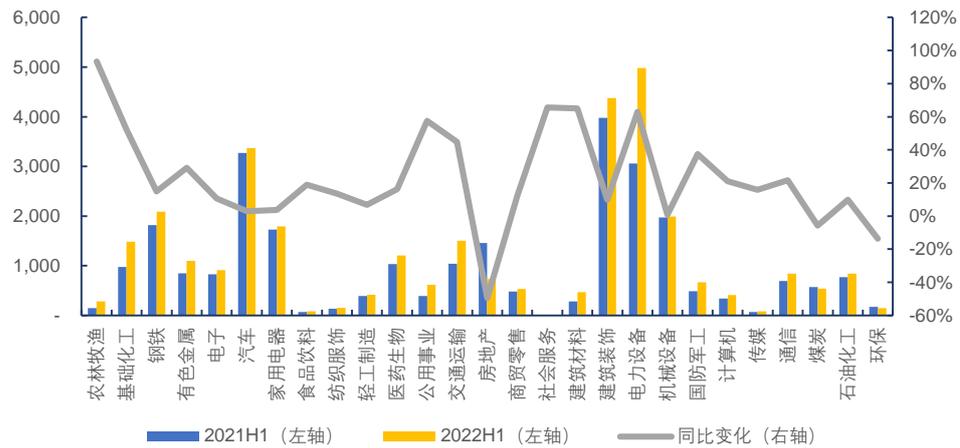
图 4：各行业存量非标借款规模及变化（单位：亿元）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

最后,上半年度各行业票据融资规模出现明显加速,这一点上与宏观信贷数据吻合,体现了商业信用和金融机构借款之间的替代关系。从绝对规模上看,上半年度存量规模同比增长了近 17%,合计达到 3.17 万亿,并且各行业占比规模均有所提升。其中农林牧渔、基础化工、公用事业、社会服务、建筑材料、电力设备票据规模同比增长均超过 50%,而负增长的行业为房地产、社会服务和环保 3 大行业。

图 5: 各行业应付票据规模及变化 (单位: 亿元)



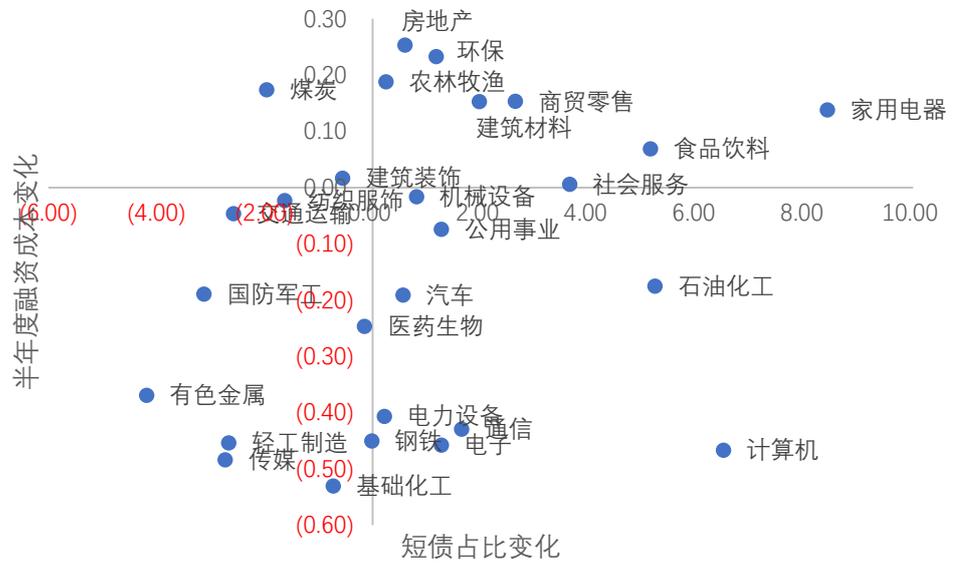
资料来源: Wind, 国元证券研究所

4. 就行为逻辑来看,当前房地产及社会服务行业处于被动去杠杆阶段

基于上述分析,目前处于去杠杆阶段的行业主要集中在房地产、社会服务、煤炭,其他行业则尚处于加杠杆阶段,但是融资节奏出现明显放缓。此外,为进一步判断融资节奏放缓行业属于主动去杠杆还是被动去杠杆,我们对行业短期有息债务占比及半年度融资成本的变化情况进行刻画:

- 1) 融资成本下降+短债占比下降的行业: 基础化工、传媒、轻工制造、钢铁、有色金属、医药生物、国防军工、交通运输和纺织服饰。
- 2) 融资成本下降+短债占比上升的行业: 计算机、电子、通信、电力设备、汽车、石油化工、公用事业和机械设备。
- 3) 融资成本上升+短债占比下降的行业: 建筑装饰、煤炭
- 4) 融资成本上升+短债占比上升的行业: 房地产、环保、农林牧渔、商贸零售、建筑材料、家用电器、食品饮料、社会服务。

图 6：各行业短债占比及融资成本变化象限图（单位：百分点）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

在结合上述象限图和行业融资节奏后，我们将处于去杠杆和放缓杠杆节奏的行业按照如下进行划分：

- 1) 被动去杠杆行业：房地产、社会服务
- 2) 主动去杠杆行业：煤炭、通信
- 3) 被动放缓加杠杆行业：农林牧渔、食品饮料、
- 4) 主动放缓加杠杆行业：钢铁、纺织服装、交通运输

风险提示：数据统计及处理偏差等。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188