

新时代“朱格拉周期”系列

宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
chendafei@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
majieying@gjzq.com.cn

新时代“朱格拉周期”：来自资金的线索

本轮信用修复弹性弱于以往、结构亮点突出。政策倾斜下，资金或加速流向制造业等领域，为新时代“朱格拉周期”提供融资支持。

“钱”都去哪了？结构亮点突出，对制造业等支持加大

信用修复弹性减弱，结构亮点突出、对制造业支持加大。本轮社融增速反弹幅度大幅低于以往、仅 0.8 个百分点，此前几轮反弹幅度在 3 至 6 个百分点左右。究其原因，信贷对社融贡献弱于以往、尤其是居民中长贷拖累显著，与地产相关融资“缺席”等有关。信用弹性虽弱于以往，但结构亮点突出、对制造业等领域支持力度明显加大，2022 年新增制造业中长贷 2.5 万亿元以上、同比增长超 52%。

拆分来看，“钱”主要流向设备制造、消费制造等行业。分行业来看，三季度设备制造借款增速同比抬升 11.2 个百分点至 22%，增速、增幅均高于整体水平；消费制造和加工冶炼借款增速同比分别抬升 5 和 1.9 个百分点至 15% 和 11.7%。细分行业中，电气机械、食品制造等中下游行业借款增速创新高。除总量高增外，部分行业借款结构也明显改善、长期借款占比抬升，运输、专用设备尤其典型。

重点加码领域？国企“扛大旗”，制造业等领域重点发力

内外需“接力”下，稳增长仍将发力，支持资金流入制造业、基建等领域。财政端，地方债务压力下，预算内加码或以中央加杠杆为主，准财政依然为重要补充项；货币端，“结构性货币政策继续做好“加法””下，部分工具已延续实施。“二十大”顶层设计下，配套融资或围绕高端制造、科技前沿等产业升级开展。

国企或扛起稳增长“大旗”，通信制造等或是重点发力领域。2023 年稳增长“准财政”发力，民企投资信心缓慢修复下，国企或是承接配合“准财政”资金、助力稳增长的重要主体。相较地方国企，当前央企更具备投资扩张的空间及能力、负债率相对低且资本开支处于低位；其中，建筑央企基建类新签订单三季度明显增多，或在 2023 年加速落地；软件、通信制造等央企投资加码空间较大。

带来的经济效应？融资支持助力新时代“朱格拉周期”开启

信用环境修复大势所趋，制造业投融资行为值得关注。稳增长下，实体需求逐步修复、地产相关融资边际改善等或带动信用环境修复；此前启用的结构性工具定向发力有效保护了企业报表，有助实体经济活动加快修复，但也弱化信用“周期”特征，叠加地产“托而不举”等，使得信用环境弹性弱于以往。信用弹性虽弱于以往，但政策红利下，制造业等领域的投融资支持或仍是信用结构亮点。

资金向制造业等领域倾斜，为新时代“朱格拉周期”提供融资支持。除信贷资源倾斜外，部分产业政策配套融资对智能高科技等先进制造业支持也明显加大，例如，产业配套设施加快建设下，2022 年前 11 月，近 35% 的专项债资金投向市政产业园、且产业园项目多为智能高科技类型。多措并举下，2023 年融资支持的“累积效应”或加速体现、并形成更广泛支撑，有利于新时代“朱格拉周期”。

风险提示

政策效果不及预期，疫情反复。

内容目录

一、“钱”都去哪儿了？	4
(一) 信用修复弹性减弱，结构亮点突出、对制造业支持加大	4
(二) 拆分来看，“钱”主要流向设备制造、消费制造等行业	6
二、重点加码的领域？	8
(一) 内需接力下，稳增长加力仍有空间，带动相关融资增长	8
(二) 国企或扛起稳增长“大旗”，通信制造等或是重点领域	11
三、带来的经济效应？	13
(一) 信用修复大势所趋，制造业等领域投融资行为值得关注	13
(二) 资金向制造业等倾斜，为新时代“朱格拉周期”提供支持	16
风险提示	17

图表目录

图表 1：信用修复伊始，稳增长相关融资增多	4
图表 2：社融分项中，政府债券等带动社融增速抬升	4
图表 3：时隔 16 个月，社融增速掉至历史低点	4
图表 4：本轮信用修复反弹幅度大幅低于以往	4
图表 5：居民中长贷占比掉至历史低位	5
图表 6：2022 年商品房销售持续低迷	5
图表 7：企业贷款状况相对较好	5
图表 8：2022 年下半年，企业融资结构有所好转	5
图表 9：2022 年，制造业中长贷高增	6
图表 10：制造业中长贷增速抬升至 2022 年底的 36.7%	6
图表 11：39 家上市银行占全口径贷款比重较高且稳定	6
图表 12：制造业贷款高增、对冲基建、地产回落等	6
图表 13：设备制造业贷款增速明显高于其他	7
图表 14：细分行业中，电气机械、化学制品增速较高	7
图表 15：上市制造业企业新增借款多为中长期	7
图表 16：上市制造业企业长期借款占比明显抬升	7
图表 17：长贷占比，设备、消费制造升，加工冶炼落	8
图表 18：运输设备、酒饮料等明显高于行业平均水平	8
图表 19：2023 年基建或需加码对冲地产与出口拖累	8
图表 20：相较地方政府杠杆率，中央杠杆率较为平稳	8
图表 21：部分阶段新增政策性银行信贷占比可超 16%	9
图表 22：2015-2017 年专项建设债券多批次下达	9
图表 23：结构性货币政策工具或仍加力	9
图表 24：部分结构性货币政策工具已使用完毕	10

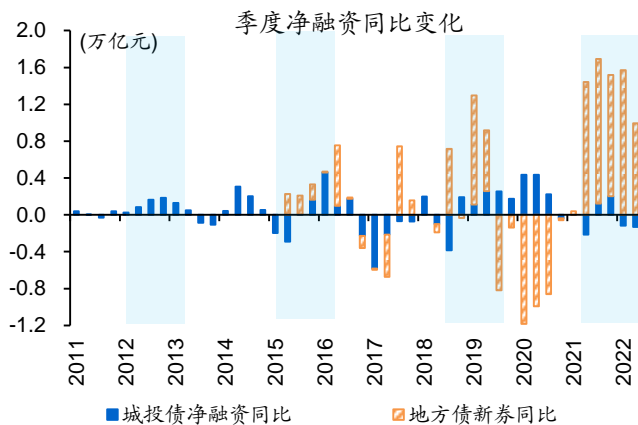
图表 25: 普惠小微、清洁能源贷款同比高增.....	10
图表 26: 制造业、新兴产业等融资政策支持力度较大.....	10
图表 27: 制造业贷款明显高增、对冲基建、地产回落.....	10
图表 28: 眼下私营企业投资信心仍待修复.....	11
图表 29: 2022 年上半年“准财政”明显加力.....	11
图表 30: 2022 年央国企积极加码投资助力稳增长.....	11
图表 31: 2022 年国家电网电网投资目标明显提升.....	11
图表 32: 2015 年来国有企业杠杆率持续下降.....	12
图表 33: 2022 年上市央企杠杆率提升空间或更大.....	12
图表 34: 2022 前三季度上市央企现金状况较好.....	12
图表 35: 2022 前三季度上市央企资本开支有提升空间.....	12
图表 36: 2023 年建筑、制造业等央企扩表空间或更大.....	13
图表 37: 近年来软件信息等行业央企杠杆率明显下降.....	13
图表 38: 2023 年运输设备等行业央企扩表空间较大.....	13
图表 39: 稳增长力度持续加码.....	14
图表 40: 经验显示, 中长贷或已进入修复通道.....	14
图表 41: 代表企业中长期资金的有效社融明显抬升.....	14
图表 42: 2022 年 12 月以来, 地产供给侧融资支持“三箭齐发”.....	15
图表 43: 地产开发贷款边际好转.....	15
图表 44: 2022 年底, 地产债净融资转正.....	15
图表 45: 中性情景下, 社融增速于一季度末温和修复.....	16
图表 46: 制造业新增贷款较难对冲地产贷下滑.....	16
图表 47: 中上游制造业留抵退税返还金额较大.....	16
图表 48: 制造业贷款增速保持高位.....	16
图表 49: 专项债投向市政产业园占比较往年明显抬升.....	17
图表 50: 产业园项目中, 智能高科技占比较高.....	17

一、“钱”都去哪儿了？

(一) 信用修复弹性减弱，结构亮点突出、对制造业支持加大

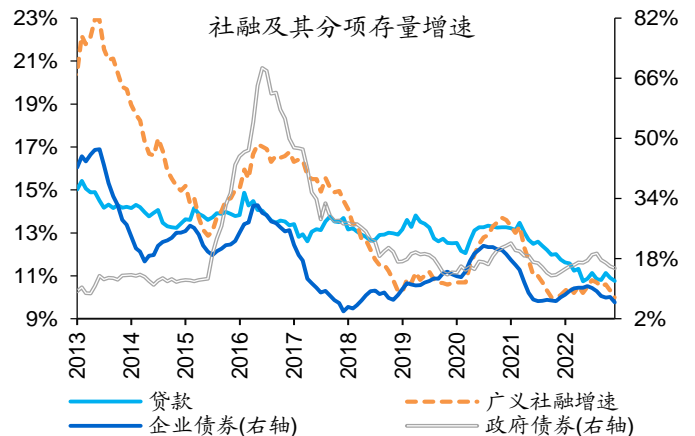
以社融增速阶段性低点、至高点来刻画信用环境的修复进程，自 2011 年来一共经历 4 轮。分别是 2012 年 5 月至 2013 年 4 月、2015 年 5 月至 2016 年 4 月、2020 年 2 月至 2020 年 10 月，以及 2021 年 10 月至 2022 年 8 月。每轮信用修复都始于稳增长加力，政府债券融资放量。本轮也不例外，政府债券融资自 2021 年底加码，2021 年 10 月至 2022 年 6 月政府债券融资合计 7.3 万亿元、占同期新增社融 26% 以上，带动社融增速自 10% 抬升至 10.8%。

图表 1：信用修复伊始，稳增长相关融资增多



来源：Wind、国金证券研究所

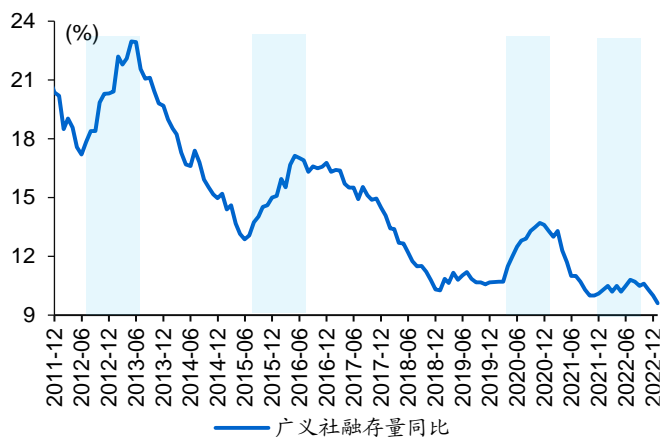
图表 2：社融分项中，政府债券等带动社融增速抬升



来源：Wind、国金证券研究所

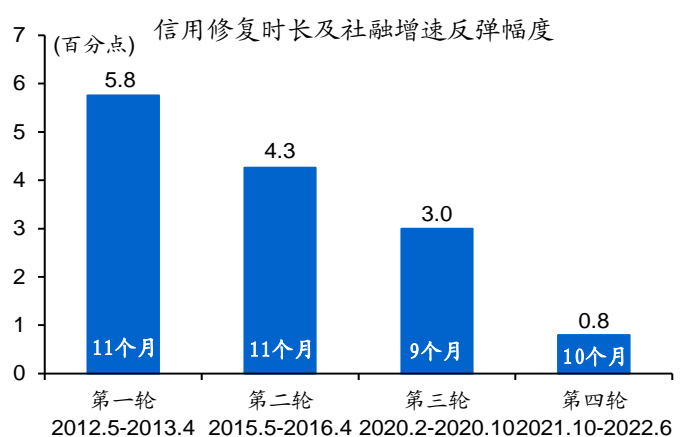
但本轮信用修复弹性明显弱于以往，主因地产相关融资的部分“缺位”等。与此前不同，本轮社融增速反弹幅度大幅低于以往、仅 0.8 个百分点，此前几轮反弹幅度在 3 至 6 个百分点左右。究其原因，信贷对社融贡献明显弱于以往、贷款增速不升反降。拆分结构来看，居民中长贷拖累尤其明显，新增规模占去年新增比重仅 45%、增速创新低至 5.1%，与商品房销售持续低迷等有关。

图表 3：时隔 16 个月，社融增速掉至历史低点



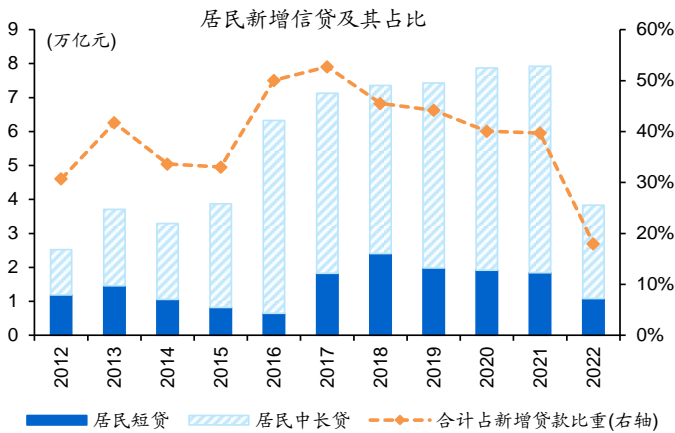
来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：本轮信用修复反弹幅度大幅低于以往



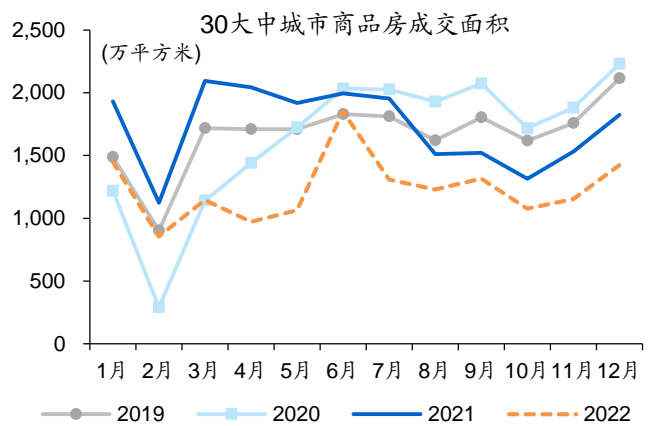
来源：Wind、国金证券研究所

图表 5: 居民中长贷占比掉至历史低位



来源: Wind、国金证券研究所

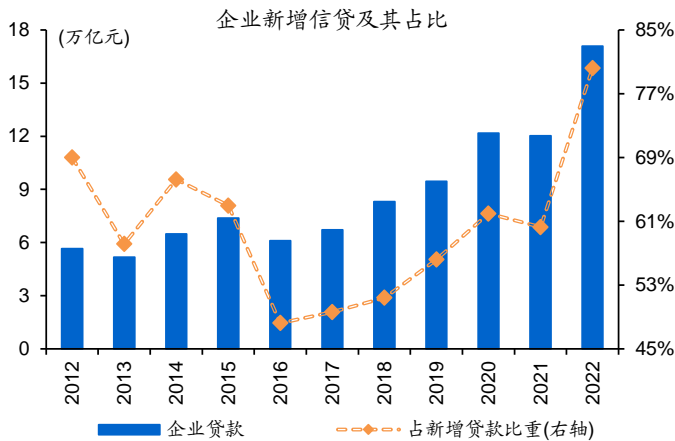
图表 6: 2022 年商品房销售持续低迷



来源: Wind、国金证券研究所

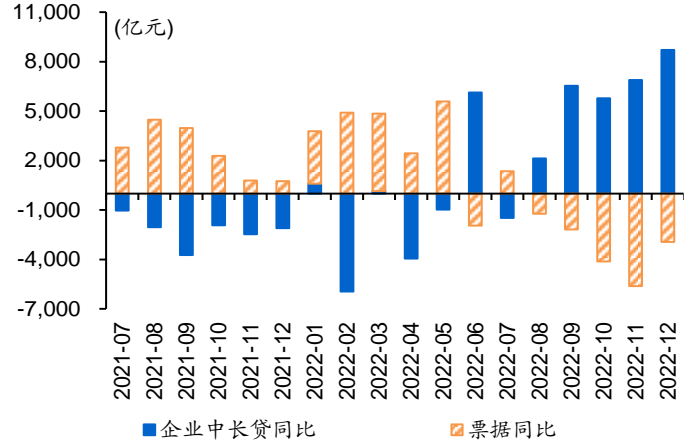
信用弹性虽弱于以往,但结构亮点突出、对制造业等领域支持力度明显加大。相较于居民端,企业贷款高增、全年新增 17.1 万亿元,同比增长 4 成以上;结构自 2022 年中以来明显改善,中长贷单月同比多增近 5000 亿元,或与年中以来稳增长工具落地、带动配套融资增长等有关。政策支持下,制造业融资支持力度明显加大,例如,2022 年新增制造业中长贷 2.5 万亿元以上、同比增长超 52%,占企业中长贷比重创新高至 23%左右;制造业中长贷增速自 2022 年初以来抬升至年底的 36.7%、远高于全口径企业中长贷增速的 14.7%。

图表 7: 企业贷款状况相对较好



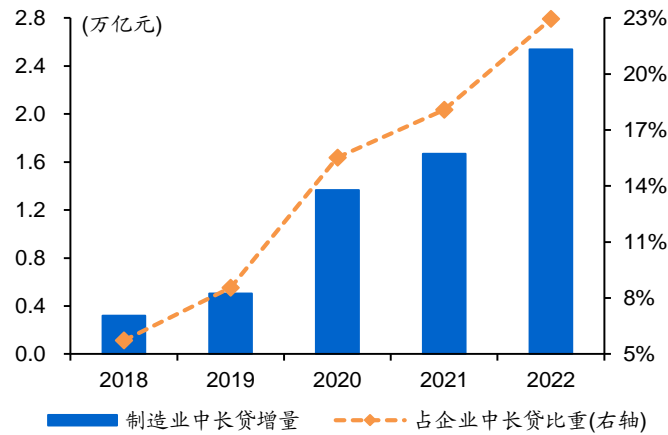
来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 2022 年下半年,企业融资结构有所好转



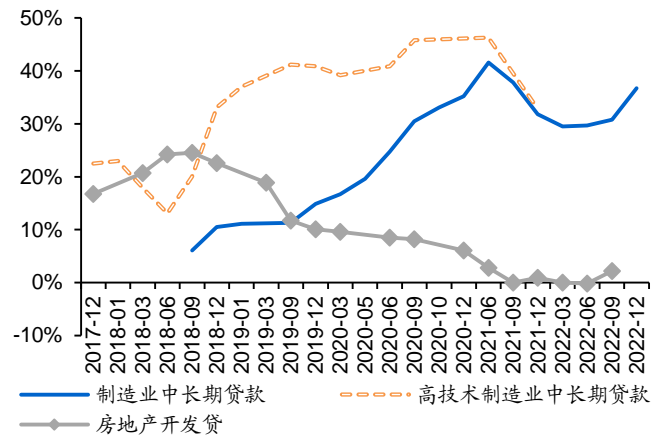
来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 2022 年, 制造业中长贷高增



来源: 中国人民银行、国金证券研究所

图表 10: 制造业中长贷增速抬升至 2022 年底的 36.7%

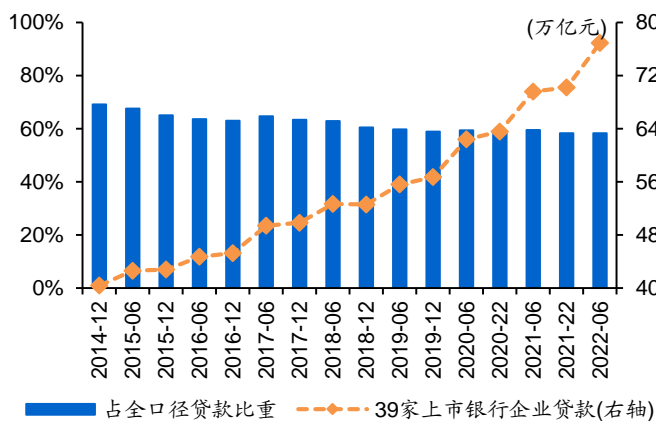


来源: 中国人民银行、国金证券研究所

(二) 拆分来看, “钱” 主要流向设备制造、消费制造等行业

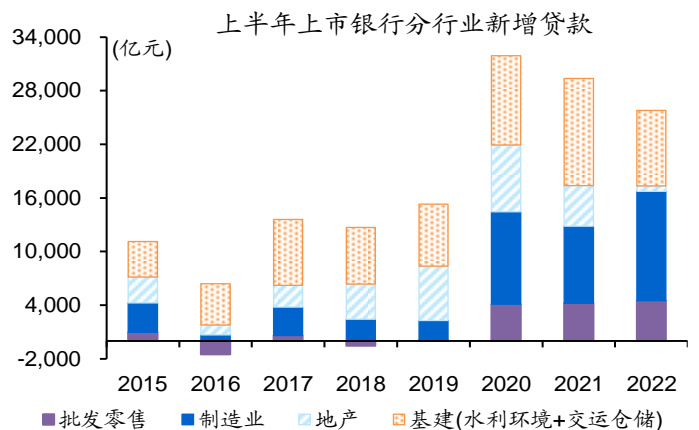
全口径贷款、上市银行信贷投放、上市企业借款等多个维度均印证, 制造业行业融资明显改善。伴从上市银行报表侧面印证, 2022 年上半年制造业贷款投放超 1.2 万亿元、同比增长 42% 以上, 基建贷款同比缩量三成, 地产上半年新增贷款不足千亿。反映上市企业报表上, 上市制造业企业借款明显增长、前三季度合计新增 1 万亿元、同比翻番, 带动借款增速同比抬升近 8 个百分点至 16.8% (详情参见《制造业景气跟踪: 来自信贷的视角》)。

图表 11: 39 家上市银行占全口径贷款比重较高且稳定



来源: Wind、国金证券研究所

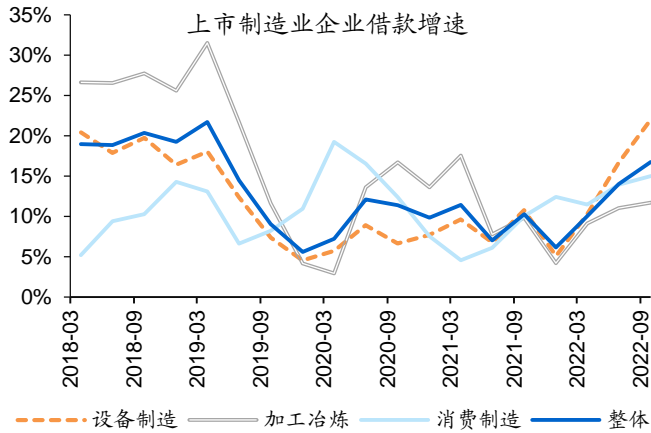
图表 12: 制造业贷款高增、对冲基建、地产回落等



来源: Wind、国金证券研究所

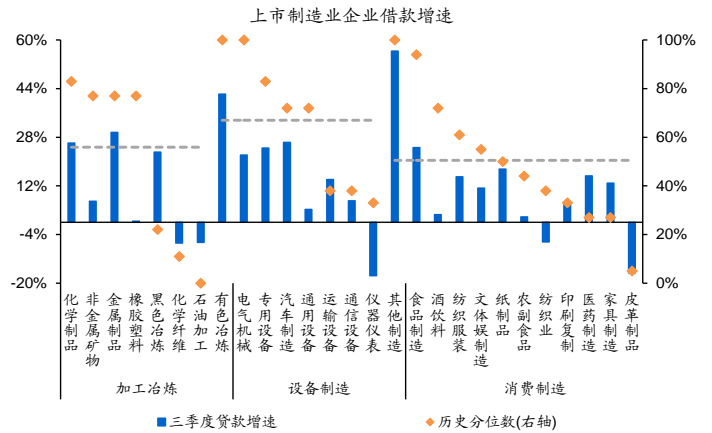
细分行业中, 部分中下游制造业借款保持高增, 其中, 设备制造、酒饮料等借款增速创历史新高。三季度设备制造借款增速较去年同期抬升 11.2 个百分点至 22%, 增速、增幅均高于上市制造业企业平均水平; 消费制造和加工冶炼借款增速较去年同期分别抬升 5、1.9 个百分点至 15% 和 11.7%。细分行业中, 电气机械、专用设备、食品制造等中下游行业借款增速创新高。

图表 13: 设备制造业贷款增速明显高于其他



来源: Wind、国金证券研究所

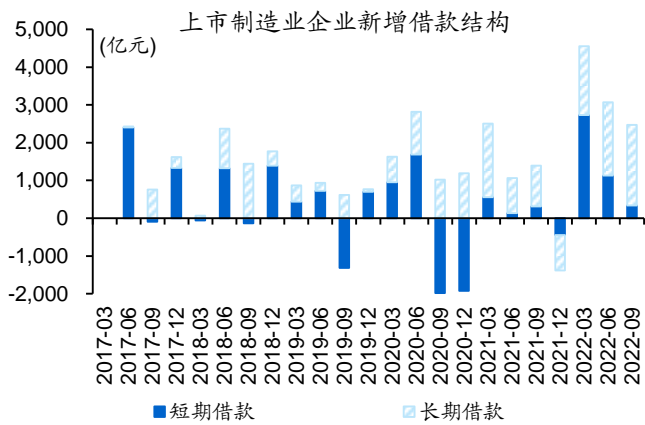
图表 14: 细分行业中, 电气机械、化学制品增速较高



来源: Wind、国金证券研究所

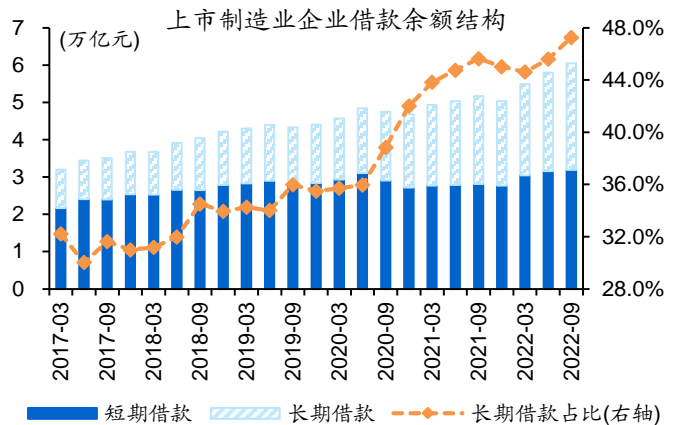
除总量高增外, 部分行业借款结构也明显改善, 运输、专用设备尤其典型。2022 年三季度制造业企业长期借款占比创新高至 47.3%、较 2021 年同期抬升 1.6 个百分点以上。其中, 设备制造、消费制造三季度长期借款占比较 2021 年同期分别上涨 1.2 和 0.5 个百分点至 53.6%和 47.4%, 加工冶炼回落 1 个百分点至 47.7%。细分行业中, 运输设备、专用设备、酒饮料等中下游行业长期借款占比涨幅均在 7 个百分点以上, 远高于行业均值, 部分加工冶炼行业长期借款占比逆势抬升, 如化学制品、黑色冶炼等。

图表 15: 上市制造业企业新增借款多为中长期



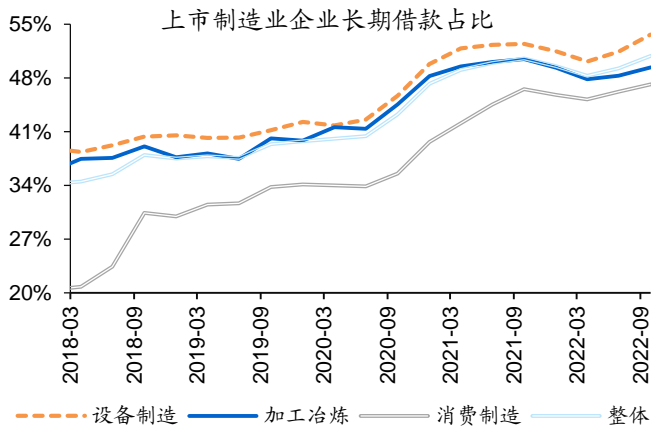
来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 上市制造业企业长期借款占比明显抬升



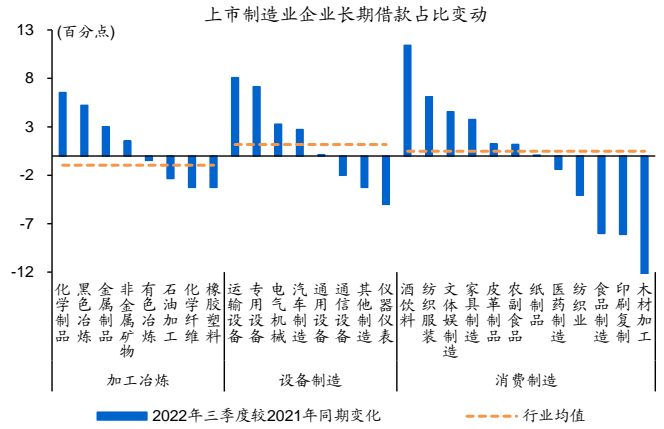
来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 长贷占比, 设备、消费制造升, 加工冶炼落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 运输设备、酒饮料等明显高于行业平均水平



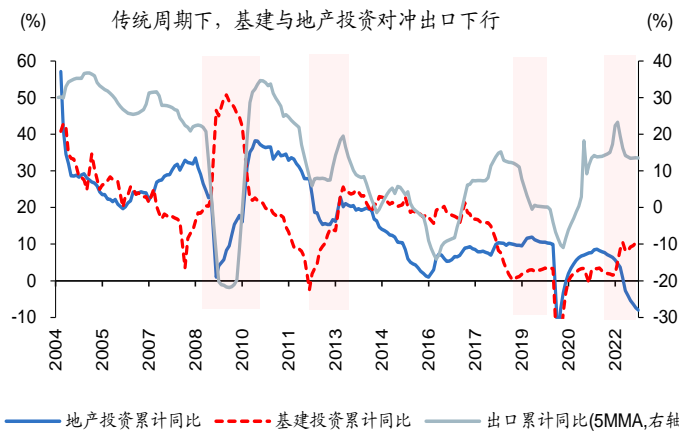
来源: Wind、国金证券研究所

二、重点加码的领域?

(一) 内需接力下, 稳增长加力仍有空间, 带动相关融资增长

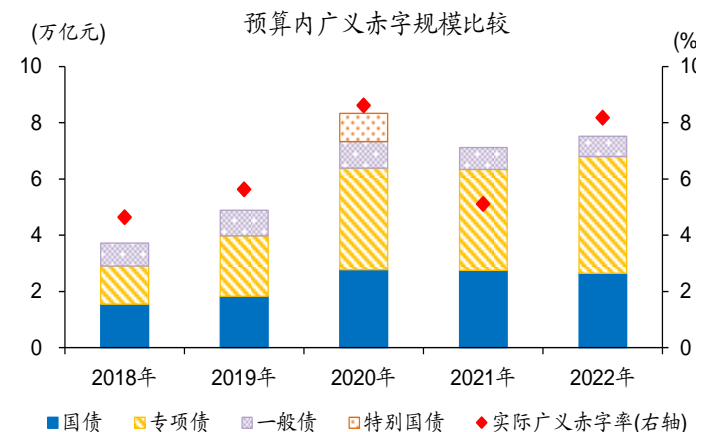
内需接力下, 稳增长续力或由中央“加杠杆”主导, 准财政等或成为重要支撑, 带动相关融资、及其配套资金增长。出口加速回落下, 或需要基建适度对冲, 财政端或延续扩张。结构上来看, 疫后地方债务加快积累、付息压力加大等, 或抑制地方债的扩张空间; 预算内加码或以中央加杠杆为主。除预算资金外, “准财政”或依然是重要补充项, 此前经济下行压力较大阶段, 政策工具大规模加码, 例如, 2015-2017 年间, 发行累计 7 批、合计 2 万亿的大规模专项建设债券, 政策性银行信贷占全口径贷款比重也是一度高达 16% 以上; 2022 年政策性金融工具额度累计下达 6000 亿元, 上半年政策性银行信贷投放占比不足 9% (详情参见《“稳增长”工具箱大盘点》)。

图表 19: 2023 年基建或需加码对冲地产与出口拖累



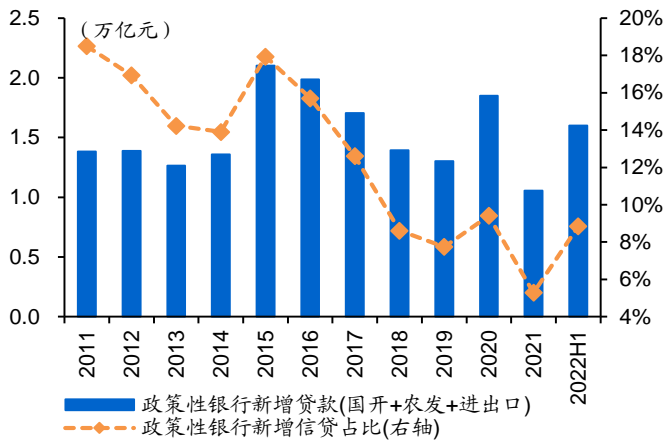
来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 相较地方政府杠杆率, 中央杠杆率较为平稳



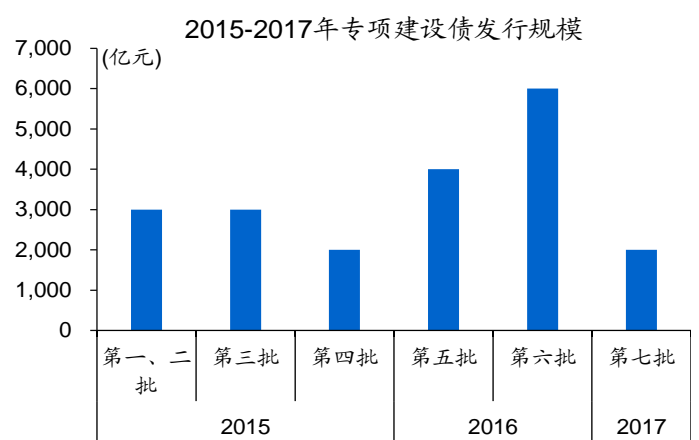
来源: Wind、国金证券研究所

图表 21: 部分阶段新增政策性银行信贷占比可超 16%



来源: 国开行、农发行、进出口行、国金证券研究所

图表 22: 2015-2017 年专项建设债券多批次下达



来源: 中国人民银行、Wind、国金证券研究所

“宽信用”加码下，结构性货币政策工具仍将继续力，疏通信用传导。再贷款等结构性工具在疏通信用传导中作用明显，带动相关行业贷款明显增长，例如单季度普惠小微贷款一度达 1.54 万亿元，2022 年前三季度清洁能源贷款同比近乎翻番。结构性货币政策工具加快使用下，部分再贷款额度已经用完；政策强调“结构性货币政策要继续做好‘加法’”下，部分工具已延续实施。

图表 23: 结构性货币政策工具或仍加力

时间	会议/通知	主要内容
2022年12月	政治局会议	稳健的货币政策要精准有力...
2022年12月	中央经济工作会议	稳健的货币政策要精准有力...引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度...
2022年12月	四季度货币政策委员会例会	强化跨周期和逆周期调节，加大稳健货币政策实施力度，要精准有力，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能...结构性货币政策工具要继续做好“加法”，强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响行业的支持...
2022年12月	2022—2023中国经济年会	总量要够就是货币政策的力度不能小于今年，需要的话还要进一步加力...继续落实好一系列结构性货币政策，效果好的可以酌情加力...
2023年1月	2023年中国人民银行工作会议	精准有力实施好稳健的货币政策...
2023年1月	延续实施碳减排支持工具等三项货币政策工具	碳减排支持工具延续实施至2024年末；支持煤炭清洁高效利用专项再贷款延续实施至2023年末；交通物流专项再贷款延续实施至2023年6月末。

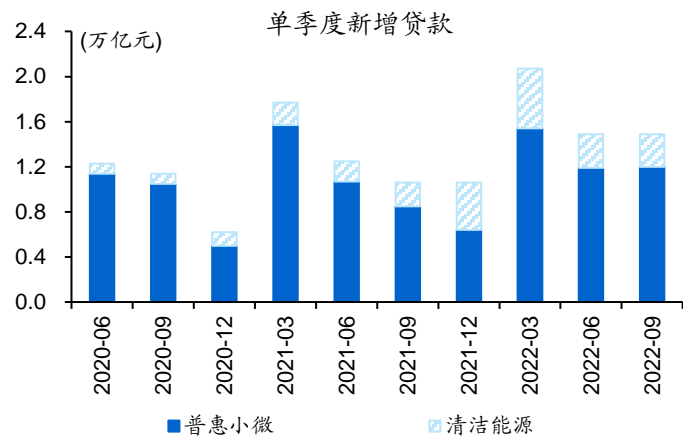
来源: 中国人民银行、国金证券研究所

图表 24: 部分结构性货币政策工具已使用完毕

工具名称	支持领域	使用进度
长期性工具	支农再贷款	涉农领域 21%
	支小再贷款	小微企业、民营企业 14%
	再贴现	涉农、小微和民营企业 21%
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业 47%
	抵押补充贷款	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等 /
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排碳减排技术 61%
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备 73%
	科技创新再贷款	科技创新企业 50%
	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点。普惠养老项目 98%
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)企业 76%
	设备更新改造专项再贷款	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户 60%
	普惠小微贷款减息支持工具	普惠小微企业 /
	收费公路贷款支持工具	收费公路主体 /
	民企债券融资支持工具	民营企业 100%
	保交楼贷款支持计划	保交楼项目 100%

来源: 中国人民银行、国金证券研究所(截至 2022 年底)

图表 25: 普惠小微、清洁能源贷款同比高增



来源: Wind、国金证券研究所

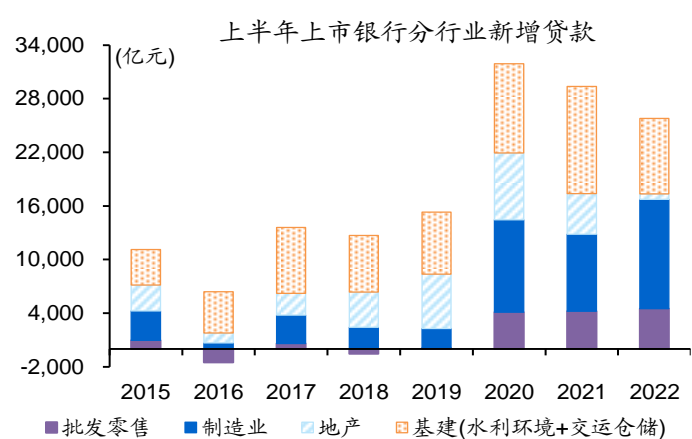
顶层设计指引下,政策支持资金流入制造业、基建、科技创新等领域。红利效应延续。“二十大”报告中短期与长期均对产业发展做出战略安排、且对产业发展着墨更多,支持领域更加明确;高端制造、科技前沿等产业突围升级,与现代能源体系建设、绿色转型等重点产业发展思路也已在“十四五”纲要中做出规划。顶层设计指引下,配套融资或向相关领域倾斜,例如,1月中旬主要银行信贷工作座谈会明确提出,要做好对科技创新、制造业、绿色发展等领域金融服务;与之对应地,自2022年以来制造业贷款大幅放量、前三季度同比增长75%(详情参见《制造业景气跟踪:来自信贷的视角》)。

图表 26: 制造业、新兴产业等融资政策支持力度较大

日期	会议文件	主要内容
2022年6月	货币政策委员会二季度例会	构建金融有效支持实体经济的体制机制,完善金融支持创新体系,引导金融机构增加制造业中长期贷款...
2022年7月	《关于进一步推动金融服务制造业高质量发展的通知》	国有大型银行要优化经济资本分配,向制造业企业倾斜,推动制造业中长期贷款继续保持较快增长...更好发挥政策性金融对制造业的支持作用...
2022年8月	人民银行2022年下半年工作会议	普惠小微贷款、投向制造业中长期贷款同比均明显多增...
2022年9月	国新办发布会	抓紧推出促进制造业引资...共同研究出台促进制造业吸引外资的配套文件,将以制造业为重点,坚持扩增量、稳存量、提质量并重...
2022年9月	货币政策委员会三季度例会	构建金融有效支持实体经济的体制机制...引导金融机构增加制造业中长期贷款,着力稳定产业链供应链...
2022年12月	中央经济工作会议	围绕制造业重点产业链,找准关键核心技术和零部件薄弱环节,集中优质资源合力攻关,保证产业体系自主可控和安全可靠,确保国民经济循环畅通...
2022年12月	银保监会党委扩大会议	引导金融资源更多向中高端制造业集聚,围绕先进制造业、战略性新兴产业、传统产业转型升级等重点领域,持续增加中长期贷款投放和保险资金投资...
2022年12月	中国人民银行货币政策委员会	构建金融有效支持实体经济的体制机制...引导金融机构增加制造业中长期贷款,支持加快建设现代化产业体系...
2023年1月	主要银行信贷工作座谈会	保持对实体经济的信贷支持力度,加大金融对国内需求和供给体系的支持,做好对基建投资、小微企业、科技创新、制造业、绿色发展等重点领域的金融服务,保持房地产融资平稳有序...

来源: Wind、国金证券研究所

图表 27: 制造业贷款明显高增、对冲基建、地产回落

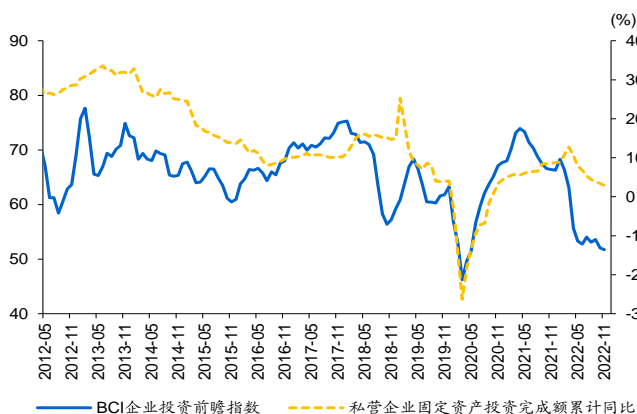


来源: Wind、国金证券研究所

(二) 国企或扛起稳增长“大旗”，通信制造等或是重点领域

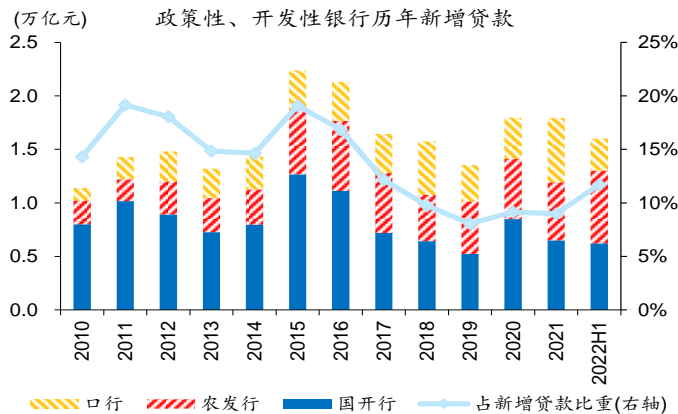
民企投资信心待修复下，央国企或仍是承接配合“准财政”资金、助力稳增长的重要主体。修复下，央国企或仍是承接配合“准财政”资金、助力稳增长的重要市场主体。2022年，疫情反复冲击企业投资信心，私营企业投资力度持续下滑；在此情形下，国资委多次强调央企业要发挥“稳定器”、“压舱石”作用，积极扩大有效投资；部分央企亦积极响应，2022年国家电网年度电网投资目标超5000亿元、同比增长近25%，投资增速创近年新高。

图表 28：眼下私营企业投资信心仍待修复



来源：Wind、国金证券研究所

图表 29：2022 年上半年“准财政”明显加力



来源：Wind、国金证券研究所

图表 30：2022 年央国企积极加码投资助力稳增长

类型	时间	文件/事件	内容
部委	2022年4月29日	国资委党委召开扩大会议	持续优化国资央企基础设施建设领域布局，积极参... 交通、能源、水利等网络型基础设施和信息、科技、 物流等产业升级基础设施建设，助力构建现代化基础
	2022年5月19日	国资委发布《关于中央企业助力中小企业纾困解难促进协同发展有关事项的通知》	充分发挥中央企业基础支撑作用，加强生产要素... 保障，积极落实降费提质要求，为中小企业提供精准、 高效、便捷的服务和充足、可靠、优质的供给。
	2022年7月28日	国资委党委召开扩大会议	国资央企要多措并举稳增长，为稳定宏观经济大盘... 发挥稳定器、压舱石作用，全面提高自主创新能力，... 培育发展新动力，积极扩大有效投资，带动促进产业... 上中下游、大中小企业协同发展。
部分央企	2022年6月2日	国家电网对外发布八项措施助力稳定经济大盘	国家电网公司将充分发挥“大国重器”和央企“顶... 柱”作用，全力服务经济社会平稳健康发展，全力... 加大电网投入，全力促进新能源发展
	2022年6月8日	中国石化制定22条措施助力稳增长	坚持“加大投入、快速产出、有效产出”，按照“... 谨慎投资、精准投资、效益投资”要求，以主营业务... 重大项目为抓手，加大油气勘探开发力度...
	2022年8月11日	中建集团多措并举加大项目建设	积极把握国家适度超前开展基础设施投资的机遇，... 推动一大批重点项目加速落地...
	2022年10月4日	中国铁路总公司提速基础设施建设	稳增长为首要任务，要聚焦新签合同、营业收入、... 利润三大经营发展指标，抓好现汇项目，保障稳健... 带；抓好优质资源，促进投资拉动...

来源：Wind、国金证券研究所

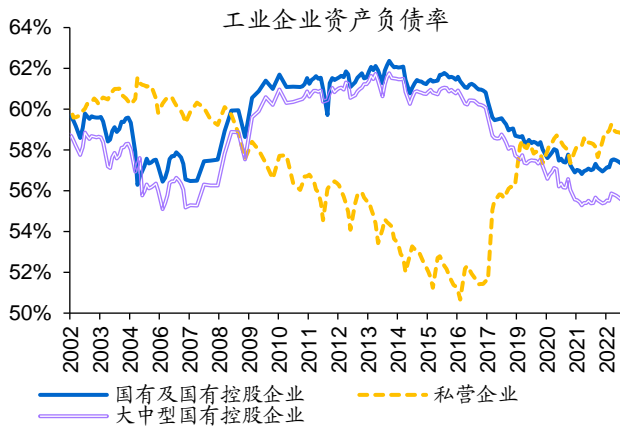
图表 31：2022 年国家电网电网投资目标明显提升



来源：Wind、国金证券研究所

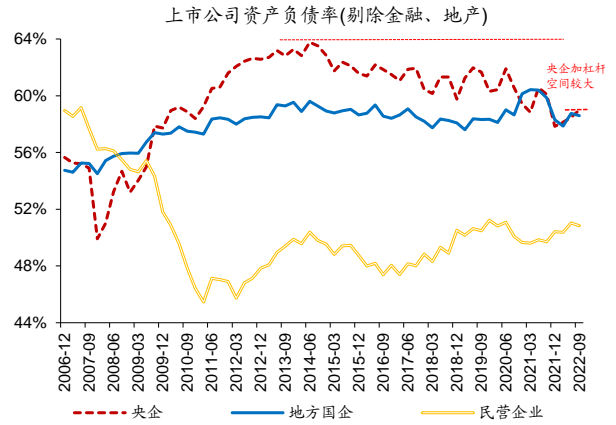
国有企业中，央企具备投资扩张的空间和能力。工业企业数据显示，2015年以来，国有及国有控股企业负债率持续降低、2022年10月为57%，低于私营企业资产负债率59%；其中，大中型国有控股企业负债率低至56%，提升空间相对更大。上市公司数据也显示，2015年以来央企“去杠杆”成效明显，2022年三季度负债率近59%、较2014年最高点降低近5个百分点；同时，相比非国有企业及地方国有企业，上市央企2022年三季度现金状况较好，资本开支处于较低水平，具备“加杠杆”扩投资条件。

图表 32: 2015 年来国有企业杠杆率持续下降



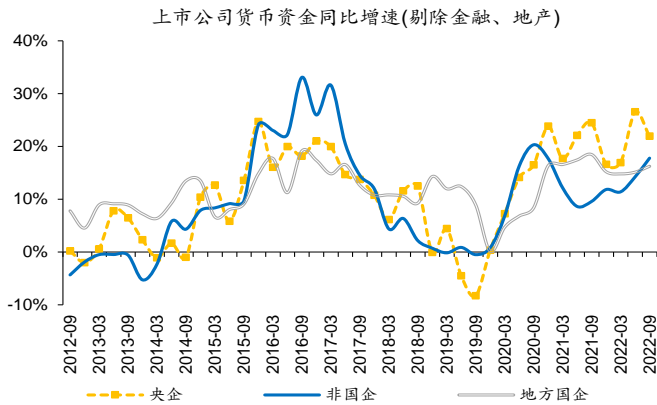
来源: Wind、国金证券研究所

图表 33: 2022 年上市央企杠杆率提升空间或更大



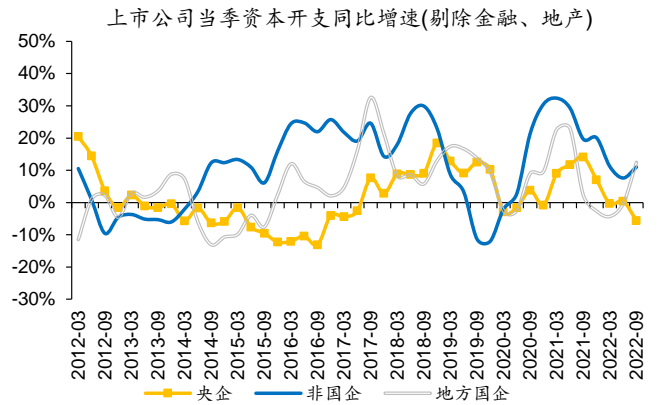
来源: Wind、国金证券研究所

图表 34: 2022 前三季度上市央企现金状况较好



来源: Wind、国金证券研究所

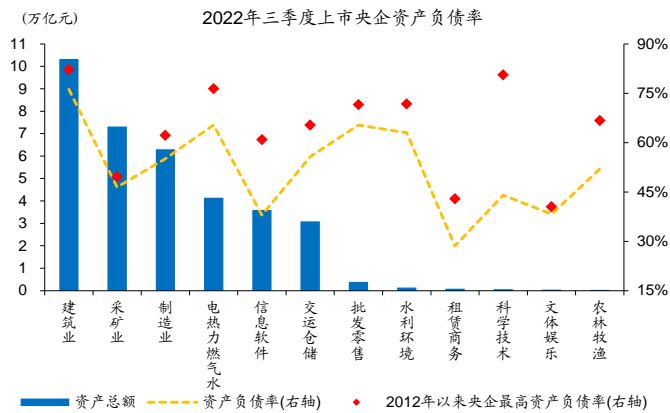
图表 35: 2022 前三季度上市央企资本开支有提升空间



来源: Wind、国金证券研究所

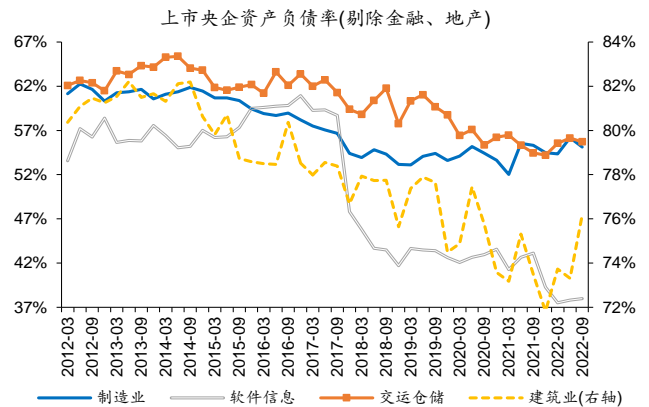
具体来看, 建筑、运输设备制造业等央企扩表空间或更大。截至 2022 年三季度, 软件业上市央企资产负债率较 2012 年以来最高资产负债率降低 23%至 38%, 后续或受政策推动扩表投资; 若考虑各行业上市央企资产规模, 2023 年软件业、建筑业及制造业央企“加杠杆”空间较大, 合计负债或可扩张近 1.9 万亿元; 制造业细分行业中, 运输设备制造业扩表空间较大, 负债或可扩张 1300 亿元左右。

图表 36: 2023 年建筑、制造业等央企扩表空间或更大



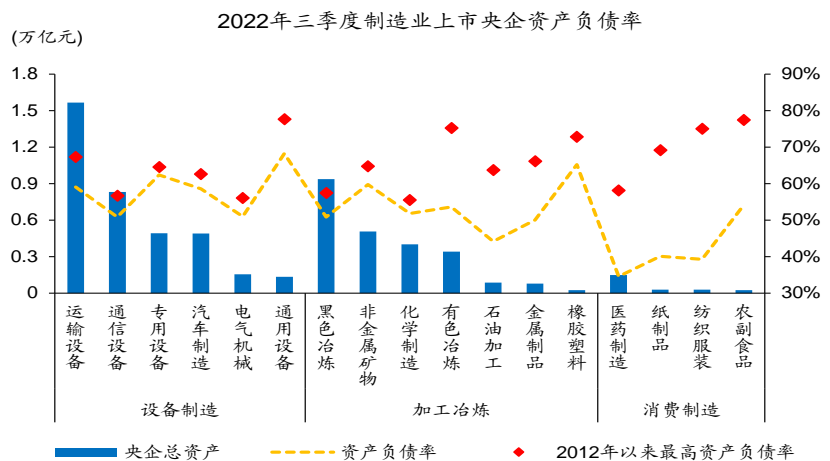
来源: Wind、国金证券研究所

图表 37: 近年来软件信息等行业央企杠杆率明显下降



来源: Wind、国金证券研究所

图表 38: 2023 年运输设备等行业央企扩表空间较大



来源: Wind、国金证券研究所

三、带来的经济效应?

(一) 信用修复大势所趋, 制造业等领域投融资行为值得关注

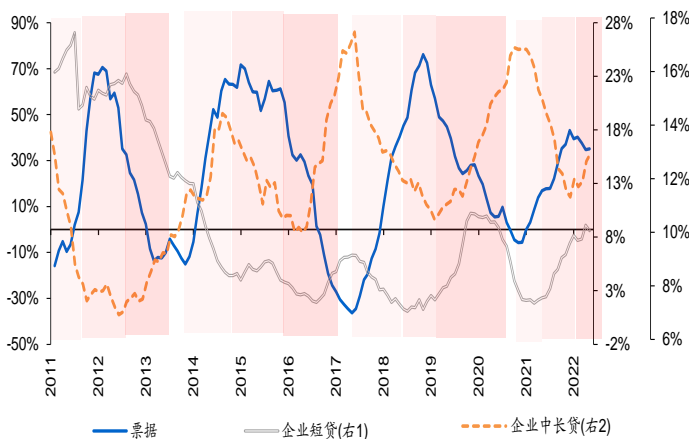
稳增长加力下, 实体需求或逐步修复, 融资结构延续改善、尤其是中长期资金明显增长。延续“二十大”思路, 12 月中央经济工作会议定调, 将“稳增长”放在首位。伴随疫情干扰减弱, 稳增长政策的“累积效应”或将显现, 带动实体融资需求修复。从结构看, 企业中长贷企稳回升、12 月增速达 14.7%, 前两轮信用修复中长贷增速高点在 17%-18% 左右; 代表企业中长期资金的有效社融增速也明显回升、去年四季度已抬升 0.7 个百分点。

图表 39: 稳增长力度持续加码

时间	会议	主要内容
2022年12月	政治局会议	突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作...坚持稳字当头、稳中求进...着力扩大国内需求,充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用...
2022年12月	中央经济工作会议	我国经济韧性强、潜力大、活力足,各项政策效果持续显现,明年经济运行有望总体回升...大力提振市场信心,把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来,突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作...加大宏观政策调控力度,加强各类政策协调配合...
2023年1月	2023年中国人民银行工作会议	突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作,推动经济运行整体好转,实现质的有效提升和量的合理增长...

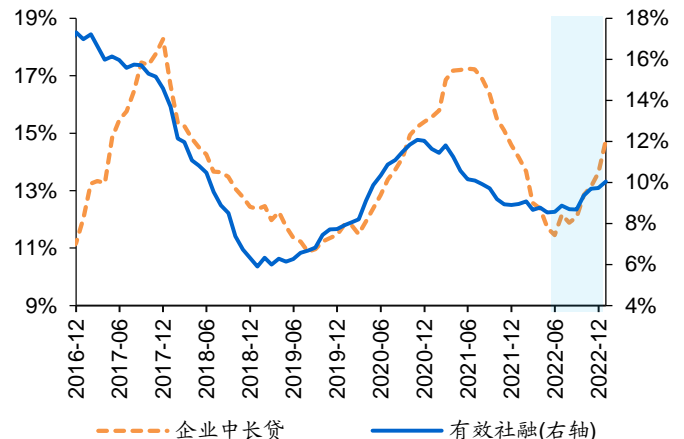
来源: 政府网站、中国人民银行、国金证券研究所

图表 40: 经验显示, 中长贷或已进入修复通道



来源: Wind、国金证券研究所

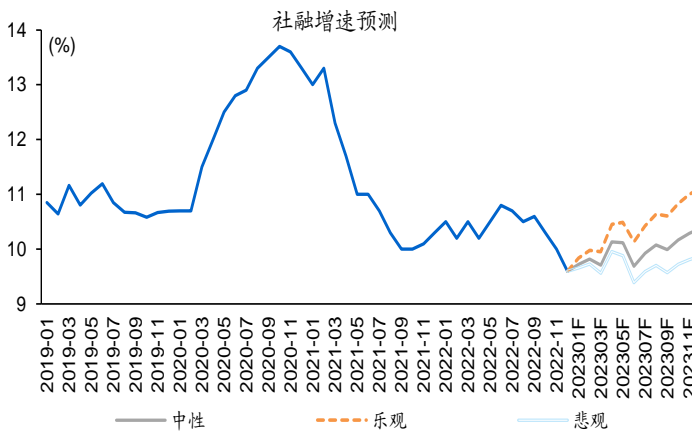
图表 41: 代表企业中长期资金的有效社融明显抬升



来源: Wind、国金证券研究所

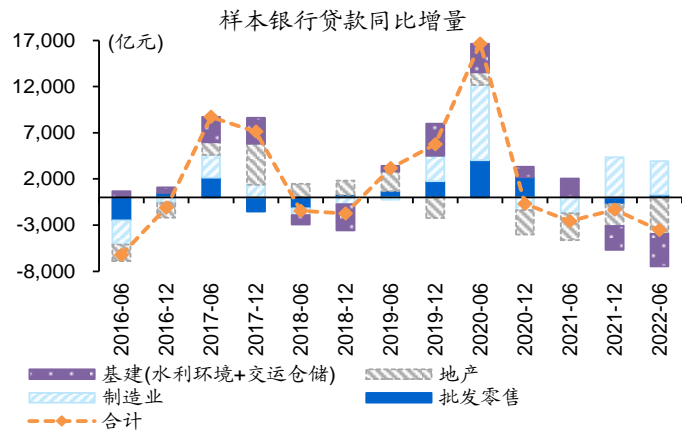
伴随稳地产推进等,前期“低谷”的相关融资或有所修复。自2022年底以来,地产供给侧融资支持“三箭齐发”,一方面,信贷、债券融资支持力度加大,12月地产债净融资转正至210亿元以上;另一方面,股权融资支持加快落地。需求侧部委、地方放松措施力度也不断加码,地产相关融资情况或边际改善。此外,伴随疫后消费场景的修复、就业形势和收入状况改善等,或带动消费相关融资修复(详情参见《“稳地产”加码,需要关注什么?》)。

图表 45: 中性情景下, 社融增速于一季度末温和修复



来源: Wind、国金证券研究所

图表 46: 制造业新增贷款较难对冲地产贷下滑

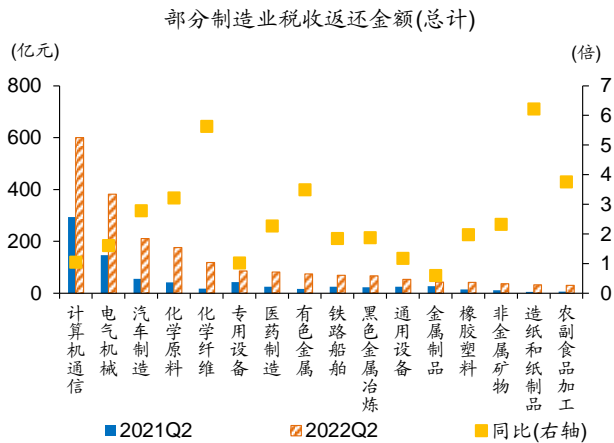


来源: Wind、国金证券研究所

(二) 资金向制造业等倾斜, 为新时代“朱格拉周期”提供支持

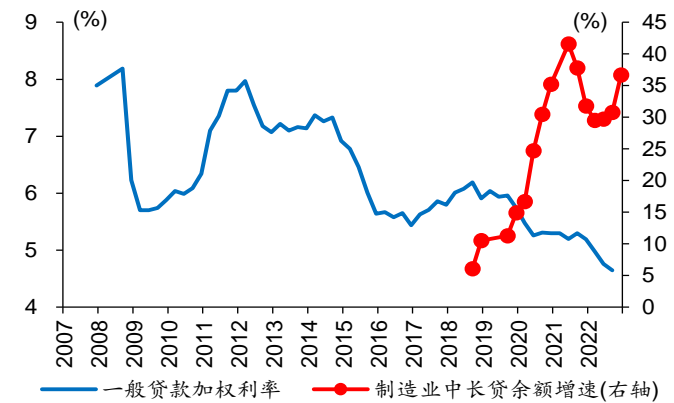
逆周期政策有效保护了企业报表: 财政端“留抵退税”、货币端“设备更新再贷款”等结构性工具, 对现金流量表和资产负债表起到良好保护作用。2022年, “留抵退税”合计规模或超2.3万亿元, 对中上游制造业支持尤为明显; 主要集中在2季度落地, 一定程度缓解了疫情反复对企业带来的冲击(详见《留抵退税“落袋”, 企业怎么“花”?》)。

图表 47: 中上游制造业留抵退税返还金额较大



来源: Wind、国金证券研究所

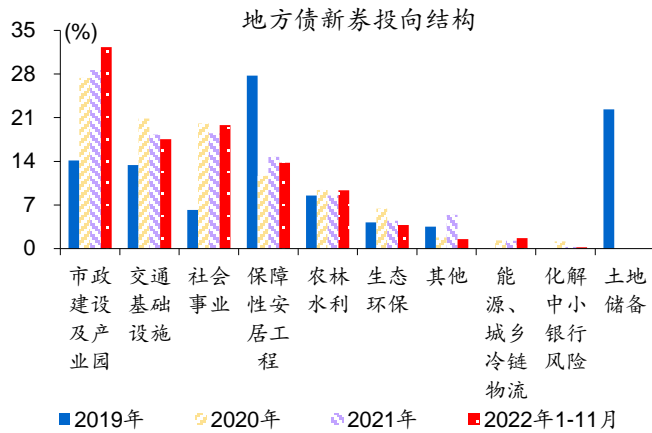
图表 48: 制造业贷款增速保持高位



来源: 中国人民银行、Wind、国金证券研究所

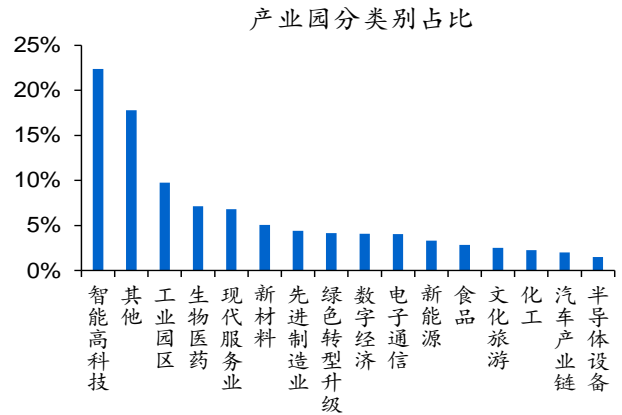
融资政策支持也在加大, 除信贷资源外, 部分产业政策配套融资对智能高科技等先进制造业支持也明显加大。2022年, 地方产业重大项目数量占比近5成, 集中于高端制造、新材料、生物医药等产业突围类项目; 从重大项目落地来看, 浙江、贵州二季度新开工重大项目主要投向产业升级、先进制造业等。产业配套设施加快建设下, 2022年前10月, 近35%的专项债资金投向市政产业园、且产业园项目多为智能高科技类型。

图表 49: 专项债投向市政产业园占比较往年明显抬升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 50: 产业园项目中, 智能高科技占比较高



来源: 中国债券信息网、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

1. 信用修复弹性减弱, 结构亮点突出、对制造业支持加大; 拆分来看, “钱” 主要流向设备制造、消费制造等行业。
2. 内外需“接力” 下, 稳增长仍将发力, 支持资金流入制造业、基建等领域; 国企或扛起稳增长“大旗”, 通信制造等或是重点发力领域。
3. 信用环境修复大势所趋, 制造业投融资行为值得关注; 资金向制造业等领域倾斜, 为新时代“朱格拉周期” 提供融资支持。

重申观点: 新时代“朱格拉周期” 或将开启, 制造业或成为 2023 年最值得关注的亮点之一。在二十大报告指引下, 产业转型升级、补链强链等紧迫性提升, 或带来新一轮产业投资周期, 推动制造业加快扩张。2022 年 3 季度末启用的“设备更新再贷款” 等工具, 实际带动效果尚未充分显现; 2023 年“累积效应” 或加速体现、并形成更广泛的支撑, 开启新时代“朱格拉周期” (详情参见《2023 年, 新时代“朱格拉周期” 元年》)。

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; 疫情潜在反复风险, 对项目开工、生产经营活动等的抑制。
- 2、疫情反复。变异毒株加大防控难度, 不排除疫情局部反复的可能。

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: 北京市东城区建国内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	新闻大厦 8 层南侧	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