

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师

执业编号：S1500523030001

邮箱：xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

高增的贷款流向了哪些行业？

2023年4月27日

摘要：

今年年初开始连续三个月信贷超预期放量，尤其是企业中长贷持续高增。许多投资者希望弄清贷款的具体流向，然而央行并未公布其细分结构。本文从一个全新的视角，即借款人的视角，尝试解答这一关键问题。

- **工业企业的负债变化一定程度上能够反映银行贷款的流向。**2018年银行贷款在工业企业负债中的占比达到了35.6%，可见银行贷款在企业负债中有着举足轻重的地位。此外，历史数据显示，工业企业的负债同比与制造业贷款需求指数走势方向基本一致，也印证了企业负债的变化与银行贷款息息相关。统计局每个月公布细分行业的负债数据，我们可以由此来大致拆解银行信贷的流向。在大类行业中，2023年2月下旬制造业负债增速最快，其次是中游原材料加工业，下游消费品、上游采掘业负债增速较慢。细分行业层面，银行贷款主要流向了上游的非金属矿采选业与有色金属采选业，以及下游制造业中的医药制造业、专用设备制造业、汽车制造业、电气机械制造业等中高端制造业。
- **结合企业的资产负债率，研判投资前景较好的行业。**在市场上，企业资产负债率上升经常被误认为是企业加杠杆的信号，但事实上，只有当企业负债增加时，企业资产负债率的上升才等于企业加杠杆；如果企业资产负债率和负债同时下降，大概率是企业资产端发生了缩水。我们将每个行业的负债同比与资产负债率的同比变化进行整理，找出两者皆高的行业。这些行业包含了中游的化学纤维，下游制造业中汽车制造业、电气机械，以及下游消费品中的食品制造。在工业企业去库存的背景下，行业加杠杆更多反映了企业家对于该行业的发展有较强的信心，行业景气度可能率先迎来复苏。
- **企业进入“被动去库存”。**3月末，产成品存货同比增速较2月末下降1.6个百分点，显示出企业去库存。3月份企业营业收入单月同比转正，可见企业已经进入“被动去库存”阶段。我们判断，随着经济逐步修复，叠加4月后基数走低，工业企业营业同比增速已经在2月触底，二季度将迎来持续的改善。我们预计“被动去库存”将会持续至年中，下半年企业有望转入“主动补库存”。
- **风险因素：**信贷政策收紧；疫情反复对开工、居民出行产生抑制等。

目录

一、高增的贷款流向了哪些行业？	3
二、工业企业利润仍出现较大降幅，显示工业弱复苏	5
三、在出口反弹的带动下，下游制造业利润回暖	7
四、企业进入“被动去库存”	8
风险因素	9

图目录

图 1：工业企业的负债同比与制造业贷款需求指数走势方向基本一致.....	3
图 2：细分行业负债同比增速	4
图 3：各行业的负债同比与资产负债率的同比变化	5
图 4：3 月工业企业利润累计同比跌幅小幅收窄	6
图 5：1-3 月工业企业利润率处于历史较低水平.....	7
图 6：成本率上升，费用率小幅下降.....	7
图 7：下游制造业利润回暖.....	8
图 8：企业产成品存货下降.....	8

一、高增的贷款流向了哪些行业？

今年年初开始信贷连续三个月超预期放量，尤其是企业中长贷持续高增。许多投资者希望弄清贷款的具体流向，然而央行并未公布其细分结构。本文从一个全新的视角，即借款人的视角，尝试解答这一关键问题。

工业企业的负债变化一定程度上能够反映银行贷款的流向。根据统计局的《工业统计报表制度》，工业企业负债合计是指企业过去的交易或者事项形成的，预期会导致经济利益流出企业的现时义务，包括银行贷款、借款、应付账款、应付职工工资、应付职工福利费、应交税金等企业负有偿还责任的债务。使用工业企业贷款余额除以工业企业负债合计，可以得到银行贷款在工业企业负债中的占比，2018年该值为35.6%，可见银行贷款在企业负债中有着举足轻重的地位。此外，历史数据显示，工业企业的负债同比与制造业贷款需求指数走势方向基本一致，也印证了企业负债的变化与银行贷款息息相关。

图 1：工业企业的负债同比与制造业贷款需求指数走势方向基本一致



资料来源：万得，信达证券研发中心

统计局每个月公布细分行业的负债数据，我们可以由此来大致拆解银行信贷的流向。

在大类行业中，2023年2月下游制造业负债增速最快，同比增长15.1%，其次是中游原材料加工业，同比增长9.0%；下游消费品、上游采掘业负债增速较慢，同比分别为7.2%、5.3%。

图 2：细分行业负债同比增速（2023 年 2 月）

大类行业	细分行业	行业负债同比 (%)	负债同比 (%)
上游采掘业	煤炭开采和洗选业	0.40	5.34
	石油和天然气开采业	5.90	
	黑色金属矿采选业	4.20	
	有色金属矿采选	7.40	
	非金属矿采选业	15.60	
中游原材料加工业	石油、煤炭及其他燃料加工业	8.00	8.96
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	8.50	
	造纸及纸制品业	2.20	
	化学原料及化学制品制造业	6.70	
	化学纤维制造业	13.10	
	橡胶和塑料制品业	5.60	
	非金属矿物制品业	11.00	
	黑色金属冶炼及压延加工业	7.80	
	有色金属冶炼及压延加工业	9.60	
	金属制品业	3.20	
下游制造业	医药制造业	9.90	15.09
	通用设备制造业	5.80	
	专用设备制造业	11.50	
	汽车制造	12.10	
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	9.80	
	电气机械及器材制造业	22.60	
	计算机、通信和其他电子设备制造业	11.40	
	仪器仪表制造业	14.40	
下游消费品	农副食品加工业	8.30	7.23
	食品制造业	14.00	
	酒、饮料和精制茶制造业	8.80	
	烟草制品业	-8.20	
	纺织业	5.40	
	纺织服装、服饰业	-1.20	
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	3.20	
	家具制造业	4.40	
	印刷业和记录媒介的复制	2.20	
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	1.30	

资料来源：万得，信达证券研发中心

从细分行业来看，截至 2 月份，大多数行业负债同比为正，以下是行业的具体情况。

上游采掘业：非金属矿采选业与有色金属采选业增速较快，且两个行业负债增速处于上行通道。

中游原材料加工业：化学纤维制造业、非金属矿物制品业、有色金属冶炼增速较快，但三个行业负债增速均在近期出现了小幅的下滑。

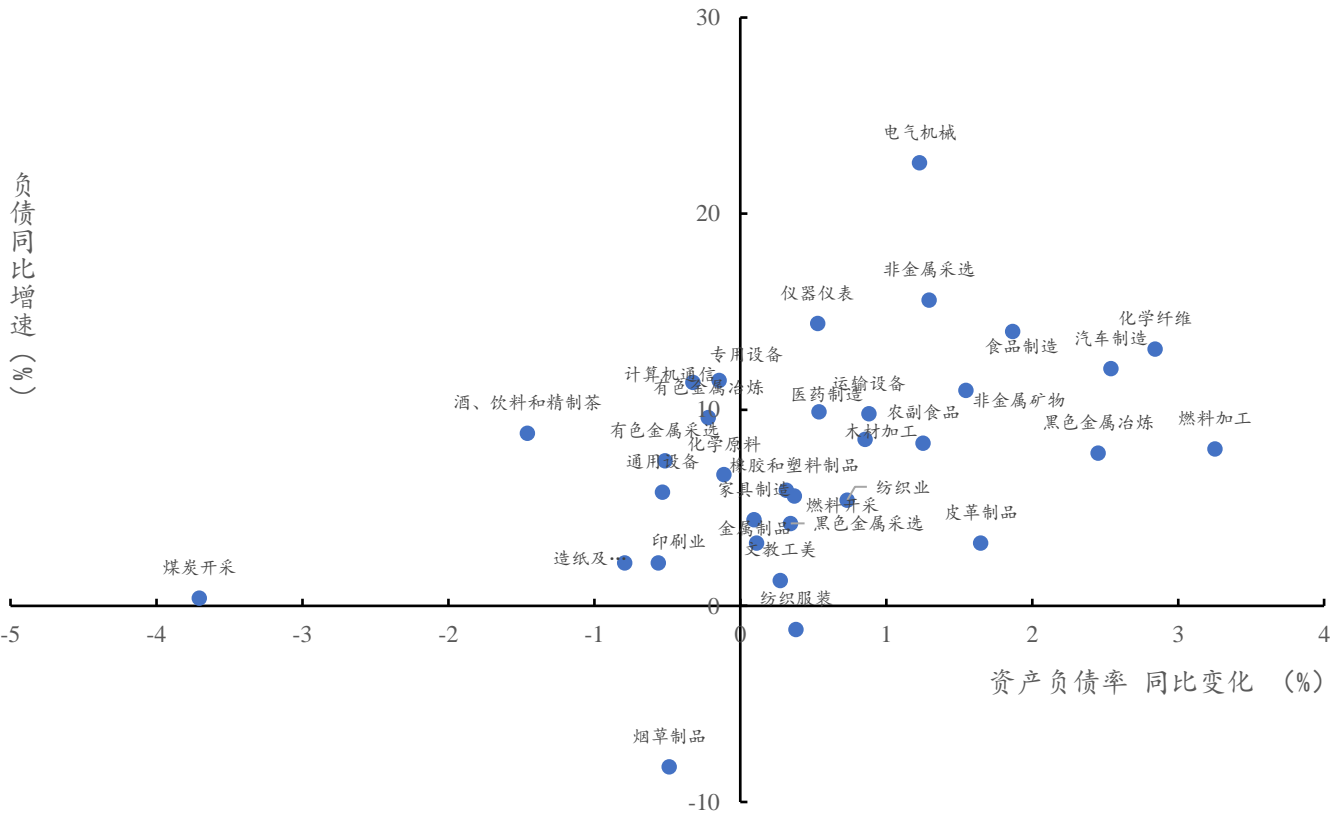
下游制造业：医药制造业、专用设备制造业、汽车制造业、电气机械制造业等先进制造业负债增速较快，且负债增速从去年下半年开始持续处于上升态势。

下游消费品：食品制造业负债增速较快，是下游消费品中唯一增速超过 10% 的行业。

综合来看，银行贷款主要流向了上游的非金属矿采选业与有色金属采选业，以及下游制造业中的医药制造业、专用设备制造业、汽车制造业、电气机械制造业等中高端制造业。其中，先进制造业贷款的高增离不开政策的支持，开年以来，各地持续加大金融对制造业的支持力度。例如，2 月深圳银保监局有关部门负责人表示，今年将推动金融要素向制造业倾斜投放，重点支持高技术制造业、深圳“20+8”产业集群，推进先进制造业集群发展，提高制造业企业自主创新能力；北京市发展改革委等 11 部门联合印发《关于北京市推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》，提出推动制造业贷款增速不低于 15%、制造业中长期贷款增量不低于 1000 亿元。我们预计，在政策的推动下，先进制造业贷款有望保持高增长态势。

除了以上分析之外，我们还可以结合企业的资产负债率，研判投资前景较好的行业。在市场上，企业资产负债率上升经常被误认为是企业加杠杆的信号，但事实上，只有当企业负债增加时，企业资产负债率的上升才等于企业加杠杆；如果企业资产负债率和负债同时下降，大概率是企业资产端发生了缩水。我们将每个行业的负债同比与资产负债率的同比变化进行整理，找出两者皆高的行业。这些行业包含了中游原材料加工业中的化学纤维，下游制造业中汽车制造业、电气机械，以及下游消费品中的食品制造。在工业企业去库存的背景下，行业加杠杆更多反映了企业家对于该行业的发展有较强的信心，行业景气度可能率先迎来复苏。

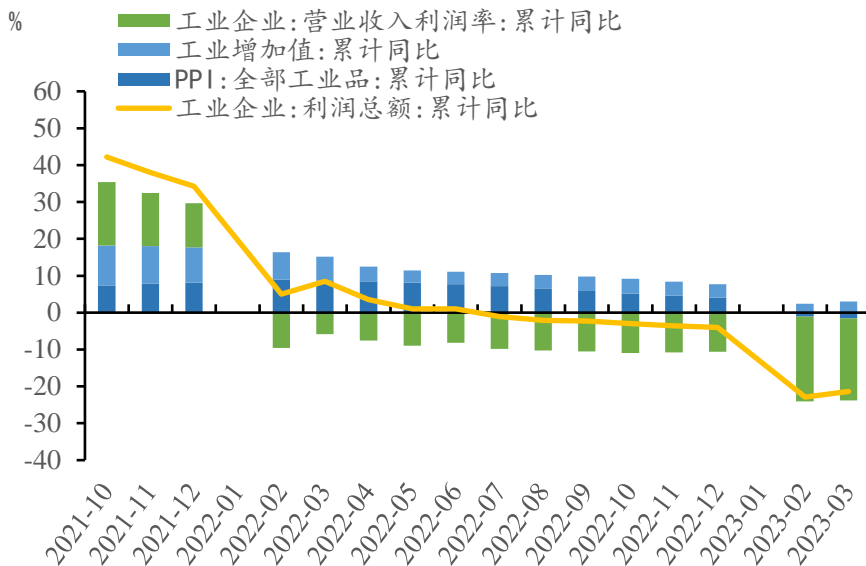
图 3：各行业的负债同比与资产负债率的同比变化



资料来源：万得，信达证券研发中心

二、工业企业利润仍出现较大降幅，显示工业弱复苏

工业企业利润仍出现较大降幅。2023 年 3 月份，3 月份规模以上工业企业利润同比下降 19.2%，降幅较 1—2 月份收窄 3.7 个百分点。

图 4：3 月工业企业利润累计同比跌幅小幅收窄


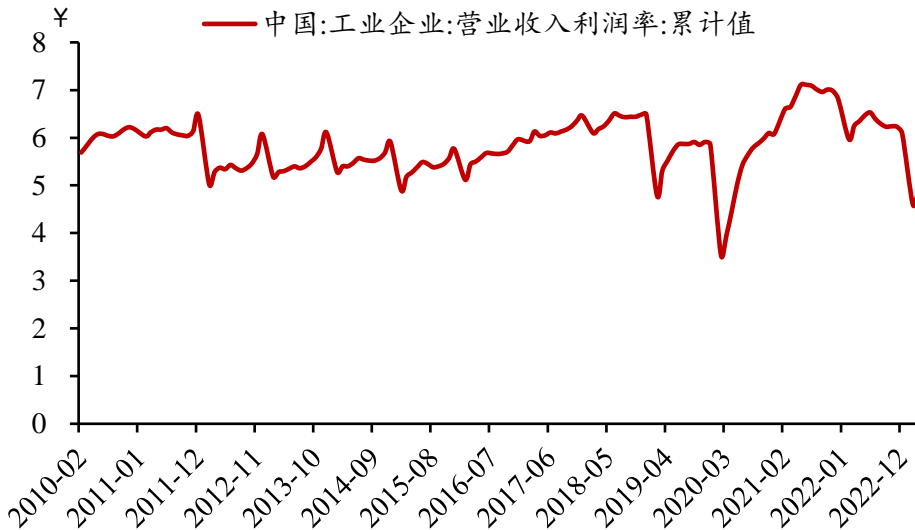
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

根据三因素框架拆解本期工业企业利润，工业增加值对企业利润形成支撑，PPI、利润率继续对企业利润形成拖累。

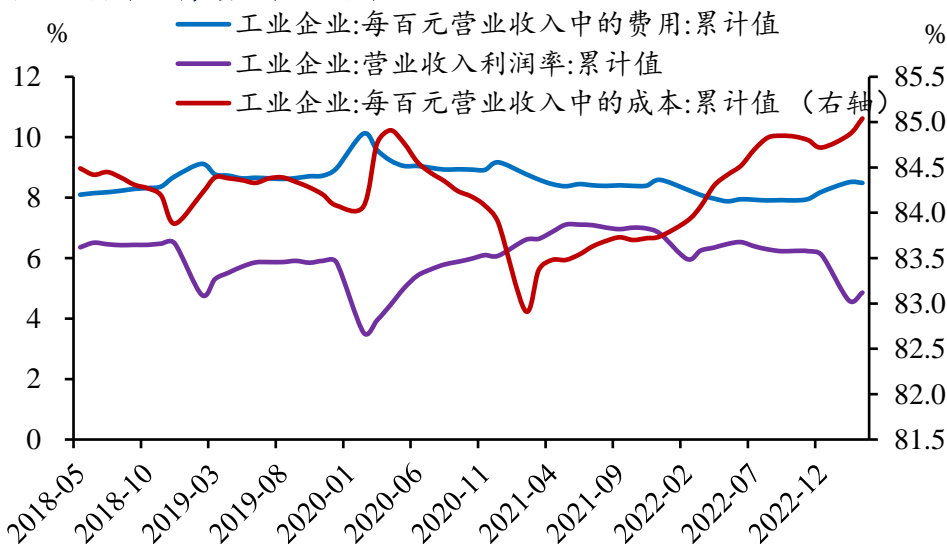
工业增加值方面，1-3 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 3.0%，比 1-2 月加快 0.6 个百分点。虽然工业增加值增速较上期有所修复，但依然处于弱复苏的状态，恢复速度远不如服务业。一季度，服务业生产指数累计同比 6.7%，去年全年为-0.1%，大幅回升了 6.8 个百分点；而规模以上工业增加值累计同比较去年全年增速（3.6%）下降了 0.6 个百分点。

PPI 方面，1-3 月 PPI 累计同比增速为-1.6%，1-2 月同比为-1.1%。PPI 降幅扩大我们认为一方面是受到去年高基数的影响，另一方面是全球需求走弱导致原油、工业金属等大宗商品价格下跌。

利润率方面，1-3 月利润率为 4.86%，同比下降 1.30 个百分点。4.86%的利润率虽较上期小幅反弹，但仍然处于历史较低水平。进一步观察成本率和费用率，我们认为，利润率较低，一是产业链中上游价格通缩，使得成本和费用在价格中的占比更高，对利润形成侵蚀。二是 2023 年以来大规模的减税降费政策逐步退坡，而新一轮接续政策尚未推出，企业的经营状况有所恶化。

图 5：1-3 月工业企业利润率处于历史较低水平


资料来源：万得，信达证券研发中心

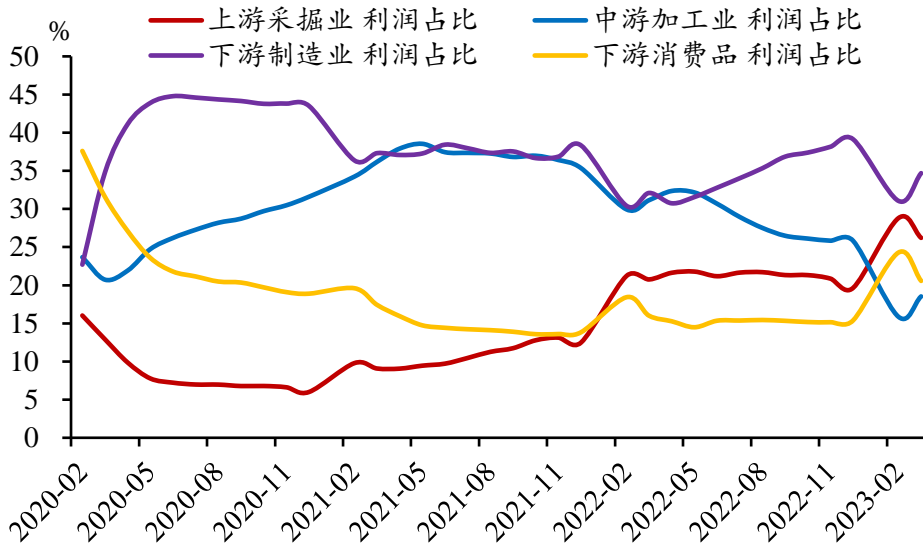
图 6：成本率上升，费用率小幅下降


资料来源：万得，信达证券研发中心

我们判断，随着经济逐步修复，叠加 4 月后基数走低，工业企业利润同比增速将进入上升通道。本期工业企业利润增速大幅回落与去年的高基数有关，去年 3 月，利润同比增长 12.0%，表现相对较强。而去年二季度企业利润受到疫情封控等因素冲击，同比增速明显回落。考虑到高基数的影响将显著减弱，未来企业利润增速有望延续改善。

三、在出口反弹的带动下，下游制造业利润回暖

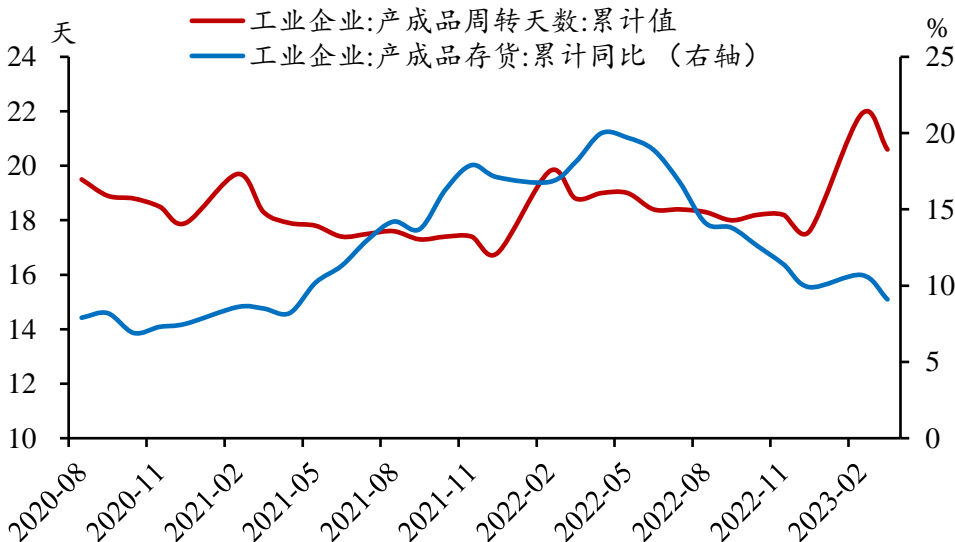
中上游利润占比保持韧性；在出口反弹的带动下，下游制造业利润回暖。1-2 月受到外需疲弱的影响，下游制造业利润占比大幅下降。3 月出口明显反弹，下游制造业占比回升 3.6 个百分点。其中，汽车制造业受市场需求恢复、生产销售回升等因素作用，利润由 1—2 月份下降 41.7% 转为增长 9.1%；铁路船舶航空航天运输设备、通用设备、电气机械行业利润均实现较快增长，增速分别为 25.5%、16.5%、11.3%。中上游利润占比基本保持不变。下游消费品利润占比虽然出现小幅回落，但较去年同期水平有显著的改善。

图 7：下游制造业利润回暖


资料来源：万得，信达证券研发中心

四、企业进入“被动去库存”

企业进入“被动去库存”。3月末，产成品存货 6.14 万亿元，增长 9.1%，增速较 2 月末下降 1.6 个百分点，显示出企业去库存。3 月份企业营业收入单月同比转正，增长 0.6%，上期为-1.3%，可见企业已经进入“被动去库存”阶段。与利润的逻辑类似，营业收入也将在二季度受到低基数与经济修复的影响，我们预计“被动去库存”将会持续至年中，下半年企业有望转入“主动补库存”。

图 8：企业产成品存货下降


资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

信贷政策明显收紧；疫情反复对开工、居民出行产生抑制等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com

华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。