

## “天量”信贷缘何难推投资高增？

今年一季度信贷投放总量再创新高，然而高额信贷并未遵循往年经验规律，带动有效需求扩张，进而推动增长显著回升。高额信贷同时伴随的是偏低通胀以及偏弱的总需求。

### 市场难免困惑，本轮“天量”信贷流向何处，缘何带不动需求扩张？

理解这一问题，我们需要从信贷的细节构成寻找答案。

#### ► 我们注意到一季度“天量”信贷投放，同时伴随着五点结构异动。

2023年一季度新增信贷规模高达10.6万亿，同比多增2.26万亿，这是一个非常强的新增信贷投放。除了新增投放总量规模偏大之外，我们发现一季度信贷结构也截然不同于往年，具体有五点特征。

**第一**，今年一季度信贷主要依靠企业部门驱动，尤其是企业中长贷。

**第二**，企业中长贷放量明显，显著超过往年季节性特征。

**第三**，重工业中长贷同比大幅多增，其次服务业企业中长贷超季节性放量。

**第四**，企业中长贷结构上“短转长”，同时表外融资转表内。

**第五**，居民信贷结构上“长转短”，同时伴随经营贷占比提高。

#### ► 一季度“天量”信贷以及结构异动，反映当前企业和居民部门面临约束。

就企业而言，“天量”信贷投放未能撬动有效投资和生产，关键有三点原因：

**第一，企业经营现金流承压。**经营现金流承压之下，企业需要依靠表内融资维持现金流稳定。去年底票据新规约束了企业票据融资渠道，再者去年底理财赎回导致年初企业债券发行偏弱，今年一季度企业转由信贷渠道获取稳定融资。故而最终我们看到服务业企业中长贷规模扩张然而全社会固定资产投资有限。

**第二，建筑业企业现金流偏紧。**压力一部分来自房地产新开工不足，还有一部分原因在于今年财政预算内拨付基建资金缩减。基建项目不得不依靠预算外资金（主要是表内信贷）维持投资现金流。最终我们看到建筑业企业中长贷信贷融资规模较大，然而建筑业项目落地投资量有限。

**第三，海外资本开支增多。**我们认为这一表现，一方面与私人部门自发的产业转移浪潮有关，另一方面也与国家主导的“一带一路”投资有关。

居民部门信贷结构异动就更加容易理解。

年初居民“借短还长”，这一过程还伴随着经营贷占比提升，可能与今年一季度居民存在提前还贷的现象有关。

#### ► 一季度“天量”信贷以及结构异动，映射当前宏观经济所处状态。

**从经济数据理解当前现实**，一季度信贷数据描绘的宏观经济图景是，居民避险情绪强，消费支出乏力。一季度恰逢预算内财政扩张退坡，生产修复节奏偏慢，企业现金流尚不充裕。这一点可在物价、金融等指标获得交叉验证。

**从政策角度理解当下现状**，一季度“天量”信贷并未有效推动经济快速反弹，反映仅靠货币政策宽松无法有效推动国内需求修复。

这也意味着推动经济进一步修复，不能只靠货币宽松，我们还需要更有效的供给和需求政策共振。

若二季度或有政策推进，宏观交易也将从定价基本面数据转为定价政策博弈。

#### ► 风险提示：统计口径偏离，数据测算有误差



#### 分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

#### 研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

#### 相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报：成长板块强势回归-2023/05/22
- 2.流动性跟踪周报：又见人民币汇率破7-2023/05/21
- 3.2023年4月财政数据点评：财政的“疲惫感”-2023/05/19
- 4.海外专题研究：美国债务上限蕴含的投资机会-2023/05/19
- 5.宏观专题研究：直觉与反直觉系列（八）：水泥高频反映基建缘何“失真”？-2023/05/19

# 目录

<b>引言</b> .....	<b>3</b>
<b>1 一季度信贷结构：企业短转长，居民长转短</b> .....	<b>4</b>
1.1 今年一季度居民和企业信贷表现不俗 .....	4
1.2 企业和居民信贷长短结构截然相反 .....	4
1.3 今年一季度“天量”信贷的两个“亮点” .....	5
<b>2 一季度企业中长贷：投资需求弱，经营性需求强</b> .....	<b>6</b>
2.1 从行业看一季度企业中长贷投向 .....	6
2.2 一季度企业中长贷投向的超季节性特征 .....	7
2.3 企业中长贷投向蕴含的企业融资动机 .....	8
<b>3 居民和企业部门信贷结构异动的双重印证</b> .....	<b>9</b>
3.1 居民信贷长转短还伴随着经营贷融资占比抬升 .....	9
3.2 企业信贷短转长还伴随着企业融资表外转表内 .....	10
<b>4 一季度企业信贷增扩然而增长有限的“谜底”</b> .....	<b>11</b>
4.1 经济复苏动能有限，企业经营现金流承压 .....	11
4.2 预算内财政资金有限，基建项目总量资金并不多 .....	12
4.3 海外资本开支需求增加，企业融资更多投向海外 .....	13
<b>5 结论：“天量”信贷映射当前宏观经济状态</b> .....	<b>14</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>16</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>17</b>

## 引言

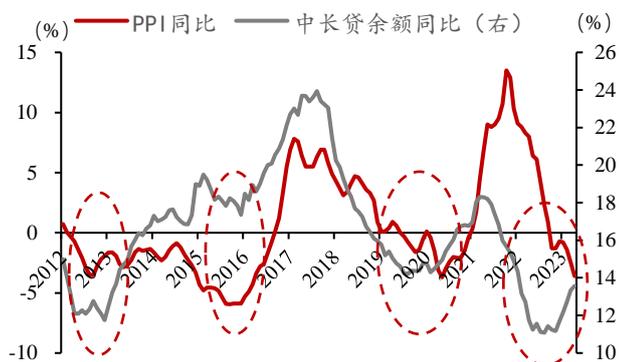
高信贷增速一般会转化为实体经济旺盛的需求，进而推动经济回升。过去的经验是中长贷企稳回升，往往对应固定资产投资增速企稳和 PPI 触底反弹。即使是在 2013-2014 年产能过剩时期，这一经验规律也基本适用。然而今年以来，信贷快速扩张的过程中，这一经验规律并不成立。

相反，今年一季度“天量”信贷对应的宏观实体数据偏弱，固定资产投资逐步下降（剔除低基数和季节性波动之后），商品价格持续低迷，全社会有效需求迟迟未见明显回升。作为需求的有效代理指标，通胀，今年 1-4 月持续低位徘徊。现在摆在市场面前的问题是：

### 本轮“天量”信贷流向何处，缘何带不动需求扩张？

回答这一问题，需要从信贷本身出发。通过拆解一季度信贷结构，并与其他数据进行交叉验证，我们才能够真正理解一季度反常的信贷表现背后到底对应了怎样一幅宏观图景。

图1：PPI vs 中长贷余额增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：固定资产投资当月同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

# 1 一季度信贷结构：企业短转长，居民长转短

自去年四季度以来，经济开始摆脱疫情影响，实体融资需求开始有所改善，一季度信贷增长规模也创历史新高。

我们拆解一季度信贷投放，发现一季度信贷结构总量扩张同时，蕴含着一些不同以往的结构特征。这些结构特征或许为我们理解当前金融信贷和实体增长之间的分离，提供启发。

## 1.1 今年一季度居民和企业信贷表现不俗

### 第一，信贷总量再创新高，主要由企业部门信贷拉动。

一季度人民币贷款规模高达 10.6 万亿，同比多增 2.26 万亿。其中居民部门新增信贷 1.71 万亿，同比多增 0.45 万亿；企业部门新增信贷 8.99 万亿，同比多增 1.91 万亿。企业信贷贡献了近 9 成的新增信贷。

### 第二，企业部门信贷主要由中长贷拉动。

一季度企业新增中长贷 6.68 万亿，同比多增 2.73 万亿；新增短贷 3.17 万亿，同比多增 0.94 万亿；票据融资新增-0.98 万亿，同比少增 1.78 万亿。

### 第三，居民部门信贷主要有短期贷款拉动。

一季度居民新增中长贷 0.94 万亿，同比少增 0.13 万亿；居民新增短贷 0.77 万亿，同比多增 0.57 万亿。

图3：2023 年一季度信贷新增规模

单位：万亿	合计	中长贷	短贷	票据融资
企业	8.99	6.68	3.17	-0.98
同比多增	1.91	2.73	0.94	-1.78
居民	1.71	0.94	0.77	
同比多增	0.45	-0.13	0.57	
非银	-0.08			
同比多增	-0.07			
人民币贷款	10.60	7.62	3.94	-0.98
同比多增	2.26	2.60	1.51	-1.78

资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.2 企业和居民信贷长短结构截然相反

今年一季度企业信贷结构较往年截然不同，总结起来就是企业短贷放量一般，票据融资大幅缩减，然而中长期企业贷款明显扩量。

### (1) 今年一季度企业中长贷，无论是占比还是增速，均高于历史同期。

2023 年一季度企业中长贷占企业贷款比重高达 74.3%，远高于过去三年同期水平。企业中长贷占人民币贷款比重达到 63.02%，创 2017 年以来一季度同期最高占比。

另外，去年四季度开始企业中长贷增速快速走高，当前增速已经与前两轮信贷扩张高点持平，已经处于历史偏高水平。

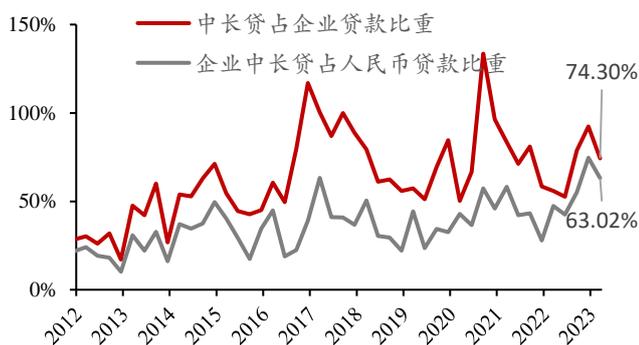
### (2) 企业和居民短贷均有所增加。

2023 年一季度居民和企业短贷均有所增加，同比多增 1.51 万亿，但相较于中长贷逊色不少。

### (3) 票据融资大幅收缩。

一季度新增票据融资-0.98 万亿，创历史次低，仅次于 2017 年一季度，成为一季度信贷最大拖累项。

图4：企业中长贷占比



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：企业贷款新增规模同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.3 今年一季度“天量”信贷的两个“亮点”

一季度看似复杂的信贷结构，总结起来就两个特征。

**特征一，信贷总量增长主要依靠企业部门拉动，尤其是企业中长贷。**

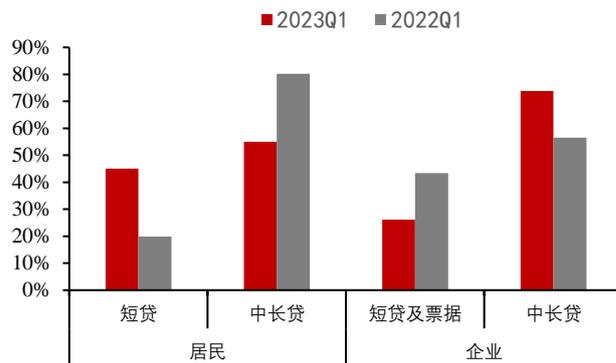
这也延续了 2022 年以来企业中长贷占信贷比重持续走高趋势。

**特征二，企业和居民信贷结构特征相反，企业信贷长期化，居民信贷短期化。**

企业由短期融资向中长期融资切换，居民中长期融资向短期融资切换。

**图6：票据融资余额与新增规模**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图7：贷款新增规模占比**


资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 一季度企业中长贷：投资需求弱，经营性需求强

一季度信贷增长大部分由企业中长贷贡献，既然如此，我们细拆一季度企业中长贷行业投向，尝试厘清一季度信贷对应的真实资金流向。

### 2.1 从行业看一季度企业中长贷投向

**企业中长贷行业流向结构的拆解方法。**

央行每季度惯例公布贷款投向报告，信贷投向报告汇报信贷流向的行业结构。

央行主要公布企业中长贷的大类流向：轻工业、重工业、服务业。其中、房地产、基建的数据也有披露，但需要注意的是，房地产，基础设施中的交通运输、仓储和邮政业，信息传输，水利、环境和公共设施管理业属于服务业。其他行业流向不再给细节数据。

值得注意的是，信贷投向报告对应的是本外币贷款口径（即本币贷款和外币贷款合并公布），但与人民币中长期贷款口径相差不大。另外，尽管信贷投向报告未给出所有具体细分行业数据，但工业和服务业几乎涵盖了大部分细分行业。

**根据央行信贷投向报告，一季度企业中长贷流向行业的占比如下。**

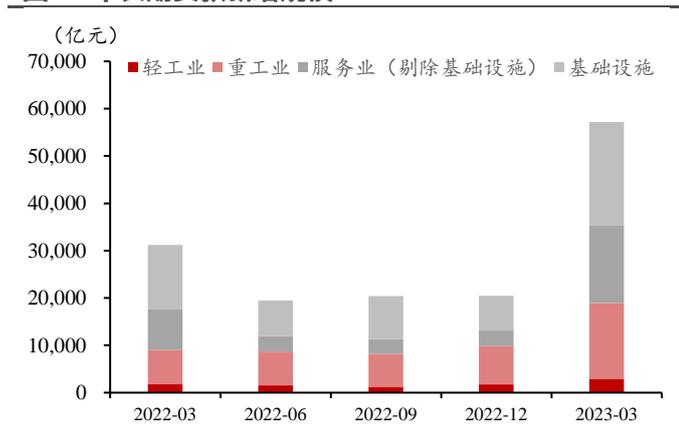
**(1) 基建类贷款是一季度中长贷第一大分项。** 一季度基础设施中长期贷款新增 2.16 万亿，占比 27%。一季度基建类企业中长贷同比多增 0.78 万亿，是企业中长贷新增信贷第三大贡献分项。

**(2) 服务业（剔除基建贷款）是一季度中长贷第二大分项。** 一季度服务业（剔除基建贷款）新增信贷 1.65 万亿，占比 20%。一季度服务业（剔除基建贷款）新增信贷同比多增 0.8 万亿，是一季度企业中长贷多增的第二大贡献分项。

**(3) 工业是一季度企业中长贷另一大去向。**一季度工业企业中长贷新增 1.9 万亿，占比 24%。一季度工业企业中长贷同比多增约 1 万亿，其中轻工业贷款 0.3 万亿，占比 4%，同比多增 0.11 万亿；重工业贷款 1.6 万亿，占比 20%，同比多增 0.88 万亿，是第一贡献分项。

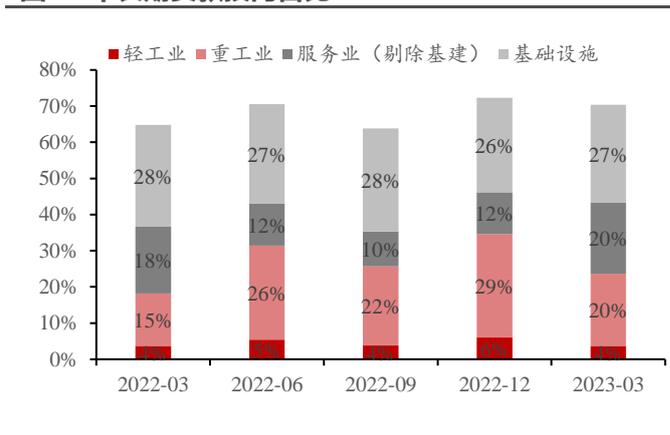
**(4) 房地产贷款占比下降。**一季度房地产新增信贷规模同比去年一季度下降，一季度房地产中长贷占比相较于去年一季度也下降。

图8：中长期贷款新增规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：中长期贷款投向占比



资料来源：wind，民生证券研究院；注：受限于数据可得性，计算方式为：占比 = 行业中长期本外币新增贷款 / 人民币中长贷

## 2.2 一季度企业中长贷投向的超季节性特征

今年一季度企业中长贷投向特征是，服务业、重工业中长贷增长明显，基建中长贷增长力度一般，地产信贷仍在收缩。

### (1) 服务业（剔除基建贷款）中长贷超季节性扩张。

近四个季度，服务业（剔除基建贷款）占比一直低于 20%，但今年一季度服务业（剔除基建贷款）中长贷占比猛增。

一季度服务业中长贷（剔除基建贷款）相对企业总中长贷比重高达 20%。可见服务业是一季度信贷重要拉动因素。

### (2) 重工业中长贷占比也在超季节性提升。

去年一季度重工业中长贷占比才达 15%，今年重工业企业中长贷占比抬升至 20%。

重工业中长贷占比从去年二季度开始就有明显走高，今年一季度只是延续了这一趋势。

### (3) 基建类中长贷占比并未提升。

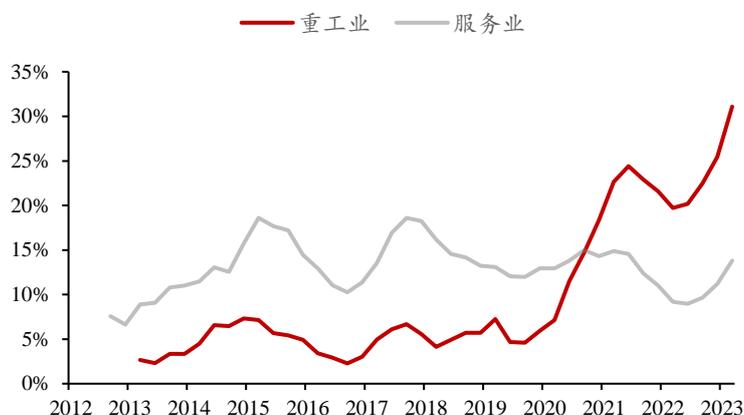
基建类贷款占比与去年一季度相比低 1 个百分点，并不是拉动信贷增长的主要变量。

#### (4) 房地产部门信用仍在收缩。

一季度房地产贷款增加 0.73 万亿，同比少增 0.32 万亿。其中开发贷 0.59 万亿，同比多增个人 0.06 万亿，个人住房贷款增加 0.14 万亿，同比少增 0.38 万亿。

尽管开发贷增速有所回升，居民购房偏好仍弱，个人购房贷款增速继续下滑，拖累地产部门信贷增长。

图10：重工业和服务业中长贷余额同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.3 企业中长贷投向蕴含的企业融资动机

反直觉的是，一季度企业中长贷款增长并非由传统的地产和基建等部门信用大幅扩张拉动，反而服务业（剔除基建贷款）同比大幅多增。

一季度企业中长贷的行业投向或许说明，当前企业融资需求并非完全基于投资需求驱动。我们认为这或许是因为疫情过后的当下，有效需求不足，企业现金流状况未能及时修复，需要借助信贷融资维持现金流稳定。

而重工业本外币融资需求扩张，我们倾向于认为这或许与大型国央企“一带一路”融资需求扩张有关。

贷款用途数据也可以印证这一点，一季度经营性贷款增长幅度明显高于固定资产贷款。

分用途看，固定资产贷款一季度新增 3.84 万亿，同比多增 1.27 万亿；经营性贷款一季度新增 5.06 万亿，同比多增 2.11 万亿。

经营性贷款增速也连续第四个季度高于固定资产贷款增速，并且增速差进一

步拉大。

图11：贷款分用途同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：央企建筑公司海外新签合同订单金额同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院；注：样本央企为中国建筑、中国铁建、中国化学、中国电建

## 3 居民和企业部门信贷结构异动的双重印证

### 3.1 居民信贷长转短还伴随着经营贷融资占比抬升

一季度居民信贷不仅出现“长转短”，而且经营性信贷占比有所抬升。

一季度居民部门新增贷款规模 1.7 万亿，其中 1.39 万亿来自经营性贷款，同比多增 0.5 万亿。个人购房贷款新增仅 0.14 万亿，同比少增 0.38 万亿。

居民中长贷一季度新增 0.94 万亿，同比少增仅 0.13 万亿；个人购房贷款新增规模与居民中长贷款新增规模产生严重偏离。

一季度居民信贷结构映射宏观现实是，居民提前还贷，信贷结构长转短，整体风险偏好仍低。

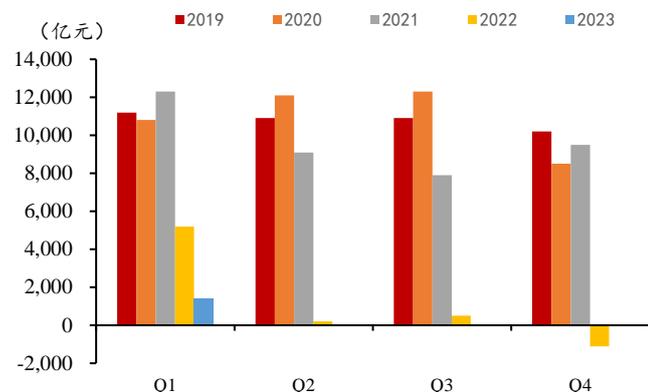
我们在《应对提前还贷，治标不如治本》中提到，目前居民提前还贷采用两种方式，一种是居民有足够自有资金，提前偿还房贷；另一种方式是居民将房贷转为经营贷。

前者导致居民中长贷和个人购房贷款规模双双下降；后者不影响居民中长贷规模，而改变居民信贷结构，个人购房贷款占比下降，经营贷占比上升。

这正好与居民信贷一季度结构特征相吻合：中长期贷款占比下降，经营贷占比大幅提升。

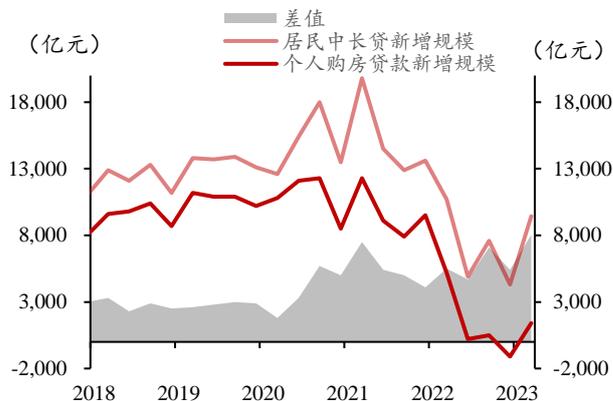
另外，新增消费性贷款（不含个人购房贷款）新增 0.2 万亿，同比少增 0.16 万亿。消费性贷款往往与地产周期相关性高：即地产销售不好，消费性贷款增速低迷，也再次佐证了：当前居民部分风险偏好低，实际支出力度有限。

图13: 个人住房贷款



资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 居民中长贷与个人购房贷款新增规模



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 3.2 企业信贷短转长还伴随着企业融资表外转表内

相较居民部门, 企业部门信贷映射的故事就更复杂一些。

我们认为企业表外融资向表内转移, 是企业信贷增长、中长期贷款占比提升的一个重要解释。

**票据新规正式实施, 一季度企业票据融资转向表内贷款。**

**(1) 票据新规打击了利用票据拓展存款、套利等业务模式, 压降了存量票据融资规模。**

去年 11 月票据新规落地, 新规明确规定承兑余额与贷款余额比例上限等监管指标, 票据融资过度增长态势被抑制。

票据新规压制了非规范的票据融资, 例如通过全额保证金开票+贴现来拓展存款、套利等业务模式, 存款票据融资规模下降。

**(2) 票据融资最长期限缩短至 6 个月, 信息披露、准入门槛等等环节更加规范化, 企业可能由票据融资转向表内信贷。**

我们从数据上也可以得到佐证, 使用票据融资最多的是批发和零售行业, 而本身批发和零售行业属于服务业, 这就一定程度上解释了为何今年一季度服务业中长贷超季节性扩张。

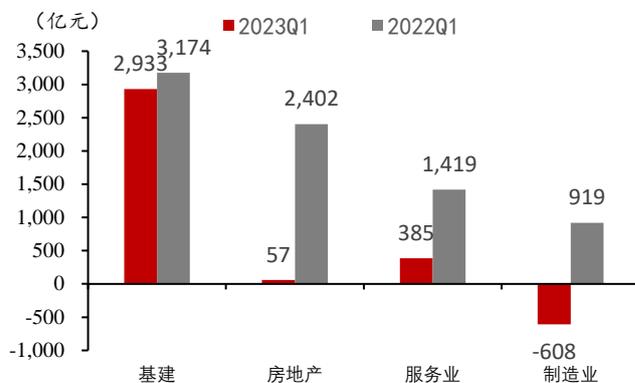
**伴随票据融资转为表内的还有债券融资, 一季度债券融资转向银行信贷融资。**

2023 年一季度企业债券融资新增规模 0.86 万亿, 同比减少 0.46 万亿。除了基建类债券融资基本稳定外, 房地产、服务业、制造业等领域新增债券融资规模均出现大幅度下滑。

新增贷款利率持续走低，贷款成本低于企业发债成本，这直接驱动企业债券融资转向银行信贷融资。

**图15：票据使用量分行业占比**


资料来源：票据交易所，民生证券研究院

**图16：企业债券融资分行业**


资料来源：wind，民生证券研究院

## 4 一季度企业信贷增扩然而增长有限的“谜底”

不可否认的是，一季度信贷总量，包括企业和居民部门信贷规模扩张较快。然而“海量”信贷之所以没有转换为投资的实物工作量，也没有大幅推动经济增长进一步扩张，答案就隐藏在企业信贷结构之中。

穿透一季度企业信贷现象背后，我们可以获知为何一季度“海量”企业信贷，然而对应的是平庸的经济增长。

### 4.1 经济复苏动能有限，企业经营现金流承压

**企业部门信贷结构特征显示当前企业部门经营现金流尚且不足，信贷投放更多为维持现金流稳定，企业信贷用于投资的效率弱于往年。**

从之前信贷结构拆解之后分析得到的企业和居民部门行为异动，我们再来捋顺一季度看似超季节性放量的信贷。

**第一，剔除经营性贷款后，一季度信贷增长并没有如总量数据显示的强劲。**一季度新增信贷规模高达 10.6 万亿，同比多增 2.26 万亿，而仅经营性贷款同比多增就高达 2.11 万亿，几乎与一季度信贷总增幅相当

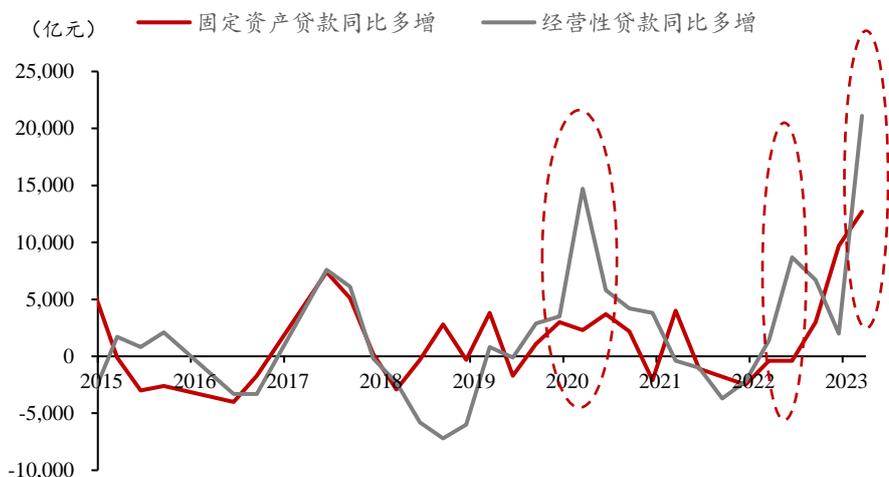
**第二，历史可比时期为 2020 年一季度以及 2022 年二季度。**类似于一季度这种经营性贷款增幅高于固定资产贷款增幅的情形，在过去三年出现过两次，分

别是 2020 年一季度和 2022 年二季度，这两个时间段的共同特点是疫情扰动经济，导致企业对经营性资金融资需求高，但实物投资融资需求弱。

**总言之，一季度企业信贷高增实际上给出的信号是，企业层面对经营性现金流的诉求强。**

至少从企业微观运行角度而言，经济其实尚未完全迎来强劲复苏，企业经营尚存一定压力，这也是当下为何企业信贷高增，但难以有效转化为有效投资并驱动经济增长。

**图17：固定资产贷款与经营性贷款同比多增对比**



资料来源：wind，民生证券研究院

## 4.2 预算内财政资金有限，基建项目总量资金并不多

具体到细分领域，一季度基建和重工业信贷均有增长，而结合基建和重工业领域资金来源，我们可以更加清晰理解今年一季度基建和重工业投资面临的资金约束。

**今年一季度基建投资和基建中长贷表现背离。**

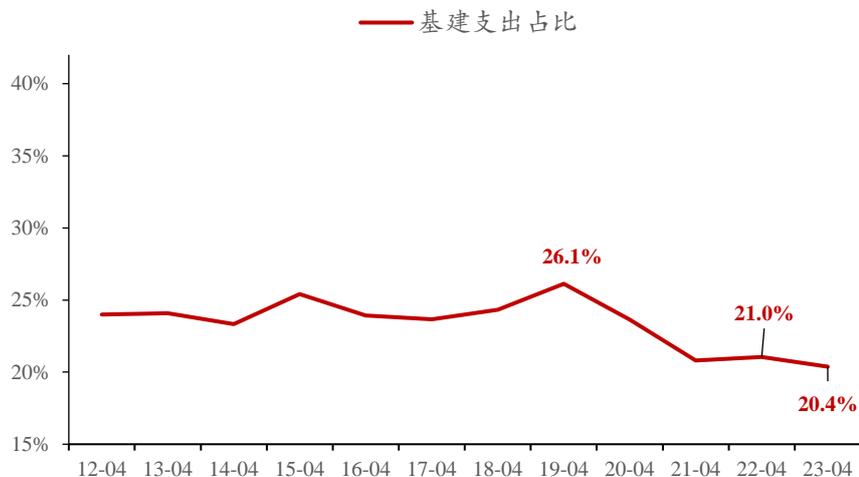
一季度基建中长期信贷同比多增 0.82 万亿，但 2023 年一季度基建投资同比增速与 2022 年一季度也几乎持平。

**基建项目不仅仅依赖信贷融资，还需要财政预算内支出资金的配合。**

2023 年一季度预算内对基建投入持续走弱。今年 1-4 月财政投向资金非常少，4 月基建支出占财政支出比重仅达 19%，为近十年以来最低值；另外 1-3 月专项债投向基建项目比重从 67% 下行至 55%，预算内资金配合乏力。

**基建类贷款增速小幅上升，并没有财政预算内资金支出乏力，二者未能形成配合，仅靠信贷融资，拉动基建投资增长有限。**

图18: 过去 10 年 1-4 月基建支出占财政支出比重



资料来源: wind, 民生证券研究院

### 4.3 海外资本开支需求增加，企业融资更多投向海外

海外资本开支需求增长，重工业投资缺现金流完成国内投资。

重工业信贷增加也是一季度企业信贷的一大亮点，也的确带来了部分行业固定资产投资增加，如汽车、电气机械及器具等大型制造业。

中国产业转移浪潮在疫情三年之后浪潮加速，导致部分产业转移催生企业在海外（尤其东盟四国、“一带一路”沿线国家等）资本开支需求，这也与出口数据中生产资料出口亮眼的事实相吻合。

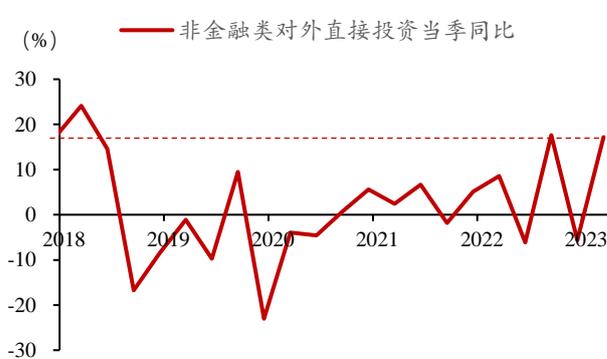
海外投资增多吸收了企业大部分用于投资的资金，企业在国内吸收的信贷自然无法转化为投资。

图19: 固定资产投资完成额累计同比



资料来源: wind, 民生证券研究院

图20: 对外直接投资规模增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 5 结论：“天量”信贷映射当前宏观经济状态

通过对一季度企业信贷结构拆解，我们得到一季度信贷五点现象：

**第一，今年一季度信贷主要依靠企业部门驱动，尤其是企业中长贷。**

**第二，企业中长贷放量明显，显著超过往年季节性特征。**

**第三，重工业中长贷同比大幅多增，其次服务业企业中长贷超季节性放量。**

**第四，企业中长贷结构上“短转长”，同时表外融资转表内。**

**第五，居民信贷结构上“长转短”，同时伴随经营贷占比提高。**

对于企业部门而言，之所以“天量”的总量信贷没有推动等量幅度投资，关键有三点原因：

**第一，企业经营现金承压，企业需要依靠表内融资维持现金流稳定。**而在票据融资渠道受限、企业债券发行遇阻（尤其今年1-2月），企业转由信贷渠道获取稳定融资。

**第二，建筑业企业现金流承压。**压力一部分来自房地产新开工不足，还有一部分原因在于今年财政预算内拨付基建资金规模下降。基建项目不得不依靠预算外资金（主要是表内信贷）维持投资现金流。

**第三，海外资本开支增多。**这一方面与私人部门自发的产业转移浪潮有关，另一方面也与国家主导的“一带一路”投资有关。

居民部门信贷结构异动就更加容易理解，我们认为一季度居民仍在提前还贷。

**一季度信贷数据实际上描绘出的宏观经济图景是，居民避险情绪强，消费支出乏力。而一季度恰逢预算内财政扩张退坡，企业缺乏现金流。这也与物价、金融等数据交叉验证。**

一季度“天量”信贷数据并没有大幅转化为经济增长，本质上还是反映了仅靠货币政策宽松无法有效推动国经济完成复苏。

这意味着经济不仅需要货币政策刺激，还需要其他多重政策配合。我们预计二季度或有政策发布，宏观交易也将从定价基本面数据转为定价政策博弈。

图21: M2-M1 同比增速差



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 6 风险提示

1) **统计口径偏离**。本文采取的多种贷款统计口径，在数据相互对比过程中，可能存在统计口径有偏离的情况，导致本文得出的结论有偏误。

2) **数据测算有误差**。本文部分数据依赖于测算，可能存在一定误差，影响数据准确性，导致本文结论有偏误。

## 插图目录

图 1: PPI vs 中长贷余额增速.....	3
图 2: 固定资产投资当月同比增速.....	3
图 3: 2023 年一季度信贷新增规模.....	4
图 4: 企业中长贷占比.....	5
图 5: 企业贷款新增规模同比增速.....	5
图 6: 票据融资余额与新增规模.....	6
图 7: 贷款新增规模占比.....	6
图 8: 中长期贷款新增规模.....	7
图 9: 中长期贷款投向占比.....	7
图 10: 重工业和服务业中长贷余额同比增速.....	8
图 11: 贷款分用途同比增速.....	9
图 12: 央企建筑公司海外新签合同订单金额同比增速.....	9
图 13: 个人住房贷款.....	10
图 14: 居民中长贷与个人购房贷款新增规模.....	10
图 15: 票据使用量分行业占比.....	11
图 16: 企业债券融资分行业.....	11
图 17: 固定资产贷款与经营性贷款同比多增对比.....	12
图 18: 过去 10 年 1-4 月基建支出占财政支出比重.....	13
图 19: 固定资产投资完成额累计同比.....	13
图 20: 对外直接投资规模增速.....	13
图 21: M2-M1 同比增速差.....	15

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026