

“钱去哪儿了”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

经济“透视”，来自资金的视角

年初以来，全社会融资规模创历史同期新高，“钱”都去哪儿了？本文从宏微观的角度交叉印证，敬请关注。

一问：融资全貌及特征？

前4月新增社融近16万亿元、创历史同期新高，贷款贡献超7成。分项中，新增人民币贷款超11.1万亿元、占新增社融比重达70%以上，同比多增2.4万亿元、贡献社融同比增量的88%左右；政府债券同比略增0.3万亿元、与地方债发行前置等有关，企业债券同比少增近0.5万亿元，其他分项新增规模占社融比重不足5%。

除总量高增外，结构也明显改善、企业中长贷连续9个月同比高增。信贷“放量”主因企业部门贡献、尤其是中长端，其中，企业中长贷单月新增规模自2022年8月以来持续创新高，带动企业中长贷增速自11.9%的阶段性低位抬升6.2个百分点至18.1%；同期，代表企业中长期资金的有效社融增速自8.7%上涨至11.5%左右。

反映在报表上，企业借款高增、尤其是中长期，筹资现金流明显改善。可比口径下，上市非金融企业借款明显增长，尤其中长期借款增速较去年中回升4.3个百分点至16.5%、高于整体增速的13.1%。中长期借款增长，带动融资结构明显改善，截至一季度，长期借款占比同比回升1.9个百分点至65%左右；筹资现金流明显改善、处近年同期高位。

二问：“钱”都去哪儿了？

政策支持下，企业贷款向制造业、基建、服务业等倾斜，债券融资也呈现此类特征。一季度中长贷中，制造业增速达41.2%、较去年底回升4.5个百分点，不含房地产的服务业和基建均在15%以上。债券融资中，一季度地方债新券投向基础设施占比较去年抬升2.7个百分点；企业债融资偏弱，建筑业、租赁商务、批发零售和水利设施合计占比超8成。与总量相互印证，资金支持、叠加终端需求回升等，制造业、服务业等现金流边际回暖。反映在企业报表上，电热燃、建筑业等基建链，住宿餐饮等线下服务业，一季度筹资现金流无论是环比、还是同比均有明显改善。融资支持、叠加终端消费回暖等，部分行业经营现金流明显好转，尤其是住宿餐饮、批发零售等线下服务业，制造业等也延续改善。地域分布上，融资进一步向东部集中、尤其沿海地区，但皖、川等部分中西部省市表现也相对较好。前4月，企业贷款中，苏粤冀沪合计新增3.4万亿元，占全口径比重同比抬升1个百分点；西部整体占比回落，但四川增速高达19%、远高区域平均水平。居民贷款中，粤苏冀沪合计新增规模同比翻了两倍，但川渝等西部增长较快、增速在10%以上。

三问：融资特征，带来的经济效应？

本轮信用派生驱动和表征不同过往、地产“缺位”拖累总体派生作用。传统周期，信用扩张以地产驱动为主，因而总体信用派生变化与居民信贷变化趋势类似；相较之下，当前稳增长以加大产业引导、基建托底协同，使得本轮信用修复主要靠企业融资扩张，有效社融从去年9月开始持续回升，而居民信贷一度拖累社融回落。

但资金“空转”加剧似乎是“幻象”，微观指标上亦有印证，企业报表中，交易性金融资产、债权投资等均未见扩张、甚至有所回落，货币资金增速处于相对高位。一季度企业报表中，交易性金融资产、债权投资等反映企业资金“买债购股”等报表科目，均处于收缩、或增长放缓阶段。相较之下，货币资金增速虽有季节性回落、但依然处于7%的高位。

政策、资金支持下，部分行业的资本开支已有边际回升迹象，后续还待跟踪。现金流变化一般领先于资本开支，尤其是筹资或经营现金流改善的行业。比较典型的是，基建链和部分线下消费服务相关行业，例如，水利环境、电热燃资本开支增速自去年中明显回升，批发零售、卫生社会等行业从去年底以来边际抬升。

风险提示

经济修复和政策效果不及预期，资金空转加剧。

内容目录

一问：融资金貌及特征？	3
二问：“钱”都去哪儿了？	5
三问：融资特征，带来的经济效应？	7

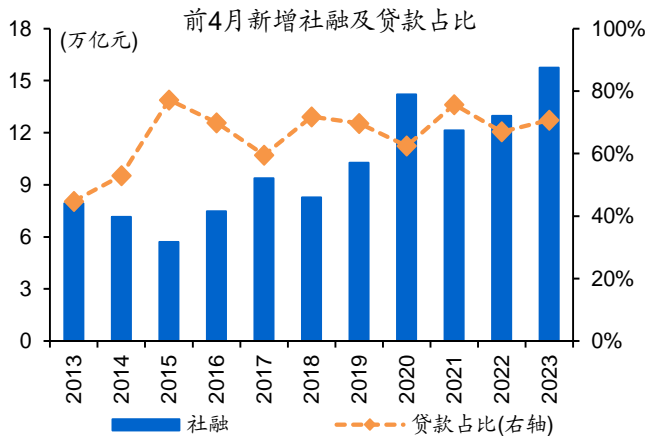
图表目录

图表 1：前 4 月新增社融近 16 万亿元、贷款占 7 成	3
图表 2：分项中，人民币贷款贡献同比增量的 88%左右	3
图表 3：代表企业中长期资金的有效社融持续抬升	3
图表 4：企业中长贷连续第 9 个月同比高增	3
图表 5：上市非金融企业借款占全口径贷款比重较稳定	4
图表 6：非金融企业长期借款增速明显抬升	4
图表 7：上市公司报表中，长期借款占比进一步抬升	4
图表 8：非金融企业筹资现金流明显改善	4
图表 9：年初以来，制造业、服务业等贷款增长较快	5
图表 10：年初以来，贷款流向服务业、基建、制造业等	5
图表 11：地方债新券向市政产业园、基建等倾斜	5
图表 12：前 4 月，信用债融资向建筑、服务业等集中	5
图表 13：建筑、住宿餐饮等筹资现金流明显改善	6
图表 14：服务链经营现金流明显改善，制造业边际好转	6
图表 15：企业贷款进一步向东部省市集中	6
图表 16：江苏等沿海、皖川等中西省市企业贷款高增	6
图表 17：东部、西部省市居民贷款占比抬升	7
图表 18：皖、川等部分中西部省市居民贷款也相对较好	7
图表 19：传统周期下，社融与居民信贷变化趋势相似	7
图表 20：去年 9 月以来，有效社融增速持续抬升	7
图表 21：债权投资、其他债权投资等增速较低	8
图表 22：货币资金增速处于高位	8
图表 23：部分基建、服务链行业资本性支出回升	8

一问：融资全貌及特征？

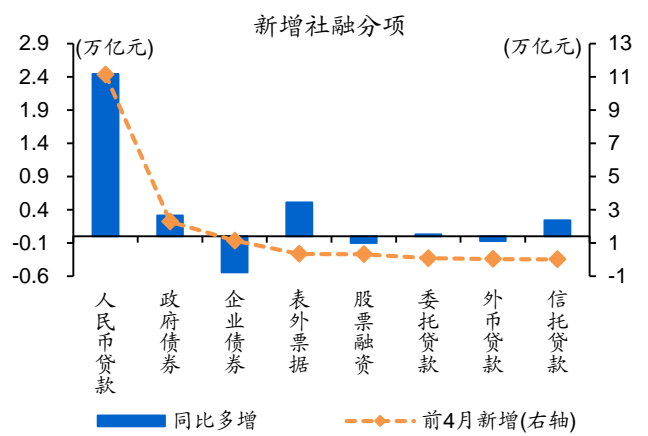
前4月新增社融近16万亿元、创历史同期新高，贷款贡献超7成。2023年1-4月新增社融合计15.8万亿元、创历史同期新高，同比多增约2.8万亿元。其中，新增人民币贷款超11.1万亿元、占新增社融比重达70%以上，同比多增2.4万亿元、贡献社融同比增量的88%左右；政府债券同比略增0.3万亿元、与地方债发行前置等有关，企业债券同比少增近0.5万亿元，其他分项新增规模占社融比重不足5%。

图表 1：前4月新增社融近16万亿元、贷款占7成



来源：Wind、国金证券研究所

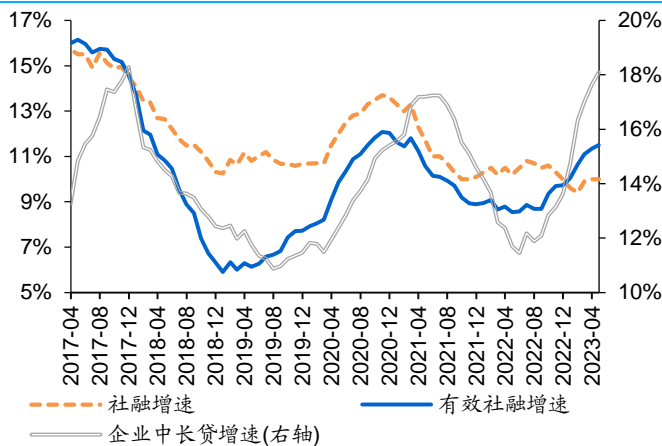
图表 2：分项中，人民币贷款贡献同比增量的88%左右



来源：Wind、国金证券研究所

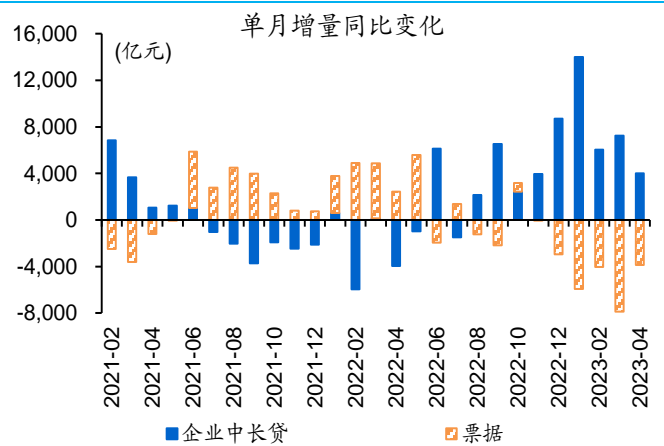
除总量高增外，结构也明显改善、企业中长贷连续第9个月同比高增。信贷“放量”主因企业部门贡献、尤其是中长端，其中，企业中长贷单月新增规模自2022年8月以来持续创新高，带动企业中长贷增速自11.9%的阶段性低位抬升6.2个百分点至18.1%；同期，代表企业中长期资金的有效社融增速自8.7%上涨至11.5%左右。

图表 3：代表企业中长期资金的有效社融持续抬升



来源：Wind、国金证券研究所

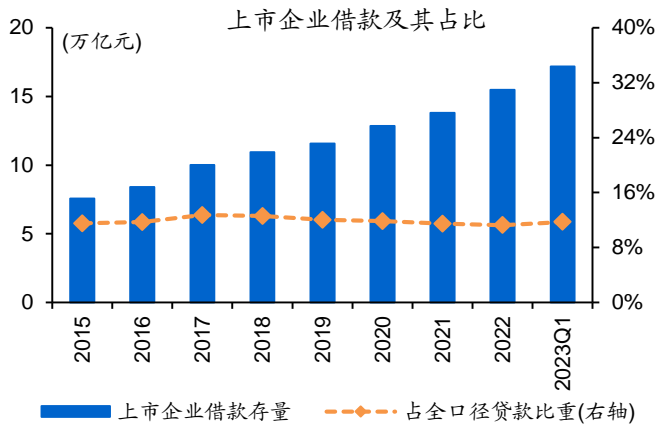
图表 4：企业中长贷连续第9个月同比高增



来源：Wind、国金证券研究所

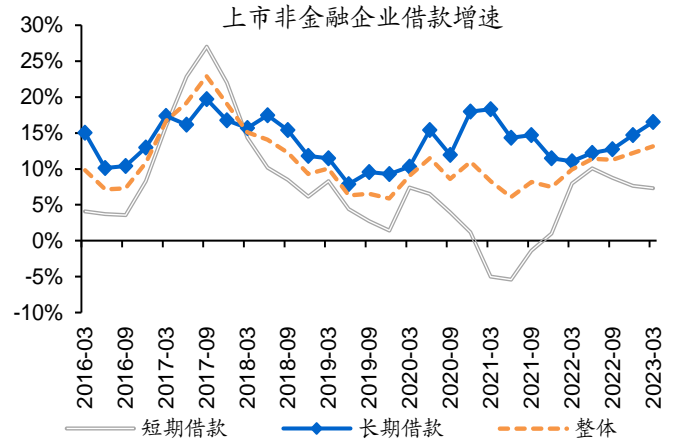
反映在企业报表上,企业借款高增、尤其是中长期,筹资现金流明显改善。上市非金融企业借款余额占全口径贷款自2015年来稳定在12%左右,具有一定代表性。可比口径下,企业借款明显增长,尤其是中长期借款增速较去年中回升4.3个百分点至16.5%、高于整体增速的13.1%。中长期借款增长,带动融资结构明显改善,截至一季度,长期借款占比同比回升1.9个百分点至65%左右。融资改善直接反映在企业报表上,筹资现金流明显改善、处于近年同期高位。

图表 5: 上市非金融企业借款占全口径贷款比重较稳定



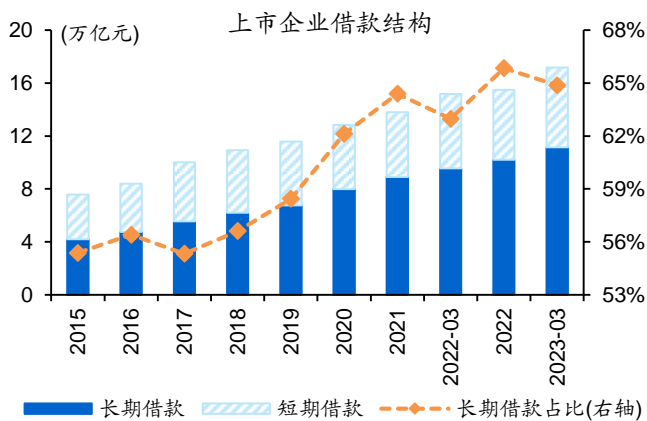
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 非金融企业长期借款增速明显抬升



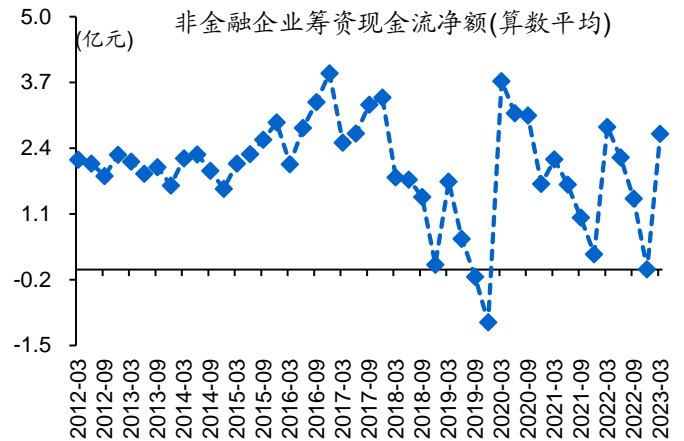
来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 上市公司报表中,长期借款占比进一步抬升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 非金融企业筹资现金流明显改善

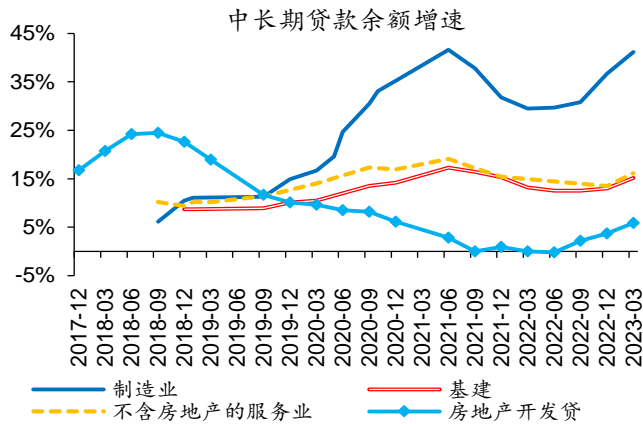


来源: Wind、国金证券研究所

二问：“钱”都去哪儿了？

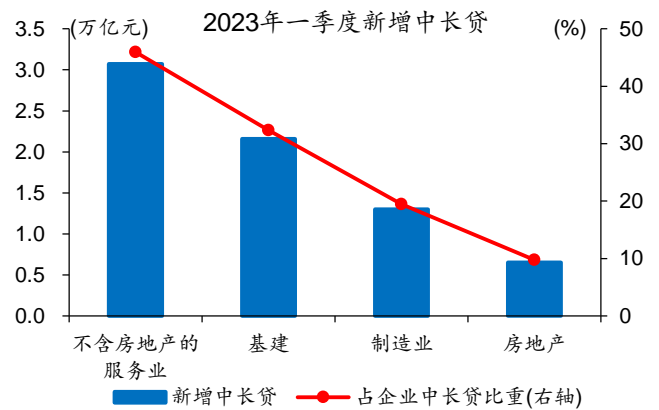
政策支持下，企业贷款向制造业、基建、服务业等倾斜，债券融资也呈现此类特征。一季度，制造业中长贷增速达41.2%、较去年底回升4.5个百分点，不含房地产的服务业和基建中长贷增速均在15%以上；增量占比中，不含房地产的服务业、基建和制造业新增中长贷分别达46%、32.3%和19.5%。除贷款外，债券融资也呈现类似特征，其中，一季度地方债新券投向市政产业园占比居首，基础设施占比较去年抬升2.7个百分点；企业债整体融资偏弱，建筑业、租赁商务、批发零售和水利设施合计占比超8成。

图表 9：年初以来，制造业、服务业等贷款增长较快



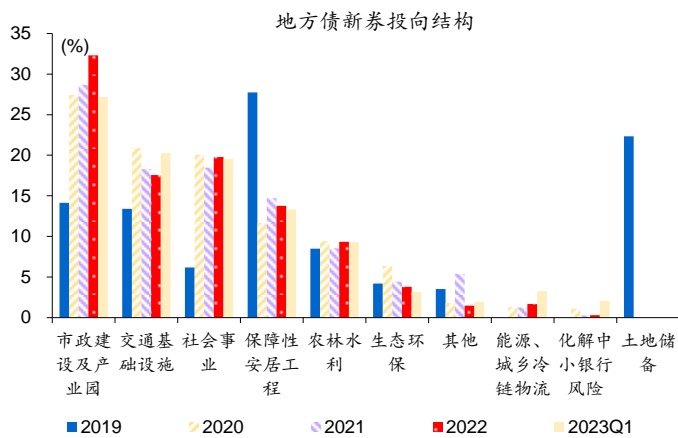
来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：年初以来，贷款流向服务业、基建、制造业等



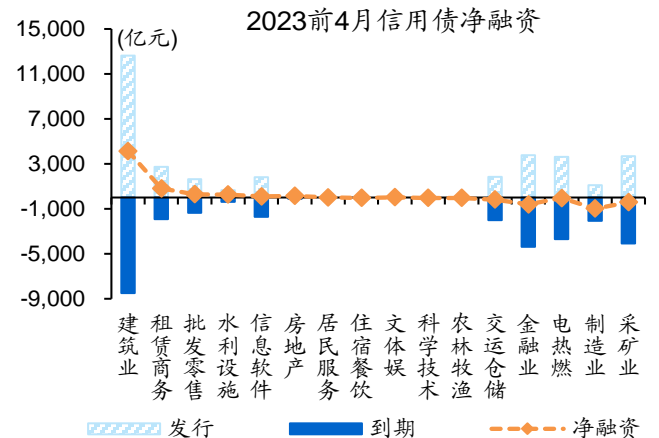
来源：Wind、国金证券研究所

图表 11：地方债新券向市政产业园、基建等倾斜



来源：Wind、国金证券研究所

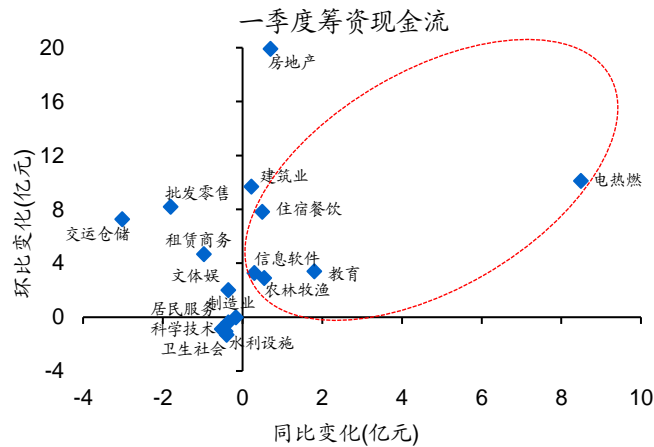
图表 12：前4月，信用债融资向建筑、服务业等集中



来源：Wind、国金证券研究所

与总量相互印证，资金支持、叠加终端需求回升等，制造业、服务业等现金流边际回暖。反映在企业报表上，电热燃、建筑业等基建链行业，住宿餐饮、教育等线下服务业行业，一季度筹资现金流无论是环比、还是同比均有明显改善，批发零售、租赁商务一季度筹资现金流环比明显好转。融资支持、叠加终端消费回暖等，部分行业经营现金流明显好转，尤其是住宿餐饮、批发零售等线下服务业，制造业等也延续改善。

图表 13: 建筑、住宿餐饮等筹资现金流明显改善



来源: Wind、国金证券研究所

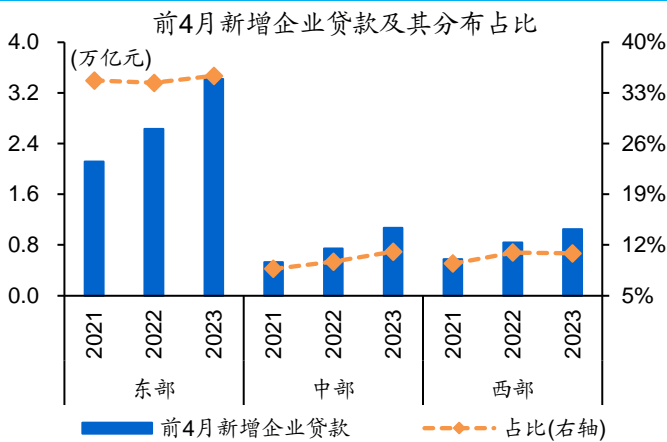
图表 14: 服务链经营现金流明显改善, 制造业边际好转

经营现金流/营业收入-算数平均	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	走势图
住宿餐饮	3.7	4.4	12.2	8.7	26.1	
批发零售	-52.0	-3.4	-1.1	-3.1	22.2	
交运仓储	12.1	19.8	22.6	22.8	20.5	
采矿业	11.8	18.8	21.0	22.7	17.4	
电热燃	9.3	18.7	21.1	25.6	13.9	
卫生社会	-11.3	2.1	8.6	13.8	11.3	
农林牧渔	-25.0	-10.2	2.3	6.8	5.5	
文体娱	-37.8	5.2	7.3	14.9	-3.4	
居民服务	-4.7	-14.6	-9.4	-0.7	-6.7	
租赁商务	-23.3	-8.6	0.3	10.2	-7.9	
水利设施	-117.9	-3.7	3.6	8.2	-12.0	
教育	-43.3	-4.7	19.5	13.2	-17.2	
科学技术	-34.1	-6.8	1.0	12.0	-18.2	
建筑业	-32.4	-12.7	-6.8	0.1	-25.7	
房地产	-65.4	-9.0	0.2	9.4	-37.4	
信息软件	-55.4	-26.4	-16.7	1.0	-45.1	
制造业	-1713.5	-329.8	-301.4	-277.1	-112.6	

来源: Wind、国金证券研究所

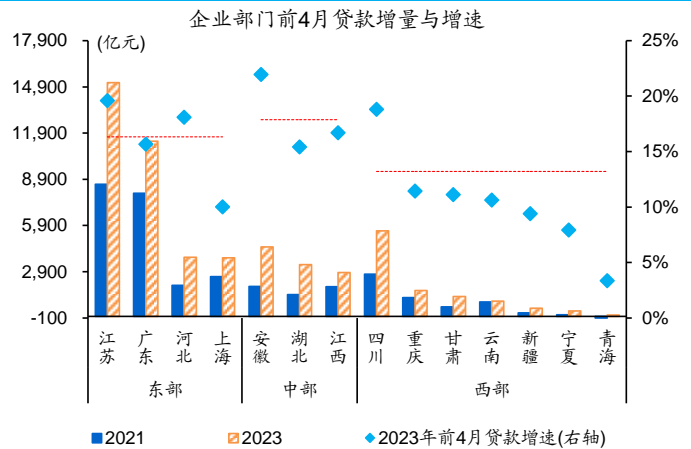
地域分布上,企业贷款进一步向东部集中,尤其是苏粤等沿海省市,皖川等中西部省市企业贷款明显高增。分地区来看,企业贷款向东中部集中,苏粤冀沪四省市前4月合计新增3.4万亿元,占全口径企业贷款35%、同比抬升1个百分点;中部皖鄂赣三地合计新增1.1万亿元、占全口径企业贷款比重同比抬升1.4个百分点至11.1%;西部整体企业贷款占比回落,但四川企业贷款增速高达19%、远高于区域平均水平的13%。

图表 15: 企业贷款进一步向东部省市集中



来源: Wind、国金证券研究所

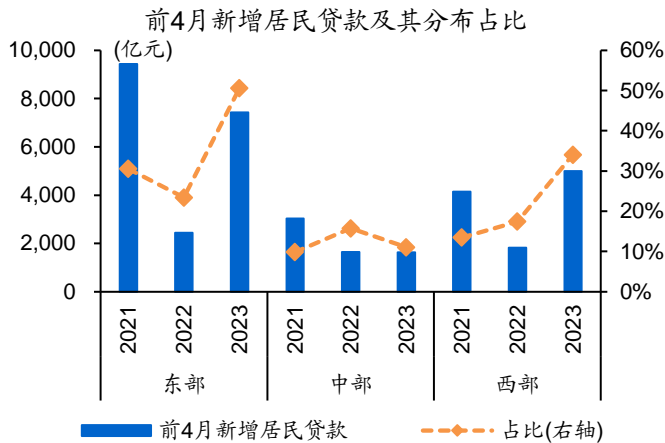
图表 16: 江苏等沿海、皖川等中西省市企业贷款高增



来源: Wind、国金证券研究所

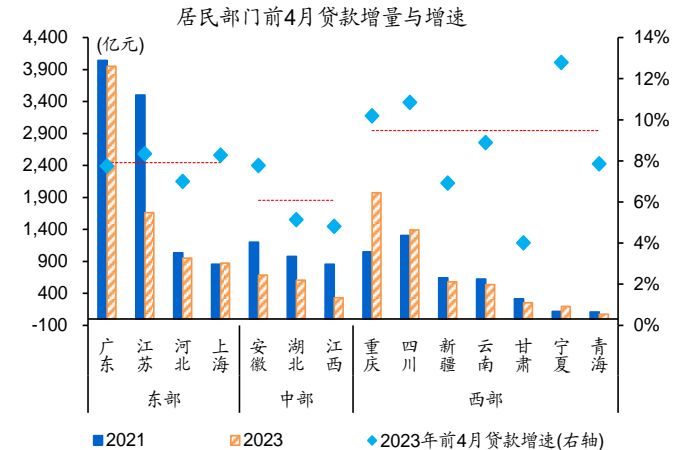
和企业端相一致的是,居民贷款也呈现向东部倾斜的特征,但皖川等部分中西部省市居民贷款也相对较好。东部四省市、粤苏冀沪四省市,前4月合计新增居民贷款7400亿元以上、同比翻了两倍,占全口径居民贷款的一般以上、同比抬升超27个百分点;中部皖鄂赣三省合计新增居民贷款1600亿元以上、占全口径居民贷款比重同比回落5个百分点;西部多个省市居民贷款明显增长,尤其是重庆、四川等地,前4月居民贷款增速均在10%以上、高于区域平均增速的9%左右。

图表 17: 东部、西部省市居民贷款占比抬升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 皖、川等部分中西部省市居民贷款也相对较好

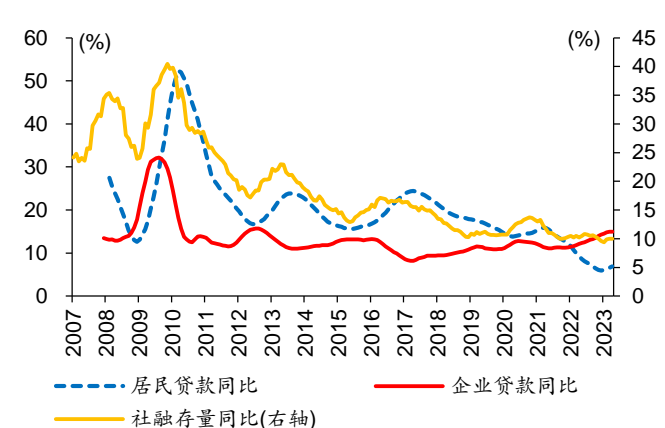


来源: Wind、国金证券研究所

三问：融资特征，带来的经济效应？

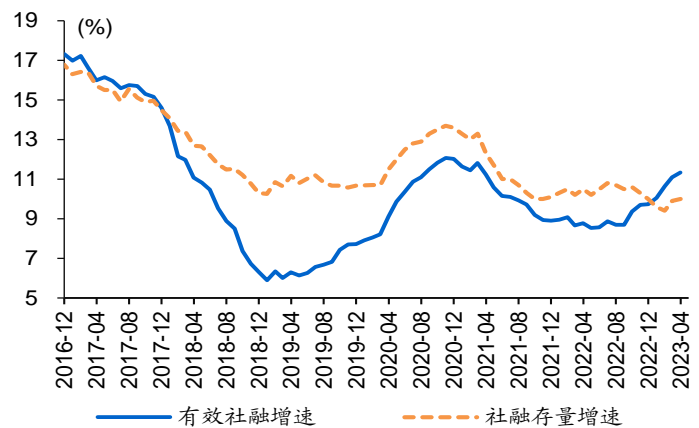
本轮信用派生驱动和表征不同过往、地产“缺位”拖累总体派生作用。传统周期下，信用扩张以房地产驱动为主，居民贷款增长明显快于企业，因而总体信用派生变化与居民信贷变化趋势类似；相较之下，当前稳增长以加大产业引导、基建托底协同，使得本轮信用修复主要靠企业融资扩张，有效社融从去年9月开始持续回升，而居民信贷一度拖累社融回落（详情参见《通缩讨论，可以休矣》）。

图表 19: 传统周期下，社融与居民信贷变化趋势相似



来源: Wind、国金证券研究所

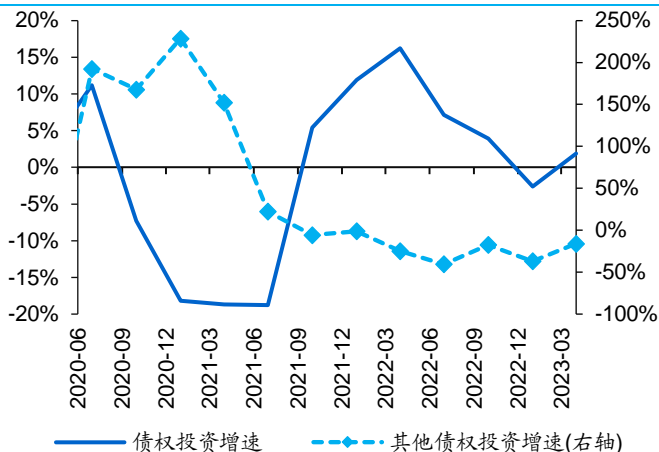
图表 20: 去年9月以来，有效社融增速持续抬升



来源: Wind、国金证券研究所

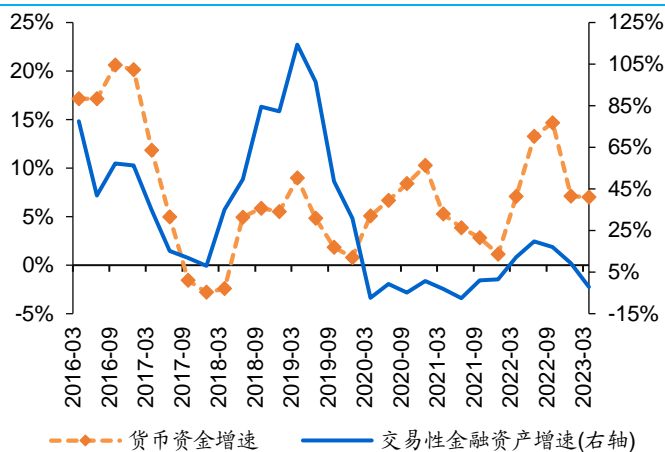
但资金“空转”加剧似乎是“幻象”，微观指标上亦有印证，企业报表中，交易性金融资产、债权投资等均未见扩张、甚至有所回落，货币资金增速处于相对高位。与总量指标相互印证的是，一季度非金融企业报表中，交易性金融资产、债权投资、其他债权投资等反映企业资金“买债购股”等报表科目，均处于收缩、或增长放缓阶段。相较之下，货币资金增速在一季度虽有季节性回落、但依然处于7%的高位。

图表 21: 债权投资、其他债权投资等增速较低



来源: Wind、国金证券研究所

图表 22: 货币资金增速处于高位



来源: Wind、国金证券研究所

政策、资金支持下，部分行业的资本开支已有边际回升迹象，后续还待跟踪。现金流变化一般领先于资本开支，尤其是筹资或经营现金流改善的行业。截至 2023 年一季度，部分行业资本开支增速已有企稳回升迹象，比较典型的是，基建链和部分线下消费服务相关行业，例如，水利环境、电热燃资本开支增速自去年中明显回升，批发零售、卫生社会等行业从去年底以来边际抬升。

图表 23: 部分基建、服务链行业资本性支出回升

资本性支出增速	2021-03	2021-06	2021-09	2021-12	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	走势图
制造业	41%	29%	25%	22%	11%	16%	13%	15%	6%	
信息软件	14%	2%	8%	7%	-53%	0%	2%	1%	1%	
文体娱	60%	46%	26%	6%	-25%	-14%	-12%	-10%	-10%	
水利环境	7%	-12%	-23%	-33%	-30%	-37%	-31%	-11%	-21%	
科学技术	19%	21%	14%	10%	16%	8%	11%	13%	7%	
批发零售	11%	11%	12%	8%	-12%	-20%	-20%	-16%	-8%	
农林牧渔	62%	9%	-24%	-34%	-56%	-60%	-54%	-47%	-23%	
电热燃	40%	8%	5%	2%	3%	3%	10%	21%	24%	
综合	-14%	14%	11%	0%	81%	53%	51%	45%	-11%	
住宿餐饮	-14%	5%	24%	3%	47%	6%	-6%	-3%	-21%	
卫生社会	92%	69%	44%	32%	-32%	-2%	-4%	-3%	22%	

来源: Wind、国金证券研究所

经过研究，我们发现：

1. 前 4 月新增社融近 16 万亿元、创历史同期新高，贷款贡献超 7 成，除总量高增外，结构也明显改善、企业中长贷连续 9 个月同比高增。反映在报表上，企业借款高增、尤其是中长期，筹资现金流明显改善。
2. 政策支持下，企业贷款向制造业、基建、服务业等倾斜，债券融资也呈现此类特征。与总量相互印证，资金支持、叠加终端需求回升等，制造业、服务业等现金流边际回暖。地域分布上，融资进一步向东部集中、尤其沿海地区，但皖、川等部分中西部省市表现也相对较好。
3. 大规模资金投放下，是否存在“空转”，非银存款并未大幅增长等从总量上证伪此类观点。微观指标上亦有印证，企业报表中，交易性金融资产、债权投资等均未见扩张、甚至有所回落，货币资金增速处于相对高位。政策、资金支持下，部分行业的资本开支已有边际回升迹象，后续还待跟踪。

风险提示:

- 1、经济修复和政策效果不及预期。经济修复结构分化、资金错配、政策落地偏慢等，导致经济修复和政策效果偏弱。
- 2、资金空转加剧。金融创新活动，导致监管套利行为增多。

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。

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。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	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
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402