

2020 年 08 月 04 日

解密十万亿社融资金流向

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

二季度社融创历史同期新高，资金流向有何特征，我们从三个维度进行详细梳理。

● **社融加速增长、增量创同期新高，企业中长贷增长加快、政府债券影响增强**
 二季度社融加速增长，贷款和债券为主要贡献项。二季度社融存量增速快速抬升，较一季度提高 1.3 个百分点至 12.8%，其中企业债券和政府债券存量增速抬升幅度较大。增量规模来看，二季度新增社融 9.7 万亿元、创历史同期新高，同比多增 3.7 万亿元，人民币贷款、政府债券和企业债券合计贡献了新增社融的 91%。
 企业中长贷增长加快、居民贷款加速修复，政府债券对社融边际影响增强。分部门来看，企业中长期贷款增速持续抬升，6 月较 3 月提高 1.5 个百分点；居民贷款开始修复，二季度短贷净融资由负转正、中长贷同比明显多增；地方债、特别国债“错峰”发行，推动政府债券占新增社融比重较一季度提高 8.6 个百分点。

● **贷款加速流向基建、制造业等，基建相关信用债融资较多、专项债投入下降**
 企业贷款加速流向基建、制造业等领域，房地产开发贷增速持续回落。二季度工业和不含房地产的服务业中长贷增速，分别较一季度提升 4.5 和 1.6 个百分点，或与制造业、基建拉动等有关；央行调查显示二季度制造业和基建贷款需求指数快速上升，5 月制造业中长贷增速达到 19.6%、创 2011 年 2 月以来新高。相较之下，房地产开发贷增速持续回落，二季度较一季度下降 1.1 个百分点至 8.5%。
 信用债基建相关融资增多，专项债投向基建占比有所下降、社会事业等明显上升。二季度，建筑装饰和交通运输净融资合计占比较一季度提高 15.7 个百分点至 47.3%，信用债募资用于建设项目有所增多、但仍以“借新还旧”为主；专项债投向基建占比回落至 52.8%，社会事业占比较一季度提高 19.6 个百分点至 35.8%。

● **东部企业贷款增长较快、政府融资规模居前，后续投资落地情况或相对更好**
 东、中部企业贷款增长快，中、西部居民融资较好；东部政府相关融资规模最大，西部融资节奏较快。分地区来看，东、中部贷款增速明显高于西部；其中，二季度东、中部企业贷款平均增速均在 13% 以上，高于西部的 7%，而中、西部居民贷款平均增速约高出东部 4 个百分点。二季度，东部专项债与城投净融资最大，合计达 7586 亿元，西部略高于中部；专项债发行节奏上，东、中部均有所放缓。
 确保宏观政策落地见效下，资金流入较多的东部后续投资连续性或相对更好、值得关注。东部省份多为外向型经济，对出口依赖度较高；贸易链承压下，东部稳增长诉求较强。体现在建设项目上，东部的重大项目规划、项目申报数量，均增长较快；同时，东部债务压力较小、资金流入较多等，有利于保证投资的连续性。

● **风险提示：**统计过程中可能的偏误和遗漏。

相关研究报告

《宏观经济专题-突出的就业压力，是政策决策的核心变量》-2020.8.3

《宏观经济专题-资金“结构性”紧张，会如何演化？》-2020.8.2

《宏观经济专题-特朗普能干预美国大选进程吗？》-2020.8.2

目 录

1、 二季度社融增量创同期新高，企业中长贷增长加快.....	3
2、 基建相关贷款、信用债融资增多，专项债投入下降.....	4
3、 东部融资增长快、规模居前，后续投资落地值得关注.....	6
4、 研究结论	8
5、 风险提示	8

图表目录

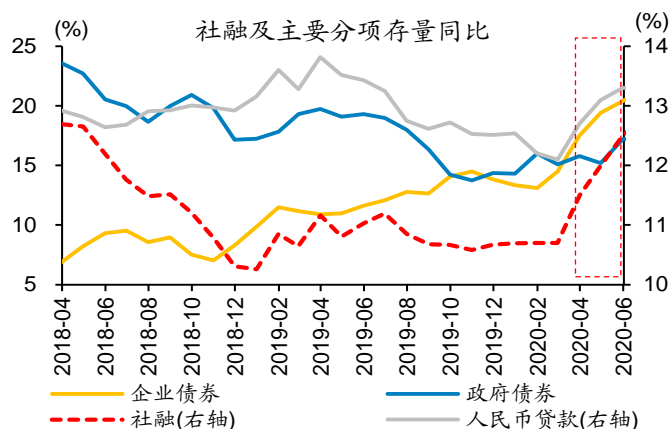
图 1： 企业债券、政府债券带动社融快速上行	3
图 2： 人民币贷款、政府债券和企业债券为主要贡献项.....	3
图 3： 企业中长期贷款增速 3 月以来持续抬升	3
图 4： 二季度居民短贷由负转正、中长贷同比多增	3
图 5： 上半年政府债券净融资规模显著高于往年同期	4
图 6： 二季度政府债券融资占比较一季度明显抬升	4
图 7： 贷款加速流向服务业等，房地产开发贷增速回落.....	4
图 8： 二季度制造业和基建贷款需求指数快速上升	4
图 9： 基建相关行业信用债募资规模较大	5
图 10： 信用债中建设项目占比提升，“借新还旧”仍高.....	5
图 11： 截至 7 月底，专项债投向基建占比六成以上.....	5
图 12： 3 月以来，专项债投向社会事业占比明显抬升.....	5
图 13： 东、中部贷款增速高于全国平均水平，西部增速相对较低.....	6
图 14： 东、中部企业贷款增速相对较高	6
图 15： 东部居民贷款融资增速落后于中、西部	6
图 16： 二季度东部政府融资规模最大，西部高于中部.....	7
图 17： 过往经验，中部专项债发行规模高于西部	7
图 18： 东、中部多数省市发行规模较一季度回落，西部部分省市发行上升.....	7
图 19： 发改委项目东、中部增长较快，东、西部规模居前.....	8
图 20： 东部基建和土木工程建筑合计规模高于其他地区.....	8
图 21： 东部出口表现弱于中、西部	8
图 22： 东、中部地方债务压力相对较低	8

二季度社融创历史同期新高，资金流向有何特征，我们从三个维度进行详细梳理。

1、二季度社融增量创同期新高，企业中长贷增长加快

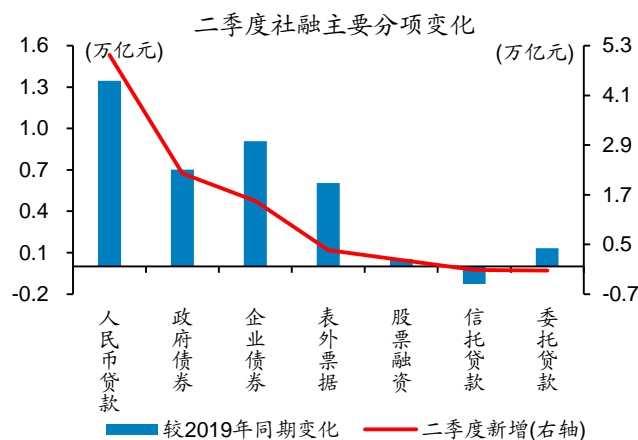
二季度社融继续放量，贷款和债券为主要贡献项。二季度社融存量增速快速抬升，较一季度提高 1.3 个百分点至 12.8%；其中，企业债券增速上行最快、较一季度提高 4 个百分点，政府债券和人民币贷款增速分别提高 1.3 个百分点和 0.6 个百分点。增量规模来看，二季度新增社融 9.7 万亿元、创历史同期新高，同比多增 3.7 万亿元，人民币贷款、政府债券和企业债券融资规模居前、合计贡献新增社融的 91%。

图1：企业债券、政府债券带动社融快速上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

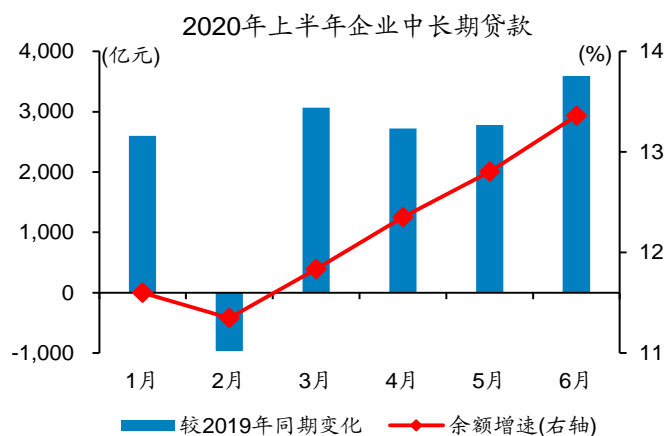
图2：人民币贷款、政府债券和企业债券为主要贡献项



数据来源：Wind、开源证券研究所

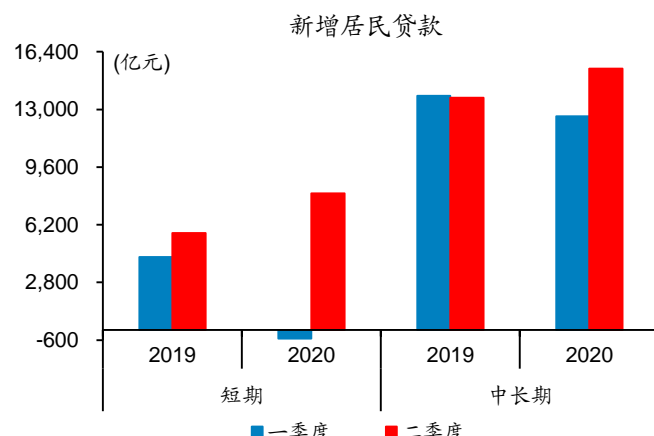
企业中长期贷款增长加快，居民贷款加速修复。分部门来看，企业中长期贷款增速自3月以来逐月抬升，6月较3月提高 1.5 个百分点至 13.4%，或与基建投资带动的融资需求上升、制造业和餐饮零售等行业需求修复有关；随着疫情平复，线下消费活动、购房行为等恢复，带动居民短期贷款净融资由负转正，中长期贷款二季度同比多增 1700 亿元、而一季度同比少增 1200 亿元。

图3：企业中长期贷款增速3月以来持续抬升



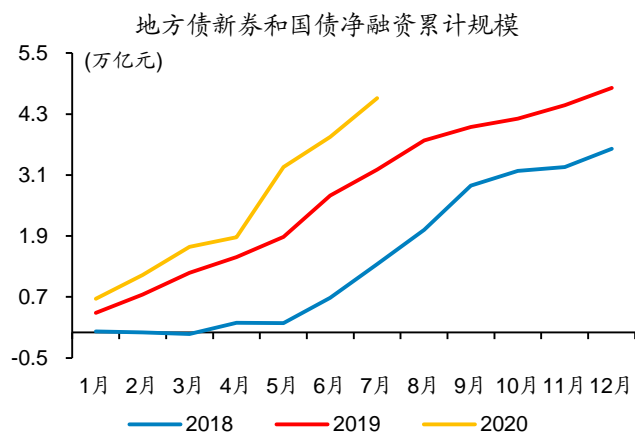
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：二季度居民短贷由负转正、中长贷同比多增

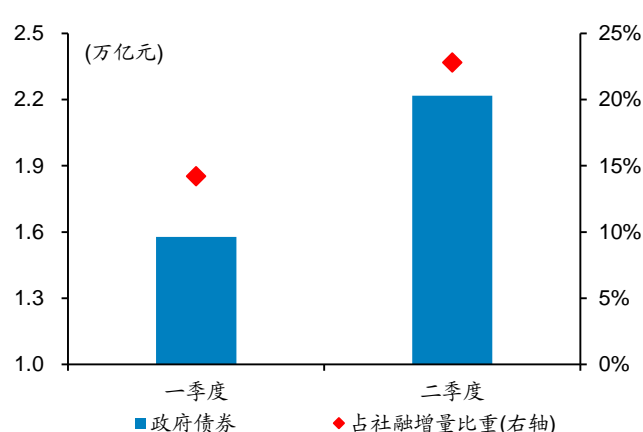


数据来源：Wind、开源证券研究所

地方债、特别国债“错峰”发行，对社融边际影响增大。地方债新券发行规模在4月回落后5月明显放量，单月发行规模超过1万亿元；6月和7月特别国债集中发行1万亿元，共同推动二季度政府债券融资规模显著高于往年同期。相较于一季度，二季度政府债券净融资规模占新增社融比重提高8.6个百分点至22.8%。

图5：上半年政府债券净融资规模显著高于往年同期


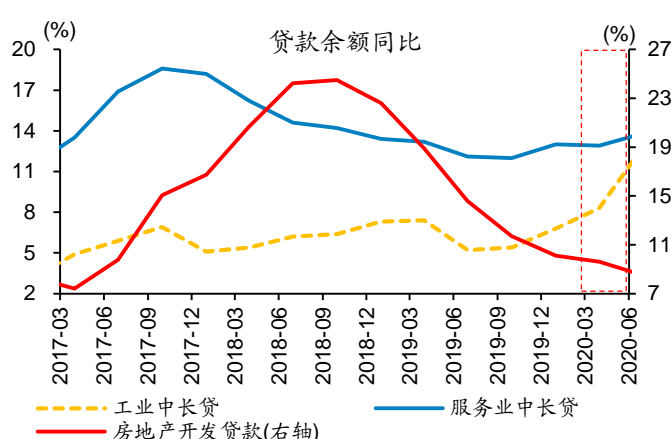
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：二季度政府债券融资占比较一季度明显抬升


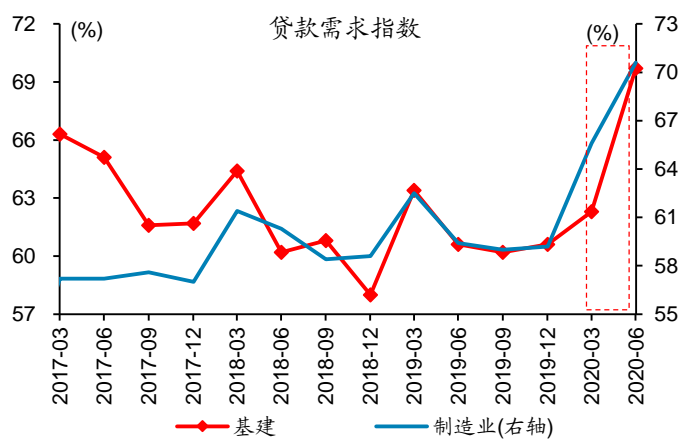
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、基建相关贷款、信用债融资增多，专项债投入下降

企业贷款加速流向基建、制造业等领域，房地产开发贷增速持续回落。二季度工业和不含房地产的服务业中长贷增速，分别较一季度提升4.5和1.6个百分点，或与制造业、基建拉动等有关；央行调查显示二季度制造业和基建贷款需求指数快速上升，5月制造业中长贷增速达19.6%、创2011年2月以来新高。相较之下，房地产开发贷增速持续回落，二季度较一季度下降1.1个百分点至8.5%。

图7：贷款加速流向服务业等，房地产开发贷增速回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

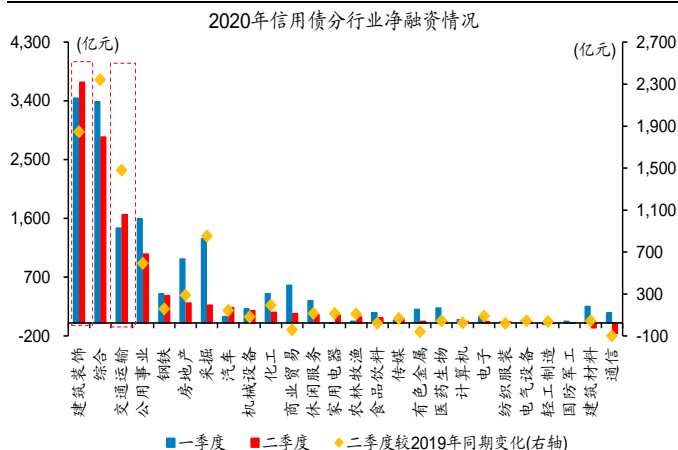
图8：二季度制造业和基建贷款需求指数快速上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

信用债基建相关的融资明显增多，募资用途中建设项目比例有所上升、但仍以“借新还旧”为主。二季度，建筑装饰、交通运输信用债净融资规模继续位居前列，

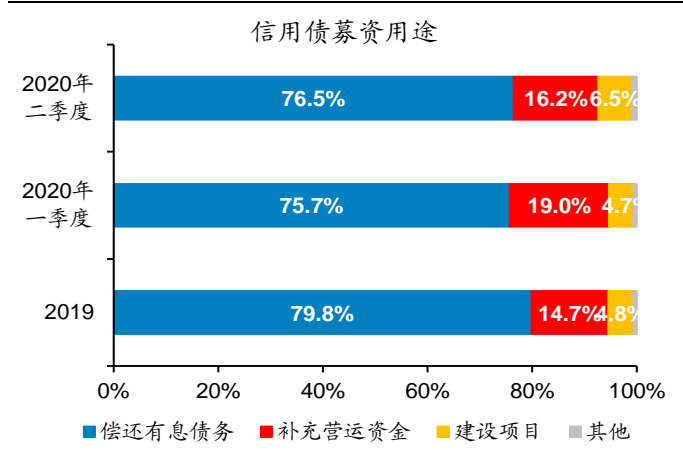
合计占全部信用债融资的比重较一季度提升 15.7 个百分点至 47.3%。从新发行信用债募资用途来看,二季度募资用于建设项目的比重较一季度提升 1.8 个百分点至 6.5%,但偿还银行贷款和债券等有息债务的比例依然较高,达 76.5%。

图9: 基建相关行业信用债募资规模较大



数据来源: Wind、开源证券研究所

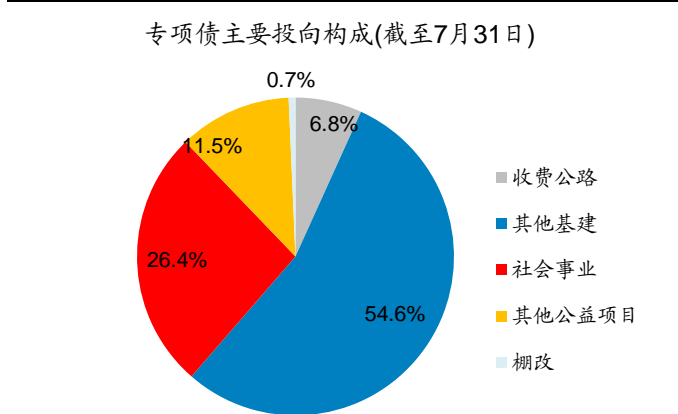
图10: 信用债中建设项目占比提升,“借新还旧”仍高



数据来源: Wind、开源证券研究所

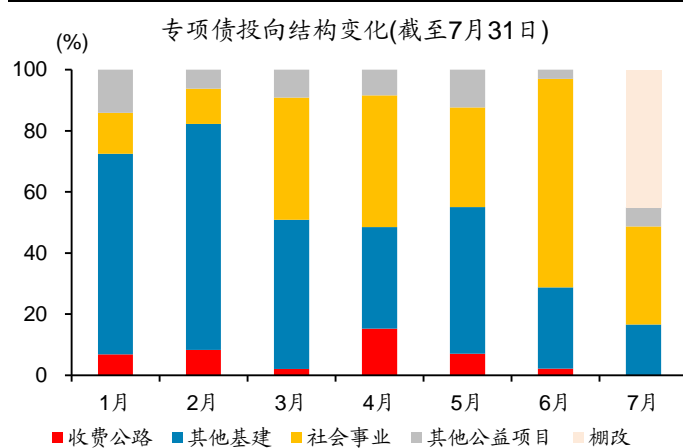
专项债投向基建占比有所下降,医疗卫生等社会事业明显上升。截至7月底,专项债投向基建占比最大,达 61.4%,以医疗卫生等为代表的社会事业占比 26.4%。但3月以来,基建占比有所下降、社会事业占比明显上升,使得二季度专项债投向基建占比较一季度下降 19.2%至 52.8%,而社会事业占比较一季度抬升 19.6%至 35.8%。

图11: 截至7月底,专项债投向基建占比六成以上



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 3月以来,专项债投向社会事业占比明显抬升

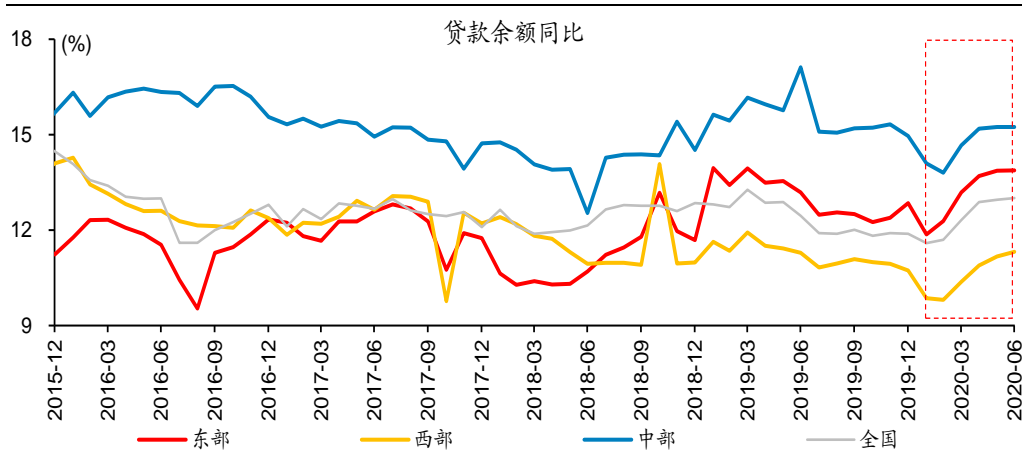


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、东部融资增长快、规模居前，后续投资落地值得关注

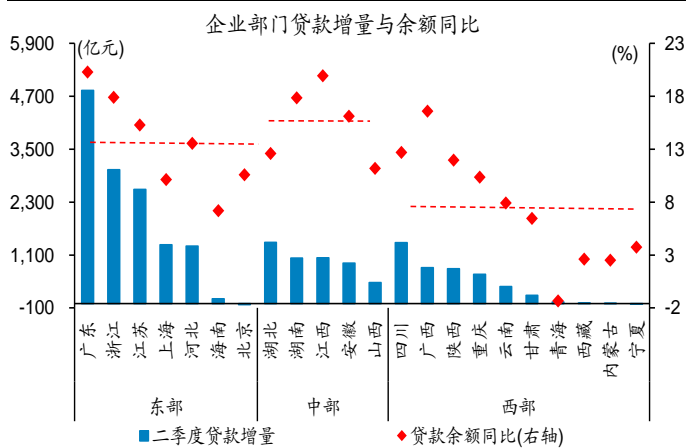
东、中部企业贷款增长较快，但东部居民融资落后于中西部。6月，东、中部贷款增速分别为13.9%和15.2%，高于西部的11.3%¹。其中，东、中部企业贷款相对较快，贷款平均增速均在13%以上，高于西部平均增速的7%²；而中、西部居民贷款增速较高、平均在15%以上，约高出东部4个百分点。不同地区企业和居民部门贷款增长差异，或与基建和制造业等项目开复工、及“因城施策”下地产销售差异等有关。

图13：东、中部贷款增速高于全国平均水平，西部增速相对较低



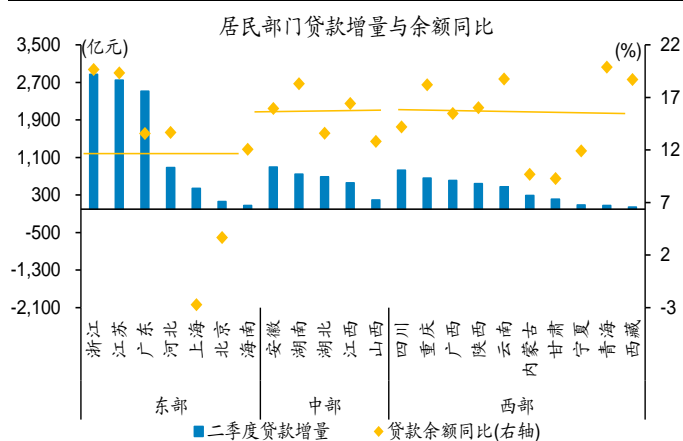
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：东、中部企业贷款增速相对较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：东部居民贷款融资增速落后于中、西部



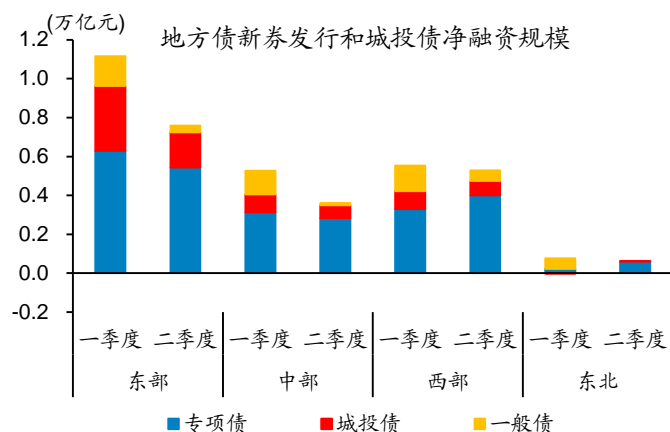
数据来源：Wind、开源证券研究所

东部政府相关融资规模最大，西部融资节奏相对较快。二季度，东部地方债新券与城投净融资合计规模最大、达7586亿元，西部规模为5290亿元、高于中部的3616亿元。其中，东、中部专项债发行规模均较一季度有所回落，而西部增加。历史上，专项债新券发行规模中部一般高于西部；当前西部发行规模高于中部，或与中部受疫情、洪水等影响有关，也可能与前期西部项目储备充足、额度分配较多有关。

¹ 基于数据可得性，东部除去福建和山东，西部除去贵州。

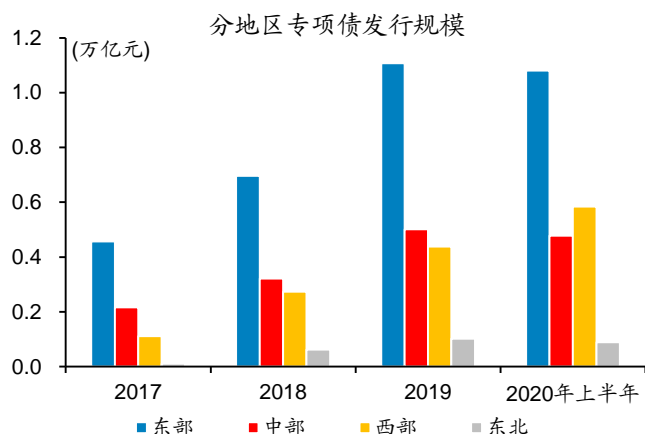
² 企业、居民贷款数据中，东部除去福建和山东，西部除去贵州和新疆，中部除去河南。

图16: 二季度东部政府融资规模最大, 西部高于中部



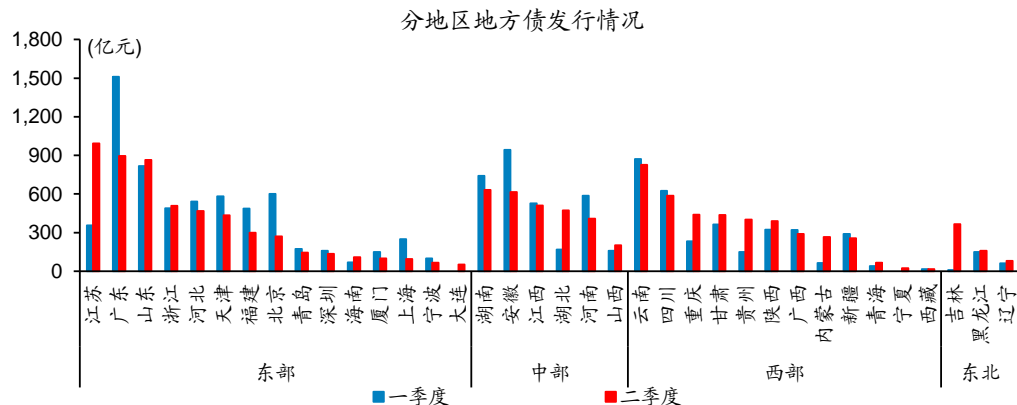
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 过往经验, 中部专项债发行规模高于西部



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 东、中部多数省市发行规模较一季度回落, 西部部分省市发行上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

确保宏观政策落地见效下, 资金流入较多的东部后续投资连续性或相对更好、值得关注。东部省份多为外向型经济, 对出口依赖度较高, 贸易链承压下稳增长诉求较强。体现在建设项目上, 2020年3月和4月东、中部项目申报月均规模, 较2019

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3433

