

总量研究

区域失衡上篇：资金往哪里流淌？

——流动性洞见系列四

要点

核心观点：

通过对 2010 年以来，我国内地 31 个省区信贷融资、债券融资和股权融资的梳理分析，可以发现，在以上 3 个主要融资渠道视角下，我国资金流向在省区层面呈现出明显的分化现象。总体而言，东部沿海省区的融资明显好于中部区域、西部区域和东北区域，在东部沿海省区中，南方区域明显好于北方区域，并且这一分化趋势还在持续加剧。

信贷融资视角：信贷融资呈现出明显的区域分化特征，并且分化呈现加剧态势

第一，2016-2021 年相比于 2010-2015 年，浙江、广东、上海和江苏等 4 个省区信贷增速中枢是处于上行态势，而其余 27 个省级行政区域的信贷增速中枢均处于下行态势。

第二，信贷增速中枢的变动在省级行政区域层面具有明显的区域特征，2016-2021 年相比于 2010-2015 年，浙江等 4 个省区信贷增速中枢在向上移动，江西等 14 个省区信贷增速中枢回落幅度在 5 个百分点以内，福建等 13 个省区信贷增速中枢回落幅度在 5 个百分点以上。总体来看，西部区域和东北区域的信贷中枢回落明显高于其他区域。

信用债融资视角：广东、上海、江苏等省区的信用债发行额明显高于其他省区

第一，信用债融资额中枢的变动在省级行政区域层面具有明显的区域特征，2016-2021 年相比于 2010-2015 年，北京等 4 个省区信用债融资额中枢上行超过 5000 亿元，浙江等 16 个省区信用债融资额中枢上行超过 1000 亿元，广西等 11 个省区信用债融资额中枢上行幅度在 1000 亿元以内。

第二，无论是信用债融资额绝对值较高的省区，还是信用债融资额中枢增幅（2016-2021 年相较于 2010-2015 年）较大的省区，均主要集中在北京、广东省、上海、江苏、浙江等东部沿海区域，尤其是东部沿海区域的南方区域。信用债融资额中枢增幅较小的省区，主要集中在青海省、西藏、新疆、黑龙江、辽宁、吉林等西部区域和东北区域。

城投债融资视角：江苏、浙江、山东、四川等省区近几年城投债净融资多增明显

城投债净融资额中枢的变动在省级行政区域层面具有明显的分化特征，2016-2021 年相比于 2011-2015 年，江苏等 16 个省区城投债净融资中枢呈现上行态势，其中，江苏等 5 个省区城投债净融资额中枢上行超过 500 亿元；宁夏等 15 个省区城投债净融资中枢呈现下行态势，其中，北京等 8 个省区城投债净融资额中枢下行幅度超过 100 亿元。

股权融资视角：上海、浙江、北京及广东等省区的股权融资明显高于其他省区

股权融资额中枢的变动在省区层面具有明显的区域特征，2016-2021 年相比于 2010-2015 年，上海等 25 个省区股权融资额中枢呈现上行态势，其中，上海等 4 个省区股权融资额中枢上行超过 1000 亿元，江苏等 10 个省区股权融资额中枢上行超过 100 亿元；西藏等 6 个省区股权融资额中枢呈现下行态势。

注：信贷数据截至 2021 年 10 月，信用债发行额数据截至 2021 年 12 月，城投债净融资额数据截至 2021 年 12 月，股权融资数据截至 2021 年 12 月。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwh@ebsecn.com

相关研报

怎么看降息的幅度与节奏？——1 月 17 日调降 MLF 操作利率点评（2022-01-17）

货币宽松能为稳增长做些什么？——光大宏观周报（2022-01-16）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么？——流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息 —— 光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差 —— 流动性洞见系列一（2021-11-21）

全球再平衡：能源革命、共同富裕、制造重构 —— 2022 年宏观年度策略报告（2021-11-02）

美债交易逻辑已悄然变化 —— 美联储观察系列二（2021-09-02）

为什么我们认为四季度可能会降息？—— 货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

美联储的抉择：加息减速，缩减加速 —— 美联储观察系列一（2021-06-28）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？—— 货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？—— 货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？—— 货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

一、信贷融资呈现出明显的区域分化	3
二、债券融资呈现出明显的区域分化	5
三、股权融资呈现出明显的区域分化	7
四、经济和人口与融资分化具有一致性	8

图目录

图 1：我国近几年信贷增速具有明显的区域分化特征	3
图 2：内地 31 个省级区域的大区划分	4
图 3：南方区域与其他区域的信贷中枢走势具有显著差异	4
图 4：我国信用债发行额具有明显的区域分化特征	5
图 5：我国城投债净融资具有明显的省区分化特征	6
图 6：我国股权融资额具有明显的区域分化特征	7
图 7：各区域经济增速的分化可以在较大程度上解释信贷增速的分化	8
图 8：各区域常住人口的分化可以在较大程度上解释信贷增速的分化	8

一、信贷融资呈现出明显的区域分化

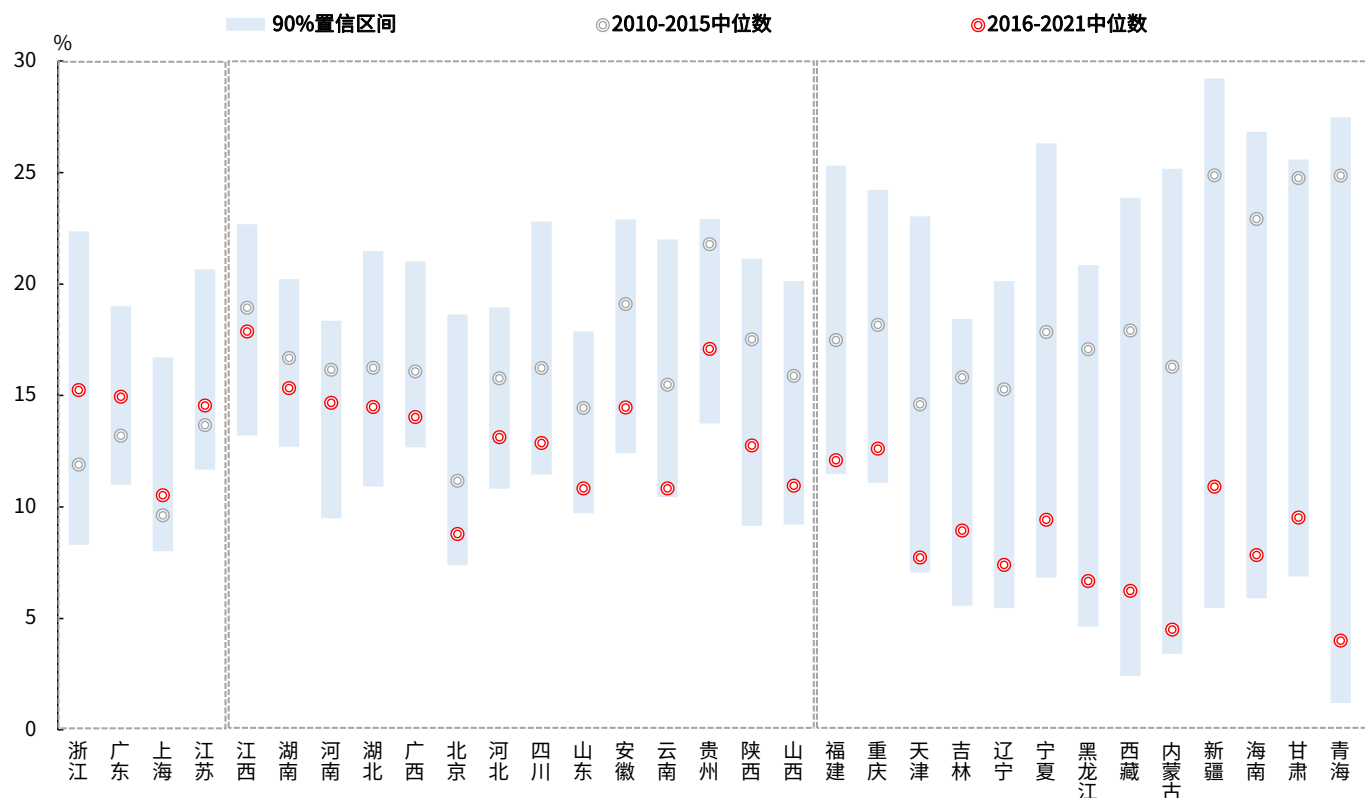
信贷融资呈现出明显的区域分化特征，并且近年来区域分化呈现加剧态势。

为了观察信贷增速的区域特征，我们选取 2005 年 1 月至 2021 年 10 月省级行政区域的信贷余额增速作为样本空间，将统计区间内各个区域 90% 月份信贷增速所处的区间范围作为 90% 置信区间，将 2010 年 1 月至 2015 年 12 月信贷增速的中位数作为基准，将 2016 年 1 月至 2021 年 10 月信贷增速的中位数作为当前信贷水平。通过当前信贷水平与基准的差值对 31 个省级行政区域正序排序，可以看到，

第一，2016-2021 年相比于 2010-2015 年，浙江、广东、上海和江苏等 4 个省区信贷增速中枢是处于上行态势，而其余 27 个省级行政区域的信贷增速中枢均处于下行态势。

第二，信贷增速中枢的变动在省级行政区域层面具有明显的区域特征，2016-2021 年相比于 2010-2015 年，浙江等 4 个省区信贷增速中枢在向上移动，江西等 14 个省区信贷增速中枢回落幅度在 5 个百分点以内，福建等 13 个省区信贷增速中枢回落幅度在 5 个百分点以上。总体来看，西部区域和东北区域的信贷中枢回落明显高于其他区域。

图 1：我国近几年信贷增速具有明显的区域分化特征



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：图中原始数据为各个省级行政区的信贷余额增速，统计区间为 2005 年 1 月至 2021 年 10 月，90% 置信区间表示在统计区间内 90% 月份信贷增速所处的区间范围，2010-2015 年中位数表示 2010 年 1 月至 2015 年 12 月信贷增速的中位数，2016-2021 年中位数表示 2016 年 1 月至 2021 年 10 月新增增速的中位数。

为了更为方便的观察和研究信贷增速区域分化的特征与动因，我们将内地 31 个省级行政区域分为 5 大区域，分别为：

1. 东北区域：黑龙江省、吉林省、辽宁省；
2. 北方区域：北京、天津、河北省、山东省、山西省、河南省、安徽省；
3. 南方区域：上海、江苏省、浙江省、江西省、福建省、广东省、广西省、湖北省、湖南省、海南省；
4. 中部区域：内蒙古、陕西省、甘肃省、四川省、重庆、贵州省、云南省、宁夏；
5. 西部区域：青海省、新疆、西藏。

若我们按照以上区域划分标准，重新审视 2012 年以来各区域的信贷增速，则会发现：

第一，东部沿海区域（北方区域和南方区域）的信贷增速中枢整体好于中部区域、西部区域和东北区域。

第二，在东部沿海区域内部，南方区域信贷增速中枢明显好于北方区域。2012-2019 年，北方区域信贷增速中枢持续下行，2019 年以来呈现修复态势。南方区域信贷增速中枢与其他区域则具有明显差异，仅在 2012-2015 年信贷增速中枢有小幅下移，随后便持续上行。

第三，西部区域信贷增速中枢的下降最为明显，从 2012 年 26.8% 的中枢水平下降至 2021 年 8.2% 的中枢水平。其中，信贷增速下降最快的两个时间段分别为 2013 年 5 月至 2016 年 5 月，以及 2018 年 4 月至 2019 年 11 月。

第四，东北区域信贷增速中枢的下降速度仅次于西部区域，从 2012 年 16.5% 的中枢水平下降至 2021 年 6.7% 的中枢水平。其中，信贷增速中枢下降最快的阶段为 2016 年 1 月至 2018 年 5 月。

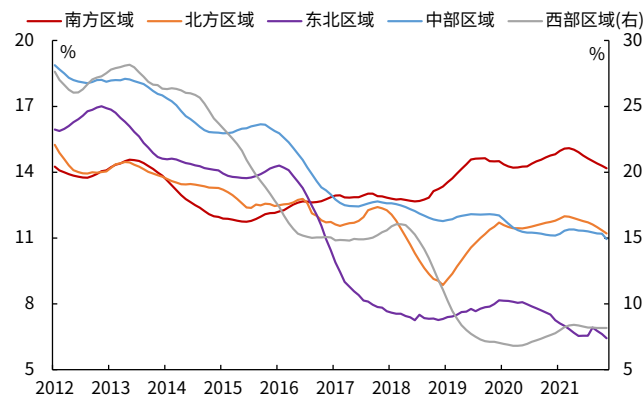
第五，2012 年以来，中部区域信贷增速持续下行，从 2012 年 18.3% 的中枢水平下降至 2021 年 11.3% 的中枢水平。其中。2015 年 11 月至 2017 年 4 月是中部区域信贷增速中枢下降最快的时期。

图 2：内地 31 个省级区域的大区划分



资料来源：光大证券研究所整理

图 3：南方区域与其他区域的信贷中枢走势具有显著差异



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：图中数据为各区域信贷增速滤波值，数据截至 2021 年 10 月

二、债券融资呈现出明显的区域分化

信用债融资视角下，信用债发行额具有明显的区域性特征，广东、上海、江苏、浙江等南方省区的信用债发行额明显高于其他省区。

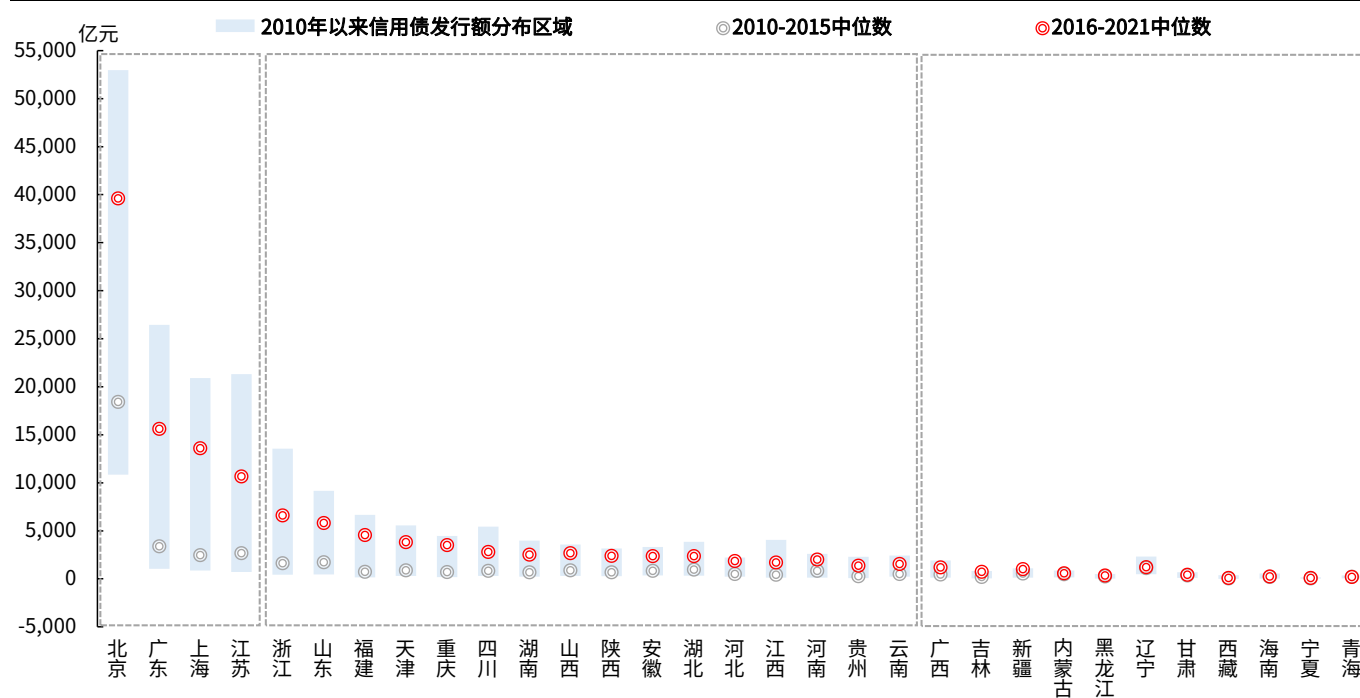
为了观察信用债融资的区域特征，我们选取 2010 年 1 月至 2021 年 12 月省级行政区域的信用债发行额作为样本空间，将统计区间内各个区域 2010 年至 2021 年的年度信用债发行额，所处的区间范围作为分布区域，将 2010 年至 2015 年的年度信用债发行额的中位数作为基准，将 2016 年至 2021 年的年度信用债发行额的中位数作为当前信用债融资水平，通过当前信用债融资水平与基准的差值对 31 个省级行政区域正序排序，可以得到下图。可以看到，

第一，信用债融资额中枢的变动在省级行政区域层面具有明显的区域特征，2016-2021 年相比于 2010-2015 年，北京等 4 个省区信用债融资额中枢上行超过 5000 亿元，浙江等 16 个省区信用债融资额中枢上行超过 1000 亿元，广西等 11 个省区信用债融资额中枢上行幅度在 1000 亿元以内。

第二，无论是信用债融资额绝对值较高的省区，还是信用债融资额中枢增幅（2016-2021 年相较于 2010-2015 年）较大的省区，均主要集中在北京、广东省、上海、江苏、浙江等东部沿海区域，尤其是东部沿海区域的南方区域。信用债融资额中枢增幅较小的省区，主要集中在青海省、西藏、新疆、黑龙江、辽宁、吉林等西部区域和东北区域。

注：信用债主要包含金融债、企业债、公司债、中期票据、短期融资券、项目收益票据、定向工具、政府支持机构债、标准化票据等。

图 4：我国信用债发行额具有明显的区域分化特征



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：图中原始数据为各个省级行政区的信用债发行额，统计区间为 2010 年 1 月至 2021 年 12 月，分布区域表示在统计区间内各省区年度信用债发行额所处的区间范围，2010-2015 中位数表示 2010 年至 2015 年年度信用债发行额的中位数，2016-2021 中位数表示 2016 年至 2021 年年度信用债发行额的中位数。

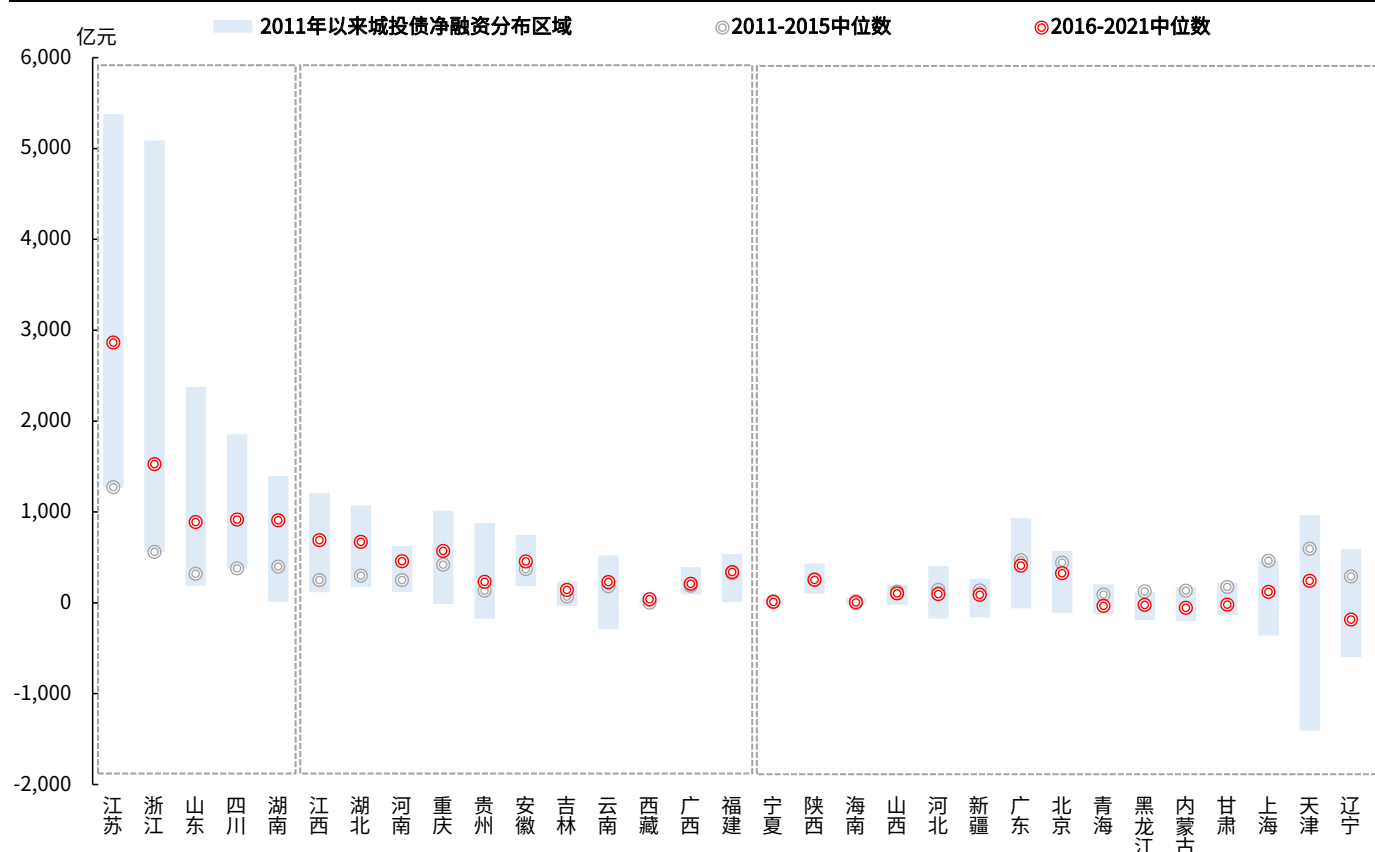
城投债融资视角下，城投债净融资额具有明显的省区分化特征，江苏、浙江、山东、四川等省区近几年城投债净融资多增明显。

为了观察城投债融资的区域特征，我们选取 2011 年 1 月至 2021 年 12 月省级行政区域的城投债净融资额作为样本空间，将统计区间内各个区域 2011 年至 2021 年的年度城投债净融资额所处的区间范围作为分布区域，将 2011 年至 2015 年的年度城投债净融资额的中位数作为基准，将 2016 年至 2021 年的年度城投债净融资额的中位数作为当前城投债净融资水平，通过当前城投债净融资水平与基准的差值对 31 个省级行政区域正序排序，可以得到下图。可以看到，

第一，城投债净融资额中枢的变动在省级行政区域层面具有明显的分化特征，2016-2021 年相比于 2011-2015 年，江苏等 16 个省区城投债净融资中枢呈现上行态势，其中，江苏等 5 个省区城投债净融资额中枢上行超过 500 亿元；宁夏等 15 个省区城投债净融资中枢呈现下行态势，其中，北京等 8 个省区城投债净融资额中枢下行幅度超过 100 亿元。

第二，无论是城投债净融资额绝对值较高的省区，还是城投债净融资额中枢增幅（2016-2021 年相较于 2011-2015 年）较大的省区，主要集中在江苏、浙江、山东等东部沿海区域，尤其是东部沿海区域的南方区域。

图 5：我国城投债净融资具有明显的省区分化特征



资料来源：Wind，光大证券研究所 数据说明：图中原始数据为各个省级行政区的城投债净融资额，统计区间为 2011 年 1 月至 2021 年 12 月，分布区域表示在统计区间内各省区年度城投债净融资额所处的区间范围，2011-2015 中位数表示 2011 年至 2015 年年度城投债净融资额的中位数，2016-2021 中位数表示 2016 年至 2021 年年度城投债净融资额的中位数。

三、股权融资呈现出明显的区域分化

股权融资视角下，股权融资额具有明显的区域性特征，上海、浙江、北京及广东等省区的股权融资明显高于其他省区。

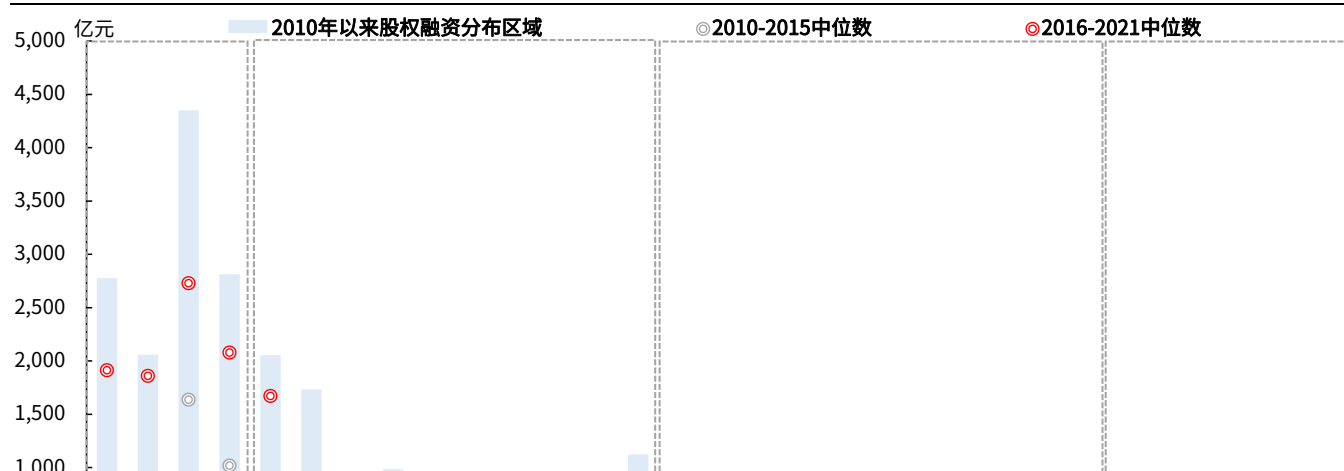
为了观察股权融资的区域特征，我们选取 2010 年 1 月至 2021 年 12 月省级行政区域的股权融资额作为样本空间，将统计区间内各省区年度股权融资额所处的区间范围作为分布区域，将 2010 年至 2015 年的年度股权融资额的中位数作为基准，将 2016 年至 2021 年的年度股权融资额的中位数作为当前股权融资水平，通过当前股权融资水平与基准的差值对 31 个省级行政区域正序排序，可以得到下图。可以看到，

第一，股权融资额中枢的变动在省区层面具有明显的区域特征，2016-2021 年相比于 2010-2015 年，上海等 25 个省区股权融资额中枢呈现上行态势，其中，上海等 4 个省区股权融资额中枢上行超过 1000 亿元，江苏等 10 个省区股权融资额中枢上行超过 100 亿元；西藏等 6 个省区股权融资额中枢呈现下行态势。

第二，无论是股权融资额绝对值较高的省区，还是股权融资额中枢增幅（2016-2021 年相较于 2010-2015 年）较大的省区，主要集中在上海、浙江、北京、广东等东部沿海区域，尤其是东部沿海区域的南方区域。

注：股权融资主要包含在上交所、深交所等股权市场的首发、增发、配股、优先股、可转债、可交换债融资。

图 6：我国股权融资额具有明显的区域分化特征



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_36532

