



王剑：三季度实体资金流向分析——融资边际改善，经济或将温和复苏



意见领袖 | 王剑、田维韦、陈俊良



核心观点

■ 实体部门三季度资金运转结果

资金来源方面，企业和居民合计获得资金约 7.46 万亿元，同比多增约 6480 亿元。其中银行投放贷款（包括核销和 ABS）约 4.57 万亿元，企业债券融资 3671 亿元，财政净支出投放资金 2.11 万亿元。资金去向来看，实体部门存款增加 3.56 万亿元，现金（M0）增加 2689 亿元，金融投资净增约 3.63 万亿元。

■ 企业部门：基建投资高增拉动中长期融资增速反弹，但企业加杠杆意愿仍较弱。

三季度企业新增中长期融资规模 3.36 万亿元，同比多增 7904 亿元，其中新增企业中长期贷款 2.75 万亿元，新增企业债券 3794 亿元，新增非标融资 2291 亿元，同比分别多增 5669 亿元、少增 5083 亿元和多增 7318 亿元。测算的 9 月末企业中长期融资余额同比增速为 8.9%，较 6 月末提升了 0.4 个百分点。其中，企业中长期贷款同比多增主要是由政策发力后基建投资高增拉动，非标融资也与基建资本金委托贷款有关。企业债券融资同比则大幅少增，企业债券融资规模余额增速由 5 月末的 10.7% 持续下行至 9 月末的 7.7%，这或许反映了企业融资方式只是由债券转向贷款，企业主动加杠杆意愿仍然是比较弱的。但企业中长期融资改善释放了企业部门融资边际好转的迹象。

■ 居民部门：对经济预期偏弱，去杠杆延续，但较二季度略有好转。

三季度居民新增贷款 1.23 万亿元，同比少增 5400 亿元，占新增贷款总额的 28.2%，其中，居民新增中长期贷款为 7600 亿元，同比少增 5300 亿元，占新增贷款总额的 17.3%。三季度新增规模及占比较二季度均有所好转，但仍处在低位，表明居民融资需求疲软。但三季度居民存款新增 2.88 万亿元，同比多增 1.84 万亿元，明显高于往年同期水平。前三季度居民存款累计新增 13.21 万亿元，处在历史高位，表明居民消费、投资意愿仍弱，杠杆水平持续下降。

■ 如何理解经济

三季度居民继续去杠杆，企业中长期融资改善，不过主动加杠杆意愿

不强。展望四季度，我们认为房地产景气度低迷和居民去杠杆难以扭转，同时出口下行压力会凸显，因此判断四季度积极财政政策和信贷政策仍将延续，基建继续高增以对冲出口下行的压力。因此企业中长期融资增速有望继续小幅提升，经济温和复苏。

■ 投资建议（略）

■ 风险提示

疫情反复，稳增长政策不及预期等带来经济复苏低于预期。

目录

一、三季度实体部门资金运转结果

二、企业部门：中长期融资增速反弹，但企业主动加杠杆意愿不强

2.1 基建高增拉动企业中长期融资增速反弹

2.2 企业内生融资需求仍有待改善，预计四季度经济温和复苏

三、居民部门：去杠杆继续，边际略好转

四、结论和投资建议

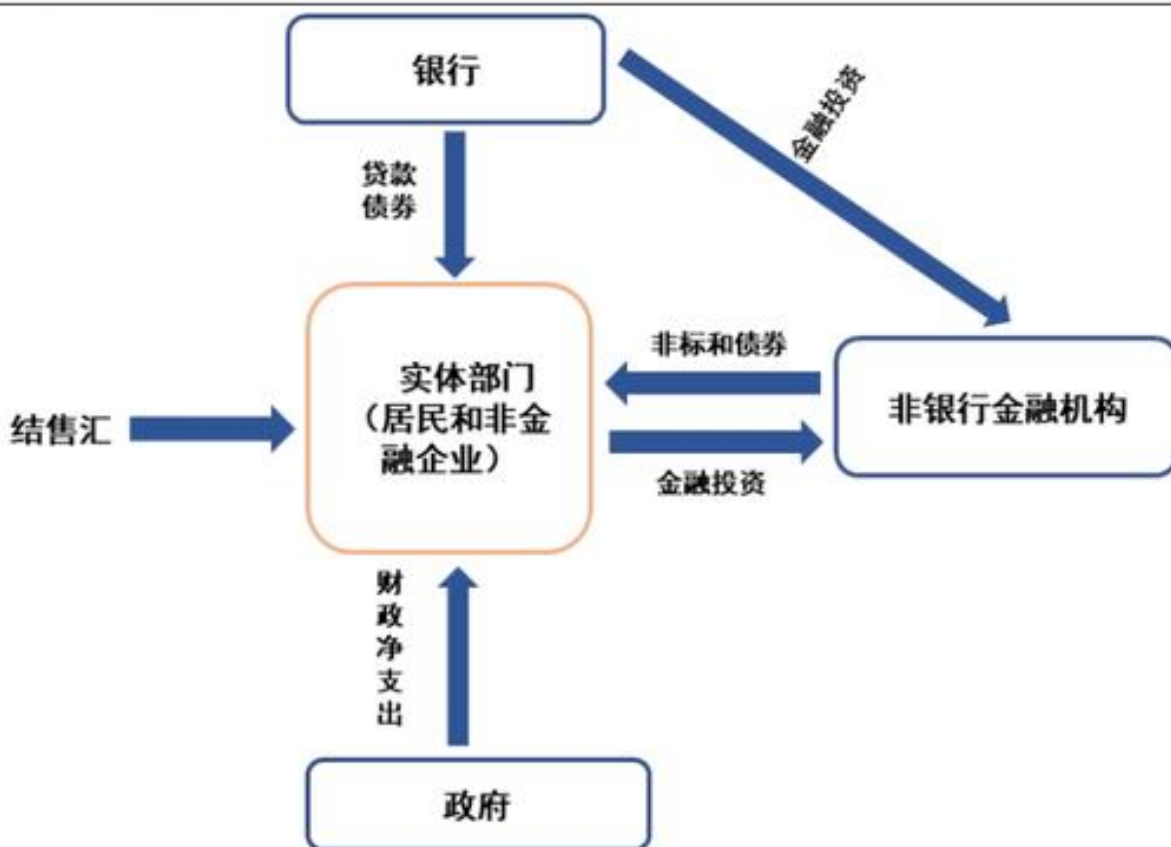
五、风险提示

报告正文

三季度实体部门资金运转结果

我们推出的实体部门资金运转系列专题主要聚焦实体部门（包括非金融企业和居民，为行文简洁，后文以企业指代非金融企业）每个季度资金运转来分析实体部门的行为，以此判断实体部门对宏观经济的预期。实体部门资金运转分析框架（见图 1）和数据来源和处理请参阅报告《一季度实体部门资金运转：静待信心重构：从资金运转理解宏观经济-20220427》和《二季度实体部门资金运转：财政发力拉动企业融资》。

图1：实体部门资金来源和去向



资料来源：人民银行，国信证券经济研究所整理

2022 年三季度实体部门资金来源和去向结果见表 1。资金来源方面，企业和居民合计获得资金约 7.46 万亿元，其中银行投放贷款（包括核销和 ABS）约 4.57 万亿元，企业债券融资 3671 亿元，财政净支出投放资金 2.11 万亿元。资金去向来看，实体部门存款增加 3.56 万亿元，现金（M0）增加 2689 亿元，金融投资净增约 3.63 万亿元。

三季度实体部门资金运转结果反映了，（1）实体部门资金来源规模同比多增，但主要来自于财政净支出增加以及非标融资规模多增。（2）实体部门贷款融资对企业债券形成一定替代，企业债券融资同比大幅少增，反映了企业部门加杠杆意愿仍然偏弱。（3）居民部门存款继续大增，反映了居民对经济预期偏弱，仍处于去杠杆周期中。

表1：前三季度实体部门资金运转结果

	Q1 增量	Q2 增量	Q3 增量	Q3 较去年同期变动
资金来源：				
实体部门贷款（包括核销和 ABS）	85,035	54,688	45,721	3,671
企业债券	13,131	6,236	2,128	-6,749
非标	-1,229	-2,576	2,291	7,318
财政净支出	12,495	38,029	21,110	2,663
结售汇	3,669	1,496	3,321	-423
合计	113,101	96,377	74,571	6,480
资金去向：				
实体经济存款	92,100	64,200	35,600	27,500
其中：居民	78,200	25,100	28,800	18,400
非金融企业	13,900	39,100	6,800	9,100
取现	4,317	869	2,689	169
金融投资	16,684	31,308	36,282	-21,189

资料来源：人民银行，WIND，国信证券经济研究所整理。注：9 月银行结售汇数据未披露，假设为过去三年均值。（单位：亿元）。

上文主要分析了 2022 年三季度实体部门资金运转的最终结果，接下来我们将详细分析企业和居民两大部门的具体行为，以此来判断他们对经济前景的预期。分析中我们简单假设居民融资途径仅为银行贷款，其他融资途径都归于企业部门（报告中我们将企业和居民作为实体部门整体分析，

因此不考虑企业和居民之间的资金转移行为)。

02

企业部门：中长期融资增速反弹，但企业主动加杠杆意愿不强

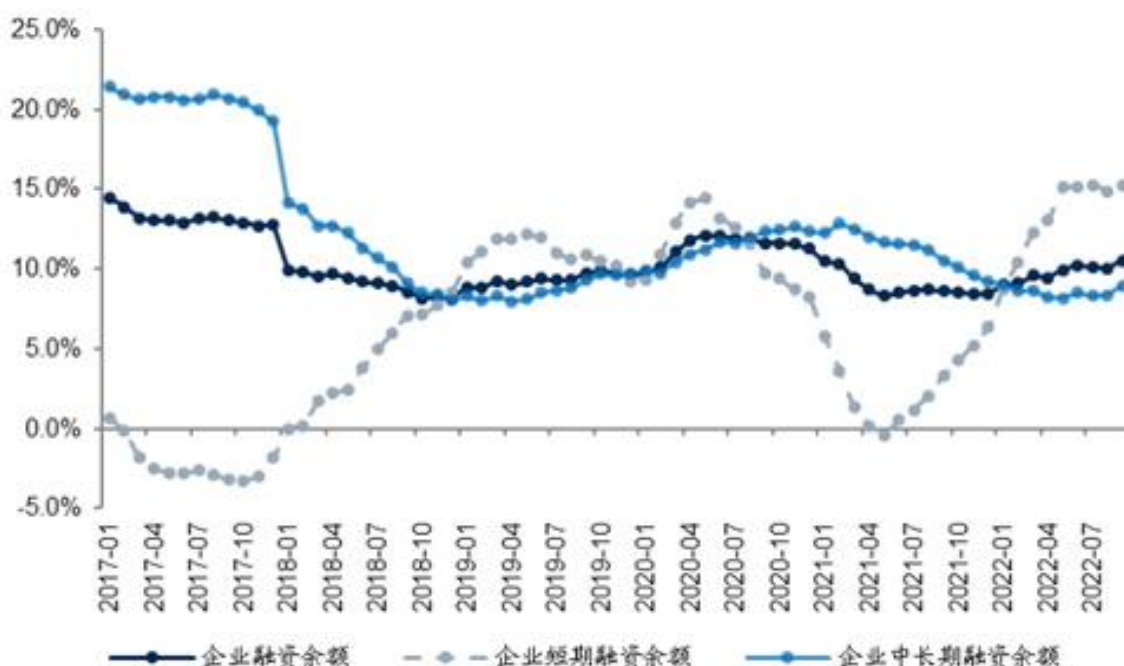
2.1 基建高增拉动企业中长期融资增速反弹

企业短期融资和长期融资的意图不同，短期融资增加意味着企业流动性资金需要（比如增加存货），企业中长期融资代表资本开支增加（详情参阅报告 2019 年 3 月 10 日《基于企业微观行为的分析——社融的真相与掣肘》）。为便于分析融资规模与企业微观经营行为之间的逻辑关系，我们将企业融资划分为企业短期融资和企业中长期融资，其中企业短期融资包括企业短期贷款、票据贴现和短期融资券，其余归为企业中长期融资。另外，考虑到财政净支出不代表企业的融资意愿，企业并没有主动权，因此融资行为的分析不考虑财政因素。另外，结售汇受汇率管制等因素影响较大，且规模相对较小，因此本章节分析也不予考虑。

三季度企业中长期融资同比多增，且企业中长期融资余额增速反弹。从新增融资规模来看，按上文分析测算的 2022 年三季度新增企业融资 3.91 万亿元，同比多增 1.01 万亿元。其中，新增企业短期融资 5495 亿元，同比多增 2229 亿元，新增企业中长期融资 3.36 万亿元，同比多增 7904 亿元，可见三季度企业融资同比多增主要来自中长期融资，而上半年企业融资同比多增主要来自于短期融资。从存量增速来看，9 月末企业融资余额

同比增速为 10.5%，较 6 月末提升了 0.3 个百分点。其中，企业短期融资余额同比增速为 15.2%，与 6 月末持平；企业中长期融资余额同比增速为 8.9%，较 6 月末提升了 0.4 个百分点。

图2：企业中长期融资余额增速反弹



资料来源：WIND，人民银行，国信证券经济研究所整理。注：居民贷款存量数据、企业短期贷款和票据存量数据采用金融机构信贷收支表中的数据，下同。

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_47905

