2020 年 08 月 04 日

宏观研究团队

解密十万亿社融资金流向

——宏观经济专题

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@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

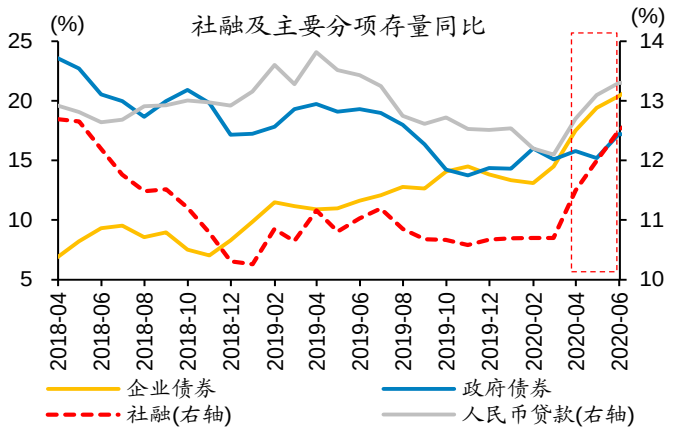
图 1: 企业债券、政府债券带动社融快速上行 3
图 2: 人民币贷款、政府债券和企业债券为主要贡献项 3
图 3: 企业中长期贷款增速 3 月以来持续抬升 3
图 4: 二季度居民短贷由负转正、中长贷同比多增 3
图 5: 上半年政府债券净融资规模显著高于往年同期 4
图 6: 二季度政府债券融资占比较一季度明显抬升 4
图 7: 贷款加速流向服务业等，房地产开发贷增速回落 4
图 8: 二季度制造业和基建贷款需求指数快速上升 4
图 9: 基建相关行业信用债募资规模较大 5
图 10: 信用债中建设项目占比提升，“借新还旧”仍高 5
图 11: 截至 7 月底，专项债投向基建占比六成以上 5
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

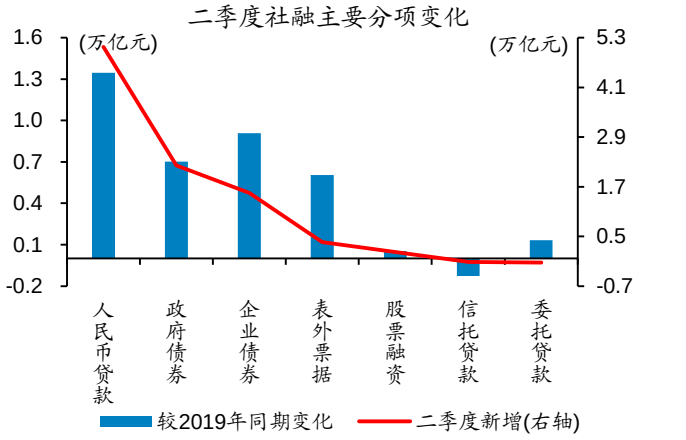
二季度社融继续放量，贷款和债券为主要贡献项。二季度社融存量增速快速抬升，较一季度提高 1.3 个百分点至 12.8%；其中，企业债券增速上行最快、较一季度提高 4 个百分点，政府债券和人民币贷款增速分别提高 1.3 个百分点和 0.6 个百分点。增量规模来看，二季度新增社融 9.7 万亿元、创历史同期新高，同比多增 3.7 万亿元，人民币贷款、政府债券和企业债券融资规模居前、合计贡献新增社融的 91%。

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

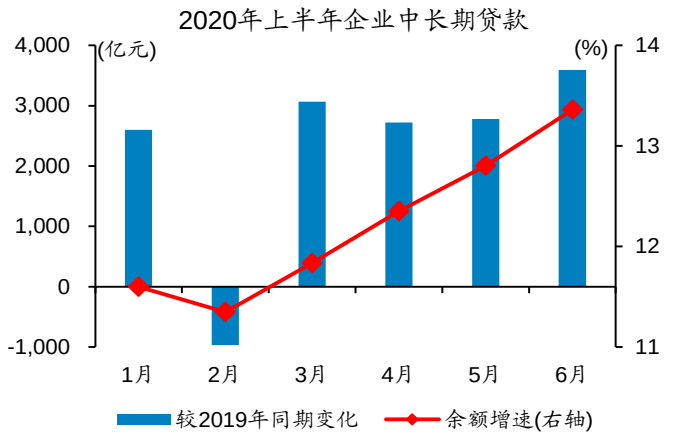
图2：人民币贷款、政府债券和企业债券为主要贡献项



数据来源：Wind、开源证券研究所

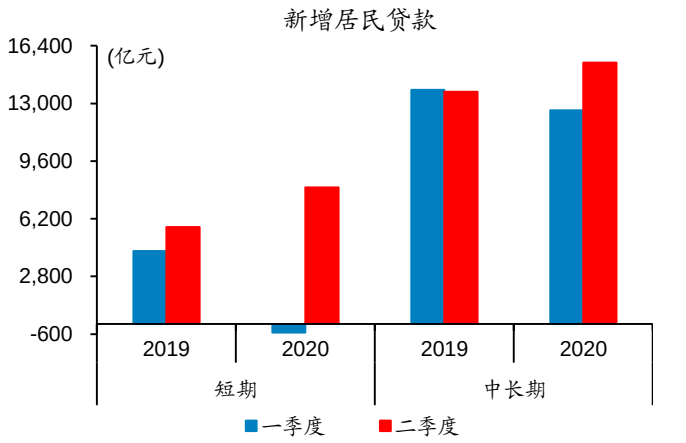
企业中长期贷款增长加快，居民贷款加速修复。分部门来看，企业中长期贷款增速自 3 月以来逐月抬升，6 月较 3 月提高 1.5 个百分点至 13.4%，或与基建投资带动的融资需求上升、制造业和餐饮零售等行业需求修复有关；随着疫情平复，线下消费活动、购房行为等恢复，带动居民短期贷款净融资由负转正，中长期贷款二季度同比多增 1700 亿元、而一季度同比少增 1200 亿元。

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

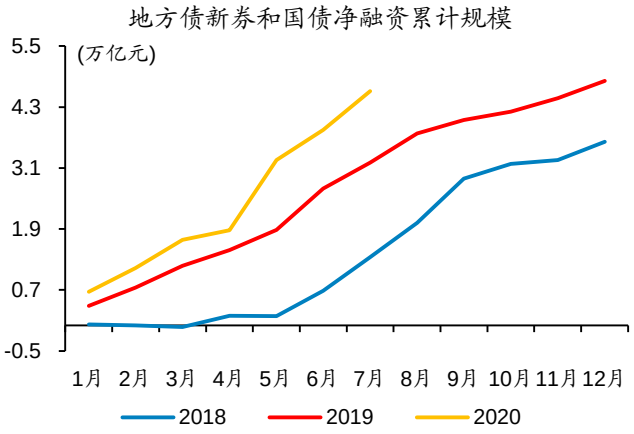
图4：二季度居民短贷由负转正、中长贷同比多增



数据来源：Wind、开源证券研究所

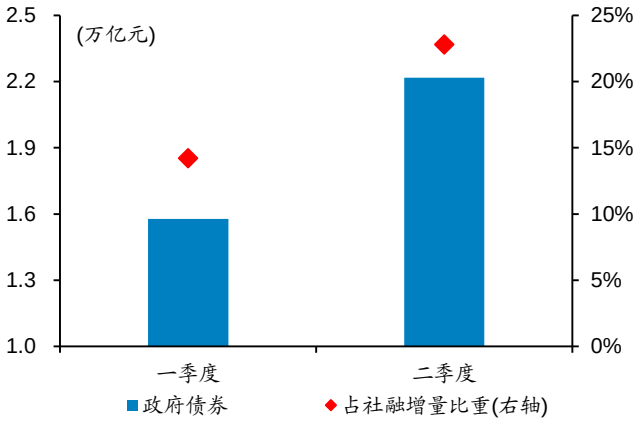
地方债、特别国债“错峰”发行，对社融边际影响增大。地方债新券发行规模在4月回落后5月明显放量，单月发行规模超过1万亿元；6月和7月特别国债集中发行1万亿元，共同推动二季度政府债券融资规模显著高于往前同期。相较于一季度，二季度政府债券净融资规模占新增社融比重提高8.6个百分点至22.8%。

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

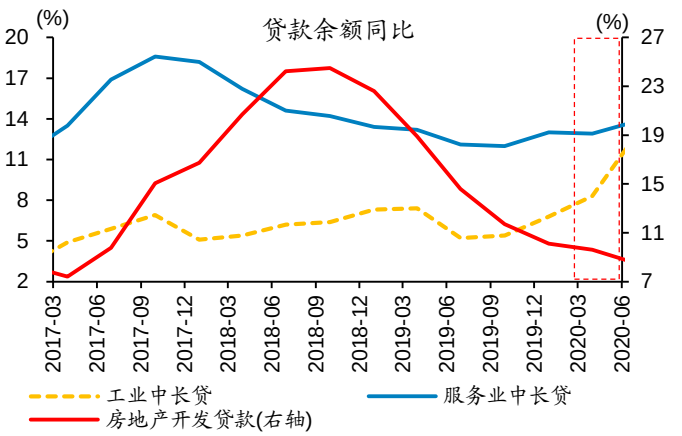


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 基建相关贷款、信用债融资增多，专项债投入下降

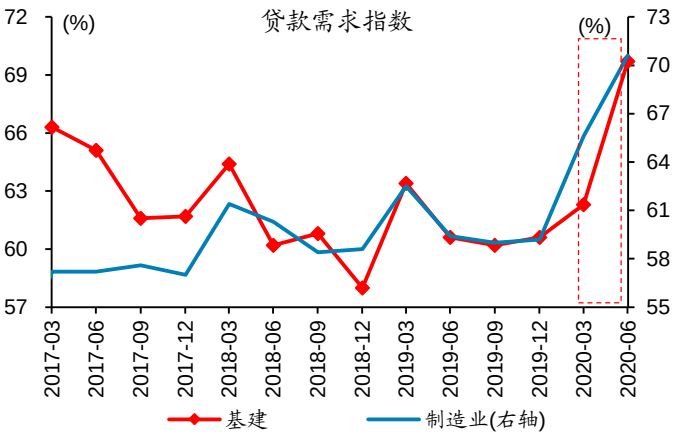
企业贷款加速流向基建、制造业等领域，房地产开发贷增速持续回落。二季度工业和不含房地产的服务业中长贷增速，分别较一季度提升4.5和1.6个百分点，或与制造业、基建拉动等有关；央行调查显示二季度制造业和基建贷款需求指数快速上升，5月制造业中长贷增速达19.6%、创2011年2月以来新高。相较之下，房地产开发贷增速持续回落，二季度较一季度下降1.1个百分点至8.5%。

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

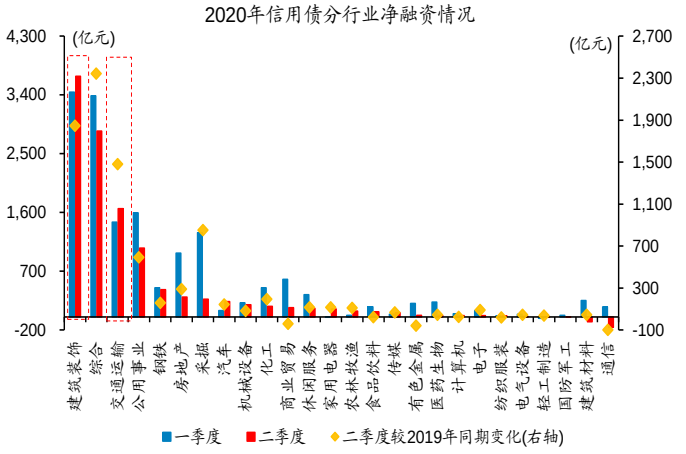


数据来源：Wind、开源证券研究所

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，

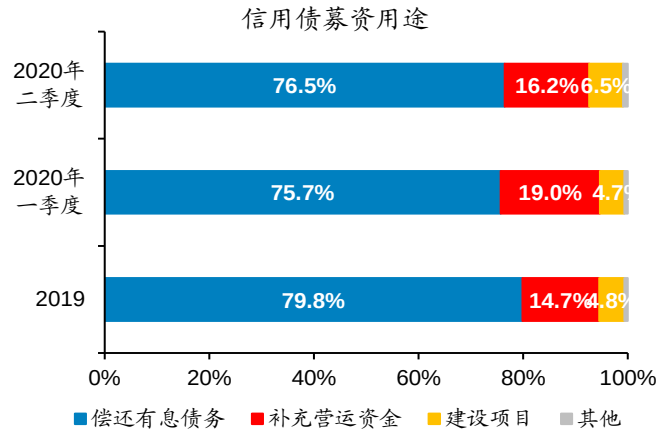
合计占全部信用债融资的比重较一季度提升 15.7 个百分点至 47.3%。从新发行信用债募资用途来看，二季度募资用于建设项目的比重较一季度提升 1.8 个百分点至 6.5%，但偿还银行贷款和债券等有息债务的比例依然较高、达 76.5%。

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

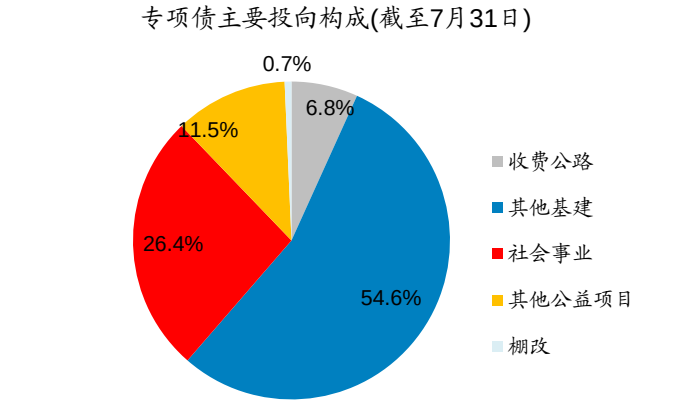
图10：信用债中建设项目占比提升，“借新还旧”仍高



数据来源：Wind、开源证券研究所

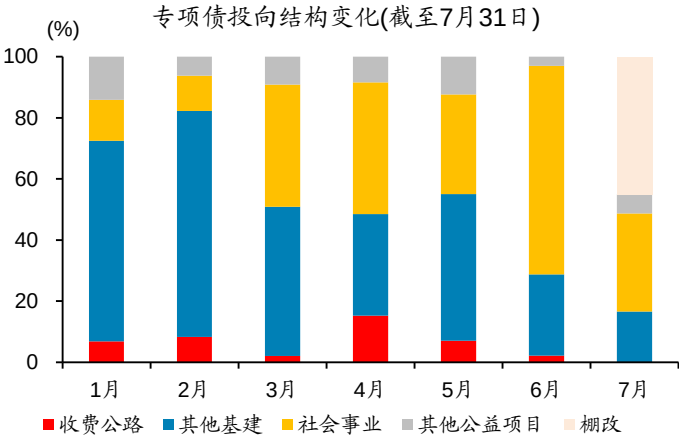
专项债投向基建占比有所下降，医疗卫生等社会事业明显上升。截至 7 月底，专项债投向基建占比最大、达 61.4%，以医疗卫生等为代表的社会事业占比 26.4%。但 3 月以来，基建占比有所下降、社会事业占比明显上升，使得二季度专项债投向基建占比较一季度下降 19.2%至 52.8%，而社会事业占比较一季度抬升 19.6%至 35.8%。

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

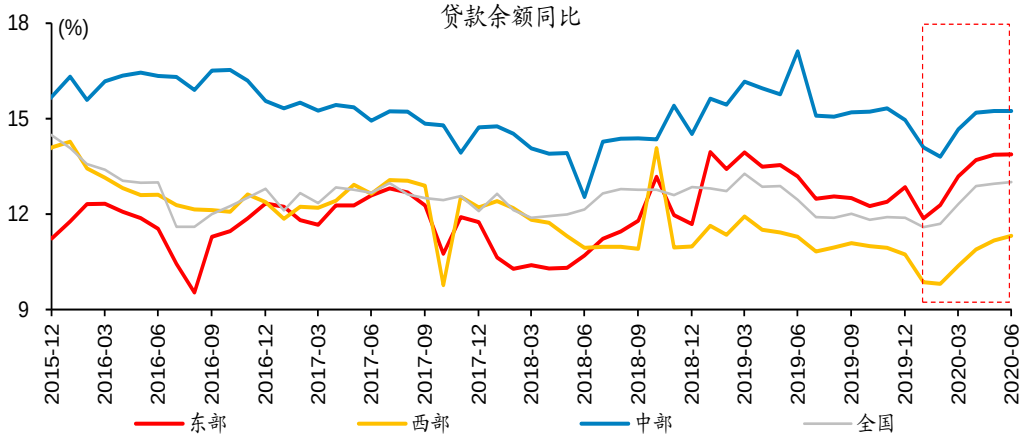


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 东部融资增长快、规模居前，后续投资落地值得关注

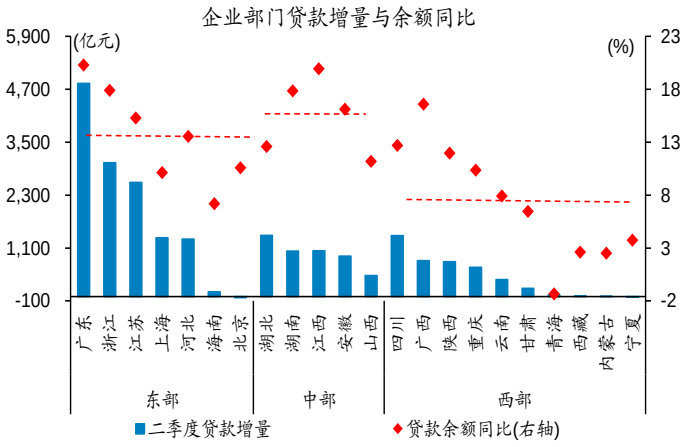
东、中部企业贷款增长较快，但东部居民融资落后于中西部。6 月，东、中部贷款增速分别为 13.9%和 15.2%，高于西部的 11.3%[1]。其中，东、中部企业贷款相对较快，贷款平均增速均在 13%以上，高于西部平均增速的 7%[2]；而中、西部居民贷款增速较高、平均在 15%以上，约高出东部 4 个百分点。不同地区企业和居民部门贷款增长差异，或与基建和制造业等项目开复工、及“因城施策”下地产销售差异等有关。

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



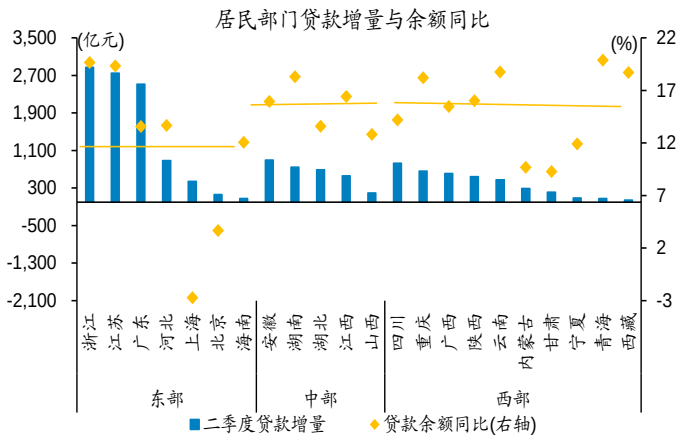
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

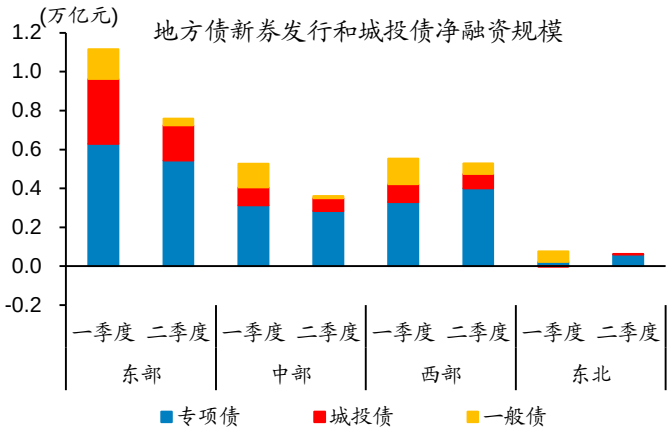


数据来源：Wind、开源证券研究所

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。

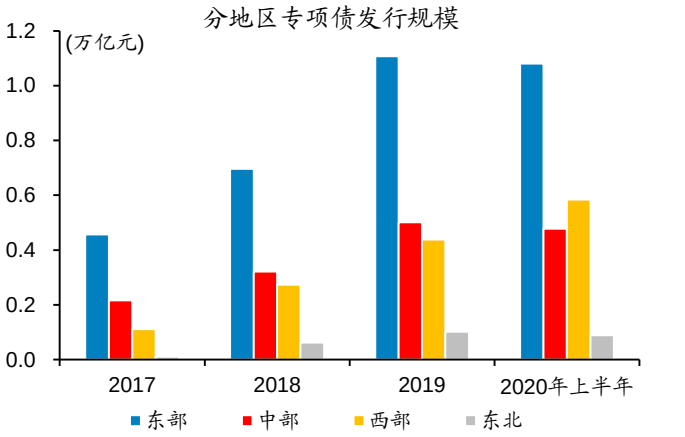
[1] 基于数据可得性，东部除去福建和山东，西部除去贵州。
[2] 企业、居民贷款数据中，东部除去福建和山东，西部除去贵州和新疆，中部除去河南。

图16：二季度东部政府融资规模最大，西部高于中部



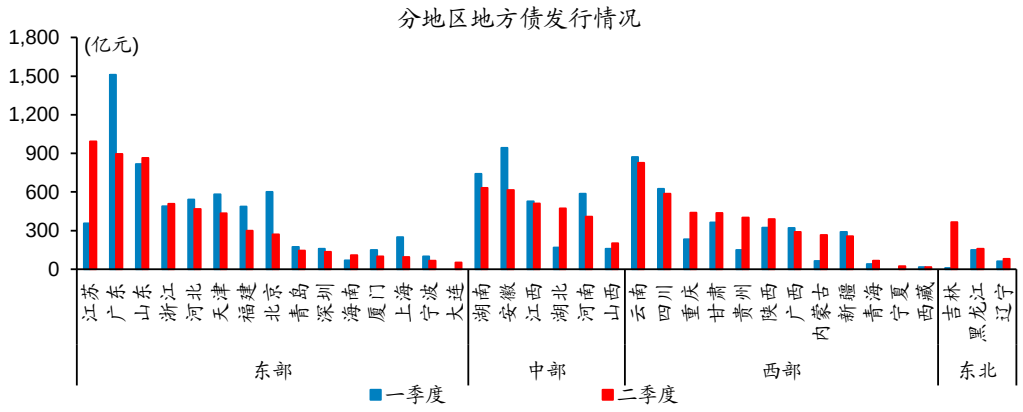
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

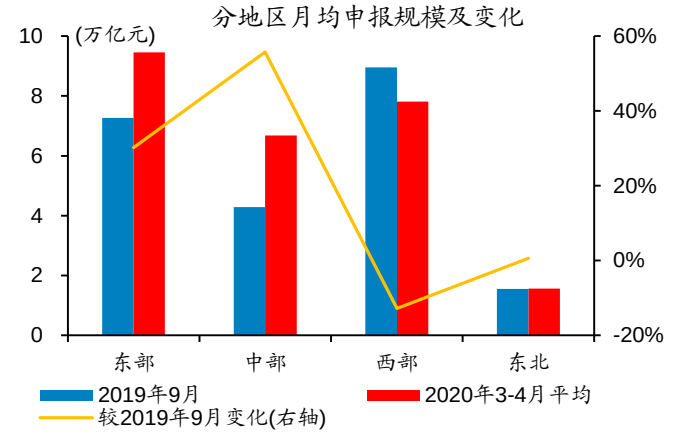
图18：东、中部多数省市发行规模较一季度回落，西部部分省市发行上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

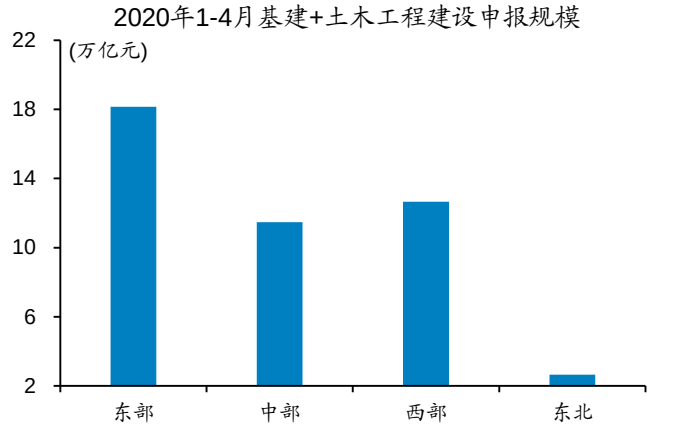
确保宏观政策落地见效下，资金流入较多的东部后续投资连续性或相对更好、值得关注。东部省份多为外向型经济，对出口依赖度较高，贸易链承压下稳增长诉求较强。体现在建设项目上，2020 年 3 月和 4 月东、中部项目申报月均规模，较 2019 年 9 月分别增长 30.2%和 55.7%，而西部回落；其中，基建三大行业与土木工程建筑合计申报规模，东部达 18.2 万亿元，明显高于中、西部。同时，东部债务掣肘相对较弱、资金流入较多等，有利于保证投资的连续性(详情参见《区域掘金，寻找修复“预期差”》)。

图19：发改委项目东、中部增长较快，东、西部规模居前



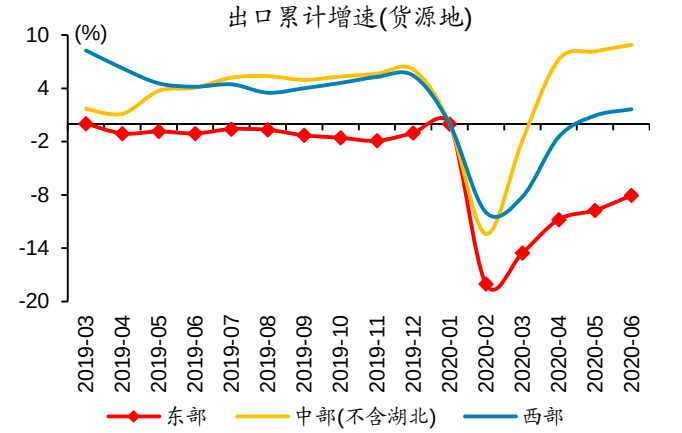
数据来源：发改委、开源证券研究所

图20：东部基建和土木工程建筑合计规模高于其他地区



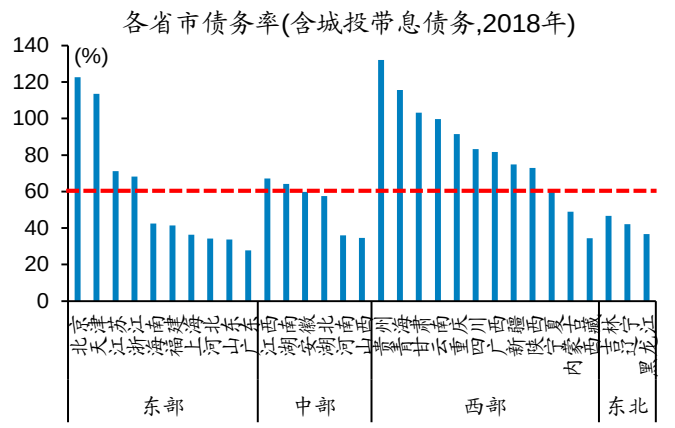
数据来源：发改委、开源证券研究所

图21：东部出口表现弱于中、西部



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：东、中部地方债务压力相对较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 研究结论

（1）二季度社融加速增长，贷款和债券为主要贡献项。其中，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。

（2）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。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。

（3）东部企业贷款增长较快、政府融资规模居前，叠加稳增长诉求较强、债务掣肘较弱，后续投资落地情况或相对更好、值得关注。

5、 风险提示

统计过程中可能的偏误和遗漏。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn