

2020 年 10 月 26 日

资金流视角，看行业景气变化

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）

yangfei1@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

● **企业融资持续改善，贷款流向基建和中上游制造业较多、股票集中于中下游**年初以来，有效社融增速持续抬升，企业中长期贷款、债券融资和股票融资等均明显改善。以企业中长期资金来源表示的有效社融，9 月增速较 2019 年底抬升 3.9 个百分点至 11.9%，创 2018 年 3 月以来新高。前 9 个月，企业中长期贷款、债券融资、股票融资和委托贷款均好于 2019 年同期，其中前两项融资规模分别为 7.25 万亿元和 4.1 万亿元，分别较 2019 年同期多增 2.4 万亿元和 1.7 万亿元。贷款主要流向基建、房地产和制造业，后者流入偏中上游行业较多；股票融资集中于机械设备、电子等偏中下游行业。前 9 个月企业中长期贷款中，制造业和不含房地产的服务业分别增加 9675 亿元和 3.74 万亿元、合计占比 65%，其中制造业贷款或主要流向化工、电气设备、机械设备等。债券融资集中于基建和房地产、以借新还旧为主；股票融资集中于医药生物、机械设备、电气设备、电子等行业。

● **基建相关、化工、有色，及机械设备、医药生物等偏中下游行业现金流较好**上市公司数据显示，基建相关，及机械设备、电子和医药生物等偏中下游行业，筹资现金流改善较为明显。一、二季度筹资现金流持续改善的行业主要包括，上游的建筑装饰、公用事业、交通运输和房地产，中游的机械设备，及下游和成长类的农林牧渔、电子和计算机等。化工、有色和医药生物等行业，一、二季度筹资现金流明显高于 2019 年同期；电气设备、计算机等行业筹资现金流稳中有升。从经营现金流来看，电子、电气设备等经营现金流持续较好，机械设备等二季度经营现金流改善。一季度、二季度经营现金流持续为正的行业包括偏上游的有色、钢铁和公用事业等，偏下游的农林牧渔、食品饮料等；一季度为负、二季度转正的行业集中在电气设备、机械设备等中游行业。同比变化来看，医药生物、农林牧渔、电气设备等连续 2 个季度改善，机械设备、公用事业等二季度同比改善。

● **现金流较好的行业中，后续可关注电气设备、电子等行业资本开支改善的可能**综合筹资和经营现金流来看，现金流改善或较好的行业，主要集中在基建相关行业，及机械设备等需求修复的中下游行业。建筑装饰、交通运输、公用事业筹资现金流持续改善，除公用事业外，其余两个行业经营现金流尚未出现改善；筹资和经营现金流均较好的行业，多集中在中下游的电气设备、机械设备、医药生物、农林牧渔等，多为景气较高或需求修复的行业，化工和有色等上游行业亦有改善。结合资本开支情况来看，机械设备、农林牧渔等景气行业或已启动资本开支，后续可关注电气设备、电子等筹资较好行业的资本开支情况。现金流变化一般领先资本开支变化，尤其是筹资或经营现金流显著改善的行业，例如，机械设备、农林牧渔、公用事业等行业。还有一些行业，筹资现金持续较好，同时景气较高或需求修复，例如，建筑材料、电气设备、电子、医药生物和轻工制造等，资本开支行为可能趋于改善。

● **风险提示：**计算过程中的偏误和遗漏。

相关研究报告

《宏观经济专题-美国大选倒计时》-2020.10.25

《宏观经济点评-财政支出积极，4 季度或延续高增》-2020.10.22

《宏观经济点评-经济动能的“错位”和“收敛”》-2020.10.19

目 录

1、 资金流视角，看行业景气变化	3
2、 研究结论：关注部分筹资较好行业的资本开支	7
3、 风险提示	8

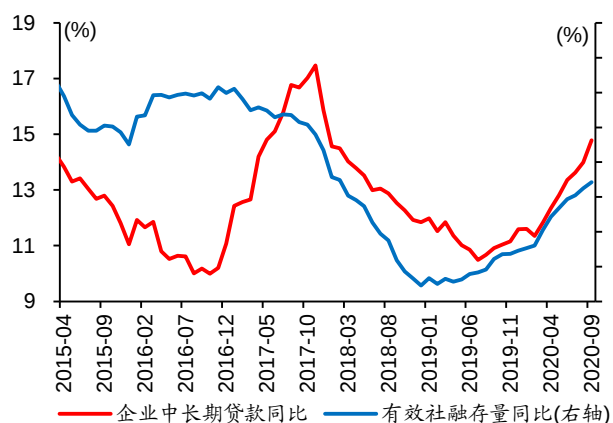
图表目录

图 1： 年初以来，有效社融增速持续抬升	3
图 2： 企业中长期贷款、债券和股票融资等明显改善	3
图 3： 服务业贷款规模居前、制造业贷款增速较高	3
图 4： 交运仓储和水利环境贷款增速高于电燃水	3
图 5： 2020 年上半年商务租赁、制造业、房地产贷款居前	4
图 6： 除基建、房地产外，化工、机械等长期借款居前	4
图 7： 建筑、交运和房地产等债券融资规模居前	4
图 8： 4 月以来，房地产债券融资趋于回落	4
图 9： 建筑材料、钢铁和房地产等借新还旧比例居前	5
图 10： 食品饮料等中下游行业补充运营资金比例上升	5
图 11： 化工、电子、医药生物等股票融资规模居前	5
图 12： 医药生物、化工、电子等 IPO 规模居前	5
图 13： 建筑链、电子、医药等行业筹资现金流相对较好，明显改善	6
图 14： 2020 年一、二季度电子等行业现金流持续为正	6
图 15： 汽车、医药、农林牧渔行业经营现金流持续改善	6
图 16： 2020 年一季度医药等行业筹资、经营现金流较好	7
图 17： 2020 年二季度机械设备等经营和筹资现金流较好	7
表 1： 部分行业筹资现金流与资本开支增速情况（自 2015 年以来）	7

1、资金流视角，看行业景气变化

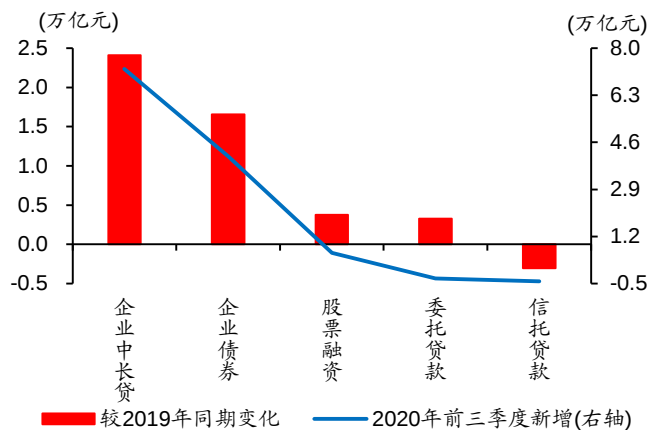
年初以来，有效社融增速持续抬升，企业中长期贷款、债券融资和股票融资等均明显改善。以企业中长期资金来源表示的有效社融，9月增速较2019年底抬升3.9个百分点至11.9%，创2018年3月以来新高。前9个月，企业中长期贷款、债券融资、股票融资和委托贷款均好于2019年同期，其中前两项融资规模分别为7.25万亿元和4.1万亿元，分别较2019年同期多增2.4万亿元和1.7万亿元；3月以来，企业中长期贷款和股票融资均持续好于2019年同期。

图1：年初以来，有效社融增速持续抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

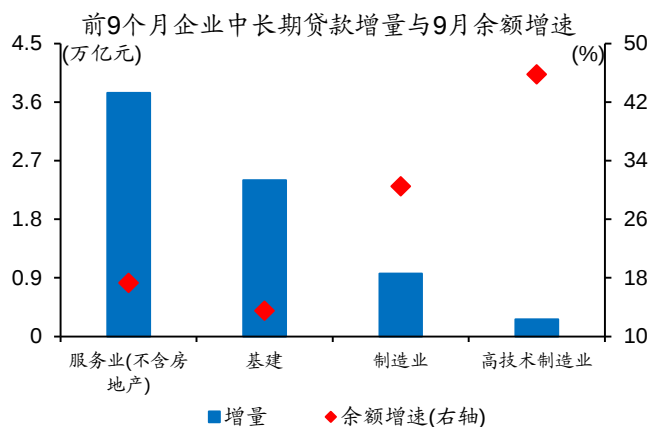
图2：企业中长期贷款、债券和股票融资等明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

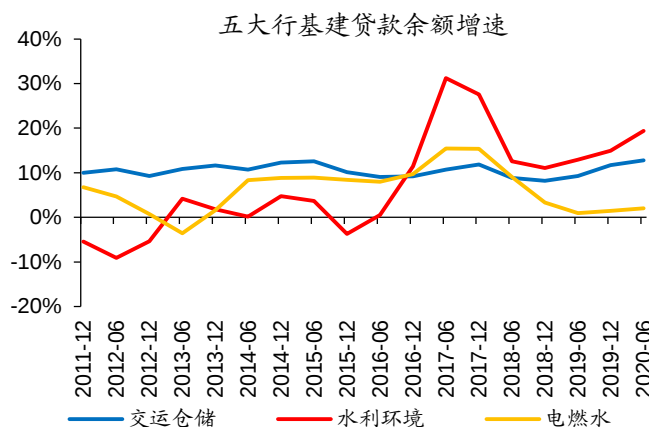
企业中长期贷款主要流向基建、房地产和制造业，后者流入电气设备等偏中上游行业较多。前9个月企业中长期贷款中，制造业和不含房地产的服务业分别增加9675亿元和3.74万亿元，合计占全部增量的65%，其余的2.5万亿元或主要投向房地产和商务租赁等；基建中长期贷款增加2.4万亿元，或主要流向交运仓储和水利环境。截至9月底，制造业、不含房地产的服务业和基建贷款中长期增速分别为30.5%、17.3%和13.5%，其中高新技术制造业增速高达45.8%。结合上市公司数据来看，制造业贷款或主要流向化工、有色、电子、电气设备、机械设备和医药生物等行业。

图3：服务业贷款规模居前、制造业贷款增速较高

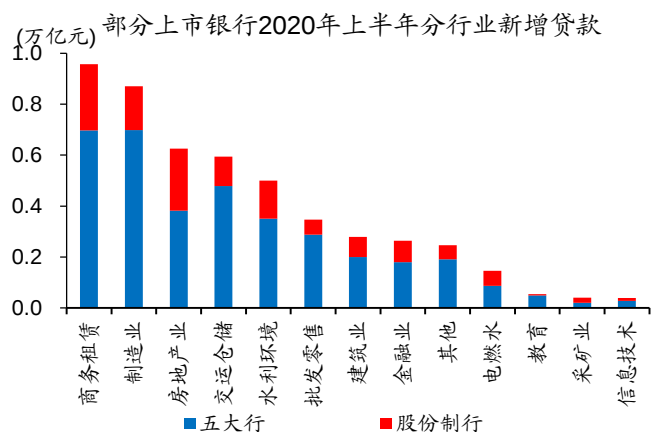


数据来源：中国人民银行、开源证券研究所

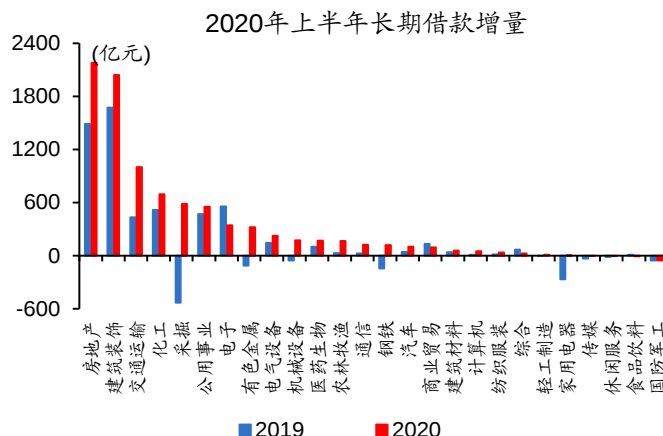
图4：交运仓储和水利环境贷款增速高于电燃水



数据来源：上市银行年报和半年报、开源证券研究所

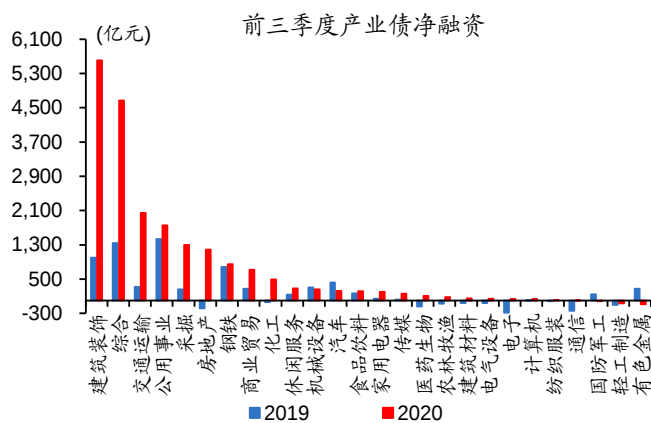
图5：2020年上半年商务租赁、制造业、房地产贷款居前


数据来源：上市银行半年报、开源证券研究所

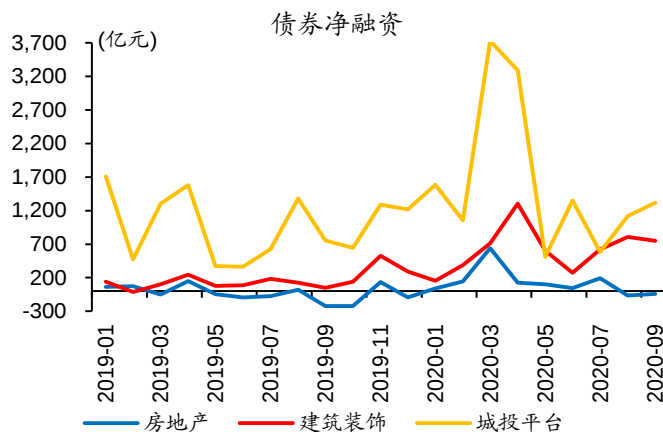
图6：除基建、房地产外，化工、机械等长期借款居前


数据来源：Wind、开源证券研究所

债券融资主要集中在基建和房地产等领域、以借新还旧为主，而中下游的家用电器、食品饮料等补充运营资金比例明显上升。前9个月产业债融资分行业来看，建筑装饰、交通运输、公用事业和房地产规模居前、合计占全部的比重达64.1%，其中，房地产融资近几个月来趋于回落，而基建相关融资仍保持较高规模。从募资用途来看，新发债券大部分用于借新还旧，建筑材料、钢铁、房地产借新还旧比例高于90%，而家用电器、食品饮料、轻工制造和生物医药等借新还旧比例下降的同时，补充运营资金比例明显上升，家用电器、食品饮料等补充运营资金比例超过30%。

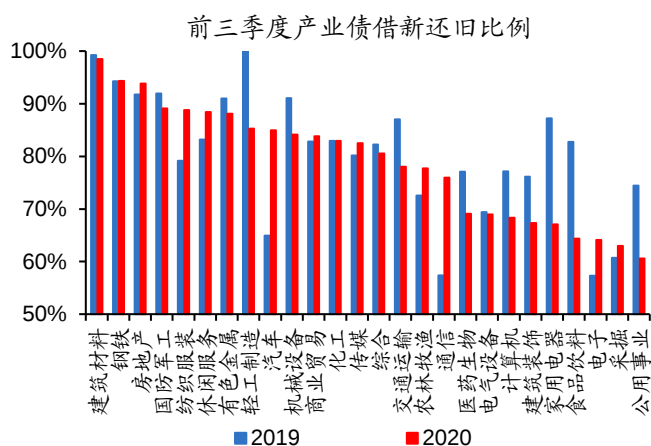
图7：建筑、交运和房地产等债券融资规模居前


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：4月以来，房地产债券融资趋于回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：建筑材料、钢铁和房地产等借新还旧比例居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：食品饮料等中下游行业补充运营资金比例上升

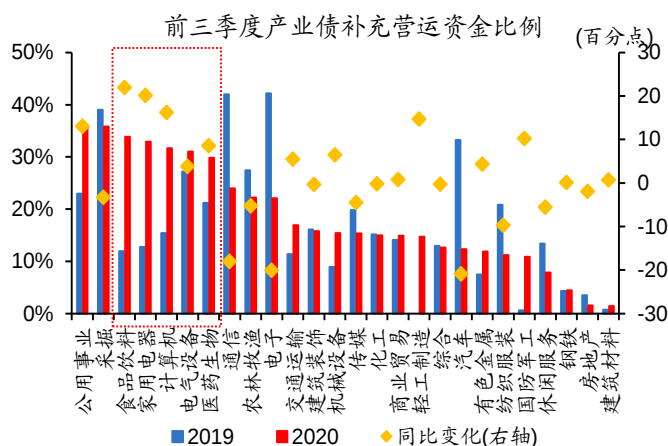
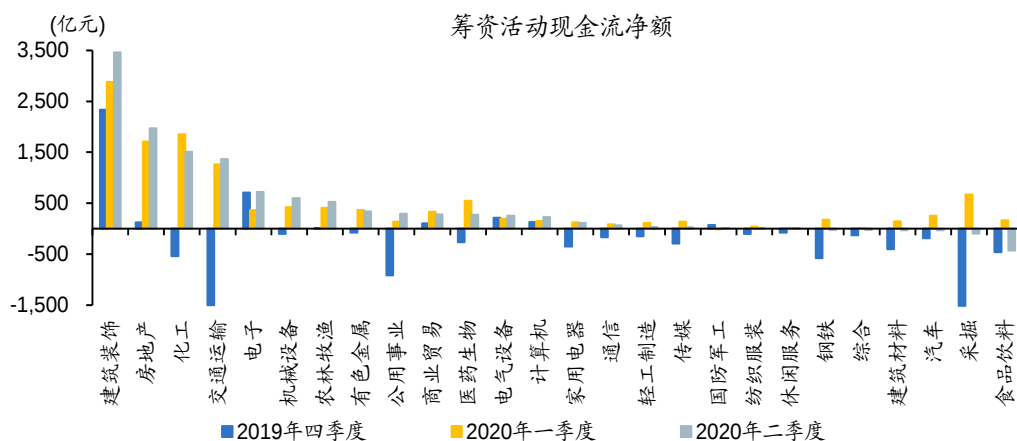


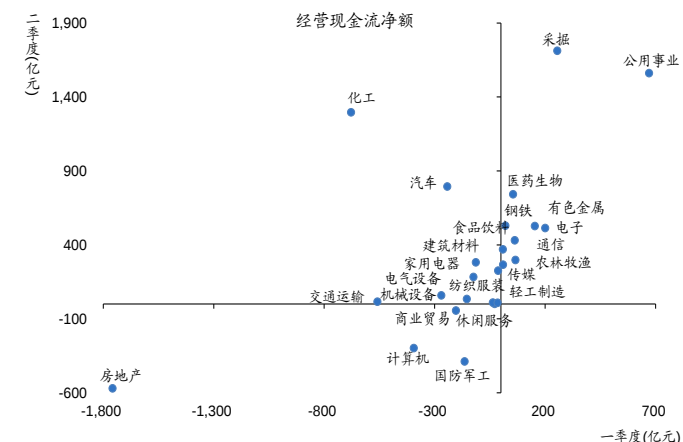
图13: 建筑链、电子、医药等行业筹资现金流相对较好, 明显改善



数据来源: Wind、开源证券研究所

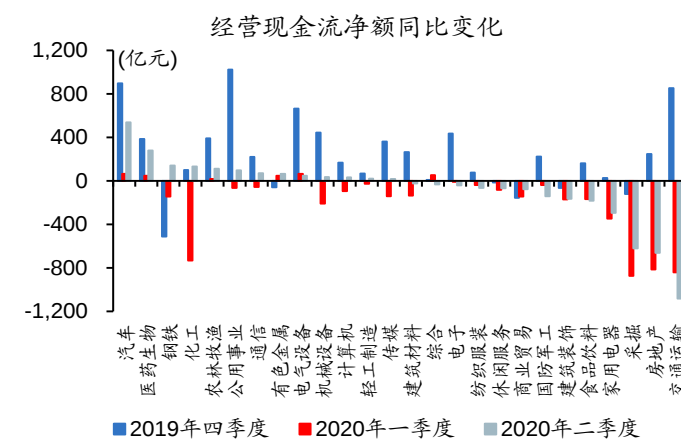
从经营现金流来看, 电子、农林牧渔等经营现金流持续较好, 机械设备等二季度经营现金流改善。一季度、二季度经营现金流持续为正的行业包括偏上游的有色、钢铁和公用事业等, 偏下游的农林牧渔、食品饮料等; 一季度为负、二季度转正的行业集中在电气设备、机械设备等中游行业。同比变化来看, 医药生物、农林牧渔、电气设备等连续2个季度改善, 机械设备、公用事业等二季度同比改善。

图14: 2020年一、二季度电子等行业现金流持续为正



数据来源: Wind、开源证券研究所

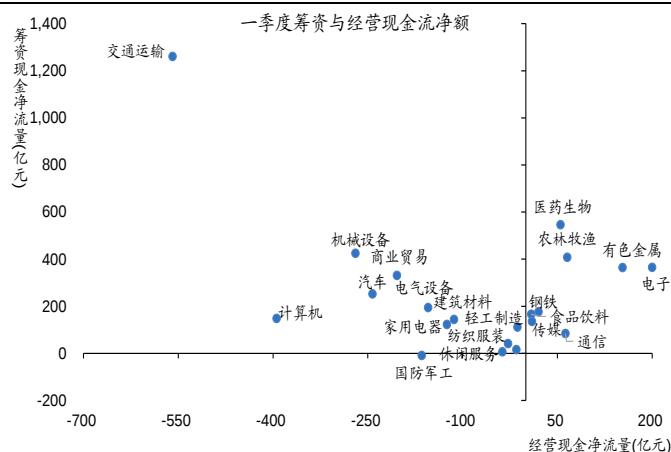
图15: 汽车、医药、农林牧渔行业经营现金流持续改善



数据来源: Wind、开源证券研究所

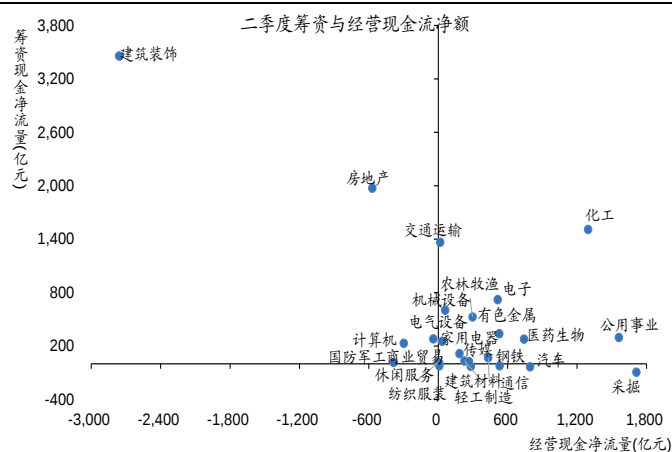
综合筹资和经营现金流来看, 现金流改善或较好的行业, 主要集中在基建相关行业, 及机械设备等需求修复的中下游行业。建筑装饰、交通运输、公用事业筹资现金流持续改善, 除公用事业外, 其余两个行业经营现金流尚未出现明显改善; 筹资和经营现金流均较好的行业, 多集中在中下游的电气设备、机械设备、医药生物、农林牧渔等, 多为景气较高或需求修复的行业, 化工和有色等上游行业亦有改善。

图16: 2020年一季度医药等行业筹资、经营现金流较好



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2020年二季度机械设备等经营和筹资现金流较好



数据来源: Wind、开源证券研究所

结合资本开支来看，机械设备、农林牧渔等景气行业或已启动资本开支，后续可关注电气设备、电子等筹资较好行业的资本开支。现金流变化一般领先资本开支变化，尤其是筹资或经营现金流显著改善的行业，例如，机械设备、农林牧渔、公用事业等行业，已经进入资本开支持续扩张阶段。还有一些行业，筹资现金流持续较好，同时景气较高或需求修复，例如，建筑材料、电气设备、电子、医药生物和轻工制造等，资本开支行为可能趋于改善。

表1: 部分行业筹资现金流与资本开支增速情况(自2015年以来)

分类	行业	筹资现金流	资本开支增速	备注
基建链	公用事业			2020年来筹资现金流净额转正、明显改善，资本开支增速二季度加快
	交通运输			2020年来筹资现金流净额转正、大幅改善，资本开支增速回落、降幅收窄
	建筑装饰			筹资现金流净额维持高位，资本开支增速相对平稳、维持上行
景气较高或需求修复	化工			2020年来筹资现金流大幅改善，资本开支增速放缓、相对平稳
	有色金属			2020年来筹资现金流净额转正、维持高位，资本开支增速二季度有所回落
	建筑材料			筹资现金流净额有所回落，资本开支增速加速反弹
	机械设备			2020年来筹资现金流净额转正、二季度环比改善明显，资本开支增速二季度加快上行
	电气设备			筹资现金流净额持续改善，资本开支增速二季度转正
	轻工制造			2020年以来筹资现金流净额转正，资本开支增速二季度转正

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_1858

