

第一季度的钱去哪儿了？

一季度社融创新高，结构特征、资金流向、以及会带来怎样经济效应？供参考。

■ 一季度融资结构特征？政府债券发行前置，企业端结构待改善，居民需求弱

一季度社融创新高，政府债券、人民币贷款等为主要贡献项。一季度新增社融达12万亿元、同比增长16.8%，创新高。分项中，政府债券同比多增9215亿元、贡献新增社融同比增量的53%，人民币贷款和企业债券同比增量居次，分别为4292亿元和4020亿元，共同带动社融存量增速较去年底企稳回升至10.6%。

结构来看，政府债券发行前置，企业贷款创新高、结构尚待改善，居民长短贷纷纷走弱。一季度政府债券融资1.58万亿元、远高于2021年同期的0.66万亿元，主因专项债发行前置。贷款分项中，一季度企业贷款近7万亿元、主因短期贷款和票据融资冲量，而中长贷同比减少5200亿元左右；居民端贷款明显回落，中长贷、短贷同比纷纷减少，或与购房行为、消费活动走弱等因素有关。

■ 第一季度的“钱”主要流向？基建链融资较集中，部分此前较弱行业融资改善

债券融资向基建链倾斜，专项债对社会事业支持也在加大，信用债中地产、商贸等融资改善。专项新券投向基建占比自1月的38%抬升至2月的54%、3月维持53%的高位，投向社会事业占比逐月抬升、3月达20.6%。信用债中，建筑装饰、交通运输和公用事业等基建链融资居前，合计超5600亿元、占比近55%；地产、商贸、钢铁等行业信用债融资明显回暖、而2021年一季度融资均为负。

贷款分行业中，基础设施一季度需求超季节性高增，制造业贷款需求延续改善。一季度制造业、基础设施贷款需求指数回升，尤其是基础设施环比抬升6.5个百分点、高于近3年同期的4.1个百分点。存量增速中，一季度基础设施和制造业中长贷增速虽较2021年底回落，但仍维持近年高位，分别为13.2%和29.5%。

■ 融资特征，带来的经济效应？为稳增长提供资金支持的同时，引导产业转型

稳增长加码下，资金向基建等领域倾斜、为相关项目提供配套支持。新的下行压力加大下，稳增长诉求进一步升温，不断夯实政策底。地方债发行前置，信用债融资向基建等领域倾斜等，为稳增长提供资金支持。资金支持下，以重大项目为代表的基建、产业等项目，加快开工和施工，例如，前两个月，我们统计的近四千个专项债项目显示，新开工项目占比为38.4%、较去年底抬升8.4个百分点。

加强基建支持的同时，注重产业引导，兼顾短期需求对冲和中长期产业转型升级。一季度投向基建的专项债中，支持市政产业园建设比例最高、33.5%。从产业园类型来看，智能高科技、新材料、绿色转型等为专项债重点支持领域，相关基建配套投资占比超七成，其中，智能高科技占比居前、达22.4%。重申观点：稳增长，已从第一步的货币宽松、相关融资增多，转向第二步的实体需求改善。伴随疫情影响的逐步消退、稳增长效果显现，“经济底”在即，不必过于悲观。

风险提示：政策效果不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

1、一季度的钱去哪儿了？	4
1.1、一季度的融资结构有何特征？	4
1.2、一季度的“钱”主要流向？	5
1.3、融资特征，带来的经济效应？	7
2、流动性跟踪	9
3、高频数据跟踪	10
风险提示：	14

图表目录

图表 1: 年初新增社融明显多增	4
图表 2: 2022 年一季度社融 12 万亿元、创新高	4
图表 3: 分项中，贷款、政府债券为主要贡献项	4
图表 4: 政府债券存量增速远高于社融存量增速	4
图表 5: 政府债券发行明显前置	5
图表 6: 一季度专项债发行占比超 36%	5
图表 7: 一季度企业贷款规模创新高	5
图表 8: 企业贷款结构尚待改善，居民贷款分项均走弱	5
图表 9: 一季度专项债投向中，基建占比近一半	6
图表 10: 专项债对基建支持维持高位，社会事业增加	6
图表 11: 信用债融资也向基建倾斜，地产、商贸改善	6
图表 12: 信用债用于偿债比例下降，补充营运抬升	6
图表 13: 一季度，制造业、基础设施贷款需求回升	7
图表 14: 其中，基础设施贷款需求明显高于以往	7
图表 15: 制造业、基础设施中长期贷款增速维持高位	7
图表 16: 年初以来，稳增长诉求不断抬升	8
图表 17: 专项债新项目开工比例较 2021 下半年抬升	8
图表 18: 专项债投向基建中，市政产业园占比高	8
图表 19: 产业园项目中，智能高科技等占比高	8
图表 20: 部分地区疫情反复对产需仍有阶段性影响	9
图表 21: 专项债撬动外部资金或相对较少	9
图表 22: 资金净回笼，公开市场缩量	9
图表 23: 下周将有 600 亿元资金回笼	9
图表 24: 货币市场利率整体回落	10
图表 25: SHIBOR 利率普遍回落	10
图表 26: 炼油开工率回升	10
图表 27: 唐山钢厂高炉开工率回落	10

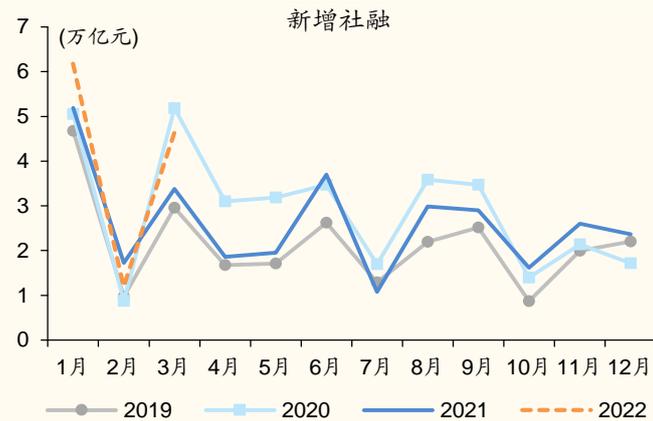
图表 28: 螺纹钢开工率回落.....	11
图表 29: 国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率回落.....	11
图表 30: 钢价指数小幅回落.....	11
图表 31: 石油沥青开工率回升.....	11
图表 32: 水泥价格指数小幅回落.....	11
图表 33: 玻璃期货价格回落.....	11
图表 34: 30 大中城商品房成交面积略有回暖.....	12
图表 35: 30 大中城商品房一线城市成交面积回升.....	12
图表 36: 30 大中城商品房二线城市成交面积回升.....	12
图表 37: 30 大中城商品房三线城市成交面积回升.....	12
图表 38: 整车货运流量指数回暖.....	13
图表 39: 快递企业中心吞吐量指数回升.....	13
图表 40: 中国出口集装箱运价指数回升.....	13
图表 41: 海运指数回升.....	13
图表 42: 农业部猪肉平均批发价小幅上涨.....	13
图表 43: 农业部 28 种重点监测蔬菜价格回落.....	13
图表 44: 农业部 7 种重点水果价格上涨.....	14
图表 45: 36 个城市鸡蛋平均零售价上涨.....	14

1、一季度的钱去哪儿了？

1.1、一季度的融资结构有何特征？

一季度社融创新高，政府债券、人民币贷款等为主要贡献项。一季度新增社融达 12 万亿元、同比增长 16.8%，创近年新高。分项中，政府债券同比多增 9215 亿元、贡献新增社融同比增量的 53%，人民币贷款和企业债券同比增量居次，分别为 4292 亿元和 4020 亿元，带动社融存量增速企稳回升至 10.6%、较 2021 年底抬升 0.3 个百分点。

图表 1：年初新增社融明显多增



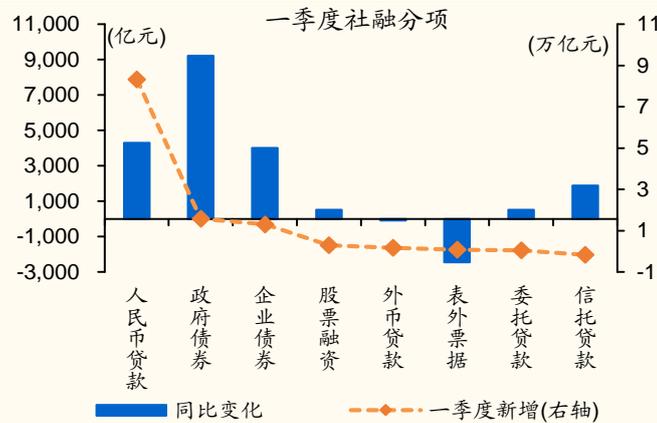
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：2022 年一季度社融 12 万亿元、创新高



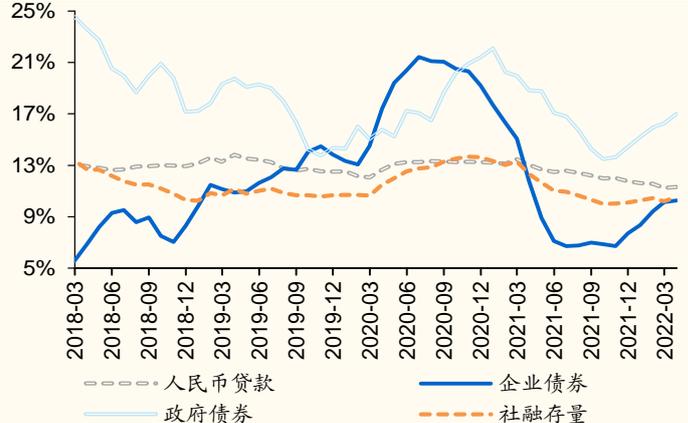
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：分项中，贷款、政府债券为主要贡献项



来源：Wind、国金证券研究所

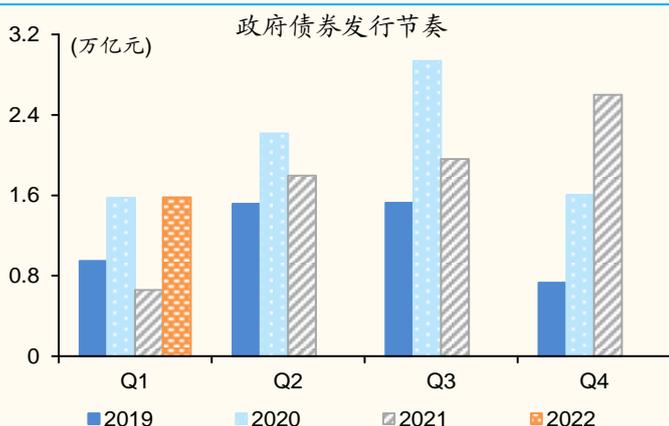
图表 4：政府债券存量增速远高于社融存量增速



来源：Wind、国金证券研究所

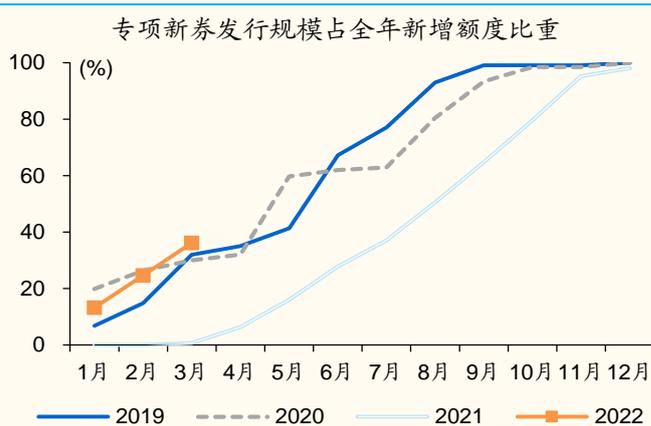
政府债券发行前置、一季度专项债发行占比超 34%，提前批专项债额度几近用完。一季度政府债券融资 1.58 万亿元、远高于 2021 年同期的 0.66 万亿元，主因专项债发行前置。其中，一季度专项新券发行 1.25 万亿元、占新增专项债额度的 34.3%，而近三年一季度发行平均占比均值为 21%，2021 年 12 月提前下达的新增专项债额度只剩下 14% 左右。

图表 5: 政府债券发行明显前置



来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 一季度专项债发行占比超 36%



来源: Wind、国金证券研究所

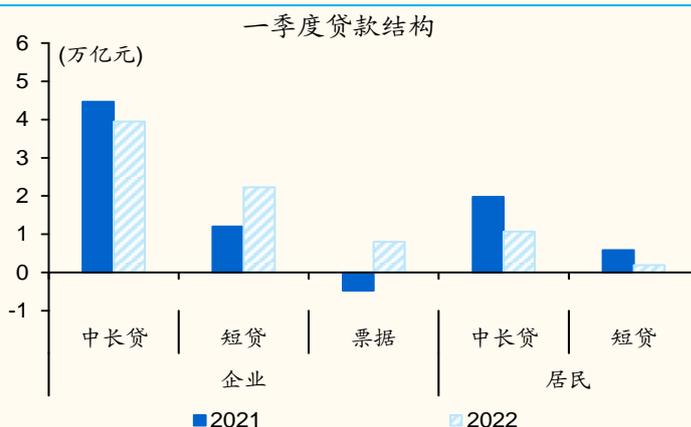
企业贷款明显增长、结构尚待改善,居民短贷、中长贷纷纷走弱。分部门来看,一季度企业贷款近 7 万亿元、创新高,主因短期贷款和票据融资冲量、两者合计新增 3 万亿元,而中长贷同比减少 5200 亿元至 4 万亿元左右,或一定程度反映实体融资需求尚待改善。一季度居民贷款明显回落,中长贷、短贷同比纷纷减少,或与购房行为、消费活动走弱等因素有关。

图表 7: 一季度企业贷款规模创新高



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 企业贷款结构尚待改善,居民贷款分项均走弱

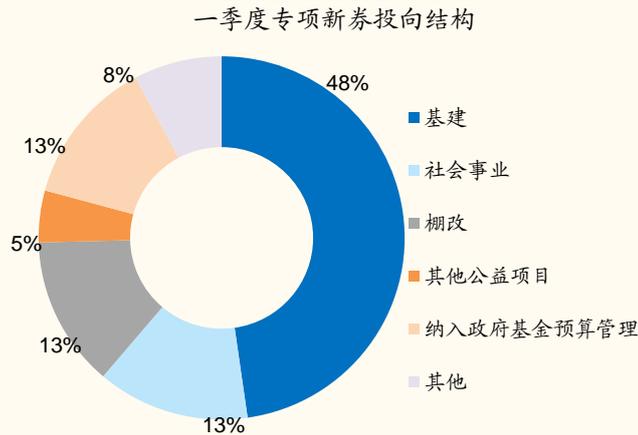


来源: Wind、国金证券研究所

1.2、一季度的“钱”主要流向?

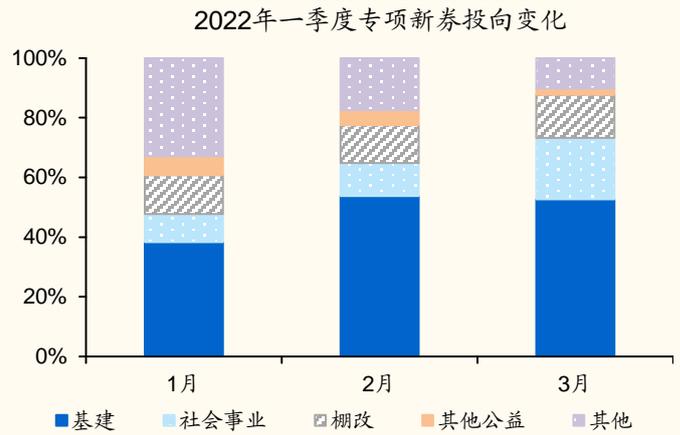
专项债对基建支持的比例抬升、单月一度达 54%,对社会事业支持力度也在加大。一季度专项新券投向基建占比最大、48%,以民生医疗为代表社会事业占比居次、13.5%,棚改占比也比较多、13.4%。动态来看,专项新券投向基建占比自 1 月的 38% 抬升至 2 月的 54%、3 月维持 53% 的高位;社会事业占比逐月抬升、3 月一度达 20.6%;棚改领域占比相对稳定、13% 至 14% 间徘徊。

图表 9: 一季度专项债投向中, 基建占比近一半



来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 专项债对基建支持维持高位, 社会事业增加

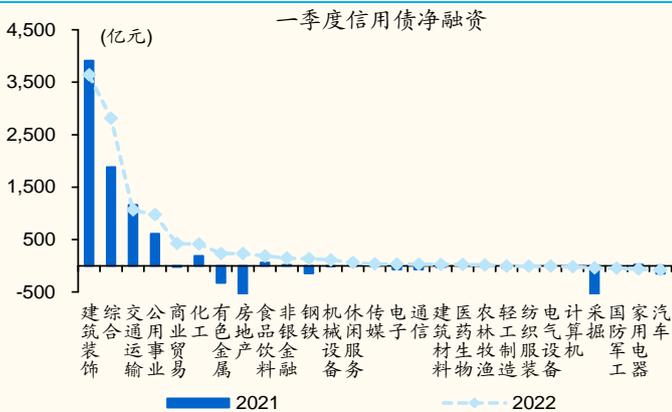


来源: Wind、国金证券研究所

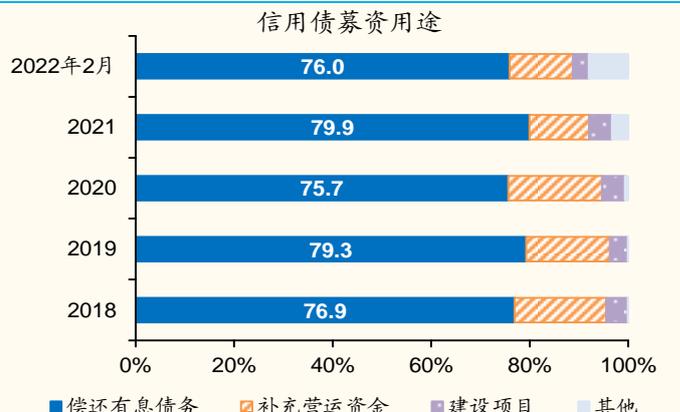
信用债融资也向基建领域倾斜, 地产、商贸等行业融资改善, 募资用于建设项目比例抬升。一季度 7 成以上行业的信用债融资为正, 而 2021 年信用债融资为正的行业不足 4 成。分行业来看, 建筑装饰、交通运输和公用事业等基建链行业融资居前, 合计融资超 5600 亿元、占比近 55%; 地产、商贸、钢铁等行业信用债融资明显回暖、2021 年同期均为负。从新发债券的募资用途来看, 一季度用于偿还有息债务和建设项目的比重分别较 2021 年回落 4 个百分点和 1 个百分点, 用于补充营运资金的比重抬升、0.7 个百分点。

图表 11: 信用债融资也向基建倾斜, 地产、商贸改善

图表 12: 信用债用于偿债比例下降, 补充营运抬升



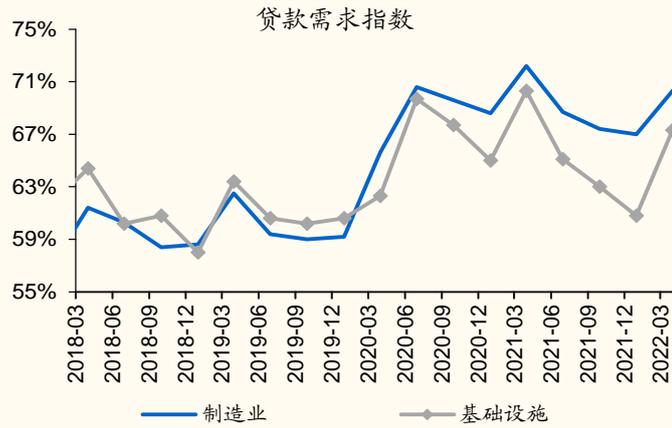
来源: Wind、国金证券研究所



来源: Wind、国金证券研究所

贷款分行业中, 基础设施一季度需求超季节性高增, 制造业贷款需求延续改善。一季度制造业、基础设施贷款需求指数回升, 尤其是基础设施环比抬升 6.5 个百分点、明显高于近 3 年同期为 4.1 个百分点。从中长期贷款余额增速也可看出, 一季度基础设施和制造业中长贷增速虽较 2021 年底均有回落, 但依然维持近年高位, 分别为 13.2%和 29.5%。

图表 13: 一季度, 制造业、基础设施贷款需求回升



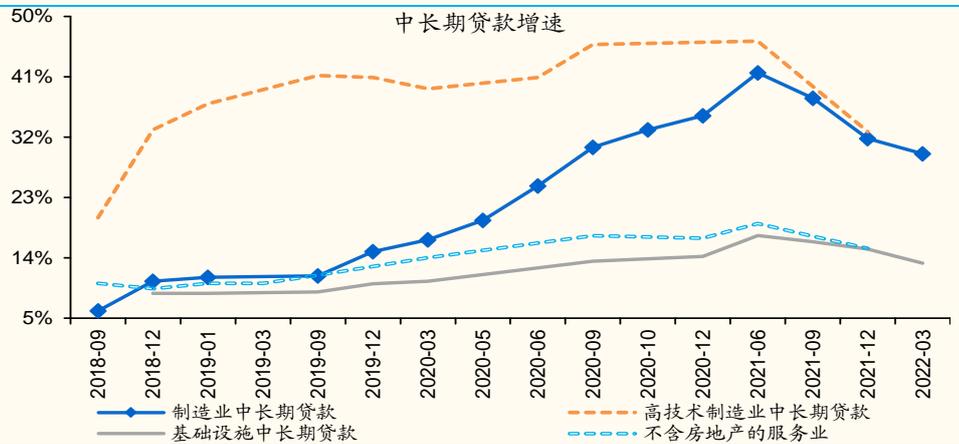
来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 其中, 基础设施贷款需求明显高于以往



来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 制造业、基础设施中长期贷款增速维持高位



来源: Wind、国金证券研究所

1.3、融资特征, 带来的经济效应?

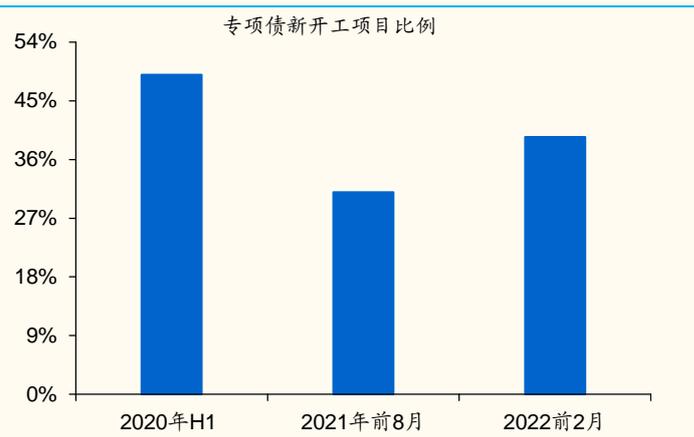
稳增长加码下, 资金向基建等领域倾斜、为相关项目提供配套支持。新的下行压力进一步加大下, 稳增长诉求进一步升温, 不断夯实政策底。地方债发行前置, 信用债融资向基建等领域倾斜等, 为稳增长提供资金支持。资金支持下, 以重大项目为代表的基建、产业等项目, 加快开工和施工, 例如, 前两个月, 我们统计的近四千个专项债项目显示, 新开工项目占比为 38.4%、较去年年底抬升 8.4 个百分点 (详情参见《专项债稳增长, 今年有何新变化?》)。

图表 16: 年初以来, 稳增长诉求不断抬升

时间	事件	主要内容
2021年12月	中央经济工作会议	着力稳定宏观经济大盘...政策发力适当靠前...要保证财政支出强度, 加快支出进度... 适度超前开展基础设施投资。
2022年3月	政府工作报告	我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力...着力稳定宏观经济大盘...政策发力适当靠前... 强化跨周期和逆周期调节 , 为经济平稳运行提供有力支撑。
2022年3月	金融委会议	统筹疫情防控和经济社会发展, 保持经济运行在合理区间... 切实振作一季度经济 , 货币政策要主动应对...
2022年3月	国常会	经济下行压力进一步加大...一季度、上半年保持经济平稳运行, 对实现全年目标至关重要...把稳增长放在更加突出的位置 , 统筹稳增长、调结构、推改革, 稳定经济的政策早出快出...抓紧下达剩余专项债额度...合理扩大专项债使用范围。
2022年4月	国常会	国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期...国内疫情近期多发, 市场主体困难明显增加, 经济循环畅通遇到一些制约, 新的下行压力进一步加大...把稳增长放在更加突出的位置。

来源: 政府网站、国金证券研究所

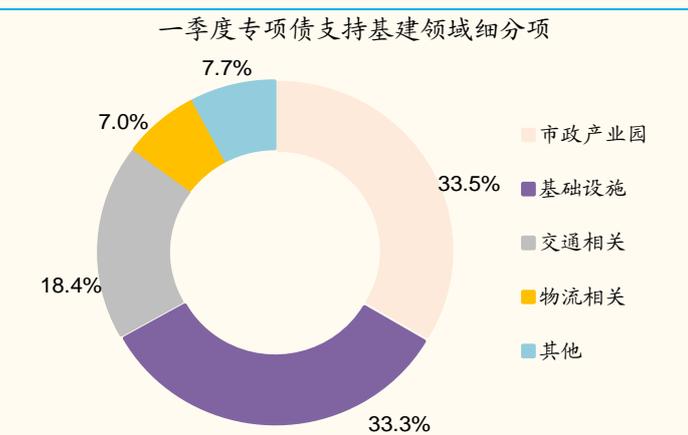
图表 17: 专项债新项目开工比例较 2021 下半年抬升



来源: 中国债券信息网、国金证券研究所

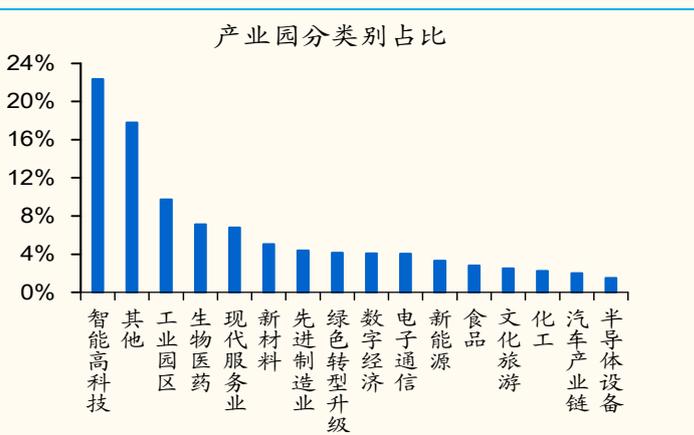
加强基建支持的同时, 注重产业引导, 兼顾短期需求对冲和中长期产业转型升级。一季度投向基建的专项债中, 支持市政产业园建设的比例最高, 33.5%。从产业园类型来看, 智能高科技、生物医药、新材料、绿色转型、数字经济等为专项债重点支持领域, 相关基建配套投资占比超七成, 其中, 智能高科技、生物医药等占比居前, 分别达 22.4%和 7.1%, 先进制造业和绿色转型升级领域也相对较高, 分别为 4.4%和 4.2%。

图表 18: 专项债投向基建中, 市政产业园占比高



来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 产业园项目中, 智能高科技等占比高



来源: Wind、国金证券研究所

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_40568



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn