

# 新时代“朱格拉周期”系列

## 宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）  
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）  
chendafei@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）  
majieying@gjzq.com.cn

## 新时代“朱格拉周期”：来自资金的线索

本轮信用修复弹性弱于以往、结构亮点突出。政策倾斜下，资金或加速流向制造业等领域，为新时代“朱格拉周期”提供融资支持。

### “钱”都去哪了？结构亮点突出，对制造业等支持加大

信用修复弹性减弱，结构亮点突出、对制造业支持加大。本轮社融增速反弹幅度大幅低于以往、仅 0.8 个百分点，此前几轮反弹幅度在 3 至 6 个百分点左右。究其原因，信贷对社融贡献弱于以往、尤其是居民中长贷拖累显著，与地产相关融资“缺席”等有关。信用弹性虽弱于以往，但结构亮点突出、对制造业等领域支持力度明显加大，2022 年新增制造业中长贷 2.5 万亿元以上、同比增长超 52%。

拆分来看，“钱”主要流向设备制造、消费制造等行业。分行业来看，三季度设备制造借款增速同比抬升 11.2 个百分点至 22%，增速、增幅均高于整体水平；消费制造和加工冶炼借款增速同比分别抬升 5 和 1.9 个百分点至 15% 和 11.7%。细分行业中，电气机械、食品制造等中下游行业借款增速创新高。除总量高增外，部分行业借款结构也明显改善、长期借款占比抬升，运输、专用设备尤其典型。

### 重点加码领域？国企“扛大旗”，制造业等领域重点发力

内外需“接力”下，稳增长仍将发力，支持资金流入制造业、基建等领域。财政端，地方债务压力下，预算内加码或以中央加杠杆为主，准财政依然为重要补充项；货币端，“结构性货币政策继续做好“加法””下，部分工具已延续实施。“二十大”顶层设计下，配套融资或围绕高端制造、科技前沿等产业升级开展。

国企或扛起稳增长“大旗”，通信制造等或是重点发力领域。2023 年稳增长“准财政”发力，民企投资信心缓慢修复下，国企或是承接配合“准财政”资金、助力稳增长的重要主体。相较地方国企，当前央企更具备投资扩张的空间及能力、负债率相对低且资本开支处于低位；其中，建筑央企基建类新签订单三季度明显增多，或在 2023 年加速落地；软件、通信制造等央企投资加码空间较大。

### 带来的经济效应？融资支持助力新时代“朱格拉周期”开启

信用环境修复大势所趋，制造业投融资行为值得关注。稳增长下，实体需求逐步修复、地产相关融资边际改善等或带动信用环境修复；此前启用的结构性工具定向发力有效保护了企业报表，有助实体经济活动加快修复，但也弱化信用“周期”特征，叠加地产“托而不举”等，使得信用环境弹性弱于以往。信用弹性虽弱于以往，但政策红利下，制造业等领域的投融资支持或仍是信用结构亮点。

资金向制造业等领域倾斜，为新时代“朱格拉周期”提供融资支持。除信贷资源倾斜外，部分产业政策配套融资对智能高科技等先进制造业支持也明显加大，例如，产业配套设施加快建设下，2022 年前 11 月，近 35% 的专项债资金投向市政产业园、且产业园项目多为智能高科技类型。多措并举下，2023 年融资支持的“累积效应”或加速体现、并形成更广泛支撑，有利于新时代“朱格拉周期”。

### 风险提示

政策效果不及预期，疫情反复。

## 内容目录

一、“钱”都去哪儿了？	4
(一) 信用修复弹性减弱，结构亮点突出、对制造业支持加大	4
(二) 拆分来看，“钱”主要流向设备制造、消费制造等行业	6
二、重点加码的领域？	8
(一) 内需接力下，稳增长加力仍有空间，带动相关融资增长	8
(二) 国企或扛起稳增长“大旗”，通信制造等或是重点领域	11
三、带来的经济效应？	13
(一) 信用修复大势所趋，制造业等领域投融资行为值得关注	13
(二) 资金向制造业等倾斜，为新时代“朱格拉周期”提供支持	16
风险提示	17

## 图表目录

图表 1：信用修复伊始，稳增长相关融资增多	4
图表 2：社融分项中，政府债券等带动社融增速抬升	4
图表 3：时隔 16 个月，社融增速掉至历史低点	4
图表 4：本轮信用修复反弹幅度大幅低于以往	4
图表 5：居民中长贷占比掉至历史低位	5
图表 6：2022 年商品房销售持续低迷	5
图表 7：企业贷款状况相对较好	5
图表 8：2022 年下半年，企业融资结构有所好转	5
图表 9：2022 年，制造业中长贷高增	6
图表 10：制造业中长贷增速抬升至 2022 年底的 36.7%	6
图表 11：39 家上市银行占全口径贷款比重较高且稳定	6
图表 12：制造业贷款高增、对冲基建、地产回落等	6
图表 13：设备制造业贷款增速明显高于其他	7
图表 14：细分行业中，电气机械、化学制品增速较高	7
图表 15：上市制造业企业新增借款多为中长期	7
图表 16：上市制造业企业长期借款占比明显抬升	7
图表 17：长贷占比，设备、消费制造升，加工冶炼落	8
图表 18：运输设备、酒饮料等明显高于行业平均水平	8
图表 19：2023 年基建或需加码对冲地产与出口拖累	8
图表 20：相较地方政府杠杆率，中央杠杆率较为平稳	8
图表 21：部分阶段新增政策性银行信贷占比可超 16%	9
图表 22：2015-2017 年专项建设债券多批次下达	9
图表 23：结构性货币政策工具或仍加力	9
图表 24：部分结构性货币政策工具已使用完毕	10

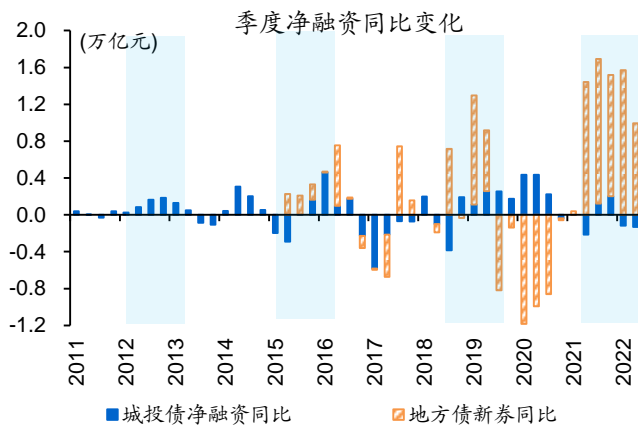
图表 25: 普惠小微、清洁能源贷款同比高增.....	10
图表 26: 制造业、新兴产业等融资政策支持力度较大.....	10
图表 27: 制造业贷款明显高增、对冲基建、地产回落.....	10
图表 28: 眼下私营企业投资信心仍待修复.....	11
图表 29: 2022 年上半年“准财政”明显加力.....	11
图表 30: 2022 年央国企积极加码投资助力稳增长.....	11
图表 31: 2022 年国家电网电网投资目标明显提升.....	11
图表 32: 2015 年来国有企业杠杆率持续下降.....	12
图表 33: 2022 年上市央企杠杆率提升空间或更大.....	12
图表 34: 2022 前三季度上市央企现金状况较好.....	12
图表 35: 2022 前三季度上市央企资本开支有提升空间.....	12
图表 36: 2023 年建筑、制造业等央企扩表空间或更大.....	13
图表 37: 近年来软件信息等行业央企杠杆率明显下降.....	13
图表 38: 2023 年运输设备等行业央企扩表空间较大.....	13
图表 39: 稳增长力度持续加码.....	14
图表 40: 经验显示, 中长贷或已进入修复通道.....	14
图表 41: 代表企业中长期资金的有效社融明显抬升.....	14
图表 42: 2022 年 12 月以来, 地产供给侧融资支持“三箭齐发”.....	15
图表 43: 地产开发贷款边际好转.....	15
图表 44: 2022 年底, 地产债净融资转正.....	15
图表 45: 中性情景下, 社融增速于一季度末温和修复.....	16
图表 46: 制造业新增贷款较难对冲地产贷下滑.....	16
图表 47: 中上游制造业留抵退税返还金额较大.....	16
图表 48: 制造业贷款增速保持高位.....	16
图表 49: 专项债投向市政产业园占比较往年明显抬升.....	17
图表 50: 产业园项目中, 智能高科技占比较高.....	17

## 一、“钱”都去哪儿了？

### (一) 信用修复弹性减弱，结构亮点突出、对制造业支持加大

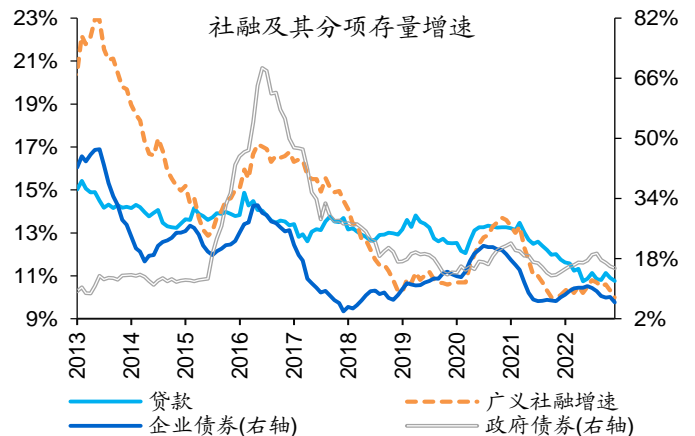
以社融增速阶段性低点、至高点来刻画信用环境的修复进程，自 2011 年来一共经历 4 轮。分别是 2012 年 5 月至 2013 年 4 月、2015 年 5 月至 2016 年 4 月、2020 年 2 月至 2020 年 10 月，以及 2021 年 10 月至 2022 年 8 月。每轮信用修复都始于稳增长加力，政府债券融资放量。本轮也不例外，政府债券融资自 2021 年底加码，2021 年 10 月至 2022 年 6 月政府债券融资合计 7.3 万亿元、占同期新增社融 26% 以上，带动社融增速自 10% 抬升至 10.8%。

图表 1：信用修复伊始，稳增长相关融资增多



来源：Wind、国金证券研究所

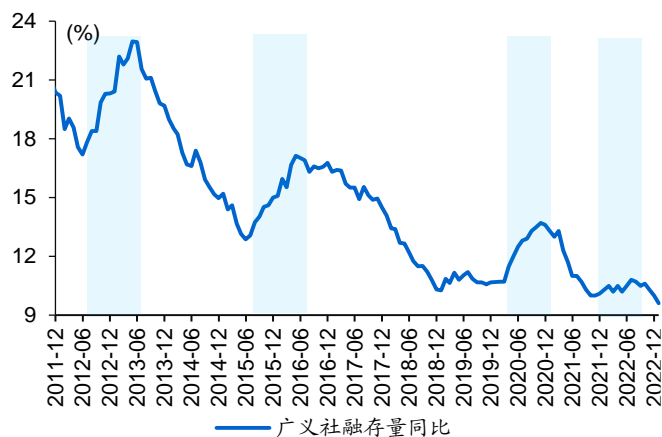
图表 2：社融分项中，政府债券等带动社融增速抬升



来源：Wind、国金证券研究所

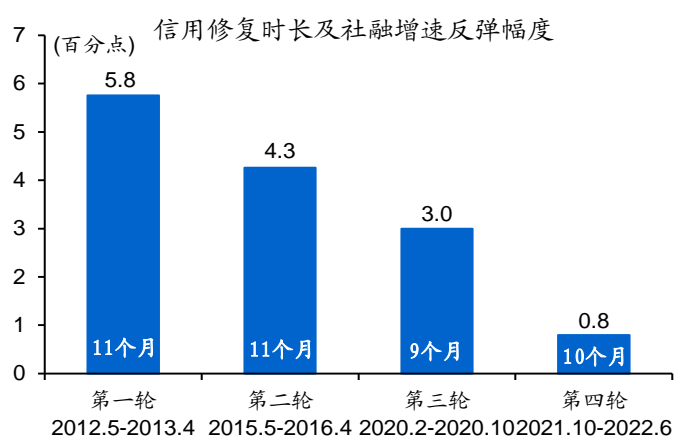
但本轮信用修复弹性明显弱于以往，主因地产相关融资的部分“缺位”等。与此前不同，本轮社融增速反弹幅度大幅低于以往、仅 0.8 个百分点，此前几轮反弹幅度在 3 至 6 个百分点左右。究其原因，信贷对社融贡献明显弱于以往、贷款增速不升反降。拆分结构来看，居民中长贷拖累尤其明显，新增规模占去年新增比重仅 45%、增速创新低至 5.1%，与商品房销售持续低迷等有关。

图表 3：时隔 16 个月，社融增速掉至历史低点



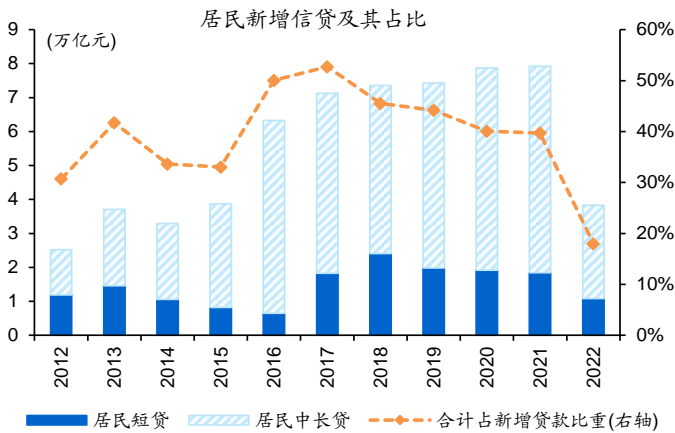
来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：本轮信用修复反弹幅度大幅低于以往



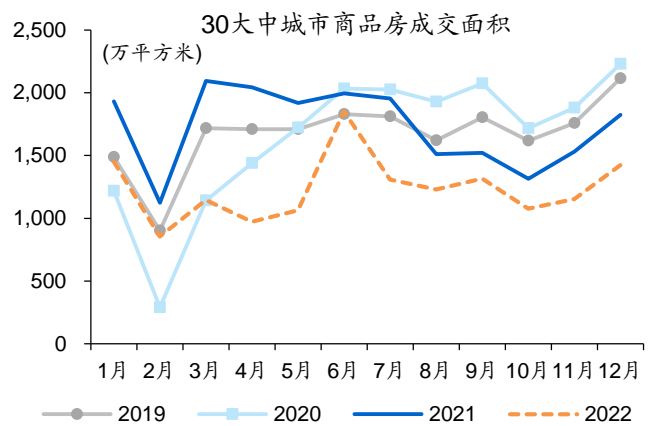
来源：Wind、国金证券研究所

图表 5: 居民中长贷占比掉至历史低位



来源: Wind、国金证券研究所

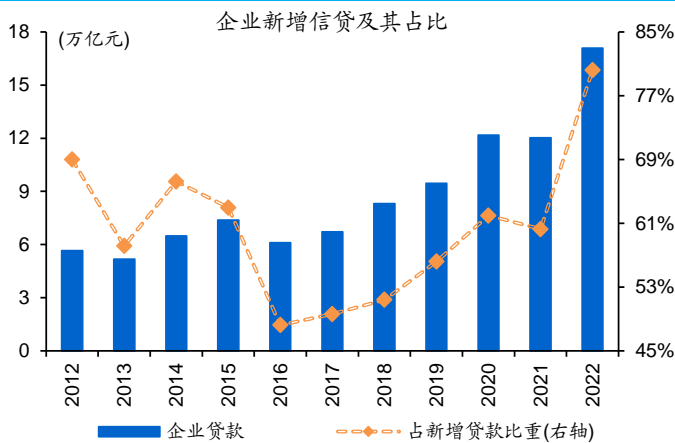
图表 6: 2022 年商品房销售持续低迷



来源: Wind、国金证券研究所

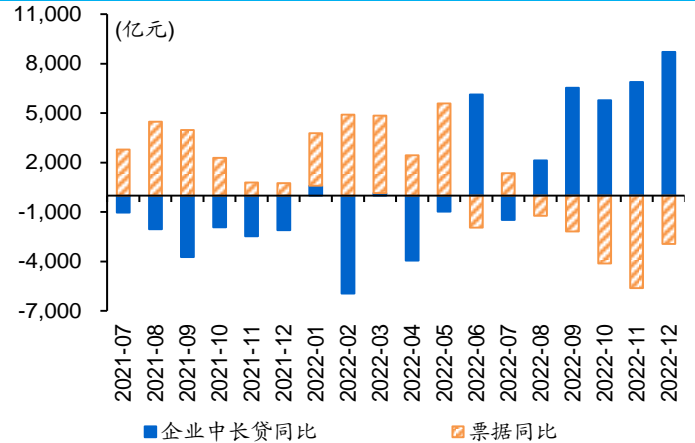
信用弹性虽弱于以往,但结构亮点突出、对制造业等领域支持力度明显加大。相较于居民端,企业贷款高增、全年新增 17.1 万亿元,同比增长 4 成以上;结构自 2022 年中以来明显改善,中长贷单月同比多增近 5000 亿元,或与年中以来稳增长工具落地、带动配套融资增长等有关。政策支持下,制造业融资支持力度明显加大,例如,2022 年新增制造业中长贷 2.5 万亿元以上、同比增长超 52%,占企业中长贷比重创新高至 23%左右;制造业中长贷增速自 2022 年初以来抬升至年底的 36.7%、远高于全口径企业中长贷增速的 14.7%。

图表 7: 企业贷款状况相对较好



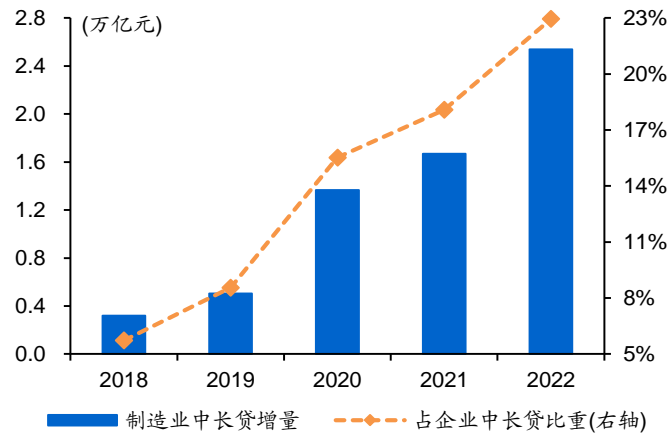
来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 2022 年下半年,企业融资结构有所好转



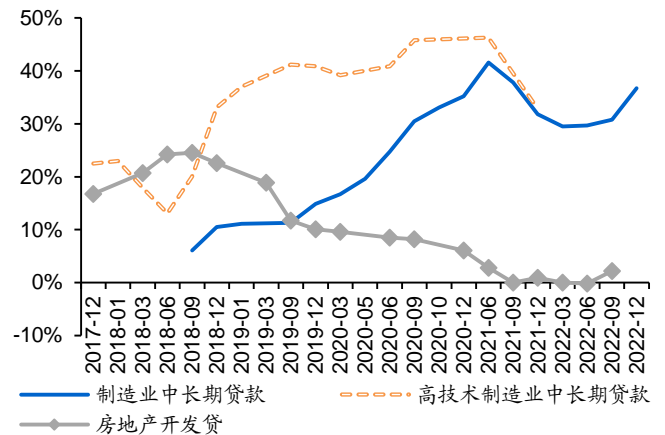
来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 2022 年, 制造业中长贷高增



来源: 中国人民银行、国金证券研究所

图表 10: 制造业中长贷增速抬升至 2022 年底的 36.7%

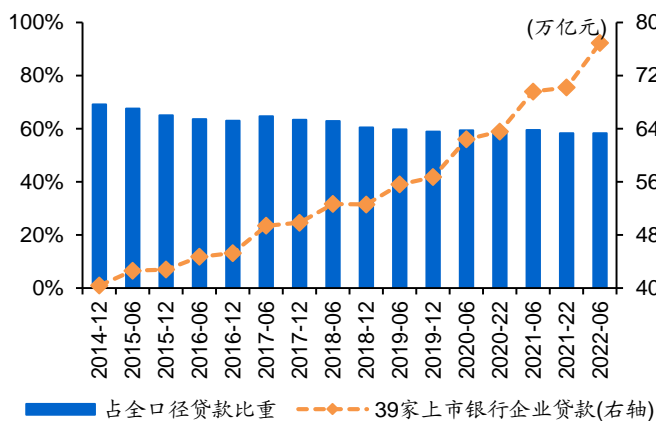


来源: 中国人民银行、国金证券研究所

## (二) 拆分来看, “钱” 主要流向设备制造、消费制造等行业

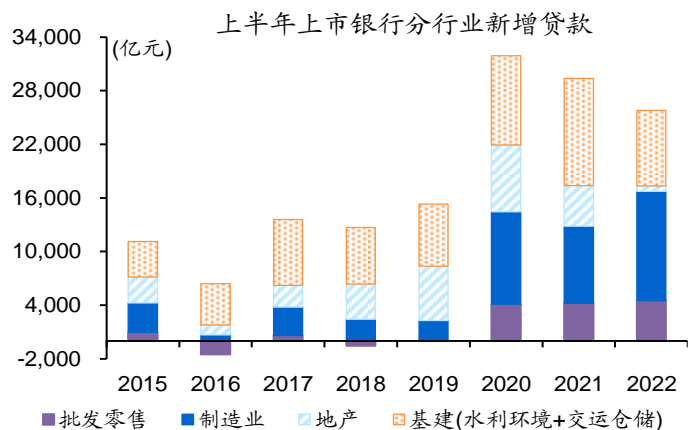
全口径贷款、上市银行信贷投放、上市企业借款等多个维度均印证, 制造业行业融资明显改善。伴从上市银行报表侧面印证, 2022 年上半年制造业贷款投放超 1.2 万亿元、同比增长 42% 以上, 基建贷款同比缩量三成, 地产上半年新增贷款不足千亿。反映上市企业报表上, 上市制造业企业借款明显增长、前三季度合计新增 1 万亿元、同比翻番, 带动借款增速同比抬升近 8 个百分点至 16.8% (详情参见《制造业景气跟踪: 来自信贷的视角》)。

图表 11: 39 家上市银行占全口径贷款比重较高且稳定



来源: Wind、国金证券研究所

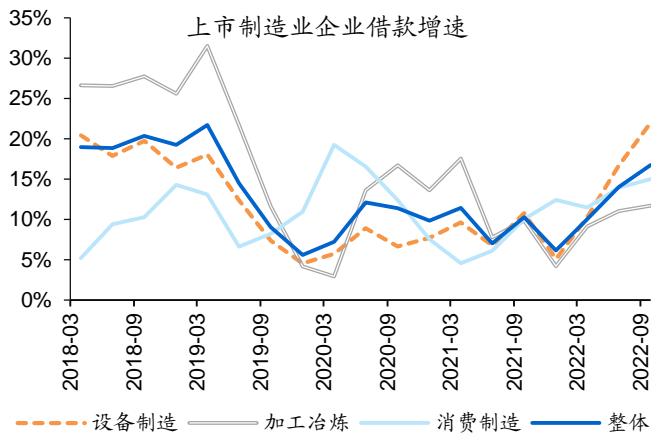
图表 12: 制造业贷款高增、对冲基建、地产回落等



来源: Wind、国金证券研究所

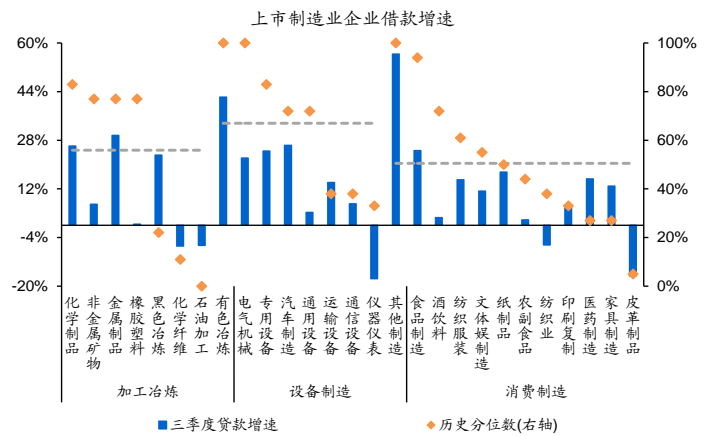
细分行业中, 部分中下游制造业借款保持高增, 其中, 设备制造、酒饮料等借款增速创历史新高。三季度设备制造借款增速较去年同期抬升 11.2 个百分点至 22%, 增速、增幅均高于上市制造业企业平均水平; 消费制造和加工冶炼借款增速较去年同期分别抬升 5、1.9 个百分点至 15% 和 11.7%。细分行业中, 电气机械、专用设备、食品制造等中下游行业借款增速创新高。

图表 13: 设备制造业贷款增速明显高于其他



来源: Wind、国金证券研究所

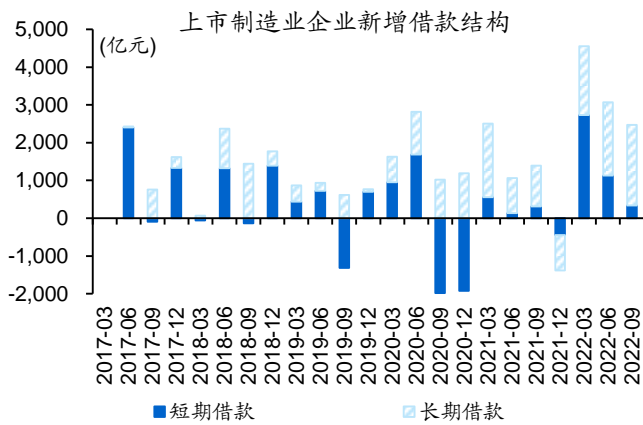
图表 14: 细分行业中, 电气机械、化学制品增速较高



来源: Wind、国金证券研究所

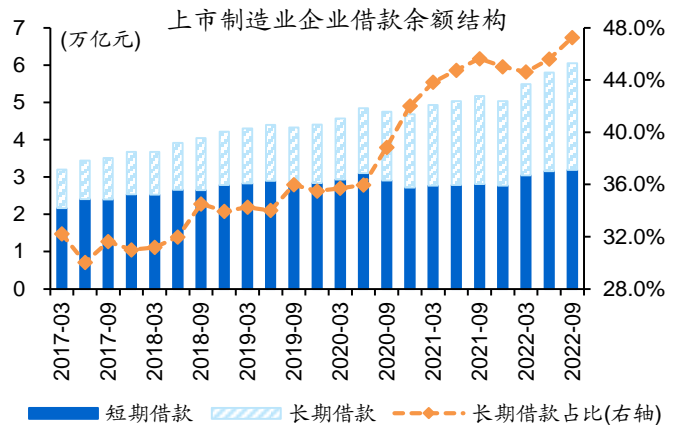
除总量高增外, 部分行业借款结构也明显改善, 运输、专用设备尤其典型。2022 年三季度制造业企业长期借款占比创新高至 47.3%、较 2021 年同期抬升 1.6 个百分点以上。其中, 设备制造、消费制造三季度长期借款占比较 2021 年同期分别上涨 1.2 和 0.5 个百分点至 53.6%和 47.4%, 加工冶炼回落 1 个百分点至 47.7%。细分行业中, 运输设备、专用设备、酒饮料等中下游行业长期借款占比涨幅均在 7 个百分点以上, 远高于行业均值, 部分加工冶炼行业长期借款占比逆势抬升, 如化学制品、黑色冶炼等。

图表 15: 上市制造业企业新增借款多为中长期



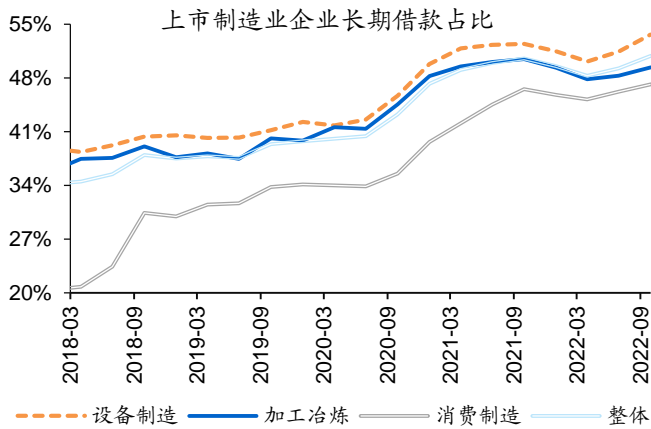
来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 上市制造业企业长期借款占比明显抬升



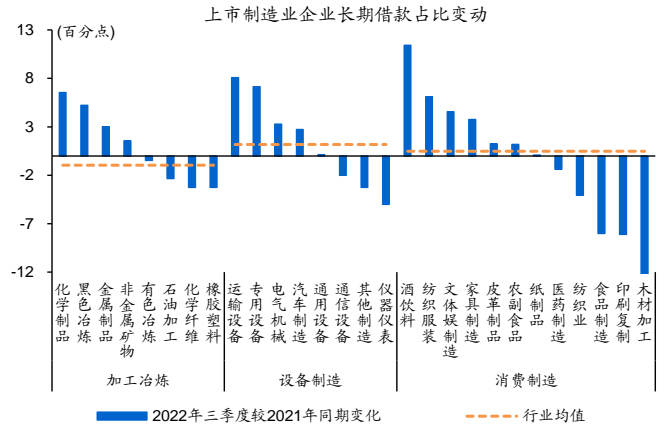
来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 长贷占比, 设备、消费制造升, 加工冶炼落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 运输设备、酒饮料等明显高于行业平均水平



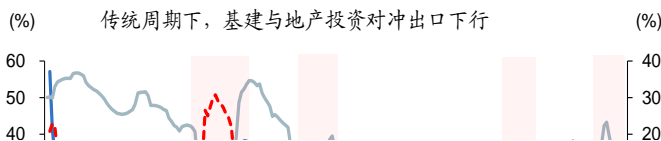
来源: Wind、国金证券研究所

## 二、重点加码的领域?

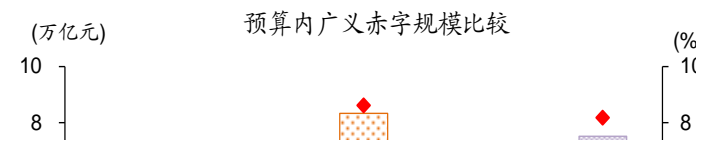
### (一) 内需接力下, 稳增长加力仍有空间, 带动相关融资增长

内需接力下, 稳增长续力或由中央“加杠杆”主导, 准财政等或成为重要支撑, 带动相关融资、及其配套资金增长。出口加速回落下, 或需要基建适度对冲, 财政端或延续扩张。结构上来看, 疫后地方债务加快积累、付息压力加大等, 或抑制地方债的扩张空间; 预算内加码或以中央加杠杆为主。除预算资金外, “准财政”或依然是重要补充项, 此前经济下行压力较大阶段, 政策工具大规模加码, 例如, 2015-2017 年间, 发行累计 7 批、合计 2 万亿的大规模专项建设债券, 政策性银行信贷占全口径贷款比重也是一度高达 16% 以上; 2022 年政策性金融工具额度累计下达 6000 亿元, 上半年政策性银行信贷投放占比不足 9% (详情参见《“稳增长”工具箱大盘点》)。

图表 19: 2023 年基建或需加码对冲地产与出口拖累



图表 20: 相较地方政府杠杆率, 中央杠杆率较为平稳



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\\_51982](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51982)

