



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

一季度地区社会融资规模 增量趋势研究

农银国际研究部主管陈宋恩

2023 年 5 月 25 日





一季度地区社会融资规模增量趋势研究

跟踪资金流向将有助于确定各个地区的最新金融和经济状况。而且，各地区资金流量的增减也会导致那里的用资主体不同程度的资金链断裂风险。各地区的经济前景会吸引资金流入或流出，一旦资金流入又会提升相应地区的经济前景，从而形成正向的资金流入和经济繁荣循环。不同地区资金流入的差异也将告诉金融和资本市场各个地区市场的整体预期是看涨还是看空。

江苏、浙江、广东和山东是吸引资金流入最多的四大经济区域。根据人民银行季度地区社会融资规模增量统计数据，我们对各地区的社融增量进行排序，以反映市场对各地区经济前景的高度分化。一季度，江苏、浙江、广东和山东社融增量分别吸纳 2.11 万亿元、1.55 万亿元、1.50 万亿元和 1.07 万亿元，分别同比增加 25.6%、9.8%、8.0%和 16.9%。2022 年，这四个经济区也是社融增量资金的前 4 位。2022 年，广东、浙江、江苏和山东分别吸纳社融增量 3.51 万亿元、3.49 万亿元、3.38 万亿元和 2.12 万亿元。

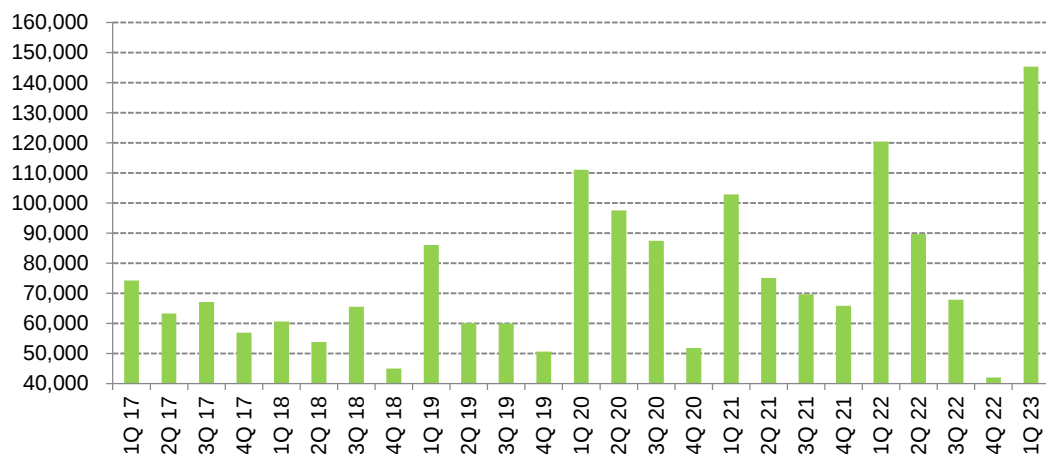
图 1：一季度地区社会融资规模增量

	亿元人民币	同比增减	增减额
江苏 Jiangsu	21,060	25.6%	4,286
浙江 Zhejiang	15,474	9.8%	1,380
广东 Guangdong	14,987	8.0%	1,108
山东 Shandong	10,681	16.9%	1,544
四川 Sichuan	7,965	16.9%	1,154
安徽 Anhui	6,263	33.7%	1,579
湖北 Hubei	5,967	48.4%	1,947
河北 Hebei	5,815	36.1%	1,543
河南 Henan	5,353	33.1%	1,331
北京 Beijing	4,826	-36.7%	(2,792)
湖南 Hunan	4,573	25.3%	923
上海 Shanghai	4,497	-8.3%	(406)
江西 Jiangxi	4,285	22.7%	792
福建 Fujian	4,170	-17.9%	(908)
陕西 Shaanxi	3,452	45.8%	1,084
广西 Guangxi	2,985	16.0%	412
重庆 Chongqing	2,822	32.9%	698
山西 Shanxi	2,705	21.8%	485
贵州 Guizhou	2,189	29.8%	503
甘肃 Gansu	1,781	19.1%	286
天津 Tianjin	1,763	61.7%	673
内蒙古 Inner Mongolia	1,654	112.1%	874
黑龙江 Heilongjiang	1,619	77.9%	709
云南 Yunnan	1,617	-5.5%	(95)
新疆 Xinjiang	1,530	11.8%	162
辽宁 Liaoning	1,193	862.1%	1,069
吉林 Jilin	1,128	86.1%	522
宁夏 Ningxia	633	93.6%	306
海南 Hainan	532	41.5%	156
西藏 Tibet	285	533.3%	240
青海 Qinghai	141	182.0%	91

来源：人民银行、农银国际证券

地区社融增量的另一个季节性特征是每年第一季度是每年四个季度增量最多的一季。二、三、四季度的资金流入量远低于一季度。即一季度后，各地区区域内金融资源竞争将加剧。从风险上看，一季度后区域内用资主体资金链断裂风险相对较高，尤其是第四季度，这是社融增量最低的一个季度。另外，如果一季度的资金流量有较高增长的地区，那么接下来三个季度的资金流量很可能会大于去年同期。比如江苏和山东今年一季度社融增量同比增速较高，未来三季度资金流入大概率保持高增速，这对那里的用资主体来说是一个好消息。

图 2：2017-2023 季度社会融资规模增量（亿元），每年第一季度是高点，第四季度是低点



来源：人民银行、农银国际证券

北京、上海、福建和云南等四地区社融增量出现了一些反常现象，一季度社融增量出现同比负增长。一季度，北京、福建、上海和云南社融增量分别同比下降 36.7%、17.9%、8.3% 和 5.5%至 4.83 千亿元、4.17 千亿元、4.50 千亿元和 1.62 千亿元。这是对金融市场的警告信号。如果上述社融增量季节性变化在接下来的几个季度保持，这四个地区未来几个季度的资金流入很可能会比去年有所减少，这对那里的用资主体来说不是一个好消息，用资主体资金链断裂风险升温。二季度需要密切关注这四个地区的社融增量流入情况。

图 3：一季度四个地区社融增量现同比负增长

	亿元人民币	同比增减	增减额
北京 Beijing	4,826	-36.7%	(2,792)
上海 Shanghai	4,497	-8.3%	(406)
福建 Fujian	4,170	-17.9%	(908)
云南 Yunnan	1,617	-5.5%	(95)

来源：人民银行、农银国际证券

我们认为社融增量资金累计流入将对各地区经济产生较大和持续的影响。或许，单季度的统计数据无法代表趋势。我们将 2019 年到今年第一季度的社融增量累计起来。吸纳资金最多的四大地区仍然是广东、江苏、浙江和山东，2019 年至今年一季度分别吸纳 15.78 万亿元、14.70 万亿元、13.87 万亿元和 8.67 万亿元社融增量资金。各地区社融增量资金流入差异很大，区域经济发展不平衡在所难免。

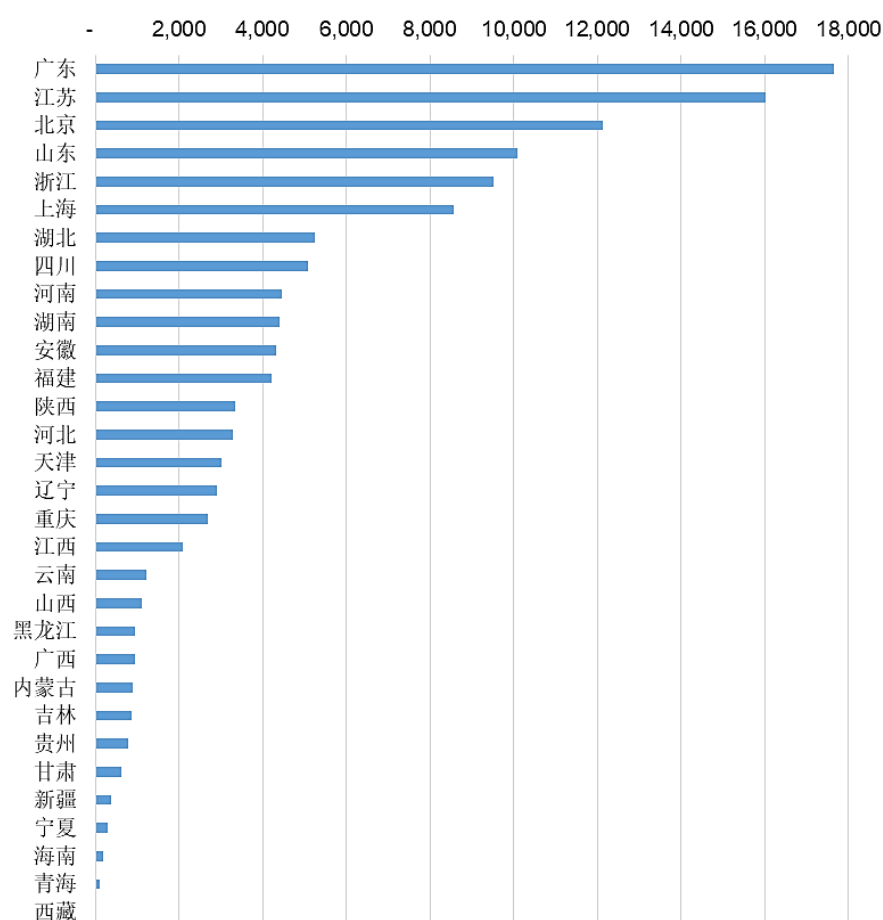
图 4：2019 – 1Q2023 地区社会融资规模累计增量

	亿元人民币
广东 Guangdong	157,816
江苏 Jiangsu	146,982
浙江 Zhejiang	138,733
山东 Shandong	86,693
四川 Sichuan	63,857
北京 Beijing	62,835
河南 Henan	46,809
湖北 Hubei	46,021
河北 Hebei	45,374
福建 Fujian	45,232
上海 Shanghai	45,023
湖南 Hunan	44,495
安徽 Anhui	44,284
江西 Jiangxi	36,476
重庆 Chongqing	29,201
广西 Guangxi	28,813
陕西 Shaanxi	27,424
贵州 Guizhou	23,338
云南 Yunnan	21,761
山西 Shanxi	19,106
新疆 Xinjiang	17,737
天津 Tianjin	15,750
吉林 Jilin	13,247
甘肃 Gansu	12,284
黑龙江 Heilongjiang	9,765
内蒙古 Inner Mongolia	8,485
辽宁 Liaoning	5,256
海南 Hainan	4,809
宁夏 Ningxia	3,444
青海 Qinghai	1,412
西藏 Tibet	1,381

来源：人民银行、农银国际证券

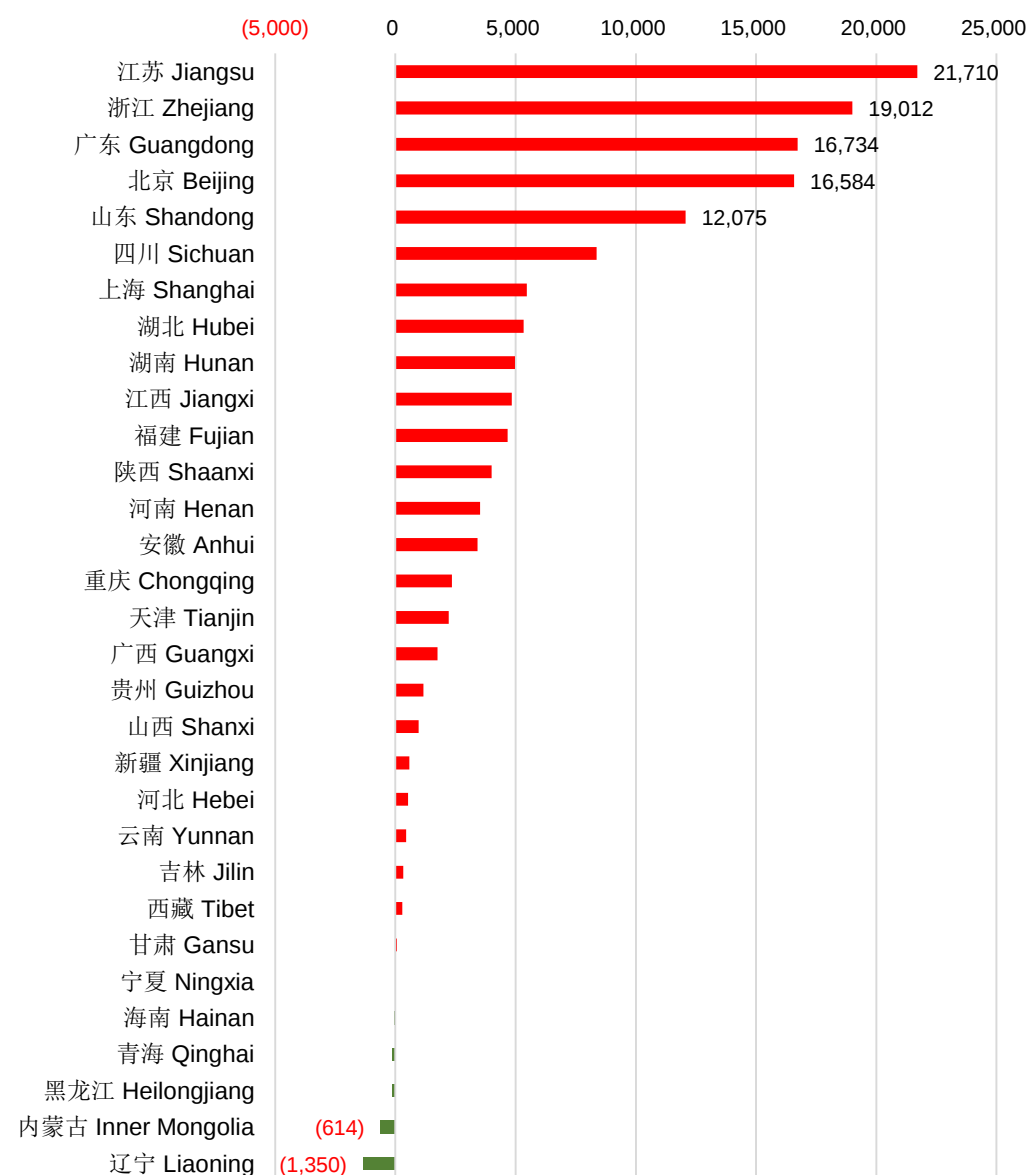
个别地区持续的巨额 R&D 投入，培育出极具竞争力的经济生态圈，吸引了资金持续的流入。为什么金融资源如此愿意源源不断地流入个别地区？这种现象以后还会持续吗？当然，这些地区的经济实力吸引了资金的流入。然而，我们认为最重要的是这些地区的经济实力和吸引力是建立在竞争实力之上的。我们判断这些地区的竞争优势是建立在对研发活动的持续投入之上。当前和未来的成就是由持续的研发投入驱动的。根据国家统计局数据，2021 年研发投入排名前六位的地区分别为广东、江苏、北京、浙江、山东和上海。2016-2021 年累计研发投入最多的地区也是这六个地区。2016-2021 年，广东、江苏、北京、山东、浙江和上海累计研发投入分别达到 1.76 万亿元、1.60 万亿元、1.21 万亿元、1.01 万亿元、0.95 万亿元和 0.86 万亿元。多年累计 R&D 投入的差异，解释了为什么有些地区多年经济实力特别强并会持续。北京和上海虽然是城市，但研发投入比大部分省份都要大。2016-21 年这六个地区的研发总投入占同期全国研发总投入的 58%。这六个地区持续的巨额 R&D 投入，将在当地培育出极具竞争力的企业、供应链和生态圈，进而吸引资金流向这些企业、供应链和所在地区生态圈。企业的竞争实力也促使他们更多地进行企业债券融资、股权融资等直接融资。当然，大多数私募股权融资交易、公司债券发行交易和 IPO 交易都来自这些地区。2019 年至 2023 年一季度，发行企业债券融资规模前五的地区为江苏、浙江、广东、北京、山东。同期，股权融资最多的前五名地区是北京、广东、上海、浙江和江苏。从投资银行的角度来看，他们现有和潜在的客户大多也来自这些地区生态圈。

图 5：2016-21 累计 R&D 经费(亿元)，拉长时间线，差异变得明显



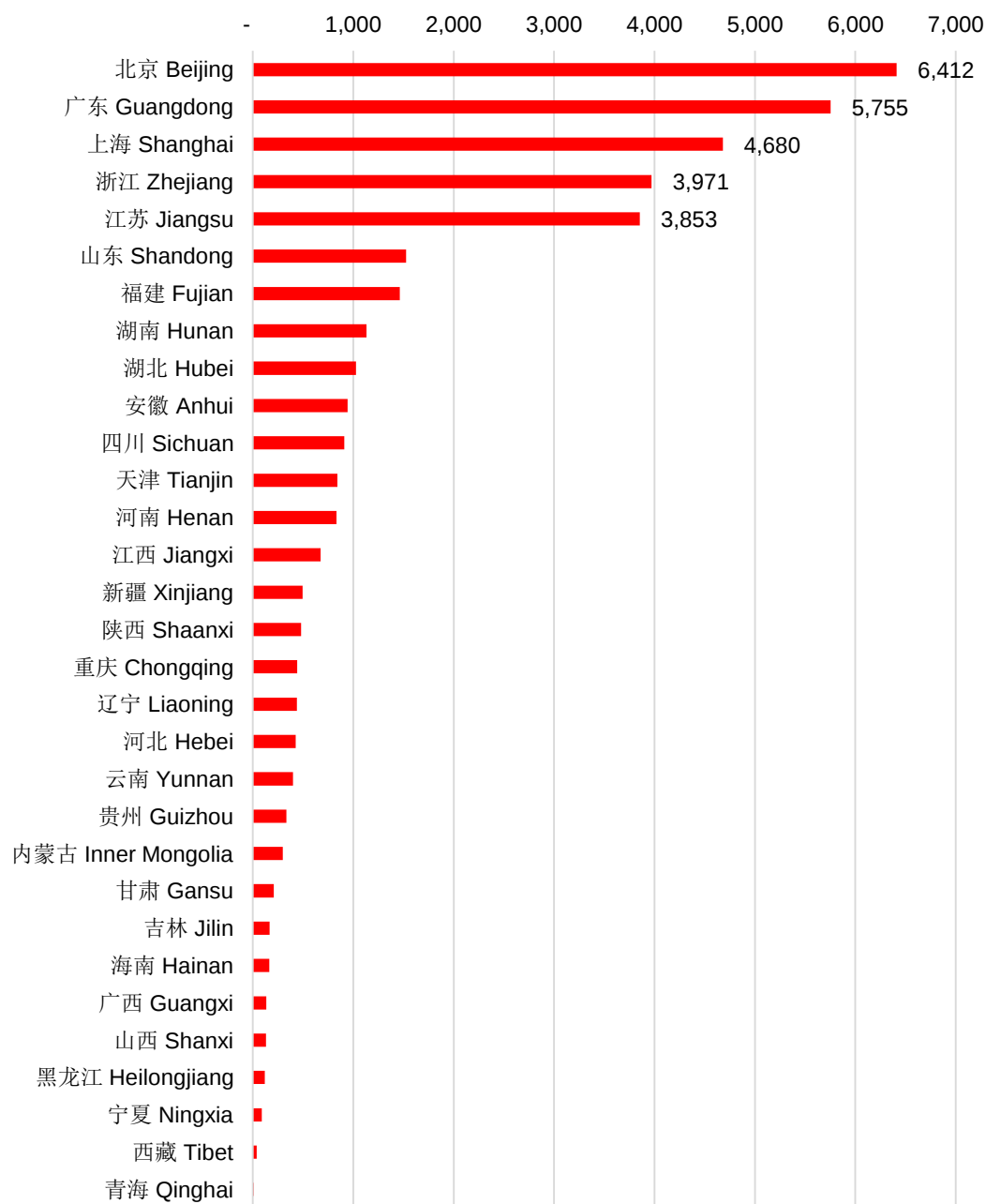
来源：国家统计局、农银国际证券

图 6: 2019 - 1Q23 企业债券累计净融资 (亿元人民币)



来源: 人民银行、农银国际证券

图 7：2019 - 1Q23 非金融企业境内股票累计融资 (亿元人民币)



来源：人民银行、农银国际证券



权益披露

分析员陈宋恩作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报(约 9%)
持有	负市场回报 (约-9%) $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 9%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-9%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2006 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2006-22 年间平均增长率为 8.4%）

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2023 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司

电话:(852)21478863