

热点报告—国债期货

金融数据持续偏弱，降息后债牛未完



走势评级： 国债：震荡
报告日期： 2023 年 6 月 14 日

★ 金融数据不及预期，企业强于居民，直接融资拖累社融

5 月金融数据整体不及市场预期。新增人民币贷款 13600 亿元，预期 14499 亿元，前值 7188 亿元；社会融资规模增量为 15600 亿元，预期 19000 亿元，前值 12200 亿元；M2 同比增长 11.6%，预期 12.07%，前值 12.4%。数据公布后，债市反应不大。

分部门来看：1) 企业部门中长贷持续同比多增，但信贷大量投放挤压债券融资，同时也存在着资金空转的问题；2) 居民部门仍在修复资产负债表；3) 5 月政府债发行节奏偏慢，但财政存款同比少增，或显示政府支出正在提速。另外，M1 增速回落，资金活性化水平不高。

★ 中国央行降息，关注后续政策变化

政策端开始发力，13 日 7 天期逆回购利率下调 10 个基点。根据历史经验，15 日 1YMLF 利率大概率也会下调 10 个基点，并带动 LPR 与贷款利率下行。政策利率的下调可能反映了央行“随行就市”的态度，也有一定必要性：能够提振市场信心、降低实体部门举债成本、为后续财政政策发力做铺垫。未来政策仍然会是市场博弈的重点。降息意味着货币政策仍然处于宽松的窗口期内，未来央行会采取“缩减原则”将利率把握在合理水平上。从去年经验来看，降息后往往会有财政、产业政策的配合，这也将逐渐成为债市关注的焦点。

★ 策略推荐：

1) 市场走强后可能有小幅调整，建议择机止盈，待利率上行后买入；2) 目前基差水平不高，短期市场走强可关注 TS 上的正套机会，后续市场若发生反转基差可能反向走阔。3) 做陡 T 和 TL 的策略仍可持有；4) 对于寻求保住浮盈的机构而言，当前基差水平不高，可择机布局空头套保策略。

★ 风险提示：

政策预期差；央行态度转变；交易拥挤度提升加剧市场脆弱性。

张粲东 宏观策略分析师
从业资格号：F03085356
投资咨询号：Z0018866
Tel: 8621-63325888-4110
Email: candong.zhang@orientfutures.com

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

1、金融数据不及预期

5月金融数据整体不及市场预期。新增人民币贷款13600亿元，预期14499亿元，前值7188亿元；社会融资规模增量为15600亿元，预期19000亿元，前值12200亿元；M2同比增长11.6%，预期12.07%，前值12.4%。数据公布后，债市反应不大。

图表1：5月社融数据一览

指标	当月新增(亿元)	前值(亿元)	去年同期(亿元)	同比变化(亿元)	当月同比(%)	上月同比(%)	增速变化(%)
社融规模	15600	12171	28415	-12815	9.5	10.0	-0.5
人民币贷款	12200	4431	18230	-6030	11.3	11.7	-0.4
委托贷款	-338	-319	-240	-98	-20.1	-20.8	0.7
信托贷款	35	83	-132	167	3.8	3.6	0.2
未贴现银行承兑汇票	303	119	-619	922	-6.7	-8.8	2.1
企业债券	-1797	-1347	-1068	-729	3.5	6.0	-2.5
股票融资	-2175	2843	366	-2541	-0.1	0.6	-0.7
政府债券	753	993	292	461	11.3	10.9	0.4

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表2：5月信贷指标一览

指标	当月新增(亿元)	前值(亿元)	去年同期(亿元)	同比变化(亿元)
新增人民币贷款	13600	7188	18900	-5300
居民部门	3672	-2411	2888	784
居民短贷	1988	-1255	1840	148
居民中长贷	1684	-1156	1047	637
企业部门	8558	6839	15300	-6742
企业短贷	350	-1099	2642	-2292
企业中长贷	7698	6669	5551	2147
票据融资	420	1280	7129	-6709

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

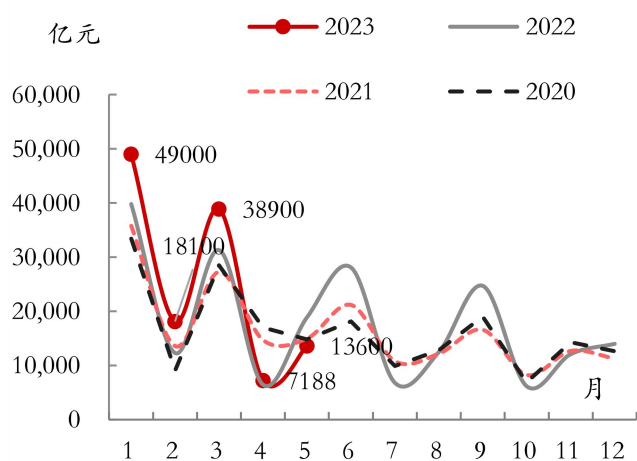
5月金融数据整体表现偏弱。分部门来看：1) 企业部门中长贷持续同比多增，这是本次金融数据中为数不多的亮点，但信贷大量投放挤压企业债券融资，同时也存在着资金空转的问题；2) 居民部门举债意愿仍然较为低迷，提前还贷意愿较强，另一方面则是被动储蓄动力仍在，居民存款规模仍然较高；3) 5月政府债发行节奏偏慢，但财政存款同比少增，或显示政府支出正在提速。前期金融数据显示出了一些积极的变化，但从本期数据来看，这些积极的信号很多都是暂时性的或带有一定“迷惑性”：1) M1同比增速

再度回落；2) 居民存款同比少增，一者去年基数较高，二者近期理财规模回升，或反映部分资金转入表外理财中。

金融数据持续偏弱，政策端开始发力，13日7天期逆回购利率下调10个基点。根据历史经验，15日1YMLF利率大概率也会下调10个基点，并带动LPR与贷款利率下行。政策利率的下调可能反映了央行“随行就市”的态度，也有一定必要性：能够提振市场信心、降低实体部门举债成本、为后续财政政策发力做铺垫。未来政策仍然会是市场博弈的重点。降息意味着货币政策仍然处于宽松的窗口期内，未来央行会采取“缩减原则”将利率把握在合理水平上。从去年经验来看，降息后往往会有财政、产业政策的配合，这也将逐渐成为债市关注的焦点。

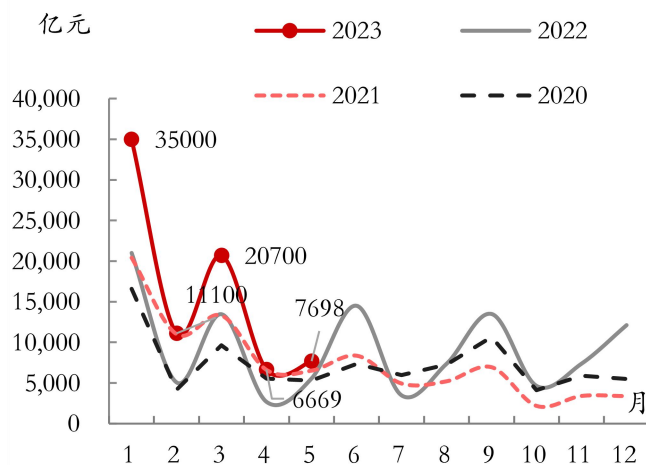
2、信贷企业强、居民弱，直接融资拖累社融

图表3：新增人民币贷款处于季节性低位



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表4：企业中长期贷款处于季节性高位

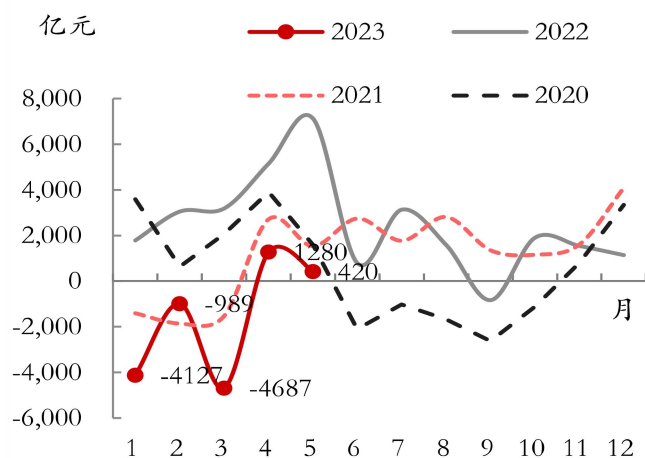


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

5月信贷同比少增，结构上持续体现为“企业强、居民弱”。5月份人民币贷款增加1.36万亿元，同比少增5418亿元。信贷投放节奏继续放缓，这和票据利率所表现出来的方向一致。从结构上来看，企业部门的融资需求仍然要明显强于居民部门。企业单位贷款增加8558亿元，同比少增6742亿元。其中，短期贷款增加350亿元，同比少增2292亿元；中长期贷款增加7698亿元，同比多增2147亿元；票据融资增加420亿元，同比少增6709亿元；非银行业金融机构贷款增加604亿元，同比多增143亿元。5月企业短贷和票据融资大幅压缩，中长贷虽然同比多增，但存在一些问题：1) 贷款利率较低，信贷大量投放，企业举债融资意愿不强，年初至今新增企业债券规模持续较低；2) 信贷资源利用效率比较低，部分机构在获得贷款后并未投入项目，而是利用较低的贷款利率在金融市场上套利，资金空转。票据融资规模明显低于季节性水平，原因可能包括：1)

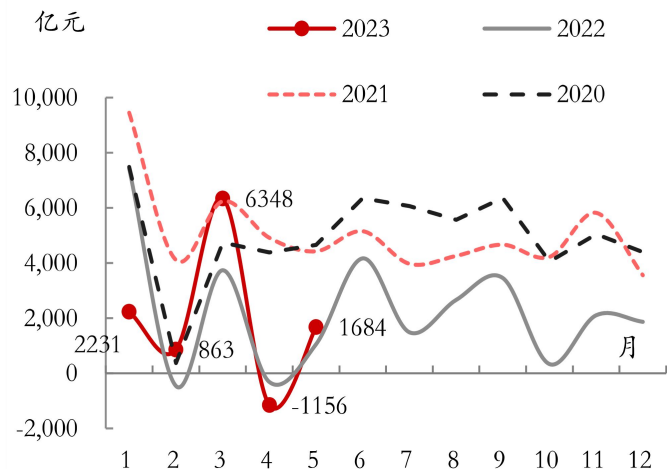
对于票据冲量行为的监管趋严，同时央行并未要求商业银行加快信贷投放速度，商业银行全月大规模收票的必要性也不强；2) 去年同期票据融资规模较高，1 年期品种应在今年 5 月集中到期。

图表 5：票据融资规模低于季节性水平



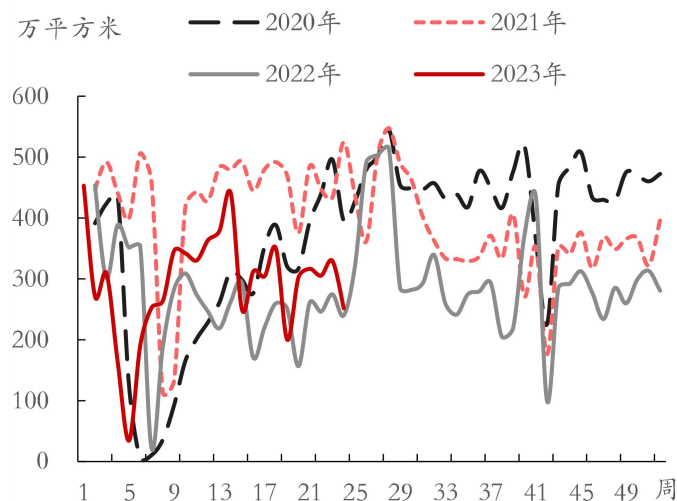
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 6：居民新增中长贷规模低于季节性水平



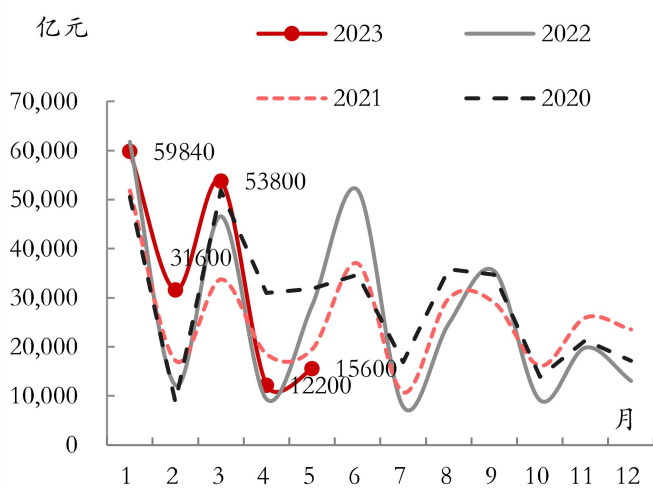
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 7：商品房销售规模冲高回落



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 8：新增社融规模处于历史同期较低水平



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

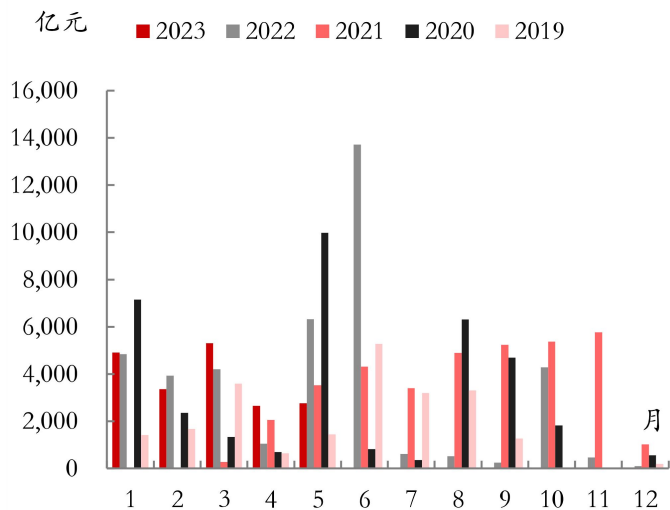
居民部门仍在修复资产负债表。住户贷款增加 3672 亿元，同比多增 784 亿元。其中，短期贷款增加 1988 亿元，同比多增 148 亿元；中长期贷款增加 1684 亿元，同比多增 637

亿元。低基数是居民信贷同比多增的主要原因，实际上居民新增债务规模仍然偏低。经济在一季度脉冲式修复之后，动能随即放缓，居民就业、收入和收入预期再度承压，修复资产负债表的状态延续。另外值得注意的是，近期房价再度出现了走弱的迹象，若房价下跌，居民资产缩水，举债意愿会进一步降低。

5月社会融资规模增量为1.56万亿元，比上年同期少1.31万亿元。社融存量同比为9.5%，较前值回落0.5个百分点。从结构上看，除贷款外，直接融资对社融拖累较多。企业债券融资净减少2175亿元，同比少2541亿元；政府债券净融资5571亿元，同比少5011亿元；非金融企业境内股票融资753亿元，同比多461亿元。5月政府发债速度放缓，但去年同期发债速度较快，因此政府债券融资规模同比少增，3季度政府债券有望提速发行，届时该分项对于社融的拖累将明显减弱。年初至今，企业债券净融资规模持续低迷，这应是受到了信贷冲量的影响。一季度信贷“以价换量”的特征非常明显，且部分资质较好的企业能够获得的信贷利率可能是更低的，债券利率虽然也在下行，但相较于贷款利率仍然偏高，企业更多通过贷款来进行融资。

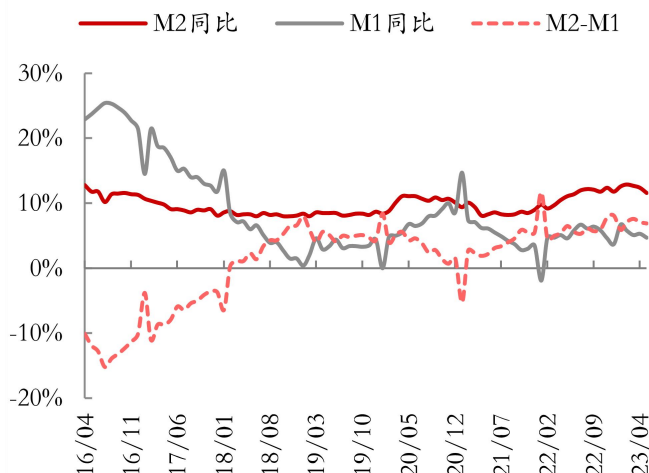
信托和委托贷款均同比多增。委托贷款增加35亿元，同比多增167亿元；信托贷款增加303亿元，同比多增922亿元；未贴现的银行承兑汇票减少1797亿元，同比多减729亿元。

图表9：5月专项债发行规模低于季节性水平



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表10：M1-M2剪刀差

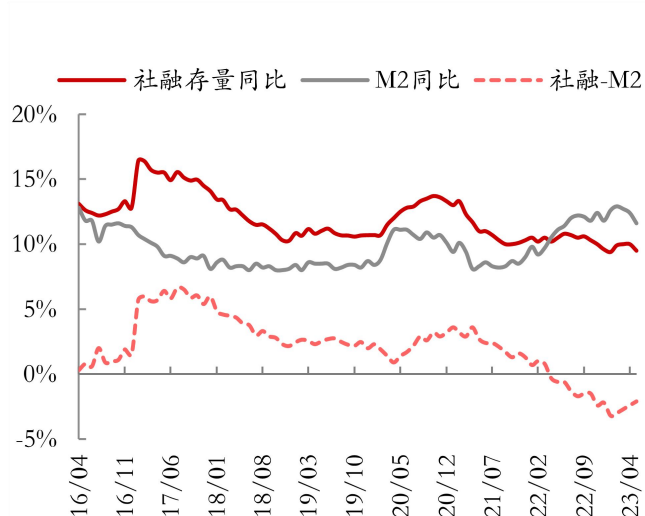


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

存款方面，M1同比增速为4.7%，较前值回落0.6个百分点，资金活性有所下降。M2增速为11.6%，较前值回落0.8个百分点，一方面去年基数相对较高；另一方面信贷投放节奏放缓，创造的货币规模自然有所下降。M1-M2剪刀差走阔更多是M2带动的，很难指向市场预期的好转。存款结构方面：1) 居民存款增加5364亿元，同比少增2029亿元，居民存款规模仍然高于季节性，而提前还贷、购买理财以及基数较高可能是同比少增的

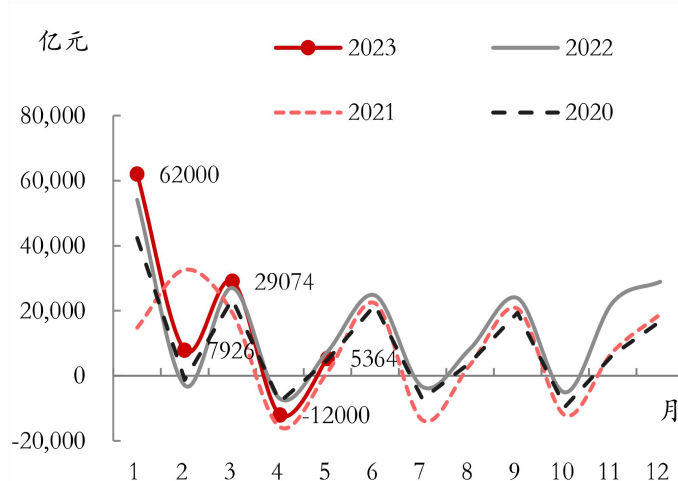
原因；2) 财政存款增加 2369 亿元，同比少增 3223 亿元，或指向财政正在加速支出；3) 企业存款减少 1393 亿元，同比少增 1.2 万亿元；4) 新增非银存款为 3221 亿元，同比多增 653 亿元。整体来看，财政在积极支出、创造货币，但居民支出意愿比较低，存款循环不畅。

图表 11: 社融增速 vs M2 增速



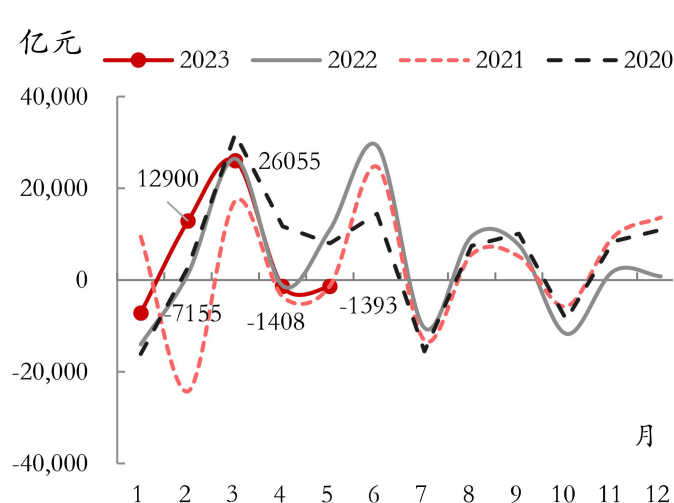
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 12: 居民存款同比少增



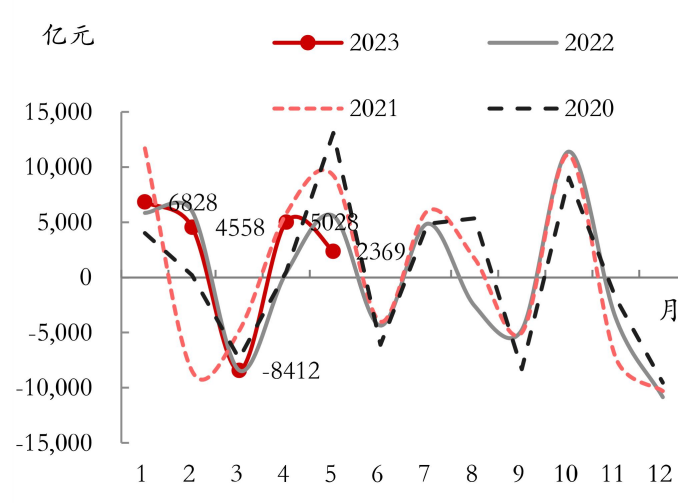
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 13: 企业存款规模处于季节性低位



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 14: 财政存款规模处于季节性低位



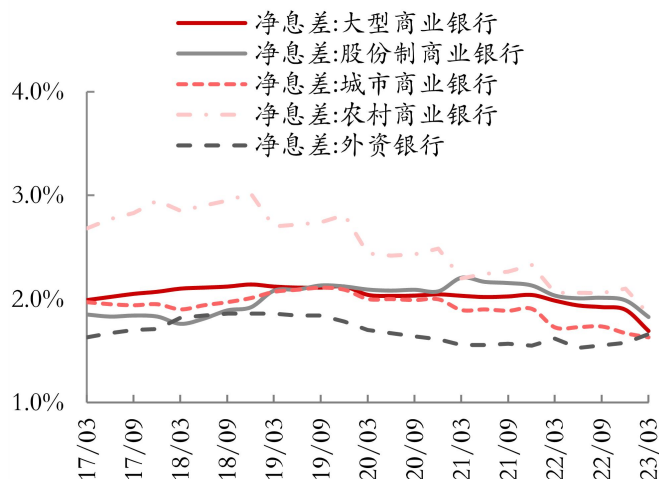
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

3、中国央行降息，关注后续政策变化

近期经济修复动能放缓、通缩压力上升已经成为市场一致预期，市场普遍期待出台增量政策。6月13日，人民银行以利率招标方式开展了20亿元7天期逆回购操作，中标利率1.90%，较前日下降10个基点。根据历史经验，1年期MLF利率会和7天期逆回购利率同幅度变化，预计15日MLF利率也会下降10BP，并进而引导LPR和贷款利率下行。央行降息有一定必要性：一是降息信号意义较强，能够起到提振市场信心的作用；二是LPR利率下降后，居民部门的存量房贷压力将在未来得到缓解；三是货币政策宽松也能为未来出台其他的宽信用政策做铺垫。

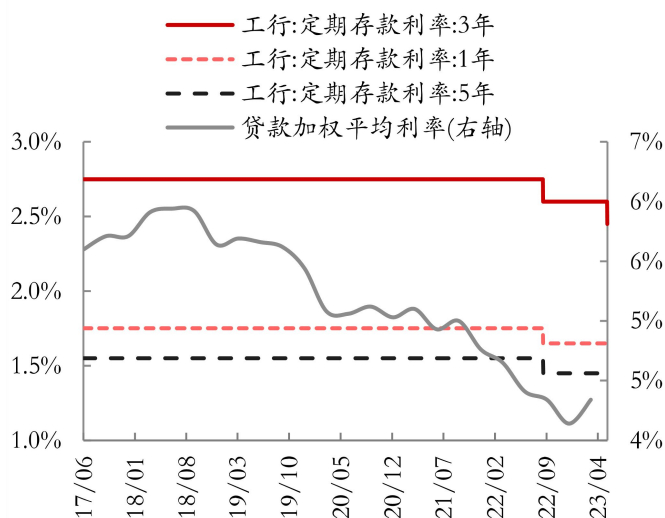
央行下调政策利率可能反映了“随行就市”的态度。上周国有大行下调存款利率后，商业银行的净息差压力得到缓解，LPR和贷款利率下降的概率有所上升，但LPR利率也可以单方面降低。央行之所以降低政策利率，原因可能包括：一者相较于只调降LPR利率，下调政策利率对于商业银行净息差的冲击更小；二者自2月以来，DR007中枢不断下移，5月DR007中枢已经降至1.8%-1.9%的区间内，同业存单利率也持续下行，目前明显低于1年期MLF利率，央行下调政策利率，也可能反映出了“随行就市”的态度。

图表 15：商业银行净息差整体承压



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 16：存贷款利率



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

未来总量货币政策仍有发力的可能，但短期内概率不高。本次央行降息意味着货币政策仍然处于宽松的窗口期内。结合去年8月央行超预期降息的经验，可以初步得到结论：货币政策仍然是以我为主的，汇率贬值压力暂难以掣肘央行降息。展望未来，降息的可能性仍然存在：1) 存款利率相对仍然偏高，且存款利率曲线倒挂问题依旧存在，后续有可能先降低存款利率，再降低政策利率和贷款利率；2) 若经济修复持续不及市场预期，宽信用必先宽货币。但未来政策利率即使下降，和本次的时间间隔也不会很短。在“缩减原则”指导下，央行下调政策利率会相对审慎，留出更多的回旋余地。

短期市场关注的焦点将逐渐转向财政和产业政策。根据去年的经验，稳增长阶段往往是货币政策先行，财政和产业政策跟进，预计本轮政策也会遵循这样的规律，6-7月应是政策推出的窗口期。财政政策方面，若预算内政策效果不佳，未来财政与货币政策配合的力度或将进一步提升，增量的工具可能包括盘活地方债额度、出台政策性开发性金融工具等。产业政策方面，地产政策放松的空间已然不大，后续放松思路应以缓解居民部门债务压力、修养生息为主；支持新产业、高技术产业的政策发力空间或相对更大。

4、债牛未完，逢调买入

图表 17：近 5 次降息后 LPR 及国债收益率变化（单位：BP）

MLF 调降时间	MLF 下调幅度	OMO 调降时间	OMO 下调幅度	1Y LPR 下调幅度	5Y LPR 下调幅度	7D 后 10Y 国债利率变化	1M 后 10Y 国债利率变化
2022-08-15	-10	2022-08-15	-10	-5	-15	-7.41	0.60
2022-01-17	-10	2022-01-17	-10	-10	-5	-2.87	4.28
2020-04-15	-20	2020-03-30	-20	-20	-10	-10.49	13.82
2020-02-17	-10	2020-02-03	-10	-10	-5	-2.47	-18.43
2019-11-05	-5	2019-11-18	-5	-5	-5	0.16	0.42

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

根据历史经验，央行降息后，国债收益率中枢也会下行，降息后的一周内，债市以交易货币政策宽松为主，整体会走强，但降息后一月内，若市场无进一步宽松的预期，收益率往往会上行。当前情况大概率也是如此，当 10Y 国债收益率下至去年前低时，收益率中枢下行幅度也刚好和政策利率下行幅度匹配，市场止盈意愿将有所上升。若后续逐渐出台财政、产业等政策，利率或将小幅上行。

但从全年来看，市场可能仍然以震荡走强为主。目前居民杠杆率已经接近极限，城投+地产的发展模式已至尽头，实体部门的融资需求很难自发且持续好转。另外，今年目标增速并不高，中央也多次强调不要“大干快上”，后续政策的力度未必很强。另一方面，货币政策仍然处于宽松的窗口期内，不排除总量型货币政策出台的可能性，债市将以走强为主，因此利率上行反而会带来较好的买入时机。

策略方面：1) 市场走强后可能有小幅调整，建议择机止盈待利率上行后买入；2) 目前基差水平不高，短期市场走强可关注 TS 上的正套机会，后续市场若发生反转基差可能反向走阔。3) 做陡 T 和 TL 的策略仍可持有；4) 对于寻求保住浮盈的机构而言，当前基差水平不高，可择机布局空头套保策略。

5、风险提示

利率下行较多，未来需要警惕可能的调整。可能引发行情转向的爆点包括：1) 政策预期差。目前市场普遍认为 7 月或将出台增量政策，政策力度相对温和，但若政策出台时

间偏滞后且力度超出市场预期，债市可能发生调整。2) 央行态度转向。目前央行的态度是“加强逆周期调节、保持流动性合理充裕”。但后续若市场利率持续低于政策利率，资金空转问题加剧，不排除央行可能采取较为紧缩的政策，届时行情或将反转。3) 市场做多情绪不断升温，交易拥挤度如果达到较为极限的状态，市场下跌或将引发负反馈。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com