

居民再度去杠杆，然债市走强空间有限



走势评级：

国债：震荡

报告日期：

2023 年 5 月 12 日

★ 金融数据不及预期，居民部门去杠杆

4 月金融数据整体不及市场预期。新增人民币贷款 7188 亿元，预期 1.13 万亿元，前值 3.89 万亿元；社会融资规模增量为 1.22 万亿元，预期 1.72 万亿元，前值 5.38 万亿元；M2 同比增长 12.4%，预期 12.6%，前值 12.7%。数据公布后，债市止盈情绪发酵。

4 月新增社融、人民币信贷规模虽均同比多增，但去年同期的基数本就偏低，金融数据的整体表现欠佳。分部门来看，1) 企业部门中长贷仍持续同比多增，指向基建、制造业相关企业仍在积极融资，但信贷挤出债券融资的问题可能仍在持续；2) 居民部门新增短贷和中长贷规模均为负值，居民再度转向去杠杆，提前还贷的行为依旧存在；3) 政府债快速发行，但财政存款同比多增，或指向政府支出速度较去年同期下降。

综合而言，政策发力节奏开始放缓，且暂未能带动居民部门加杠杆，内需修复仍不牢固；虽然能够看到 M1 增速回升等积极的边际变化，但可持续性仍需观察。展望未来，4 月中央政治局会议对于近期政策的定调未超市场预期，短期内或难以看到强刺激政策出台，金融数据表现或将偏弱。但由于央行持续强调“保持信贷合理增长、节奏平稳”，预计信贷投放规模也不会出现断崖式的下降。而若数据持续偏弱，政策端或也将开始发力。

★ 利率下行空间有限

近期基本面环境对债市影响偏多，但由于市场对经济修复节奏偏慢已经形成了一致预期，降息可能性不大，叠加利率水平已经偏低，债市走强空间有限。策略方面：1) 不建议继续追多；2) 06 合约基差已经较低，缺乏收敛空间；3) 曲线策略方面，做陡收益率曲线；4) 随着贴水逐渐修复，空头套保或可介入。

★ 风险提示：

财政政策表述超预期、经济修复超预期、情绪过热或加剧市场脆弱性。

徐颖 FRM 宏观策略首席分析师

从业资格号：F3022608

投资咨询号：Z0013609

Tel: 8621-63325888-1610

Email: ying.xu@orientfutures.com

联系人

张粲东 宏观策略分析师

从业资格号：F03085356

Tel: 8621-63325888-4110

Email: candong.zhang@orientfutures.com

1、金融数据不及预期

4月金融数据整体不及市场预期。新增人民币贷款7188亿元，预期1.13万亿元，前值3.89万亿元；社会融资规模增量为1.22万亿元，预期1.72万亿元，前值5.38万亿元；M2同比增长12.4%，预期12.6%，前值12.7%。数据公布后，债市止盈情绪发酵，现券收益率小幅上行。

图表1：4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	12200	53800	9327	2873	10.0	10.0	0
人民币贷款	4431	39502	3616	815	11.7	11.7	0
委托贷款	-319	427	-760	441	-20.8	-19.3	-1.5
信托贷款	83	174	-2	85	3.6	3.5	0.1
未贴现银行承兑汇票	119	-45	-615	734	-8.8	-10.4	1.6
企业债券	-1347	1790	-2557	1210	6.0	1.6	4.4
股票融资	2843	3288	3652	-809	0.6	1.2	-0.6
政府债券	993	614	1166	-173	10.9	11.2	-0.3

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表2：4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	7188	38900	6454	734
居民部门	-2411	12447	-2170	-241
居民短贷	-1255	6094	-1855.87	600.87
居民中长贷	-1156	6348	-313.72	-842.28
企业部门	6839	27000	5784	1055
企业短贷	-1099	10815	-1948	849
企业中长贷	6669	20700	2652	4017
票据融资	1280	-4687	5148	-3868

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4月新增社融、人民币信贷规模虽均同比多增，但去年同期的基数本就偏低，金融数据的整体表现欠佳。分部门来看，1) 企业部门中长贷仍持续同比多增，指向基建、制造业相关企业仍在积极融资，但信贷挤出债券融资的问题可能仍在持续；2) 居民部门新增短贷和中长贷规模均为负值，居民再度转向去杠杆，提前还贷的行为依旧存在；3) 政府债快速发行，但财政存款同比多增，或指向政府支出速度较去年同期下降。

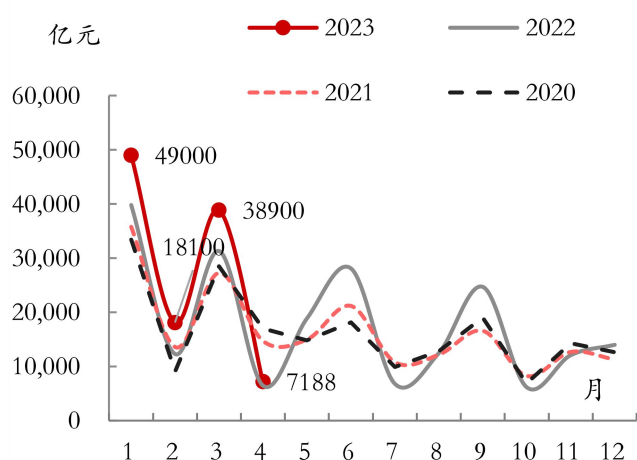
4月金融数据较前期也有一些积极的变化，但可持续性需观察。1) M1增速较前值小幅回升，资金活性化水平上升；2) 居民存款自去年2月起首度同比少增，这可能是提前还贷导致的，但也有可能指向居民部门消费等支出上升；3) 社融-M2剪刀差开始收窄。

综合而言，政策发力节奏开始放缓，且暂未能带动居民部门加杠杆，内需修复仍不牢固；虽然能够看到M1增速回升等积极的边际变化，但可持续性仍需观察。展望未来，4月中央政治局会议对于近期政策的定调未超市场预期，短期内或难以看到强刺激政策出台，金融数据表现或将偏弱。但由于央行持续强调“保持信贷合理增长、节奏平稳”，预计信贷投放规模也不会出现断崖式的下降。而若数据持续偏弱，政策端或也将开始发力。

2、融资需求延续分化，居民转向去杠杆

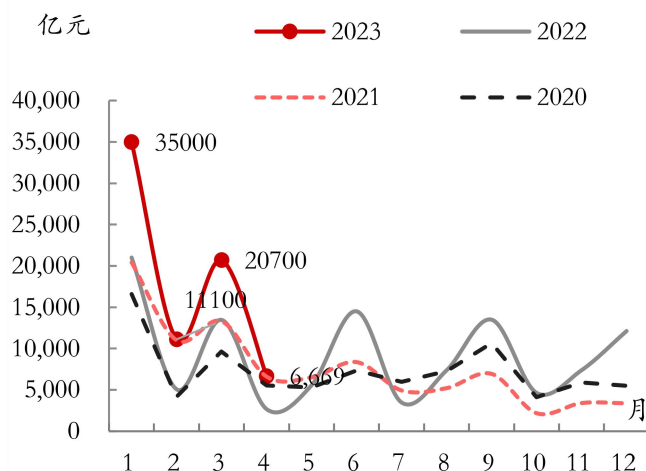
4月信贷投放速度整体下降，且结构上再度呈现出了“企业强、居民弱”的问题。4月人民币贷款增加7188亿元，同比多增734亿元，但低于2021和2020年同期的新增规模。另外，4月新增信贷规模大幅低于1-3月，信贷投放的节奏开始放缓。一者当前内需分化式修复，消费改善情况整体好于投资，实体融资需求偏弱；二者一季度商业银行大量投放信贷，或部分透支了4月的额度；三者央行也在一季度末指出，“保持信贷合理增长、节奏平稳”，商业银行或应监管要求逐渐放缓了信贷投放的节奏。

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：企业中长贷处于季节性高位

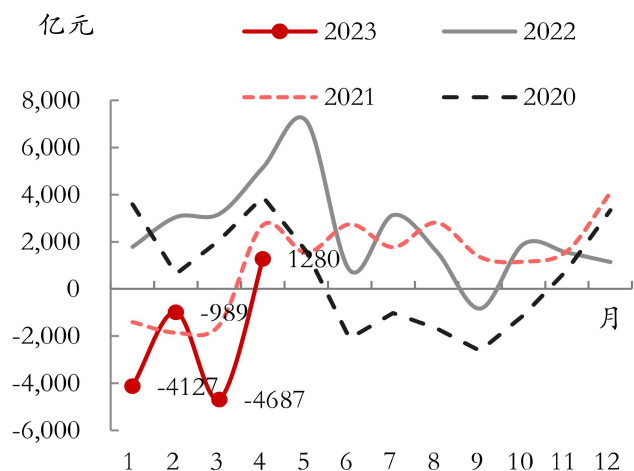


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

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。4月企业贷款增加6839亿元，同比多增1055亿元。其中，短期贷款减少1099亿元，同比多增849亿元；中长期贷款增加6669亿元，同比多增4017亿元；票据融资增加1280亿元，同比少增3868

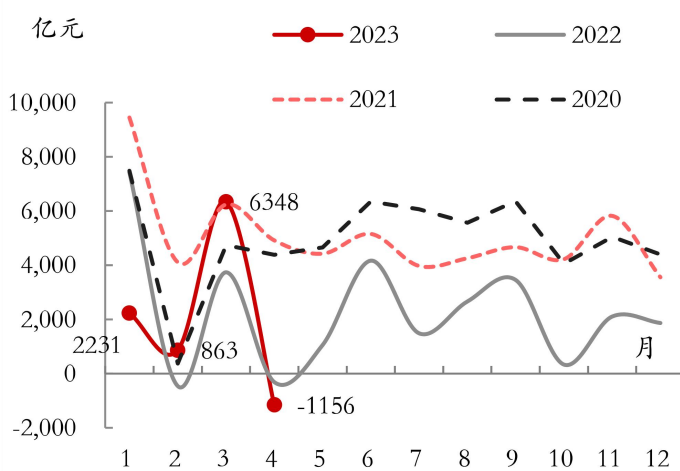
亿元；非银行业金融机构贷款增加 2134 亿元，同比多增 755 亿元。企业中长贷仍然保持相对强劲，大量的信贷资源或投向了基建和制造业，地产行业所获银行贷款规模应正在边际增加。票据融资规模虽同比少增，但去年同期的新增票据额度非常高，当前新增票据规模的绝对量并不低。

图表 5：票据融资规模有所回升



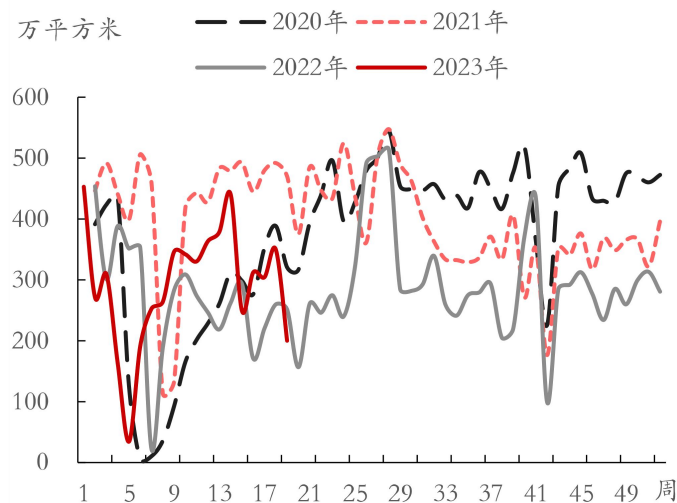
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 6：居民新增中长贷规模低于季节性水平



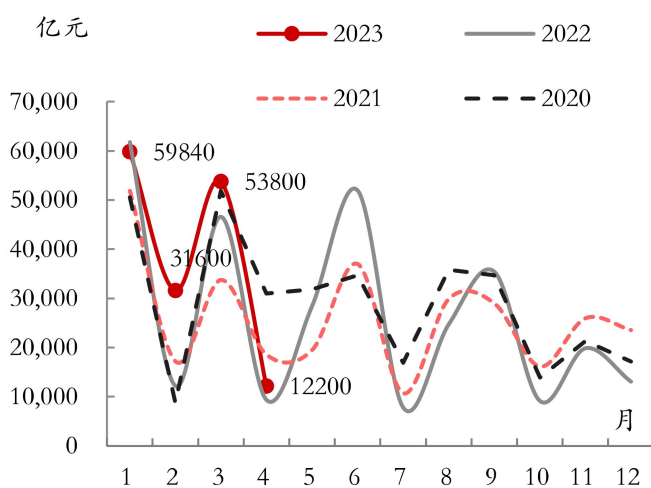
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

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



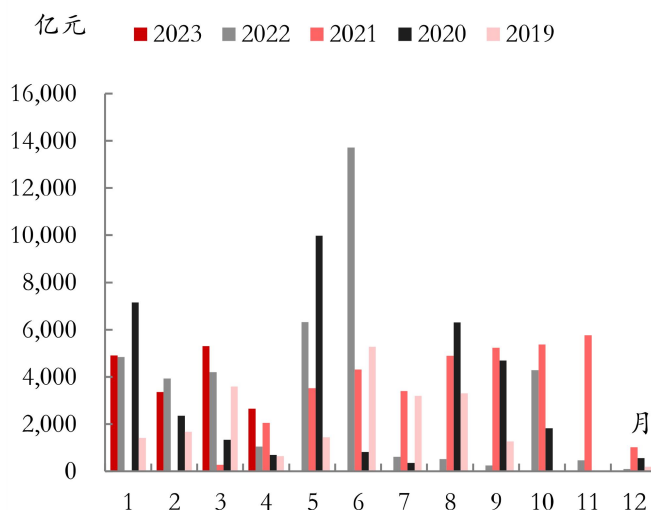
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

居民部门再度转向去杠杆。4月居民部门新增贷款为-2411亿元，同比少增241亿元。其

中，短期贷款减少 1255 亿元，同比多增 601 亿元，中长期贷款减少 1156 亿元，同比少增 842 亿元。虽然 3 月居民中长贷和 30 大中城市商品房销售量一度同步走高，但目前来看可持续性并不强。居民部门存量债务压力已经较高，且从结构上看，低收入群体的债务压力非常突出。未来居民部门进一步加杠杆的空间相对有限。

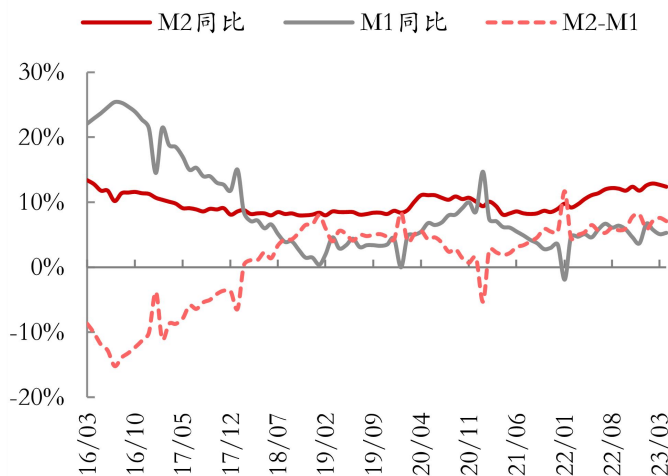
4 月社会融资规模增量为 1.22 万亿元，同比多增 2873 万亿元；社融存量同比为 10.0%，与前值持平。其中，4 月新增企业债券 2843 亿元，同比少增 809 亿元。企业贷款挤出债券融资的问题可能仍然存在。政府债券新增 4548 亿元，同比多增 636 亿元，今年财政靠前发力的逻辑较为明确，专项债发行速度较快，但财政资金能否带动社会资金投入基建项目这一问题还需持续关注。

图表 9：今年新增专项债发行节奏较快



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

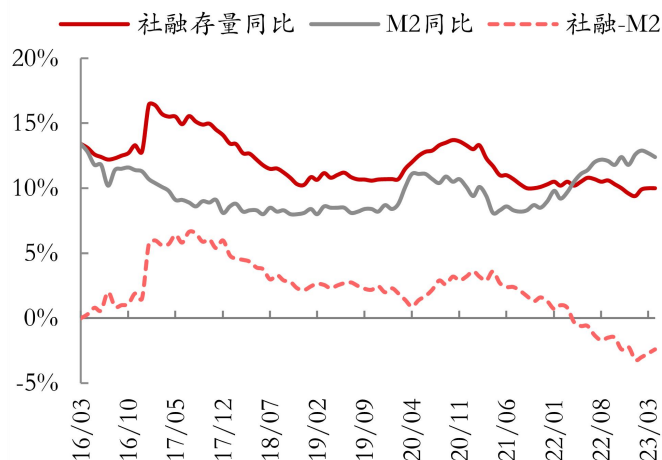
图表 10：M1-M2 剪刀差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

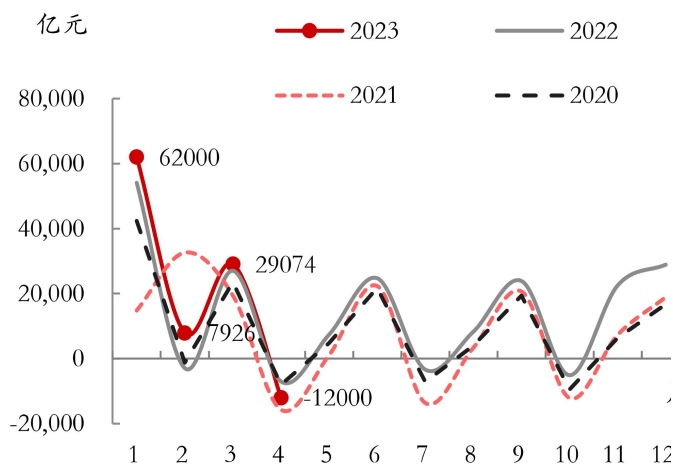
存款方面，M1 同比增速为 5.3%，较前回升 0.2 个百分点，M1 增速回升显示资金活性有所上升，但可持续性需进一步观察。M2 同比增速为 12.4%，较前值回落 0.3 个百分点，从结构上看：1) 居民存款减少 1.2 万亿元，同比少增 4968 亿元，一方面居民消费意愿回升，居民存款和企业存款的循环逐步启动，这也能够对应 M1 增速的回升，另一方面结合居民去杠杆的现象来看，提前还贷可能也是导致居民存款降低的因素；2) 财政存款增加 5028 亿元，同比多增 4618 亿元，或指向财政支出的速度有所放缓。3) 企业存款减少 1408 亿元，同比少增 198 亿元；4) 新增非银存款为 2912 亿元，同比少增 3804 亿元。

图表 11: 社融增速 vs M2 增速



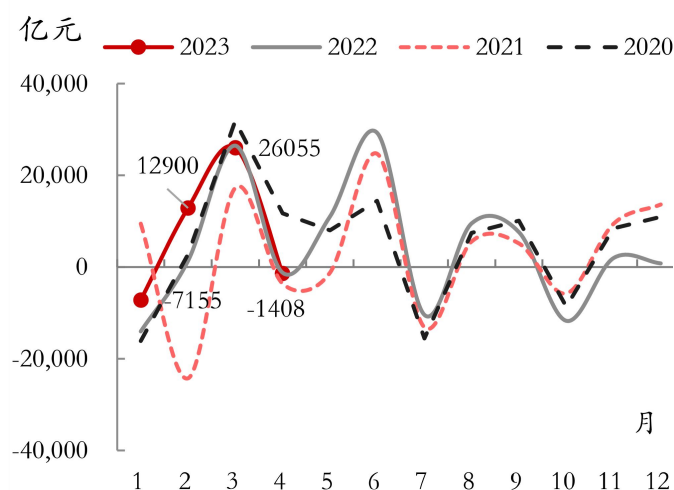
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 12: 居民存款同比少增



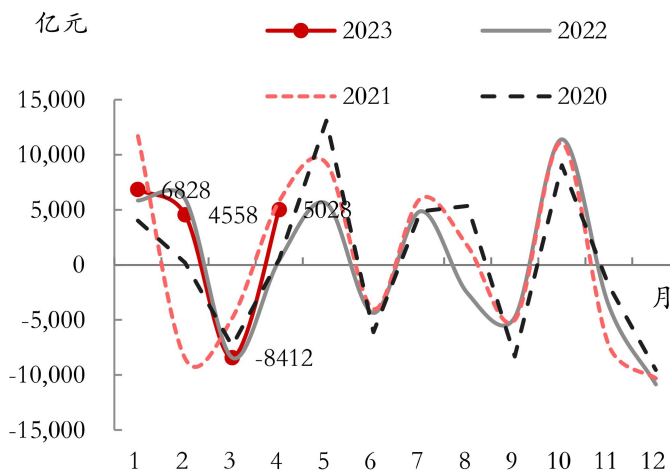
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

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高位



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

3、利率下行空间有限

近期债市整体处于偏多的环境中。经济修复斜率下降,但政策刺激力度偏弱这一逻辑已经形成市场共识,实体融资需求偏弱,资金面再度转松,叠加存款利率下调,债市持续走强,10Y 国债收益率一度下破 2.7% 这一关键点位,各期货品种 06 合约基差也已经压缩到了较低的水平上。

但未来利率进一步下行的空间较为有限。一者基本面和政策面的逻辑已经被市场所交

易；二者根据历史经验，利率大幅下行往往需要货币政策的配合，但在当前资金空转的情况下，总量型货币政策进一步发力的必要性相对偏低；三者目前 10Y 国债收益率约为 2.7%，已经基本和去年 11 月初的水平持平，而当前的基本面情况已较当初有显著不同。综合而言，若无降息等超预期利多因素落地，利率进一步下行的空间较为有限。

策略方面：1) 不建议继续追多；2) 06 合约基差已经较低，缺乏收敛空间；3) 曲线策略方面，做陡收益率曲线；4) 随着贴水逐渐修复，空头套保或可介入。

4、风险提示

财政政策表述超预期、经济修复超预期、情绪过热或加剧市场脆弱性。

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