

融资结构持续分化，短期债市偏向走强



走势评级：

国债：震荡

报告日期：

2023 年 3 月 12 日

★ 金融数据再超预期，融资结构持续分化

2 月金融数据继续超市场预期。新增人民币贷款 18100 亿元，预期 14346 亿元，前值 49000 亿元；社会融资规模增量为 31600 亿元，预期 20766 亿元，前值 59840 亿元；M2 同比增长 12.9%，预期 12.3%，前值 12.6%。数据公布后，现券收益率先上后下。

2 月信贷、社融数据总量和结构均延续上月态势。从结构方面看：

1) 企业部门中长贷继续同比多增，同时新增债券规模也同比多增，企业融资需求延续向好态势；2) 居民中长贷虽小幅同比多增，但去年基数本也较低，居民举债购房意愿修复的速度仍然偏慢，居民存款仍然处于季节性高位，被动性储蓄问题依旧存在；3) 政府债券大幅同比多增并带动社融增量超预期，这可能和春节错位因素有关，不过近期财政积极发力的趋势仍然较为明显。但 2 月金融数据和此前有一些积极的边际变化：1) 企业存款结束了连续 4 个月同比少增的状态，而居民存款虽处于季节性高位，但环比下降幅度较大，这可能说明居民部门和企业部门存款循环存在困难的问题正在缓解；2) 企业债券改善幅度较为明显，直接融资环境正在改善。

★ 债市对利空消息不敏感，短期顺势而为

今年经济整体弱复苏已经成为市场共识，债市较为担忧未来内需修复的空间；目前通胀压力较为温和，短期内货币政策仍保持相对宽松的基调，而财政等政策目标略低于市场预期；年初机构配置压力较大，机构本身偏向于做多债市，更愿意相信有利于债市的逻辑。综合来看，短期债市或将延续偏强走势。但时间并不站在利多债市的一方，中长期依旧看空债市。

策略方面：1) 短期债市延续走强，长期依旧看空债市；2) T2306 合约基差或将继续收敛；3) 曲线策略方面，逐渐转向做陡收益率曲线；4) 随着贴水逐渐修复，空头套保或可介入。

★ 风险提示：

货币政策超预期。

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、金融数据再超预期

2月金融数据继续超市场预期。新增人民币贷款18100亿元，预期14346亿元，前值49000亿元；社会融资规模增量为31600亿元，预期20766亿元，前值59840亿元；M2同比增长12.9%，预期12.3%，前值12.6%。数据公布后，现券收益率先上后下。

图表1：2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	31600	59840	12170	19430	9.9	9.4	0.5
人民币贷款	18200	49314	9084	9116	11.5	9.4	2.1
委托贷款	-77	584	-74	-3	3.5	3.5	0.0
信托贷款	66	-62	-751	817	-10.9	-12.6	1.7
未贴现银行承兑汇票	-70	2963	-4228	4158	-3.3	-14.9	11.6
企业债券	3644	1486	3610	34	1.8	1.9	-0.1
股票融资	571	964	585	-14	11.7	11.7	0.0
政府债券	8138	4140	2722	5416	13.9	12.9	1.0

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表2：2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	18100	49000	12300	5800
居民短贷	1218	341	-2911	4129
居民中长贷	863	2231	-459	1322
票据融资	-989	-4127	3052	-4041
企业短贷	5785	15100	4111	1674
企业中长贷	11100	35000	5052	6048

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2月信贷、社融数据延续走强态势，这和票据利率等高频指标的表现能够相互印证，但金融数据在结构方面仍然表现分化：1) 企业部门中长贷继续同比多增，同时新增债券规模也同比多增，企业融资需求延续向好态势；2) 居民短贷大幅同比多增，但可能是部分居民利用低息贷款置换中长期高息贷款所导致的，消费需求修复的成色仍然需要综合更多指标进行验证，居民中长贷虽小幅同比多增，但去年基数本也较低，居民举债购房意愿修复的速度仍然偏慢，居民存款仍然处于季节性高位，被动性储蓄问题依旧存在；3) 政府债券大幅同比多增并带动社融增量超预期，这可能和春节错位因素有关，不过近期财政积极发力的趋势仍然较为明显。

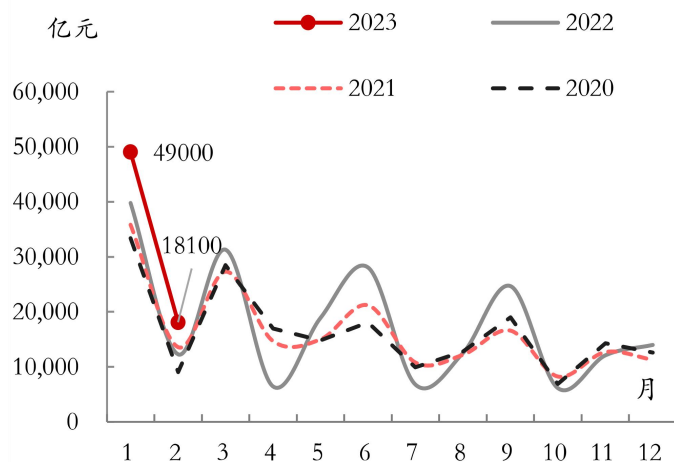
2月金融数据和此前有一些积极的边际变化：1) 企业存款结束了连续4个月同比少增的状态，而居民存款虽处于季节性高位，但环比下降幅度较大，这可能说明居民部门和企业部门存款循环存在困难的问题正在缓解；2) 企业债券改善幅度较为明显，直接融资环境正在改善。

未来实体融资需求修复的方向较为确定，但这种修复会是渐进式的，修复的空间可能也相对有限。根据历史经验，信用修复可以划分为几个阶段：1) 票据冲量；2) 企业信贷需求回暖；3) 居民部门加杠杆意愿上升。居民部门杠杆率同比与M1同比高度相关，而M1同比与多种资产价格表现出高度相关性，因此在3个阶段中，第3阶段相对重要。目前正处于第2阶段向第3阶段的过渡过程中，企业的融资需求已然较强，但由于收入预期并未明显改善、存量债务压力较大等多种原因，居民部门举债的意愿仍然较弱。未来随着宏观环境、市场预期的好转，居民举债意愿可能会逐渐上升，但节奏或相对偏慢，杠杆率上升的空间也相对有限。

2、融资需求延续分化态势

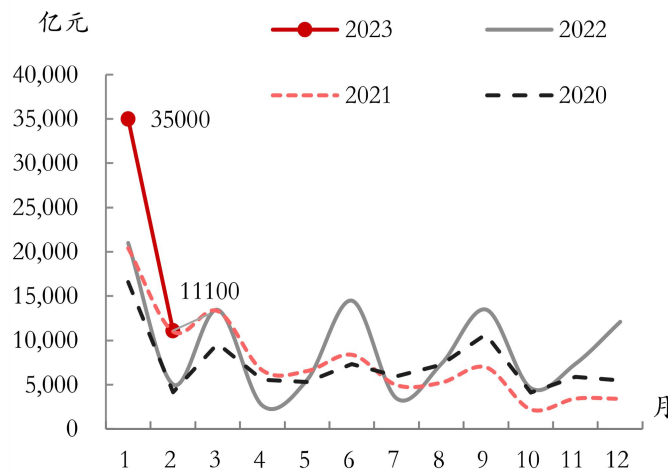
近期信贷数据持续表现较为强劲，内需修复的方向已然较为明确，但这种修复是分化的。企业部门加杠杆的意愿持续处于较高水平，2月贷款增加1.61万亿元，同比多增3700亿元。其中，短期贷款增加5785亿元，同比多增1674亿元；中长期贷款增加1.11万亿元，同比多增6048亿元；票据融资减少989亿元，同比少增4041亿元；非银行业金融机构贷款增加173亿元，同比少增1617亿元。票据融资持续回落，企业中长贷持续回升，企业的融资需求好转的方向进一步明确。从行业投向来看，大量的信贷资源或投向了基建和制造业，地产行业所获银行贷款可能有所好转，但好转幅度亦不宜高估。

图表3：新增人民币贷款同比多增



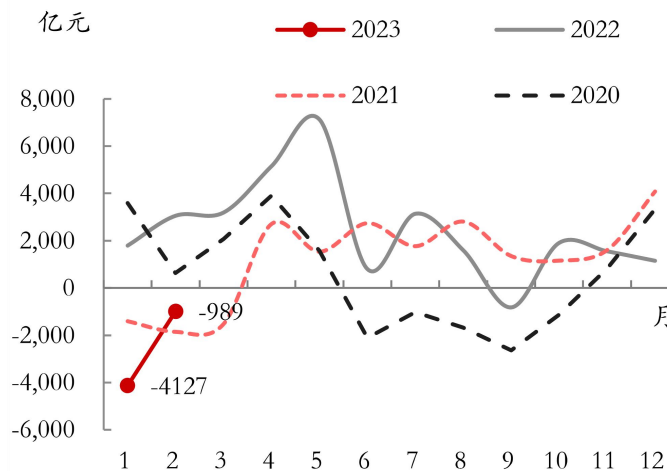
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表4：企业中长贷处于季节性高位



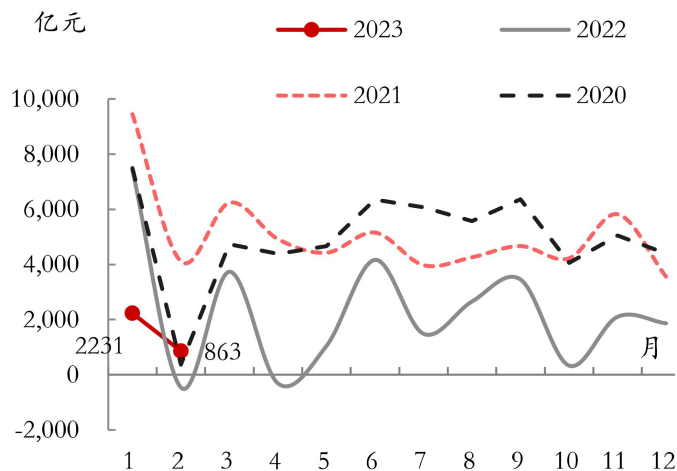
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 5: 票据融资持续压缩



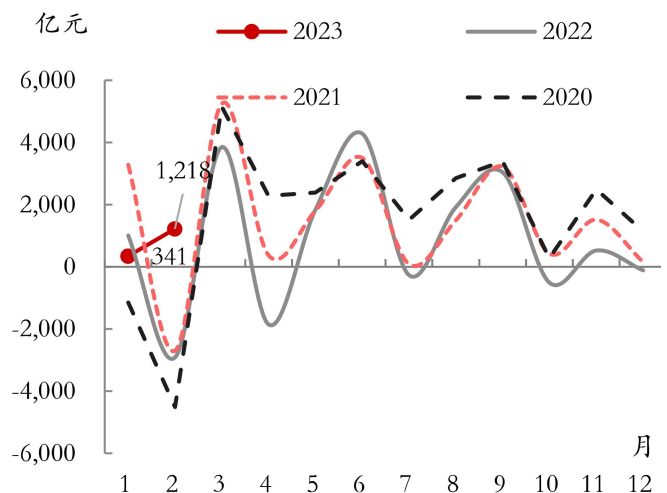
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 6: 居民新增中长贷规模低于季节性水平



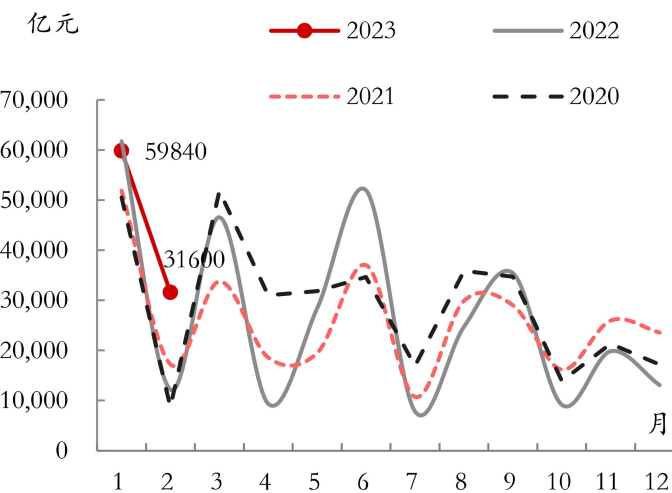
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 7: 居民新增短贷规模高于季节性水平



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高水平



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

居民部门短贷有所改善,但中长期融资需求改善的斜率仍然偏低。2月居民部门新增贷款2081亿元,同比多增5450亿元。其中,短期贷款增加1218亿元,同比多增4129亿元,中长期贷款增加863亿元,同比多增1322亿元。居民部门短贷增加较为超市场预期,这可能与部分居民选择用短期、低息的贷款来置换中长期、高息贷款有关,居民部门消费需求改善的成色尚需更多数据来进行验证。居民中长期贷款虽然同比多增,但去年的基数也比较低,综合来看,居民中长期融资需求的改善仍不明显。2月地产市场出现回

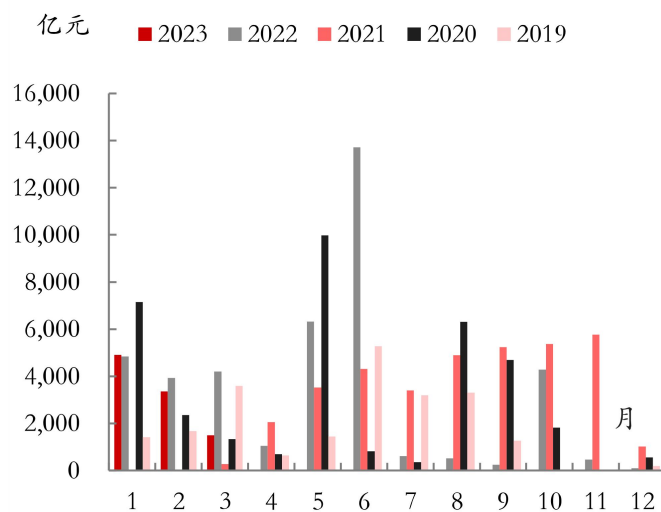
暖势头，但二手房改善的幅度要超过新房，一方面部门居民较为担忧新房烂尾的问题；另一方面去年二手房价格的跌幅更大，新房相较于二手房的价格优势也在下降。未来地产市场或将温和回暖，但从二手房向新房市场传导需要时间，而且当前居民部门的债务压力并不低，未来居民举债购房相关数据改善的空间相对有限。

2月社会融资规模增量为3.16万亿元，同比多增1.9万亿元，社融存量同比为9.9%，较前值上升0.5个百分点。

信贷、非标和直接融资的改善均较为明显。非标方面，由于去年基数较低，未贴现银行承兑汇票同比多增4158亿元，信托贷款和委托贷款共计同比多增814亿元，近期信托和委托贷款持续同比多增，而根据历史经验，这部分资金往往流向基建、地产相关行业。

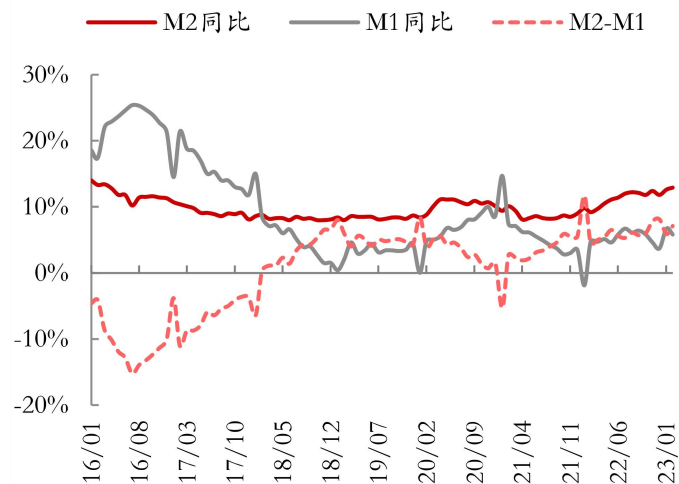
直接融资方面，2月新增企业债券3644亿元，同比多增34亿元。理财赎回压力已经明显缓和，信用利差持续压降，企业发债融资的缓解得到了明显缓解。政府债券新增8138亿元，同比多增5416亿元，今年和去年春节错位固然是政府债券同比多增的主因，但近期专项债发行的绝对规模并不低，今年财政靠前发力的逻辑较为明确。

图表9：今年2月新增专项债发行规模较高



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表10：M1-M2 剪刀差

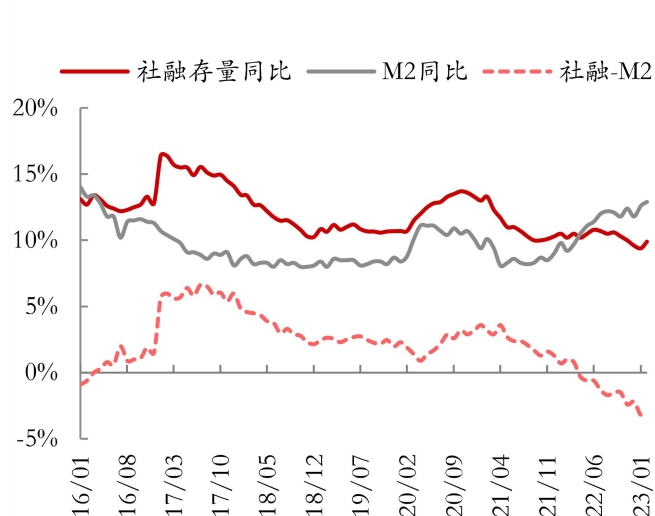


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

存款方面，M1 同比增速为5.8%，较前值下降1.1个百分点，根据历史经验，春节后M1增速往往会下降。M2 同比增速为12.9%，较前值上升0.3个百分点。从结构上看：1) 居民部门仍在进行被动储蓄，2月其新增存款规模达到7926亿元，同比多增10849亿元，但从近5年居民存款的季节性表现来看，当前的居民存款已经不再是历史同期最高值；2) 企业新增存款为12900亿元，同比多增11511亿元，企业存款大幅同比多增，这可能是居民部门支出增加导致的，即居民部门和企业部门的存款逐渐开始循环；3) 新增非

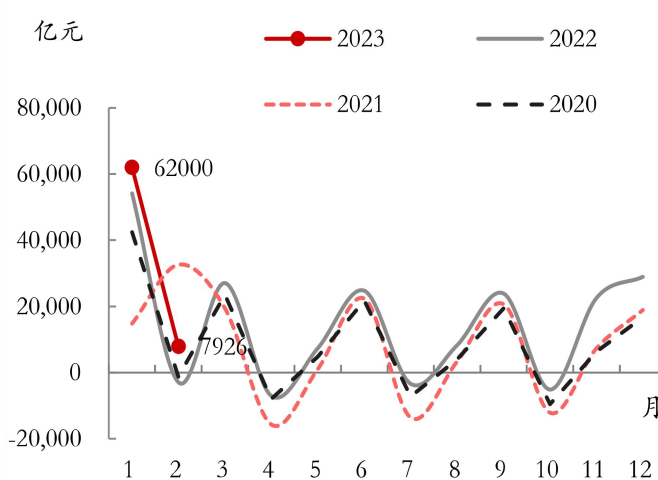
银存款为-5163 亿元，同比少增 19063 亿元。M2 环比增幅明显下降，或是受到了居民提前还贷的影响。

图表 11: 社融增速 vs M2 增速



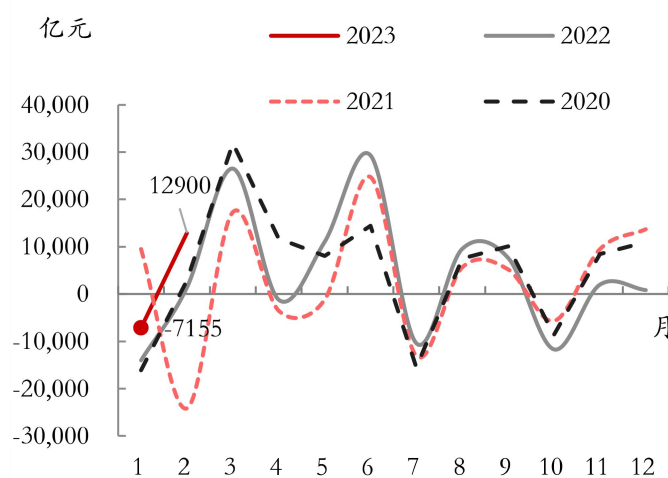
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 12: 居民存款规模处于季节性高位



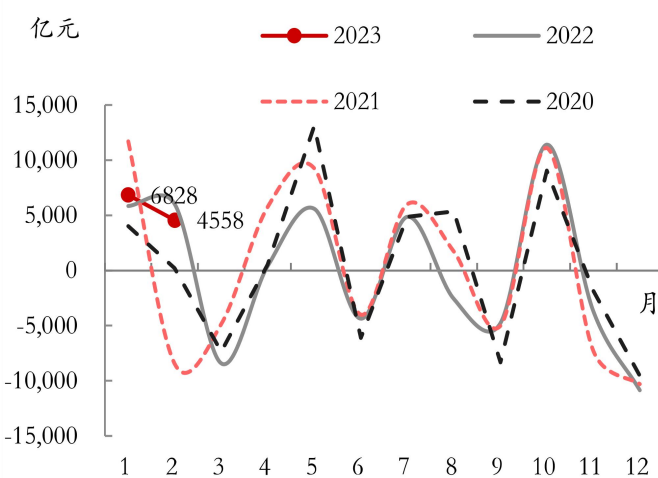
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 13: 企业存款规模处于季节性高位



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、短期债市或表现偏强，基差或继续收敛

债市对于社融数据超预期的反应较为平静，结合近期债市走向来看，债市对于利多因素的反应是更为敏感的。一方面，机构配置需求较为旺盛，市场更易交易利多消息；另一

方面，当前经济的修复是分化的，而根据历史经验，在地产乏力的背景下，经济修复的成色可能也会偏弱。另外，可以看到近期 T2306 合约基差持续收敛，由于去年末强预期迅速发酵，期货贴水程度加深，T2306 合约基差本就偏高，机构可能更为青睐用资金占用更少、流动性更好的期货来进行做多。

短期债市或延续走强态势，基差或继续收敛。由于供给侧风险尚未完全化解、居民存量债务压力较大、收入及预期并未明显改善等因素，地产周期的启动是较为乏力的，这也形成了市场一致预期，而地产是我国的支柱产业，在地产缺位的情况下，内需修复的空间不会太高。另外，地产的缺位可能同样会导致高息资产的缺乏，欠配行情在短期内或将延续。当前 T2306 合约基差逐渐回归季节性水平，但若市场整体的方向偏多，基差仍然存在着一定的收敛空间。

但时间并不站在利多债市的一方。一者基本面修复的方向是相对确定的，且当前 M2 的增速明显高于 GDP 增速，未来通胀的压力也会逐渐上升；二者虽然当前市场仍在交易货币政策宽松最后的窗口，但未来货币政策逐渐回归常态化的方向较为确定，且随着货币政策的边际收敛，资金面可能也是不利于债市的；三者当前市场对于政策刺激、内需修复的预期正在不断下修，T2306 合约的隐含收益率已经下行至 2.96%，这可能已经不高，未来需警惕现实超预期的可能性。

策略方面：1) 短期债市延续走强，长期依旧看空债市；2) T2306 合约基差或将继续收敛；3) 曲线策略方面，逐渐转向做陡收益率曲线；4) 随着贴水逐渐修复，空头套保或可介入。

4、风险提示

政策表述超预期，经济修复超预期。

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，注册资本金 38 亿元人民币，员工逾 800 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、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。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 36 家分支机构，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 149 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

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