

信贷“开门红”，债市走强空间有限



走势评级： 国债：看跌
报告日期： 2023年2月11日

★ 信贷“开门红”，融资需求分化

1月金融数据超市场预期。中国新增人民币贷款4.9万亿元，预期4.08万亿元，前值1.4万亿元；社会融资规模增量为5.98万亿元，预期5.68万亿元，前值13058亿元；M2同比增长12.6%，预期11.5%，前值11.8%。数据公布后，现券收益率普遍小幅下行，走出利空出尽走势。

金融数据总量上表现亮眼，但结构分化特征较为明显。1) 企业部门新增信贷超季节性水平，尤其是企业中长贷持续表现强劲，这显示企业部门举债以及采购投资意愿正在增强，但受去年年末债市大幅走弱的影响，信用债融资尚未修复。2) 居民部门短贷和中长贷表现均比较弱，存款继续积累，整体来看居民被动储蓄以及去杠杆的问题尚未得到解决。3) 虽然1月新增政府债规模同比少增，但新增专项债额度较去年同期多，且未来2个月，专项债计划发行额度也偏高，预计政府将成为今年主要的加杠杆部门。

展望未来，信用修复整体的方向较为确定，节奏或略显波折。政策刺激之下，长期来看信用能够缓慢修复。要注意的是，信用修复节奏可能会略显波折，空间也相对有限。目前居民主动加杠杆意愿较低，在存量债务压力较重、房价持续下跌、收入增速承压以及房贷利率下降的情况下，居民部门去杠杆的问题较难在短期内得到解决。

★ 债市走强空间有限

由于债市对信贷“开门红”有充分预期，叠加节后套保盘离场，债市逆势走强。但未来期债上涨空间或有限：一者缺乏降息等宽货币政策的配合；二者随着“两会”临近，强预期逻辑或有再度主导市场的可能；三者通胀压力逐渐回升，信用指标逐渐修复的大方向暂不能证伪，不建议继续追多。

★ 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、1月金融数据“开门红”，然债市走强

1月金融数据超市场预期。中国新增人民币贷款4.9万亿元，预期4.08万亿元，前值1.4万亿元；社会融资规模增量为5.98万亿元，预期5.68万亿元，前值13058亿元；M2同比增长12.6%，预期11.5%，前值11.8%。数据公布后，现券收益率普遍小幅下行，走出利空出尽走势。

图表1：1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	59800	13058	61759	-1959	9.4	9.6	-0.2
人民币贷款	49300	14401	41988	7312	11.1	9.6	1.5
委托贷款	584	-101	428	156	3.5	3.4	0.1
信托贷款	-62	-764	-680	618	-12.6	-14.0	1.4
未贴现银行承兑汇票	2963	-554	4733	-1770	-14.9	-11.6	-3.3
企业债券	1486	-4887	5838	-4352	1.9	3.6	-1.7
股票融资	964	1443	1439	-475	11.7	12.4	-0.7
政府债券	4140	2809	6026	-1886	12.9	13.4	-0.5

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表2：1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	49000	14000	39800	9200
居民短贷	341	-113	1006	-665
居民中长贷	2231	1865	7424	-5193
票据融资	-4127	1146	1788	-5915
企业短贷	15100	-416	10100	5000
企业中长贷	35000	12110	21000	14000

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

总量上看，1月信贷、社融和M2同比等数据表现亮眼，基本实现“开门红”，但结构分化问题较为明显。企业部门：信贷明显超出季节性水平，尤其是企业中长贷持续表现强劲，这和1月PMI数据的多个分项能够对应，显示企业部门举债以及采购投资意愿正在增强，预计未来基建和制造业增速仍然会得到支撑，但受去年年末债市大幅走弱的影响，信用债融资尚未修复。居民部门：短贷和中长贷表现均比较弱，分别显示消费和购房意愿仍然比较低，存款继续积累，只不过春节这一季节性因素作用下，M1增速回升，整体来看居民被动储蓄以及去杠杆的问题尚未得到解决。政府部门：虽然1月新增政府

债规模同比少增，但新增专项债额度较去年同期多，且未来2个月，专项债计划发行额度也偏高，预计政府将成为今年主要的加杠杆部门。

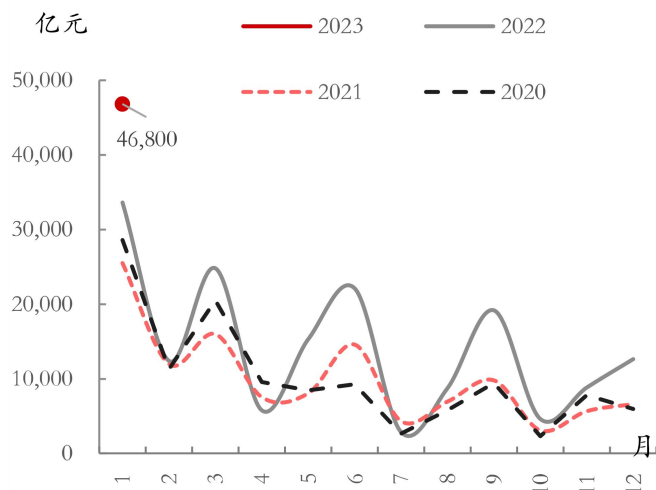
展望未来，信用修复整体的方向较为确定，节奏或略显波折。稳增长是今年经济工作的重心，目前地产、财政等多个方面已经出台了较多稳增长的政策，预计“两会”会对稳增长工作做出进一步指引，在政策的发力之下，长期来看信用能够缓慢修复。要注意的是，信用修复节奏可能会略显波折，空间也相对有限。目前居民主动的加杠杆意愿较低，在存量债务压力较重、房价持续下跌、收入增速承压以及房贷利率下降的情况下，居民部门去杠杆的问题较难在短期内得到解决。

债市对于金融数据超预期已有充分预期，另外债市可能会更为关注信用数据修复的可持续性，但1月居民短贷和中长贷表现仍然较差，因此数据公布后现券利率反而下行。由于信用以及经济的修复是较为波折的，年初市场仍然会进行预期和现实之间的博弈，债市会更为关注信用修复节奏较为波折以及空间相对有限这些逻辑。但中长期来看，债市终会交易信用修复方向较为确定这一逻辑，叠加降息空间不大，国债走强的空间有限，短期的上涨只是估值的暂时性修复，建议逢高布局国债期货中线空单。

2、融资需求分化，复苏预期摇曳

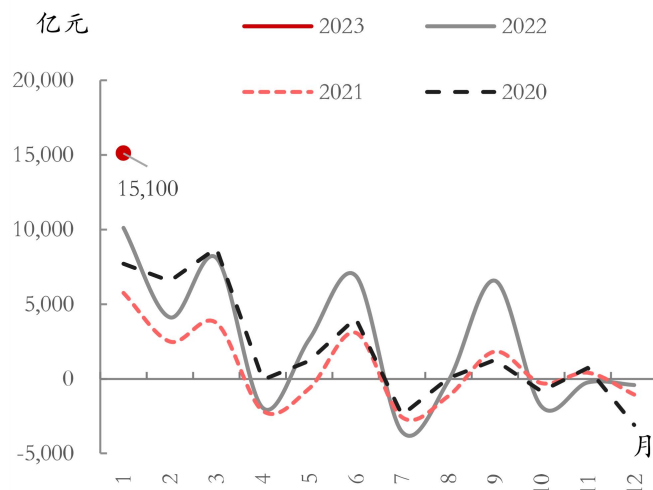
信贷数据表现强劲，但融资需求的分化问题较为严重。企业部门的融资需求较为旺盛，1月贷款增加4.68万亿元，同比多增1.32万亿元。其中，短期贷款增加1.51万亿元，同比多增5000亿元；中长期贷款增加3.5万亿元，同比多增1.4万亿元；票据融资减少4127亿元，同比少增5915亿元；非银行业金融机构贷款减少585亿元，同比多增832亿元。

图表3：企业部门新增信贷大幅同比多增



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

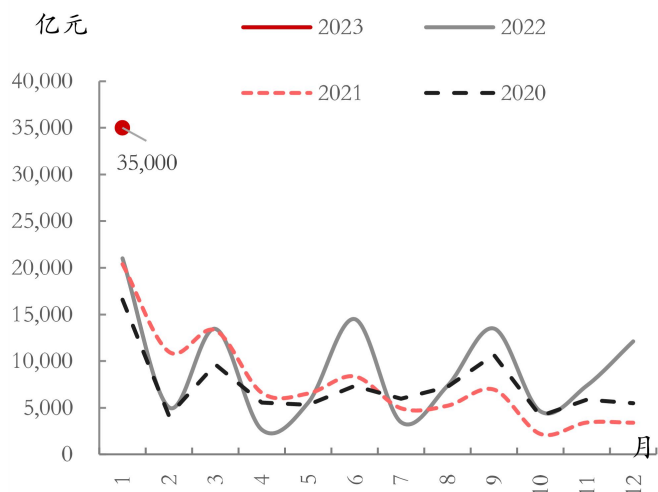
图表4：企业短贷处于季节性高位



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

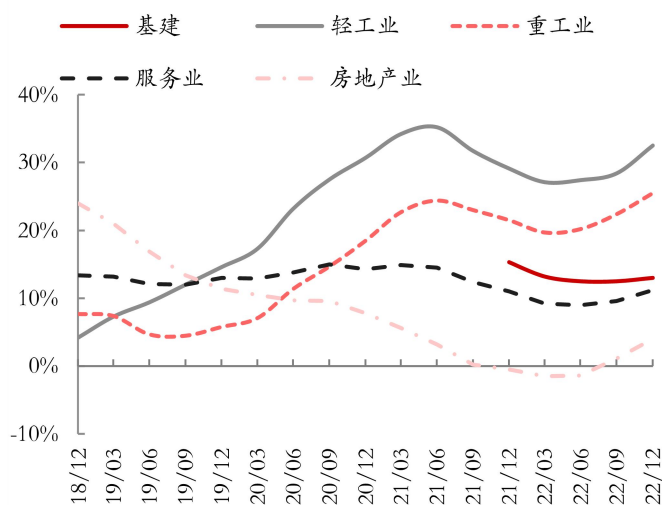
稳增长政策持续推出和商业银行争取信贷“开门红”意愿较强可能是推升企业部门融资规模的主因，根据历史经验，信贷座谈会召开后，信贷规模往往都会有不错的表现，本次数据亦符合这一规律。企业部门信贷规模增加，一方面可能与节前企业补充流动性资金相关，另一方面也能够与1月PMI中的采购量、原材料库存等分项相互对应，显示企业的采购、投资需求也在增加。从结构上看，信贷可能主要投向了基建、制造业以及部分服务行业，央行数据显示，去年四季度上述行业的信贷增速均在回升，且基建以及制造业等行业的融资需求能够被政策所持续激发，随着疫情对经济的冲击降低，服务业融资需求可能也会有所上升。但地产所获信贷规模不宜高估，虽然在“第一支箭”推出后，各地银行为房企提供了超5万亿元的意向性授信额度，但在商品房销售尚未明显改善的情况下，地产相关贷款落地的节奏可能偏慢。

图表 5：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

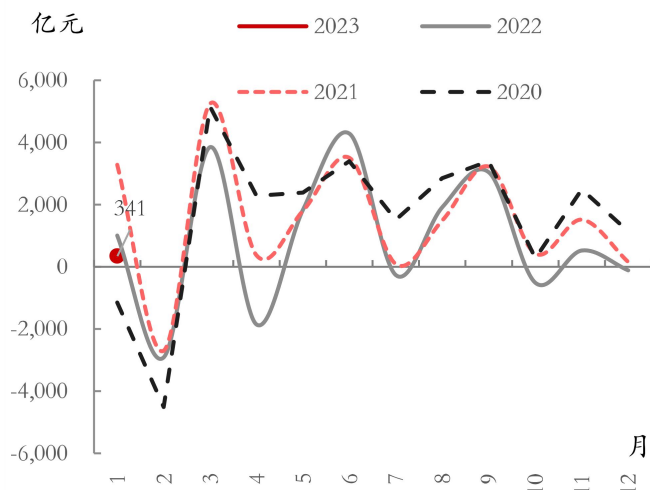
图表 6：工业和基建行业贷款增速较高



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

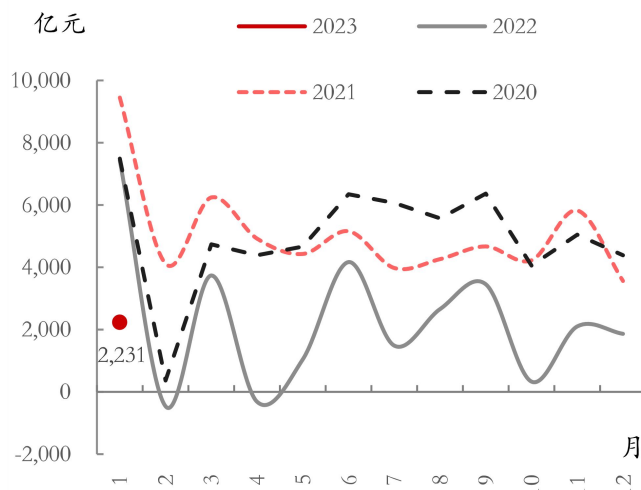
居民部门内生的融资需求仍然较差。1月新增居民人民币贷款2572亿元，同比少增5858亿元。其中，短期贷款增加341亿元，同比少增665亿元，中长期贷款增加2231亿元，同比少增5193亿元。虽然春节期间旅游、票房等高频数据显示消费正在好转，但地产后周期类消费品销售增速表现或仍偏差，叠加部分低收入群体消费能力不强，短贷表现承压。中长期贷款持续大幅同比少增符合市场预期，在担忧“烂尾”、收入承压以及房价下跌等因素的综合作用下，居民购房意愿不强，1月30大中城市商品房成交面积同比降幅阔大至40%。另外，由于房贷利率持续下降，叠加居民收入及收入预期承压，部分居民选择提前还贷，这也制约了居民中长贷的扩张。

图表 7: 居民新增短贷规模低于季节性水平



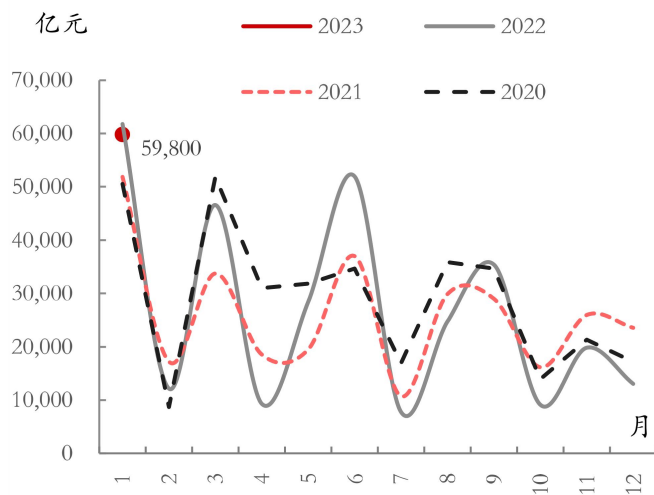
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 8: 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 9: 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

图表 10: 近期信用利差变化



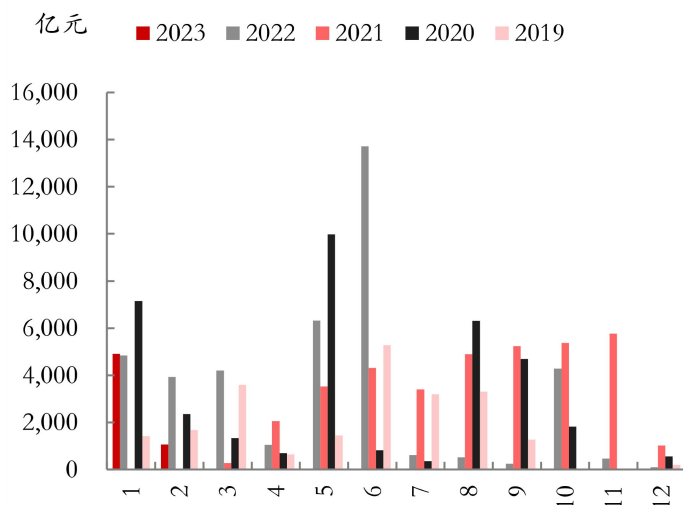
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

1 月社会融资规模增量为 5.98 万亿元, 同比少增 1959 亿元, 社融存量同比为 9.4%, 较前值下降 0.2 个百分点。

虽然信贷表现较强, 但直接融资的表现偏弱。1 月新增企业债券 1486 亿元, 同比少增 4352 亿元。理财赎回压力尚未完全缓解, 信用债的一级发行情况受到了一定冲击。企业发债融资受阻, 转而寻求贷款融资, 这也推升了贷款规模。目前理财赎回压力有所缓和,

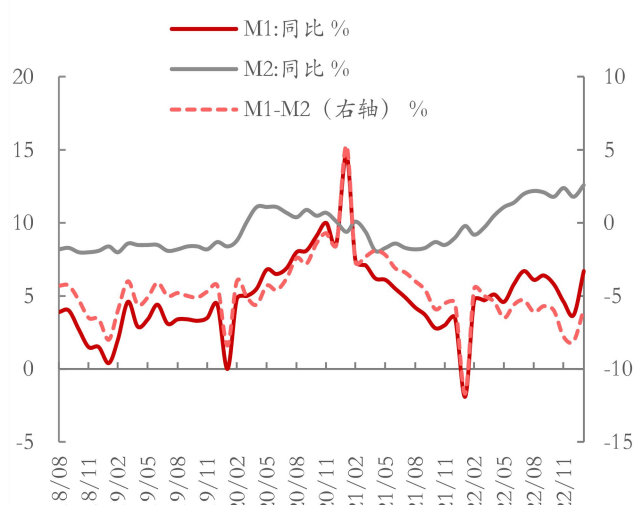
信用利差普遍下行，未来企业债发行情况将得到一定改善。政府债券新增 4140 亿元，同比少增 1886 亿元。1 月地方政府新增专项债规模接近 5000 亿元，超去年同期，政府加杠杆对冲经济下行压力的意愿较强，预计未来政府债对社融的拖累会逐渐下降。

图表 11：今年 1 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

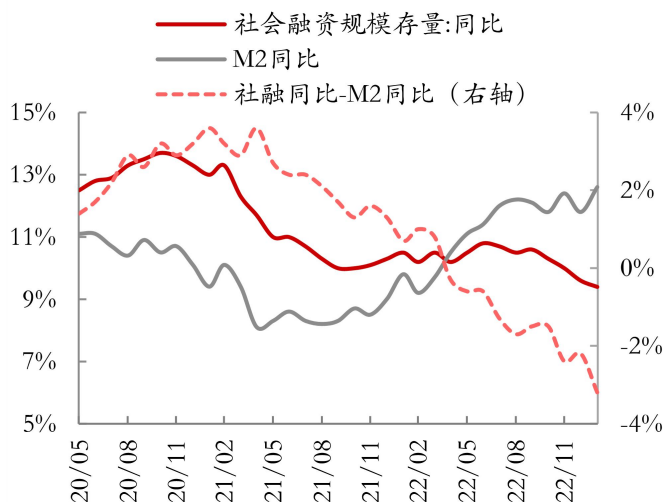
图表 12：M1、M2 增速大幅回升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

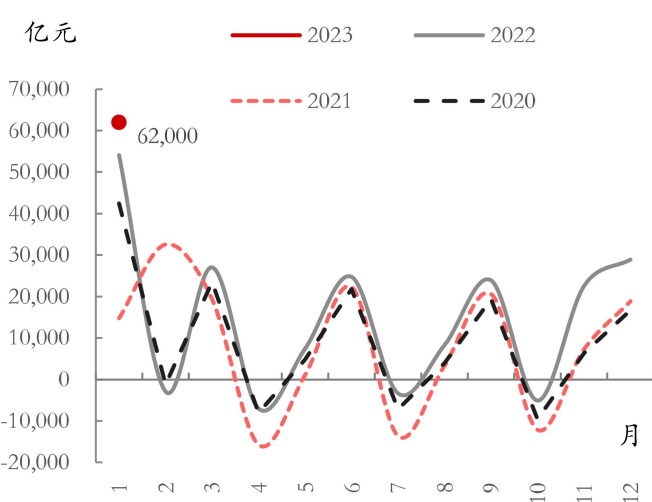
1 月新增委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票的规模分别为 584、-62 和 2963 亿元，分别同比变化 156、618 和 -1770 亿元。表外票据同比少增幅度较大，可能与去年同期基数较高有关。

图表 13：社融、M2 持续倒挂



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 14：居民存款规模处于季节性高位



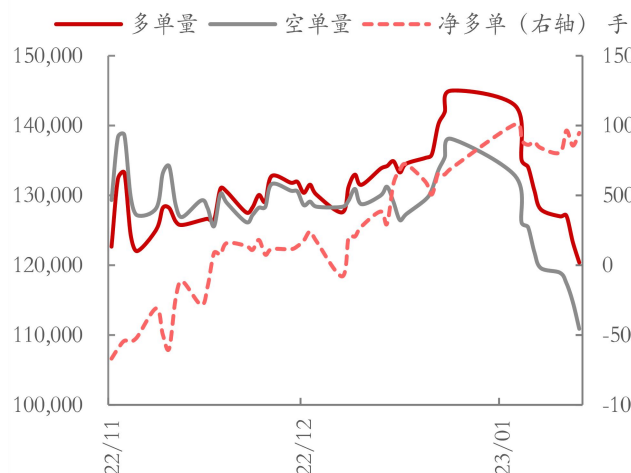
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

春节导致存款端数据增速发生较大变化。M1 增速为 6.7%，较前值大幅上升 3 个百分点，春节期间 M1 增速往往较高。M2 同比增速为 12.6%，较前值上升 0.8 个百分点。从结构上看：1) 居民部门仍在进行被动储蓄，1 月其新增存款规模达到 6.2 万亿元，同比多增 7900 亿元；2) 企业新增存款为-7155 亿元，同比多增 6845 亿元；3) 新增非银存款为 10100 亿元，同比多增 11936 亿元，1 月银行理财赎回压力缓和，叠加权益市场表现较强，非银存款同比多增。社融同比和 M2 同比倒挂的问题仍然较为严重，一者统计口径发生改变后，社融增速低于原来口径下的增速；二者直接融资拖累社融；三者商业银行在二级市场上购买企业债创造货币但不创造信用，这体现为非银存款的上升以及信用利差收窄。

3、期债上涨空间有限

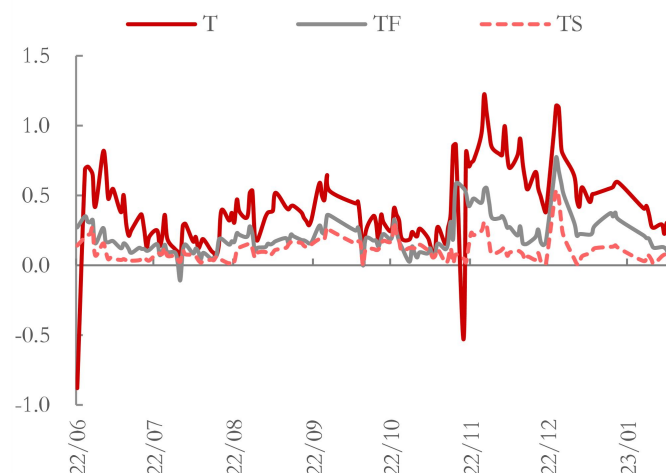
春节后，在资金面并不宽松且市场存在信贷“开门红”预期的背景下，债市逆势走强，基差收窄，较为超市场预期。一者空头平仓较多；二者债市对于信贷同比多增已有充分预期，更为关注的是信用修复的可持续性以及空间（更关注居民中长贷水平）；三者债市经过节前的调整，也存在着修复估值的动力。

图表 15：节后 T2303 空单量降幅较大



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 16：期债主力合约 CTD 券净基差继续收敛空间不大



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

预计债市走强的空间相对有限。一者根据历史经验，期债打开上涨窗口往往需要货币政策的配合，但由于人民币面临一定贬值压力，叠加降息的稳增长效果有限，近期降息的可行性和必要性都不高；二者虽然目前债市交易信用修复的节奏存在波折以及空间有限的逻辑，但政策发力刺激内需的逻辑并未发生改变，随着“两会”临近，强预期逻辑或

有再度主导市场的可能；三者从中长期来看，通胀压力逐渐回升，信用指标逐渐修复的大方向难以证伪，债市暂不存在长期大涨的基础。

另外，由于信贷投放情况较好，叠加节后资金回笼量较大，资金面整体呈现偏紧状态。但从近期央行逆回购放量的动作来看，央行呵护资金面合理充裕的态度仍然是明确的，资金利率难以持续高于政策利率。

策略方面：1) 不建议继续追多，后续多头或可逐渐止盈，逢高布局国债期货中线空单；2) 基差较低时进行套保；3) 做陡收益率曲线策略继续持有。

4、风险提示

货币政策超预期。

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