

政府发力稳社融，短债性价比较高



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级：

国债：震荡

报告日期：

2023年11月17日

张燊东

宏观策略分析师

从业资格号：

F3085356

投资咨询号：

Z0018866

Tel:

63325888-1610

Email:

candong.zhang@orientfutures.com

★信贷、社融同比多增，但结构性问题仍存

10月新增人民币贷款7384亿元，预期6400亿元，前值2.31万亿元；社会融资规模增量为1.85万亿元，预期1.82万亿元，前值4.12万亿元；社融存量同比增速为9.3%，预期9.39%，前值9.0%；M2同比增长10.3%，预期10.45%，前值10.3%。

新增社融和信贷总量超出市场预期，但结构不佳。1) 居民部门主动举债的意愿仍然不强，提前还贷的现象仍旧存在。2) 自7月起，企业中长贷持续同比少增，且M1增速下降，企业部门进行资本开支时仍然是十分谨慎的。商业银行持续使用票据来进行冲量。3) 10月政府债券大量发行，政府债成为拉动社融的最主要分项。与此同时，政府存款也明显高于季节性水平，显示财政支出的节奏偏慢。发债节奏快、支出节奏慢也导致社融-M2增速指标上升，商业银行整体的负债压力有所增加。

展望未来，私人部门的融资需求短期内难以明显提振，稳信用方面政府起到的作用将越来越强。进一步放松地产限制性政策的空间已经不大，且政策对于居民举债的带动作用也是比较有限的。终端需求的疲弱会逐渐削弱企业部门的加杠杆意愿，产能过剩的问题也不容忽视。中央政府加杠杆的态度非常明确，政府债大量发行能够在年内拉动社融增速继续小幅上升，但财政支出对于私人部门需求的直接拉动效果不宜高估。

★短债仍有修复行情，期货品种整体偏贵

央行虽未降准，但大量的MLF也可对冲商业银行中长期资金缺口。在收益率曲线较为平坦的情况下，短债的性价比整体较高。相较于现券，期货出现超涨迹象，建议继续看多的投资者选择做多短端现券。策略方面：1) 关注正套机会；2) 可以考虑构建多短端现券+空长端期货的组合；3) 跨期价差的水平已经很低，空头移仓的环境正在变得适宜。

★风险提示：

人民币汇率超预期贬值，输入性通胀压力上升。

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、金融数据总量强、结构弱；政府加杠杆动力强，私人部门弱

10月社融、信贷数据略超市场预期，但社融和M2增速均不及市场预期。新增人民币贷款7384亿元，预期6400亿元，前值2.31万亿元；社会融资规模增量为1.85万亿元，预期1.82万亿元，前值4.12万亿元；社融存量同比增速为9.3%，预期9.39%，前值9.0%；M2同比增长10.3%，预期10.45%，前值10.3%。数据公布时间较晚，债市波动不大。

图表1：10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	18500	41227	9134	9366	9.3	9.0	0.3
人民币贷款	4837	25369	4431	406	10.7	10.7	0
委托贷款	152	-583	-724	876	-16.7	-19.3	2.6
信托贷款	-429	208	470	-899	0.5	1.3	-0.8
未贴现银行承兑汇票	393	402	-61	454	-0.3	-1.4	1.1
企业债券	-2536	2397	-2156	-380	-1.8	-0.3	-1.5
股票融资	1144	554	2413	-1269	-0.7	-0.3	-0.4
政府债券	321	326	788	-467	8.9	9.4	-0.5

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表2：10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	7384	23100	6152	1232
居民部门	-346	8585	-180	-166
居民短贷	-1053	3215	-512	-541
居民中长贷	707	5470	332	375
企业部门	5163	16834	4626	537
企业短贷	-1770	5686	-1843	73
企业中长贷	3828	12544	4623	-795
票据融资	3176	-1500	1905	1271

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

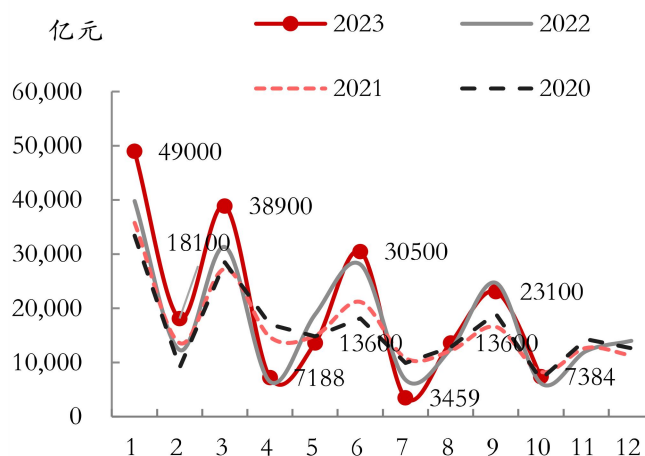
新增社融和信贷总量超出市场预期，但结构不佳。1) 居民部门主动举债的意愿仍然不强。前期随着存量房贷利率下调，居民提前还贷的现象有所缓解，但目前该政策基本完成，但RMBS条件早偿率仍然处于高位，居民部门存款也低于去年同期值，提前还贷的现象仍旧存在。2) 自7月起，企业中长贷持续同比少增，结合持续走弱的M1增速，基本可以发现，企业部门进行资本开支时仍然是十分谨慎的。在实体融资需求不强的情况下，商业银行持续使用票据来进行冲量，票据成为拉升信贷的主要力量。3)

10月起政府债券大量发行，政府债成为拉动社融的最主要分项。与此同时，政府存款也明显高于季节性水平，显示财政支出的节奏偏慢。发债节奏快、支出节奏慢也导致社融-M2指标上升，商业银行整体的负债压力有所增加。

展望未来，私人部门的融资需求短期内难以明显提振，稳信用方面政府起到的作用将越来越强。对于居民部门而言，继续放松地产需求侧政策的空间已经不大，且政策对于居民举债的带动作用也是比较有限的，预计未来居民将以修复资产负债表为主。今年上半年，企业中长贷表现非常强劲，但终端需求的疲弱会逐渐削弱企业部门的加杠杆意愿，产能过剩的问题也不容忽视。中央政府加杠杆的态度已经非常明确，政府债大量发行能够在年内拉动社融增速继续小幅上升，但财政支出更为侧重供给端，财政发力对于私人部门需求的直接拉动效果不宜高估。

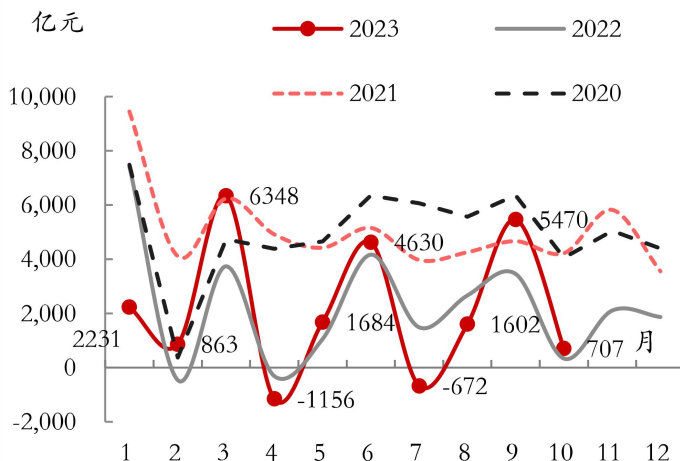
2、居民举债意愿不强，政府债拉动社融走强

图表3：新增人民币贷款基本符合季节性表现



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表4：新增居民中长贷处于季节性低位

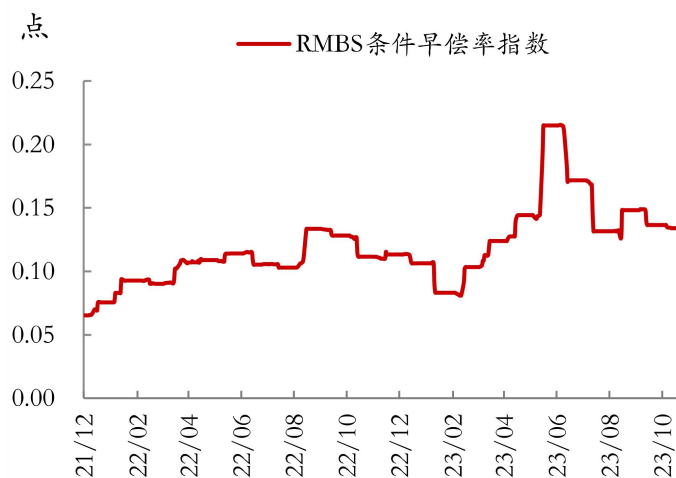


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

10月新增人民币贷款7384亿元，同比多增1232亿元。新增人民币贷款明显高于社融口径下的人民币贷款规模，主要反映出非银同业贷款的规模有所上升。进入10月后，稳增长政策推出节奏有所放缓，政策对于实体融资的带动效果有所下降。从结构上看，住户贷款减少346亿元，同比多减166亿元；其中，短期贷款减少1053亿元，同比多减541亿元，中长期贷款增加707亿元，同比多增375亿元。居民部门再度去杠杆。中长期贷款虽然略微同比多增，但仍处于近几年同期较低的水平上。9月提前降低存量房贷利率政策逐渐推进，RMBS条件早偿率有所下降。但目前降低存量房贷利率政策基本完成，RMBS条件早偿率仍然处于偏高水平，这显示居民提前还贷现象仍然是存在的。展望未来，地产需求侧政策进一步放松的空间已经非常有限，即使政策继续宽松，其对于居民部门举债的拉动作用也是非常有限的。目前政策思路政策发生变化，即从过

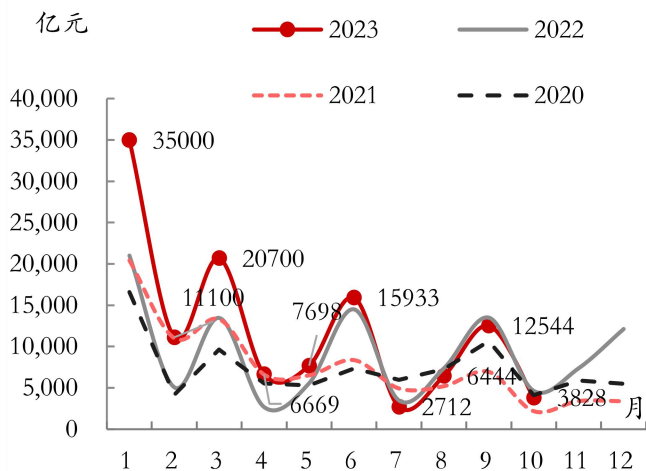
去刺激私人部门加杠杆的方式逐渐转为政府部门加杠杆，财政政策将为居民部门提供更多的保障与公共物品，防止居民部门去杠杆的情况进一步恶化。

图表 5: RMBS 条件早偿率仍然较高



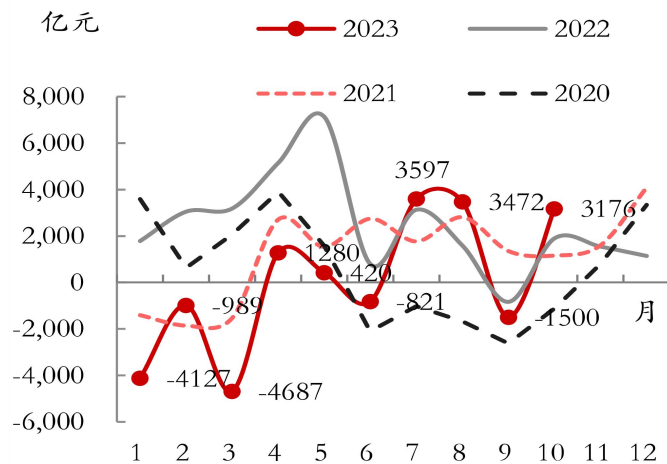
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 6: 企业新增中长贷规模同比少增



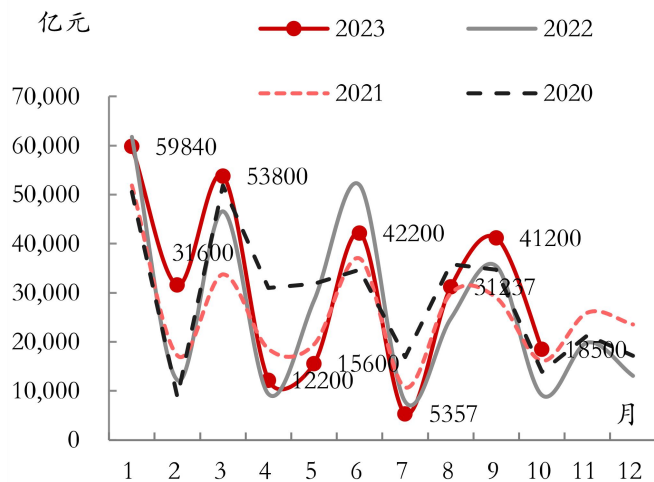
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 7: 商业银行票据冲量行为延续



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 8: 新增社融规模同比多增



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

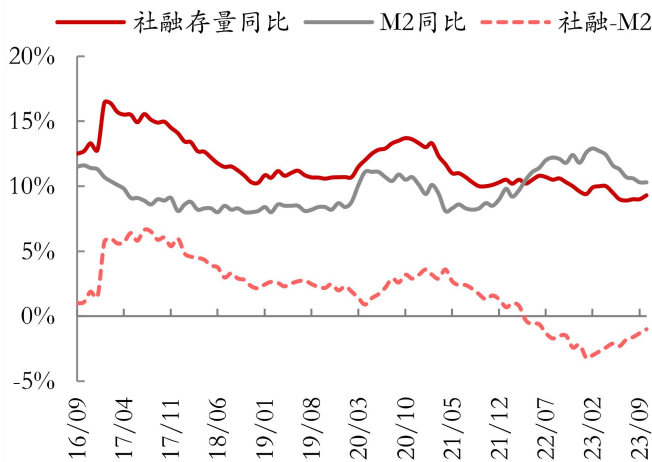
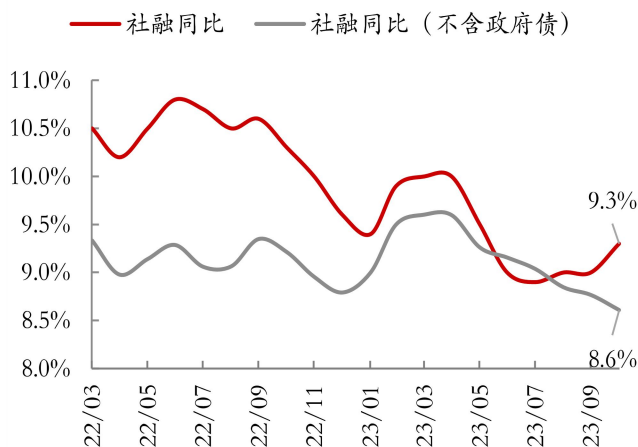
企(事)业单位贷款增加 5163 亿元, 同比多增 537 亿元; 其中, 短期贷款减少 1770 亿元, 同比少减 73 亿元, 中长期贷款增加 3828 亿元, 同比少增 795 亿元, 票据融资增加 3176 亿元, 同比多增 1271 亿元。分行业来看, 新增信贷应主要流向了基建行业和制造业, 房企融资受限的问题仍然没有得到明显缓解。自 7 月以来, 企业中长贷开始同比少增, 逐渐回归季节性水平。终端需求不足、产能过剩的问题正在制约企业增加资本

开支的意愿。展望未来，企业部门的杠杆率整体较高，进一步加杠杆的空间较为有限。另外，央行潘行长近期指出，“盘活存量贷款、提升存量贷款使用效率、优化新增贷款投向”，政策的重心也在发生变化，盘活企业的存量贷款将是未来政策发力的重点方向。

今年前3个季度信贷靠大行的现象非常明显，预计这种现象将会持续存在。一方面，低能级城市商品房市场卖盘压力较大、买盘相对缺乏，居民举借按揭贷款的动力不足。而地产是很多低能级城市的核心产业，地产的疲弱也会拖累相关行业的信贷需求。立足低能级城市的中小银行信贷承压，且大行也会抢夺中小行的贷款客户。另一方面，中央金融工作会议鼓励国有大型金融机构做优做强、中小金融机构立足当地开展特色化经营，在这种政策导向下，大行新增信贷的比重可能会震荡上升。

图表9：剔除政府债后，社融同比回落

图表10：社融-M2指标持续上升

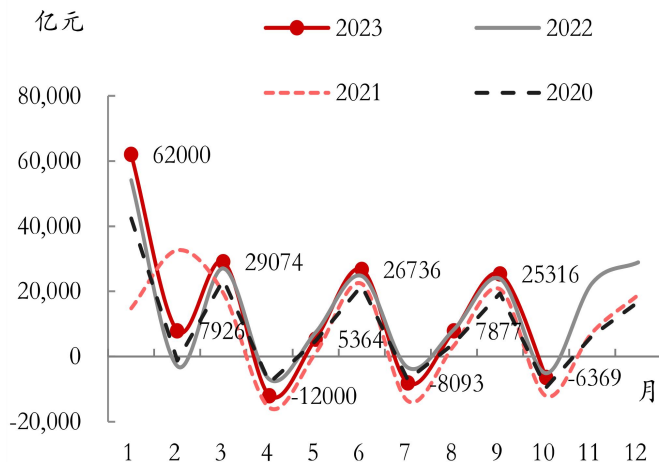


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

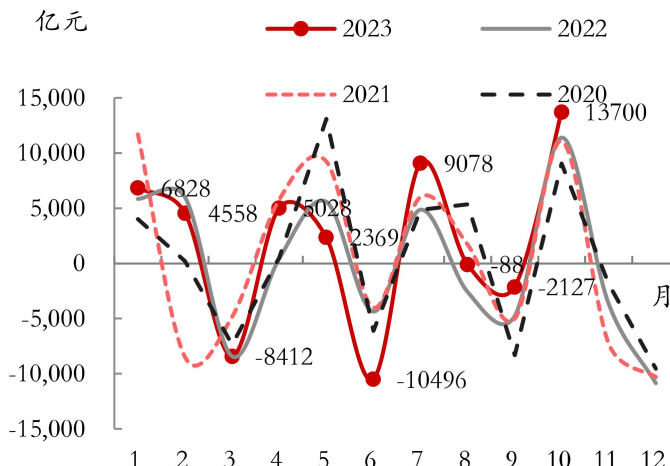
10月新增社会融资规模为1.85万亿元，比上年同期多9366亿元。社融存量同比为9.3%，较前值回升0.3个百分点。从结构上看，政府债券是拉动社融的最主要分项。10月政府债集中发行，仅特殊再融资债发行额就超过了万亿元。剔除政府债分项后，社融同比增速较前值下降0.2个百分点至8.6%，实体融资需求仍然是较为疲弱的。直接融资中，新增企业债券的规模为1144亿元，同比少增1269亿元。今年以来新增企业债券的规模整体偏低，一者贷款利率迅速下降，贷款挤出企业债券；二者遏增化存的背景下，城投平台发债受到政策制约。非标三项新增规模录得负值，未贴现银行承兑汇票是主要拖累项。银行票据冲量意愿较强，表外票据转向表内。展望未来，政府将持续发力，在政府债的支撑下，年内社融增速或将震荡上升。但财政发力对于实体融资需求的带动效果有待进一步观察。

图表 13: 居民存款规模低于去年同期



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 14: 财政存款大幅回升



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

存款方面, M1 同比增速为 1.9%, 较前值回落 0.2 个百分点, 环比增加值也处于季节性低位。M2 增速为 10.3%, 与前值持平, 但 M2 环比增加值同样处于季节性低位。M1-M2 剪刀差继续下降, 货币活性化水平持续下降。另外, 社融-M2 剪刀差继续上升。商业银行在一级市场购买国债只增加社融规模, 财政支出才会创造货币, 社融和 M2 的变化反映出, 政府发债的速度较快, 但是支出的节奏相对偏慢。存款结构方面: 1) 财政存款增加 1.37 万亿元, 同比多增 2300 亿元。政府债的发行直接推升了财政存款。2) 居民存款减少 6369 亿元, 同比多减 1266 亿元, 结合其他数据来看, 提前还贷的情况依旧存在。3) 企业存款减少 8652 亿元, 同比少减 3048 亿元。4) 非银存款减少 6650 亿元, 同比多减 3845 亿元。

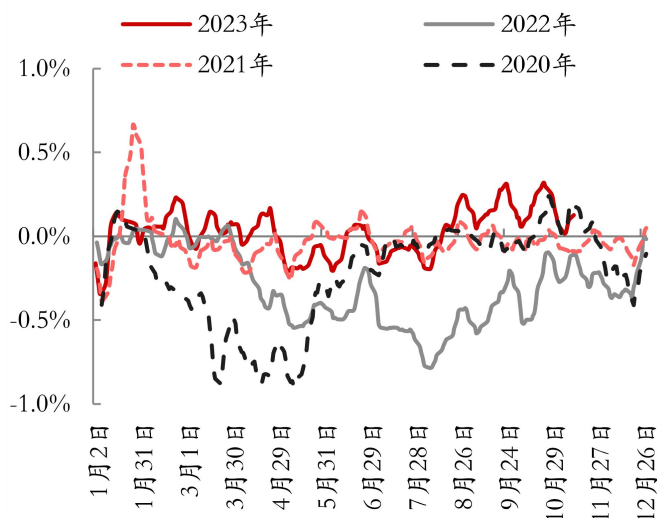
3、短债仍有修复行情, 期货品种整体偏贵

近期基本面数据持续偏弱, 经济修复的节奏仍然较为波折, 制约国债走强的因素主要来自于资金面。政府债集中发行背景下, 商业银行超储被消耗, 叠加汇率制约货币政策空间, 资金面整体维持紧平衡状态。与此同时, 商业银行负债端压力整体上升, 存单利率也持续高于 1 年期 MLF 利率, 进一步压制国债市场情绪。展望后市, 债市走势主要取决于资金面以及央行对冲力度的变化。央行本月超量续作 MLF 后, 降准的概率有所下降, 但 MLF 也能够起到对冲中长期资金缺口的作用, 预计 11 月 DR007 中枢应略低于 10 月, 短债仍然会有修复的机会。长债的性价比略低, 预计将处于偏震荡的行情中。

相较于现券, 期货价格整体偏贵。目前各期货品种主力和次主力合约净基差已经普遍为负值, 多个品种合约出现正套机会。因此, 建议看多的投资者做多现券, 或者通过

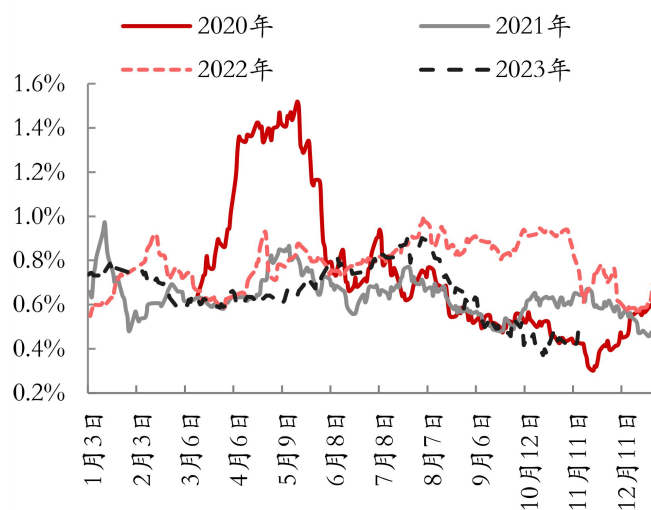
多短端现券+空长端期货的策略组合同时获取正套和做陡曲线策略的收益。再者，目前的跨期价差已经明显低于季节性水平，后续即使货币政策利好兑现，远季合约的潜在上涨空间也是比较有限的，空头移仓的环境正在变得适宜。

图表 17: DR007-OMO(7MA)略高于季节性水平



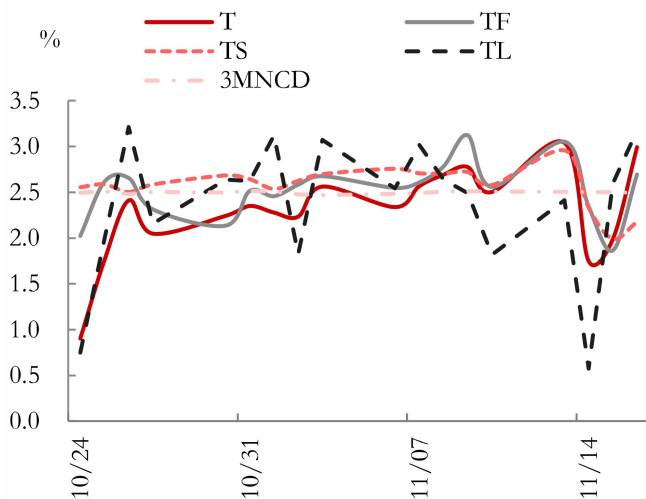
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 18: 国债 10Y-1Y 利差水平整体较低



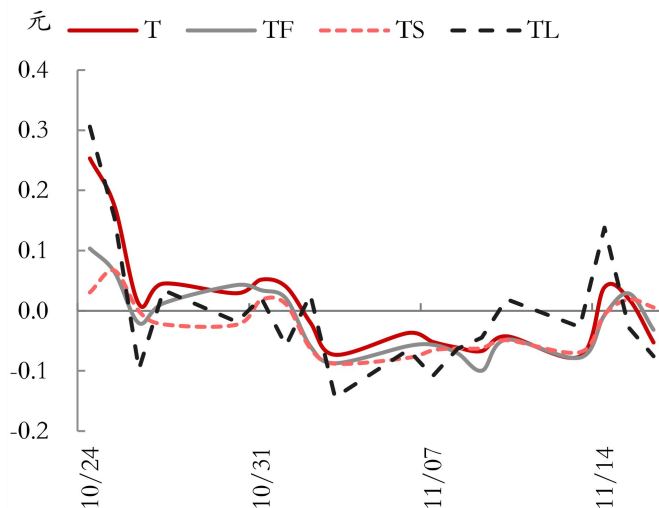
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 17: 多个品种出现正套机会



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 18: 各品种主力合约净基差持续压缩



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

4、风险提示

人民币汇率超预期贬值，输入性通胀压力上升。

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