中信期货
CITIC Futures

中信期货研究|金融点评报告(国债)

2020-06-11

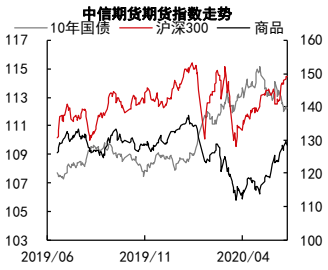
社融分化，债市中期震荡短期修复

——5 月金融数据点评

投资咨询业务资格:
证监许可【2012】669 号

报告要点

5 月份新增社融结构分化，政府债券多增而企业债券少增，短期贷款减少而中长期贷款稳定。虽然宽信用稳步推进，但经济内生融资需求总体稳定。在政府推动利率持续下行的背景下，债市总体震荡。短期债市超跌反弹，可择机博弈修复行情。



摘要：

事件：5 月社会融资规模增量为 3.19 万亿元，预期 2.83 万亿元，前值 3.09 万亿元；M2 同比增长 11.1%，预期 11.2%，前值 11.1%。

点评：

1、5 月份新增社融结构分化，政府债券环比多增 8043 亿元，企业债券环比少增 6044 亿元。5 月份新增社会融资规模与 4 月份基本一致，但结构存在明显差异，政府债券多增但企业债券少增。为加快专项债发行使用，5 月份专项债密集发行 1 万亿左右，导致政府债券新增 11400 亿元。由于 5 月份债券收益率明显回升，企业债券发行难度加大，融资利率的吸引力也下降，因此，新增企业债券较 3、4 月份分别高达 9922、9015 亿元的规模大幅缩小，降至 2971 亿元，回归到过去两年的月均水平。3 月 31 号国常会表示要引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元。3-4 月份企业信用债就比上年多增 1 万亿以上，因此下半年公司信用债只要保持正常水平的发债规模，就能实现政府目标，央行未必有动力压低债券收益率。当然，为了推动实体经济融资成本降低，债券收益率的持续上升也是不合意的。5 月份新增人民币中长期贷款 9967 亿元，与 4 月份基本持平，但比过去两年 5 月份的规模高 2000-3000 亿元，反映金融对实体经济的支持力度仍然较大，但实体经济融资需求并未进一步扩张。5 月份短期贷款环比减少 2200 亿元左右。随着疫情逐步消退，短期资金支持逐步退出，同时短端资金利率的回升也抑制了短期贷款资金需求。5 月份社融存量同比增长 12.5%，增速连续三个月提高，明显高于去年的水平，反映今年社融对实体经济的支持力度大于去年。但考虑到制造业投资恢复会滞后于经济和盈利修复，今年实体经济融资需求增长可能有限。同时，在“房住不炒”基调下，房贷增速也会低位稳定。5 月份居民户中长期贷款同比就减少了 0.3%。因此，我们认为社融的扩张对债市的抑制不会很大。

金融衍生品团队

研究员：
张革
021-60812988
zhangge@citicsf.com
从业资格号 F3004355
投资咨询资格号 Z0010982

张菁
021-60812987
zhangjing@citicsf.com
从业资格号 F3022617
投资咨询资格号 Z0013604

联系人：
刘道钰
021-60816784
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482

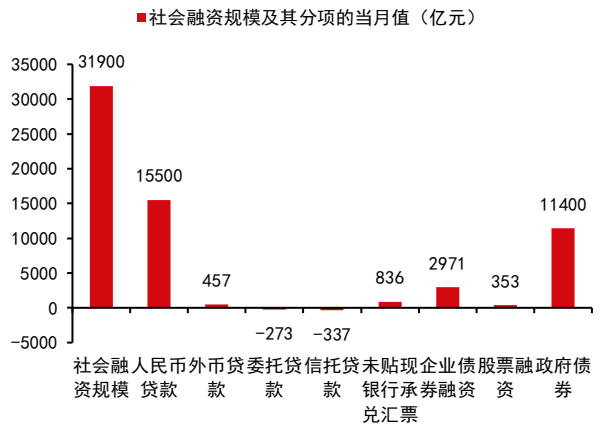
重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

2、5 月份 M2 增速为 11.1%，与前值和预期值基本一致。5 月份 M2 增速未能进一步抬升与央行货币政策保持定力有关。4 月中下旬之后，MLF 及 TMLF 均减量续作，资金有所回收。1 万亿专项债发行之后资金尚未开始运用，也抑制了货币供应的增长。今年政府工作目标是“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”。当前 M2 增速已经比去年高 2.5 个百分点，未来 M2 增速继续提高的空间可能不大。

3、债市策略：宽信用稳步推进，但经济内生融资需求总体稳定，政府以推动利率持续下行为目标，因此债市总体震荡。短期债市超跌反弹，可择机博弈修复行情。今年 3 月份以来社融的高增长与政府推动的信用投放有较大关系。虽然经济修复已经展开，但企业盈利的恢复和积累需要时间，制造业投资和相关融资需求难以持续扩张，近两个月新增中长期贷款较为稳定可以印证这一点。我们预计下半年经济内生融资需求可能总体稳定，宽信用对债市的抑制不会很大。同时，在“推动利率持续下行”的政府工作目标的引导下，整体利率水平也难有趋势性回升。因此我们认为中期看债市总体是震荡格局。短期来看，债市在大跌之后存在修复的空间，可择机博弈修复行情。

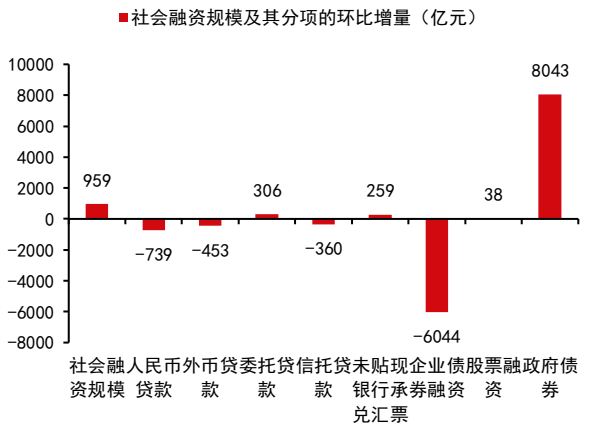
风险因子：1）海外疫情迅速得到控制；2）财政超大力度扩张

图表1： 新增社会融资规模及其分项的当月值



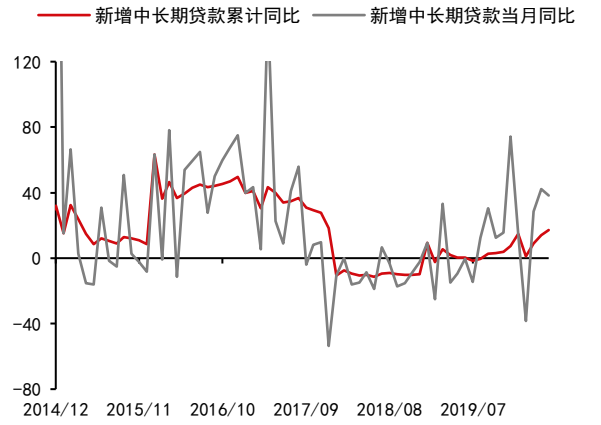
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表2： 新增社会融资规模及其分项的环比增量



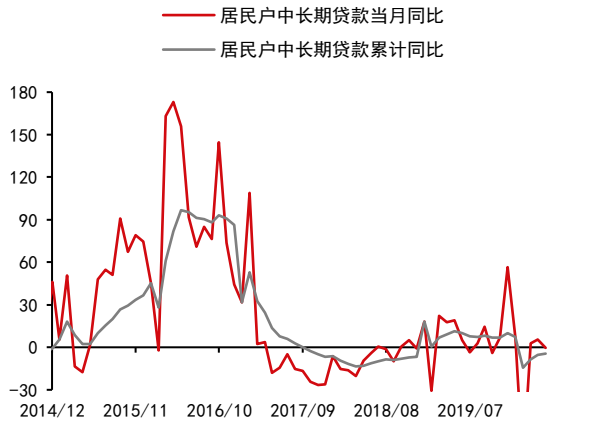
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表3： 新增中长期贷款当月及累计同比增速



数据来源：Wind 中信期货研究部

图表4： 居民户中长期贷款当月及累计同比增速



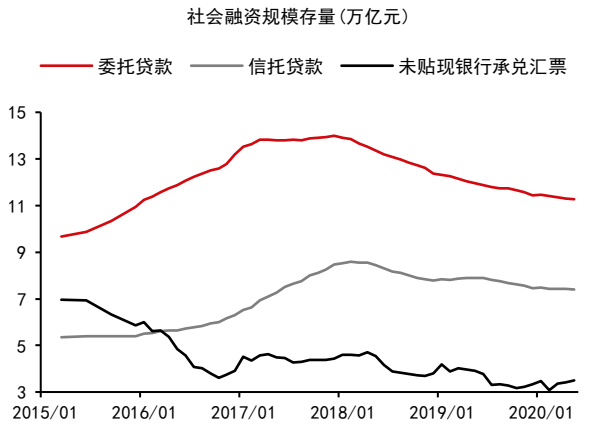
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表5： 社会融资规模存量同比增速



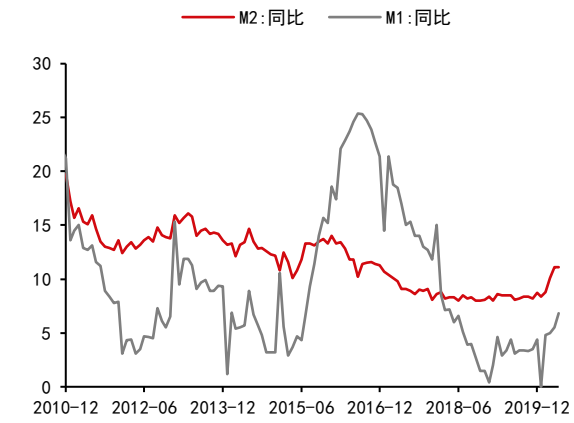
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表6： 三大类表外融资的存量规模



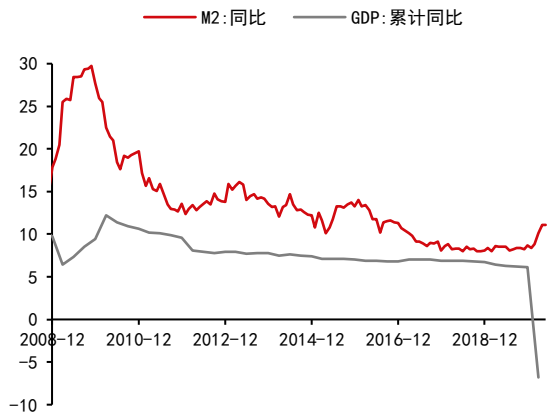
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表7： M2 及 M1 同比增速



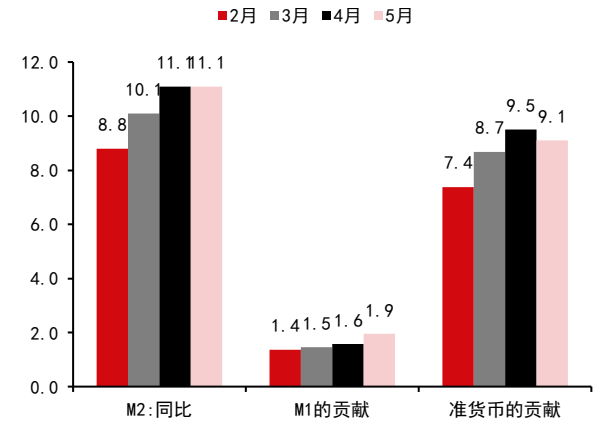
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表8： M2 同比与 GDP 累计同比



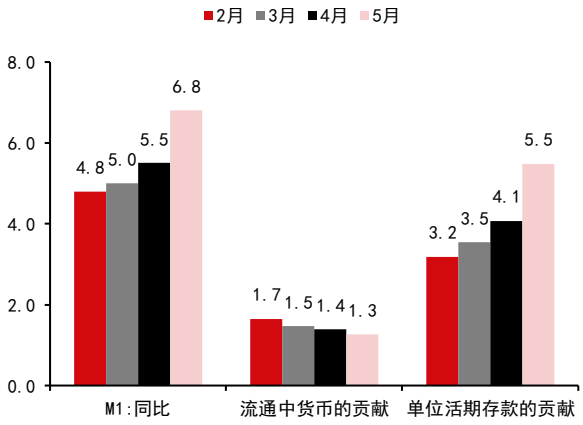
数据来源：Wind 中信期货研究部

图表9： M2 同比分解分析



数据来源：Wind 中信期货研究部

图表10： M1 同比分解分析



数据来源：Wind 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com