

央行“缩表”：债牛又一程

2024年春季债券市场投资策略

证券分析师：金倩婧 A0230513070004 王胜 A0230511060001

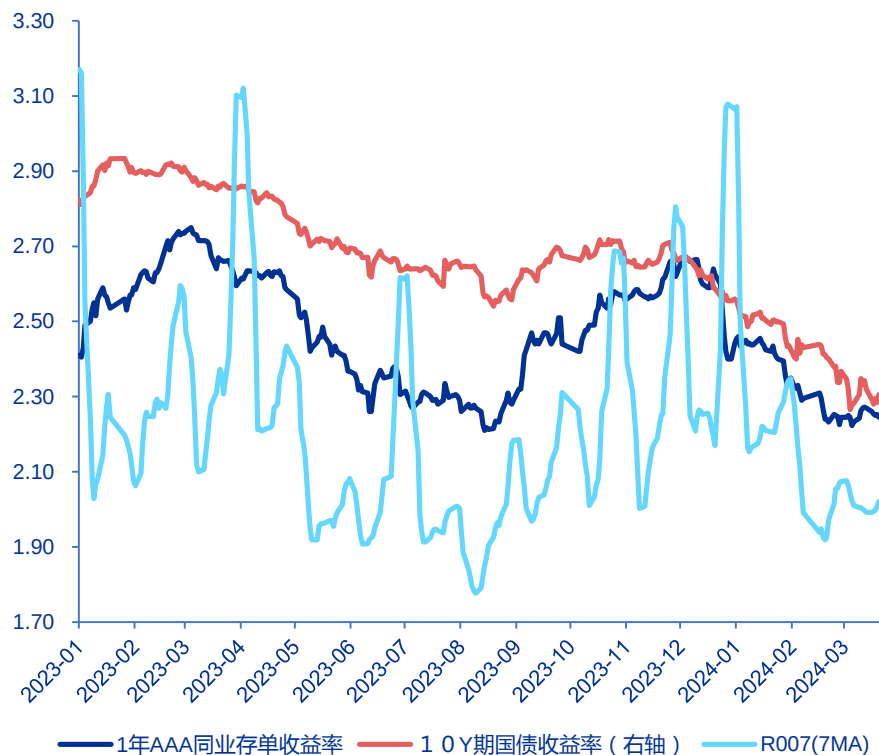
研究支持：徐 亚 A0230122060003 王雪蓉 A0230523070003 刘晓蒙 A0230122070009

2024.03.26

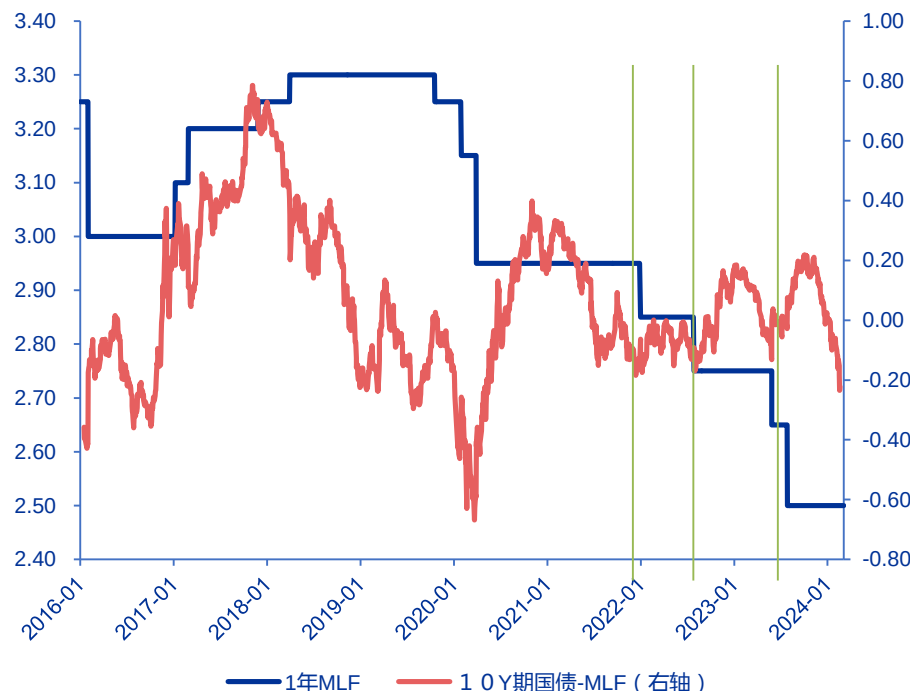
- **国内信用与政策：Q2信贷增速仍趋于下行，财政、货币有望延续发力，Q3或是观察信贷周期拐点的关键期。** 目前国内经济和政策为“信贷需求较弱+财政力度偏强”组合，非标融资同样持续回暖，政府债、非标对社融增速贡献较大，在信贷增速明显下行的背景下，社融和信贷增速差持续压降。Q2社融结构“债券强+信贷弱”格局有望延续，社融和信贷增速差大概率转正（5月或者6月），Q2 MLF下调引导融资成本下行仍有必要性。Q3是验证信贷周期拐点是否到来的关键期，上半年财政政策积极发力后下半年信贷增速表现对债市行情较为关键，如果Q3信贷回暖较为明显，央行年内二次MLF降息的概率也将有所降低。
- **资金及节奏：财政支出加速+存款准备金增速下行，Q2央行或开启“缩表”，对应M2增速上行、资金中枢仍有下行空间，节奏或先下后上。** 22年下半年以来央行开启新一轮扩表进程，23年底央行资产负债表增速已至高位水平，其中财政存款和存款准备金是主要贡献项，资金中枢同样高位横盘，年内二次降准最快Q2落地、助力央行“缩表”；24年Q2开始预计财政支出加快、政府存款下行，M2增速下行滞后影响+降准组合下存款准备金增速预计同样下行，央行或将开启新一轮“缩表”进程，对应商业银行扩表、M2增速上行，Q2-Q3资金利率仍有下行空间，R007低点或在1.6-1.7%左右，节奏或同样先下后上，拐点重点关注8-9月。资金利率的变化对于长短端方向均有较好的指引性，但对长端的影响幅度仍需要结合货币政策操作和基本面观察。
- **政策利率差值与调整可能性探讨：这一轮10Y国债与MLF利差有望冲击-40bp，年中经济目标评估+信贷增速和资金利率趋于上行，下半年债市面临较高不确定性。** 10Y国债与MLF利差主要取决于MLF的下调整节，2022年后MLF下调较为及时，10Y国债与MLF倒挂利差始终未明显突破-20bp，当下LPR与MLF的不对称下调使得MLF下调较为滞后，但降息预期保持高位下，10Y国债与MLF利差或可冲击-40bp。目前房地产需求端偏弱，居民加杠杆动力不足，债市短期不具备反转基础，年中经济目标评估+下半年信贷增速和资金利率变化，下半年尤其8、9月份之后债市面临较高不确定性。
- **继续看多24年Q2-Q3债市机会，利率债重点把握货币政策和资金节奏。** 2024年Q2-Q3信贷增速不具备大幅反弹的基础，央行政策利率仍有下调空间，或将继续打开10Y国债收益率下限，此外Q2央行开启缩表、M2增速上行，有望带动资金利率中枢下行，10Y国债区间关注2.1%-2.6%，曲线由陡到平，拐点关注8-9月。

- 23年11月以来10Y国债收益率下行幅度约40bp（截至3月中下旬），至少已经交易：
- （1）资金面由紧张态势转为宽松区间，23年11月以来R007中枢下行近40bp；
- （2）10Y国债与MLF倒挂20bp，从2021年以来的经验看，至少隐含了10bp的MLF降息预期；

2024年Q1资金利率和同业存单利率较2023年Q4大幅下行（%）



10Y国债与MLF倒挂20bp往往代表降息预期较浓（%）

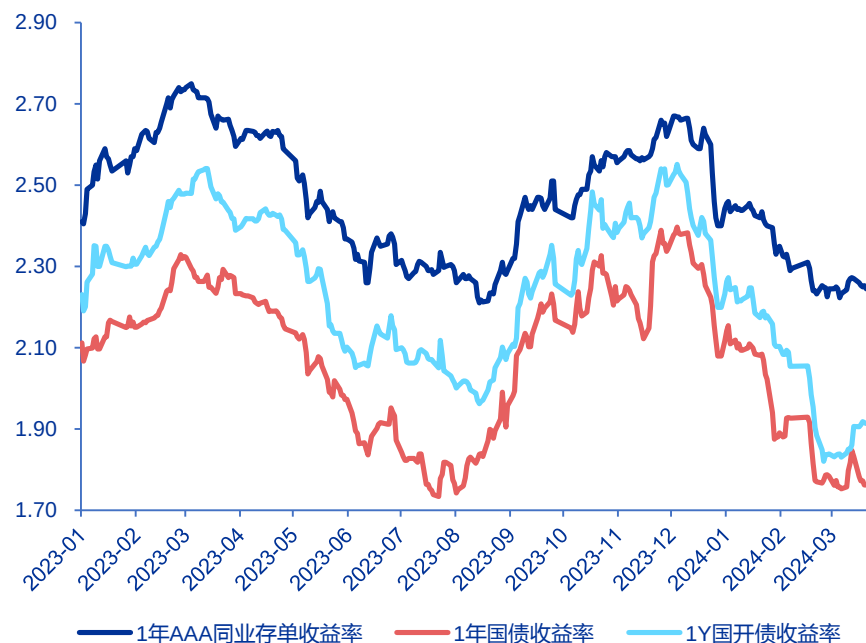


- 24年3月10Y国债已来到与MLF利差在-20bp位置，急速下行后也正式进入震荡期：
- （一）从当下经济基本面出发，如果认为短期债市无反转风险，那么问题就在于？
 - （1）对于长端利率而言：MLF利率何时下调、年内有几次下调机会？
 - （2）对于短端利率而言：后续资金利率是否还有下行空间？
- （二）当然，有没有可能导致债市大幅调整的因素：经济基本面预期会不会发生反转？

中期来看，债券收益率下限打开较为依赖MLF利率的下调（%）



2023年3月以来短端收益率均陷入震荡走势（%）



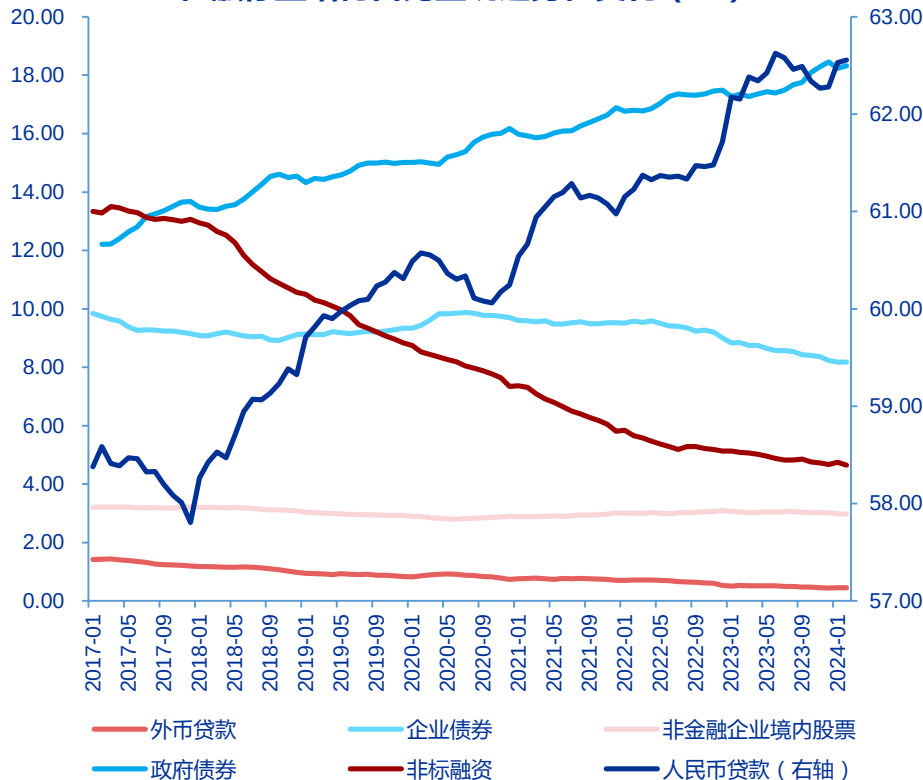
主要内容

1. 信用：财政货币双宽格局
2. 资金：央行“缩表”驱动下行
3. 债市：政策利率差值或不 $\geq -20\text{bp}$
4. 挑战一致预期：债券调整可能性探讨

社融结构：2017年以来信贷和政府债占比持续上行、非标和企业债持续下行

- **非标转标+隐债化解+政府加杠杆，2017年后的社融结构呈现了趋势性特征：**
- （1）信贷和政府债占比持续上行，非标和企业债持续下行；
- （2）非标融资拖累下，社融中直接融资占比趋于上行、间接融资趋于下行，但2023年后直接融资和间接融资占比陷入震荡；

社融存量结构占比呈现趋势性变化（%）



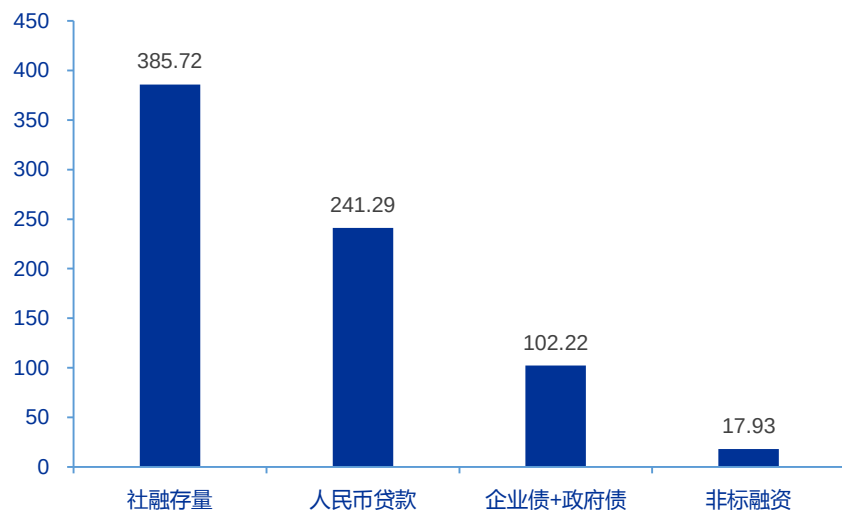
社融中直接融资和间接融资占比变化（%）



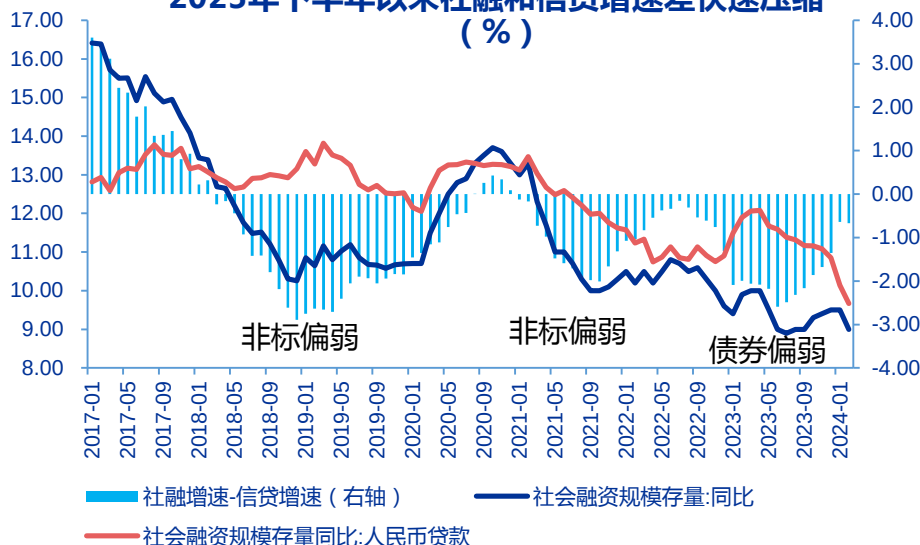
2018年以来社融增速低于信贷增速已成常态，2024Q1社融和信贷增速差急剧压缩

- **(1) 2018年后社融增速低于非标增速已成常态**：2018H2-2019H1、2021H2主要由非标融资拖累，2023H2则主要由债券融资拖累；
- **(2) 2023年下半年以来社融和信贷增速差快速压缩**，主因政策发力下政府债和非标表现较强；

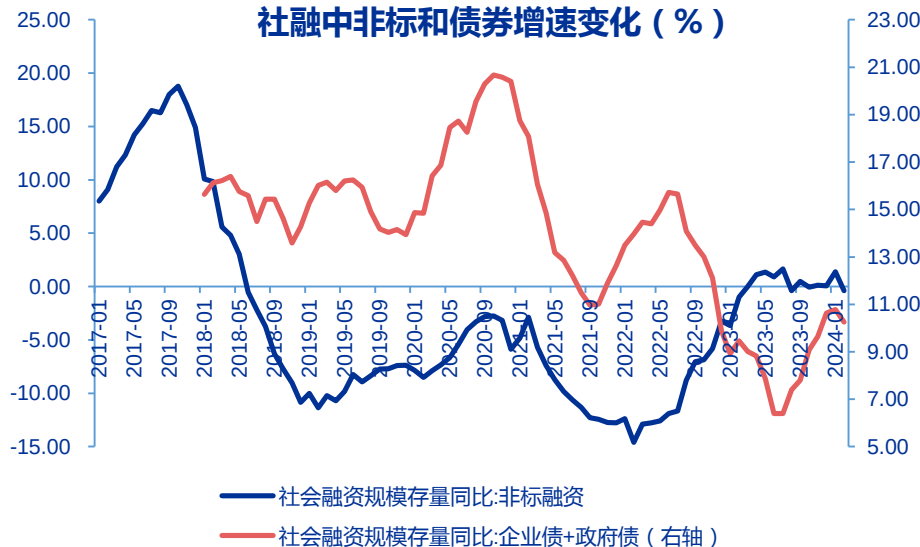
2024-02：社融存量及其分项（万亿元）



2023年下半年以来社融和信贷增速差快速压缩 (%)



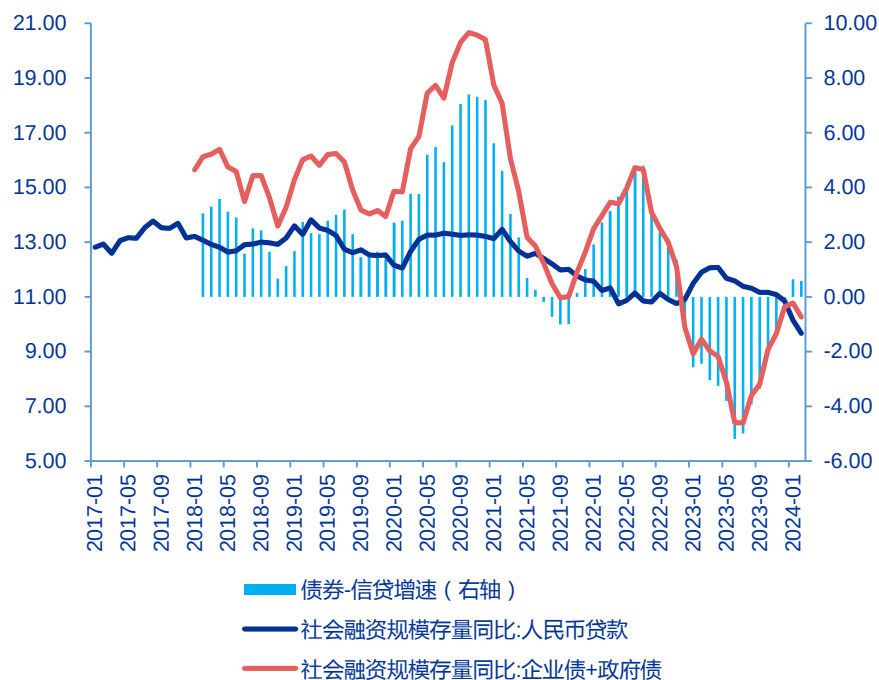
社融中非标和债券增速变化 (%)



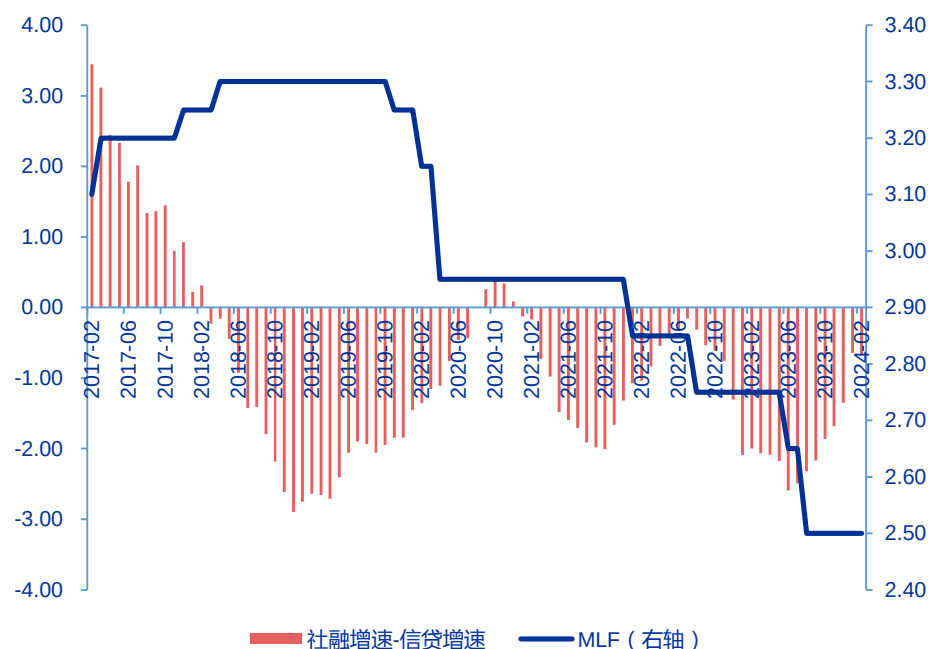
24年Q2预计 维持“财政发力+信贷偏弱”格局,社融和信贷增速差有望转正

- (1) 2023年下半年以来社融结构呈现“债券走强+信贷走弱”格局，对应实体融资需求偏弱格局之下财政政策发力，2024年Q2预计延续，社融和信贷增速差有望转正；
- (2) 在“财政发力+信贷偏弱”格局下，货币政策易松难紧，央行多选择降低政策利率、助力信贷需求回暖；

24年Q2债券融资增速大概率要明显超过信贷增速 (%)



在“财政发力+信贷偏弱”格局下，货币政策易松难紧

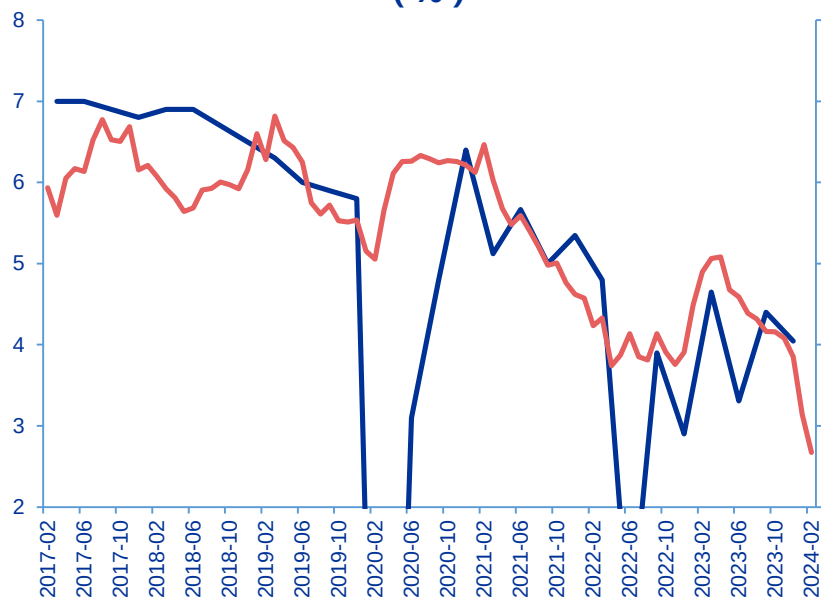


货币政策：信贷增速短期难强劲反弹，Q2 MLF降息10bp仍是大概率事件，年内二次降息取决于信贷

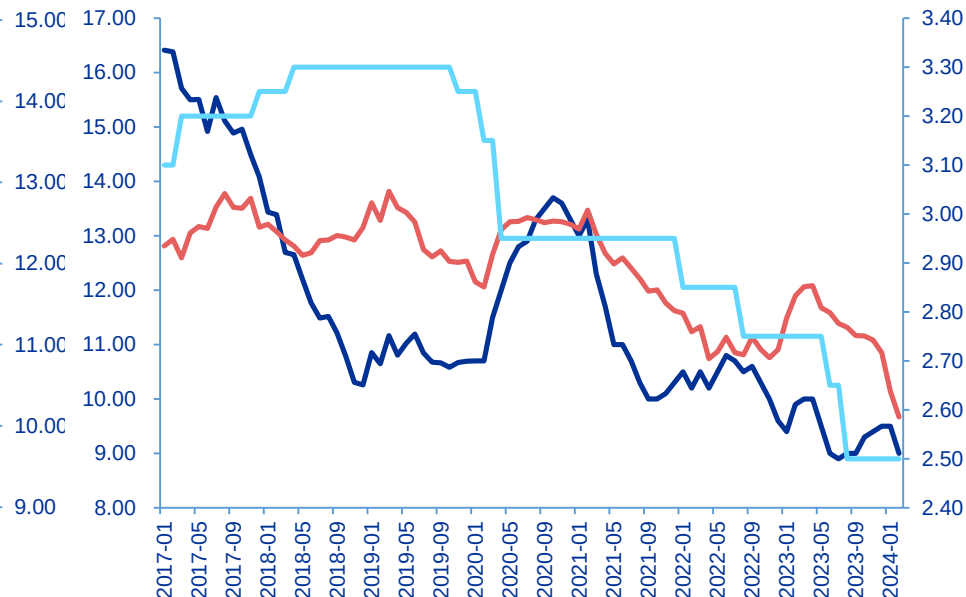
- 2024年Q2信贷增速仍有下行压力，考虑到信贷增速变化，Q2 MLF降息10bp概率较高：
- （1）在信贷增速下行的区间，央行降低政策利率进而带动广谱利率下行仍是必要选项，Q2央行下调政策利率和存款利率，进而带动融资成本下行的概率较高；
- （2）2024年Q3信贷增速存在企稳的可能性，如果Q3信贷表现不差，央行在Q3降息的概率将有所降低，因此Q3信贷表现或是央行年内是否二次MLF降息的关键；

2024年Q4和2025年Q1或是信贷增速明显反弹的窗口期
(%)

24年Q2信贷增速明显上行的概率不大，MLF降息仍是大概率事件(%)



注: 2021年和2023年GDP增速为两年平均增速

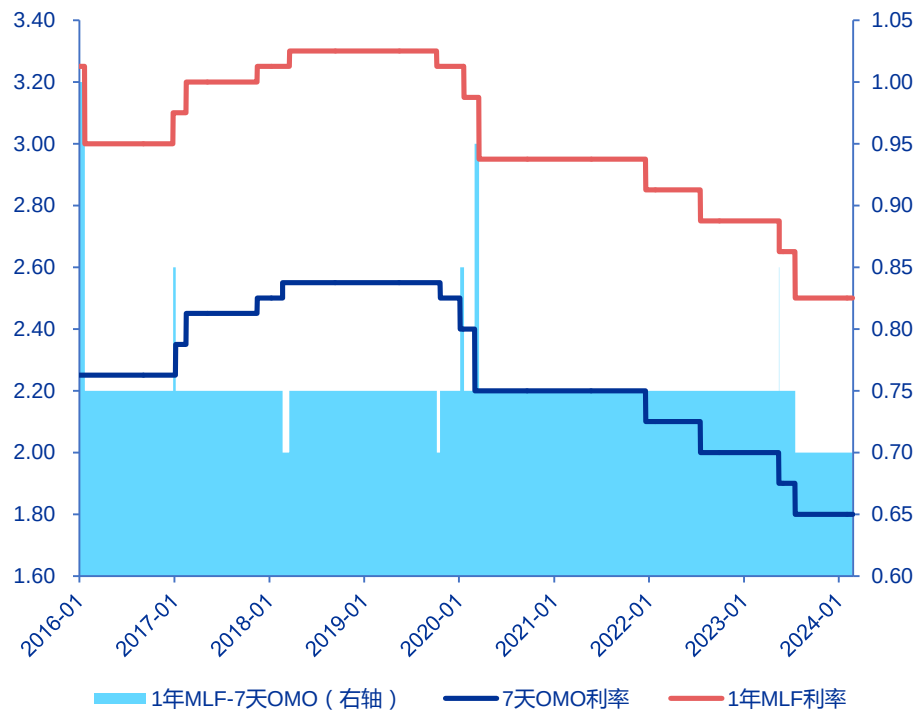


— 社会融资规模存量同比: 人民币贷款

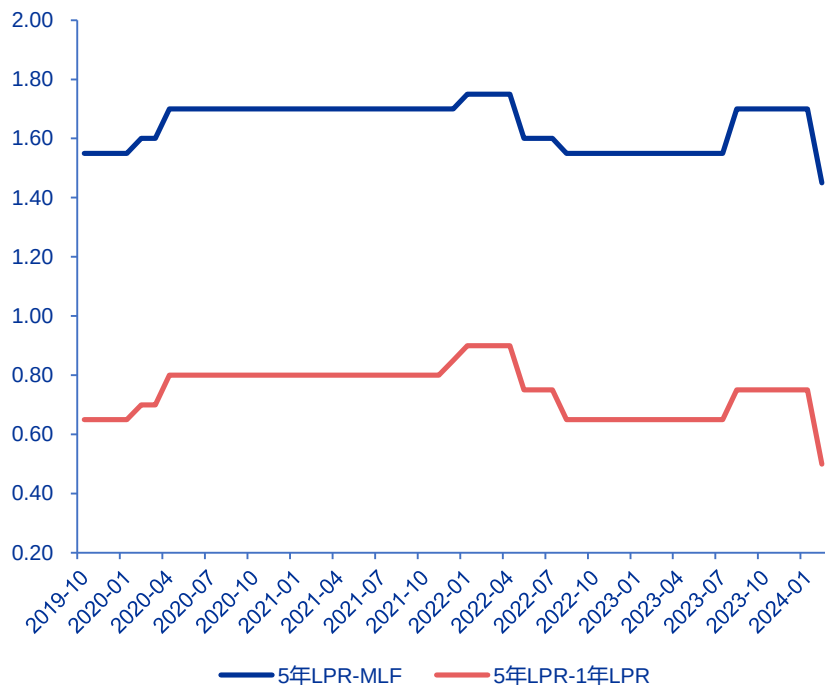
不对称降息：（1）地产转型+防止“资金空转”，央行引导政策利率曲线走平

- 央行的政策利率体系中存在两条曲线，并且有相应的曲线形态：（1）1年MLF和7天OMO的利差；（2）5年LPR和1年LPR的利差；
- 由于房地产市场进入转型期，央行着力引导长期限利率下行，但在资金空转+银行净息差的约束下，短端利率下调相对谨慎，政策利率曲线同样明显走平；

1年MLF和7天OMO利差压降至70bp（%）



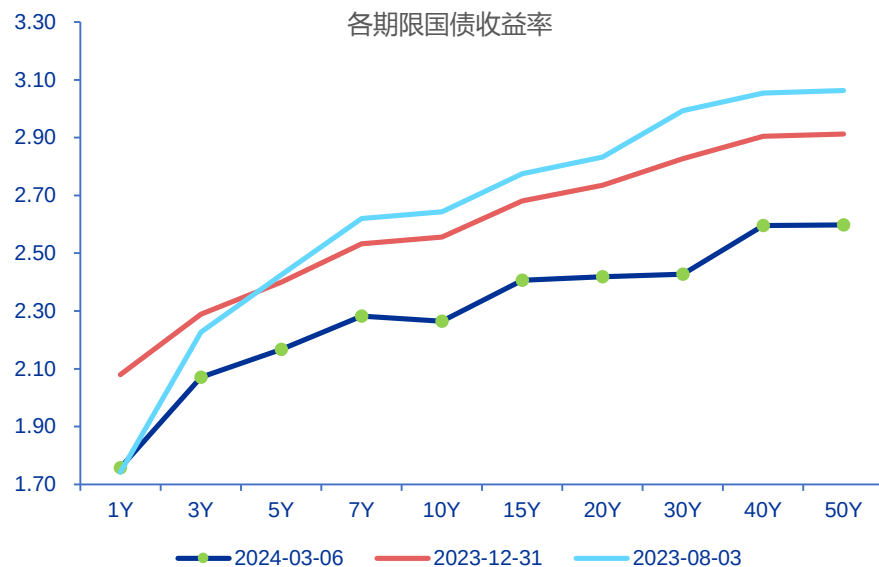
LPR曲线同样走平，5年LPR和MLF的利差明显压降（%）



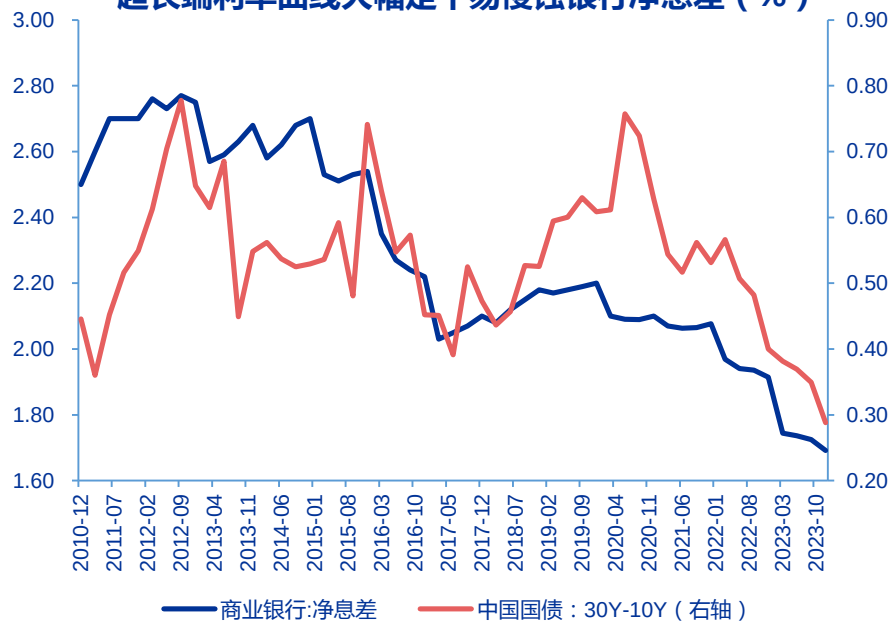
目前超长端收益率曲线过于平坦，有望小幅修正：“牛陡”概率或大于“熊陡”

- **这一轮超长端收益率曲线的明显平坦化，除了央行的政策引导和交易情绪推动外：**央行目前通过OMO利率和MLF利率分别引导短端和长端，尤其是2020年后MLF对10Y国债收益率的引导作用明显增强，但对30Y国债基本不作引导，利率下行期30Y国债弹性凸显，或是导致国债收益率曲线超长端大幅走平的核心原因；
- **但过于平坦的曲线一方面会破坏利率曲线传导机制，还会侵蚀银行净息差，日本的YCC操作即为带动曲线“走陡”，后续央行大概率修正大幅走平的超长端曲线：**但在引导融资成本下行的背景下，收益率曲线“熊陡”的概率不高，央行大概率通过中短端利率的明显下行带动收益率曲线“牛陡”；

2023年8月后收益率曲线超长端明显走平（%）



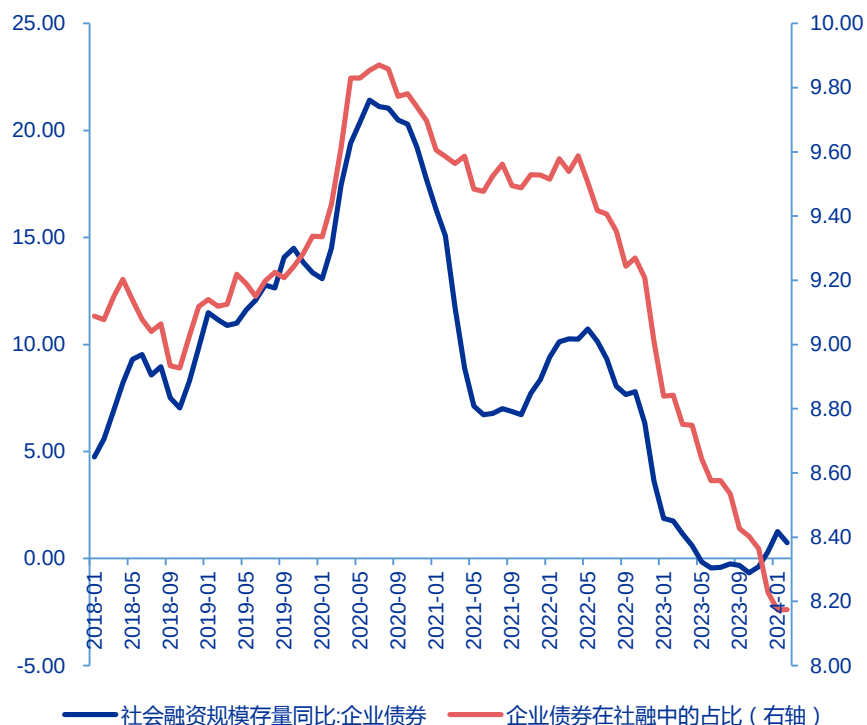
超长端利率曲线大幅走平易侵蚀银行净息差（%）



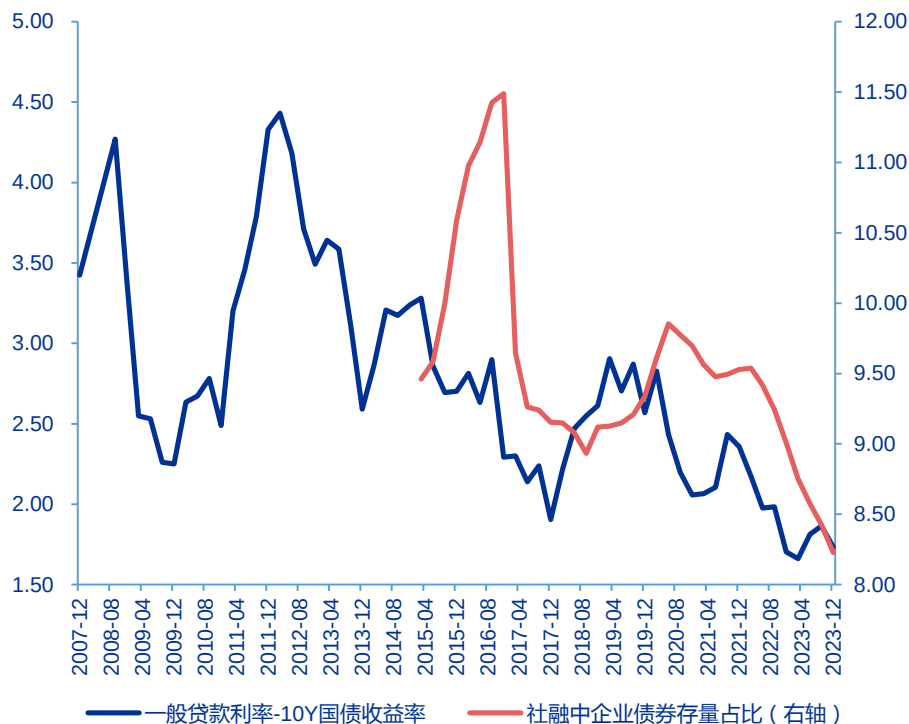
不对称降息：（2）平衡信贷和债券融资要求下，贷款利率和债券收益率的差值预计有所反弹

- 2021年以来信贷、债券、股权等主流标准化融资渠道中，企业债占比下行斜率最陡：
- （1）2023年Q4货执报告中央行提及“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”，但在城投化债背景下，推升信用债融资大幅回暖存在一定难度；
- （2）但提升债券相对信贷的融资成本优势，或能边际改善信用债融资情况；

企业债融资在主流标准化融资渠道中下行斜率最快（%）



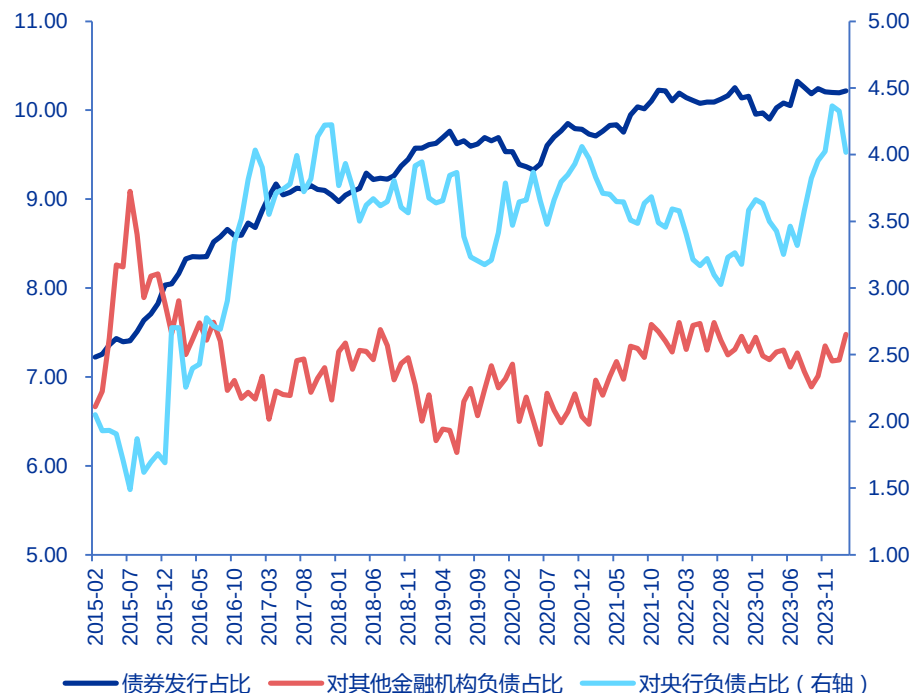
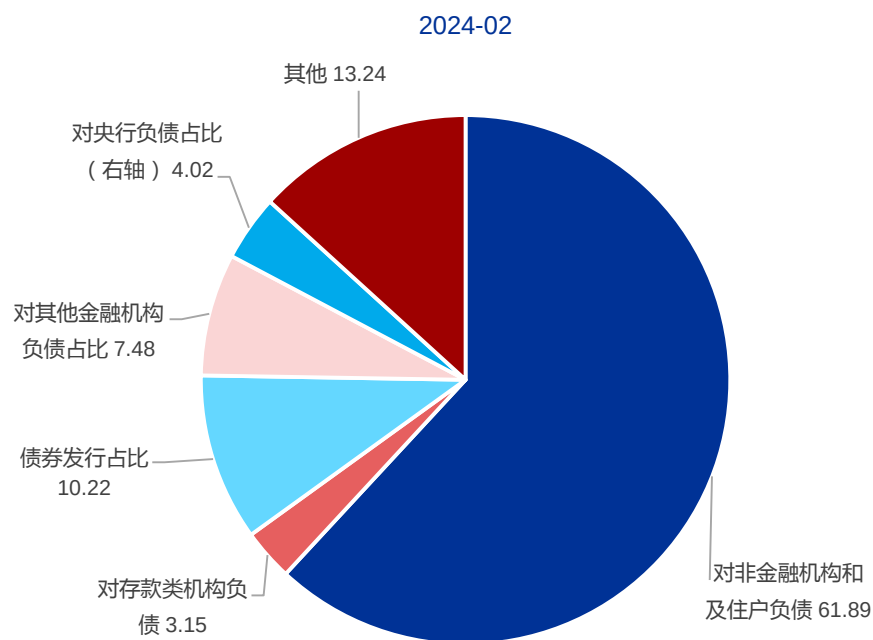
提升债券相对信贷的融资成本优势，或能改善信用债融资情况



商业银行负债端：存款利率下调预计仍是贷款利率下调的前瞻指标，Q2开启新一轮存款利率下调的概率较大

- （1）回顾2022年以来的降息节奏来看，在银行净息差承压的背景下，存款作为商业银行负债端最重要的组成部分，存款利率下调已成为贷款利率下调的前瞻信号；
- （2）当然MLF等公开市场操作、金融债等在银行负债端的占比同样有所上行，预计也有同步下行的必要性，减轻商业银行负债端压力；

居民和企业存款是商业银行负债端最重要的组成部分（%）MLF等公开市场操作、金融债在商业银行负债端的占比趋于上行（%）



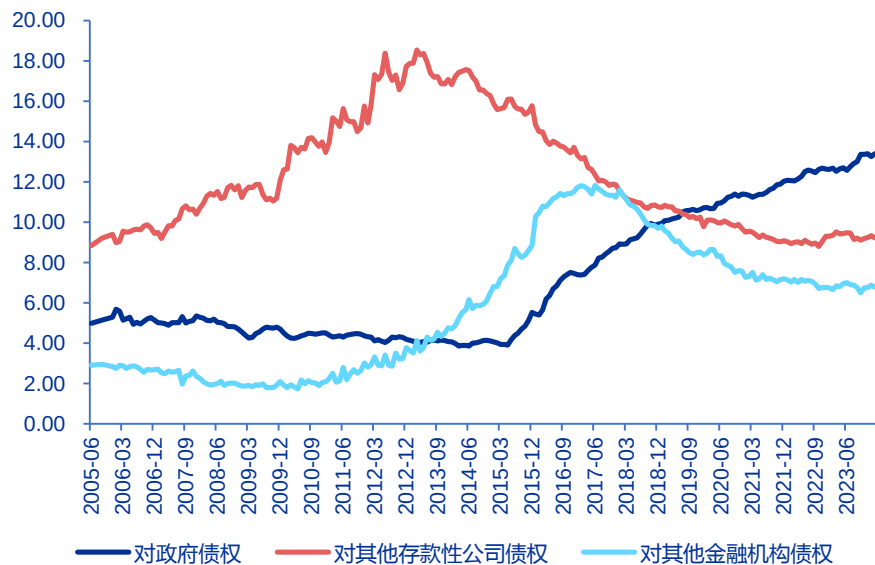
商业银行资产端：货币条件保持宽松+实体融资需求不足下，信贷资源向金融部门边际倾斜

- 目前宏观流动性环境发生明显变化，短期内信贷资源边际上向金融部门倾斜：
- （1）虽然货币金融条件保持宽松，但实体部门融资维持偏弱，尤其是居民部门明显更弱；
- （2）居民信贷占比下行处于新一轮周期的起点，企业部门信贷占比预计仍有提升空间；

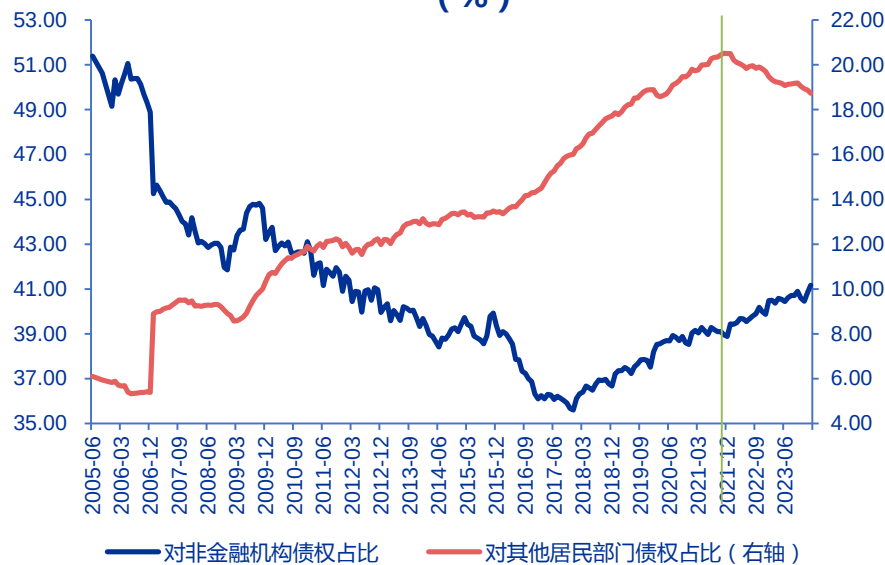
2023年以来商业银行对金融部门债权增速超过非金融部门（%）



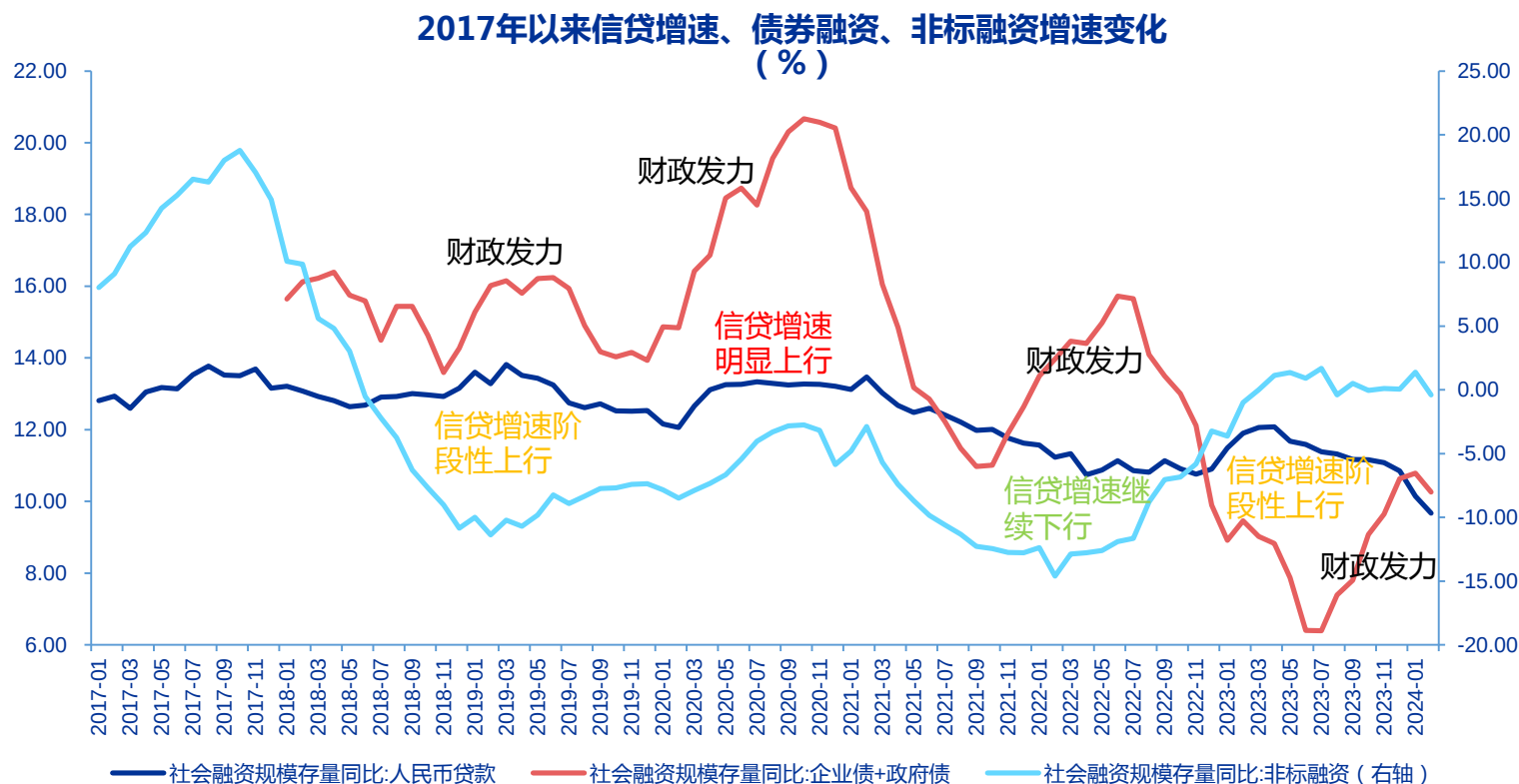
2022年后商业银行对非金融机构债权占比均企稳（%）



2022年以来商业银行对实体部门信贷中居民部门相对更弱（%）

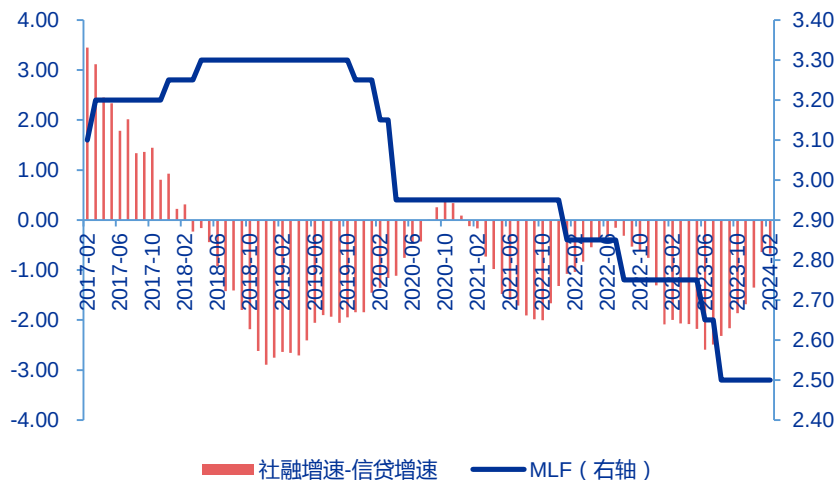


- 信贷增速能够代表经济基本面，债券供给能够代表财政政策，非标融资代表表外融资条件的变化：
- （1）信贷增速下行—财政政策发力—政府债供给加大—非标融资放松；
- （2）财政发力后表征基本面的信贷增速变化，或是主导债市是否转向的关键；

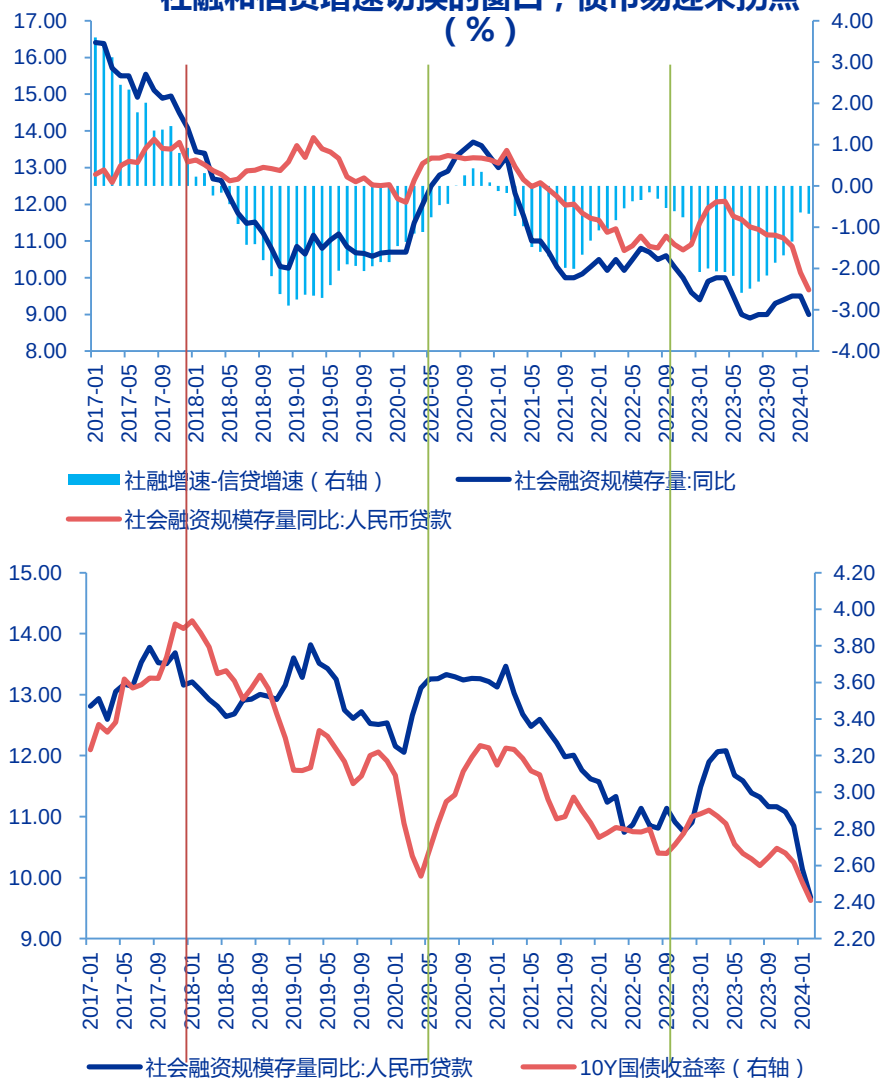


- **社融和信贷的差值能反映政策和需求的相对变化，因此：**
- （1）2017年三轮社融和信贷增速切换的窗口，都会迎来宏观环境的边际变化，通常债市也易迎来拐点；
- （2）预计24年5或6月社融和信贷增速差将转正，下半年随着债券增速下行+信贷增速趋稳，社融和信贷增速差预计将再度进入负区间；

MLF下调节奏在社融和信贷切换窗口也易发生变化



社融和信贷增速切换的窗口，债市易迎来拐点 (%)



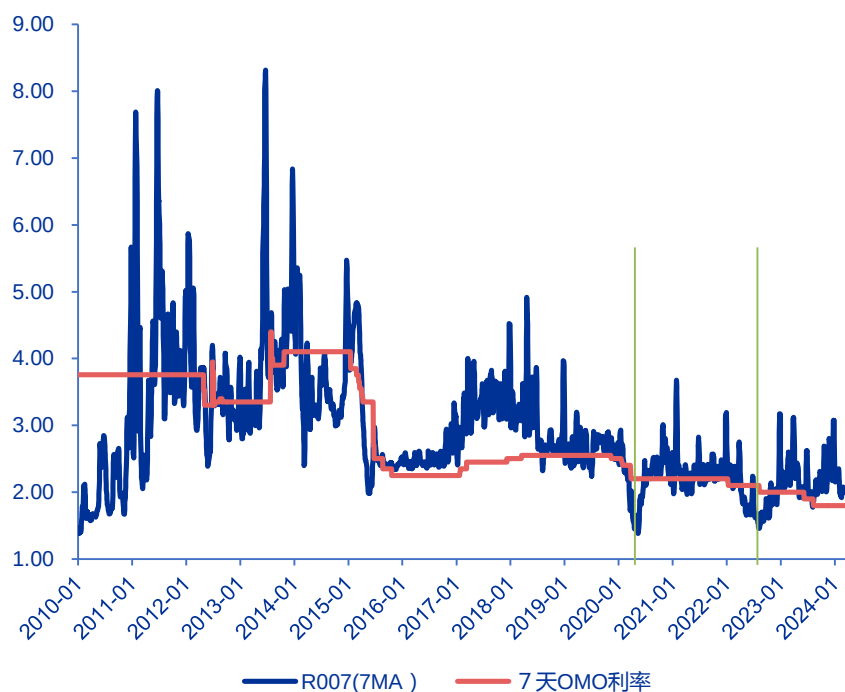
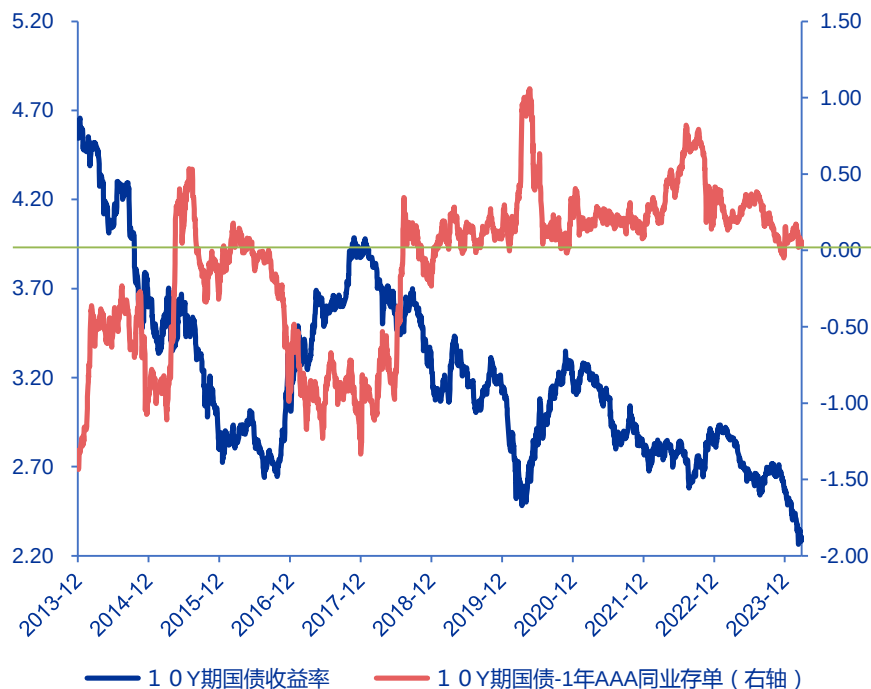
主要内容

1. 信用：财政货币双宽格局
2. 资金：央行“缩表”驱动下行
3. 债市：政策利率差值或不 $\geq -20\text{bp}$
4. 挑战一致预期：债券调整可能性探讨

- 资金利率在债市研究框架中权重越来越大，“牛陡”和“熊平”为常见的两种形态，但是2023年8月开始，长端明显下行+短端利率持稳，曲线呈现明显的“牛平”走势：
- （1）10Y国债和1年同业存单利差在2019年前常为负值，2019年后则常为正值；
- （2）2019年前资金面易紧难松、同业存单利率易上难下，2021年后资金面明显紧张的情形大幅减少，同业存单收益率易下难上，导致10Y国债与1年同业存单利差易走陡；

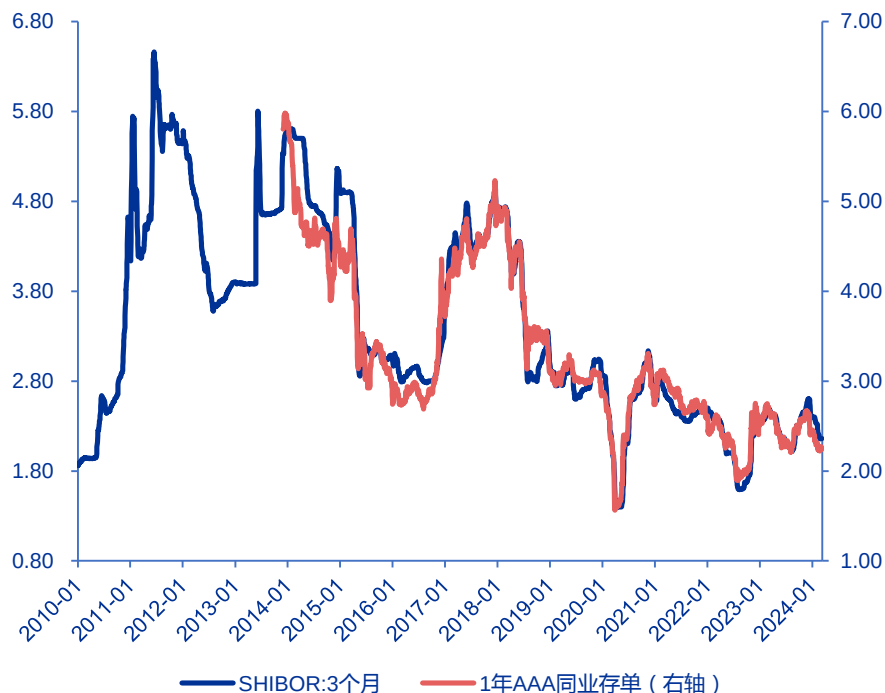
自23年8月后，曲线便开始进入“牛平”阶段（%）

19年后资金阶段性负偏离政策利率，导致曲线阶段性走陡（%）

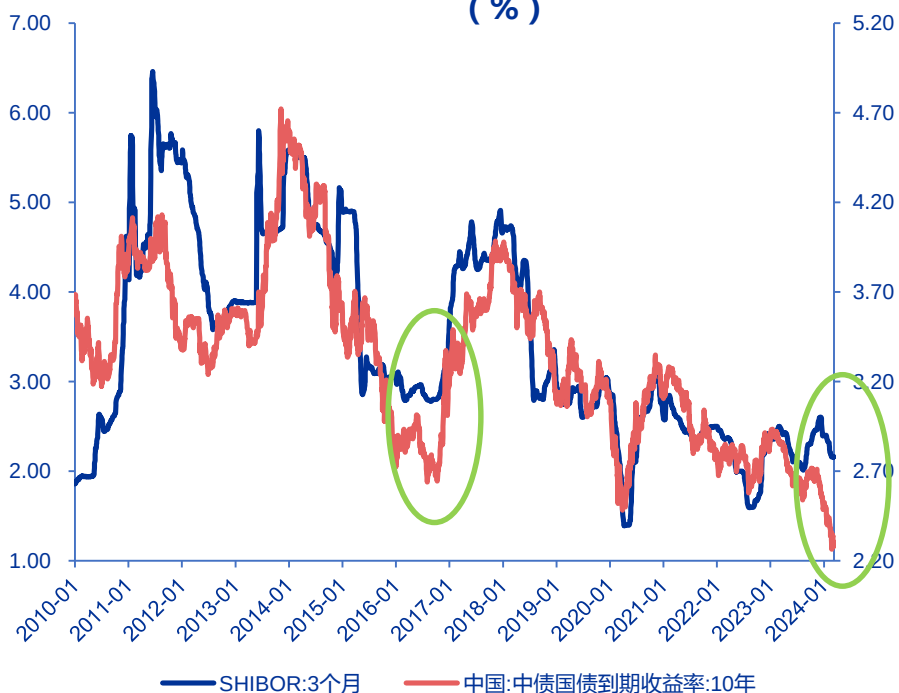


- 资金对短期和长期国债收益率影响均较大，但资金利率对长短端的影响幅度有所不同：
- （1）资金利率对短端收益率的影响明显更大，传导效率较高，甚至直接决定短端上行和下行幅度；
- （2）资金利率对长端收益率的影响相对较弱，尤其是幅度变化易出现差异，经济预期可推动长端收益率明显偏离短端变动幅度；

资金和短端收益率基本同步变动，发生明显偏离的情形较少（%）



虽然方向相似，但长端收益率变动幅度和资金易发生偏离（%）

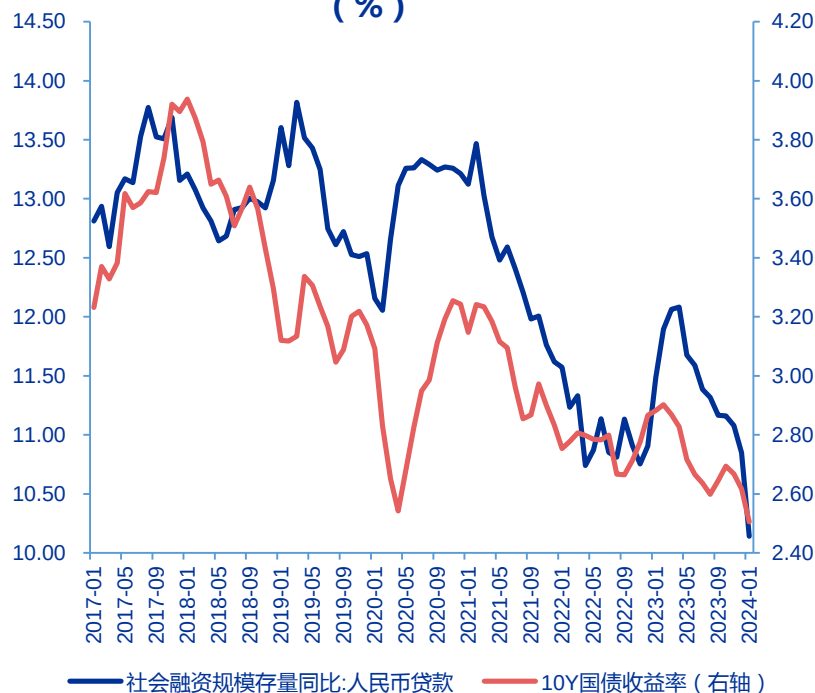


- **2020年后资金利率多次达到极低水平，曲线也多次呈现明显陡峭化演绎，但需要注意：**
- （1）2020年后极度宽松的资金面均是由特殊的货币政策或者财政政策推动，比如2020年是由较为宽松的货币政策和财政政策共同推动，2022年则是强劲的财政支出（留抵退税）推动；
- （2）较低的资金利率需要特殊的政策支持，在政策逐步回归常态化的背景下，明显较低的资金利率或不易出现，2023年即是典型的回归常态化的一年；

2020年后较低的资金利率多由特殊的货币和财政政策推动
(%)



信贷增速大幅下行+中性的资金水平，“牛平”曲线并不难理解
(%)



- 由于经济预期的扰动，资金利率的绝对水平并不严格指导长端利率水平，但是收益率曲线机制仍发挥较强作用：
- （1）长端收益率和短端收益率变动的同步性较强；
- （2）长端收益率和资金利率变动的同步性同样较强；

资金利率的方向对于长短端收益率均有重要参考意义（%）

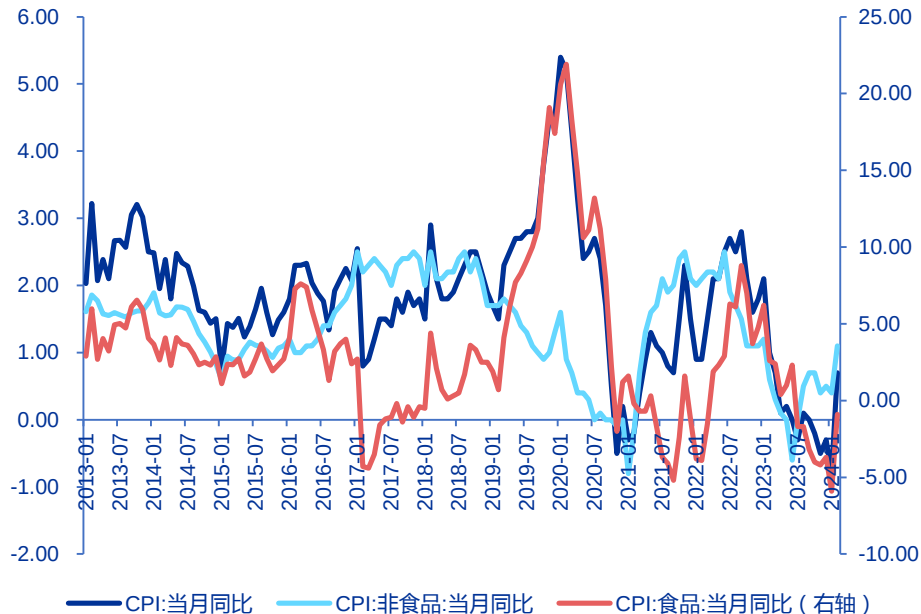


■ 2024年基数拖累大幅减弱，CPI有望向常态化水平修复，但全年大概率仍处低通胀环境，上半年以震荡为主、下半年进入上行通道：

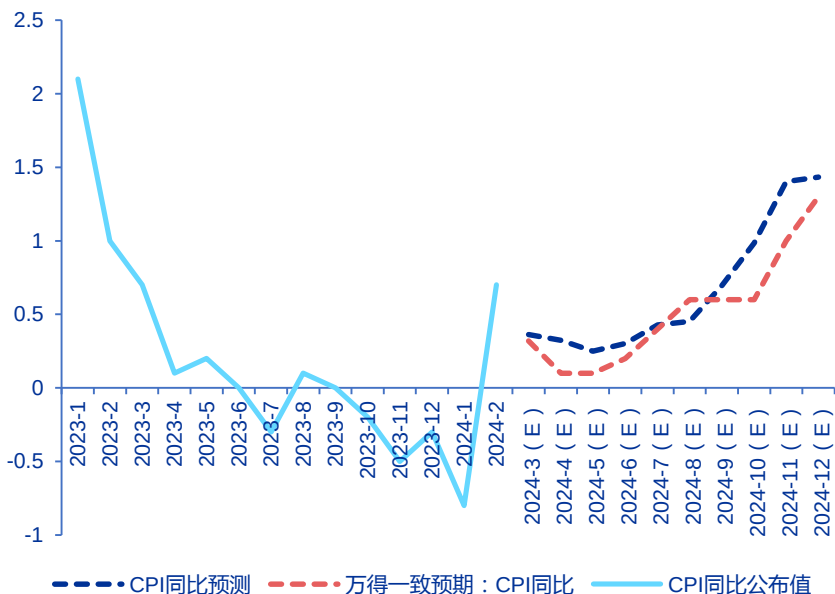
（1）2023年通胀偏弱主要由食品价格、油价、耐用品价格偏弱共同推动，其中食品价格是驱动CPI同比进入负区间的关键因素，2024年食品价格预计企稳，CPI中枢有望向常态化水平修复；

■ （2）但2024年仍看不到CPI大幅反弹的基础，能繁母猪处于高位水平，猪价仍面临供给过剩格局，食品价格预计仍约束24年CPI中枢和顶点；

2024年CPI中枢和顶点预计仍主要取决于食品价格（%）

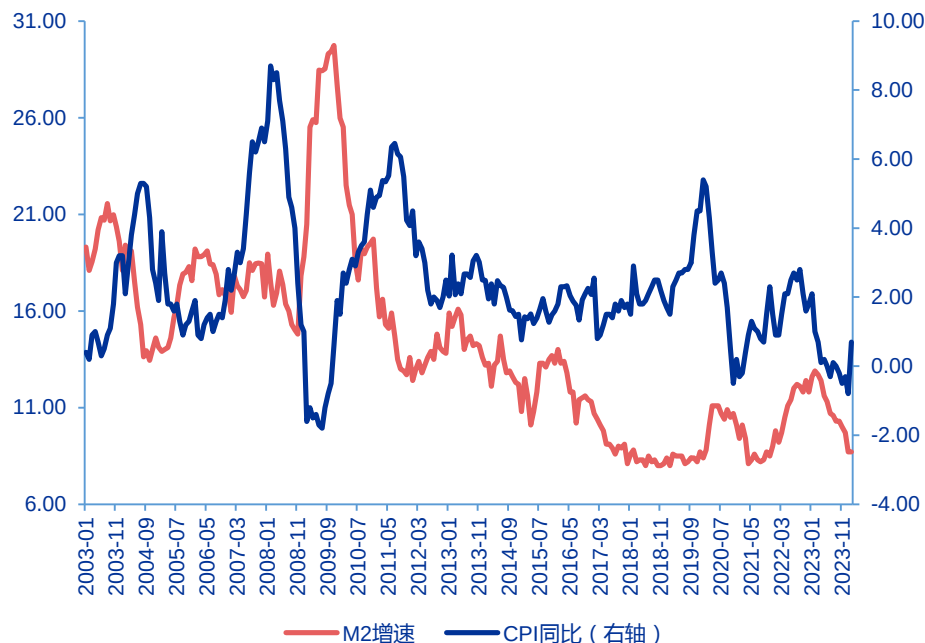


2024年CPI有望向常态化修复，但全年大概率仍处低位（%）

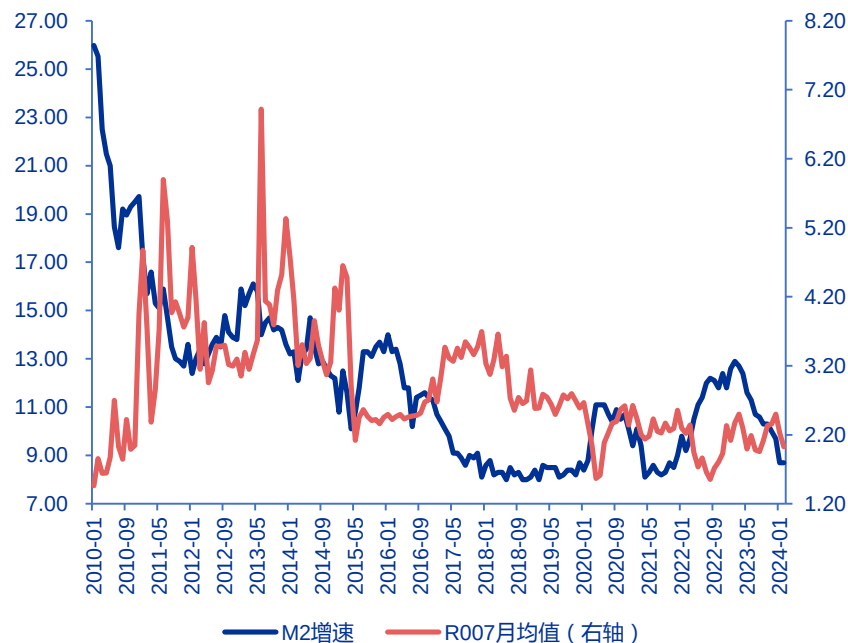


- **（1）2024年的货币政策对于价格水平赋予了较高的权重，预计M2增速先下后上，Q1或触底：**
- 23年12月中央经济工作会议正式提出“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，24年3月潘功胜行长在十四届全国人大二次会议经济主题记者会上答记者问上同样表示“我们将把维护价格稳定、推动价格温和回升作为货币政策的重要考量”；
- **（2）对于央行来说，提升M2增速或是最直接的推升价格水平手段，直接利好流动性和资金面；**

在通胀表现偏弱的阶段，央行多会增加货币供给、提升M2增速



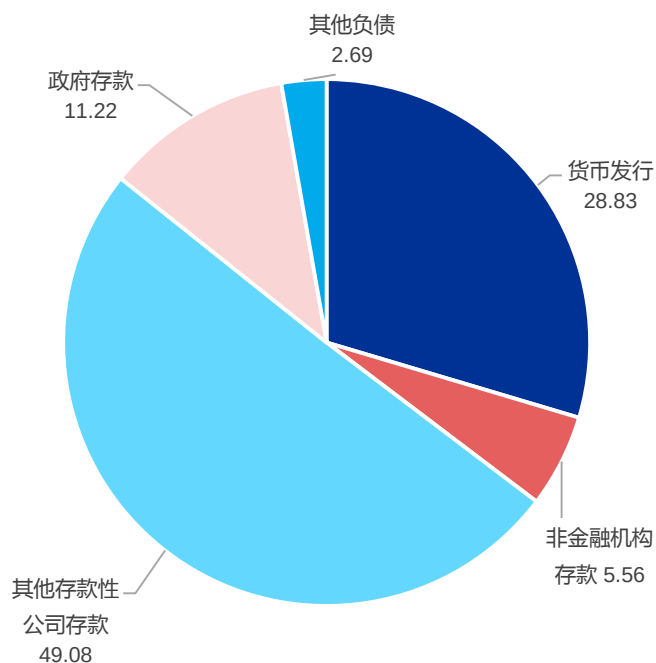
M2增速明显抬升的背景下，资金面易松难紧（%）



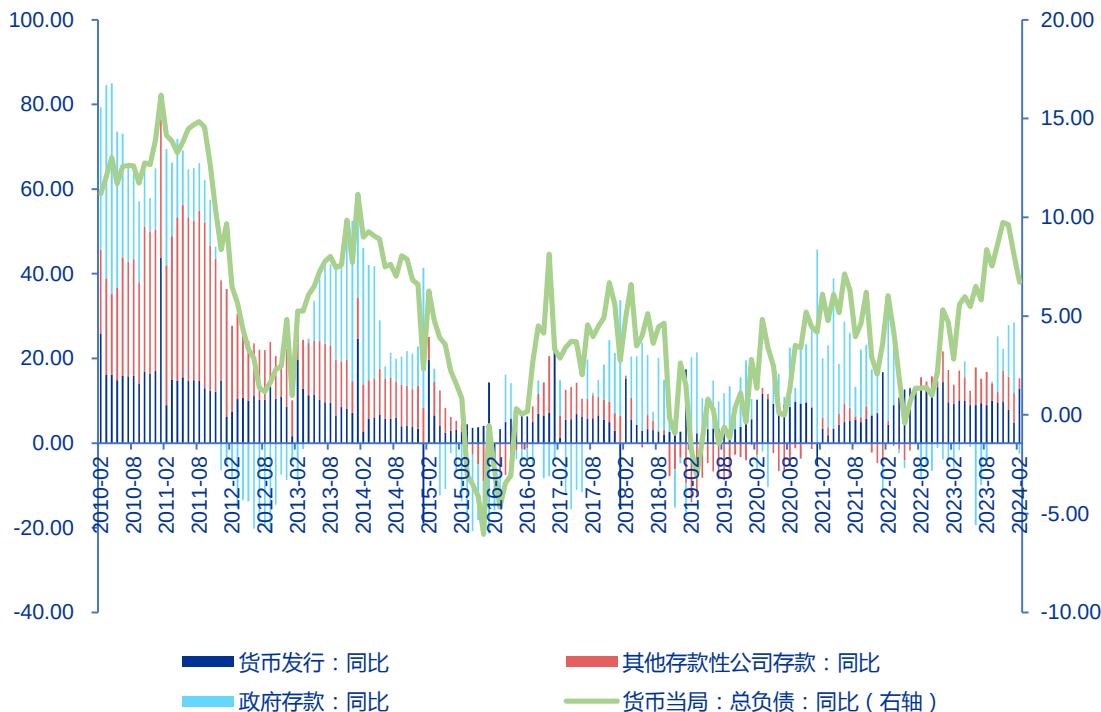
(二) 央行预计在2024年Q2开启“缩表”：M2增速上行+资金利率下行

- **如何理解央行资产负债表的扩张？（1）负债端：存款准备金+政府存款上行：**
- 货币发行、其他存款性公司存款（法定存款准备金和超额存款准备金）和政府存款三项是导致央行负债端波动的主要原因；
- 2023年以来央行负债端增速的快速上行主要由存款准备金和政府存款推动，分别对应存款增速较高、财政存款沉淀等；

2024年2月央行资产负债表负债端重要项目占比（%）



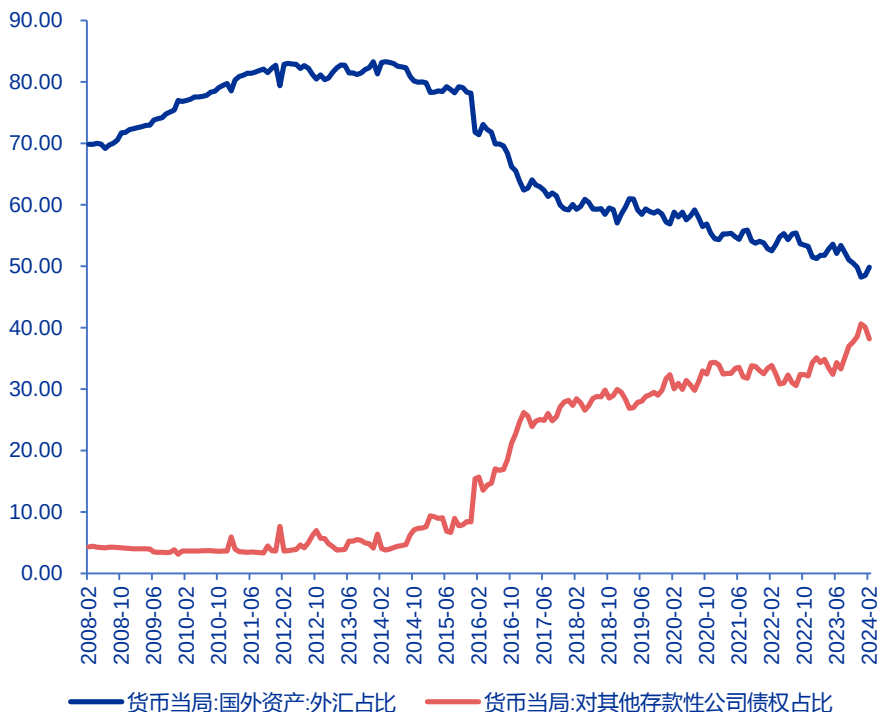
其他存款性公司存款和政府存款是造成央行负债端大幅波动的主因



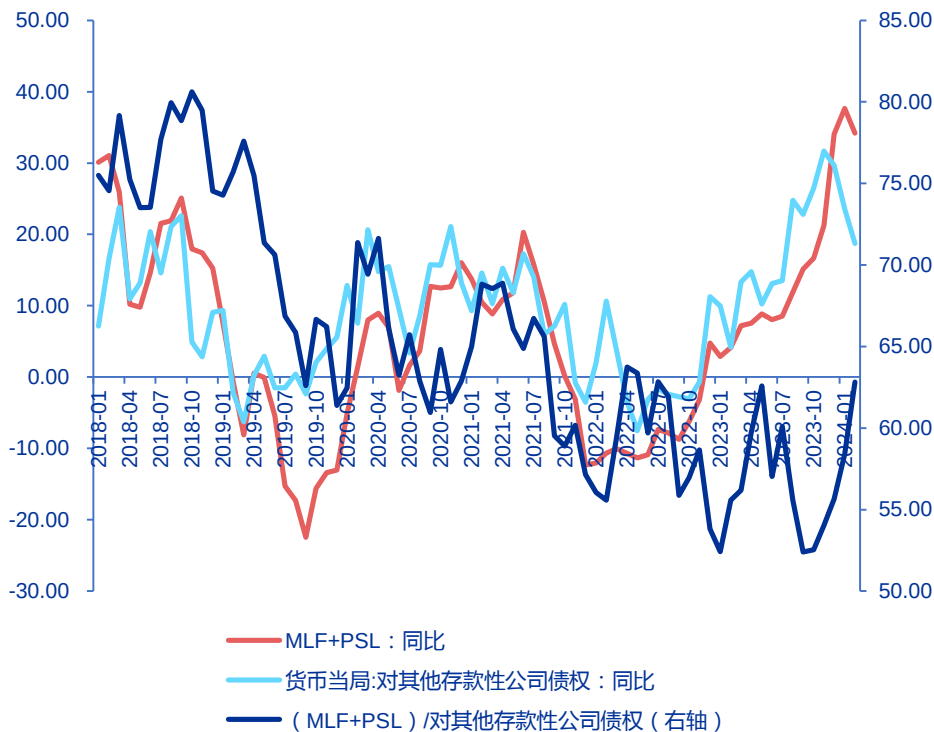
(2) 资产端：央行对存款类机构债权（公开市场操作）规模大幅上升

- **2022年央行资产负债表开启新一轮快速扩张：**
- MLF、PSL、其他结构性货币政策工具等是央行对其他存款性公司债权的主要组成成分；
- MLF、PSL及其他结构性货币政策工具规模增速大幅上升，是推动央行对其他存款性公司负债及总资产大幅上行的主因；

央行基础货币投放工具由外汇逐步切换为公开市场操作（%）



MLF、PSL及其他结构性货币政策工具规模均明显上升（%）



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/075120010000011134>