

## 历史上的一季度信贷与票据利率

2024 年 01 月 25 日

当前市场进入新的混沌期，社融信贷的投放成为了市场关注和推演的重心。站在当下节点，结合历史情形展望，2024 年初信贷开门红如何？债市如何演绎？本文聚焦于此。

➤ 1 月以来票据利率有何特点？

(1) 1 月初，票据利率为何大幅攀升？1 月通常是信贷投放的“大月”，信贷增长往往季节性走强，叠加票据到期量压力环比有所减弱，1 月票据利率持续向上突破 2%。今年 1 月票据利率上行幅度高于 2023 年同期，但仍低于 2019-2022 年同期水平，预估 1 季度信贷规模或将保持稳步增长的态势。

(2) 1 月中旬后，票据利率为何明显回落？一方面，在适度平滑信贷波动，引导信贷合理增长的要求下，2023 年底信贷投放发力有所前置，对 2024 年全年的投放需要更为平稳，尽管季节性因素还是会存在，但相应的一季度信贷压力或有所减弱；另一方面，在 1 月初票据利率大幅上升时，票据供给或因此回落，如果票据贴现和票据承兑供给不足，或难以支撑票据利率维持高位。

随着近年来票据利率对信贷的指示作用可能有所减弱，对应看到 2023 年 6 月票据和存单利差与贷款规模的增长出现明显背离。故而票据利率的下滑也并非一定意味着信贷投放力度较弱，或受到票据供给收缩的影响，我们预估在平滑信贷波动的政策基调下，1 月信贷“开门红”力度或低于历史同期，但仍处于年内的较高位置，年内信贷或维持平稳增长的态势，单月的波动幅度有所平缓。

➤ 历史上的票据利率与债市表现

(1) 2020：信贷修复+资金松，债市明显走强。2020 年一季度信贷投放相对稳健，整体处于修复过程中，票据利率冲高回落后趋稳，对应看到经济维持弱复苏态势。在央行降准等宽松操作下，一季度债市整体走强，2020/1/2-3/9，10 年期国债利率从 3.15%下行 63BP 至 2.52%，大幅低于同期 MLF 利率。

(2) 2021：信贷紧+流动性紧，债市有所回调。2021 年一季度信贷投放力度加大，票据利率处于高位，强于季节性水平，对应看到基本面持续修复，实体经济融资需求旺盛。在央行收紧流动性，资金面趋紧格局下，一季度债市利率有所回调，短端品种上行幅度更大，收益率曲线明显平坦化，带动期限利差大幅收窄。

(3) 2022：信贷松+资金偏松，债市低位震荡。2022 年 1 月社融信贷“开门红”或部分透支了 2 月的需求，2 月社融信贷表现明显转弱，市场主体融资意愿不足，国内经济恢复的基础尚不牢固。此外，央行调降 MLF 和 OMO 利率，货币政策维持宽松格局，资金面处于合理充裕水平，带动国债利率下行，此后维持低位震荡，整体低于 MLF 利率。

➤ 后市如何展望？

于债市而言，当下基本面维持弱复苏，一季度信贷投放带来的流动性压力整体可控，当前 10 年期国债利率在 2.5%左右，与 MLF 利率较为接近，市场已然交易和定价较为充分，下一个政策窗口期之前或整体在 2.45-2.55%震荡，其中关注或有的降息区间带来的中枢下移机会，故而长久期仍是占优选择。

此外，1 月 24 日央行宣告降准 0.5 个百分点和定向降息超出市场预期，利好短端，阶段性可以关注曲线陡峭化带来的机会，但考虑到春节前夕资金需求走高，地方债发行加速或带来一定扰动，整体利好或也有限，资金不会太松。

➤ 风险提示：政策不确定性；基本面变化超预期；海外地缘政治冲突。



分析师 谭逸鸣

执业证书：S0100522030001

邮箱：tanyiming@mszq.com

研究助理 谢瑶

执业证书：S0100123070021

邮箱：xieyao@mszq.com

相关研究

- 1.可转债打新系列：姚记转债：国内扑克牌行业龙头企业-2024/01/24
- 2.城投随笔系列：化债路上，谁在发非标？-2024/01/23
- 3.城投随笔系列：三问：交叉违约保护条款-2024/01/22
- 4.固收周度点评 20240121：1 月 LPR 会调降吗？-2024/01/21
- 5.城投、产业、金融债利差跟踪周报 20240121：极致行情下银行次级的比价优势-2024/01/21

# 目录

|                          |           |
|--------------------------|-----------|
| <b>1 1月以来票据利率有何特点？</b>   | <b>3</b>  |
| <b>2 历史上的票据利率与债市表现</b>   | <b>6</b>  |
| 2.1 2020：信贷修复+资金松，债市明显走强 | 6         |
| 2.2 2021：信贷紧+流动性紧，债市有所回调 | 8         |
| 2.3 2022：信贷松+资金偏松，债市低位震荡 | 10        |
| <b>3 后市如何展望？</b>         | <b>13</b> |
| <b>4 小结</b>              | <b>16</b> |
| <b>5 风险提示</b>            | <b>18</b> |
| <b>插图目录</b>              | <b>19</b> |

当下市场进入新的混沌期，社融信贷的投放成为了市场关注和推演的重心，然政策引导下平滑信贷投放让市场对一月开门红的预期有所约束，从而进一步构成债市支撑。

2024 年 1 月初，票据利率大幅攀升，半年国股转贴利率上行至 2.3% 附近，与 NCD 利差在持续收窄，一度存在一些市场预期差；然中旬以后，票据利率冲高后显著回落，并向下突破 2.0%。

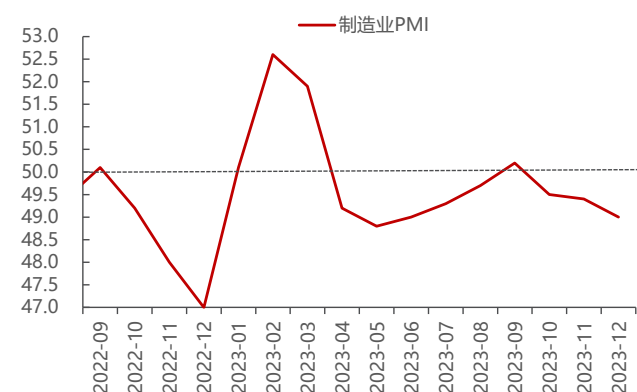
站在当下节点，结合历史情形展望，2024 年初信贷开门红如何？债市如何演绎？本文聚焦于此。

## 1 1 月以来票据利率有何特点？

首先，我们回顾 2023 年四季度的票据利率来看：

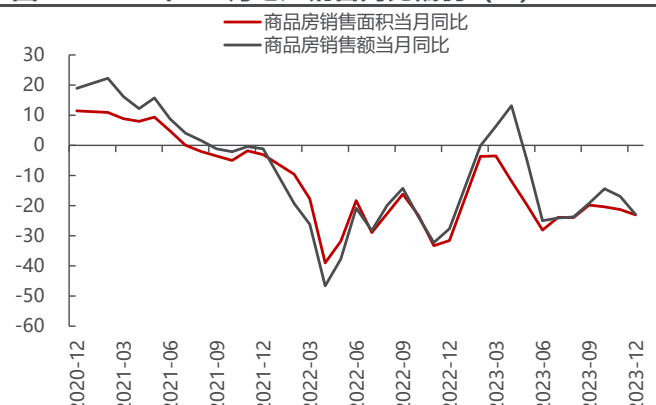
2023 年四季度经济景气度有所回落，有效需求不足的问题仍然存在，12 月制造业 PMI 超季节性回落至 49.0%，继续处于荣枯线以下，12 月消费弱于预期，物价指数仍在低位运行，地产行业跌幅有所扩大，信贷需求仍偏弱，票据利率持续处于低位。

图1：2023 年 12 月制造业 PMI 延续回落（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2023 年 12 月地产销售同比偏弱（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

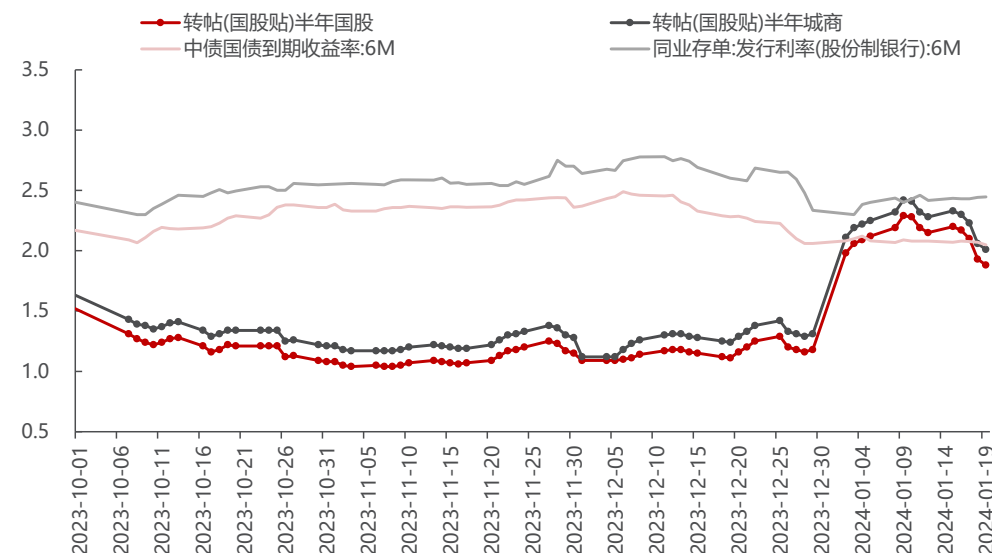
此外，《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法》规定将商业汇票最长期限由 1 年调整至 6 个月，自 2023 年 1 月 1 日起施行，同时为银行承兑汇票和财务公司承兑汇票的比例限额要求设置一年过渡期。在票据新规实施前，市场大量发行了 1 年期的承兑汇票，导致 2023 年四季度票据到期量压力环比增加，对票据利率有所压制。

总体而言，在信贷偏弱和票据到期量维持高位的影响下，票据利率呈现低位震荡格局，半年国股转贴利率在 1.0%-1.3% 区间波动，与同期限的国债、存单利率

的利差持续走扩。

2023/10/7-2023/12/29, 半年国股转贴利率下降 13BP 至 1.18%, 与国债收益率利差走扩 10BP 至 88BP, 与存单利率利差走扩 17BP 至 116BP。

图3：近期票据利率表现（%）



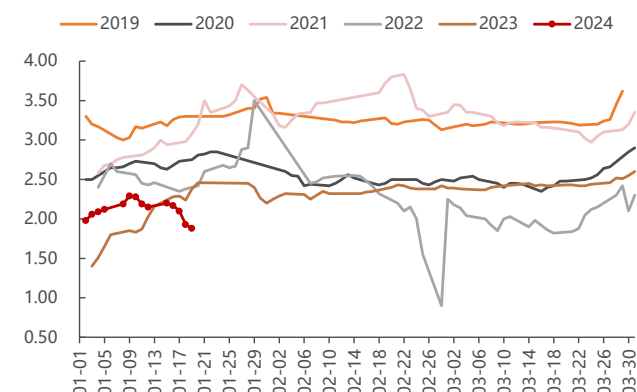
资料来源：wind，民生证券研究院

其次，2024 年 1 月票据利率“上蹿下跳”，缘何如此？

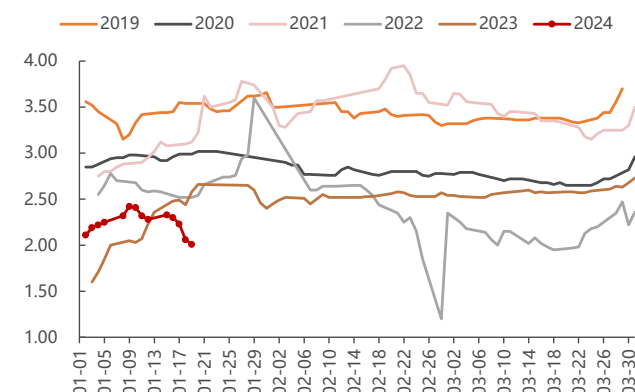
(1) 1 月初，票据利率为何大幅攀升？

1 月通常是信贷投放的“大月”，信贷增长往往季节性走强，叠加票据到期量压力环比有所减弱，1 月票据利率持续向上突破 2%，半年国股转贴利率的阶段高点达到 2.3% 左右，处于国债利率上方，与 NCD 利差持续压缩。

对比历史来看，今年 1 月票据利率上行幅度高于 2023 年同期，但仍低于 2019-2022 年同期水平，预估 1 月信贷规模或将保持稳步增长的态势，不做开门红，并非简单意味着大幅缩量。

**图4：转贴半年国股票据利率（%）**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图5：转贴半年城商票据利率（%）**


资料来源：wind，民生证券研究院

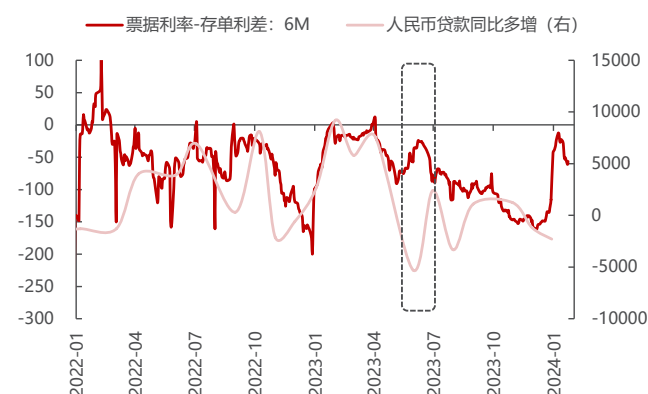
## （2）1月中旬后，票据利率为何明显回落？

一方面，在适度平滑信贷波动，引导信贷合理增长，均衡投放的要求下，2023年底信贷投放发力有所前置，对2024年全年的投放需要更为平稳，尽管季节性因素还是会存在，但相应的一季度信贷压力或有所减弱；

另一方面，在1月初票据利率大幅上升时，票据供给或因此回落，如果票据贴现和票据承兑供给不足，或难以支撑票据利率维持高位。

随着近年来票据利率对信贷的指示作用可能有所减弱，对应可以看到2023年6月票据和存单利差与贷款规模的增长出现明显背离。2023年6月票据利率显著回落，与存单利差大幅下降，但是6月信贷投放强于季节性，背后的原因或在于票据新规下到期规模增加对票据供给端产生一定冲击。

故而票据利率的下滑也并非一定意味着信贷投放力度较弱，或受到票据供给收缩的影响，我们预估在平滑信贷波动的政策基调下，1月信贷“开门红”力度或低于历史同期，但仍处于年内的较高位置，年内信贷或维持平稳增长的态势，单月的波动幅度有所平缓。

**图6：票据和存单利率与新增贷款（BP，亿元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图7：票据和存单利率与中长期贷款（BP，亿元）**

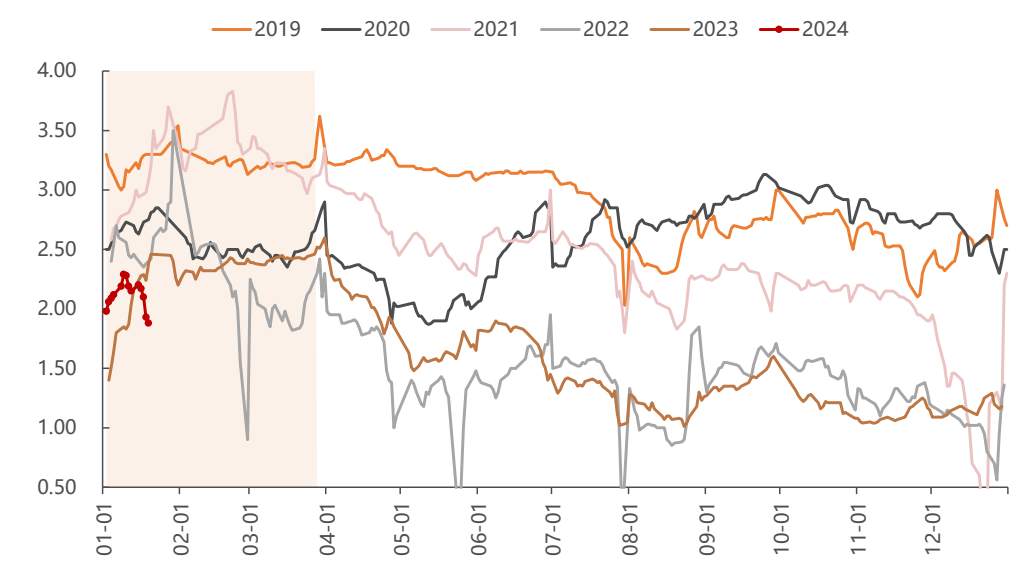

资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 历史上的票据利率与债市表现

我们回顾历史上的票据利率走势来观察，并进一步聚焦于具有一定代表性的票据利率来看，对应债市表现如何？

2020、2021、2022 年的票据利率在一季度都经历了不同程度的冲高和回落，有所不同的是，2020 年票据利率在大幅回落后，一季度基本维持在一个稳定的水平，2021 年在显著回落后继续冲高，2022 年在大幅回落后，一季度持续显著下滑，对应的债市表现也有所不同，关键仍取决于当时的宏观图景和政策演绎。

图8：票据利率走势季节性（%）

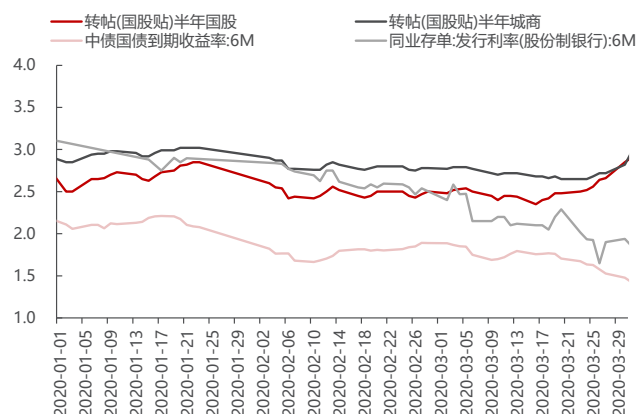


资料来源：wind，民生证券研究院

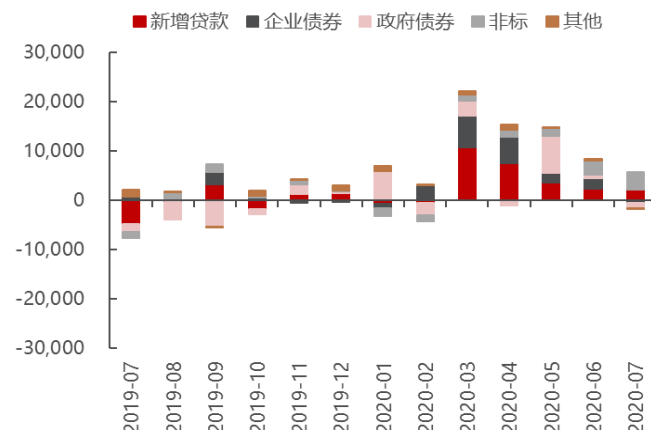
### 2.1 2020：信贷修复+资金松，债市明显走强

首先，从票据利率来看，2020 年初票据利率小幅冲高回落，此后一季度整体维持在一个稳定水平。1 月 22 日，半年国股转贴利达到阶段性高点 2.85%，与存单利率持续压缩，回落后票据利率中枢维持在 2.40% 左右。

对应观察社融信贷数据，整体处于修复过程中。2020 年 2 月新增人民币贷款 9057 亿元，较前一年同期水平略有改善，2 月以来，央行提供 3000 亿元专项再贷款和 5000 亿元再贷款再贴现额度，企业短贷净增 6549 亿元，成为主要支撑项。新增社融 8554 亿元，低于市场预期，其中企业债券净增 3860 亿元，是主要贡献，人民币贷款、政府债券和未贴现银行承兑汇票形成一定拖累。

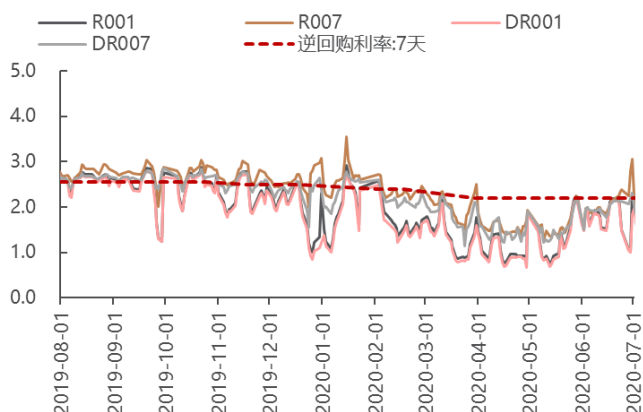
**图9：2020年一季度票据利率走势（%）**


资料来源：wind，民生证券研究院

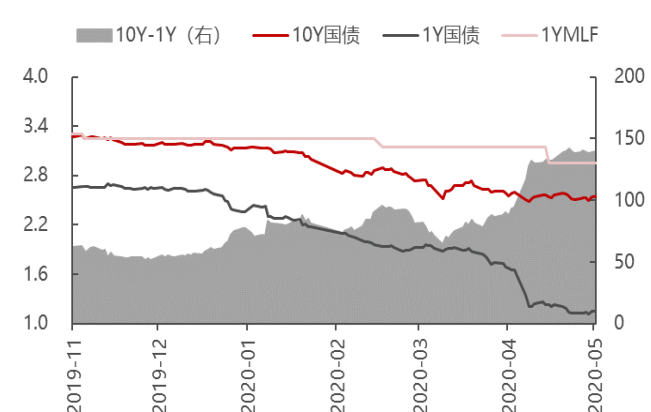
**图10：2020年一季度新增社融（亿元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

从资金面来看，一季度月流动性整体充裕。2020年1月1日，央行公告于1月6日降准0.5个百分点，此次全面降准释放长期资金8000多亿元。1月15日，央行开展3000亿元MLF操作和1000亿元14天期逆回购操作。一季度，央行先后安排了3000亿元专项再贷款，5000亿元再贷款再贴现额度，1万亿元再贷款再贴现额度，支持实体流动性投放。2020年一季度，资金面整体偏松，DR007利率中枢整体位于7天逆回购利率下方。

**图11：2020年一季度资金利率偏低（亿元）**


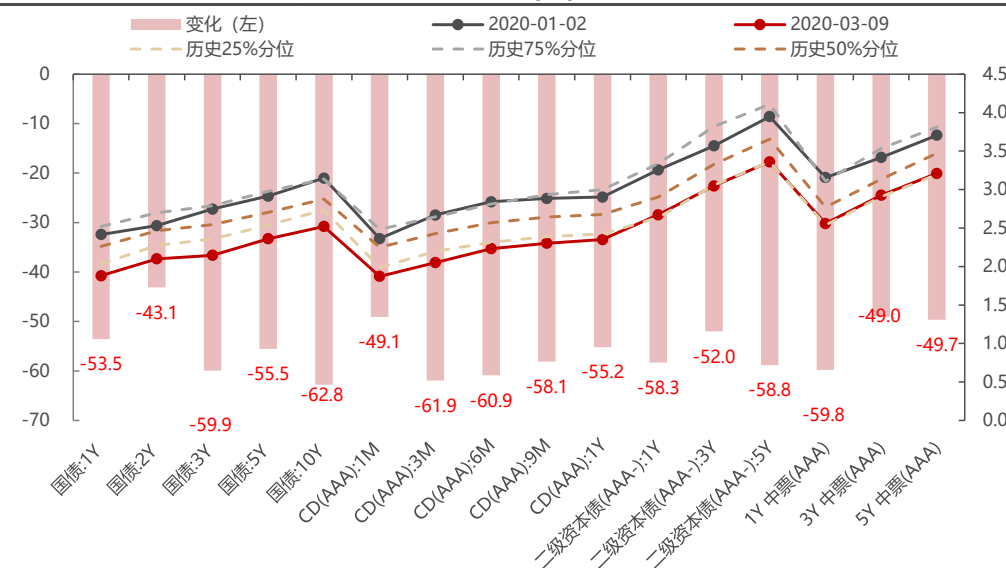
资料来源：wind，民生证券研究院

**图12：2020年一季度国债期限利差走扩（%）**


资料来源：wind，民生证券研究院

总的来看，2020年一季度信贷投放相对稳健，处于修复过程中，票据利率冲高回落趋稳，对应看到经济维持弱复苏态势。在货币宽松基调下，一季度债市利率整体走强，2020/1/2-3/9，10年期国债利率从3.15%下行63BP至2.52%，大幅低于MLF利率。

图13：2020年一季度债市收益率整体下行（%）



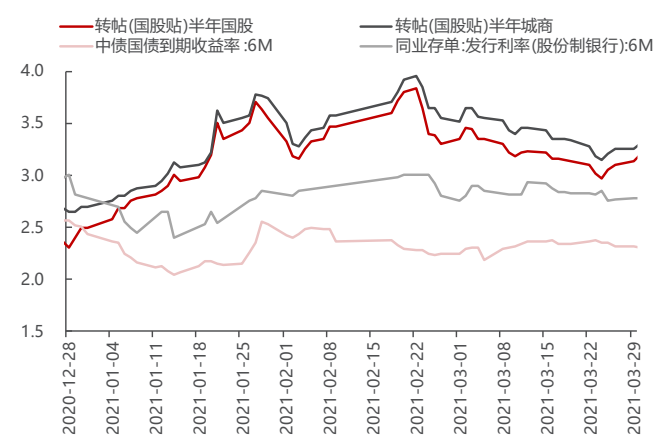
资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.2 2021：信贷紧+流动性紧，债市有所回调

首先，从票据利率来看，2021年一季度，票据利率大幅攀升。1月6日，半年国股转贴利率向上突破6月期存单利率后，于2月22日共上行114BP至阶段性高点3.8%，且持续位于国债利率和存单利率上方。

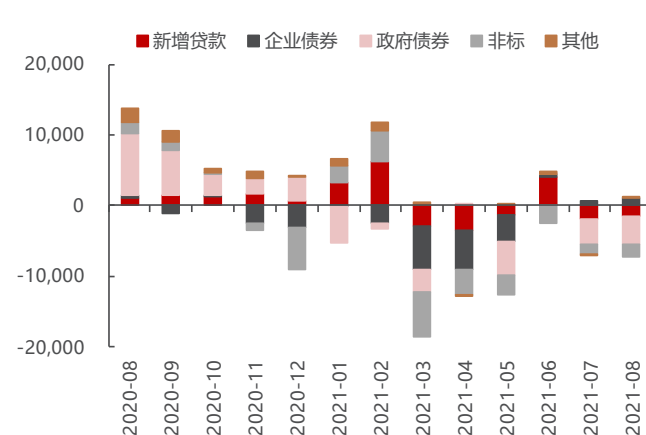
对观察社融数据，一季度社融信贷表现强劲。尤其是2月社融表现较为突出。2021年2月，我国新增社会融资1.71万亿元，同比多增8392亿元，其中人民币贷款为主要支撑项，同比多增6198亿元，表明经济内生性恢复过程中实体经济融资需求旺盛。

图14：2021年一季度票据利率高位运行（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

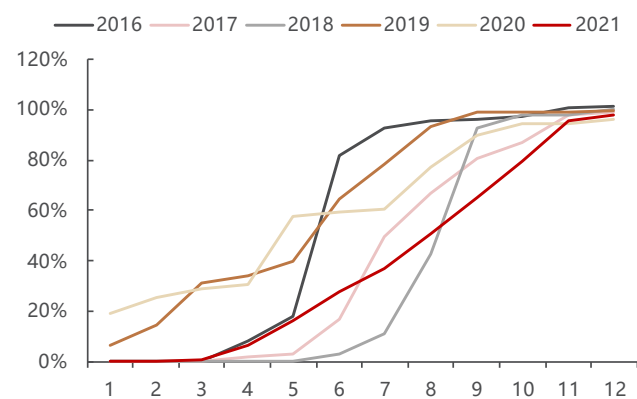
图15：2021年2月人民币贷款为主要支撑项（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

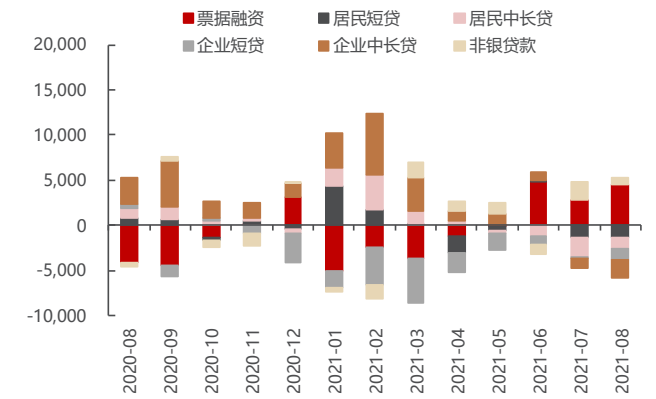
进一步观察信贷结构，信贷投放呈现长期化趋势。2月企业中长期贷款同比多增 6843 亿元，在信贷额度偏紧及“就地过年”倡议下，企业加速复工复产，资本性投入多增，受春节影响较小；居民部门中长期贷款受地产市场火热影响，同比多增 3742 亿元。

图16：2021年一季度地方专项债发行节奏（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

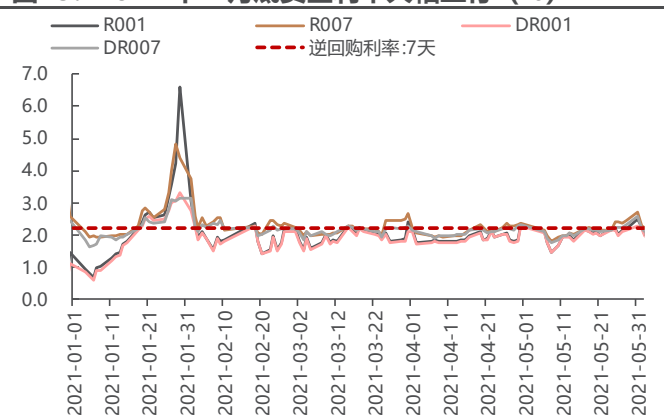
图17：2021年2月信贷投放呈现长期化趋势（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

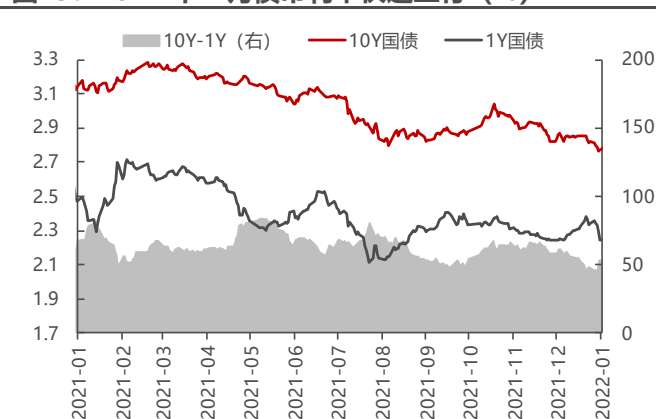
从资金面来看，1月流动性超预期收紧。2021年1月中旬，央行开展5000亿元MLF操作，但考虑到3000亿元MLF及2405亿元TMLF到期，实则缩量续作，加之跨月当周央行开展逆回购操作共计净回笼2300亿元，有意收紧资金面，1月29日R001快速上行至6.6%。资金面收紧引发债市快速回调。

图18：2021年1月底资金利率大幅上行（%）



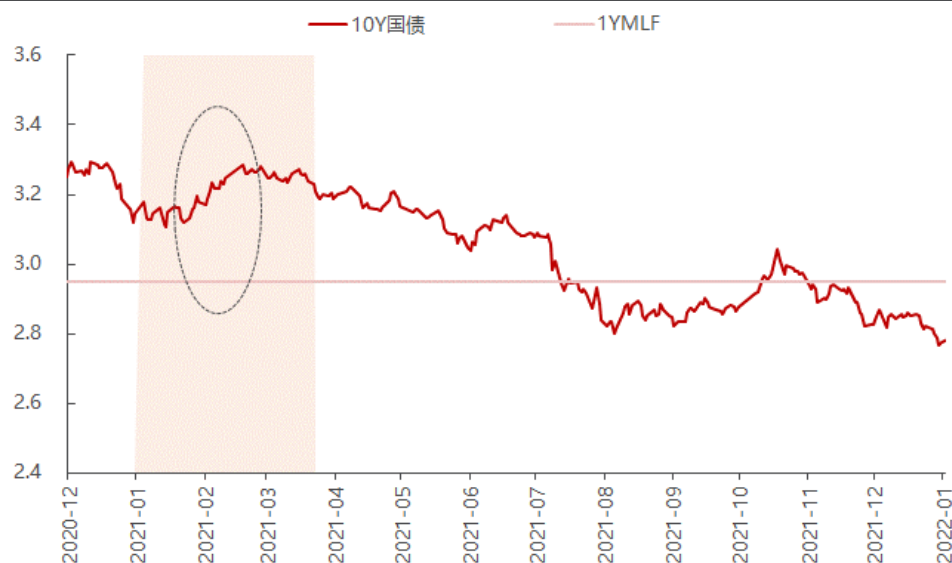
资料来源：wind，民生证券研究院

图19：2021年1月债市利率快速上行（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

总体而言，2021年一季度信贷投放力度加大，票据利率处于高位，明显强于季节性水平，对应看到基本面持续修复，实体融资需求旺盛。以及在流动性趋紧格局下，一季度债市利率有所回调，短端品种上行幅度更大，收益率曲线明显平坦化，带动期限利差大幅收窄，1/4-2/26，10年期和1年期国债利差收窄约11BP。

**图20：2021 年一季度债市有所回调 (%)**


资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.3 2022：信贷松+资金偏松，债市低位震荡

**从票据利率观察**，2022 年初票据利率大幅攀升，突破 3.5%，1/4-1/29，半年国股和城商转贴利率分别上升 110BP、105BP 至 3.5%、3.6%，上行幅度强于季节性水平。此后票据利率显著回落，向下突破 1.0%，半年国股转贴利率于 2 月 28 日达到阶段性低点 0.9%。

**对应观察社融数据，实体融资需求仍不足**。2022 年春节前，经历了 1 月信贷开门红后，2 月社融信贷总量和结构弱于预期。2 月新增社融 1.19 万亿元，同比少增 5315 亿元，其中贴承比走高导致未贴现银行承兑汇票明显下滑，有效信贷需求仍不足。信贷方面，企业短贷是主要支撑，居民端拖累较为明显，尤其是居民长期贷款首次转负，减少 459 亿元，表明地产销售端压力仍大。

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/617026152106006034>