

剩余流动性的“表”与“里” ——2023年H2金融条件展望

民生宏观团队 周君芝、吴彬

0

摘要

- 年初以来，影响资本市场定价非常重要的主线在于流动性。这一不常见的流动性宽松格局，我们将其形象地称之为“剩余流动性”。推演下半年资产定价走势，我们仍然绕不开剩余流动性及其决定的利率中枢。这也是为何我们展望下半年金融条件，重点聚焦在剩余流动性。
- 理解剩余流动性未来如何演绎，我们先来理解剩余流动性的表象和成因，最终展望剩余流动性的下半场。
- **年初以来国内金融市场经历了一轮非常宽松的货币金融条件。**
- **宽松金融条件的第一个显性化特征，资金利率持续偏低。**
- 今年1-6月，DR001和DR007均处历史偏低水平。不仅如此，资金面波动率不高，可以说上半年资金面保持“稳稳”的低利率状态。
- **宽松金融条件的第二个显性化特征，信贷投放明显高于实体经济需求。**
- 截至5月，社融存量同比9.5%，明显高于实际GDP增速。
- 今年1-5月支撑社融放量的主要是表内信贷，企业中长贷更是攀至历史偏高水平，实体融资供给明显偏充裕。

0

摘要

- **剩余流动性的表面因素非常容易把握，那就是融资供给过剩。**
- 为什么年初以来，不论是金融同业资金供给，还是实体融资供给，资金如此充裕？
- **一个再明显不过的原因在于央行积极主动投放，今年以来央行维持资金面平稳。**
- 今年央行运用多种工具保持资金总量供给充分。同时央行维持不同期限的资金供需平衡，引导资金利率围绕政策利率平稳运行。
- **另一个原因是政策层面有意引导实体信用扩张，针对实体投放长期限低利率资金。**
- 今年1-5月份支撑社融的主要是信贷，并且信贷扩张过程中实体融资利率明显下行。进一步观察企业部门信贷，企业信贷呈现出不太常见的“短转长”，即长期企业信贷占比提高，短期信贷占比下降。
- 企业部门信贷总量扩张且期限拉长，同时伴随着融资利率下降，说明融资供给大于融资需求。

0

摘要

- **剩余流动性的深层原因在于全社会风险偏好收缩叠加金融机构资产欠配。**
- 我们先来回溯今年债券市场非常有趣的市场表现。
- 年初以来信用债和利率债走势并不完全同步，信用债牛市领先于利率债。
- **利率和信用债行情节奏分化，底层原因在于银行和非银机构的配置逻辑不同。**
- 对银行而言，银行资产端缺乏足量的高收益信贷资产，负债端面临源源不断的存款输入。这种资金供给和信贷投放结构下，银行选择配置利率债，银行配置行为驱动了年初这一轮利率债牛市。
- 对非银而言，居民风险偏好始终牵引理财规模扩张和收缩。年初居民再度购买理财，带动理财信用债配置，最终也驱动年初信用债牛市。
- **解析金融机构资产和负债两端，剩余流动性的背后是金融机构欠配同时全社会风险偏好收缩。**
- 负债端，银行与非银规模扩张的驱动力在于居民大量持有存款（银行负债）并购买理财（理财负债）。居民持有存款及类存款（理财），反映居民资产配置风险偏好收缩。
- 资产端，当下银行和非银均缺乏有效的高收益资产。
- **充裕的资金供给推动银行与非银规模扩张，然而资产端缺乏有效的高收益资产，最终我们见证了金融机构定价“流动性过剩”。**
- **剩余流动性的另一面，也是更深的一面，全社会风险偏好收缩叠加金融机构配置“资产荒”。**

0

摘要

- **风险偏好收缩，可以解释为何年初资金银行与非银机构资金供给偏多。**
- **去年至今，居民资产配置呈现出如下结构特征。**
 - 第一，居民存款增速仍处历史高位。
 - 第二，理财产品规模相较于去年四季度企稳回升，居民重购理财。
 - 第三，企业中长期信贷投放量较大，但企业也存在购买理财行为。
 - 第四，风险类资产表现不佳，居民购买基金、股票以及地产总量有限。
- **去年四季度至今，居民部门风险偏好一直处于压制状态。**
 - 去年四季度居民抛弃理财，只愿持有保本属性较强的存款，底层逻辑是风险规避。
 - 今年年初居民购买理财，只愿持有保本属性强的类存款，底层逻辑还是风险规避。
 - 可见去年四季度至今，居民对风险性资产的配置偏好始终偏低。

0

摘要

- **实体投资回报率下移，可以解释为何年初以来银行和非银机构资产欠配。**
- **今年信贷结构的两大异常现象，反映当下金融机构资产欠配。**
- 其一，居民信贷结构长转短，居民存在明显的提前还贷现象。
- 居民信贷属于银行优质资产，风险低然而信贷利率高。
- 今年一季度居民信贷结构表现出明显的长转短，居民经营贷同步扩张。说明居民存在提前还贷现象。对银行而言优质的居民信贷规模收缩。
- 其二，企业中长贷高增，但投资需求弱，经营性需求强。
- 企业端经营压力大，需要依靠表内融资维持现金流稳定。
- 财政刺激退坡，预算内财政对基建支出力度不够，没有形成合力。
- 支撑今年银行信贷的主要是企业中长贷。本轮企业中长贷主要投向重工业、基建等领域，利率低，期限长。
- **“资产荒”描述金融机构欠配现象。而这一现象背后对应了当下这样一个客观现实：实体投资回报率下移。**



01

平稳低利率是“表”，剩余流动性是“里”

02

剩余流动性的微观机制：金融机构行为分化

03

剩余流动性第一层：风险偏好收缩

04

剩余流动性第二层：实体投资回报率下降

05

下半年展望：流动性供给不是新故事，需求撬动政策才是关键

06

风险提示

CONTENTS

目录

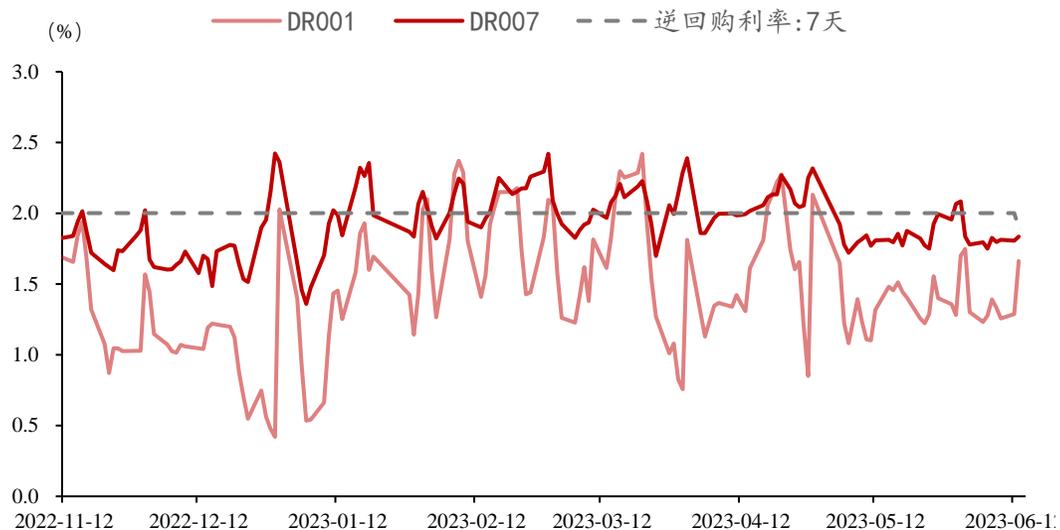


01. 平稳低利率是“表”， 剩余流动性是“里”

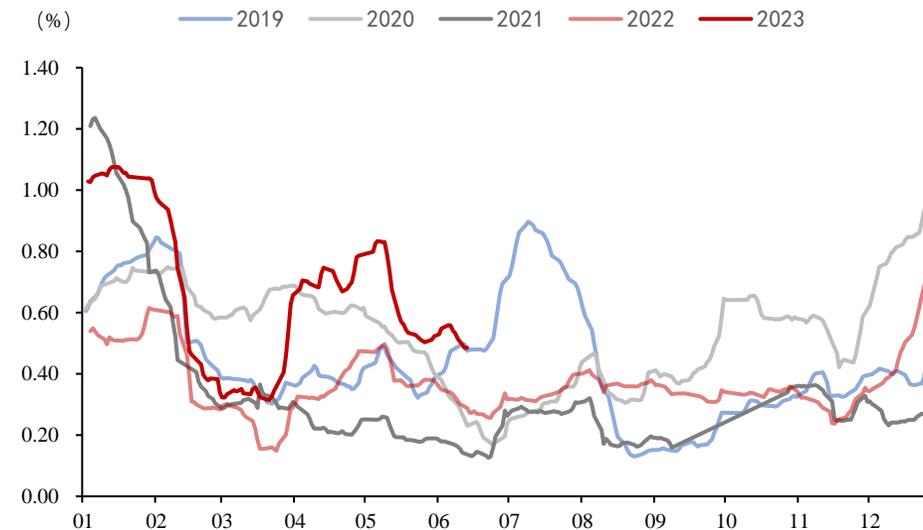
1 上半年资金格局：整体稳稳的宽松，银行资金尤其偏松

- 年初截至6月13日，整体资金利率在低位水平。年初以来，DR001均值1.55%，为历史次低值，仅高于2020年同期，低于2022年同期；DR007均值为1.98%，为历史第三低，2020年同期为1.86%，2022年同期为1.92%。
- 质押式回购成交活跃。国有大行资金融出规模持续创新高；非银机构杠杆活跃，证券、基金等机构资金融入规模持续创新高。
- 银行与非银资金面差异分歧。年初至6月13日，R001与DR001差（均值）创2018年以来同期新高；R007与DR007差（均值）创2019年以来同期新高。
- 今年资金面特征在于DR001与DR007偏离较大，二季度以来尤甚。

图：质押式回购资金利率



图：DR007-DR001差值历史对比

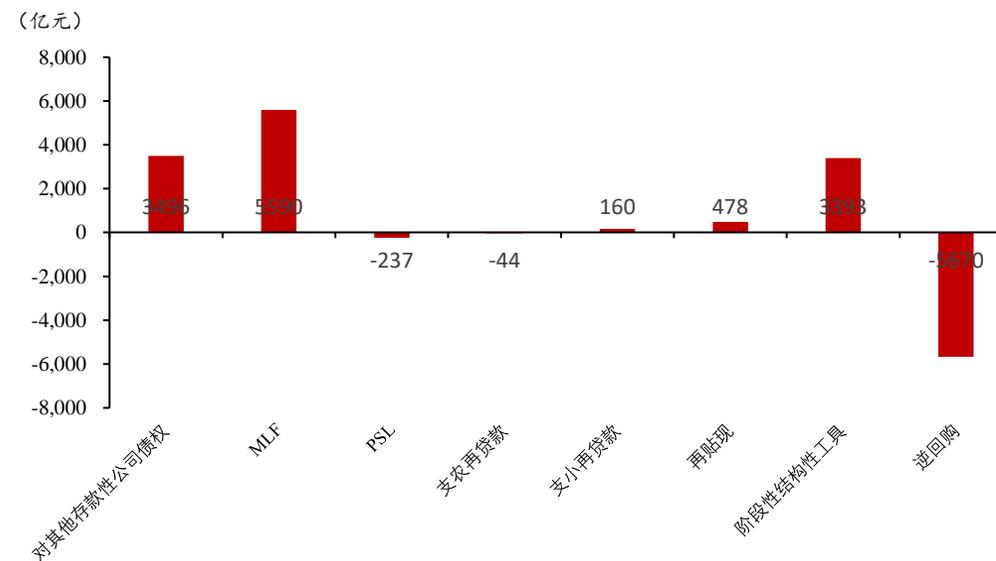
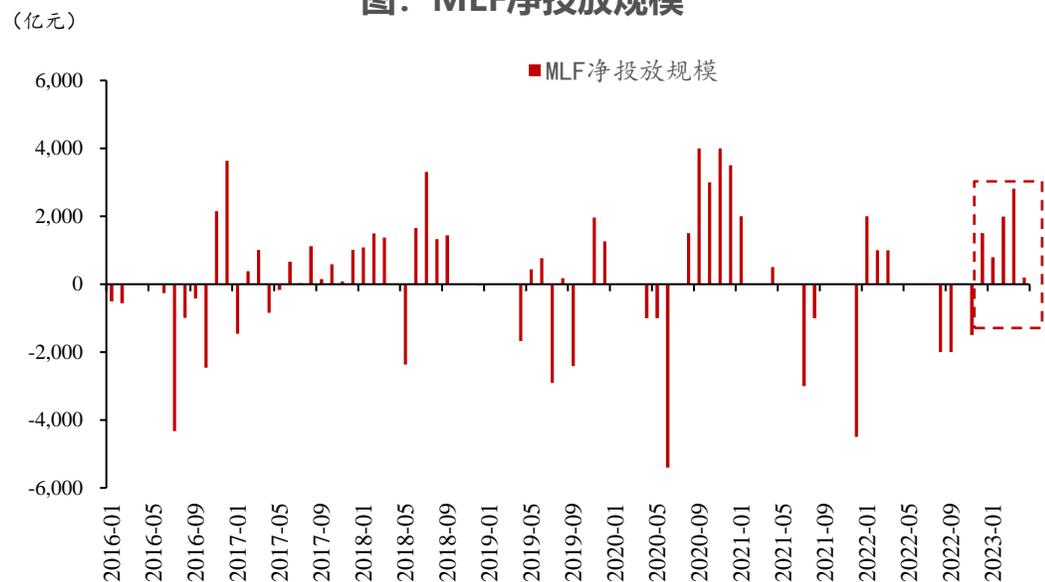


1 上半年央行投放：总量供给稳定，着力长周期和定向的流动性投放

- **上半年央行降准25BP，资金投放节奏平稳，投放方式多样化，总体投放规模高于2022年上半年。**
- **OMO投放节奏平稳，紧跟资金面灵活调适。** 市场定价反映1-2月资金面偏紧，央行加大逆回购；3月降准资金面转松，逆回购投放缩量，5月开始，大多数交易日逆回购投放量为20亿。
- **资金面一季度波动偏高，二季度降低。** 年初至6月13日，DR001波动较高，仅低于2020年同期；DR007较为平稳，自2019年同期以来的最低值。
- **MLF投放力度大，仅次于2020年同期。** 今年1-5月MLF余额增加6040亿元，去年同期仅4000亿元，表明央行着力投放长期资金。
- **央行还着力结构性工具使用。** 今年一季度，MLF新增5590亿元，结构性货币政策工具新增3393亿元，表明央行着力定向流动性支持。

图：2023Q1央行各类工具新增规模

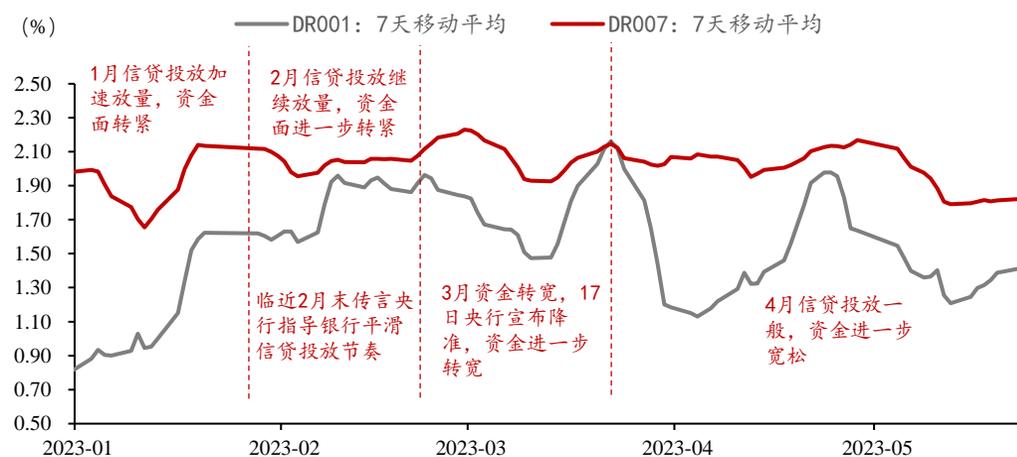
图：MLF净投放规模



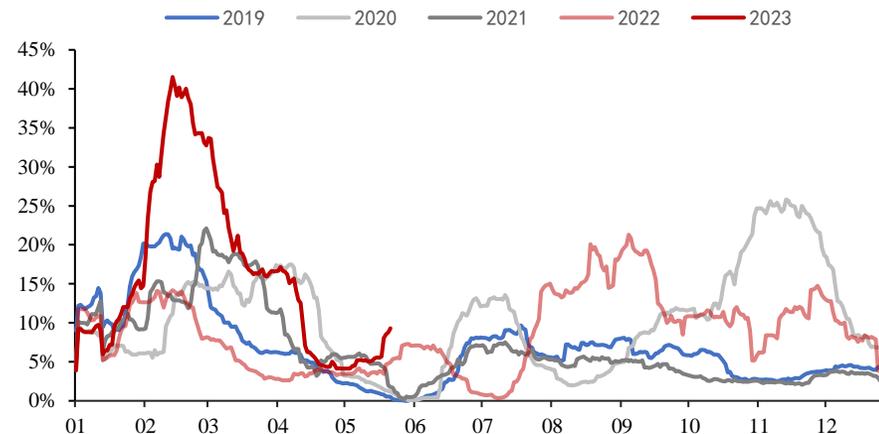
1 上半年资金波动：节奏更多受信贷投放牵引

- 今年信贷投放前置特征突出，尤其是大行信贷投放集中在1-2月发力，导致资金面先紧后松。
- 阶段一：1-2月信贷投放加速，大行流动性紧缺，资金面紧缺。
- 1-2月信贷投放加速，银行超储消耗较大；财政多收少支，流动性边际收紧，DR007一度持续高于2%。
- 阶段二：3月信贷投放降速，叠加降准25BP，资金面边际转松。
- 2月底大行银行开始平滑信贷投放节奏，资金面紧张情况开始缓解；央行宣布降准，同业存单发行降温，资金转宽，隔夜利率一度下探到1%。
- 阶段三：4月至5月，财政支出提速，政府融资弱，信贷投放降速，资金利率持续低位，波动减小。
- 4月至今，银行体系资金充裕，质押式回购成交量节节攀升。

图：质押式回购资金利率



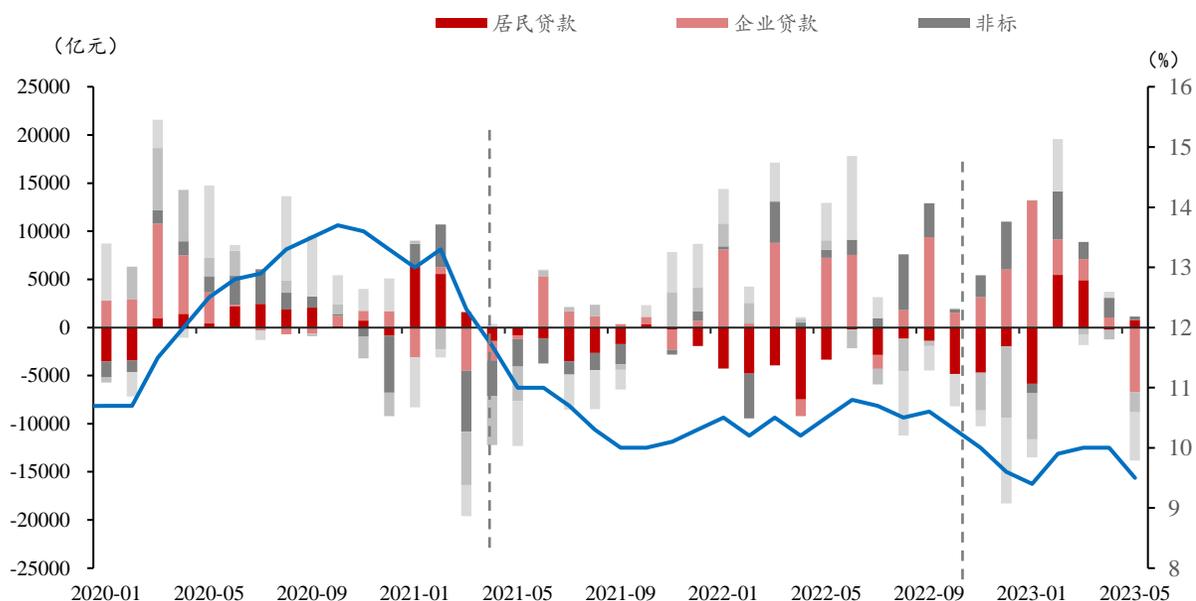
图：期限为9个月的同业存单发行占比



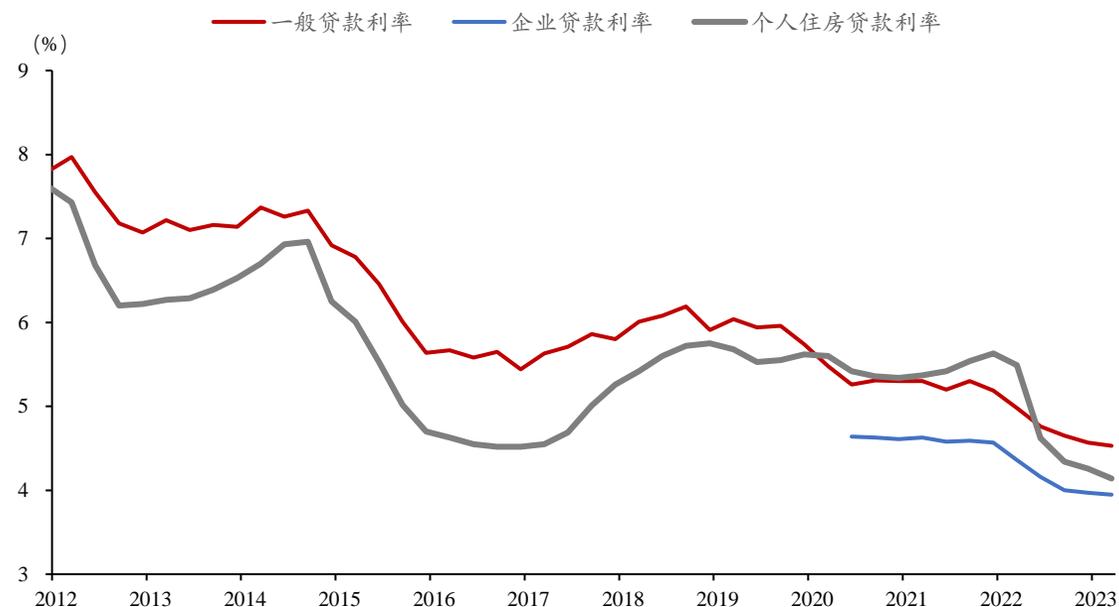
1 1-5月社融表现：总量扩张且信贷投放历史偏高

- 5月社融同比9.5%，低于去年12月增速；高于工业增加值等实体经济指标同比，总体呈现格局是实体融资供给偏多。
- 今年1-5月社融主要依靠信贷拉动。1-5月新增人民币贷款占比超70%，高于2022年同期。企业中长贷显著多增；政府债券较去年同期弱。
- 1-5月社融投放前高后低，与信贷节奏和政府杠杆节奏有关。一则今年信贷投放前置，二则政府债券发行弱于去年。
- 今年各主要融资利率继续下行。今年一季度，一般贷款利率环比下降4BP，企业贷款利率环比下降2BP，个人住房贷款利率下降12BP。

图：社融增速及同比多增规模



图：主要实体融资利率有所下行



1 结论：资金面“稳稳的宽松”背后是剩余流动性逻辑

- **为什么说平稳低利率是“表”？** 因为资金利率以及波动率均处于历史偏低水平。
- 资金利率处于历史偏低水平。DR001持续处于低位，DR007围绕7天逆回购附近波动。
- 实体融资利率处于历史较低水平。
- 资金面波动整体并不高。

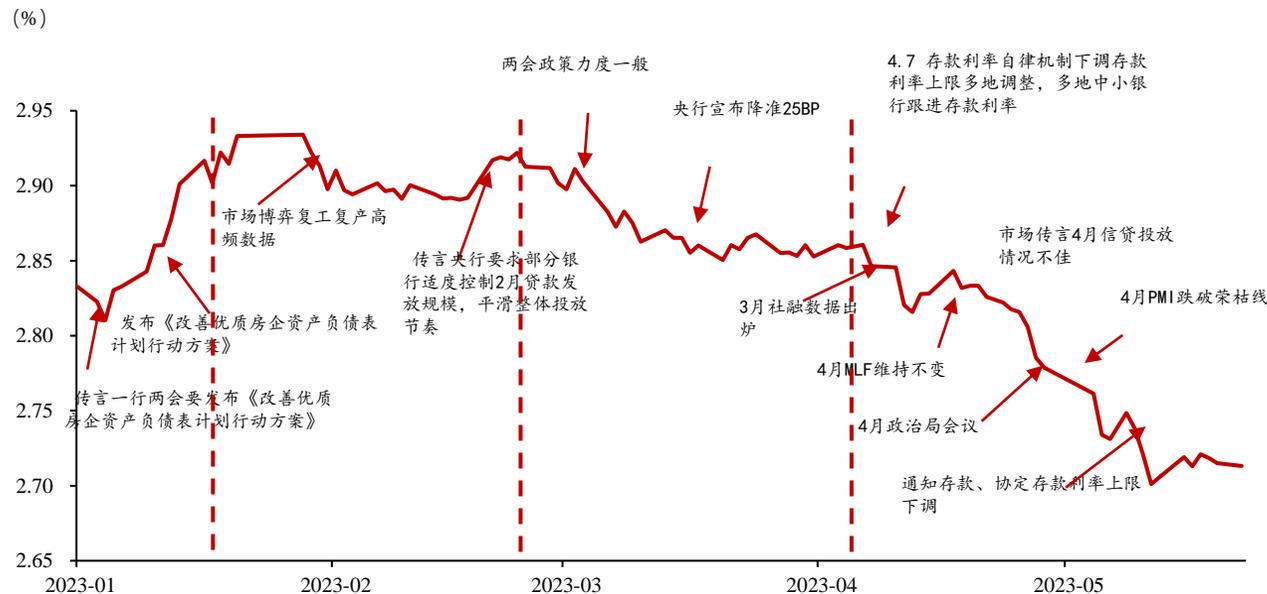
- **为什么说剩余流动性是“里”？** 因为平稳低利率背后是融资供给充分。
- **央行有意维持平稳的资金面。**
- 总量供给充裕、多种投放工具并行、有意维持长期资金稳定，体现央行流动性供给维稳的思路。
- 央行针对性投放并及时对冲有关，引导资金利率围绕政策利率平稳运行。
- **银行间资金充足。**
- 质押式回购成交量较大；银行体系流动性充裕，大行资金融出量较大；不同利率之间分化。
- **实体信贷供给偏多。**
- 企业中长贷投放创下历史偏高水平，融资供给显著高于实体数据表现。

02. 剩余流动性的微观机制： 金融机构行为分化

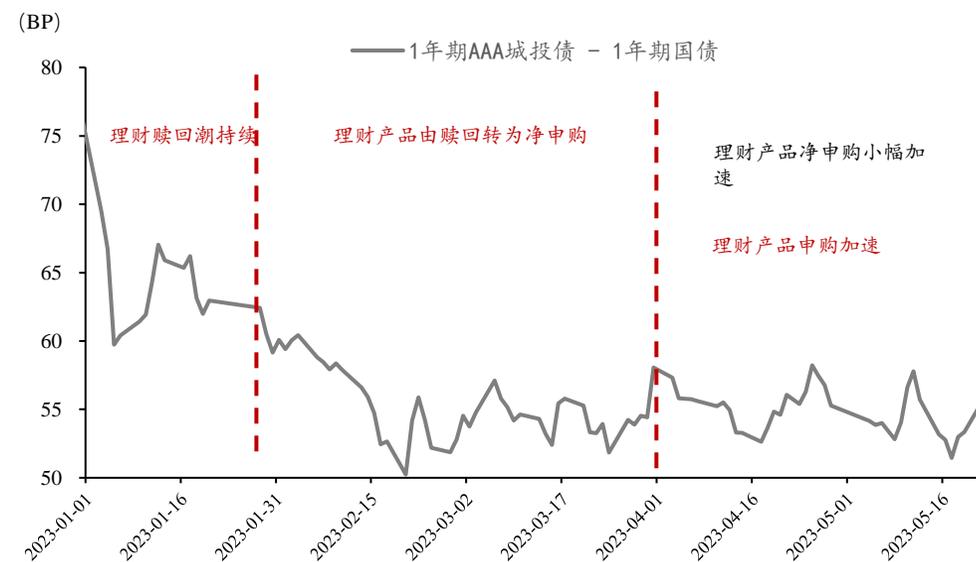
2 先从一个现象说起：上半年利率债、信用债表现节奏明显分化

- 2023年至今，债券市场整体表现较好：利率先上后下，信用利差先下后震荡。围绕着资金面和基本面大致可以分为四段行情：
- 阶段一（债市承压）：年初至春节前，资金面收紧，新一轮地产政策出台。债券市场定价地产和经济强复苏，10年期国债利率上行，信用债震荡。
- 阶段二（信用债走强）：春节后至2月下旬，市场博弈复工复产高频数据，资金面继续转紧。10年国债收益整体呈现震荡走势，信用债继续走强。
- 阶段三（利率债走强）：3月信贷投放放缓，两会政策预期落空，资金面边际转松。10年国债利率小幅下行，信用利差降至理财赎回潮之前水平。
- 阶段四（利率债再走强）：4月至今，降准落地，存款利率下调，基本面预期转弱。10年期国债利率加速下行，信用利差继续保持震荡。

图：10年期国债走势



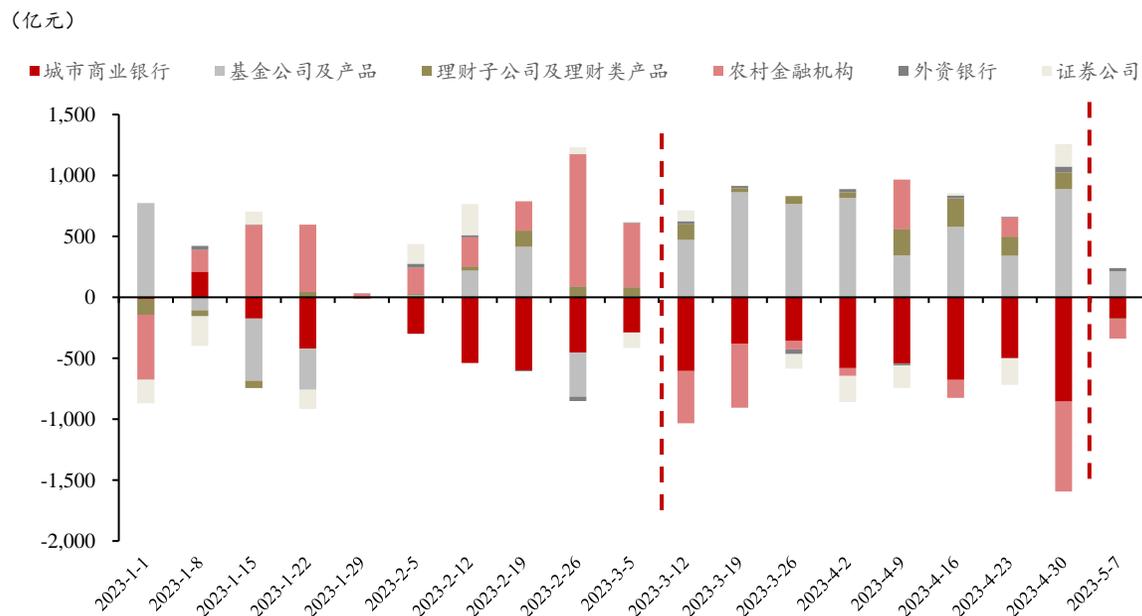
图：信用利差



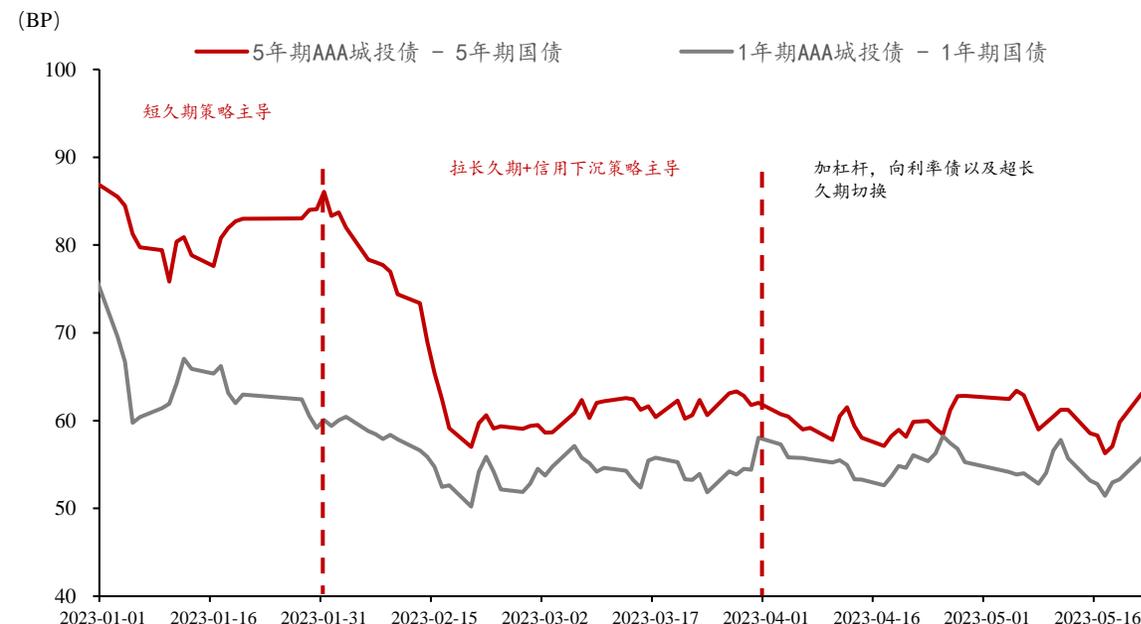
2 机构行为差异：今年上半年利率债和信用债定价分化的直接原因

- 今年债市行情的节奏不同往年，信用债和利率债行情节奏偏离，信用债走强早于利率债，与偏好这两类债券的机构行为有密切关系。
- 信用债牛市行情背后是理财产品规模扩张。理财产品赎回与申购，一度主导去年底及今年初的信用债行情。信用债经历两个阶段变化：（短久期策略主导） --> （拉久期+信用下沉策略主导）。
- 利率债牛市行情背后是机构资产欠配。农商行为代表的银行机构，资产欠配，大量购买利率债之后，一度主导利率债走牛。利率债买盘经历了三个阶段变化，（农商行主导） --> （基金等非银机构主导） --> （农商行+非银机构共同买入）。

图：利率债（国债+政金债）分机构净买入规模



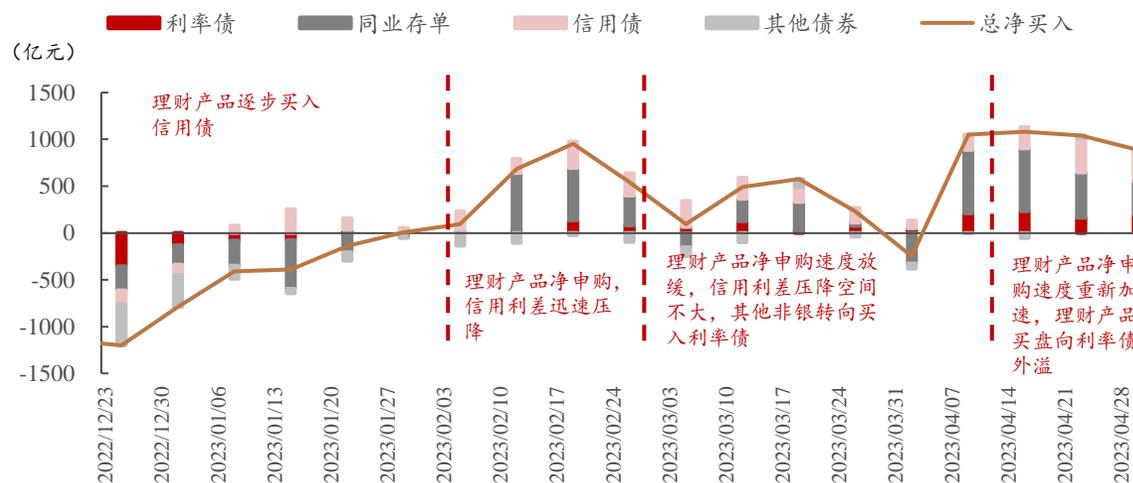
图：信用利差



2 信用债行情背后：理财产品申赎反映“风险规避”逻辑

- 非银机构的行为主要受理财产品申赎影响，而居民申赎理财根本原因都在于风险规避逻辑。
- 理财产品申购（赎回） --> 信用债走强（走弱） --> 其他机构跟进 --> 信用债交易空间压缩 --> 非银买盘（卖盘）向利率债扩散。
- 年初至春节前，理财产品赎回影响仍在持续，信用债转为小幅净买入，信用债整体呈现震荡格局。
- 春节后，居民存款开始向理财流入，理财信用债买入规模开始增大，信用利差不断压缩，几乎与理财“赎回潮”之前水平相当。
- 3月理财净申购速度放缓，信用利差压降空间不大，一部分非银机构如基金、证券公司已经转向买入利率债。
- 4月理财净申购速度再次提速，理财产品买盘也开始向利率债外溢。

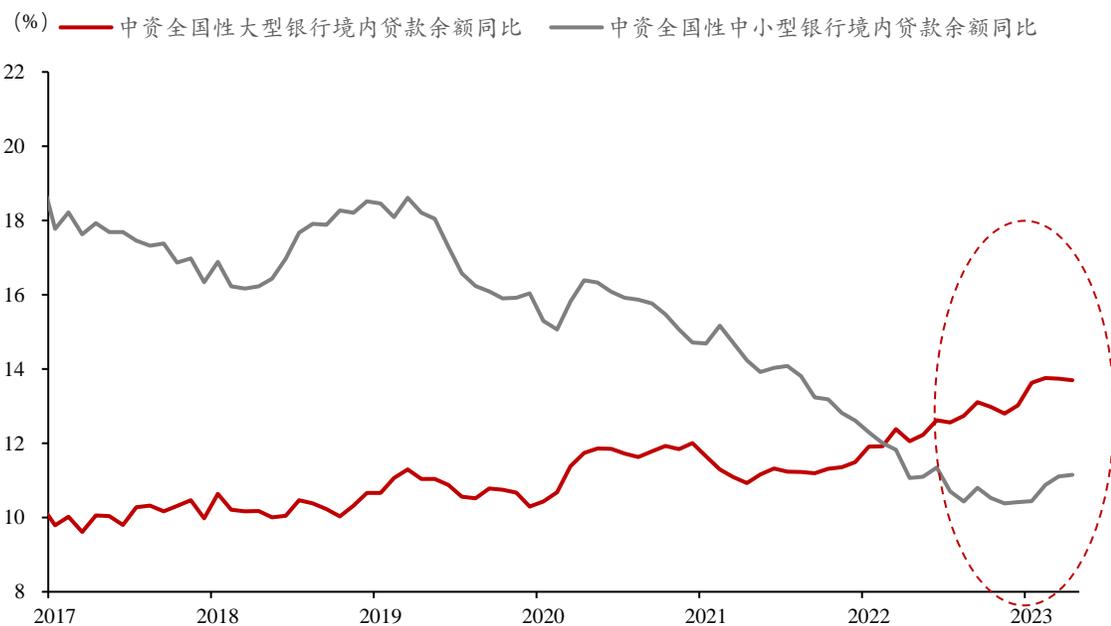
图：理财现券买入规模



2 利率债行情背后：信贷投放节奏反映“资产荒”逻辑

- 2023年至今，农商行等银行机构一直面临“资产荒”，银行增配利率债影响了利率债行情。
- 居民风险偏好收缩，农商行为代表的银行资金充裕，但信贷投放缺乏有效的好资产，存在资产欠配。私人部门融资需求低迷，大行尚有国企央企等信贷投放渠道，然而农商行等中小银行缺乏有效信贷需求，资产端信贷扩张受阻，城农商行只能加大债券投资。
- 农商行利率债配置主要集中在春节后时期，也是疫情达峰之后时期。1-2月大行信贷投放强，中小行信贷投放情况一般。1月中下旬-2月中下旬农商行在市场上持续净买入利率债。3月开始大行信贷投放降速，中小行信贷投放反而有所回升，农商行利率债配置力量随之减弱。

图：大小银行信贷同比多增情况对比



图：农商行利率债净购买规模



2 剩余流动性的微观机制映射，金融机构面临风险偏好收缩及“资产荒”

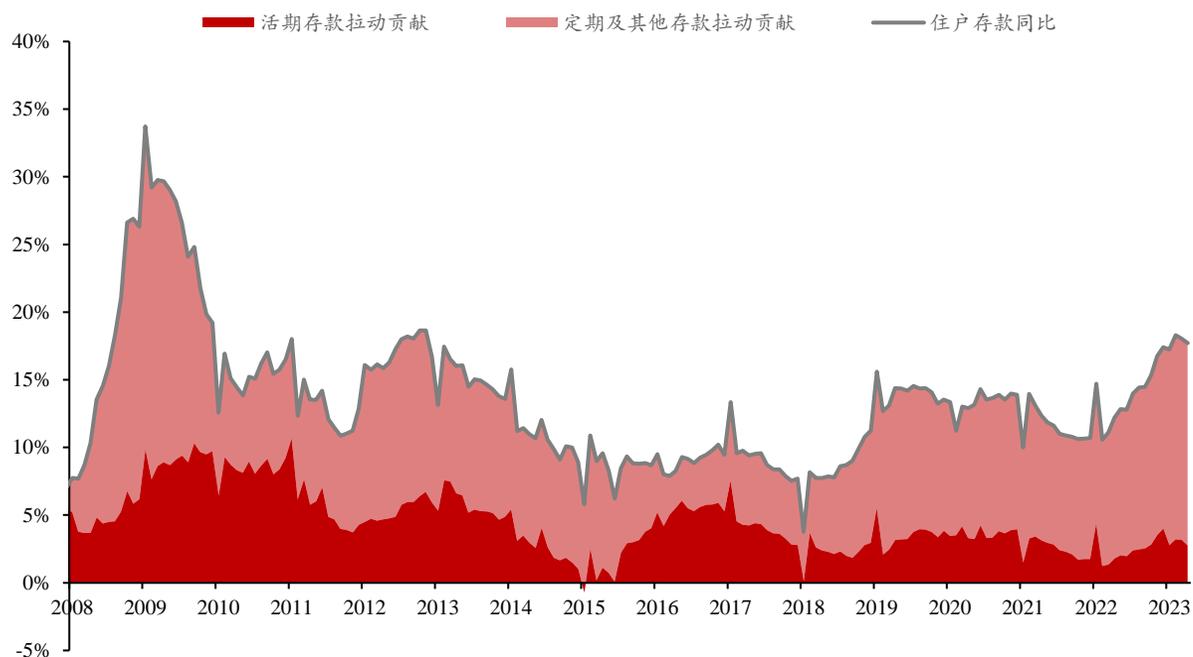
- 今年以来信用债和利率债走势并不完全同步，底层原因在于银行、非银金融行为结构差异。
- 对银行而言，银行资产端缺乏足量的高收益信贷资产，负债端面临源源不断的存款输入。这种资金供给和投放结构下，银行选择配置利率债。
- 居民因风险偏好收缩而大量持有存款，银行面临超额资金供给。然而另一方面，居民提前还贷，实体企业难以支撑高利率信贷需求，银行面临优质资产欠配。这种情况下，银行加大债券资产配置，尤其是利率债。
- 对非银而言，居民风险偏好始终牵引理财配置需求，并进一步带动信用债配置节奏。
- 去年11月至春节前，理财产品持续净赎回导致信用债持续调整；春节后，居民风险偏好仍未大幅改善，只不过理财净值波动降低，居民开始净申购理财产品。理财规模扩张之后持续配置信用债，因而春节之后信用利差迎来一波走低。
- 从负债端看，银行与非银规模扩张的根本在于居民风险偏好规避，居民大量持有存款和理财；从资产端看，当下银行和非银均缺乏有效的高收益资产。
- 充裕的资金供给推动银行与非银规模扩张，然而资产端缺乏有效的高收益资产，最终我们见证了金融机构定价“流动性过剩”。可以说，剩余流动性的另一面是：风险偏好收缩叠加“资产荒”。

03. 剩余流动性第一层： 风险偏好收缩

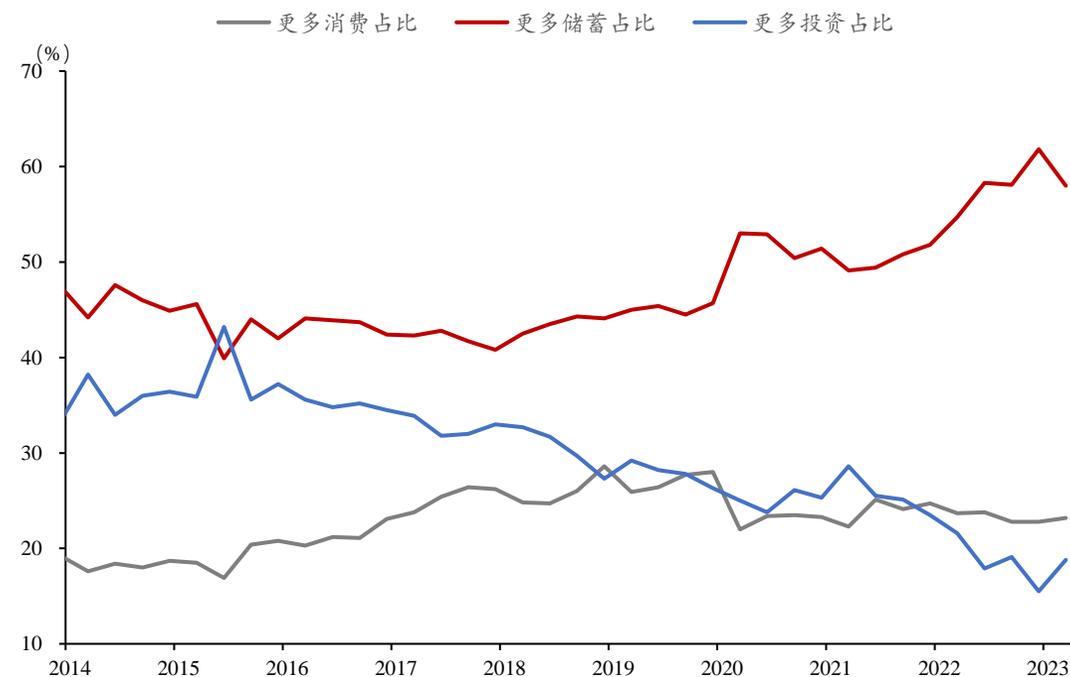
3 居民存款增速创下近十年新高，表征居民风险偏好降至历史新低

- 截至今年4月末，居民存款同比增速仍处于历史高位，主要是定期存款持续高增拉动。2023年4月居民存款同比增速为17.7%，创2012年以来的新高。居民定期及其他存款增速已经超过2012年的水平，创2009年以来的新高。
- 中国居民的资产配置风险偏好降至历史低位。根据央行对居民调查显示，居民投资意愿一季度环比小幅回升，但仍处于历史低位。居民对理财、债券、股票等金融资产配置的意愿比例降至历史偏低水平，这也与居民定期存款持续高增相印证。

图：居民存款增速



图：居民投资意愿持续低位

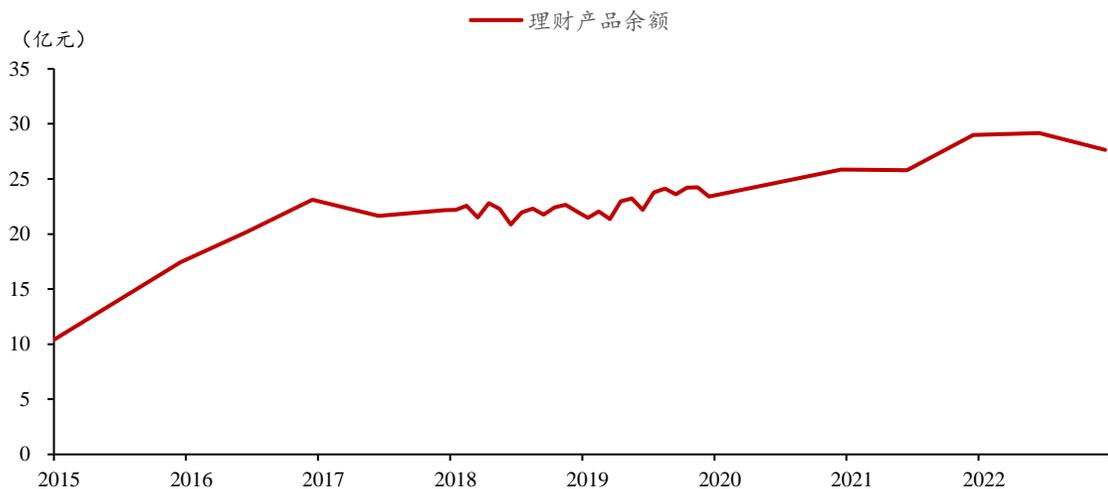


3

理财规模变化及背后映射的居民风险偏好下降

- 去年年末以来，理财产品规模经历了一波三折过程，先增长、后快速下滑、再回升。实体经济活动偏弱，各类资产回报率不佳，去年前三个季度理财产品规模持续增长，但四季度经济政策调整，理财产品净值化波动引发理财“赎回潮”，理财产品规模骤降，居民风险偏好收缩至极点。今年初摊余成本和混合估值法理财规模发行，理财规模再度扩张。
- 看似今年1-5月理财规模扩张起因风险偏好环比改善，但事实上仍描述居民更长期风险偏好，保本意愿强烈。今年1-5月居民重新购买理财，本质上是因为资产配置选择更偏好保本属性强的存款和摊余成本理财，对价格波动较大的房地产、股票等，居民都选择了减弱相关配置。另一个印证指标是，今年居民购买保险的意愿也较往年提高。

图：理财产品规模



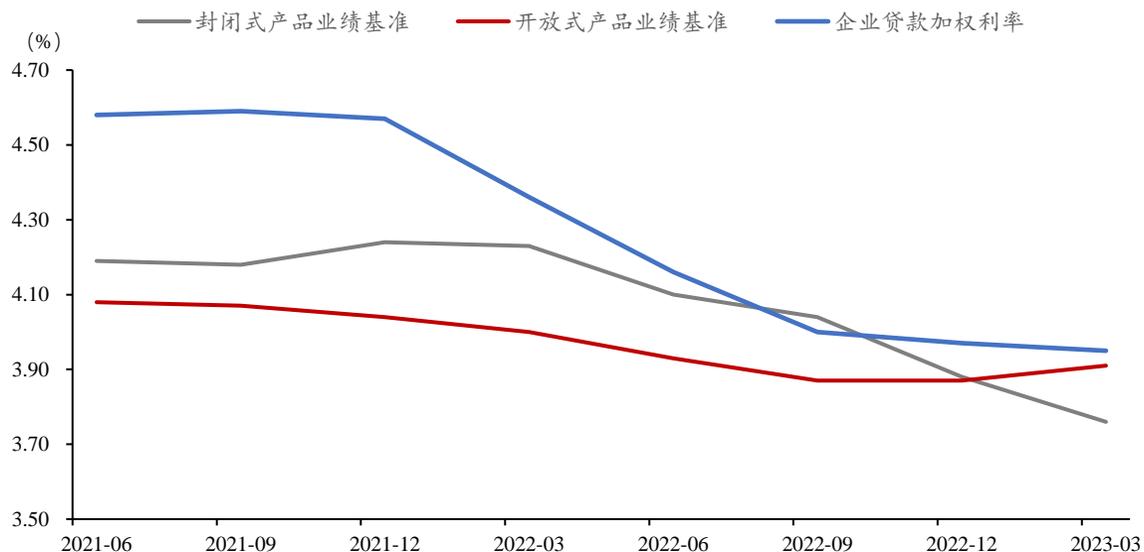
图：消费者信心指数和企业家宏观经济热度指数



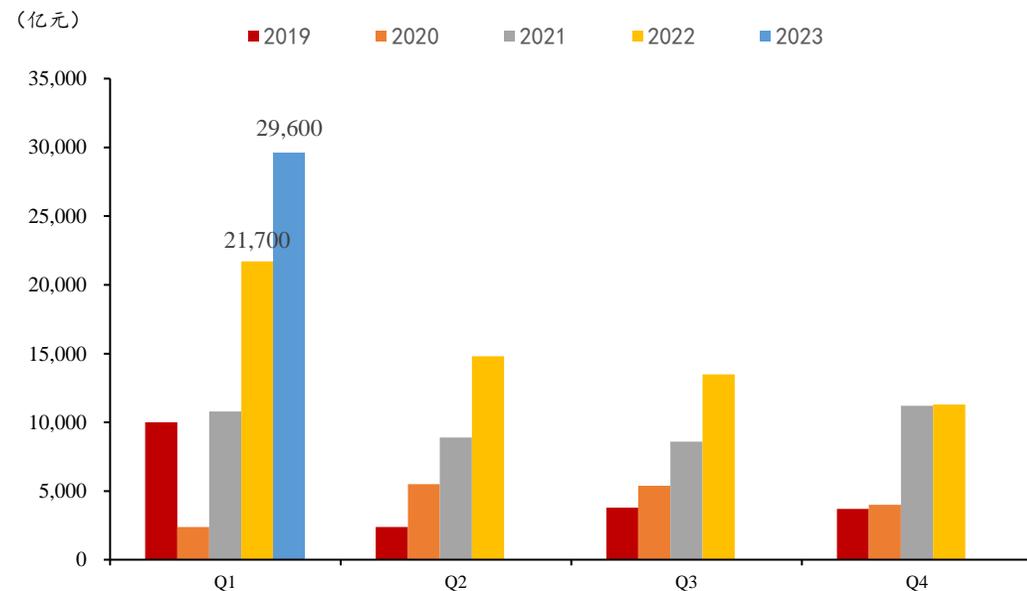
3 企业购买理财，获取存贷利差，本质上也反映风险规避逻辑

- **当前实体融资利率低，融资供给充裕，即便如此，企业仍缺乏足够动力将信用转化为实体投资，说明企业部门风险偏好低。**
- **一季度企业贷款利率继续下降，开放式理财产品业绩基准抬升。** 一季度企业贷款加权利率为3.95%，环比下降2BP，而一季度开放式理财产品业绩基准为3.91%，环比上升4BP。
- **一季度受政策贴息的领域贷款大幅增长，有市场观点质疑企业信贷投向。** 企业贷款中投向受政策支持力度大的领域，如绿色金融、高端制造等，实际企业贷款利率要低于平均值。

图：理财产品收益率与企业贷款利率对比



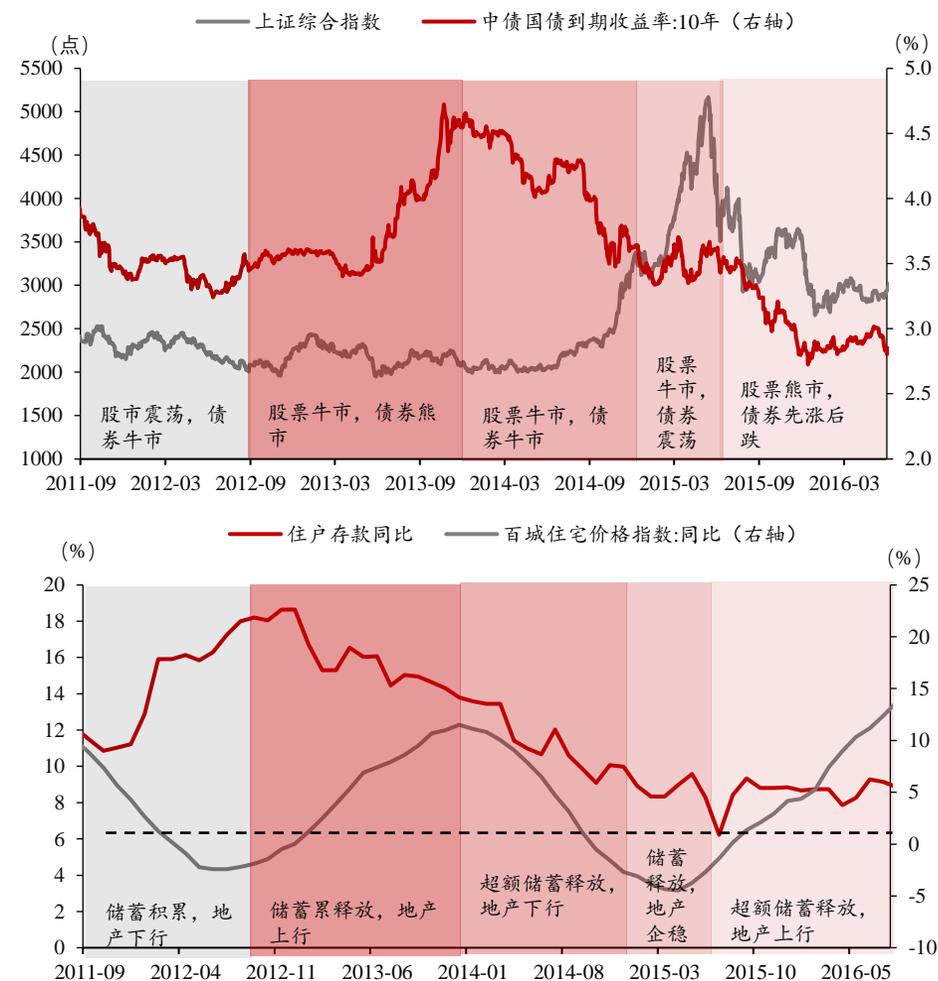
图：绿色信贷领域贷款新增规模



3 中国居民资产负债配置的风险偏好图谱

- 回溯历史，中国居民资产配置基本上延续一个相对稳定的图谱。
- 中国居民对各类资产风险排序为：房地产>股票>资管产品>理财产品>存款。
- 去年四季度居民大量抛售理财，年初又开始重购理财。看似居民风险偏好较去年四季度改善，然而事实上并非如此。去年四季度理财净值波动，**居民抛理财是基于追求保本的存款**。今年年初居民重新配置理财，可能不是因为居民风险偏好从存款切换至理财，而是因为年初发行摊余成本和混合估值法理财，**居民重购理财同样是基于购买类存款的逻辑**。
- 去年四季度居民抛弃理财，更愿持有保本属性较强的存款，底层逻辑是风险规避；今年年初居民购买理财，更愿持有保本属性强的类存款，底层逻辑还是风险规避。

图：上一轮超额储蓄周期中各类资产价格的变化



3 结论：剩余流动性第一层，风险偏好收缩

- 去年至今，居民存量的资产配置呈现出如下结构特征。
 - 第一，居民存款增速仍处历史高位。
 - 第二，理财产品规模相较于去年四季度企稳回升，居民重购理财。
 - 第三，企业中长期信贷投放量较大，但投资增速并未大幅提升。
 - 第四，风险类资产表现不佳，居民购买基金、股票以及地产总量有限。
-
- **去年四季度至今，居民部门风险偏好一直处于压制状态。**
 - 去年四季度居民抛弃理财，只愿持有保本属性较强的存款，底层逻辑是风险规避。
 - 今年年初居民购买理财，只愿持有保本属性强的类存款，底层逻辑还是风险规避。
 - 居民对风险性资产的配置偏好不高。

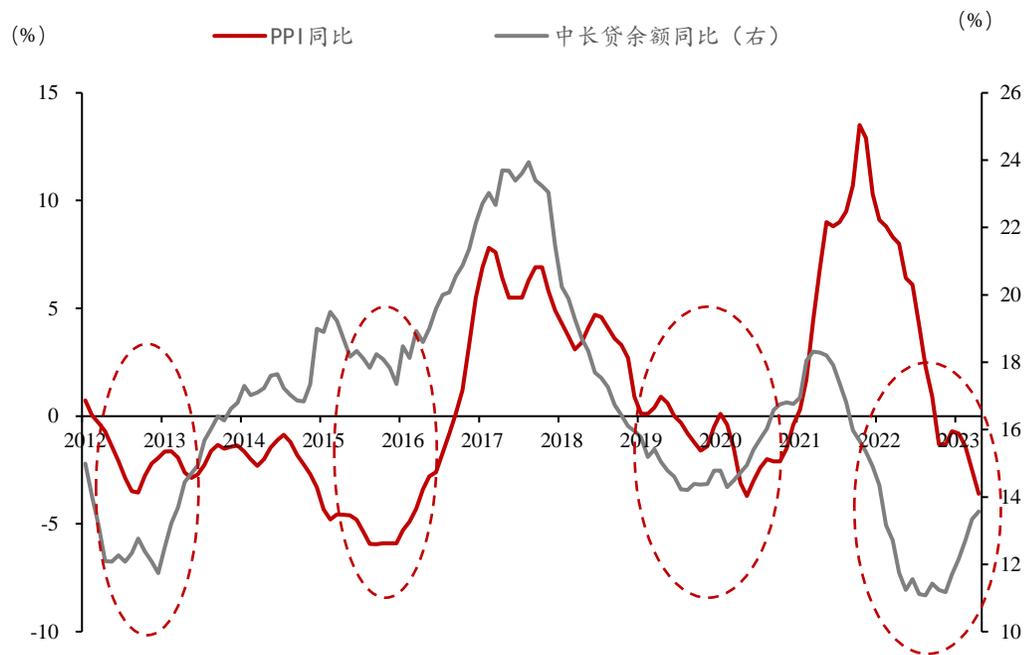
04. 剩余流动性第二层： 实体投资回报率下降

4

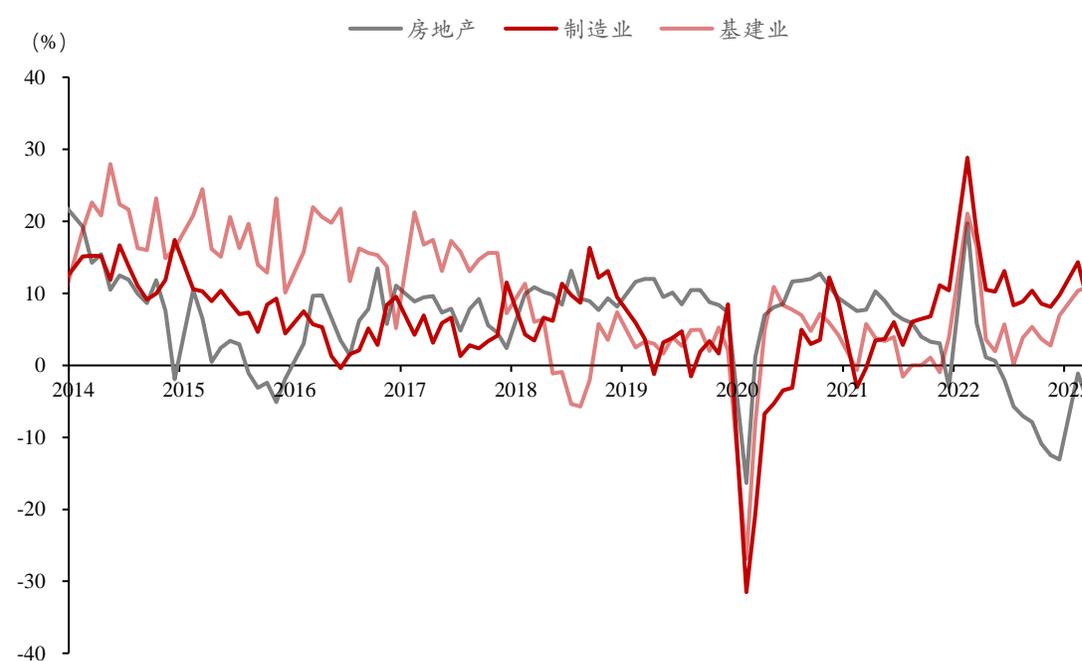
年初以来“天量”社融投放，然而推不动经济高增长

- 高信贷增速往往会转化为实体经济旺盛的需求，推动经济回升。但今年一季度“天量”信贷对应的宏观实体数据相对一般。
- 今年社融扩张没有带来债市回调压力，反而在社融扩张的过程中利率债和信用债均走牛。
- **为什么一边信用投放扩张，一边资产欠配？资金投向哪里去了？**

图：PPI vs 中长贷余额增速



图：固定资产投资当月同比增速



4

一季度信贷结构：企业短转长，居民长转短

- 第一，信贷总量再创新高，主要由企业部门信贷拉动。
- 第二，企业部门信贷主要由中长贷拉动。
- 第三，居民部门信贷主要由短期贷款拉动。

图：2023年一季度信贷结构对比

单位：万亿	合计	中长贷	短贷	票据融资
企业	8.99	6.68	3.17	-0.98
同比多增	1.91	2.73	0.94	-1.78
居民	1.71	0.94	0.77	
同比多增	0.45	-0.13	0.57	
非银	-0.08			
同比多增	-0.07			
人民币贷款	10.60	7.62	3.94	-0.98
同比多增	2.26	2.60	1.51	-1.78

资料来源：wind，民生证券研究院整理

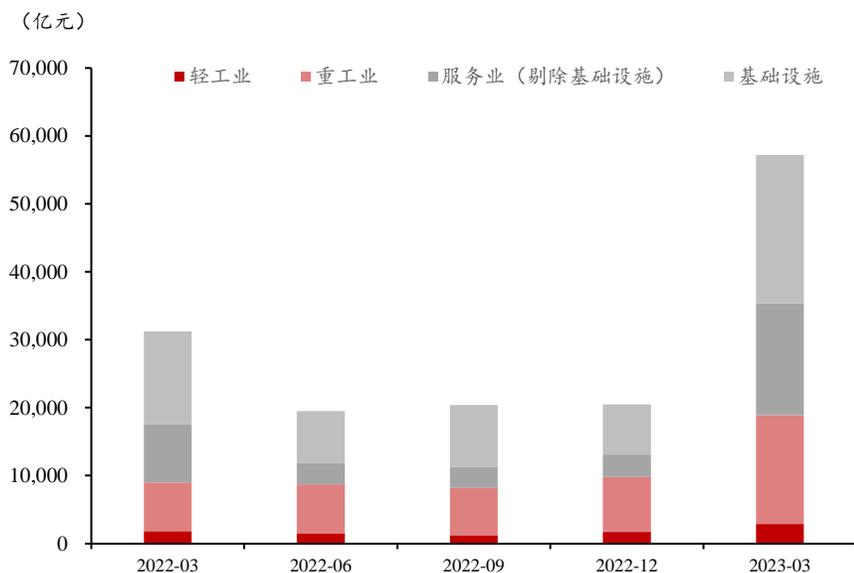
4

一季度企业中长贷：投资需求弱，经营性需求强

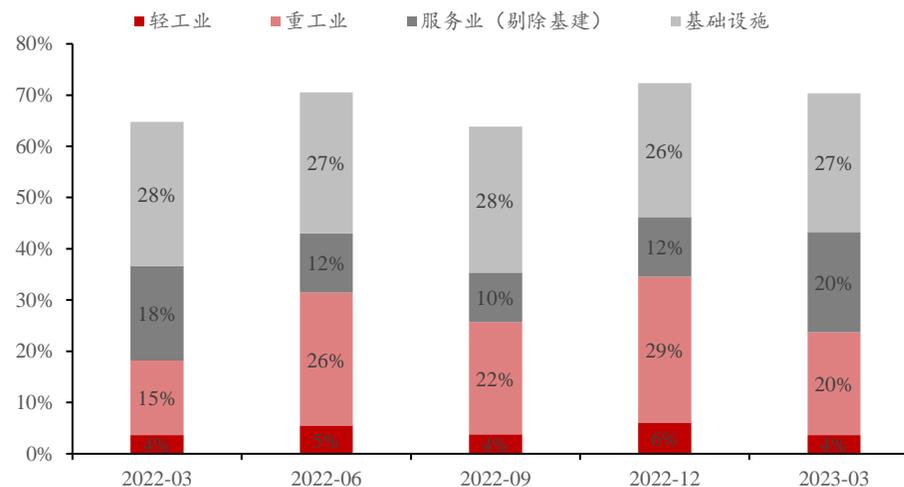
从五大行业看一季度企业中长贷投向

- 按新增规模增幅排名依次为：重工业、服务业（剔除基建）、基建、轻工业、房地产。

图：中长期贷款新增规模



图：中长期贷款投向占比



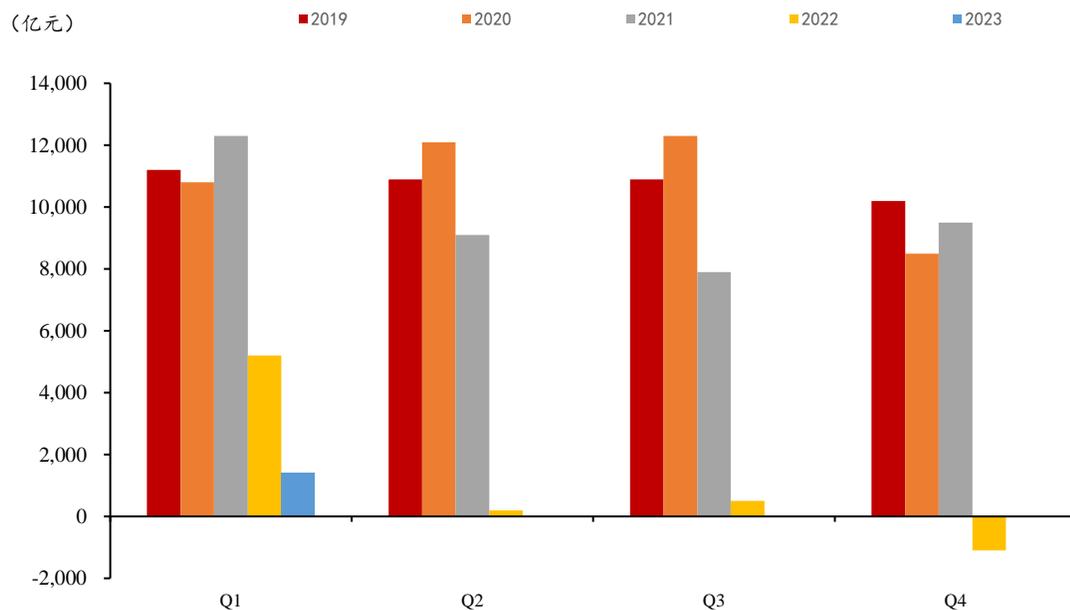
4

居民和企业部门信贷结构异动的双重印证

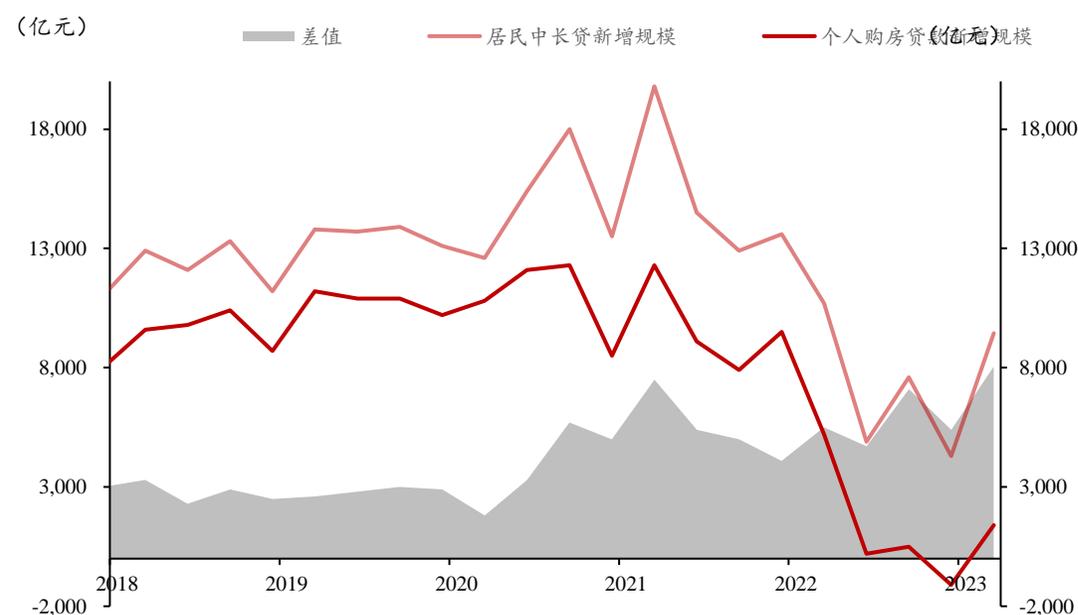
居民信贷长转短还伴随着经营贷融资占比抬升

- 一季度居民信贷不仅出现“长转短”，而且居民经营性信贷占比有所抬升。
- 这映射宏观现实是，居民提前还贷，信贷结构“长转短”，整体风险偏好仍低，实际支出力度有限。

图：个人住房贷款



图：居民中长贷与个人购房贷款新增规模



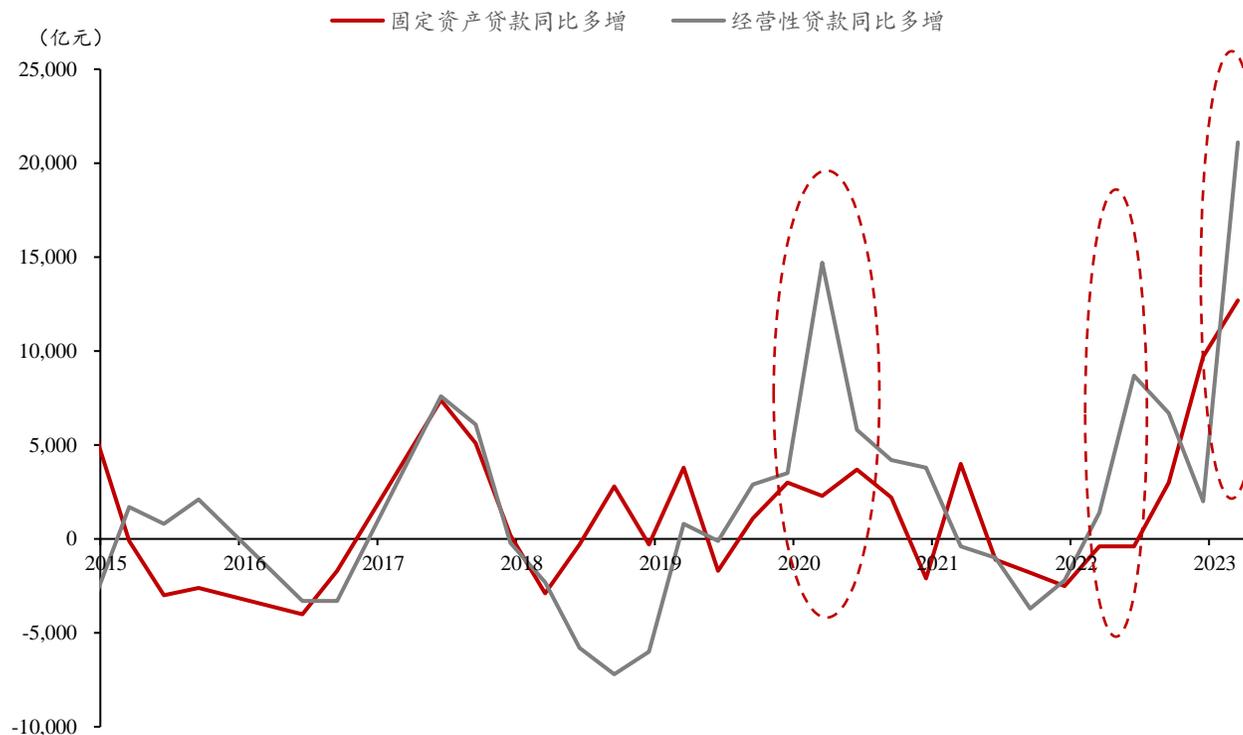
4

一季度企业信贷增扩然而增长有限的“谜底”

➤ 经济复苏动能有限，企业经营现金流承压

- 当前企业部门经营现金流尚且不足，信贷投放更多为维持现金流稳定，投资效率弱于往年。
- 第一，剔除经营性贷款后，一季度信贷增长并没有如总量数据显示的强劲。
- 第二，历史可比时期为2020年一季度以及2022年二季度。

图：固定资产贷款与经营性贷款同比多增对比



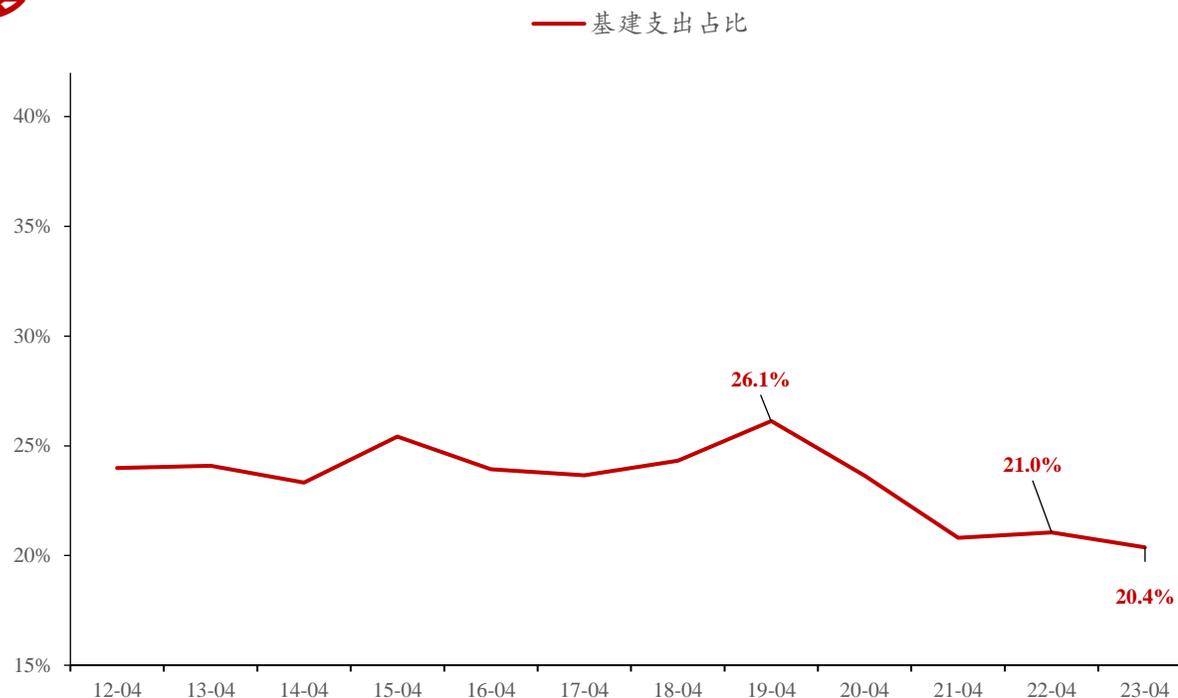
4

一季度企业信贷增扩然而增长有限的“谜底”

➤ 预算内财政资金有限，基建项目总量资金并不多

- 今年一季度基建投资和基建中长贷表现背离。
- 基建项目不仅仅依赖信贷融资，还需要配合财政预算内支出资金。当前二者未能形成配合，仅靠信贷融资，拉动基建投资增长有限。

图：过去10年1-4月基建占财政支出比重



4

结论：剩余流动性第二层，金融机构资产欠配

- 今年信贷结构的两大异常现象，反映当下金融机构资产欠配，即银行缺乏收益较高然而风险较低的资产。
- “资产荒”现实实际上描述当下一个客观现实：实体投资回报率下降。

- **其一，居民信贷结构长转短，居民存在明显的提前还贷现象。**
- 居民信贷属于银行优质资产，风险低然而信贷利率高。
- 今年一季度居民信贷结构表现出明显的“长转短”，并且居民经营贷明显扩张。说明居民存在提前还贷现象。
- **其二，企业中长贷高增，但投资需求弱，经营性需求强。**
- 企业端经营压力大，需要依靠表内融资维持现金流稳定。
- 财政刺激退坡，预算内财政对基建支出力度不够，没有形成合力。
- 支撑今年1-5月银行信贷的主要是企业中长贷。本轮企业中长贷主要投向重工业、基建等领域，利率低，期限长。

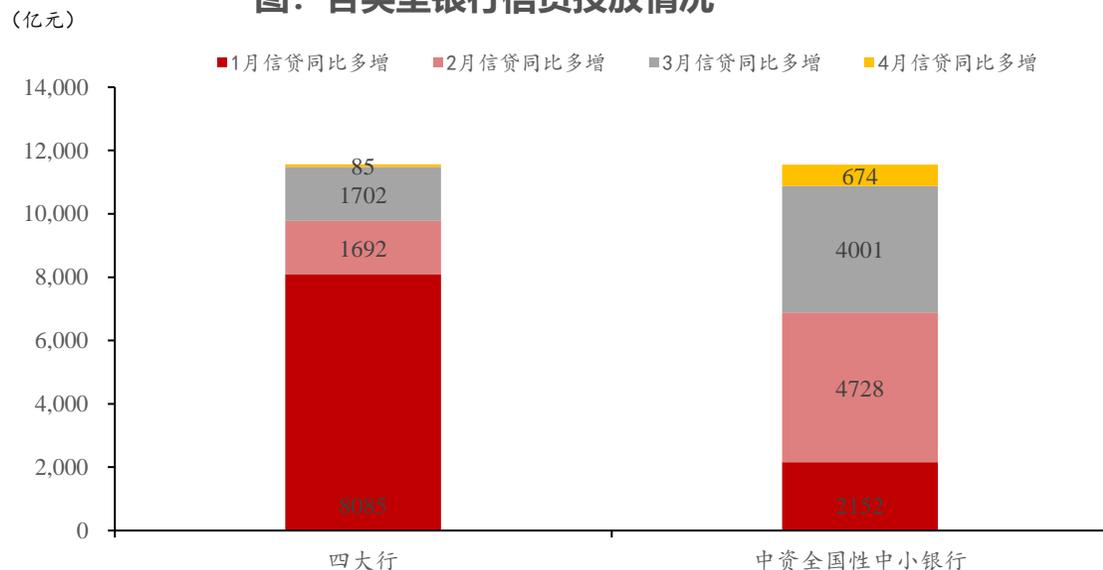


下半年展望：
**05. 流动性供给不是新故事，
需求撬动政策才是关键**

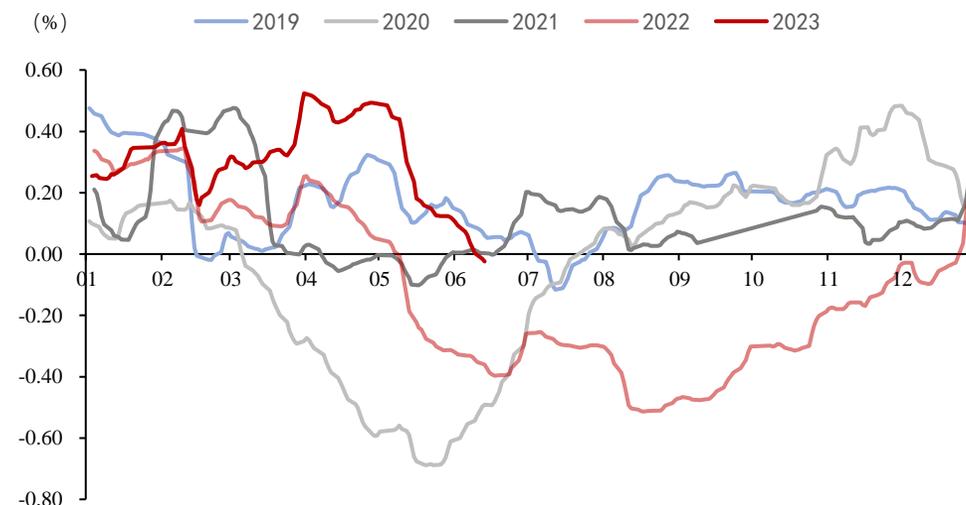
5 货币宽松可能性？ 降息窗口开启了

- **下半年银行间流动性继续保持宽松，降息窗口仍在。**
- **实体需求持续偏弱，宽货币政策取向短期不会有太大转向。**当前居民避险情绪强，消费支出乏力。财政扩张退坡，企业经营状况并未大幅改善，当前宏观经济基本面仍偏弱，央行继续维持宽松的货币政策。
- **DR007或仍围绕央行逆回购利率波动，对隔夜利率进一步下行形成制约。**当前资金面宽松，DR007也没有出现大幅偏离央行逆回购利率的情况，预计下半年DR007仍在央行政策利率附近波动。
- **货币政策仍在降息窗口期，若央行调整OMO/MLF利率，那么资金利率有望进一步转松。**当前隔夜利率大幅低于7天利率，DR007与DR001的差值实际上是过去5年同期的最高水平，央行政策利率下调，有望打开资金利率进一步下行的空间。

图：各类型银行信贷投放情况



图：DR007-OMO的差值



5

财政储备政策：今年预算内资金相对乏力

➤ 今年预算内资金托底经济能力有限。

- 年初全国财政预算已有迹象表明今年预算内资金支持力度有限。
- 年初预算显示基建相关支出占比下行，延续2020年以来预算内与基建“脱钩”趋势。城乡社区、交通运输基建占比减少幅度尤甚。
- 城乡社区、交通运输分项基建，地方参与更多；农林水基建支出占比相对稳定，延续20大定调（体现政策支持农业和粮食安全）。
- 今年1-4月财政投向基建资金规模减少，广义财政用向基建支出比重仅达20.4%，为近十年来最低值。
- 未来或有增量政策工具支持基建投资，政策性金融工具、政策行信贷投放。

表：2023年公共财政预算支出占比

项目	2023E	2022	2021	2020	2019	2018	2017
一、一般公共服务支出	7.8%	8.1%	8.1%	8.2%	8.5%	8.3%	8.1%
外交、国防与安全	11.4%	11.4%	11.4%	11.1%	11.2%	11.6%	11.5%
二、三 外交、国防支出	6.0%	5.9%	5.8%	5.5%	5.3%	5.4%	5.4%
四、公共安全支出	5.4%	5.5%	5.6%	5.6%	5.8%	6.2%	6.1%
科教、文旅	5.3%	5.3%	5.6%	5.4%	5.7%	5.4%	5.2%
六、科学技术支出	3.8%	3.8%	3.9%	3.7%	4.0%	3.8%	3.6%
七、文化旅游体育与传媒支出	1.5%	1.5%	1.6%	1.7%	1.7%	1.6%	1.7%
民生支出	38.4%	37.9%	36.8%	35.9%	33.8%	33.9%	34.1%
五、教育支出	15.3%	15.1%	15.3%	14.8%	14.6%	14.6%	14.8%
八、社会保障和就业支出	14.3%	14.1%	13.8%	13.3%	12.3%	12.2%	12.1%
九、卫生健康支出	8.8%	8.7%	7.8%	7.8%	7.0%	7.1%	7.1%
十九、住房保障支出	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%	2.7%	3.1%	3.2%
基建支出	22.4%	22.7%	23.8%	25.4%	28.0%	27.5%	27.6%
十、节能环保支出	2.1%	2.1%	2.2%	2.6%	3.1%	2.9%	2.8%
十一、城乡社区支出	7.2%	7.4%	7.9%	8.1%	10.4%	10.0%	10.1%
十二、农林水支出	8.6%	8.6%	9.0%	9.7%	9.6%	9.5%	9.4%
十三、交通运输支出	4.5%	4.6%	4.6%	5.0%	4.9%	5.1%	5.3%
十四、资源勘探信息等支出	2.8%	2.8%	2.7%	2.5%	2.1%	2.3%	2.5%
廿三、债务付息支出	4.5%	4.4%	4.3%	4.0%	3.5%	3.4%	3.1%
全国一般公共预算支出	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

5

财政储备政策：政策性金融工具有待启用

- **我们预测今年政策性金融工具规模或在0.5-0.7万亿，或在二季度末启用。**
 - 若单纯依靠预算内资金及其撬动的配套资金，2023年基建投资增速仅能达到-9%，这将对经济增长形成重大拖累。
 - 假设今年基建至少要维持在正增长，基于我们给出的三组基建增速情形，今年政策性金融工具规模或在0.5-0.7万亿。
 - **今年1-4月基建更多使用去年结转至今年的项目和资金，预计未来基建项目更多启动预算外融资工具。**

表：2023基建投资增速以及对应增量工具规模的三种

测算组别	传统基建投资完成额 (亿元)	增速	另需资金 (亿元)	另需政策性金融工具 (亿元)
2022	209348	11.0%		
2023E(无增量政策工具)	190504	-9.0%		
第一组	216216	3.3%	25712	5142
第二组	220844	5.5%	30340	6068
第三组	226795	8.3%	36291	7258

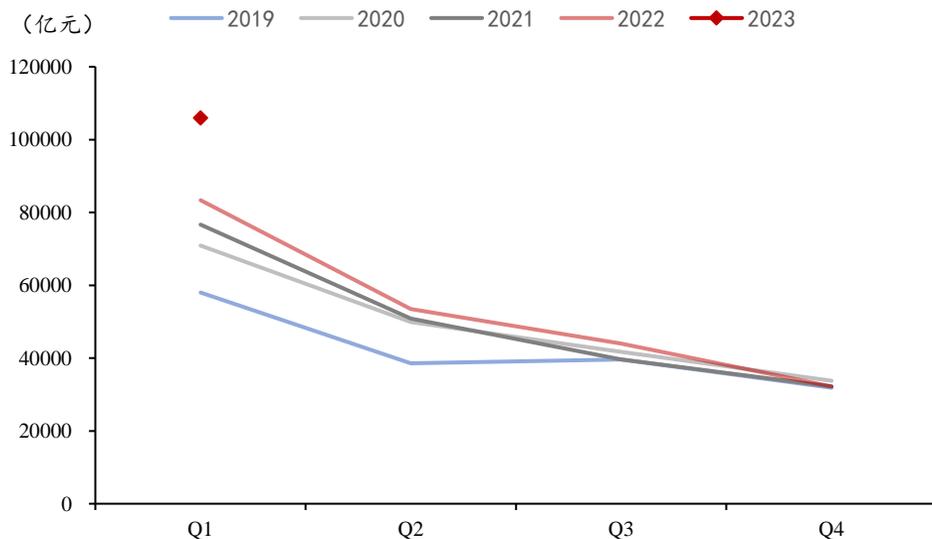
按照历史经验推断，未来或有新财政融资工具

- **当经济需要托底，或有特殊结构性问题需要应对，中央往往会有针对性创设新政策工具。**
- **特殊工具一：特别国债。**特别国债发行目的是为解决的当年财政遇到“特别”因素。历史已有三次发行特别国债，分别用于增加银行资本金（1997年），管理外汇资产（2007年）以及应对新冠疫情（2020年）。
- **特殊工具二：PSL。**2014年4月初，国常会强调在年内加快棚改进程，明确开发性金融应向棚改项目输血，提供稳定的融资渠道。央行随后创设抵押补充贷款（Pledged Supplemental Lending, PSL），支持国家开发银行加大对“棚户区改造”重点项目的信贷支持力度。
- **特殊工具三：专项建设基金。**2015年，地产、制造业投资和出口情况低迷，经济下行压力较大，基建投资扩张以对冲经济下行压力。2015年下半年创设专项建设债券，债券由政策性银行面向商业银行发行。2015年8月初各地申报，9月初首批专项建设债发行完毕，当年共投放四批次，共计8,000 亿元。是为当前政策性金融工具的前身。
- 总结发现，当需要达成年内特定目标时，中央可能有针对性创设工具，为该项计划提供资金支持。譬如通过特别国债化解金融、疫情风险，通过PSL加快棚改进程，通过专项建设基金加快基建项目建设。这些工具额度上往往由中央拟定，没有硬性上限，且落地效率高，往往能提振市场信心。
- **当前政策重心在稳定基建投资、化解地方债务风险，同时还要应对当前居民消费意愿不足、青年就业压力高企、外资生产投资走弱的问题，这意味着若后续上述问题一直未有效解决，中央同样可能创设针对性政策工具予以应对，应保持高度关注。**

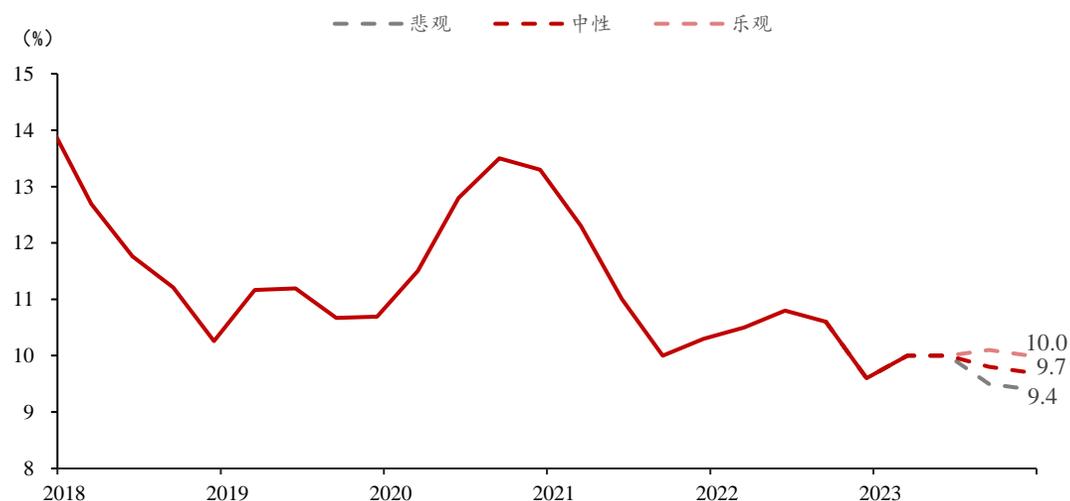
5 社融扩张节奏？总量增速放缓，下半年靠中央加杠杆

- **2023年下半年，信用扩张速度或继续放缓：私人部门融资需求难以系统性改善，政府部门可能重新成为加杠杆主力。**
- **上半年社融增速提升主要依靠表内企业信贷拉动，但今年信贷投放明显前置，导致下半年投放速度或将放缓。**今年一季度信贷投放10.6万亿，同比多增2.3万亿，基本与2022年全年增幅相当，下半年信贷增速放缓，对社融扩张贡献减弱。
- **下半年私人部门融资需求难以快速改善，政府部门可能重新加杠杆。**1-5月居民信贷同比去年仅小幅多增0.5万亿，居民风险偏好低迷，缩表过程仍在持续，预计下半年私人部门信用扩张乏力。政府部门今年上半年加杠杆速度明显放缓，若后续财政工具带动中央政府加杠杆，下半年的社融增量或来自于政府杠杆。
- **预计中性情形，2023年信贷新增22.3万亿，其中居民信贷新增3.9万亿，社融增速9.7%。**

图：信贷投放节奏对比



图：社融同比增速预测



5 债市展望：利率方向取决于政策工具力度

- **下半年债市展望：经济基本面分歧不大，能否用政策撬动有效需求才是定价关键。**
- 进入5月债市对基本面数据脱敏，基本面数据引导债市利率作用有限。
- 除非是未来存量债务出现新的变化，否则未来能够影响债市的关键或在政策，尤其是政策工具能否有效激发需求。

- **方向一**，政策工具力度一般，债务风险可控，债市震荡。
- **方向二**，逆周期政策有效，债市利率上行，期限利差或拉大。
- **方向三**，政策工具力度一般，且债务风险有所增大，债市利率波动之后向下。

06. 风险提示

6

风险提示

- 1) **经济增长超预期。**若经济增长超预期，下半年社融信贷数据可能会高于本文描述的情形，同时会影响居民风险偏好，进而传导至债券市场等。
- 2) **货币政策超预期。**若央行货币政策超市场预期，下半年资金面、社融信贷数据等等都会出现不同于本文展望的情形。
- 2) **理财波动超预期。**若理财波动出现超预期波动，下半年信用债、债券市场、居民资产配置行为等等都会出现不同于本文展望的情形。

THANKS 致谢

宏观经济研究团队：



分析师 周君芝
执业证号：S0100521100008
电话：15601683648
邮件：zhoujunzhi@mszq.com



分析师 谭浩弘
执业证号：S0100522100002
电话：18221912539
邮件：tanhaohong@mszq.com



研究助理 陈怡
执业证号：S0100122120020
电话：13817480407
邮件：cheyi@mszq.com



研究助理 周恺悦
执业证号：S0100121120011
电话：15623945742
邮件：zhoukaiyue@mszq.com



研究助理 吴彬
执业证号：S0100121120007
电话：15171329250
邮件：wubin@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120
北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005
深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明：

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅15%以上	
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间	
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间	
	回避	相对基准指数跌幅5%以上	
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。