

文 | 明明 章立聪 余经纬

3月10日，央行发布2023年2月金融数据，数据从总量和结构上都出现了进一步改善，一定程度上超出市场预期。贷款投放不断增量，但是债市利率却越来越低。我们认为一方面来源于低贷款利率增大了债券投资的性价比，另一方面则是因为市场预计后续信贷投放节奏将放缓。综合来看，当前利率债收益率相较于极低的贷款利率而言，对银行更具备配置吸引力，利率债仍有做多的空间。

■ 金融数据发布后债市利率下滑：

2月金融数据公布，总量延续1月较高的涨幅，同时结构也出现好转，一定程度超出市场预期。然而从债市反应来看，较强的金融数据并没有提振空头的情绪，投资者预期分歧依然较大。这背后的原因，一方面来自于金融数据高增的可持续性有待进一步观察，另一方面则源于过低的贷款利率间接增大了债券投资的性价比。

■ 低贷款利率增大债券投资性价比：

一季度是银行信贷投放的传统旺季，加之当前政策鼓励银行积极放贷、业务部门也面临优化业绩的压力，因此多数银行会通过推出各类优惠活动来吸引潜在用户，当前贷款利率已经到了历史低位。此外在银行进行资产配置的过程中，除了票面利率，还要考虑和其他资产相比所要承担的机会成本，因此我们选择使用EVA的来大致比较银行贷款与债券的性价比，可以看出近期债券投资的性价比得到提升，银行配债的意愿边际增强。除了贷款收益下滑增强了银行配债意愿以外，由于大行提供了更低的贷款利率，客户下沉已经挤压了部分中小银行的业务空间。中小银行面对增长的业绩压力，开始将目光转移到金融市场部，加大债券的配置力度。

■ 数据高增的可持续性有待进一步观察：

1-2月企业贷款表现较为亮眼，部分是来源于企业债融资需求溢出至贷款。如果将企业债和企业贷款、未贴现银行承兑汇票合并来看，其实企业部门的融资需求还有进一步提升的空间。今年两会上央行副行长刘国强表示“要处理好稳增长和防风险的关系，不盲目追求信贷高增长”，预计信贷增长也会随着定价的逐步修正，而回归到相对平稳的节奏。此外，贷款利率下行过快，甚至与一些大额存单或理财产品的收益形成倒挂，容易诱发资金空转套利的行为，有违金融支持实体的初衷，因此不排除监管通过严查“经营贷”等方式适度纠偏、打击资金空转套利的可能。

■ 债市策略：

近期无论是微观层面的观察，还是宏观层面的数据验证，都已经反映出贷款投放不

断放量的事实，但是债市利率却越来越低。一方面是因为低贷款利率增大了债券投资的性价比，中小行的信贷投放压力也使其将配置目光投向债券；另一方面，考虑到今年政府工作报告从政策目标到政策实施力度的表述均偏温和，2月CPI也较低，预计后续信贷投放节奏将有所放缓。而当前利率债收益率相较于极低的贷款利率而言，对银行更具备配置吸引力，利率债仍有做多的空间。

■ 风险因素：

国内经济复苏不及预期；政策力度不及预期。

本文源自券商研报精选