

不宜对1月份信贷投放过度乐观

——流动性周报（2021.1.18-2021.1.23）

核心观点

1月份信贷投放继续受控增长，不宜过度乐观。理由如下：（1）部分银行按揭贷款额度有所收紧。对于部分房地产贷款余额占比承压的国股银行以及大部分中小银行而言，住房按揭贷款面临压降调整，额度有所收紧，总行在总盘子管控下由各分支机构具体把握投放节奏，但放款期有所拉长。（2）监管部门延续狭义信贷额度的管控，基本原则是既不让信贷投放过于“冒尖，也要避免过度萎缩。（3）对公贷款定价收益对风险成本覆盖能力下滑。企业融资需求依然有保障，但对公优质项目较难获得，若定价水平过低，对公贷款EVA甚至会跌入负区间，强行投放不仅难以获得稳定的综合收益，还可能加大信用风险压力。银行的占优策略是，一方面调结构（如压对公、增零售）实现营收增长。另一方面，可能会出现“信贷配给”行为，导致中小企业或陷入供需双重萎缩局面。（4）客群基础差异导致部分行年初信贷增长疲软。在2020年监管驱动下，部分银行过度消耗了项目储备，开年以后新增客群拓展难度较大，导致信贷增长相对偏弱。（5）信用卡等零售消费信贷是2021年发力重点，不同银行增长也有差异。在房地产贷款受控增长下，预计今年零售非按揭领域贷款增量占比较大，但并非每家银行投放均尽如人意。一是部分行零售客群基础薄弱，追求短期爆发增长带来了一定风险隐患，导致零售业务发展受阻。二是居民收入下滑已对消费需求产生一定抑制。初步判断：**1月份新增信贷规模维持在3.3-3.5万亿左右，大行在信贷投放方面仍将扮演“头雁”效应，但鉴于不同银行之间存在一定分化，不排除出现低于市场预期的可能。**

《商业银行负债质量管理办法》属于既定政策的延续与总结，不会对银行体系造成过大扰动。从内容上看，银保监会发布的《商业银行负债质量管理办法》并非对银行负债拟定了全新的管理要求或制度，更多应视为对既定负债相关政策进行系统性统筹安排，其核心内容在于负债质量管理的六要素，即来源稳定性、结构多样性、匹配合理性、获取主动性、成本适当性与项目真实性。其中，前三性应归结于商业银行的流动性风险管理，所罗列的内部限额指标（如净稳定资金比例、流动性覆盖率、流动性缺口率、最大十户存款比例等）大多源自《商业银行流动性风险管理办法》，且经过近3年的运行，银行司库在内部已设定较为全面的限额管理体系，总体执行情况较好，能够持续满足监管考核要求。后三性应归结于商业银行负债成本以及揽储合规性管理，如“确保以合理的成本吸收资金”、“严格执行存款利率和计息管理及规范吸收存款行为等有关规定”，在前期监管部门的相关政策中已有体现，旨在加强商业银行负债成本管理，抑制变相突破自律机制的新型负债产品无序扩张和潜在风险。总体而言，该办法以定性规定为主，定量考核偏少，属于既定政策的延续与总结，许多要求已有安排和执行，不会对银行体系造成过大扰动。

下一阶段市场展望及投资建议。对于春节前夕债市，我们总体偏乐观，决定因素主要为：（1）疫情蔓延对北方地区工业生产和消费造成负面冲击。（2）今年疫情防控趋严下，居民返乡流量减少也会造成现金需求下降，对春节前夕资金面形成利好。（3）结汇需求提升有助于银行存款增长和日间流动性充裕。（4）期限利差仍有保护，短债收益率仍有小幅下行空间。建议配置盘继续持仓维持，博弈疫情发展不确定性带来的超额收益，即便长债收益率维持当前点位，安全边际依然充足。对交易盘而言，央行依然维持“削峰填谷”式投放，跨春节资金面较为稳定，债市风险相对有限，交易盘可跟随资金面择机进入。

风险提示：疫情持续时间超预期，资金面波动加大。

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

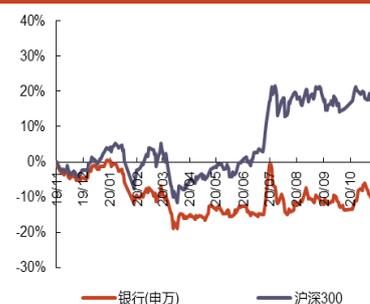
010-56513033

wangyf@ebscn.com

联系人：刘杰

liujie9@ebscn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

从“晚春效应”看1月中下旬信贷和流动性形势——流动性周报（2021.1.11-2021.1.17）

隔夜利率为何总是上蹿下跳——流动性周报（2021.1.4-2021.1.8）

春节前夕资金面如何演绎——流动性周报（2020.12.28-2021.1.3）

央行“扭转操作”减弱降准概率，定向工具面临“扩面提效”——流动性周报（2020.12.21-2020.12.27）

明年银行利率债配置性价比突出——流动性周报（2020.12.07-2020.12.13）

MLF临时性投放带动市场情绪回暖，NCD价格年内或企稳——流动性周报（2020.11.30-2020.12.06）

1、 近期市场热点透析

1.1、 1 月份信贷投放继续受控增长，不宜过度乐观

年初以来，我们对市场关心的 1 月份的信贷投放形势进行了密切跟踪，核心观点是信贷形势总体供需两旺，但会因监管部门约束而受控增长，新增规模与去年同期大体持平，具体而言：

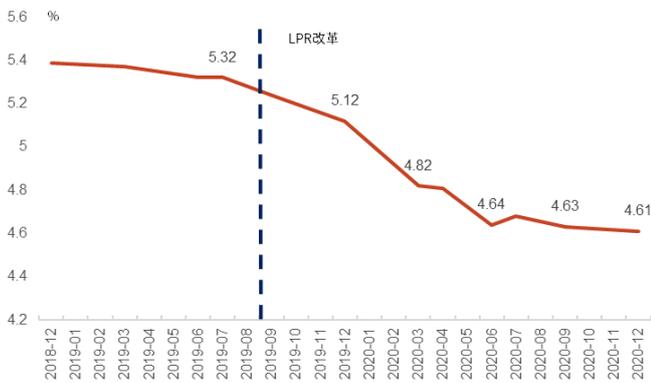
在报告《隔夜利率为何总是上蹿下跳？》中，我们指出年初信贷增长供需两旺，负债端增长相对稳定，银行体系存贷比未见明显恶化，后期资金面压力增加但总体充裕。

在报告《从“晚春效应”看 1 月中下旬信贷和流动性形势》中，我们指出，历年“晚春”效应影响下 1 月份信贷投放规模往往略高，且 1 月中下旬至 2 月第一周信贷投放景气度依然较高，但今年监管仍延续了对狭义信贷额度的管控，1 月份乃至一季度信贷将受控增长，1 月份新增人民币贷款与去年同期大体持平。

从最新形势看，我们认为不应应对 1 月份信贷投放过度乐观，不同银行之间存在一定分化迹象，存在“要我放”和“我要放”的矛盾点。具体而言：

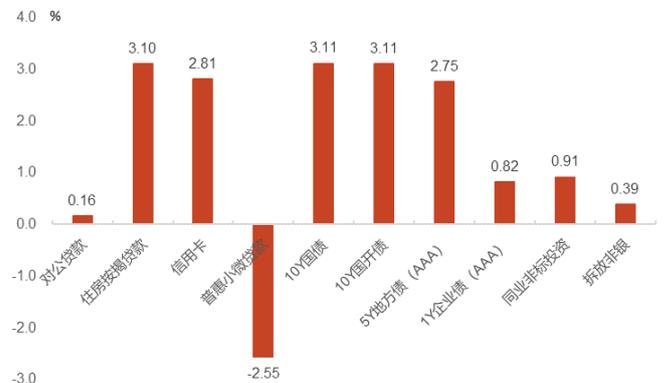
一是部分银行按揭贷款额度有所收紧。随着房企“三道红线”、房地产贷款集中度管理等政策相继出台，房企开发贷增速进一步放缓，而对于部分房地产贷款余额占比承压的国股银行以及部分中小银行而言，住房按揭贷款投放增量也面临预算重新调整。部分承压银行按揭额度有所收紧，总行在总盘子管控下由各分支机构具体把握投放节奏，且放款期有所拉长。一般而言，1 月份按揭贷款增量占比往往达到 20-25%，在全年处于较高水平，按揭额度的收紧会对信贷投放造成一定扰动。

图 1：LPR 改革前后企业贷款加权平均利率



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2018 年 12 月-2020 年 12 月

图 2：银行各类资产 EVA 水平



资料来源：货币政策执行报告，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 22 日

二是监管部门延续狭义信贷额度管控，重在维持均衡投放节奏。当前，监管部门对于信贷额度管控的基本原则，是既不让信贷投放过于“冒尖”造成宏观杠杆率的进一步推升，以及项目储备的过度消耗，为后续资源释放腾挪空间；也要避免过度萎缩对实体经济复苏造成冲击。我们认为，年初以来针对部分银行信贷增长过快，监管部门或已经予以了“窗口指导”。但同时部分银行也存在信贷投放节奏偏

慢的问题，预计 1 月下旬会引导信贷投放维持均衡节奏，防止信贷增长出现过度退坡，并引导信贷资源重点支持制造业、科技创新、绿色金融、普惠小微等领域。

三是对公贷款定价收益对风险成本覆盖能力下滑。LPR 改革以来，在央行多措并举推动下，企业贷款利率不断下行。截至 2020 年 12 月末，企业贷款利率为 4.61%，较 LPR 改革前下降 70bp。年初以来，部分银行对公贷款投放节奏相对缓慢，部分原因或与对公贷款收益对风险不匹配有一定关系。目前，企业融资需求依然有保障，但对公优质项目较难获得，若定价水平过低，对公贷款 EVA 甚至会跌入负区间，强行投放不仅难以获得稳定的综合收益，还可能加大信用风险压力，尤其是永煤信用风险事件后，银行体系对地方国企信用风险蔓延态势呈现观察态度。在此情况下，银行的占优策略是，一方面在维持总盘子稳定的基础上，通过调结构（如压对公、增零售）实现营收增长；另一方面，在受控增长下，银行可能会出现“信贷配给”行为，即信贷资源主要流向国有企业和大型优质企业，而中小企业或陷入供需双重萎缩局面。

四是客群基础差异导致部分银行年初信贷增长疲软。在 2020 年监管驱动下，部分银行过度消耗了项目储备，开年以后新增客群拓展难度较大，导致信贷增长相对偏弱。不同的银行由于客户基础的差异，今年以来呈现出不同的信贷投放态势。对于大型企业、基建相关、地方政府客户占比相对更高的银行而言，年初对公贷款开门红效应要明显一些。

五是信用卡等零售消费信贷是 2021 年发力重点，不同银行增长也有差异。2021 年在房地产贷款受控增长下，银行纷纷将加大消费信贷作为发力重点，预计今年零售非按揭领域贷款增量占比较大。但我们也观察到，并非每家银行零售非按揭贷款投放均尽如人意，部分银行场景化零售信贷增长不佳，原因大致有以下方面：一是部分行零售客群基础薄弱，追求短期爆发增长带来风险隐患，零售非按揭尤其是信用类贷款风险上行，导致发展零售业务“不会做”、“不敢做”。二是中小企业经营活力相对不佳，疫情以来恢复进度不及大型企业，存在结构性有效需求不足的矛盾，中小企业作为解决就业的主力军，其活力不足导致居民收入增长乏力。2020 年我国城镇居民人均可支配收入增幅为 1.2%，明显低于 2019 年 5%的水平，2020 年 12 月份消费增速也不及市场预期，显示出居民收入下滑已对消费需求产生一定抑制。

总体而言，尽管 1 月份开门红时点信贷投放不弱，但上述 5 点也是约束信贷投放的重要因素。我们认为，不宜对 1 月份信贷投放过度乐观，无论是市场化因素还是监管部门的政策导向，均指向信贷投放的边际收敛。特别是 1 月份以来，资金存在跑步入市迹象，表现为：（1）非银存贷款增加较高；（2）零售存款逆季节性效应负增长，新基金发行连续“火爆”；（3）非场景类零售信贷增长好于场景类信贷。若继续追求 1 月份开门红，加大信贷投放，可能造成部分资金停滞于虚拟经济，推高资产价格泡沫。从监管的角度看，也有必要保持信贷投放稳定，进一步打通流入实体经济的难点堵点。

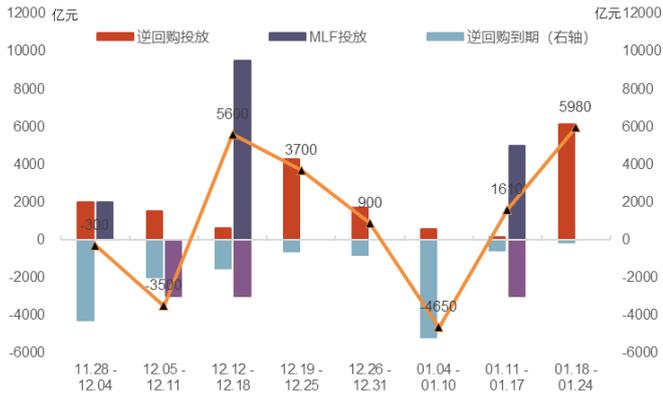
我们判断，1 月份新增信贷规模维持在 3.3-3.5 万亿，大行在信贷投放方面仍将扮演“头雁”效应，但鉴于不同银行之间存在一定分化，不排除出现低于市场预期的可能。

2、 上周市场流动性回顾

2.1、 资金市场情况回顾

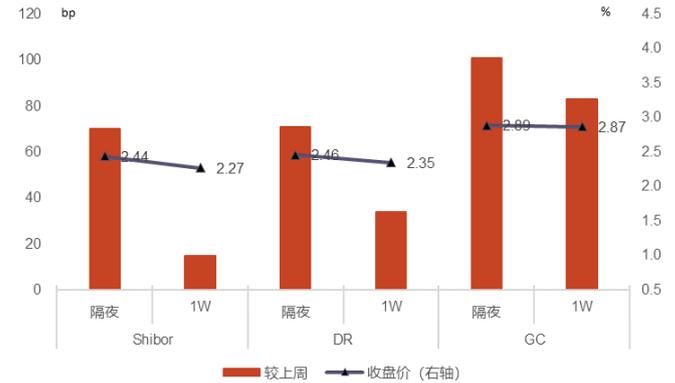
央行加大公开市场操作力度对冲税期高峰。上周为应对税期高峰，央行加大了公开市场操作力度，累计投放6140亿资金，到期资金160亿，实现资金净投放5980亿。截止1月22日，MLF余额为5.35万亿。

图3：央行加大公开市场操作力度



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年11月28日-2021年1月22日

图4：资金利率上行明显



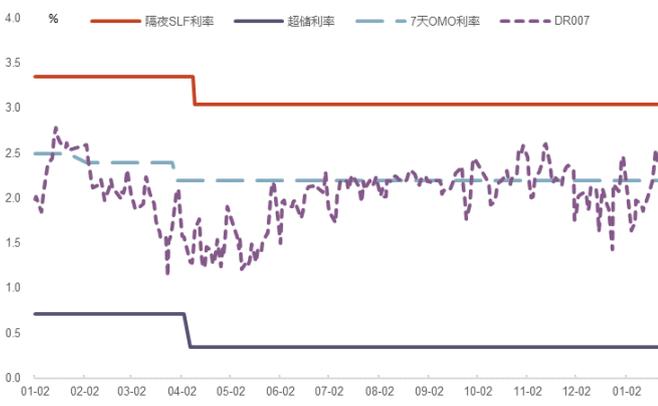
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年1月18日-2021年1月22日

资金利率趋于上行，其中GC007上行幅度较大。截至1月22日：

- (1) Shibor1D和Shibor7D分别为2.44%和2.27%，较上周分别上行70bp和15bp。
- (2) DR001和DR007分别为2.46%和2.35%，较上周分别上行71bp和34bp。
- (3) GC001和GC007分别为2.89%和2.87%，较上周分别上行101bp和83bp。

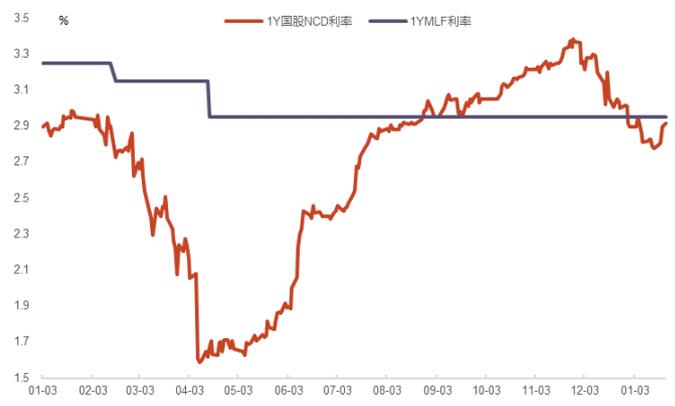
短端利率走廊基本稳定，1Y-NCD利率趋近1Y-MLF利率。上周DR007逐步向7天OMO利率趋近，短端利率走廊形态基本稳定。1Y国股NCD价格为2.92%，低于1Y-MLF利率3bp。

图5：短端利率走廊基本稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月2日-2021年1月22日

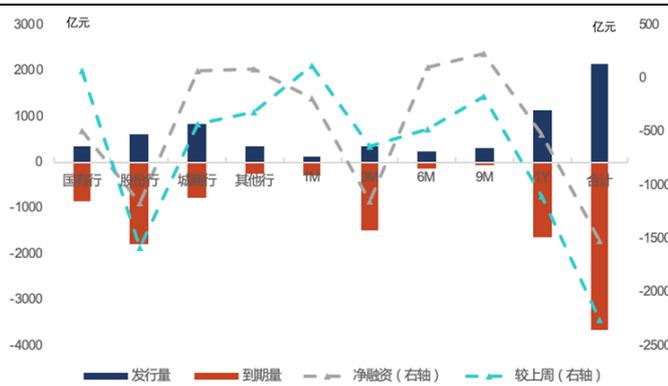
图6：1Y-NCD利率趋近1Y-MLF利率



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月3日-2021年1月22日

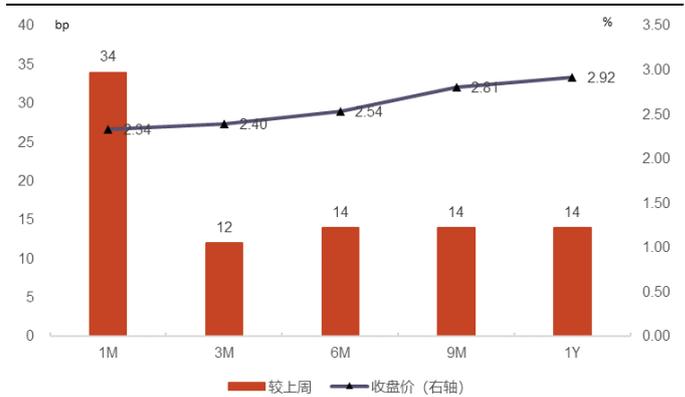
上周 NCD 净融资额-1522 亿，较前一周下降-2253 亿。分机构看：国有银行、股份制银行和城商行分别净融资-491、-1174 和 64 亿，较前一周增加 69、-1579 和-432 亿。分期限看：1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别净融资 79、-187、-1155、103 和 236 亿，较上周分别增加 124、-640、-470、-170 和-1097 亿。

图 7：NCD 净融资规模较前一周大幅下降



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 18 日-2021 年 1 月 22 日

图 8：各期限 NCD 价格有所上行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 18 日-2021 年 1 月 22 日

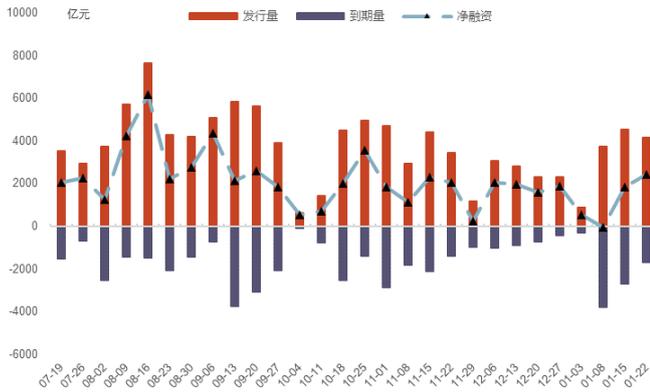
各期限 NCD 价格有所上行。截至 1 月 22 日，国股行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.34%、2.40%、2.54%、2.81%和 2.92%，较前一周分别上行 34bp、12bp、14bp、14bp 和 14bp。城商行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.53%、2.64%、2.82%、3.00%和 3.14%，较前一周分别上行 18bp、11bp、6bp、5bp 和 4bp。

2.2、 利率债市场回顾

利率债净融资规模持续增加。上周国债净融资 327 亿，较上周增加-563 亿；国开债净融资 1221 亿，较前一周增加 1174 亿；地方债净融资 928 亿，较前一周增加 881 亿。

短债利率上行幅度更大。截至 1 月 22 日，国债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.45%、2.76%、2.94%、3.11%和 3.12%，较上周分别上行 7bp、-3bp、-2bp、-4bp 和-3bp。政金债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.53%、2.96%、3.28%、3.44%和 3.51%，较上周分别上行 3bp、-3bp、0bp、-1bp 和-4bp。

图 9：利率债净融资规模持续增加



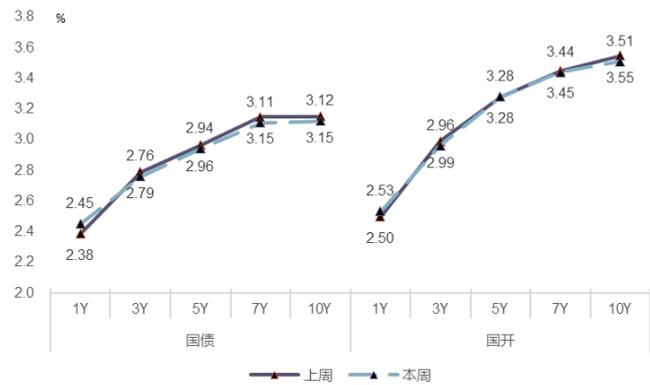
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年7月19日-2021年1月22日

图 10：国债净融资规模有所降低



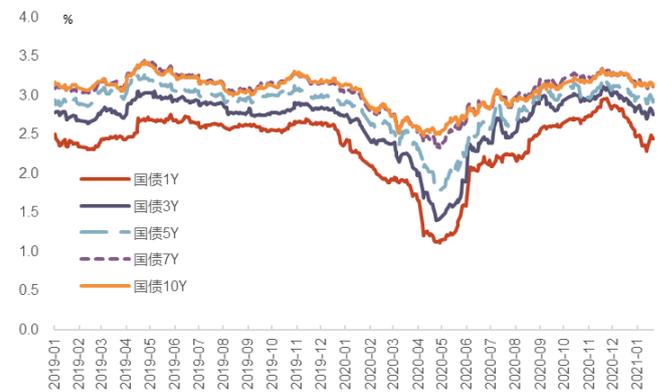
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年1月18日-2021年1月22日

图 11：债券收益率曲线趋于平坦化



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年1月18日-2021年1月22日

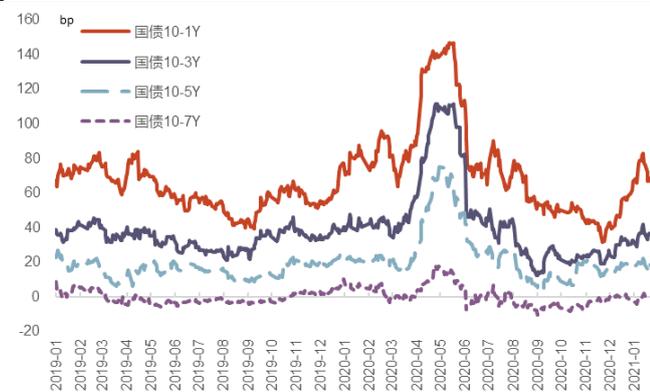
图 12：国债收益率运行情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019年1月1日-2021年1月22日

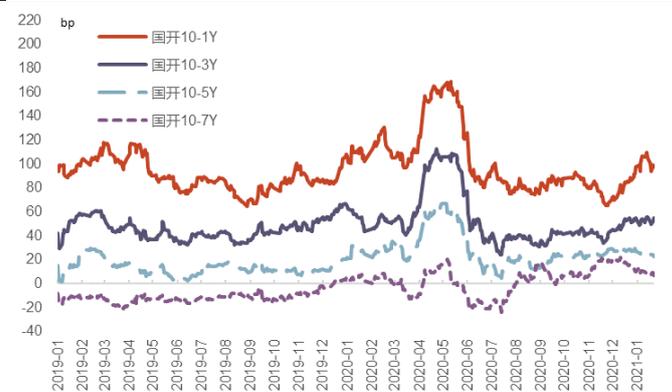
利率债期限利差有所收窄。截至1月22日，国债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 67bp、36bp、18bp 和 1bp，国开债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 98bp、55bp、23bp 和 7bp。

图 13：国债期限利差



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019年1月1日-2021年1月22日

图 14：国开债期限利差



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019年1月1日-2021年1月22日

3、下一阶段市场展望及投资建议

在上一期流动性周报中我们曾提示，针对资金利率较低环境下债市加杠杆问题，央行已采取相应措施引导资金利率回归政策利率中枢，短债利率将处于承压状态，但长债利率安全边际依然充足，建议持仓维持。

从近期市场情况来看，短债利率持续上行，收益率曲线呈现平坦化运行。其中，上周 1Y 国债利率受资金面趋紧影响上行 7bp 至 2.45%，但从 1 月 20 日起，随着央行连续加大 OMO 投放以及税期高峰逐步消退（大致在 1 月 22 日），资金面紧张情绪有所缓解，再叠加冬季疫情反复影响，短债利率小幅下行 2-3bp。但长端利率下行 4bp 至 3.12%。

目前，R001 日成交规模大幅下滑至 2.8 万亿左右，显示出债市杠杆水平已得到有效控制。对于春节前夕的债市展望，我们总体偏乐观，主要取决于四方面因素：

(1) 疫情的不确定性对经济存在或有影响。当前我国疫情呈现“多点散发”态势，国家卫健委已出台相关政策要求居民返乡持 7 天核算检测阴性证明，北方部分省份和城市也采取了更严格管控措施，考虑到这些城市以工业生产为主，这将会对一季度工业增加值和消费数据造成一定扰动。此前，市场对一季度 GDP 增速预期甚至高达 15% 以上，若疫情在春节前后继续呈现“多点散发”态势，或会对经济景气度形成一定影响，尤其是对北方地区中小企业影响需关注。

(2) 春节前现金需求下降利好资金面。今年疫情防控趋严下，居民返乡流量减少会造成现金需求下降，对春节前夕资金面形成利好。春节之后正月至两会期间，资金面不会出现明显收紧，当前资金利率水平较为符合央行的合意目标，1Y 国股 NCD 价格超调现象得到缓解，并开始趋近 1Y-MLF 利率水平，进一步向上突破空间有限。

图 15：近年来银行代客结售汇情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2014 年 1 月-2020 年 12 月

图 16：近年来外汇占款运行情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019 年 1 月-2020 年 12 月

(3) 结汇需求提升有助于银行存款增长和日间流动性充裕。受出口形势持续向好、企业年末集中结汇以及市场对人民币汇率预期偏强等影响，12 月份银行代客结售汇净额为 652 亿美元，创近 5 年以来新高。而代客远期结汇净额为 348 亿美元，显示出未来结汇需求依然较为旺盛。而 12 月份外汇占款录得-329 亿，反映出在资

金面宽松环境下，央行无意通过外占形式过多扰动流动性运行。在此情况下，结汇需求的提升将有助于银行存款增长，年初银行体系备付率水平将进一步提升，总体利好债市表现。

(4) 期限利差仍有保护。10 年国债活跃券与 1 年活跃券利差已收窄至 67bp，略高于 2019 年 61bp 的均值水平，但低于 2019 年一季度 72bp 均值水平。而 30 年国债活跃券与 2 年活跃券利差为 108bp，低于 2019 年一季度 114bp 均值，显示出短债利率或仍有小幅下行空间。

需要强调的是，我们对债市短期乐观的同时，后续的风险扰动因素仍需予以提示：一是春节前现金需求下降，意味着节后资金回潮规模收缩，资金面宽松程度或不及预期；二是节后气候回暖有利于对病毒传播的抑制，风险偏好有望回升。

总体而言，我们对节前债市偏乐观，建议配置盘继续持仓维持，博弈疫情发展不确定性带来的超额收益，即便长债收益率维持当前点位，安全边际依然充足。对交易盘而言，央行依然维持“削峰填谷”式投放，跨春节资金面较为稳定，债市风险相对有限，交易盘可跟随资金面择机进入。

4、 风险分析

疫情持续时间超预期，资金面波动加大。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：	A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与、不与、也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳