

行业研究

顺周期之风带动银行资产配置风险偏好回升

——银行资产负债月报 2021 年第 1 期

要点

1-2 月份超储率已降至 1%左右，同业杠杆率趋于改善，短端资金供需均衡。初步测算：1 月末金融机构超储率已降至 1%左右，显著低于 2020 年 12 月末的 2.2%，符合季节性特征，预估 2 月份超储率大概率维持在 1.0-1.2%的水平，资金面维持紧平衡的状态。春节后，在多管道作用下， Δ 超储波动较小，加之同业杠杆高增势头的遏制，短端资金供需均衡。央行会根据其他管道水流情况，着力让 Δ 超储不出现大的波动，DR007 有望继续围绕 7 天 OMO 利率震荡运行。

境内美元流动性非常宽松，隔夜美元利率已逼近 0，需要平衡好外币资金供需。现阶段我国国际收支较前期出现了明显变化，表现为经常账户持续向好，2020 年顺差 2989 亿美元，仅次于 2008、2007 和 2015 年；对外商资金的吸引力增强，FDI 与 OFDI 之差逆市增长。在此情况下，境内美元流动性非常宽松，隔夜美元利率逼近 0，人民币汇率将维持强势状态，需要多举措平衡好外币资金供需矛盾，货币政策也应重新将外部均衡纳入考量范畴。

经济复苏背景下，银行信贷投放风险偏好有所提升，但区域分化加大。当前银行整体风险偏好有所提升，工业企业信贷投放景气度恢复，顺周期行情启动助力银行经营向好，基建信贷投放放在公司金融领域依然处于领先地位。但同时，信贷投放的区域分化进一步加大，以苏浙沪为代表的地区疫后经济表现强劲，已成为信贷资源集中高地，东北地区、环京地区的占比则出现回落。

流动性收紧和市场调整使得银行债券配置力度减弱，后续应逢高配置。1 月份银行债券增配规模为 5345 亿，占总资产比重为 7.4%，同比下降约 8.8 个百分点。现阶段，通胀预期对长端利率形成压制，收益率曲线陡峭化。对银行而言，跌出来即是机会，3.3%将是债市关键阻力位，在通胀预期压制下，可能会阶段性被突破，但安全边际依然存在，在 Δ EVA 指标容忍度许可的情况下稳步加仓是占优策略，特别是在利率阶段性突破 3.3%时，应适度加大配置力度。

稳存增存压力加大，1 月份结构性存款增长近 6000 亿，1Y 国股 NCD 利率将进一步上行，3 月份是压力峰值点。尽管短端资金利率大体稳定，但银行普遍缺长钱，贷款与 M2 增速剪刀差进一步扩大至 3.3%，较 2020 年 4 月份波谷提升 1.3 个百分点，显示银行整体稳存增存压力加大。新发基金规模较大也造成零售存款向非银存款的迁徙，造成负债稳定性下降，机构间流动性不平衡现象加剧。在此情况下，银行加大了主动负债吸收力度，1 月份新增结存 5757 亿，NCD 发行需求较为旺盛，部分对公存款增长不理想的国股银行在市场持续提高 NCD 报价。整体看，NCD 利率“易上难下”，预计 3 月份将成为年内压力峰值点，4-8 月份 NCD 单月到期规模在 1.2 万亿以上，价格回落空间不大。

贷款定价存在上行压力，核心负债成本提升，一季度 NIM 小幅承压，全年具有稳定运行基础。节前消费数据表现靓丽，高频数据显示出实体经济融资需求较强，而信用体系边际收敛，使得贷款定价存在一定上行压力。但地区间分化会有所加大，其中苏浙沪地区信贷投放“供需两旺”，定价将进一步上行。而负债端 NCD 利率持续上行，核心负债成本承压，银行对高成本主动负债的吸收力度也有所加大，今年综合负债成本会高于 2020 年。随着年初贷款完成重定价，预计一季度 NIM 将小幅承压，但全年具备稳定运行基础。

风险分析：通胀压力进一步加大，货币政策超预期收紧，信用体系收紧对实体经济复苏造成冲击。

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

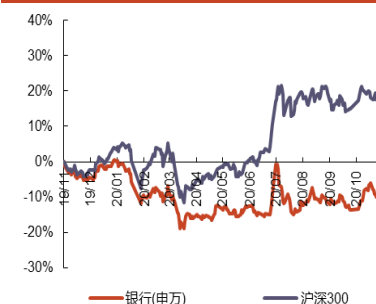
010-56513033

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

目 录

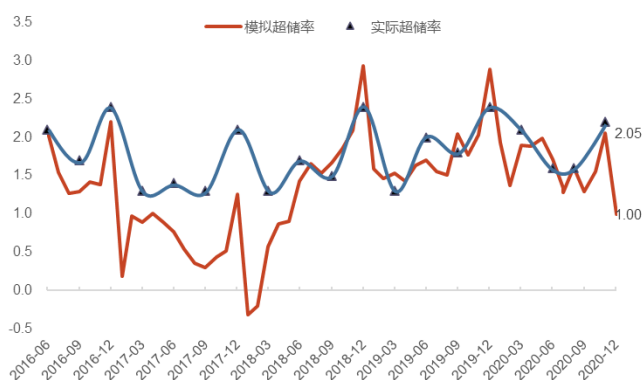
1、 1-2 月份超储率已降至 1%左右，同业杠杆率趋于改善，短端资金供需重归均衡.....	3
2、 境内美元流动性非常宽松，隔夜美元利率逼近 0，外币资金供大于求.....	4
3、 经济复苏背景下，银行信贷投放风险偏好有所提升，但分化加大.....	6
4、 流动性收紧和市场调整使得银行债券配置力度减弱	7
5、 稳存增存压力加大，结构性存款单月增长近 6000 亿，NCD 利率将进一步上行.....	8
6、 贷款定价存在上行动力，核心负债成本提升，一季度 NIM 承压.....	10
7、 下一阶段银行资产负债运行展望.....	11
8、 风险分析	11

1、1-2 月份超储率已降至 1%左右，同业杠杆率趋于改善，短端资金供需重归均衡

年初时期，在流动性过度宽松和低利率环境下，资金存在“脱实入虚”跑冒滴漏进入资本市场和房地产市场的情况，央行公开市场操作持续净回笼，跨春节资金投放显著低于历史同期，甚至在 1 月中下旬市场出现小型“钱荒”时依然维持了较为克制的基础货币投放，对价格波动的容忍度明显提升，短端资金利率“脉冲式”冲高，释放强烈政策信号，促使资金“脱虚入实”和抑制债市过度加杠杆。同时，叠加 1 月份缴税、缴准等因素影响，市场短期资金面由“宽松”切换至“紧平衡”。

受 1 月份信贷投放旺盛、央行行为克制、和缴税缴准因素影响，**初步测算：1 月末金融机构超储率已降至 1%左右，显著低于 2020 年 12 月末的 2.2%，符合季节性特征。预估 2 月份超储率大概率维持在 1.0-1.2%的水平，市场资金面维持相对偏紧的状态。**

图 1：今年 1 月份金融机构超储率已降至 1%左右



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2016 年 6 月-2021 年 1 月

图 2：今年以来债市杠杆率逐步下降



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

2 月份以来我们观察到，春节后央行货币投放依然较为克制，但短端拆借资金利率却较好地维持在政策利率中枢附近，预计原因主要有三：

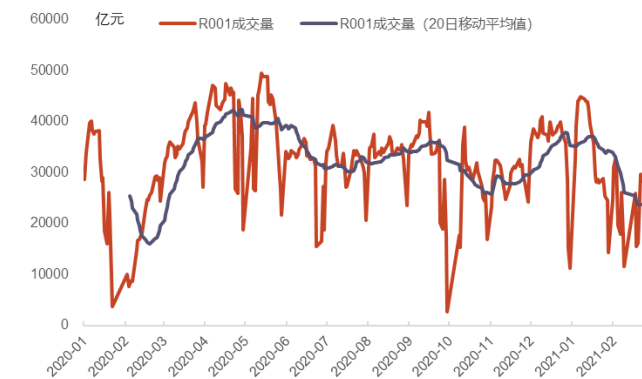
一是基础货币投放管道较多，2 月份△超储波动可能较小。初步测算：2 月份超储形成管道中，外占、政府存款、现金以及缴准合计贡献约 3000 亿增量资金，而 2 月份至今（截至 2 月 24 日）央行累计净回笼 3040 亿，△超储波动较小。虽然 1 月份外汇占款增量相对较少，但考虑到去年 12 月和今年 1 月份连续的代客结售汇大额净顺差，以及央行信贷收支表中“其他资产”项目的连续多增，我们认为后续基础货币投放渠道需要关注外部流动性注入的持续性。

二是春节后利率季节性回落。从近几年的情况可以看到，春节后资金利率往往走低（2018 年除外），主要是由于现金回流使得流动性比较宽松所致。今年春节由于“就地过年”的原因，现金流出和资金跨地区跨机构运动均不及往年，但也依然出现了春节后前两天 DR007 明显回落。

三是同业杠杆得到改善，短端资金供需均衡。在 1 月末资金价格“脉冲式”走高后，市场对货币政策的一致性宽松预期被打破，同业杠杆增长势头得到遏制。待购回债券余额、债市杠杆率、R001 成交量在 1 月下旬至 2 月份均有了明显回落，短端资金供需趋于均衡，通过滚“隔夜”做期限错配的意愿降低。

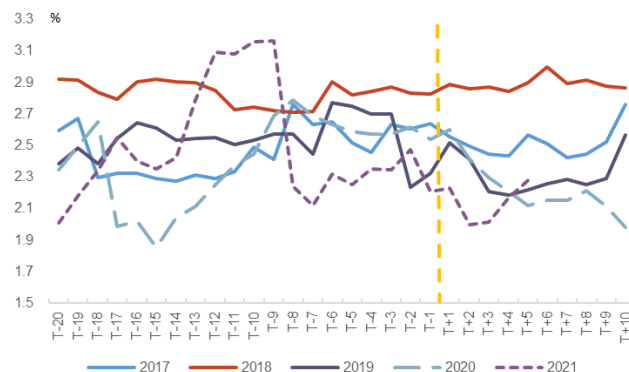
综合来看，现阶段短端资金“价”比较符合央行的合意目标，公开市场操作“量”的操作会随行就市。而由于其他管道水流情况的不确定性，政策着力于让△超储不出现大幅波动，短端资金供需均衡，DR007有望继续围绕7天OMO利率震荡运行。

图3：今年2月份以来R001成交规模逐步回落



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月-2021年2月

图4：近几年春节后DR007均出现明显回落



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2017-2021年春节前20天和节后10天

2、境内美元流动性非常宽松，隔夜美元利率逼近0，外币资金供大于求

现阶段我国国际收支较前期出现了明显变化，表现为：

(1) 疫情全球蔓延下，海外生产端低迷，我国经常账户持续向好，2020年顺差2989亿美元，仅次于2008、2007和2015年，货物贸易景气度较高，旅游服务逆差收窄。

(2) 我国对外商资金的吸引力增强，FDI与OFDI之差额逆市增长，顺差净额1034亿美元，同比增长78%。

(3) 较大的经常账户顺差输入外币流动性，资本与金融账户逆差要求（含净误差与遗漏）必然加大。

前期我们反复强调，在2021年经常账户顺差有望持续向好、人民币汇率维持强势背景下，外部流动性注入规模较大。数据显示：2021年1月份银行代客结售汇顺差为2644亿人民币（折美元408亿），去年12月和今年1月两个月合计约7000亿人民币，银行体系外币资金非常充裕，境内银行美元隔夜拆借利率已降至0.01%，几乎为零成本。在此情况下：

表1：央行资产负债科目可能涉及的与境内机构的外汇业务

资产端	负债端	可能涉及的与境内机构的外汇业务
国外资产：外汇	储备货币	银行结汇、外储经营收益部分结汇
国外资产：其他	不计入储备货币的金融性公司存款	外汇存款准备金
国外资产：其他	不计入储备货币的金融性公司存款	远期售汇收取的风险准备金
国外资产：其他	其他负债	以外汇形式缴存的人民币准备金
其他资产	其他负债	货币互存

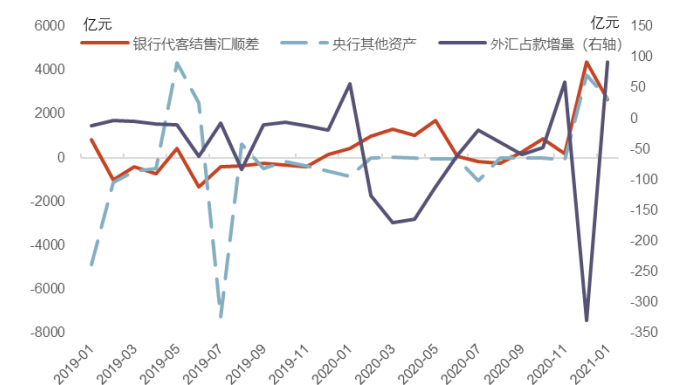
注：“国外资产：其他”科目，主要包括央行所持有的IMF头寸、SDR、其他多边合作银行股权等，也相当于将吸收来的外币资金进行运用。

一是未来央行加大外汇占款对冲的要求在提升，此举会相应收窄 OMO、MLF 投放管道，进而起到稳流动性、稳汇率的双重目标。目前外汇占款净增加低于预期，近两个月合计新增-237 亿。需要关注银行体系外汇敞口加大而引发的汇率风险，以及未来可能出现的外占被动对冲操作。

二是观察到央行资产负债表项下“其他资产”近两个月出现异动，合计新增 6500 亿人民币。如果看“外汇占款+其他资产”的合计规模，则与结售汇顺差净额大体匹配。央行资产负债表资产端是由国外资产、债权资产和其他资产三大类构成，其“其他资产”包括股权投资（可以依据 2000 年以来央行注资时间点和规模来判断）、与境内机构开展的外汇业务、固定资产以及其他杂项。

一般而言，央行获得外汇的途径包括结汇、外汇存款准备金、远期售汇收取的风险准备金、以外汇形式缴存的人民币准备金、货币互存等，这些均体现为央行的负债，并散落在诸如储备货币、不计入储备货币的金融性公司存款和其他负债科目，而资产端则计入“国外资产：外汇”、“国外资产：其他”以及“其他负债”。

图 5：近期结售汇顺差与外占明显背离，央行其他资产增长显著



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

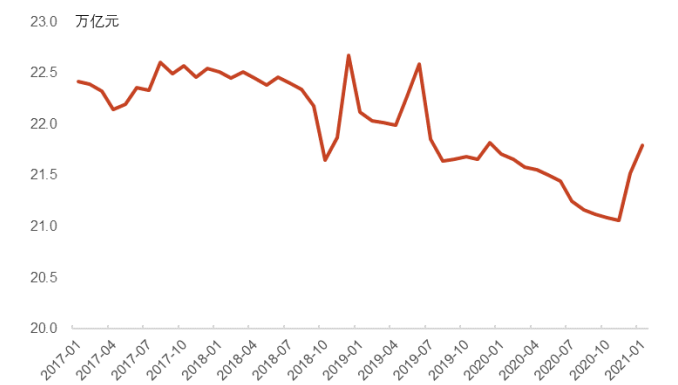
图 6：央行其他资产可能涉及对政策性金融机构的股权投资



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2002 年 2 月-2021 年 1 月

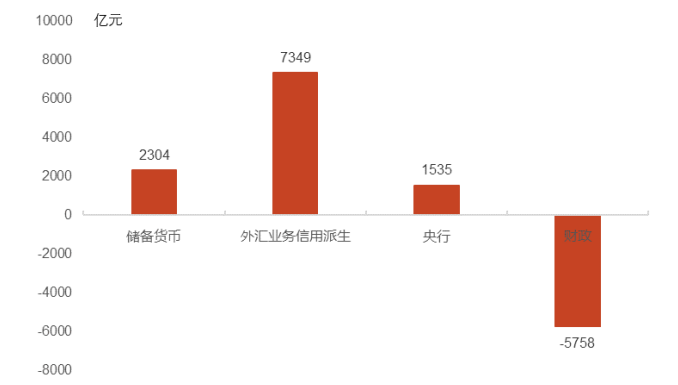
对于“其他资产”科目而言，正常情况下，这一科目不会涉及较大规模的基础货币吞吐，但现阶段可能已经形成了一定影响。数据印证显示：2020 年 12 月、2021 年 1 月储备货币增长 2304 亿，与央行净投放、财政净支出、外汇业务信用派生基本匹配。而在此过程中，央行会涉及到基础货币投放，具体为：

图 7：近期外汇业务的信用派生出现异常走高



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2017 年 1 月-2021 年 1 月

图 8：2020 年 12 月-2021 年 1 月合计储备货币的形成结构



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 12 月-2021 年 1 月

外汇业务信用派生=国外资产：外汇+国外资产：其他+其他资产-不计入储备货币的金融性公司存款-其他负债。

三是需要加大资本与金融账户下的资金运用渠道，有序扩大资本流出。对于这一思路，监管部门已着手推进。例如：

(1) 2021年1月5日将境内企业境外放款的宏观审慎调节系数由0.30上调至0.50，2020年12月11日和2021年1月7日分别将金融机构和企业的跨境融资宏观审慎调节参数由1.25下调至1。

(2) 2021年2月19日，国家外管局资本项目管理司司长叶海生提出将研究论证在5万美元便利化额度内开展境外证券、保险等投资的可行性。

现阶段，经常项下货物贸易顺差有望持续稳定，近期美联储主席鲍威尔在美国国会参议院的听证会上表态，也预示着宽松的刺激性政策短期难以实现退出，外币资金供给量依然充裕，人民币汇率将维持强势状态，需要多举措平衡好外币资金供需矛盾，货币政策也应重新将外部均衡纳入考量范畴。

3、经济复苏背景下，银行信贷投放风险偏好有所提升，但分化加大

回顾年初以来银行信贷投放，总量层面延续了狭义信贷额度管控，结构方面呈现行业投向改善，区域投向分化的特点：

从行业投向层面看：

(1) 经济复苏背景下银行整体风险偏好有所提升，预计工业企业信贷投放向好有助于稳定工业企业投资。随着经济复苏和“再通胀”预期升温，预计1月份农业、采矿业、制造业等领域信贷投放增长较好，工业企业盈利能力得到修复，银行整体风险偏好有所提升，对第一、二产业信贷支持力度不断加大。后续预期工业企业资本开支意愿增强，制造业固定资产投资将继续回暖，周期品处于相对确定的复苏通道。1月份，我们估计小微企业贷款延续了前期“增量”的发展态势，批发零售业贷款、和个人经营性贷款增量占比依然较高，但普惠小微定价持续下行的态势可能有所改变。

(2) 稳定宏观杠杆率背景下，政府和准政府等基建领域信贷投放大体稳定。在稳定宏观杠杆率背景下，我们猜测开年以来基建领域信贷投放大体稳定，建筑、交运、仓储和邮政业、水利、环境和公共设施管理业等行业新增信贷投放占比在公司金融领域依然处于领先地位。这主要是由于政府和准政府融资短期易于上量，风险信号较其他产业更低所致。

(3) 全口径房地产贷款增速料继续回落。在房企融资“三道红线”以及年初以来的房地产贷款集中度政策约束下，我们预计广义口径下房地产融资坚持“稳中从紧”的态势，表内开发贷存在净投放缩量压力，更多信贷资源驱动向按揭贷款倾斜。1月份，居民端中长期消费类信贷增长近7200亿，同比多增近800亿，显示按揭贷款延续“供需两旺”。近期，按揭贷款定价出现上行趋势，部分省份对地方法人银行上调了按揭贷款增量占比的上限，反映出信贷政策对于按揭领域事实求是的态度。总的来说，我们预期全口径房地产贷款增速继续回落，但信贷资源将尽量保证按揭贷款投放。

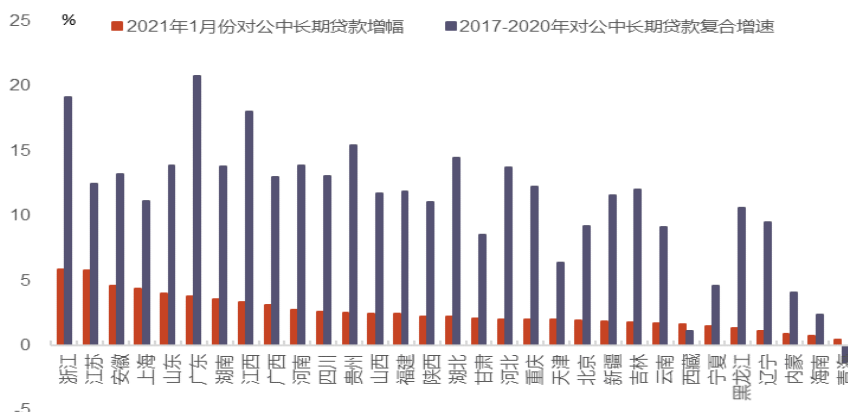
(4) 场景化零售贷款增长弱于非场景化信贷，部分资金可能存在“脱实入虚”迹象。年初以来整体零售贷款增长较好，但信用卡贷款表现一般，非场景化零售贷款如短期消费、个人经营性贷款均录得较好增长。这一方面呼应了节前消费数

据较好的特点，另一方面也可能从侧面反映出信贷资金存在“跑冒滴漏”进入资本市场和房地产市场的迹象。

从区域投放层面看，对公中长期贷款投放能够体现一个地区企业资本开支类支出的力度，是该地区经济景气度高低的重要标尺，而短贷则更多用于流动性调节。从今年以来的信贷投放看，我们推测：

(1) 今年的信贷资源高度向苏浙沪地区集中。2017-2020 年期间，苏浙沪地区对公中长期贷款复合增速为 14.28%，高于全国平均水平约 1.3 个百分点，其中浙江地区复合增速高达 19%，在全国中处于领先地位，再考虑到该地区信贷规模基数较大，能够维持这一复合增速也表明信贷资源的较强偏好。今年 1 月份，信贷资源有进一步向苏浙沪地区集中之势，反映出疫情后期苏浙沪地区的经济恢复情况比较好，金融资源进一步向优势区域集中。

图 9：今年信贷资源高度向苏浙沪地区集中



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2017 年-2020 年，2021 年 1 月

(2) 近年来信贷投放区域分化加大。2017-2020 年期间，苏浙沪、广东地区对公中长期贷款占比均出现 1-2 个百分点的提升，而东北地区、环京地区的占比则出现回落，信贷投放的区域分化有所加大。

综合上述分析，我们认为：当前银行整体风险偏好有所提升，工业企业信贷投放景气度恢复，顺周期行情启动助力银行经营向好。但同时，信贷投放的区域分化进一步加大，以苏浙沪为代表的地区疫后经济表现强劲，将成为信贷资源集中高地，并加速形成“经济—金融”正向反馈机制，而该地区的上市银行也将显著受益。

4、流动性收紧和市场调整使得银行债券配置力度减弱

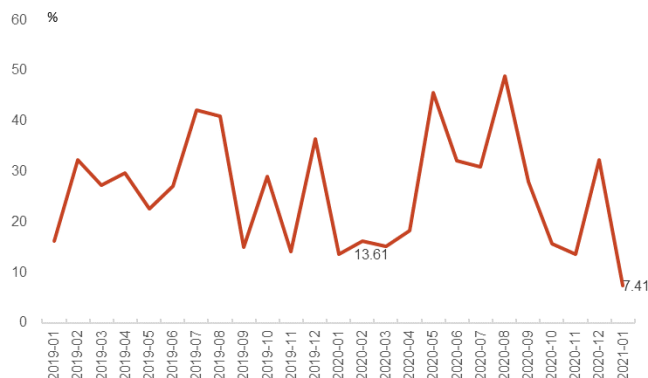
受 1 月份流动性收紧影响，债券市场出现较大调整，银行债券配置力度有所减弱。数据显示：1 月份银行债券增配规模为 5345 亿，占总资产比重为 7.4%，同比下降约 8.8 个百分点。

增配债券中地方债配置力度有所加大。从债券配置结构看：

(1) 地方债配置力度有所加大，1 月份增配规模为 4556 亿，占全部债券增配规模比重为 84.7%，同比提升 10.7 个百分点；

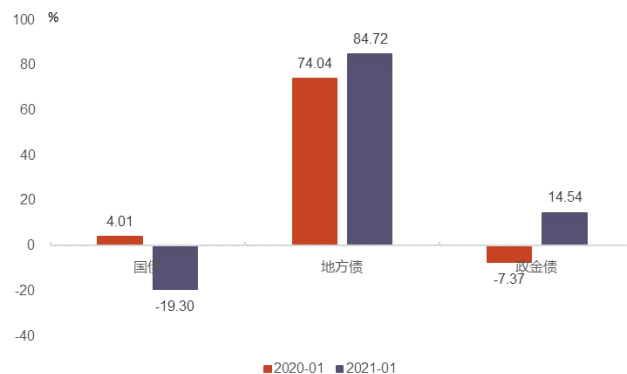
- (2) 国债配置力度较弱，1 月份银行减仓 1038 亿（去年同期增配 409 亿）；
- (3) 政金债配置力度强于去年同期，1 月份增配规模为 782 亿，可能与 1 月份政金债发行力度加大有关（净融资 2322 亿，同比多增 2384 亿）。

图 10：今年 1 月份商业银行债券配置力度有所减弱



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

图 11：今年 1 月份增量配置中地方债配置力度有所加大



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月、2021 年 1 月

基本面和政策面导致债市承压，利率高位运行。现阶段，通胀预期对长端利率形成压制，而短端资金面充裕，收益率曲线陡峭化。在通胀预期压制下，长端债券价格可能会阶段性被突破，但安全边际依然存在。总体原则应是，在 Δ EVA 指标容忍度许可的情况下稳步加仓是占优策略，特别是在利率阶段性突破 3.3% 时，应适度加大配置力度。

5、稳存增存压力加大，结构性存款单月增长近 6000 亿，NCD 利率将进一步上行

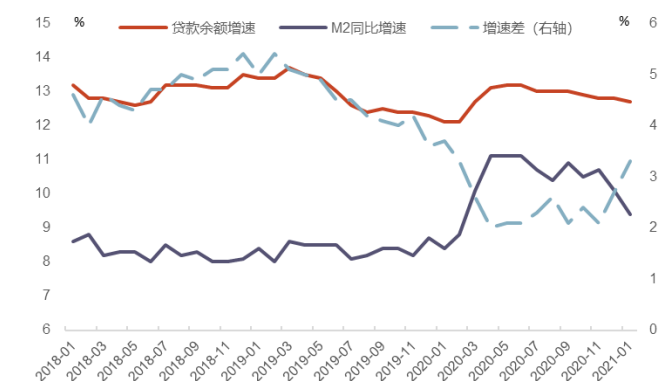
整体来看，年初以来银行存款增长并不理想，负债端压力有所加大，具体表现为两个方面：

(1) 信用体系边际收敛，整体稳存增存压力有所加大。随着货币政策回归正常化、影子银行业务进一步萎缩，信用体系边际收敛，银行稳存增存压力加大。从数据上看：

一方面，贷款与 M2 增速剪刀差进一步扩大，2021 年 1 月份进一步上行至 3.3%，较 2020 年 4 月份波谷提升 1.3 个百分点，显示银行存贷板块资金来源与运用不匹配程度加剧。

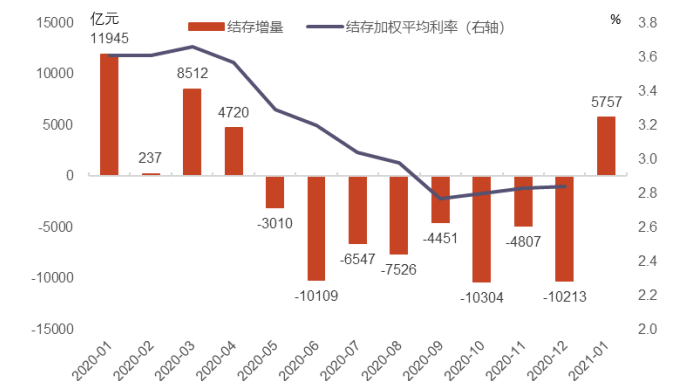
另一方面，银行加大了结构性存款吸收力度，1 月份新增 5757 亿，一改 2020 年 5-12 月份持续负增长态势。现阶段监管对于结存并未提出明确压降目标，而结存加权平均利率已降至 2.8-2.9%，增量吸收性价比比较 NCD 更为突出，预计后续仍将维持正增长。

图 12：贷款与 M2 增速剪刀差不断扩大



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

图 13：今年 1 月份结构性存款增长 5757 亿



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

(2) 银行体系负债稳定性下降，机构间不平衡加剧，LCR 和 NSFR 指标开始承压。

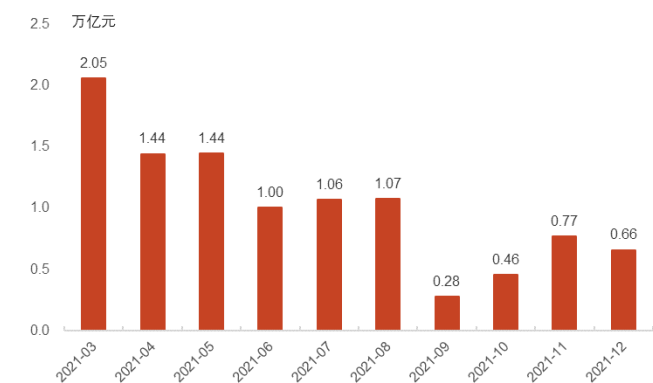
一是年初新发基金规模较大，造成零售存款逆市负增长并向非银存款迁徙，负债稳定性下降。

二是活期、普通定期等核心负债增长较为乏力，大额存单、协议存款等高成本负债增长较快，并推高了银行综合负债成本。

三是国有大行存款增长总体优于股份制银行、城商银行和农商行，且部分股份制银行对公存款增长明显偏弱，造成司库间流动性不平衡现象的加剧。

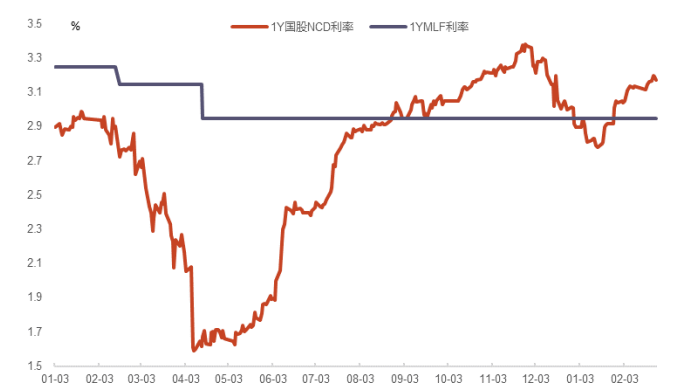
受此影响，尽管短端资金利率大体稳定，但银行普遍缺长钱，流动性监管指标有所承压，对主动负债的吸收需求较大。可以看到，2 月份 NCD 净融资规模约 3300 亿，创 2020 年 8 月份以来新高，部分缺存款的国股银行对 NCD 需求较为旺盛，在市场持续提高报价，也推高了 NCD 利率。

图 11：今年 3 月份 NCD 到期量超过 2 万亿，压力较大



资料来源：Wind，光大证券研究所测算；时间：2021 年 3 月-12 月

图 12：国股 1Y-NCD 利率已明显偏离 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 2 月 26 日

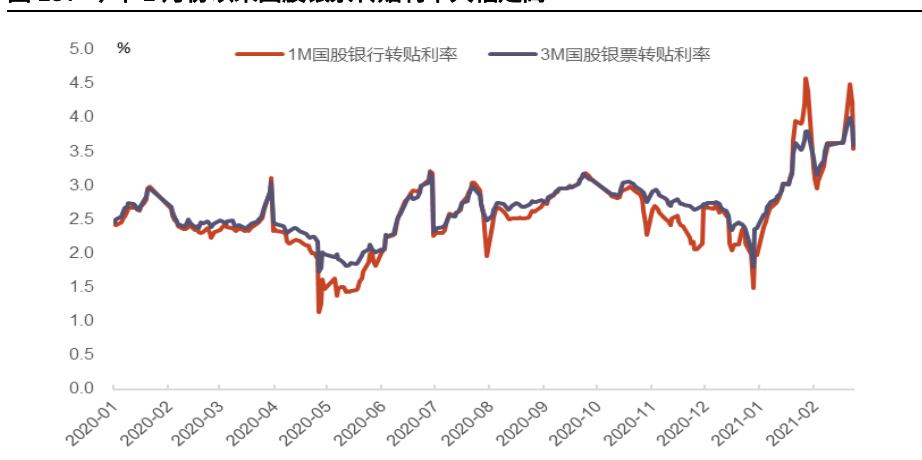
整体来看，在稳存增存压力下，司库对于 NCD 发行需求较为旺盛，NCD 利率“易上难下”，3 月份到期规模超过 2 万亿，且恰逢季末月份，司库也有提前摆布负债的考虑，预计 NCD 价格可能存在进一步上行压力。4-8 月份 NCD 单月到期规

模也在 1 万亿以上，同时考虑到届时地方债发行放量形成的挤出效应，NCD 价格可能依旧承压。

6、贷款定价存在上行动力，核心负债成本提升，一季度 NIM 承压

2 月 LPR 维持不变符合预期，后续将大概率维持稳定。2 月份 1Y 和 5Y 期 LPR 分别维持在 3.85% 和 4.65% 不变。当前企业贷款利率已处在一个相对较低的水平，部分行对公贷款综合收益与信用风险成本存在不匹配现象，若继续下调政策利率会进一步侵蚀银行 NIM，但在巩固降低实体经济融资成本效果的要求下，若贷款利率大幅上行也与国家政策导向相违背。因此，当前央行动用政策利率工具的概率并不大，LPR 将大概率维持稳定。

图 13：今年 1 月份以来国股银票转贴利率大幅走高



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

一般贷款定价存在一定上行动力，苏浙沪地区表现明显。尽管疫情对北方地区工业生产造成一定扰动，但整体经济增长韧性颇佳，节前消费数据表现靓丽，高频数据如高炉开工率、日均粗钢产量、乘用车销售等均录得较好增长，显示出实体经济融资需求较强，而信用体系边际收敛，使得贷款定价存在一定上行压力。但地区间分化会有所加大，其中苏浙沪地区信贷投放“供需两旺”，定价将进一步上行，而东北、环京地区相对偏弱。

供需错位下，票据利率大幅上行。对于 1 月份启动的票据行情而言，利率的大幅走高，既受到节前小型“钱荒”的影响，也与票据的供需错位有关。一方面，年初企业开票需求较为旺盛，而利率的走高也抑制了贴现需求，导致存量票据规模加大。另一方面，票据也是信贷额度的“调节器”，由于监管延续了对狭义信贷额度的管控，银行整体收票需求偏弱。可以看到，年初以来票据利率的“双峰”与信贷投放节奏有一定关系，即在 1 月份和春节后信贷投放密集度较高时期，票据利率开始走高。

NCD 价格进一步上行，核心负债成本承压。如前所述，今年银行稳存增存压力加大，负债稳定性下降，机构间不平衡现象突出。在此情况下，1 月中旬以来，NCD 利率持续上行，核心负债成本承压，银行对高成本主动负债的吸收力度也有所加大，今年综合负债成本存在走升压力。

一季度 NIM 小幅承压，后续仍具有稳定运行基础。随着年初贷款完成重定价，加之近期 NCD 价格持续走高，核心存款增长乏力，预计一季度 NIM 将小幅承压。

7、下一阶段银行资产负债运行展望

资产配置展望：信贷增速逐步回落，风险偏好回暖助力传统领域信贷修复，债券配置盘逐步启动。具体而言：

(1) 狭义信贷额度管控仍将延续，由于春节效应，2 月份信贷增长会出现较大幅度回落，进入 3 月份则会因去年同期疫情的高增长基数而走弱。初步预计，2021 年一季度新增信贷规模维持在 6.8-7 万亿，各月累计增量弱于去年同期，信贷增速料季内逐月回落。

(2) 经济复苏助力银行整体风险偏好回暖，传统工业领域贷款将边际修复，零售非按揭贷款景气度依然较高，全口径房地产贷款出现收缩，基建领域贷款大体稳定。

(3) 长债安全边际较高，但不排除阶段性调整，2Q 银行债券配置可能将有所发力，重点品种以地方债和国开债为主。

负债配置展望：NCD 利率“易上难下”，3 月份发行需求较大，核心负债成本承压。具体而言：

(1) 中段利率 NCD 利率“易上难下”，3 月份为年内压力峰值点，后续回落空间存在不确定性。

(2) 银行稳存增存压力加大，流动性监管指标达标压力提升，在同业负债成本上行情况下，核心负债成本将被动抬升，后续需要进一步的负债成本控制政策安排。

8、风险分析

通胀压力进一步加大，货币政策超预期收紧，信用体系收紧对实体经济复苏造成冲击。

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曾与、不与、也将不会与本报告中的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

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------