

行业研究

从银行视角看 2021 年政府工作报告

——流动性观察第 67 期

要点

总量：2021 年 GDP 增速目标设定在 6% 以上，我们预计全年社融增速为 11% 左右。政府工作报告将 2021 年 GDP 目标设置在 6% 以上，一方面有助于引导各地政府推动经济转型和高质量发展，另一方面也适当兼顾了稳增长和保就业的目标。根据名义 GDP 与货币社融增速基本匹配的原则，我们维持今年社融增速在 11% 左右的预测，对应 M2 增速在 9.5%-10% 之间。

结构：强化定向支持力度，科创、绿色、普惠小微是今年信贷三大重点支持领域。

(1) **科技创新将成为信贷资金重点布局领域**，如芯片、量子计算等电子信息产业，并可能将信贷政策执行情况纳入 MPA 考核。(2) **绿色金融发展有望进入快车道**。2020 年推出的 1.8 万亿再贷款、再贴现今年会部分转向绿色金融领域。监管部门将研究绿色资产和棕色资产差异化设置风险权重的可行性，完善对绿色金融领域信贷支持的激励机制。此外，信贷业务将进一步加大对低碳产业、绿色产业的支持，气候投融资将日益成为银行绿色金融重要领域，今年银行绿色金融专项债发行力度将加大。(3) **大行依然扮演普惠小微企业贷款投放的“头雁效应”**，预计 2021 年新增普惠小微企业贷款 1.45 万亿。

定价：优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步下降。 (1) **存款端以异地存款和互联网存款管控为抓手**，主要是出于规范市场竞争、稳定负债成本、防范金融风险的考虑。需要关注的问题在于，在今年信用体系收紧环境下，银行稳存增存压力加大，特别是部分银行可能面临系统性负债压力，对主动负债的吸收力度加大，从而抑制让利实体经济的能力。未来若存款利率上行压力加大，不排除使用其他手段进行进一步规范监管。(2) **贷款端着力推动普惠小微企业综合融资成本稳中有降**。一方面，今年名义贷款利率会小幅回升，对公贷款利率走高，但普惠小微贷款利率平稳。另一方面，监管旨在降低实际贷款利率，应归结于促进信贷利率和费用公开透明，严格规范金融机构收费，督促中介机构减费让利，通过直达实体经济的货币政策工具降低实体经济综合融资成本。**从银行角度看，在市场供需力量的作用下，今年存贷款两端的名义利率水平均有上行动力，其中江浙沪地区疫情过后经济恢复景气度较高，贷款定价上行幅度更大。**

改革：完善金融风险处置工作，压实各方责任。 尽管三大攻坚战目标如期完成，但 2020 年 11 月地方性国企信用违约事件的发生，使得监管部门对于金融风险的防控要求更高，需要从制度层面健全相应机制，未来将更加关注风险预警体系建设、风险传染机制阻断、风险处置体系健全。对于下一阶段金融风险问题，需要重点关注三个领域：(1) 弱资质房企融资渠道收窄，现金流压力加大。(2) 区域性信用风险分化加剧。(3) 产能过剩行业面临一定流动性风险。

两会后流动性与债券市场该如何演绎？流动性充裕：历史上，两会前后资金利率大体维持稳定，并未出现趋势性变化，3 月份市场流动性环境较好，预计超额率会小幅回升至 1.2-1.4% 左右的水平，DR007 将继续围绕 7 天 OMO 利率震荡运行。**债券市场承压：**预计 2021 年政府债券净融资额度约 7.15 万亿，较 2020 年下降约 1.4 万亿，供给高峰期 3-8 月份。两会过后，随着地方政府专项债发行的启动，叠加 4-5 月份通胀高点，届时债市将有所承压，并可能阶段性突破 3.3% 点位，需要观察 1-2 月份合计的经济数据是否会出现超预期。对于配置盘而言，长端利率类债券跌出来即是机会，当前债市安全边际依然较高，轻仓机构可逐步布局，逢高配置。

风险分析：通胀压力超预期，货币政策持续收紧。

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

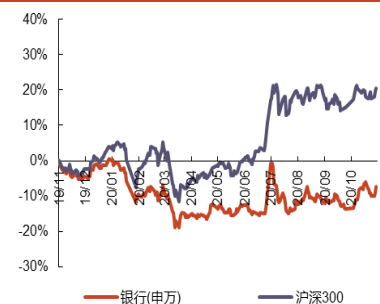
wangyf@ebscn.com

联系人：刘杰

010-56518032

liujie9@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

从银行视角看 2020 年中央经济工作会议——流动性观察第 66 期 (2020-12-20)

资本会成为信贷投放的“硬约束”吗？——流动性观察第 65 期 (2020-12-01)

如何看待 GC 利率大幅下行——流动性观察第 64 期 (2020-11-25)

当“信用债”不再是“信仰债”：缘起、演化与冲击——流动性观察第 63 期 (2020-11-18)

近期资金面持续偏紧是何缘由——流动性观察第 62 期 (2020-11-01)

从银行视角看结构性存款与 NCD 量价运行——流动性观察第 61 期 (2020-10-13)

目 录

1、 总量：2021 年 GDP 增速目标设定在 6%以上，我们预计全年社融增速为 11%左右	3
2、 结构：强化定向支持力度，科创、绿色、普惠小微是今年信贷三大重点支持领域.....	4
3、 定价：优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步下降	5
4、 改革：完善金融风险处置工作，压实各方责任	7
5、 两会后流动性与债券市场该如何演绎？	8
6、 风险分析	11

2021年3月5日上午，第十三届全国人大四次会议开幕，李克强总理在会议上作了2021年政府工作报告，总结了“十三五”时期的发展成就，提出了“十四五”时期的主要目标任务，并就2021年重点工作进行了部署，其中涉及银行的主要有以下几个方面：

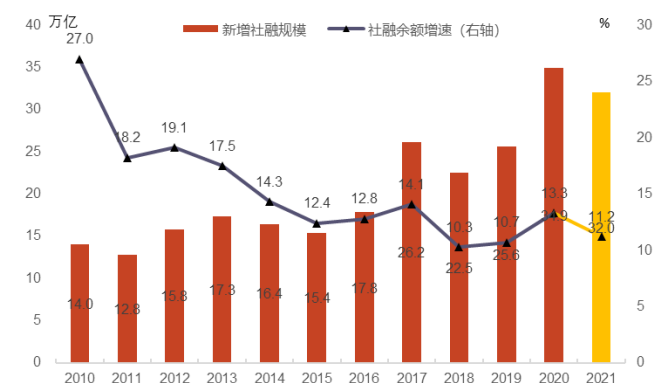
1、总量：2021年GDP增速目标设定在6%以上，我们预计全年社融增速为11%左右

2020年由于疫情原因，在政府工作报告中并未设定GDP增速目标。在2021年的政府工作报告中，将GDP目标设置在6%以上，不同于以往的区间目标方式。我们认为：

一方面，今年GDP增速会因基数效应大幅冲高，全年前高后低，但这种冲高具有较强的“脉冲性”，目标设置兼顾了长期发展需要。同时，考虑到我国整体宏观杠杆率在2020年出现了明显上行，稳杠杆诉求加大，加之部分地区如东北、环京等地疫情后经济复苏情况相对偏弱，将GDP设置在6%以上相对更灵活一些，有助于引导各地政府推动经济转型和高质量发展。

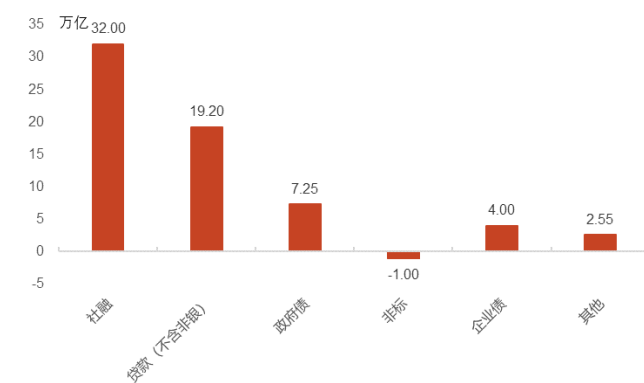
另一方面，政府工作报告强调我国经济复苏基础尚不牢固，居民消费仍受制约，投资增长后劲不足，要求GDP增速维持在6%以上，也适当兼顾了稳增长和保就业的目标。

图1：预计2021年新增社融32万亿，增速11%左右



资料来源：Wind，光大证券研究所预测；数据时间：2010-2020年，2021年为预测值

图2：2021年新增社融结构预测



资料来源：Wind，光大证券研究所预测；

尽管政府工作报告将GDP增速目标设定了6%以上，CPI目标为3%，但市场普遍预期今年GDP增速将达到8%以上，预计今年名义GDP增速或达到双位数以上。根据名义GDP与货币社融增速基本匹配的原则，我们维持今年社融增速在11%左右的预测。通过进一步拆分细项可知：

(1) 2021年央行延续狭义信贷额度管控，预计人民币贷款大体保持在19万亿左右，较去年略减。

(2) 2021年财政赤字率回落至3.2%，国债和地方政府一般债合计净融资规模约3.5万亿（特别国债不纳入公共财政预算，纳入政府性基金预算，2021年已退出使用），地方政府专项债额度假定维持2020年3.65万亿规模，即2021年政府债券净融资规模约7.15万亿元。

(3) 预计 2021 年影子银行将继续出现明显收缩，信托、委托融资规模预计收缩 1 万亿。

(4) 在货币政策维持不松不紧状态下，弱资质信用主体融资环境并不乐观，假定 2021 年信用债净融资规模约 4 万亿元，大体介于 2019-2020 年之间。

基于此，综合考虑 2021 年不良贷款核销力度依然较大以及社融其他子项情况，**预计 2021 年新增社融规模有望维持在 32 万亿左右，增速为 11% 左右，较 2020 年回落约 2 个百分点左右，对应广义货币 M2 增速在 9.5%-10% 之间，基本符合名义 GDP 与货币社融增速基本匹配的原则，同时实现稳杠杆效果。**

2、结构：强化定向支持力度，科创、绿色、普惠小微是今年信贷三大重点支持领域

从政府工作报告对于货币政策的表述来看，总体基调仍是“灵活精准、合理适度”，这与 2020 年中央工作会议和 2020 年四季度货币政策执行报告的提法完全一致。

但与往年相比，政府工作报告进一步强化了定向支持力度，提出“引导银行扩大信用贷款、持续增加首贷户，推广随借随还贷款，使资金更多流向科技创新、绿色发展，更多流向小微企业、个体工商户、新型农业经营主体”。这也为银行今年信贷布局的重点支持领域指明了方向：

一是科技创新将成为信贷资金重点布局领域。2021 年制造业领域信贷增速将继续维持在 10% 以上，信贷投放将重点布局国家重大科技战略领域，如芯片、量子计算等电子信息产业，并可能将信贷政策执行情况纳入 MPA 考核。

二是绿色金融发展有望进入快车道。我们判断：

(1) 在 2020 年推出的 1.8 万亿再贷款、再贴现定向支持中，3000 亿为抗疫专项资金（后续可能退出），剩余的 1.5 万亿为一般性资金，预计这类资金不会采取“一刀切”式退出，而是部分转向绿色金融领域，甚至不排除加量的可能。

(2) 根据 2020 年四季度货币政策执行报告表述，监管部门将研究绿色资产和棕色资产差异化设置风险权重的可行性，完善对绿色金融领域信贷支持的激励机制。

(3) 随着碳中和目标的提出，信贷业务将进一步加大对低碳产业、绿色产业的支持，气候投融资将日益成为银行绿色金融重要领域。同时，预计 2021 年绿色债券、绿色信贷投放量将加大。

表 1：2020 年银行业金融机构普惠小微企业贷款投放情况

单位：亿元

	一季度	二季度	三季度	四季度
国有大行	37518	42617	47174	48328
股份制银行	22335	23759	25846	27660
城商行	18401	20100	21362	22175
农村金融机构	45470	48659	50645	51782
银行业金融机构合计	125542	137300	147615	152672

资料来源：Wind，银保监会官方网站，光大证券研究所。

三是大行依然扮演普惠小微企业贷款投放的“头雁效应”，预计 2021 年新增普惠小微企业贷款 1.45 万亿。2020 年政府工作报告要求大型银行普惠小微企业贷款余额增速不低于 40%，最后实际增长 54.8%，增量 1.57 万亿，超额完成目标，

但也存在普惠小微信贷违规流向房地产市场的情况。随着经济的逐步复苏，2021年这一要求降至30%以上，预估需要增加贷款1.45万亿，该规模较2020年实际增量减少1200亿，实际增长规模仍然不低，即在对普惠小微企业支持中，大行依然扮演普惠小微企业贷款投放的“头雁效应”。对普惠小微企业支持维持较大强度，主要是考虑到经济恢复基础尚不牢固，居民消费仍受制约，投资增长后劲不足，中小微企业和个体工商户困难较多，稳就业压力较大。

3、定价：优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步下降

今年政府工作报告提出：“优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低，继续引导金融系统向实体经济让利。今年务必做到小微企业融资更便利、综合融资成本稳中有降。”

3.1、存款端以异地存款和互联网存款管控为抓手

对于“优化存款利率监管”，当前主要的抓手为：

一是加强对异地存款管理是2021年的工作重点。央行在2020年四季度货币政策执行报告中已明确提出：“将于2021年第一季度起，将地方法人银行吸收异地存款情况纳入MPA，禁止其通过各种渠道开办异地存款，已发生的存量存款自然到期结清”。

二是加强互联网存款管控。2021年1月，央行、银保监会联合下发《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》，叫停了商业银行通过非自营网络平台开展定期存款和定活两便存款业务，预计2021年对于创新存款的监管可能更多转向对互联网存款的管控，这将对部分地方银行和民营银行吸收存款形成一定压力。

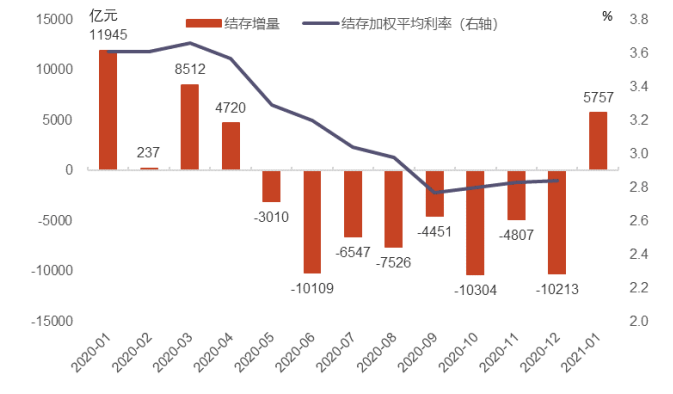
我们认为以上对于异地存款和互联网存款的监管举措，主要是出于规范市场竞争、稳定负债成本、防范金融风险的考虑：

- 第一，互联网存款与异地存款变相突破了属地经营的限制，使一些中小银行实现了实质性的跨区经营。这一业务突破了银行物理网点区域的限制，拓宽了获客渠道，在一定程度上弥补了中小银行渠道网络的不足，但不符合中小银行属地经营的总体原则。
- 第二，中小银行经营互联网存款业务高度依赖网络平台导流，负债端稳定性差，传统的流动性管理指标对于互联网存款的不稳定性评估不足，造成中小银行潜在流动性管理难度加大，风险压力突出，也容易发生流动性风险传染。特别是当互联网存款占比超过总负债一定比例之后，中小银行自身控制流动性风险的能力将被大大削弱。
- 第三，从渠道端看，一些中小银行所推行的异地存款和互联网存款，为了吸引客户，往往提供了较高的利率选择。在互联网平台上比价发售，导致普通金融消费者往往更多关注存款利率高低，而忽视金融主体实际风险大小，容易造成价格恶性竞争，出现非理性定价，甚至变相突破MPA考核约束，推高中小银行的负债整体成本。
- 第四，异地存款和互联网存款的高成本可能形成潜在的风险积累。特别是对于个别中小银行而言，在吸收了高成本的负债之后，缺少有效的资产端运用能力，被迫投资于高风险资产，也造成自身信用风险的积累。

而对于其他负债而言：

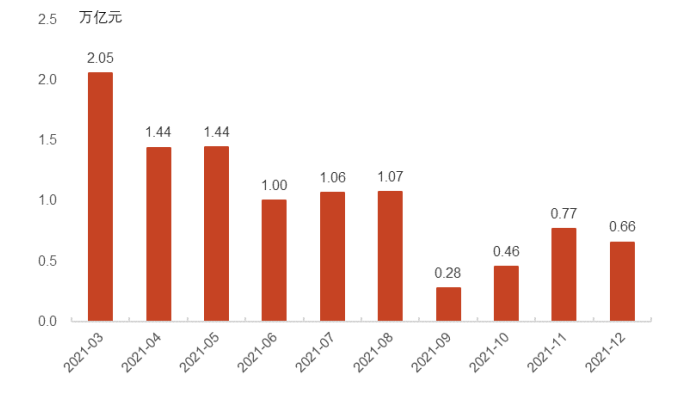
(1) 结构性存款暂不构成负债压力的主要动因，后续需要维持规模大体稳定，防止规模大幅反弹。近年来监管部门针对结构性存款出台了一系列措施，包括将结存保底收益率纳入MPA考核、窗口指导将2020年年末规模压降至2019年年末的2/3，以及明确结构性存款应当分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，记入‘交易性金融资产’科目。在多举措推动下，目前结构性存款加权平均利率维持在3%左右，较为稳定。

图 3：1 月份结构性存款新增 5757 亿，利率维持在 3% 左右



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

图 4：2021 年 3 月份 NCD 到期量超过 2 万亿



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

(2) 创新存款的整改取得较好效果。根据 2020 年四季度货币政策执行报告的表述，近年来监管对于创新存款的整改取得了较好成效，截至 2020 年 12 月末，活期存款靠档计息产品较整改前压降 5.4 万亿，定期存款提支靠档计息产品已压降至 0（整改前高达 15.4 万亿）。

我们认为需要关注的问题在于，在今年信用体系收紧环境下，银行稳存增存压力加大，特别是部分银行可能面临系统性负债压力，对主动负债的吸收力度加大，从而推动 NCD 利率持续上行，吸收更高成本的一般性主动负债（包括协定存款、协议存款、2Y 以上定存或大额 CD 等）。这会推动核心负债成本承压，市场端和一般存款端的利率同步上行可能使得商业银行综合负债成本较 2020 年提升，从而抑制商业银行让利实体经济的能力。基于此我们预估，未来若存款利率上行压力加大，不排除监管部门使用其他手段进行进一步规范监管的可能。

3.2、 贷款端着力推动小微企业综合融资成本稳中有降

今年政府工作报告强调“推动实际贷款利率进一步降低，继续引导金融系统向实体经济让利。今年务必做到小微企业融资更便利、综合融资成本稳中有降”。而郭树清主席近期在国新办发布会上提出，“今年整个市场利率在回升，估计贷款利率也会有回升”。事实上，这两者并不矛盾，可以从以下方面理解：

(1) 今年名义贷款利率会小幅回升，对公贷款利率走高，但普惠小微贷款利率平稳。经济基本面复苏、市场利率上行、信贷供需矛盾以及贷款利率固有的阻尼系数等因素，决定了今年名义贷款利率将呈现缓慢爬坡态势，MPA 对一般贷款利率波动的容忍度会有所放松。从今年年初以来的运行情况看，对公贷款利率已经展现出向上的拐点，但零售端贷款利率相对稳定。如果一般贷款利率不出现大幅度提升，则针对普惠小微企业的贷款利率主要是以个人经营性贷款进行反映，则能够维持稳定状态。从而达到普惠小微企业贷款利率不上行。

(2) **监管旨在降低实际贷款利率。**政府工作报告要求推动实际贷款利率进一步降低，应更多归结于促进信贷利率和费用公开透明，严格规范金融机构收费，督促中介机构减费让利，通过直达实体经济的货币政策工具降低实体经济综合融资成本。

基于此，从银行角度看，在市场供需力量的作用下，今年存贷款两端的名义利率水平均有上行动力。贷款定价的区域分化存在加剧的可能，表现为长三角地区、粤港澳大湾区等发达地区在疫情过后经济恢复景气度较高，实体经济融资需求较为旺盛，贷款定价上行幅度更大。反之，对经营仍不稳定的小微企业的信贷仍然维持较强的价格扶持举措。

4、改革：完善金融风险处置工作，压实各方责任

在金融改革和防风险方面，政府工作报告提出三点内容，即：

- (1) 继续多渠道补充中小银行资本、强化公司治理。
- (2) 推进政策性银行分类分账改革。

(3) 完善金融风险处置工作机制，压实各方责任，坚决守住不发生系统性风险的底线，金融机构要坚守服务实体经济的本分。

其中，对于防风险的表述，2019年和2020年的政府工作报告分别强调“稳妥处理地方政府债务风险”以及“加强重大风险防控”，而2021年则强调“完善金融风险处置工作机制，压实各方责任”。

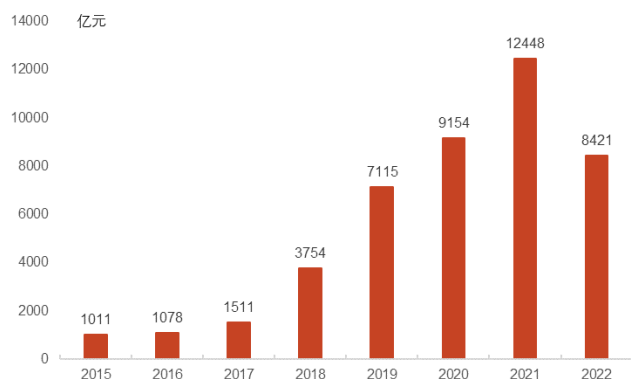
对于这一提法，前期监管政策中已有体现。例如，2020年三季度货币政策执行报告强调“健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系”，2021年银保监会工作会议强调“加快推动高风险机构处置，完善重大案件风险和重大风险事件处置机制。”

我们认为，尽管三大攻坚战目标如期完成，但2020年11月地方性国企信用违约事件的发生，使得监管部门对于金融风险的防控要求更高，需要从制度层面健全相应机制。其中，风险的预防与预警的主要机制，包括全覆盖的压力测试、支持中小银行多渠道补充资本和完善公司治理，加大不良贷款损失准备计提力度及核销处置力度。风险处置则遵循“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的总体原则，根据高风险机构具体风险情况，精准处置个案风险。对于风险问责，主要是压实三方责任，即“金融机构主体责任、地方政府属地责任、金融监管部门监管责任”。因此，从监管的角度看，未来将更加关注风险预警体系建设、风险传染机制阻断、风险处置体系健全。

对于下一阶段金融风险问题，我们认为需要重点关注三个领域：

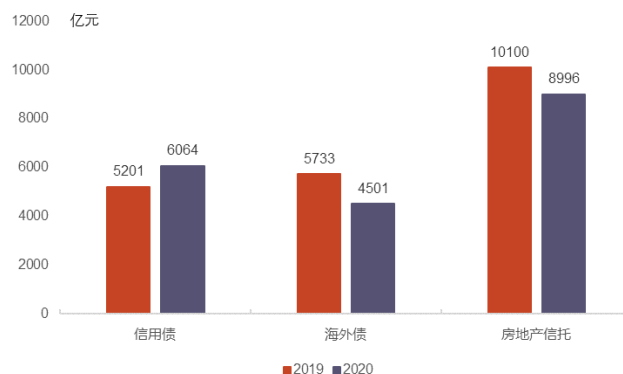
一是弱资质房企融资渠道收窄，现金流压力加大，特别是2020年11月信用违约事件出现后，信用分层加剧，弱资质信用主体发债难度加大，风险定价面临重塑，在“三道红线”约束下，民企地产后续面临较大去杠杆压力，现金流压力进一步加剧，不排除部分弱资质房企因现金流压力加大和融资渠道收窄而出现较为严重的信用违约风险。

图 5：2021 年房地产企业债务到期规模较大



资料来源：Wind；光大证券研究所；统计截止时间为 2020 年 12 月 31 日

图 6：近两年房企通过信托融资渠道规模较大

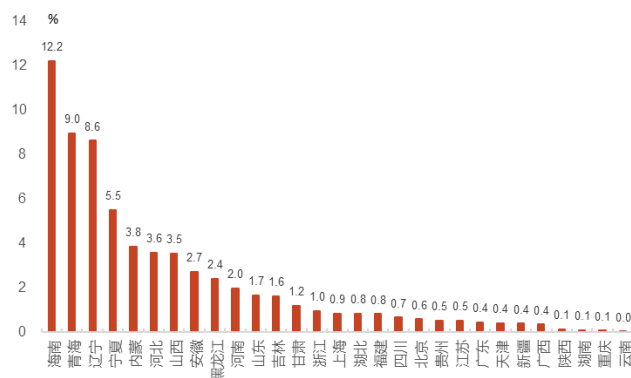


资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2019 年和 2020 年

二是区域性信用风险分化加剧，表现为以苏浙沪为代表的地区疫情后经济复苏景气度较高，已成为信贷资源集中高地。而东北、环京、内蒙等景气度经济复苏相对乏力，债券违约率较高，市场对于相关地区风险偏好下降和信用分层加剧，或将造成企业融资渠道的进一步收窄，金融资源配置力度也会受到一定压缩。

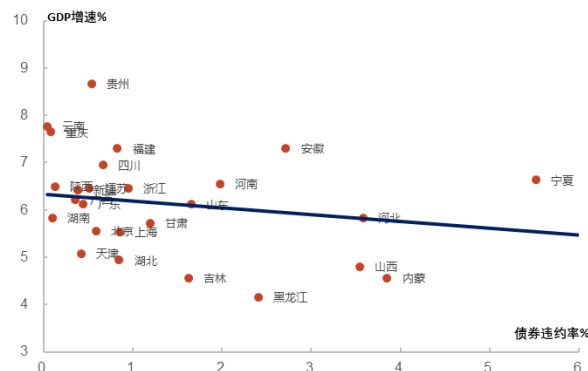
三是产能过剩行业面临一定流动性风险。近年来，实体经济资产负债表趋于恶化，上游部分产能过剩行业如采掘、钢铁、化工、有色等虽然资产负债率有所下降，但短债比例明显高于其他行业，现金短债比偏低，反应出其面临的流动性风险较大。

图 7：信用债违约率较高地区主要分布在西部和东北地区



资料来源：Wind、光大证券研究所；数据时间：2020 年 12 月 31 日

图 8：信用债违约率与区域经济增长存在一定负相关性

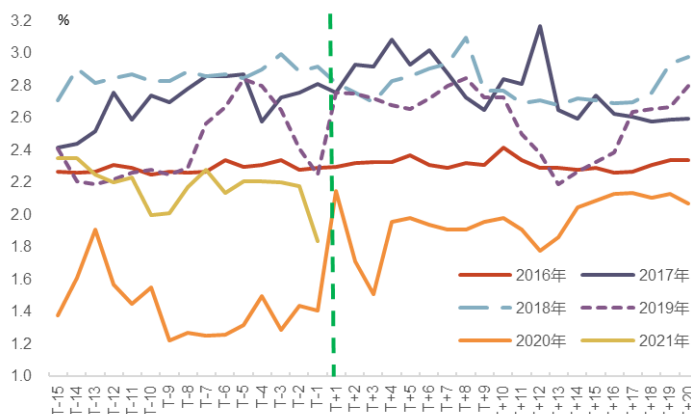


资料来源：Wind、光大证券研究所；数据时间：2019 年

5、两会后流动性与债券市场该如何演绎？

政府工作报告对于货币政策的表述，基本延续了 2020 年中央经济工作会议和 2020 年四季度货币政策执行报告的表述，即“保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”，并强调“处理好恢复经济与防范风险的关系”，即 2021 年两会前后货币政策总基调保持了较强的延续性。

图 9：近 5 年来两会前后 DR007 运行走势



资料来源：Wind、光大证券研究所；数据时间：2016-2021 年两会前 T-15 和两会后 T+20 个工作日

从 2016-2020 两会前后 DR007 运行走势来看：

- (1) 2017 年和 2020 年两会后资金利率中枢均有明显抬升趋势，但前者是由于当时处于“强监管、紧货币环境”，后者两会时点落在 5 月份，与货币政策逐步回归正常化有关。
- (2) 2016 年、2018 年和 2019 年两会前后，资金利率大体维持稳定，并未出现趋势性变化。

表 2：2016-2021 年两会前后货币金融环境情况对比

两会召开时间	T-15		T+20		春节至两会间降准或降息	《政府工作报告》对于货币政策的表述	
	DR007 均值 (%)	央行净投放 (亿元)	DR007 均值 (%)	央行净投放 (亿元)			
2016年	3.3-3.15	2.29	-4920	2.32	3855	降准0.5%	稳健的货币政策要灵活适度。 今年广义货币M2预期增长13%左右，社会融资规模余额增长13%左右。要统筹运用公开市场操作、利率、准备金率、再贷款等各类货币政策工具，保持流动性合理充裕，疏通传导机制，降低融资成本，加强对实体经济特别是小微企业、“三农”等支持。
2017年	3.3-3.15	2.69	-865	2.79	-2440		货币政策要保持稳健中性。 今年广义货币M2和社会融资规模余额预期增长均为12%左右。要综合运用货币政策工具，维护流动性基本稳定，合理引导市场利率水平，疏通传导机制，促进金融资源更多流向实体经济，特别是支持“三农”和小微企业。坚持汇率市场化改革方向，保持人民币在全球货币体系中的稳定地位。
2018年	3.3-3.20	2.87	7495	2.80	-4600		稳健的货币政策保持中性，要松紧适度。 管好货币供给总闸门，保持广义货币M2、信贷和社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定，提高直接融资特别是股权融资比重。疏通货币政策传导渠道，用好差别化准备金、差异化信贷等政策，引导资金更多投向小微企业、“三农”和贫困地区，更好服务实体经济。
2019年	3.3-3.15	2.42	-8530	2.61	-3270		稳健的货币政策要松紧适度。 广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要。在实际执行中，既要把握好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，又要灵活运用多种货币政策工具，疏通货币政策传导渠道，保持流动性合理充裕，有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题，防范化解金融风险。深化利率市场化改革，降低实际利率水平。完善汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2020年	5.21-5.28	1.43	-1000	1.96	-1300	降准0.5%	稳健的货币政策要更加灵活适度。 综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。
2021年	3.4-3.15	2.17	-4,800				稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。 把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系。货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低，继续引导金融系统向实体经济让利。今年务必做到小微企业融资更便利、综合融资成本稳中有降。

资料来源：Wind，2016-2021 年政府工作报告，光大证券研究所整理。

从 2021 年的情况看，资金利率在两会前 T-15 个交易日略有下行，但并未形成趋势性变化，3 月份初的下行一定程度上有跨月因素影响。而从影响超储率的因

素看,3月份并非流动性扰动季节,预计外汇占款将延续月度100-200亿的增幅,政府存款下降4000-6000亿,月末财政支出对资金面形成利好,货币发行、缴准都不会对超储形成过大扰动。在此情况下,央行货币投放仍将较为克制,OMO采取小幅滴灌策略,MLF到期1000亿也将大概率等量续作。

综合历史上两会前后资金利率走势,以及影响3月份超储的因素来看,3月份市场流动性环境较好,预计超储率会小幅回升至1.2-1.4%左右的水平,DR007将继续围绕7天OMO利率震荡运行。

对于债券市场而言,从供给端看,2021年政府债券净融资较2020年下降,供给压力边际减弱。根据政府工作报告披露的信息:

(1) 2021年财政赤字率拟安排3.2%,若按照今年GDP增速8%测算,国债和地方政府一般债合计净融资规模约3.5万亿(特别国债不纳入公共财政预算,纳入政府性基金预算,2021年已退出使用)。

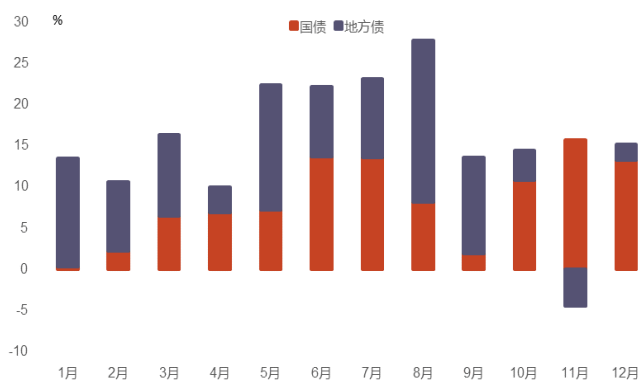
(2) 若按照去年中央与地方预算赤字的比例分配,预计国债净融资额度为2.6万亿,地方一般债净融资额度为0.9万亿。

(3) 地方政府专项债额度为3.65万亿。

综合来看,预计2021年政府债券净融资额度约7.15万亿,较2020年下降约1.4万亿。我们可以根据2018-2020年国债与地方债每月发行节奏,以此为基础并结合2021年的额度,来大致推演出每月政府债券的净融资规模。

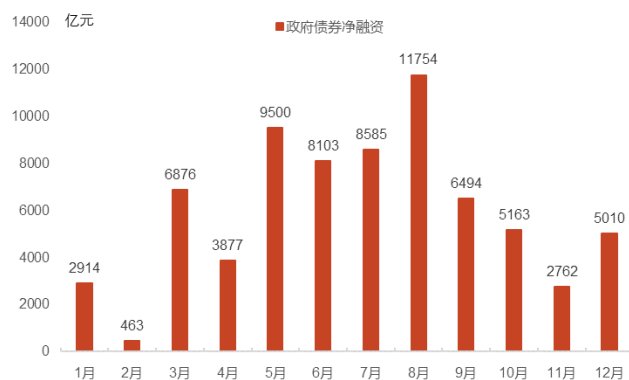
从测算结果看:由于2021年地方政府专项债的发行并未提前,1-2月份净融资规模偏低,导致后续供给压力依然存在,高峰期为3-8月份,但整体供给规模低于2020年同期水平。

图 10: 2018-2020 年国债与地方债单月净融资占比情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2018-2020 年

图 11: 2021 年政府债券单月净融资情况预测情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年

现阶段基本面对债市并不友好,上半年通胀将对债市形成压制,但考虑到中美利差仍维持在200bp,且我国国债收益率自2020年4月份开始率先对货币政策正常化和基本面复苏作出了反应,收益率持续上行,债市风险已得到一定程度缓释。因此,美国国债收益率上行可能会对我国债市造成一定扰动,但这种扰动并不构成硬约束,我国债市运行主要取决于基本面和政策面。

综合来看,两会过后,随着地方政府专项债发行的启动,叠加4-5月份通胀高点,届时债市将有所承压,并可能阶段性突破3.3%点位,需要观察1-2月份合计的经济数据是否会出现超预期。对于配置盘而言,长端利率类债券跌出来即是机会,当前债市安全边际依然较高,轻仓机构可逐步布局,逢高配置。

6、风险分析

通胀压力超预期，货币政策持续收紧。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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

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
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------