

行业研究

银行负债端成本压力渐显 一季报前国有大行或存相对收益

——银行业周报（2021.3.15-3.21）

要点

银行板块表现及资金动向：A股方面，本周银行指数小幅冲高后震荡下行，周五受市场情绪影响单日内下跌3.1%，回吐周内全部涨幅，全周下跌2.27%，沪深300指数下跌2.71%，银行指数跑赢0.43pct。**个股表现上**，除重庆银行、长沙银行、厦门银行、成都银行等个别城商行外，其他银行均出现不同程度回调；**估值水平上**，A股银行整体PB为0.78倍（较上周-1.85%）；其中，城商行0.96倍（较上周-1.39%）、股份行0.93倍（较上周-2.84%）、农商行0.75倍（较上周-1.06%）、国有行0.70倍（较上周-1.42%）。**H股方面**，港股银行板块整体上涨0.38%，恒生国企指数上涨0.99%，银行指数跑赢0.61pct。**北向资金**持仓银行股市值较上周减少61.78亿元，持仓A股银行比例减少0.12pct至8.00%。

银行经营的顺周期性仍在强化，但我们也提醒关注银行负债成本上升压力。结合近期对部分区域城农商行调研来看，**银行亲周期进一步显现，基本面向好是共识**，特别是江浙沪等优质地区中小银行需求端非常旺盛，不良生成压力边际改善。**但我们也关注到**，随着货币政策回归正常化，货币供给“总闸门”偏紧，信用增速边际收敛，结构性流动性紧缩格局不改，银行存款增长仍存在压力点。叠加春节效应消退、股债跷跷板效应变化、银行体系低成本核心负债能否保持良好增长需要高度关注。**高成本负债的增加，可能是使银行经营绩效出现分化的重要因素。**

招行发布2020年度报告，并宣布收购台州银行、招联消费金融部分股权等事项。招行2020年营收及归母净利润增速分别为7.7%、4.8%，不良率同比下降9BP至1.07%。业绩发布当日，公司宣布将从平安信托和平安人寿保险收购台州银行14.86%股权（收购后招行持股24.86%）、收购招联消费金融25.85%的股权（收购后招行持股50%）、招银理财引入摩根资管作为战投（引入战投后，招行持股90%，摩根资管持股10%），**零售板块布局进一步升级，大财富管理将是招行在低利率时代打造差异化竞争优势的战略支点**，未来估值空间有望持续提升。

投资策略及重点公司：我们继续建议关注三条投资主线，但站在当前时点，我们认为一季报财报前大型银行或呈现出相对收益，理由如下：

- 1) 3月份流动性并无大碍，但4月份流动性未必乐观，资金面“易紧难松”，要关注利率上行导致的上市银行一季度净其他非息收入（即非手续费部分）的负贡献强度，尤其是和去年同期相比；
- 2) 2月份以来银行体系负债端成本压力渐显，春节之后稳存增存难度并没有明显消退，存贷比有上行压力，银行司库存在流动性管理压力，LCR等流动性管理指标承压。银行体系的NCD、同业存款和高成本一般负债均出现不同程度的增量。资金面相对紧张的银行对于NCD融资需求较大。我们预计，后续NCD价格整体“易上难下”，进入二季度，在通胀压力下，若NCD价格持续冲高，需要关注存款基础较好的国有大行相对收益。虽然我们认为负债端成本上行不太会超预期，但历史上在负债端成本上行周期，国有大行股价跑赢中小银行业；
- 3) 由于1~2月份信贷增量明显超出去年同期水平，再叠加去年3月份疫情时期的信贷高增长基数。我们推测今年3月份信贷增长控量明显。且后续随着工业企业生产进一步回暖，PPI推动的通胀压力上行，4月份预计政策定力更强。当前市场对部分中小银行配置力量较大，股价已有所体现。4月末银行集中发布2021年一季报，届时部分中小银行收入端能否兑现预期可能是一个扰动因素。

基于此，在下一阶段，我们重点推荐负债端具有比较优势的建行、邮储、工行，并同步看好H股大型银行，认为大型银行在一季报前存在更好的相对收益。

风险提示：如果宏观经济修复不及预期，可能影响银行板块的顺周期表现。

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

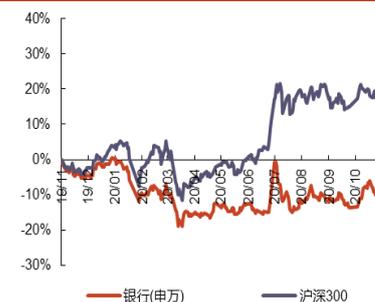
执业证书编号：S0930519050002
010-57378038

wangyf@ebscn.com

联系人：董文欣

010-57378035
dongwx@ebscn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

信贷增长维持高景气度，银行股行情出现扩散迹象——银行业周报（2021.2.15-2.21）

经济复苏持续利好银行基本面，关注估值收敛的力量——银行业周报（2021.2.22-2.28）

银行股延续顺周期逻辑 政府工作报告引领发展方向——银行业周报（2021.3.1-3.7）

2月金融数据超预期，银行板块景气度维持强势——银行业周报（2021.3.8-3.14）

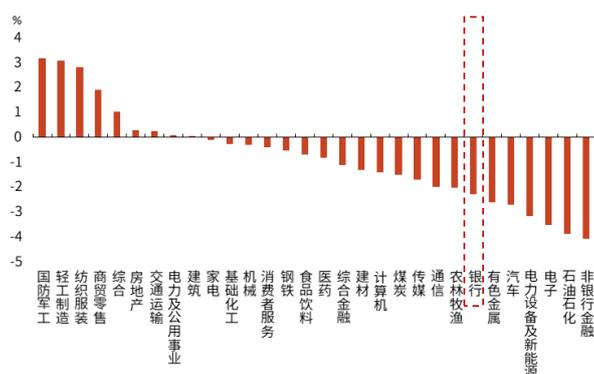
1、行情走势与板块估值

1.1、一周市场回顾

A 股：银行板块本周下跌 2.27%，沪深 300 指数下跌 2.71%，银行指数跑赢沪深 300 指数 0.43pct。**分行业来看**，国防军工 (+3.18%)、轻工制造 (+3.07%)、纺织服装 (+2.82%) 等板块领涨，银行板块排名第 24/30，板块表现处于靠后水平。**个股表现上**，涨幅前五的分别是：重庆银行 (+4.77%)、长沙银行 (+1.78%)、厦门银行 (+0.75%)、成都银行 (+0.34%) 和紫金银行 (+0.00%)。

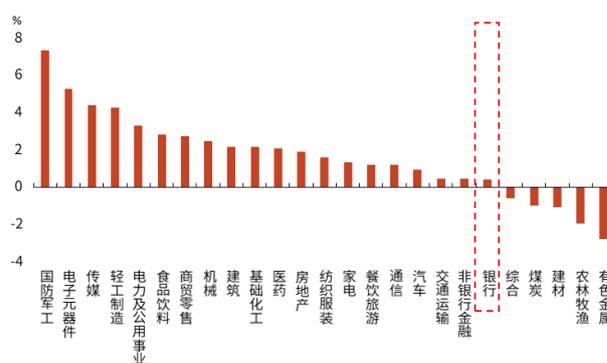
H 股：银行板块本周上涨 0.38%，恒生国企指数上涨 0.99%，银行指数跑输恒生国企指数 0.61pct。**分行业来看**，国防军工 (+7.29%)、电子元器件 (+5.25%)、传媒 (+4.39%) 等板块领涨，银行板块排名第 20/29，板块表现处于中等靠后水平。**个股表现上**，涨幅前五的分别是：汇丰控股 (+2.30%)、渣打集团 (+2.19%)、徽商银行 (+1.55%)、民生银行 (+1.47%) 和重庆银行 (+1.35%)。

图 1：A 股银行板块与各主要行业本周涨跌幅对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：H 股银行板块与各主要行业本周涨跌幅对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

表 1：A、H 股银行本周涨幅前十名

排序	A 股上市银行	本周涨幅	H 股上市银行	本周涨幅
1	重庆银行	4.8%	汇丰控股	2.3%
2	长沙银行	1.8%	渣打集团	2.2%
3	厦门银行	0.7%	徽商银行	1.6%
4	成都银行	0.3%	民生银行	1.5%
5	紫金银行	0.0%	重庆银行	1.4%
6	西安银行	-0.2%	重庆农村商业银行	1.1%
7	青岛银行	-0.2%	浙商银行	1.1%
8	渝农商行	-0.2%	中国银行	1.1%
9	张家港行	-0.3%	建设银行	0.9%
10	江苏银行	-0.5%	农业银行	0.6%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

1.2、板块估值

截至 2021 年 3 月 12 日，A 股银行板块整体 PB 为 0.78 倍（较上周-1.85%）、H 股银行板块整体 PB 为 0.59 倍（较上周-0.67%）。结合 PB 估值的历史情况来看，当前 A 股银行板块和 H 股银行板块整体 PB 均低于各自的五年均值。

分银行类型来看，A股银行PB估值由高到低依次为：城商行 0.96 倍（较上周-1.39%）、股份行 0.93 倍（较上周-2.84%）、农商行 0.75 倍（较上周-1.06%）、国有行 0.70 倍（较上周-1.42%）。

图 3：A 股银行板块 PB 走势



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2021 年 3 月 19 日

图 4：H 股银行板块 PB 走势



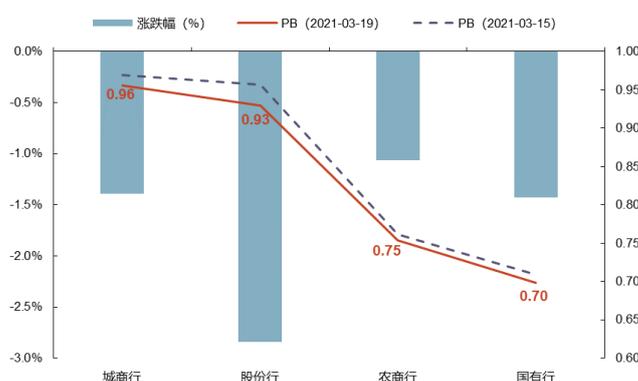
资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2021 年 3 月 19 日

图 5：A 股各类银行 PB 走势



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2021 年 3 月 19 日

图 6：A 股各类银行 PB 周度变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：A/H 上市银行折溢价情况

上市银行 银行名称	价格表现				AH折溢价		
	A股收盘价 (元)	A股本周涨跌	H股收盘价 (港元)	H股本周涨跌	A/H溢价 (当前)	A/H溢价 (2021年初)	A/H溢价 (2021较年初)
工商银行	5.36	-1.5%	5.40	-1.5%	18.4%	17.9%	0.5%
建设银行	7.21	-1.6%	6.46	0.9%	33.1%	26.7%	6.5%
农业银行	3.34	-1.2%	3.15	0.6%	26.5%	31.4%	-4.9%
中国银行	3.25	-1.2%	2.88	1.1%	34.6%	42.6%	-8.0%
邮储银行	5.84	-1.7%	5.90	-1.3%	18.1%	29.7%	-11.6%
交通银行	4.63	-1.1%	4.57	0.0%	20.9%	29.8%	-9.0%
招商银行	51.76	-2.9%	60.65	-3.3%	1.8%	6.6%	-4.8%
光大银行	4.08	-3.5%	3.42	0.0%	42.3%	60.7%	-18.4%
中信银行	5.29	-0.8%	3.83	0.5%	64.8%	84.5%	-19.8%
民生银行	5.13	-2.5%	4.84	1.5%	26.4%	39.8%	-13.3%
浙商银行	4.14	-1.7%	3.73	1.1%	32.4%	27.9%	4.5%
郑州银行	3.82	-1.5%	2.07	-0.5%	120.1%	165.0%	-44.8%
青岛银行	5.13	-0.2%	4.30	0.2%	42.3%	58.3%	-16.0%
重庆银行	11.86	4.8%	5.25	1.4%	169.5%	-	-

资料来源：Wind，光大证券研究所；收盘价为 2021 年 3 月 19 日

图 8: 上市银行个股行情表现 (A 股)

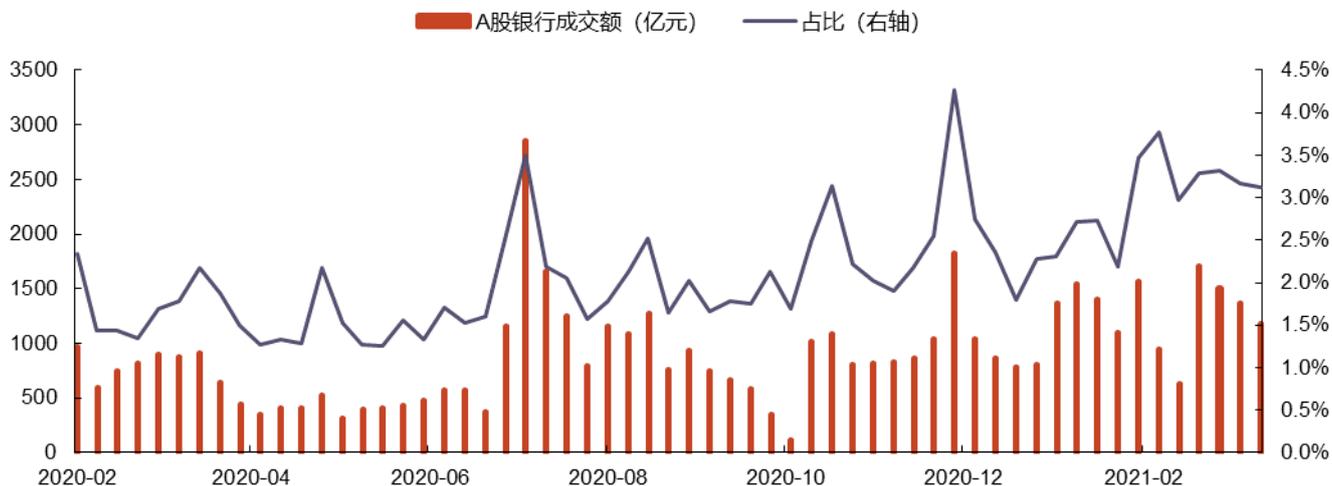
银行名称	最新收盘价 2021/3/19	价格表现				估值水平			
		过去1周变动 (%)	过去1个月变动 (%)	过去3个月变动 (%)	年初以来变动 (%)	市净率 (P/B)		市盈率 (P/E)	
						2020	2021E	2020	2021E
中国银行	3.25	-1.2%	1.6%	2.2%	2.2%	0.56	0.47	5.51	5.12
农业银行	3.34	-1.2%	4.0%	5.4%	6.4%	0.64	0.67	5.94	5.57
工商银行	5.36	-1.5%	2.1%	7.2%	7.4%	0.74	0.66	6.61	6.17
建设银行	7.21	-1.6%	0.7%	12.5%	14.8%	0.82	0.76	7.29	6.58
交通银行	4.63	-1.1%	2.2%	2.7%	3.3%	0.48	0.43	4.92	4.63
邮储银行	5.84	-1.7%	-5.5%	20.9%	22.2%	0.96	0.86	8.54	7.82
光大银行	4.08	-3.5%	-1.7%	2.3%	2.3%	0.66	0.58	5.83	5.48
平安银行	20.47	-4.7%	-14.1%	11.5%	5.8%	1.35	1.20	13.73	12.20
浦发银行	10.65	-2.3%	-0.4%	9.1%	10.0%	0.61	0.55	5.36	5.22
兴业银行	23.22	-2.9%	-12.8%	13.5%	11.3%	0.91	0.82	7.24	6.73
招商银行	51.76	-2.9%	-5.1%	20.1%	17.8%	1.80	1.81	13.41	12.30
中信银行	5.29	-0.8%	0.4%	3.7%	3.5%	0.57	0.50	5.29	5.16
浙商银行	4.14	-1.7%	2.5%	2.5%	1.5%	0.78	0.66	7.44	5.75
华夏银行	6.50	-1.1%	2.8%	4.3%	4.0%	0.45	0.41	4.70	4.70
民生银行	5.13	-2.5%	-0.6%	-1.3%	-1.3%	0.49	0.42	4.92	4.83
宁波银行	39.06	-2.4%	-8.2%	13.2%	10.5%	2.26	1.98	15.59	13.57
郑州银行	3.82	-1.5%	0.0%	1.9%	-14.3%	0.76	-	9.61	-
青岛银行	5.13	-0.2%	-3.6%	-8.7%	-13.5%	1.03	0.90	9.66	8.81
苏州银行	7.86	-1.9%	-0.6%	2.6%	2.3%	0.88	0.80	10.19	9.36
杭州银行	16.95	-1.4%	-3.0%	18.4%	13.6%	1.24	1.46	14.07	12.26
南京银行	9.77	-2.8%	10.8%	22.6%	20.9%	1.04	0.95	7.73	6.98
江苏银行	6.37	-0.5%	12.1%	14.2%	16.7%	0.71	0.64	6.24	5.20
西安银行	5.24	-0.2%	0.2%	-2.4%	-5.8%	0.91	0.83	8.45	7.40
厦门银行	9.45	0.7%	-4.1%	-24.2%	-28.4%	1.29	1.26	13.68	12.20
长沙银行	10.89	1.8%	4.5%	17.0%	14.4%	0.97	0.85	6.98	6.35
上海银行	8.52	-0.9%	0.1%	9.1%	8.7%	0.71	0.64	5.80	5.34
北京银行	4.81	-1.4%	0.6%	-0.2%	-0.6%	0.52	0.46	5.10	4.83
成都银行	11.65	0.3%	12.2%	11.0%	9.2%	1.05	0.93	6.98	6.25
贵阳银行	8.26	-2.5%	2.2%	4.6%	3.9%	0.73	0.63	4.62	4.15
重庆银行	11.86	4.8%	-	-	-	1.06	0.95	9.41	8.73
无锡银行	6.55	-2.8%	-8.8%	13.7%	7.7%	1.06	0.91	9.23	8.34
苏农银行	4.85	-0.6%	2.1%	-0.6%	-2.2%	0.72	0.66	9.15	8.27
青农商行	4.48	-1.1%	-1.8%	-16.9%	-12.0%	0.86	0.85	8.41	7.50
张家港行	5.71	-0.3%	0.2%	-5.0%	-6.4%	0.98	0.87	10.31	9.23
江阴银行	4.25	-2.7%	4.4%	2.9%	-0.7%	0.81	0.72	8.73	8.10
渝农商行	4.33	-0.2%	4.8%	-3.6%	-3.8%	0.53	0.48	5.52	5.23
紫金银行	3.88	0.0%	1.3%	-5.6%	-7.8%	0.96	0.90	9.85	9.07
常熟银行	7.90	-2.3%	9.9%	11.6%	7.0%	1.21	1.09	12.01	10.53

资料来源: Wind, 光大证券研究所; 2020 及 2021 年 PE/PB 估值来自 Wind 一致性预期

2、资金动向

成交量与成交金额：银行板块本周成交量 133.85 亿股，成交量占全部 A 股的 4.05%，各行业板块中排名 8/30，处于靠前水平；成交金额 1176.39 亿元，成交金额占全部 A 股的 3.13%，各行业板块中排名 11/30，处于中等靠前水平。

图 9：A 股银行板块成交金额与占比



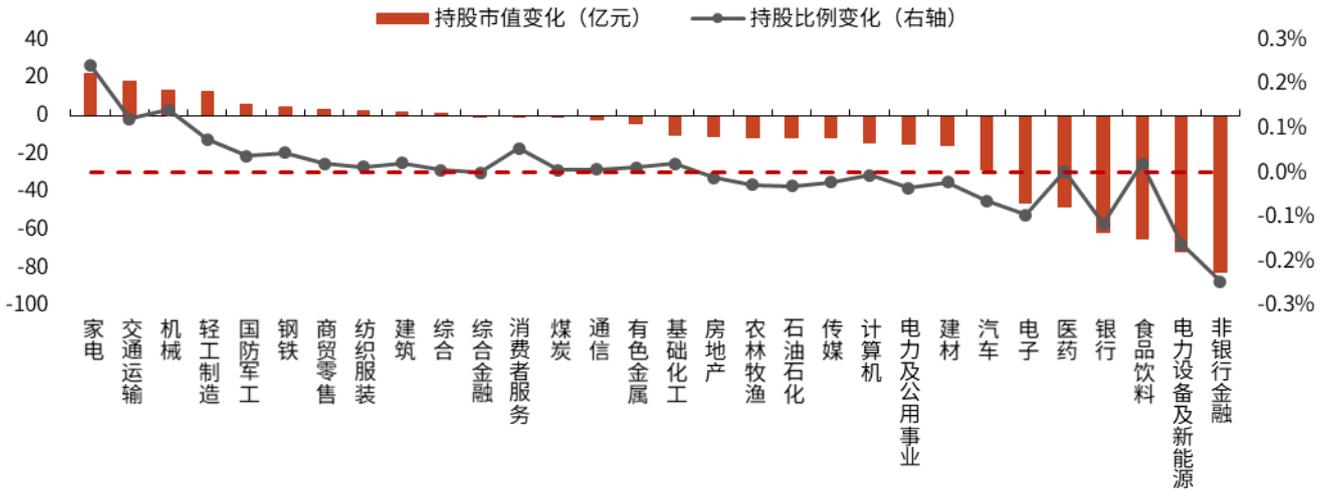
资料来源：Wind，光大证券研究所

北向资金：北向资金本周累计净流入 87.08 亿元（合计买入 2,687.17 亿元，合计卖出 2,600.09 亿元），年初至今累计流入 956.67 亿元。从持仓总市值变化看，增加额居前的行业为家电、交通运输、机械，北向资金持有银行股市值减少 61.78 亿元，各行业板块中排名第 27/30；持仓比例变化上，当前对 A 股银行板块持仓比例为 8.00%，较上周减少 0.12pct。个股方面，增持较多的主要是宁波银行（+5.79 亿元）、成都银行（+2.81 亿元）。

南向资金：南向资金本周累计净流入 40.59 亿元（合计买入 824.22 亿元，合计卖出 786.63 亿元），年初至今累计流入 3,121.51 亿元。从持仓总市值变化看，增加额居前的行业为电子元器件、医药、房地产，南向资金持有银行股市值增加 46.95 亿港元，各行业板块中排名第 8/30；持仓比例变化上，当前对 H 股银行板块持仓比例为 19.59%，较上周减少 0.41pct。个股方面，增持较多的主要是建设银行（+23.17 亿元）、工商银行（+3.95 亿元）。

ETF 基金：当前国内共有 7 支银行 ETF 产品，分别为天弘中证银行 ETF (515290)、华宝中证银行 ETF (512800)、南方中证银行 ETF (512700)、华夏中证银行 ETF (515020)、汇添富中证银行 ETF (512820)、鹏华中证银行 ETF (512730) 和富国中证银行 ETF (515280)。本周累积净流入 3.76 亿元，净流入额占 ETF 基金存续规模的比重约为 1.77%；基金份额净增加 2.15 亿份，净增加份额占存续份额的比重约为 1.19%。

图 10: 本周北向资金对 A 股各一级行业加仓金额及持仓比例变化



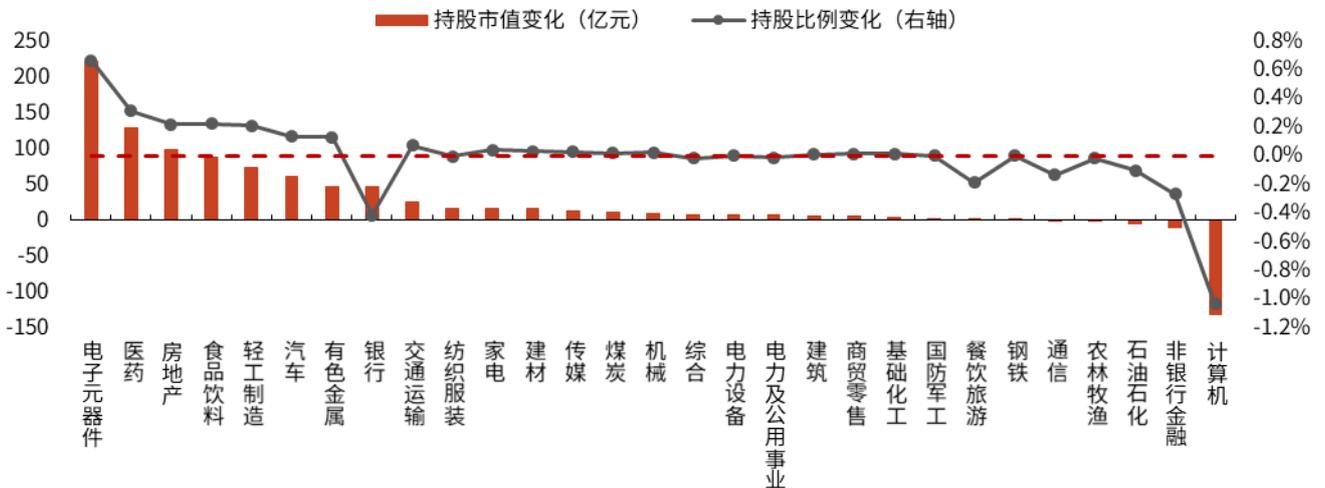
资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 3 沪深港通资金 A 股银行持股本周变化

序号	沪深港通资金每周买入/卖出额前十大银行股				沪深港通资金持仓比例前十大银行股	
	股票简称	净买入额 (亿元)	股票简称	净卖出额 (亿元)	股票简称	持全部 A 股比例
1	宁波银行	5.79	兴业银行	-5.58	平安银行	10.5%
2	成都银行	2.81	招商银行	-5.53	常熟银行	6.1%
3	平安银行	2.58	工商银行	-3.77	招商银行	4.9%
4	长沙银行	2.29	农业银行	-2.02	宁波银行	4.2%
5	江苏银行	1.53	建设银行	-1.51	成都银行	3.6%
6	常熟银行	0.63	交通银行	-1.26	兴业银行	3.1%
7	华夏银行	0.62	浦发银行	-1.21	江苏银行	2.6%
8	渝农商行	0.59	民生银行	-0.83	北京银行	2.5%
9	光大银行	0.36	杭州银行	-0.73	上海银行	2.4%
10	中信银行	0.22	北京银行	-0.49	江阴银行	2.3%

资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 11: 本周南向资金对 H 股各一级行业加仓金额及持仓比例变化



资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 4 港股通资金 H 股银行持股本周变化

序号	沪港深通资金每周买入/卖出额前十大银行股				沪港深通资金持仓比例前十大银行股	
	股票简称	净买入额 (亿元)	股票简称	净卖出额 (亿元)	股票简称	占全部 A 股比例
1	建设银行	23.17	招商银行	-4.83	建设银行	11.1%
2	工商银行	3.95	汇丰控股	-2.11	汇丰控股	9.5%
3	邮储银行	2.28	民生银行	-1.37	工商银行	7.3%
4	中国银行	0.32	中信银行	-0.91	中信银行	5.7%
5	青岛银行	0.00	农业银行	-0.53	重庆农村商业银行	5.5%
6	浙商银行	0.00	中国光大银行	-0.48	郑州银行	4.1%
7	大新银行集团	0.00	重庆农村商业银行	-0.39	重庆银行	3.2%
8			交通银行	-0.39	民生银行	3.0%
9			恒生银行	-0.13	农业银行	2.3%
10			中银香港	-0.12	中国银行	2.2%

资料来源: Wind, 光大证券研究所

3、行业动态及上市银行要闻

■ 中央财经委员会：金融活动要全部纳入金融监管

3月15日，中央财经委员会第九次会议指出，要健全完善规则制度，加快健全平台经济法律法规，及时弥补规则空白和漏洞，加强数据产权制度建设，强化平台企业数据安全责任。要提升兼顾能力和水平，优化监管框架，实现事前、事中、事后全链条监管，充实反垄断监管力量，增强监管权威性，金融活动要全部纳入金融监管。

■ 五部委印发《关于进一步规范大学生互联网消费贷款监督管理工作的通知》

3月17日，银保监会办公厅、中央网信办秘书局、教育部办公厅、公安部办公厅、人民银行办公厅近日联合印发《关于进一步规范大学生互联网消费贷款监督管理工作的通知》，明确小额贷款公司不得向大学生发放互联网消费贷款，未经监管部门批准设立的机构一律不得为大学生提供信贷服务。

■ 招商银行发布 2020 年年度报告，宣布收购台州银行、招联消费金融部分股权

3月19日，招商银行发布 2020 年年度报告。年报显示，公司 2020 年营业收入同比增长 7.7%至 2,904.82 亿元；归母净利润同比增长 4.82%至 973.42 亿元；不良贷款率同比减少 0.09pct 至 1.07%，连续 4 年下降。同时，招行公告称将从平安信托和平安人寿保险收购其持有的台州银行 14.86%股权。收购完成后，招行合计持有台州银行 24.86%股权；招商银行收购招商永隆银行所持招联消费金融 25.85%的股权。收购完成后，招商银行将持有招联消费金融 50%的股权。

■ 中国银行主承销发行国内首单碳中和证券化产品

近日，中国银行作为主承销商为国网国际融资租赁有限公司成功发行国内首单碳中和证券化产品。本项目募集资金将全部用于风电、水电、光伏等可再生能源类项目投放及债务偿还，具有显著的环境和社会效益。

■ 招银理财引入摩根资管作为战略投资者

3月19日，招商银行发布《关于引入战略投资者对招银理财有限责任公司增资的公告》，明确摩根资产管理对招银理财。具体而言，摩根资管出资 26.67 亿元，其中 5.56 亿元计入注册资本，其余纳入资本公积。增资完成后，招行与摩根资管分别持有招引理财 90%和 10%的股权。

4、近期重点报告及核心观点

■ 春江水暖鸭先知，顺周期性在强化——上市中小银行 2021 年一季度经营分析与展望（报告发布日期：2021 年 3 月 17 日）

报告主要观点：

信贷供需两旺，贷款定价有上行压力：一季度银行经营凸显顺周期性，资产端呈现明显“需求拉动”特征。经济持续回暖推动信贷“供需两旺”，2 月份信贷投放规模大超市场预期，同时，行业投向与区域投向呈现明显分化特征。1) **经济复苏背景下，企业端融资需求明显回升。**受访银行多表示年初以来信贷需求旺盛，尤其是对公端恢复较快，一季度投放量相较于去年同期有明显增长，对完成全年信贷投放持有乐观态度，不排除上修全年信贷计划。将重点支持区域内先进制造业、科技创新企业、医药生物等行业，零售贷款需求较去年也有所回升。2) **对公信贷资源进一步向江浙沪等经济发达地区集中，**当前维持较高信用增长与良好资本开支的地区主要集中在长三角、珠三角的部分省市。3) **贷款定价有向上动力，信贷结构呈现边际变化。**多数银行对贷款定价上行压力表示认同，这其中，既有信贷供需两旺导致的银行议价能力提升，也有银行主动进行信贷结构调整，推动整体贷款利率的上行。4) **房地产贷款集中度要求影响具有差异性，住房按揭贷款定价有上行动力。**广义口径下房地产融资增速在下降，但是按揭贷款投放增速较好。由于各家前期房地产投放力度及在总盘子中的占比具有较大差异，相关信贷投放呈现一定的差异性。

负债成本压力渐显，稳存增存是核心。受活期、普通定期等核心负债增长乏力的影响，大额存单、协议存款等低成本负债增长较快，银行负债端成本面临压力。受访机构间有一定分化，多数银行表示负债端成本有上行压力，但也有部分核心负债获取能力较强的银行，负债端成本不升反降。存款获取主要差异在各家所在地区存款增量、市场竞争力等方面，主动负债占比高的银行成本压力较为明显。后续银行将做好稳存增存工作，同时注重加强低成本负债的管控。

息差预计前低后高，全年具有稳定基础。多数银行表示受重定价因素影响，全年息差将呈现承压下降后企稳回升趋势，但也有个别银行 1、2 月份息差与去年三、四季度基本持平，主要与资产负债结构及到期情况有关。同时，由于存量资产结构不同，各行对息差企稳的时点预期有一定差异，多数银行认为将在二季度企稳，也有个别银行表示将在下半年企稳。

不良生成压力缓解，特定领域风险仍需关注。2021 年随着宏观经济回暖，工业企业景气度稳步回升，不良生成压力边际改善。3 月 2 日，郭树清主席在国新办发布会上表示“2021 年将保持不良处置力度不减”，市场对此较为关注。从我们调研情况来看，多数银行不良处置力度将保持大体稳定，但根据各家不良水平、存量包袱、风险形势、拨备厚度等差异，在处置力度边际变化上也有一定差异性。**小微延期还本付息相关贷款资产质量压力有限。**多数银行表示进行了适时的分类和调整，整体影响较为有限。江苏地区由于政府对以科技公司为代表的中小企业给予了较多的支持政策，有效降低了小微贷款风险，叠加银行及时进行了核销出资，小微不良有望呈现稳中向好。**未来需重点关注三大特定领域风险：一是弱资质房企现金流压力加大，二是区域性信用风险分化加剧，三是产能过剩行业面临一定流动性风险。**

■ 美债收益率破 1.6 后怎么看？——流动性周报（2021.3.8-2021.3.14）（报告发布日期：2021 年 3 月 14 日）

报告主要观点：

美债收益率还有多大上行空间？从实际利率看，本轮因疫情后刺激性政策所推动的复苏力度，可能会弱于 2014-2019 年，实际利率不会超过 0.4%，我们更倾向于认为会大概率恢复至疫情前的水平-0.1-0%。**从通胀预期看**，现阶段通胀预期为 2.2-2.3%，但 2008 年至今通胀预期峰值水平基本在 2.5%左右，后续大幅走高的空间并不大。**结合其他因素看**，美联储呈现鸽派态度，近期加大购债规模，且铜金比最近一轮上行幅度为 179bp，若按照 86%的相关系数看，10Y 美债收益率理论上的上行空间应为 154bp。综合来看，**本轮 10Y 美债收益率上行顶点可能在 2%附近，即后续可能仍有约 40bp 的上行空间。**

如何看待美债收益率上行背景下，美元指数的表现？美国和欧洲经济的相对速度，应与美元指数高度相关。**疫情防控方面**，美国和欧洲主要国家每日新增病例均已出现明显拐点，但疫苗接种方面美国优于欧洲。**经济复苏方面**，2020 年下半年以来美国与欧元区服务业 PMI 呈现背离态势，在服务业为主的经济结构下，美国经济复苏势头正在加快，而欧元区经济复苏相对放缓。**政策效果方面**，联储将大量现金发放给居民，能够直接起到刺激消费的作用，市场对美联储 Taper 的预期要强于欧洲。因此，**目前整体是“美强欧弱”格局，美元指数将受到支撑。我们对今年美元指数偏乐观，美元指数下一步可能将进一步上行至 93-95，未来需要看美债收益率破 2%的速度，若节奏相对较快，则会引发美股的进一步调整和避险情绪上升，并将利好美元。**

美债收益率上行对人民币汇率有何影响？（1）短期内我国银行间市场美元供大于求的格局不会改变，但中期看，海外市场供需错配好转，我国出口增长难以延续高增态势。同时，中美第一阶段贸易协议的履约，将加大企业的购汇需求，并逐步消化境内冗余的美元资金，改善美元供求失衡的状态。（2）考虑到后续“美强欧弱”格局，美元指数有进一步走强的动力，人民币兑美元汇率可能会出现小幅贬值趋势。（3）央行的态度也无意于人民币过快升值。综上所述，我们认为，**USD/CNY 在 6.4 左右可能是这一阶段人民币汇率的重要阻力位，短期内，人民币汇率将在 6.4-6.7 区间震荡运行。**

美债收益率上行对国内债券市场有何影响。（1）2020 年下半年我国货币政策在全球经济体中率先回归正常化，使得我国国债收益率较美国先行上行，领先时间约 4-5 个月，目前已持续近 11 个月，债市风险已得到有效缓释。（2）中美利差安全边际较高，美债收益率上行对我国债市的牵扯力量不及此前。（3）随着美债收益率的大幅波动，我国债市的波动幅度要明显更小。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。**综合今年债券供给压力、社融对利率拐点的带动以及中美无风险利率的相关性来看，下半年利率可能会出现一定松动，不排除会向 3%的点位移动。**短期内，随着专项债发行启动，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。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。**

5、投资策略及重点推荐公司

顺周期视角下的银行板块投资大逻辑不变，结合我们近期对部分区域城农商行调研来看，银行亲周期进一步显现，基本面向好是共识，特别是江浙沪等优势地区中小银行需求端非常旺盛，近期其股价表现也相对好于国股行。**我们继续建议关注三条投资主线，但站在当前时点，我们认为一季度财报前大型银行或呈现出相**

对收益，理由如下：

- 3 月份流动性并无大碍，但 4 月份流动性未必乐观，资金面“易紧难松”，要关注利率上行导致的上市银行一季度净其他非息收入（即非手续费部分）的贡献强度，尤其是和去年同期相比（2020 年一季度，国有大行受子公司经营、汇兑损益等因素影响，净其他非息收入有较大幅度的回落，而股份行及城农商行则因受益于利率下行表现相对较好）；
- 2 月份以来银行体系负债端成本压力渐显，春节之后稳存增存难度并没有明显消退，存贷比有上行压力，银行司库存在流动性管理压力，LCR 等流动性管理指标承压。银行体系的 NCD、同业存款和高成本一般负债均出现不同程度的增量。资金面相对紧张的银行对于 NCD 融资需求较大。我们预计，后续 NCD 价格整体“易上难下”，进入二季度，在通胀压力下，若 NCD 价格持续冲高，需要关注存款基础较好的国有大行相对收益。虽然我们认为负债端成本上行不太会超预期，但历史上在负债端成本上行周期（如 2013 年、2017-2018 年），当时国有大行股价跑赢中小银行业；
- 由于 1~2 月份信贷增量明显超出去年同期水平，再叠加去年 3 月份疫情时期的信贷高增长基数。我们推测今年 3 月份信贷增长控量明显。且后续随着工业企业生产进一步回暖，PPI 推动的通胀压力上行，4 月份预计政策定力更强。当前市场对部分中小银行配置力量较大，股价已有所体现。4 月末银行集中发布 2021 年一季报，届时部分中小银行收入端能否兑现预期可能是一个扰动因素。

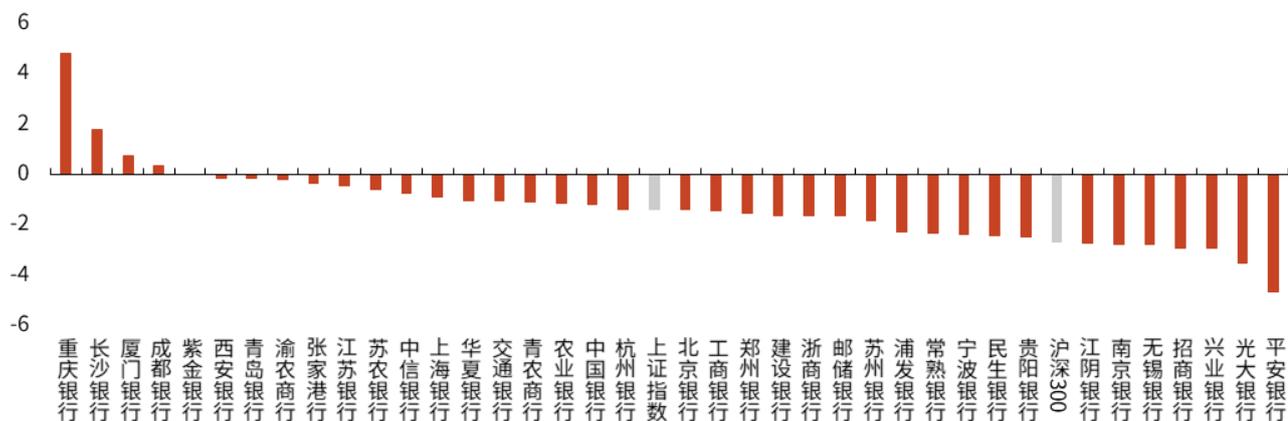
基于此，在下一阶段，我们重点推荐负债端具有比较优势的建行、邮储、工行，并同步看好 H 股大型银行，认为大型银行在一季报前存在更好的相对收益。

6、风险提示

- 1.宏观经济方面：通胀超预期回升；经济增速超预期下行；海外市场波动加大。
- 2.银行经营方面：房地产信贷新规对商业银行资产端摆布的影响，银行理财整改可能对资本充足率及利润的冲击。

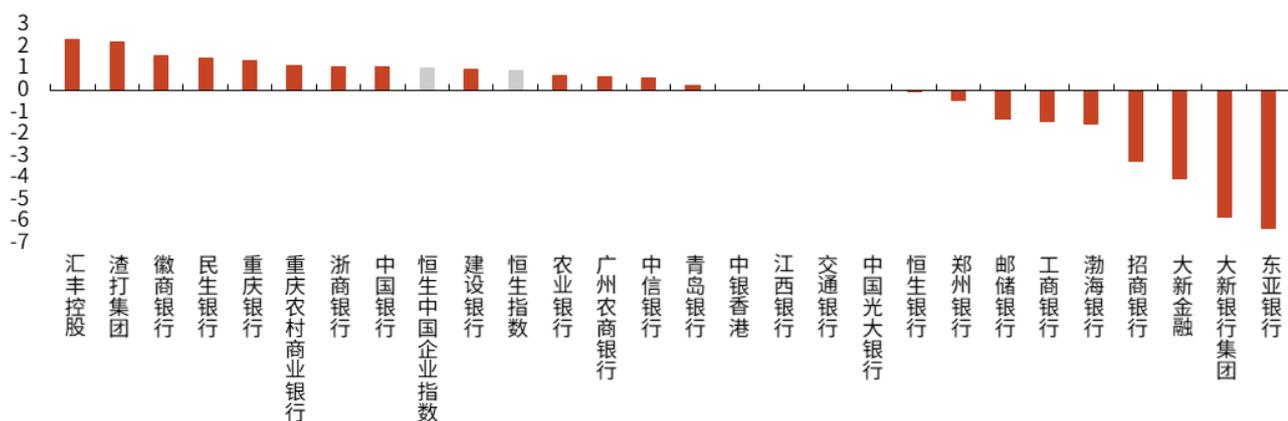
7、附录

图 12: 本周 A 股各银行上市公司涨幅 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 13: 本周 H 股各银行上市公司涨幅 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 14: A 股银行板块 PE 走势



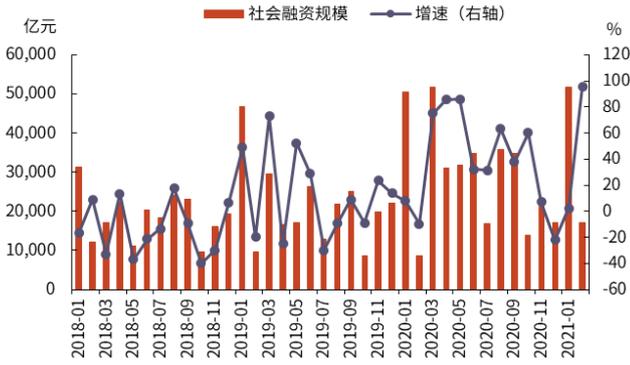
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 15: H 股银行板块 PE 走势



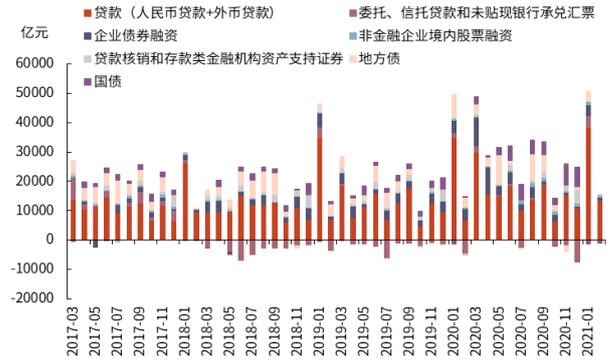
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 16: 新增社融及同比增速



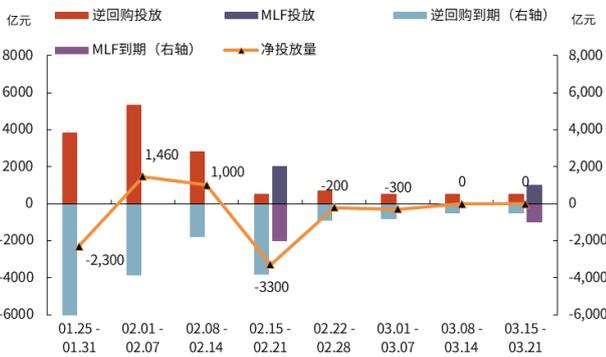
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 17: 新增社融结构



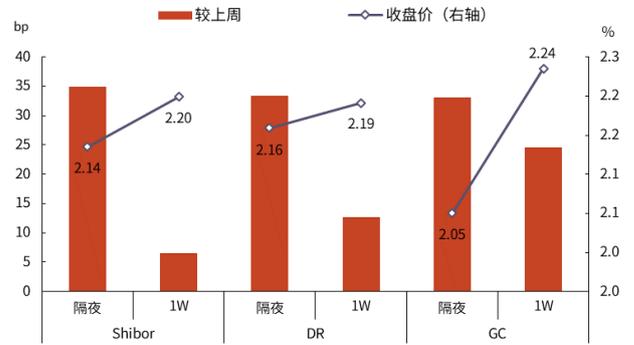
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 18: 央行公开市场操作情况



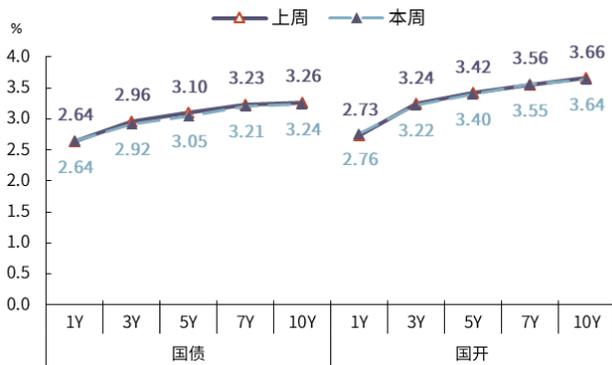
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 19: 银行间与交易所资金利率走势



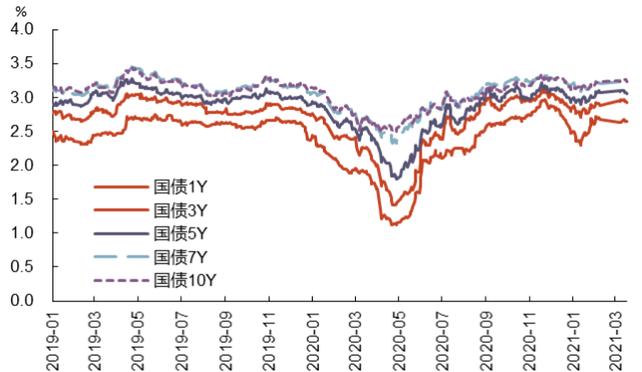
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 20: 债券收益率曲线



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 21: 国债收益率运行情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所

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