

行业研究

上市银行业绩稳中有升，经营贷新规利好“真小微”

——银行业周报（2021.3.22-3.28）

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，全周小幅上涨0.08%，沪深300指数上涨0.62%，银行指数跑输0.54pct。个股表现上，平安银行、南京银行、厦门银行、重庆银行、中信银行等股份行/城商行领涨；估值水平上，A股银行整体PB为0.78倍（较上周+0.31%）；其中，城商行0.96倍（较上周+0.61%）、股份行0.95倍（较上周+2.45%）、农商行0.75倍（较上周-0.76%）、国有行0.69倍（较上周-0.62%）。H股方面，银行板块下跌0.74%，恒生国企指数下跌2.82%，银行指数跑赢2.08pct。北向资金持仓银行股市值较上周增加34.30亿元，持仓A股银行比例减少0.09pct至8.02%。

经营贷资金违规入楼市遭严查，“真普惠”金融支持力度将加大。3月26日，银保监会、住建部、人民银行三部委办公厅联合发布《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》，政策站位高。政策出台主要背景，一是加大普惠小微金融支持与房地产融资宏观审慎管理政策叠加，导致部分信贷资金借道经营性贷款进入房地产市场，引发了监管高度重视；二是我国经济在疫情之后率先复苏，且经济复苏势头强劲，此时进行规范调控对经济冲击小，更能促进“紧信用”环境下资金扶持“真普惠、真小微”，避免资金脱实向虚。《通知》多维度强化监管要求，针对性强、有效性高，我们预计银行体系将根据《通知》制定经营性贷款的操作规范，相关规范的标准将显著高于现阶段执行的银行内部标准，该政策效力将很快显现。《通知》打击增量违规入楼市资金，增加“真普惠、真小微”资金供给，将主要形成两方面影响：1) 预计政策影响主要体现的增量经营贷业务上，对存量影响较为有限；2) 住房按揭定价具有上涨压力，“真普惠”定价或趋于下行。

工行、建行、中信等多家银行发布2020年财报，工行、建行、交行营收及归母净利润同比增速3.2%/1.2%、7.1%/1.6%、5.9%/1.3%，中信、光大、浦发营收及归母净利润同比增速3.8%/2.0%、7.3%/1.3%、3.0%/-1.0%。当前共有3家国有行和5家股份行披露业绩，整体来看，上市银行营收增速稳中有升，在前期拨备计提较多、国内经济回暖背景下，银行四季度拨备计提力度边际放缓，并带动全年盈利同比增速回正。同时，不良认定趋严，虽个体银行表现具有一定差异性，但资产质量整体呈现边际改善，拨备也较为厚实。

投资策略及重点公司：我们继续建议关注顺周期视角下银行股三条投资主线，并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) 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报净其他非息收入（即非手续费部分）相较于去年同期的负贡献强度；
- 2) 当前银行体系负债端成本压力渐显，存贷比有上行压力，银行司库存在流动性管理压力。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；
- 3) 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

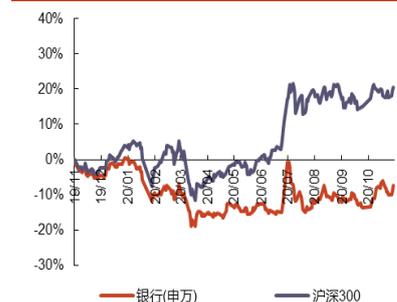
wangyf@ebsecn.com

联系人：董文欣

010-57378035

dongwx@ebsecn.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）

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）

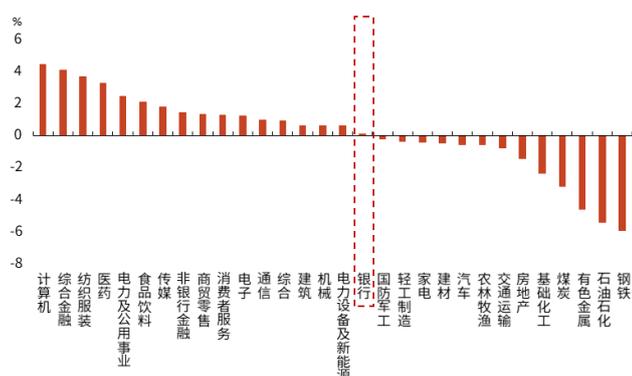
1、行情走势与板块估值

1.1、一周市场回顾

A 股：银行板块本周上涨 0.08%，沪深 300 指数上涨 0.62%，银行指数跑输沪深 300 指数 0.54pct。**分行业来看**，计算机 (+4.43%)、综合金融 (+4.06%)、纺织服装 (+3.69%) 等板块领涨，银行板块排名第 17/30，板块表现处于中等水平。**个股表现上**，涨幅前五的分别是：平安银行 (+3.27%)、南京银行 (+2.66%)、厦门银行 (+2.65%)、重庆银行 (+2.19%) 和中信银行 (+1.89%)。

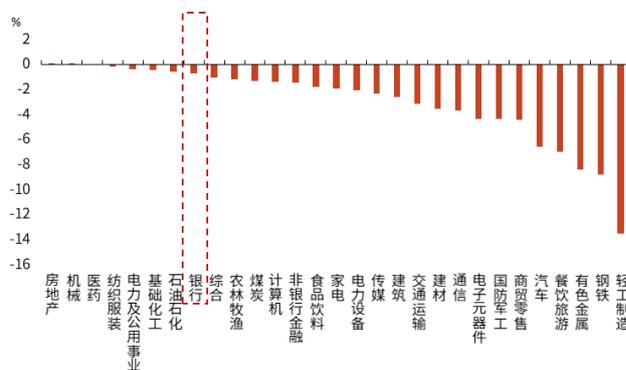
H 股：银行板块本周下跌 0.74%，恒生国企指数下跌 2.82%，银行指数跑赢恒生国企指数 2.08pct。**分行业来看**，房地产 (+0.03%)、机械 (+0.02%)、医药 (-0.01%) 等板块领涨，银行板块排名第 8/29，板块表现处于靠前水平。**个股表现上**，涨幅前五的分别是：中信银行 (+1.83%)、交通银行 (+1.75%)、中国银行 (+1.39%)、徽商银行 (+1.15%) 和民生银行 (+0.83%)。

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	平安银行	3.3%	中信银行	1.8%
2	南京银行	2.7%	交通银行	1.8%
3	厦门银行	2.6%	中国银行	1.4%
4	重庆银行	2.2%	徽商银行	1.1%
5	中信银行	1.9%	民生银行	0.8%
6	上海银行	1.6%	工商银行	0.7%
7	杭州银行	1.5%	招商银行	0.5%
8	宁波银行	1.3%	建设银行	0.2%
9	民生银行	1.0%	农业银行	0.0%
10	交通银行	0.6%	广州农商银行	0.0%

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 26 日，A 股银行板块整体 PB 为 0.78 倍（较上周+0.31%）、H 股银行板块整体 PB 为 0.58 倍（较上周-2.48%）。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+0.61%）、股份行 0.95 倍（较上周+2.45%）、农商行 0.75 倍（较上周-0.76%）、国有行 0.69 倍（较上周-0.62%）。

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 26 日

图 4：H 股银行板块 PB 走势



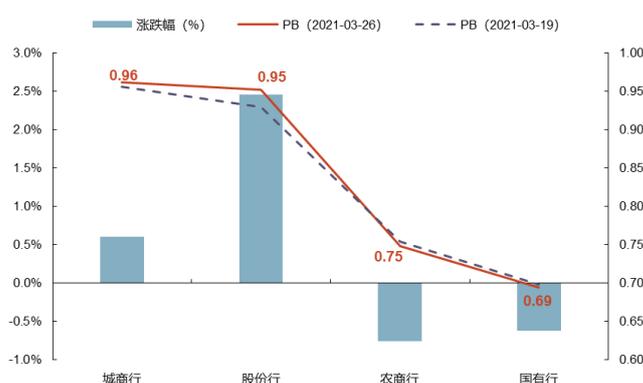
资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2021 年 3 月 26 日

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 26 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	价格表现				AH折溢价		
	银行名称	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)
工商银行	5.35	-0.2%	5.44	0.7%	16.9%	17.9%	-1.0%
建设银行	7.09	-1.7%	6.47	0.2%	30.2%	26.7%	3.6%
农业银行	3.33	-0.3%	3.15	0.0%	25.6%	31.4%	-5.7%
中国银行	3.26	0.3%	2.92	1.4%	32.7%	42.6%	-9.9%
邮储银行	5.74	-1.7%	5.80	-1.7%	17.6%	29.7%	-12.0%
交通银行	4.66	0.6%	4.65	1.8%	19.1%	29.8%	-10.7%
招商银行	51.60	-0.3%	60.95	0.5%	0.6%	6.6%	-6.0%
光大银行	4.07	-0.2%	3.42	0.0%	41.4%	60.7%	-19.3%
中信银行	5.39	1.9%	3.90	1.8%	64.3%	84.5%	-20.3%
民生银行	5.18	1.0%	4.88	0.8%	26.2%	39.8%	-13.6%
浙商银行	4.09	-1.2%	3.62	-2.9%	34.3%	27.9%	6.4%
郑州银行	3.82	0.0%	2.06	-0.5%	120.4%	165.0%	-44.6%
青岛银行	5.14	0.2%	4.23	-1.6%	44.4%	58.3%	-13.9%
重庆银行	12.12	2.2%	5.14	-2.1%	180.2%	-	-

资料来源：Wind，光大证券研究所；收盘价为 2021 年 3 月 26 日

图 8：上市银行个股行情表现（A 股）

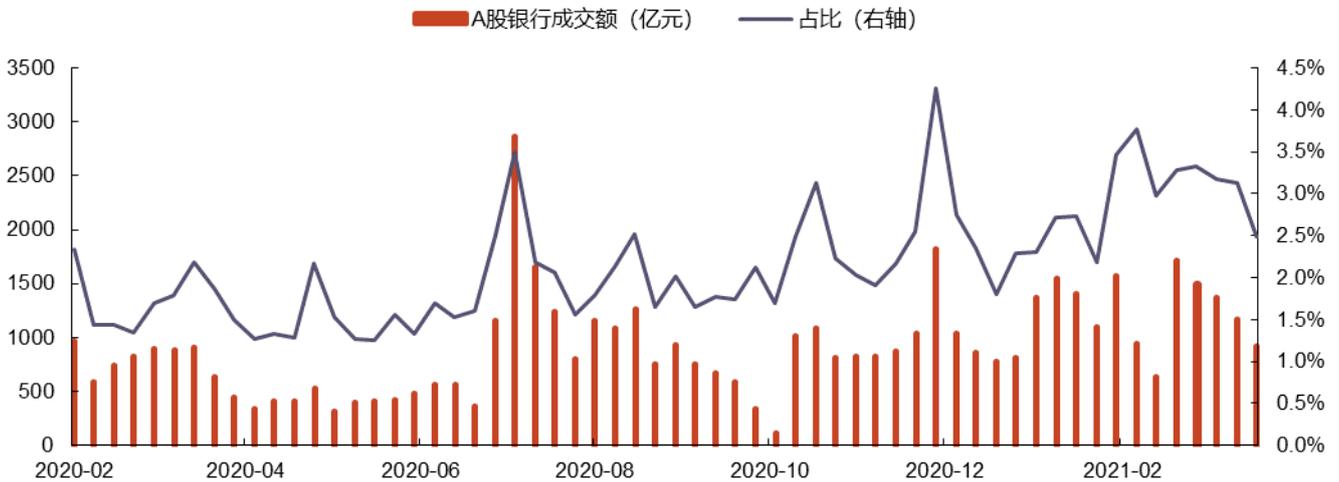
银行名称	最新收盘价	价格表现				估值水平			
	2021/3/26	过去1周变动 (%)	过去1个月变动 (%)	过去3个月变动 (%)	年初以来变动 (%)	市净率 (P/B)		市盈率 (P/E)	
						2020	2021E	2020	2021E
A股银行									
中国银行	3.26	0.3%	0.9%	2.5%	2.5%	0.56	0.47	5.53	4.85
农业银行	3.33	-0.3%	2.5%	5.7%	6.1%	0.64	0.67	5.92	5.56
工商银行	5.35	-0.2%	-0.6%	7.6%	7.2%	0.74	0.66	6.59	6.16
建设银行	7.09	-1.7%	-3.9%	13.1%	12.9%	0.80	0.74	7.17	6.47
交通银行	4.66	0.6%	1.3%	4.7%	4.0%	0.49	0.43	4.95	4.66
邮储银行	5.74	-1.7%	-5.7%	21.6%	20.1%	0.94	0.89	8.39	7.99
光大银行	4.07	-0.2%	-3.6%	5.2%	2.0%	0.66	0.58	5.81	5.46
平安银行	21.14	3.3%	-3.6%	17.2%	9.3%	1.39	1.24	14.18	12.60
浦发银行	10.62	-0.3%	-1.5%	10.9%	9.7%	0.61	0.54	5.34	5.21
兴业银行	23.23	0.0%	-12.0%	14.9%	11.3%	0.91	0.82	7.24	6.71
招商银行	51.60	-0.3%	-7.1%	20.8%	17.4%	2.03	1.80	13.37	12.00
中信银行	5.39	1.9%	0.7%	6.3%	5.5%	0.57	0.52	5.39	5.22
浙商银行	4.09	-1.2%	0.7%	2.3%	0.2%	0.77	0.66	7.35	5.68
华夏银行	6.45	-0.8%	1.9%	4.5%	3.2%	0.45	0.41	4.66	4.66
民生银行	5.18	1.0%	-1.0%	0.0%	-0.4%	0.49	0.43	4.97	4.88
宁波银行	39.58	1.3%	-5.9%	15.5%	12.0%	2.29	2.01	15.80	13.75
郑州银行	3.82	0.0%	-3.3%	-0.8%	-14.3%	0.76	-	9.61	-
青岛银行	5.14	0.2%	-9.5%	-7.9%	-13.3%	1.03	0.90	9.68	8.83
苏州银行	7.76	-1.3%	-2.8%	3.3%	1.0%	0.87	0.79	10.06	9.24
杭州银行	17.20	1.5%	3.1%	15.4%	15.3%	1.26	1.48	14.28	12.44
南京银行	10.03	2.7%	12.6%	26.8%	24.1%	1.07	0.98	7.93	7.17
江苏银行	6.36	-0.2%	8.0%	18.0%	16.5%	0.71	0.64	6.23	5.19
西安银行	5.24	0.0%	-3.1%	-1.1%	-5.8%	0.91	0.83	8.45	7.40
厦门银行	9.70	2.6%	-7.6%	-23.6%	-26.5%	1.32	1.29	14.04	12.53
长沙银行	10.48	-3.8%	-0.8%	14.8%	10.1%	0.94	0.82	6.72	6.11
上海银行	8.66	1.6%	1.4%	11.6%	10.5%	0.72	0.65	5.89	5.43
北京银行	4.76	-1.0%	-1.4%	-0.2%	-1.7%	0.51	0.46	5.05	4.78
成都银行	11.40	-2.1%	-5.0%	9.2%	6.8%	1.03	0.91	6.83	6.12
贵阳银行	8.21	-0.6%	-1.1%	5.0%	3.3%	0.72	0.63	4.59	4.13
重庆银行	12.12	2.2%	-	-	-	1.08	0.97	9.62	8.92
无锡银行	6.36	-2.9%	-15.0%	11.6%	4.6%	1.03	0.88	8.96	8.10
苏农银行	4.77	-1.6%	-2.5%	0.4%	-3.8%	0.71	0.65	8.99	8.13
青农商行	4.47	-0.2%	-4.7%	-14.5%	-12.2%	0.86	0.85	8.39	7.49
张家港行	5.68	-0.5%	-3.1%	-4.1%	-6.9%	0.98	0.87	10.26	9.18
江阴银行	4.24	-0.2%	1.4%	4.7%	-0.9%	0.81	0.72	8.71	8.08
渝农商行	4.29	-0.9%	0.5%	-2.9%	-4.7%	0.53	0.47	5.47	5.18
紫金银行	3.89	0.3%	-2.3%	-4.4%	-7.6%	0.96	0.90	9.88	9.10
常熟银行	7.86	-0.5%	-0.3%	12.1%	6.5%	1.20	1.09	11.95	10.47
H股银行									
中国银行	2.92	1.4%	4.7%	12.7%	10.2%	0.37	0.37	4.53	4.19
农业银行	3.15	0.0%	6.4%	14.5%	10.9%	0.43	0.44	5.04	4.57
工商银行	5.44	0.7%	3.2%	19.8%	8.2%	0.56	0.56	5.17	5.22
建设银行	6.47	0.2%	1.6%	13.9%	9.8%	0.59	0.55	5.24	5.04
交通银行	4.65	1.8%	3.1%	14.5%	13.4%	0.34	0.37	3.59	4.01
邮储银行	5.80	-1.7%	-4.3%	34.9%	32.4%	0.65	0.73	7.78	6.54
中国光大银行	3.42	0.0%	1.5%	19.6%	15.9%	0.34	0.41	4.11	3.84
招商银行	60.95	0.5%	-8.1%	27.9%	24.4%	1.79	1.76	13.52	11.97
中信银行	3.90	1.8%	4.3%	21.1%	18.5%	0.29	0.31	3.49	3.38
民生银行	4.88	0.8%	1.9%	15.4%	10.4%	0.34	-	4.17	3.73
浙商银行	3.62	-2.9%	-5.2%	-7.9%	-4.5%	0.50	0.50	5.72	4.79
渤海银行	3.01	-5.0%	-22.4%	-38.1%	-40.6%	0.51	-	5.87	-
重庆银行	5.14	-2.1%	1.6%	8.7%	6.0%	0.38	-	3.86	-
青岛银行	4.23	-1.6%	-7.4%	-9.4%	-4.9%	0.54	-	9.18	-
郑州银行	2.06	-0.5%	-2.4%	7.9%	3.0%	0.32	-	5.50	-
江西银行	3.29	-0.3%	2.2%	2.8%	-2.9%	0.47	-	8.97	-
徽商银行	2.65	1.1%	-1.1%	4.7%	4.3%	0.30	0.36	3.24	2.75
广州农村商业银行	3.30	0.0%	-7.0%	4.8%	-5.7%	0.40	-	4.66	-
重庆农村商业银行	3.57	-0.3%	1.1%	16.7%	13.0%	0.37	0.34	4.00	3.47
大新金融	25.90	0.0%	7.2%	16.1%	18.5%	0.29	-	7.15	5.59
大新银行集团	8.84	-0.1%	7.2%	11.2%	11.1%	0.44	-	8.32	6.65
中银香港	28.20	-0.4%	11.7%	20.3%	20.0%	1.05	-	9.89	-
恒生银行	148.80	-1.7%	-0.6%	14.5%	13.4%	1.55	-	17.79	16.80
东亚银行	16.54	-1.8%	-11.7%	2.1%	1.2%	0.49	0.48	17.09	12.96
渣打集团	52.45	-2.4%	-2.8%	8.3%	8.3%	0.46	-	64.36	-
汇丰控股	44.85	-4.2%	-1.5%	14.7%	12.8%	0.61	0.66	30.79	17.56

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 104.54 亿股，成交量占全部 A 股的 3.19%，各行业板块中排名 13/30，处于中等水平；成交金额 926.74 亿元，成交金额占全部 A 股的 2.48%，各行业板块中排名 12/30，处于中等水平。

图 9：A 股银行板块成交金额与占比



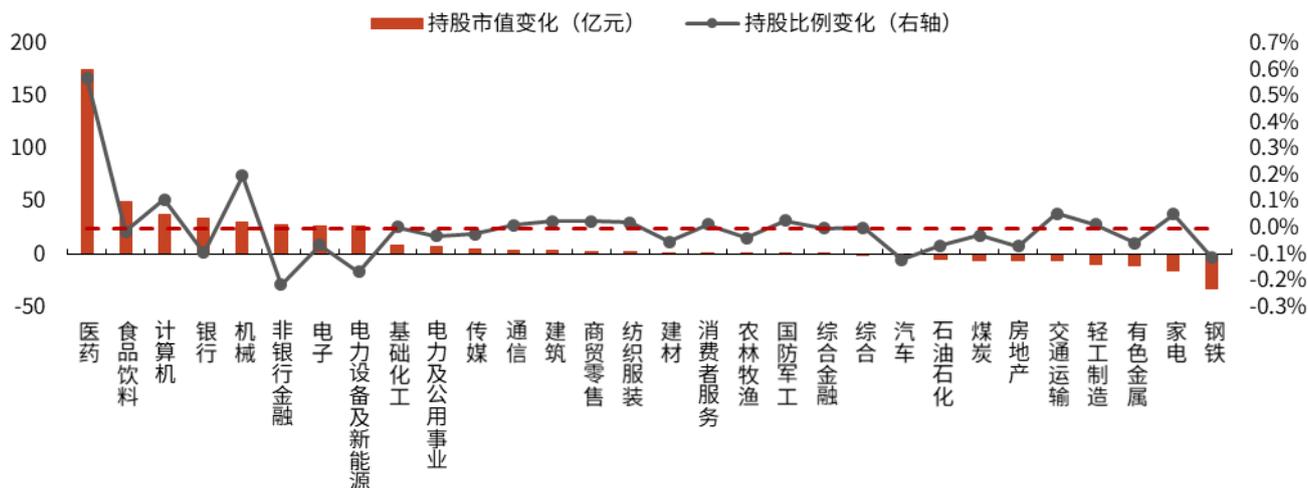
资料来源：Wind，光大证券研究所

北向资金：北向资金本周累计净流入 141.64 亿元（合计买入 2,527.05 亿元，合计卖出 2,385.41 亿元），年初至今累计流入 1,098.3 亿元。从持仓总市值变化看，增加额居前的行业为医药、食品饮料、计算机，北向资金持有银行股市值增加 34.30 亿元，各行业板块中排名第 4/30；持仓比例变化上，当前对 A 股银行板块持仓比例为 8.02%，较上周减少 0.09pct。个股方面，增持较多的主要是招商银行(+13.79 亿元)、平安银行(+8.81 亿元)。

南向资金：南向资金本周累计净流出 53.86 亿元（合计买入 836.74 亿元，合计卖出 890.60 亿元），年初至今累计流入 3,067.65 亿元。从持仓总市值变化看，增加额居前的行业为电力及公用事业、基础化工、国防军工，南向资金持有银行股市值减少 136.09 亿港元，各行业板块中排名第 28/30；持仓比例变化上，当前对 H 股银行板块持仓比例为 20.22%，较上周增加 0.62pct。个股方面，增持较多的主要是建设银行(+8.68 亿元)、交通银行(+0.36 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 1.31 亿元，净流入额占 ETF 基金存续规模的比重约为 0.61%；基金份额净增加 1.74 亿份，净增加份额占存续份额的比重约为 0.96%。

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



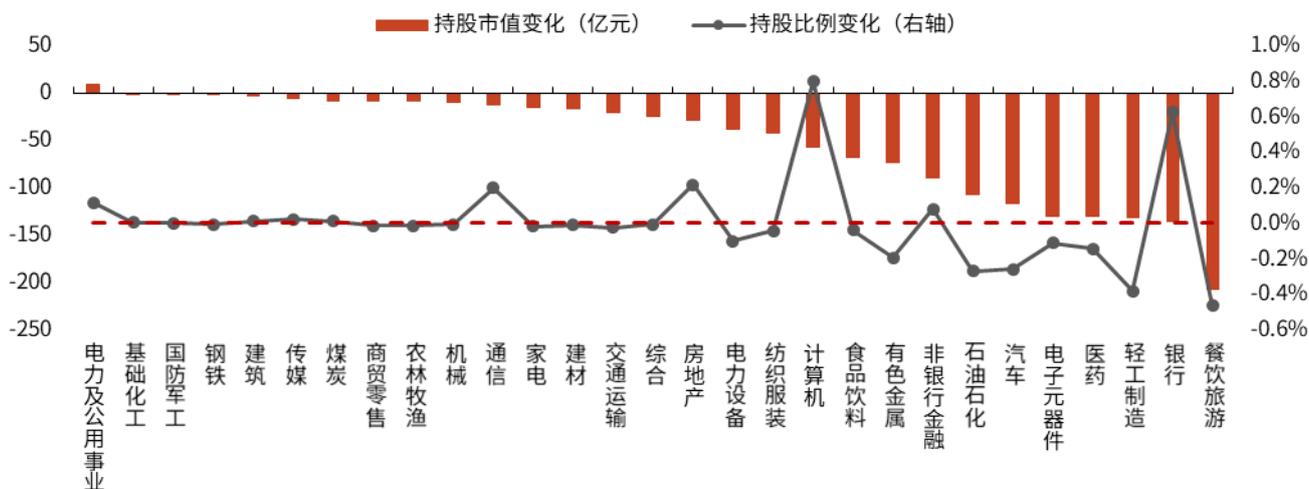
资料来源: Wind, 光大证券研究所

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	持全部 A 股比例
1	招商银行	13.79	光大银行	-1.92	平安银行	10.7%
2	平安银行	8.81	北京银行	-1.36	常熟银行	6.3%
3	建设银行	3.19	苏州银行	-0.93	招商银行	5.0%
4	工商银行	1.34	杭州银行	-0.88	宁波银行	4.2%
5	农业银行	0.95	民生银行	-0.60	成都银行	3.5%
6	江苏银行	0.77	宁波银行	-0.60	兴业银行	3.1%
7	中信银行	0.65	成都银行	-0.56	江苏银行	2.6%
8	长沙银行	0.37	张家港行	-0.49	上海银行	2.4%
9	邮储银行	0.28	交通银行	-0.46	北京银行	2.4%
10	常熟银行	0.23	兴业银行	-0.14	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	8.68	中国银行	-3.73	建设银行	11.1%
2	交通银行	0.36	工商银行	-2.34	汇丰控股	9.5%
3	中国光大银行	0.09	汇丰控股	-1.95	工商银行	7.2%
4	民生银行	0.06	招商银行	-1.87	中信银行	5.7%
5	郑州银行	0.02	邮储银行	-0.61	重庆农村商业银行	5.4%
6	重庆银行	0.01	重庆农村商业银行	-0.31	郑州银行	4.1%
7	浙商银行	0.00	中银香港	-0.26	重庆银行	3.2%
8	青岛银行	0.00	农业银行	-0.14	民生银行	3.0%
9			中信银行	-0.14	农业银行	2.3%
10			恒生银行	-0.08	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

■ 中国人民银行货币政策委员会召开 2021 年第一季度例会

会议指出,国内经济发展动力不断增强,积极因素明显增多,但经济恢复进程仍不平衡。货币政策上,指出稳健的货币政策要灵活精准、合理适度,把握好政策时度效,保持流动性合理充裕,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,保持宏观杠杆率基本稳定。

■ 国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》

为有效防范化解企业重大债务风险,坚决守住不引发区域性、系统性金融风险的底线,文件提出:1)完善债务风险监测预警机制,精准识别高风险企业;2)分类管控资产负债率,保持合理债务水平等 8 条指导意见。

■ 银保监会发布《商业银行负债质量管理办法》

为加强商业银行负债质量管理,维护银行体系安全稳健运行,办法明确了以下几点重要内容:1)商业银行负债质量管理内涵和业务范围;商业银行负债质量管理体系;3)提出了负债质量管理的“六性”要素;4)强化负债质量相关监督检查和监管措施。

■ 银保监会等发布《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》

《通知》指出,对企业成立时间或受让企业股权时间短于 1 年,及持有被抵押房产时间低于 1 年的借款人,要进一步加强借款主体资质审核,对工商注册、企业经营、纳税情况等各类信息进行交叉验证,不得以企业证明材料代替实质性审核。

■ 工商银行、建设银行等多家银行发布 2020 年度报告

工商银行、建设银行、交通银行、浦发银行、中信银行和光大银行发布 2020 年度报告,归母净利润分别为 3,159.06 (YoY+1.2%)、2,710.50 (YoY+1.6%)、782.74 (YoY+1.3%)、583.25 (YoY+1.0%)、489.80 (YoY+2.0%) 和 378.24 (YoY+1.3%) 亿元。整体营收呈现稳中有升,归母净利润基本实现回正。

4、近期重点报告及核心观点

利率向下拐点真的来了吗？——流动性周报（2021.3.22-2021.3.28）（报告发布日期：2021年3月28日）

报告主要观点：

“流动性紧平衡+通胀上行+社融下行”环境下债市均处于熊市阶段。从历史情况看，符合“流动性紧平衡+通胀上行+社融下行”环境的，大致有三个阶段，即2008年3月-8月、2010年1月-2011年7月、2013年3月-2013年8月。这三个时期10Y国债收益率走高态势非常明显，且大部分时点呈现持续上行趋势。而今年二季度也将大概率处于类似的市场环境下，PPI可能会在5月份见顶，社融增速延续下滑态势，资金面易紧张，届时预计利率或开始向右侧移动。

“黑天鹅”事件对利率的冲击并不具有可持续性。近期利率持续下行，一定程度上是受到了中美关系紧张以及中欧摩擦加大等影响。回溯历史，在经贸摩擦风险发酵时期，风险资产往往承压，利率则出现阶段性下行，但期间会夹杂较多基本面、政策面等因素影响，这些风险难以成为影响利率走势的单一变量。当前我国货币政策决策主要是“以我为主”，同时也需要考虑发达经济体刺激政策退出的外溢影响。因此，随着市场对近期国际局势摩擦所造成的避险情绪逐步消化，债券定价也会 price in 相关信息，“黑天鹅”风险的后续影响料将有限。

美债利率对我国国债利率扰动有限，只有当中美利差显著收窄时，利差传导效应才发挥作用。中长周期看，中美国债利率运行具有一定同步性，但短期可能会存在阶段性背离。当中美利差显著收窄时，人民币汇率贬值压力加大，美债利率对我国国债利率的利差传导机制会进一步显现，此时我国政策利率存在上调动力，并推动中美利差走阔。当前，中美利差仍有150bp的安全空间，现阶段美债利率上行对我国国债利率扰动较为有限。

投资启示。对利率的阶段性下行不应过于乐观，需警惕二季度利率的右侧风险。

(1) 各方面利好因素尚不及去年年末的宽松环境，预计这一波利率下行幅度大概率不会突破今年以来3.1%的低位水平。(2) 3月末至4月上旬，财政资金进一步释放，流动性变盘概率不大，期间利率运行相对稳定，但需关注3月PMI、3月社融数据和季末冲存款后缴准情况。(3) 后续利率将逐步向3.3%逼近，不排除阶段性突破这一点位，但考虑到春节后债券市场已表现出对利空因素的钝化，后续大幅上行空间不大。当前利率点位性价比有所减弱，现阶段不应盲目追涨，建议待利率向右侧移动后择机逢高配置，二季度票息策略相对占优。

■ 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，一季度投放量较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、协议存款等高成本负债增长较快，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，同时注重加强高成本负债的管控。

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。**

5、投资策略及重点推荐公司

我们继续建议关注顺周期视角下的三条投资主线，并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）的负贡献强度，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。

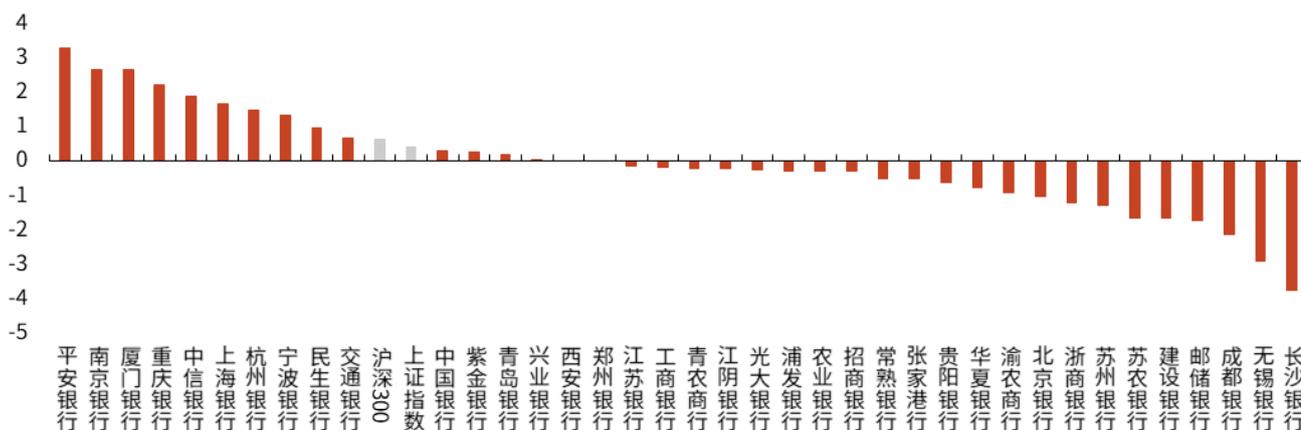
基于此，在下一阶段，我们重点推荐负债端具有比较优势的建行、邮储、工行，并同步看好 H 股大型银行，认为大型银行在一季报前存在更好的相对收益。

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。

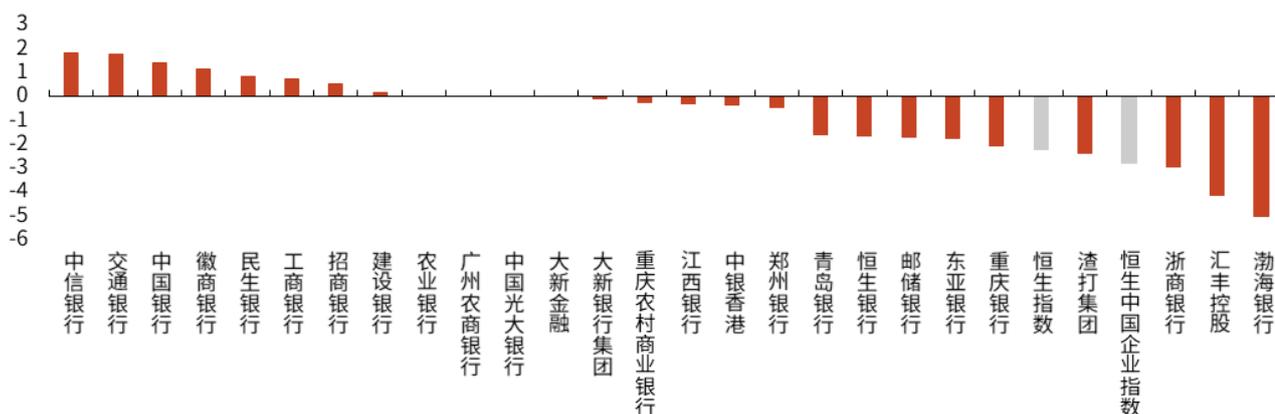
7、附录

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



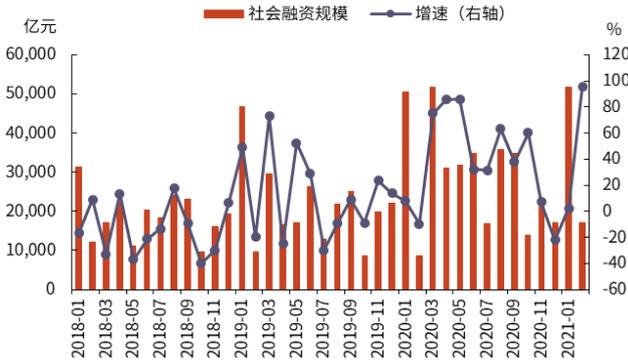
资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2021 年 3 月 26 日

图 15：H 股银行板块 PE 走势



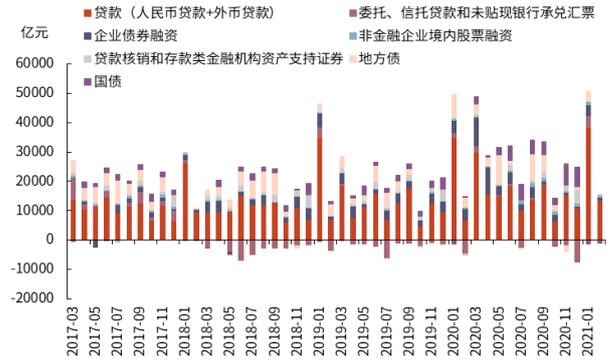
资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2021 年 3 月 26 日

图 16: 新增社融及同比增速



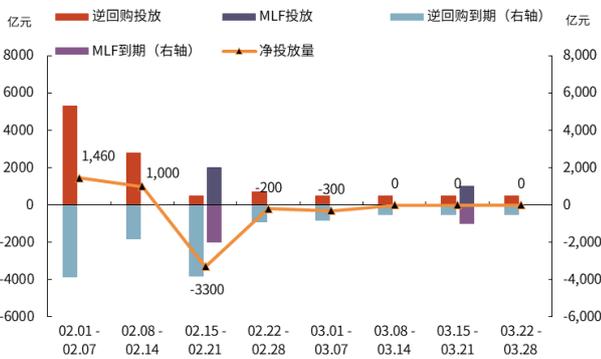
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 17: 新增社融结构



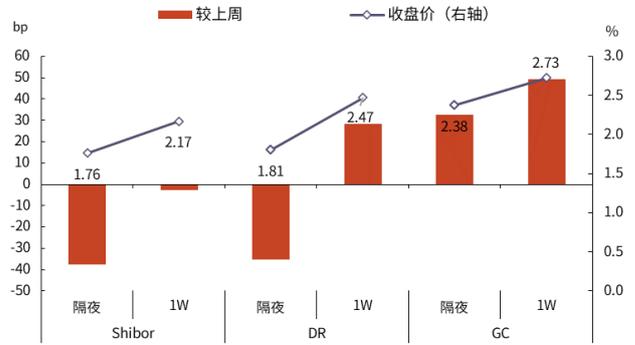
资料来源: Wind, 光大证券研究所

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



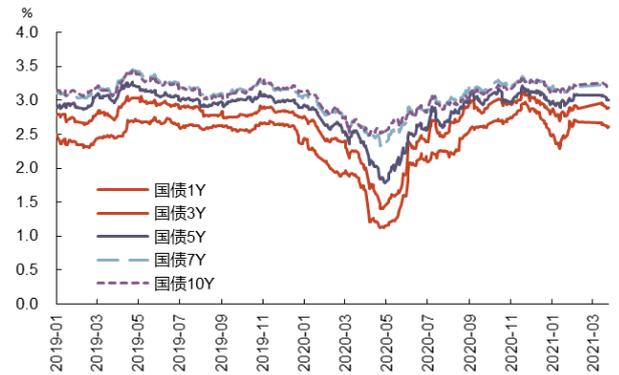
资料来源: Wind, 光大证券研究所

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