

行业研究

“三大利率”阶段性见底了吗？

——流动性周报（2021.4.12-2021.4.18）

要点

支撑春节后宽松的三大特定因素可持续性存疑。（1）二季度并非财政支出大月，近5年来政府存款平均增幅较一季度多增5500亿，**不宜过度期待财政资金对流动性的持续利好。**（2）目前央行稳汇率诉求下降，外汇信用派生并不具有可持续性。（3）**后续M0回流银行体系的量偏少，对流动性利好减弱。**同时，在没有持续中长期资金补充情况下，银行运行一段时间即会出现超储紧张，且5月份净融资规模有望达到1.25万亿，预计央行会适度加大OMO对冲力度，但无疑会放大资金面波动。随着回购杠杆的提升，央行也可能会加大关注力度，**若R001日均成交规模再度攀升至4万亿以上，不排除央行会适度管控货币投放。**

配置需求有望逐步释放。由于今年一季度利率的“倒V”走势，使得部分年初入场机构表现为浮亏或刚刚解套，在全年业绩考核压力下，债券市场处于“人心思涨”状态，会从宏观经济、政策导向中搜索利多细节。在一季度金融统计数据发布会上央行对于4-5月份流动性的正常表态，即被市场解读为利多因素，反映在盘面上即为多头大举买进，造成利率下行。对于后续配置需求，我们认为，广义基金目前流动性较为充裕，配置热情有望延续，而商业银行将是平稳释放的过程。

债券利率：5月份有所承压，全年在3.0-3.3%区间震荡。经过近期调整，债券利率将再度进入震荡状态，5月份市场将面临缴税+政府债券供给高峰的压力测试，届时债券利率仍将承压。但在“配置需求释放+利空钝化+地缘政治风险具有较大不确定性”支撑下，大幅冲高空间不大。6-7月份是重大敏感时间点，市场将进入维稳阶段，**全年大波段机会难以寻觅，仍将维持3.0-3.3%的区间震荡。**

NCD利率：1Y国股NCD利率已阶段性见底。供给端：银行稳存增存压力下，NCD发行需求依然较为旺盛。需求端：广义基金流动性较为充裕，使得NCD提价空间受限。**下周资金面将面临缴税高峰+3170亿的地方债发行，NCD价格可能再度回归至3%以上，对后续资金面不应过于乐观。**

贷款利率：对公贷款利率仍在下行，但全年有望“缓慢爬坡”。年初对公贷款利率下行，主要与今年年初信贷额度相对充足、信贷供求并未出现错位，以及商业银行之间的价格竞争加大有关。对于后续走势：**2020年下半年新发放一般贷款利率降已有触底震荡迹象。考虑到央行年初已将MPA点差考核容忍度放松至12bp，预计今年3月份新发放一般贷款利率有望小幅“翘尾”。二季度贷款供需错位加大，一般贷款利率有上行动力，全年呈现“缓慢爬坡”态势。**

国库定存利率上调5bp，与1M国股NCD利差走阔，反映出银行稳存增存压力加大。4月16日，央行开展了国库定存招标，期限1个月，中标利率3.0%，较上一期（2020年11月27日）提升5bp。一般而言，国库定存计入商业银行一般存款，需缴纳法定存款准备金，该工具属于市场化招标（并非由央行控制），其利率的运行主要取决于市场流动性状况以及银行一般存款增长需求。**本次中标利率上调5bp至3%，与1M国股NCD利差为100bp，较上一期提升45bp，一定程度上反映出银行的稳存增存压力，对一般存款需求较大。**

市场启示。对于配置盘而言，目前利率点位已较接近年初，部分机构已解套。但对于尚未加大配置的机构而言，在全年收益考核目标下，**轻仓机构应逐步加仓，特别是在利率回调之际更加坚定，票息carry策略相对占优。对于交易盘而言，在利率低频振荡且拐点尚未显现情况下，应以审慎操作为主。**

风险分析：二季度通胀压力超预期，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

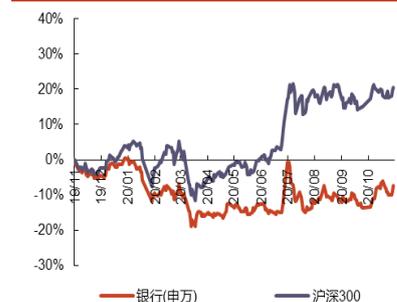
wangyf@ebscn.com

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

“利率走廊”亟待从1.0版升级至2.0版——流动性周报（2021.4.6-2021.4.11）

票据利率“逆季节性走低”的背后——流动性周报（2021.3.29-2021.4.5）

利率向下拐点真的来了吗？——流动性周报（2021.3.22-2021.3.28）

一文读懂普惠金融定向降准——流动性周报（2021.3.15-2021.3.21）

美债收益率破1.6后怎么看？——流动性周报（2021.3.8-2021.3.14）

两会后流动性将如何演绎？——流动性周报（2021.3.1-2021.3.7）

同业存单利率还要上行多久？——流动性周报（2021.2.22-2021.2.28）

1、热点透析——“三大利率”阶段性见底了吗？

上周，广谱利率均出现下行。(1) 债券方面，10 国债利率打破了近两周横盘于 3.2% 的格局，4 月 13 日当日下行幅度超过 3bp，但随后于 3.16% 附近再度陷入窄幅震荡。(2) 资金方面，1Y 国股 NCD 利率跌破 3%，与 1Y-MLF 利率基本吻合。(3) 信贷方面，根据央行公布的信息，截至 2 月末，企业贷款加权平均利率为 4.56%，较年初下行 5bp。

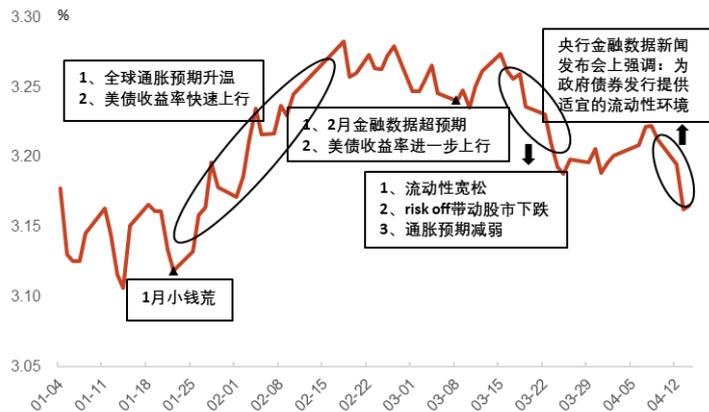
目前，市场对于后续利率走势分歧依然存在，我们在本篇报告中尝试就这一问题给出相应观点。

1.1、 债券利率：支撑春节后宽松的三大特定因素可持续性存疑

4 月份以来，债券利率 3.2% 附近横盘窄幅震荡。3 月份 CPI 和 PPI 表现均超预期，但债券对于通胀数据表现出了较强“免疫力”，而在 3 月份货币、信贷和社融数据同比出现大幅回落情况下，债券利率反应积极，尤其是在一季度金融统计数据发布会上，央行强调“**维持流动性环境的合理充裕，为政府债券发行提供适宜的流动性环境**”，市场解读为“鸽派”声音，对二季度流动性环境“变盘”担忧下降，配置盘情绪升温推动利率单日降幅超过 3bp。

随后公布的一季度经济数据显示：工业、消费和投资等宏观经济数据受去年低基数影响，尽管录得大幅增长，但市场噪音和分歧较大。共性在于经济景气度总体向好，但分歧在于边际上是否存在见顶回落趋势，从市场表现来看，总体略偏利好。总结来看，近期市场表现出对利空因素的反应钝化，和对于利多预期的积极。

图 1：今年以来债券利率运行走势



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 4 日-4 月 16 日

经过央行的发声呵护，市场对二季度流动性担忧有所下降，但我们认为，仍不宜过度乐观，理由有四点：

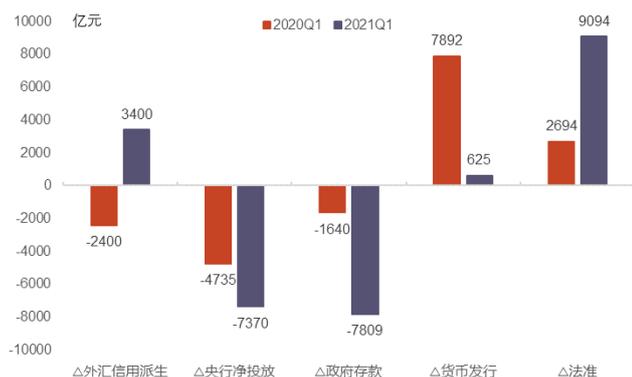
(1) 今年一季度流动性宽松(除1月份“小钱荒”)有其特定支撑因素,包括政府存款、外汇信用派生以及货币发行,但这些因素并不具有可持续性。

政府存款。2021Q1 政府存款回落 7809 亿,较 2020Q1 下降 6169 亿,这说明,受去年疫情影响而尚未使用的淤积财政资金,在今年得到释放,成为助力流动性稳定的重要力量。但二季度并非财政支出大月,近 5 年来政府存款平均增幅为 5200 亿,较一季度多增 5500 亿。因此,不宜过度期待财政资金对流动性的持续利好作用。纵使央行声明考虑对冲因素,但回顾历史,4-5 月份的季节性效应仍然较为明显。

外汇信用派生。主要是央行通过外汇占款、货币互存、以外币方式缴存人民币法定存款准备金等形式,释放的人民币基础货币(基本原理详见我们发出的报告《央行货币投放“另辟蹊径”了吗?》)。可以看到,今年基于稳汇率的目标,Q1 外汇信用派生新增 3400 亿,较 2020Q1 提升 5800 亿,但 3 月份下降 700 亿,外汇信用派生已出现放缓迹象。考虑到今年美元指数转强以及人民币汇率升值预期的减弱,央行稳汇率诉求下降,外汇信用派生是否具有可持续性仍需观察。

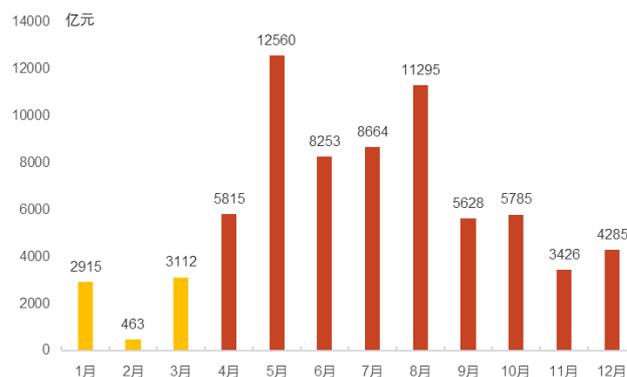
货币发行。受节前疫情零散出现影响,居民就地过年使得取现需求下降,2021Q1 货币发行 625 亿,较 2020Q1 下降约 7200 亿。但今年取现规模的下降,意味着后续 M0 回流银行体系的量偏少,对流动性的利好将减弱。

图 2: 2020 年和 2021 年 Q1 基础货币来源渠道对比



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2020 和 2021 年 Q1

图 3: 2021 年政府债券净融资预测



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理; 时间: 2021 年 1 月-12 月, 其中 4-12 月由光大证券研究所预测

(2) 在流动性结构性短缺框架下, 如果没有持续稳定的中长期资金补充, 银行体系运行一段时间即会出现超储紧张。2021Q1 法准缴纳规模为 9094 亿, 较 2020Q1 多增 6400 亿, 主要与去年疫情期间央行降准有关。可以看到, 在法准缴纳规模大幅增长的情况下, 一季度超储率依然逐月回升, 主要是受到外汇信用派生和政府存款的支撑, 若后续缺乏稳定的中长期资金来源, 银行资产投放和法准补缴会持续消耗超储, 超储率将再度出现下行压力。

(3) 下周地方政府债将放量发行, 5 月份供给将迎来全年峰值。一季度受地方政府专项债提前发行延后影响, 政府债券供给规模偏弱, 合计净融资规模仅 6500 亿左右。下周已公布的地方政府债募集量达 3170 亿, 初步测算: 4 月份政府债券净融资规模约 5800 亿, 压力有所提升, 但相对可控。而 5 月份净融资规模有望达到 1.25 万亿, 届时供给压力叠加缴税、分红高峰, 预计央行会适度加大 OMO 对冲力度, 但这无疑会加大资金面的波动。

(4) 警惕回购杠杆率提升背景下, 央行可能适度加大货币投放管控。春节后, 短端利率走廊“稳定如一”的原因, 除广义基金流动性较为充裕外, 回购杠

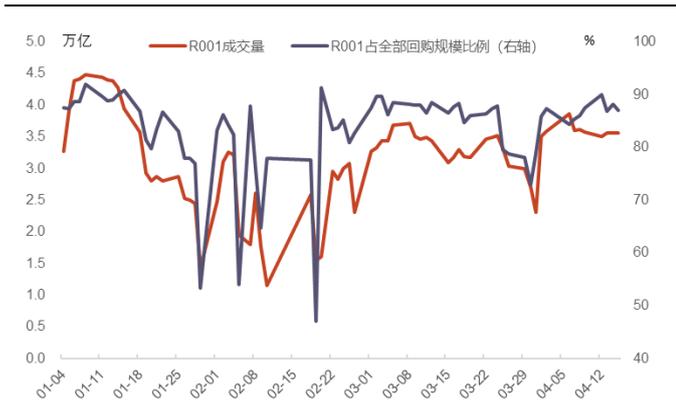
杆率的下降也是重要支撑因素，使得短端资金供需趋于均衡，机构“滚隔夜”现象减弱。

事实上，央行会适时关注金融市场杠杆运行情况，特别是对于质押式回购成交的大幅攀升较为警惕，因为这会放大银行间市场资金面波动，加剧资产负债错配风险，被动影响货币政策操作。例如今年1月份，R001日均成交规模持续位于4万亿以上，央行开始收紧货币投放，造成资金利率大幅上行，最终引致杠杆率大幅回落。

从目前情况看，3月份以来，随着债券利率缓慢下行，R001成交量开始加大，并站稳3万亿以上，R001占比也上行至90%左右。进入4月份，R001成交量进一步加大至3.5万亿以上，显示出在短端利率低位稳定的环境下，机构加杠杆热情升温。**但随着回购杠杆的提升，央行可能会加大关注力度，若R001日均成交规模再度攀升至4万亿以上，不排除央行会适度管控货币投放。**

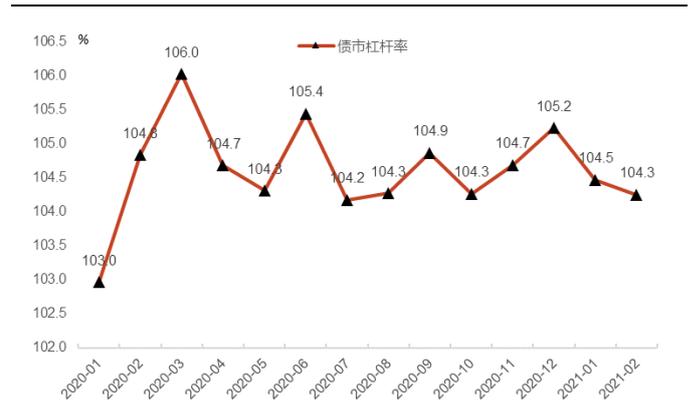
我们需要提请投资者关注的地方在于，长期以来，货币市场回购交易往往面临利率频繁波动下的杠杆升降循环，但这种循环不利于将DR培育成为“基准锚”，甚至会倒逼货币政策独立性。我们判断，后续央行将出台针对回购制度和实现DR“提升基准性、降低波动性”的相关改革。

图4：近期R001成交量和占比进一步提升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年1月4日-4月16日

图5：2020年以来债市杠杆率运行情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月-2021年2月

从配置需求看，3月份利率缓步下行背景下，机构增持利率债（国债+政金债）意愿提升，其中商业银行、广义基金配置力量较强，分别增持2877亿和2366亿。**由于今年一季度利率的“倒V”走势，使得部分年初入场机构表现为浮亏或刚刚解套，在全年业绩考核压力下，债券市场处于“人心思涨”状态，会从宏观经济、政策导向中搜索利多细节。**如前所述，在一季度金融统计数据发布会上央行对于4-5月份流动性的正常表态，即被市场解读为利多因素，反映在盘面上即为多头大举买进，造成利率下行。

对于后续配置需求，我们认为，广义基金目前流动性较为充裕，配置热情有望延续。对于商业银行而言，情况略有不同：（1）商业银行对于债券配置主要以利率债为主，占比高达80-90%，每年给予的额度相对稳定，不会出现大起大落。（2）今年一季度商业银行对于利率债的配置较去年同期偏弱，但考虑到今年稳存增存压力的提升，超储压力有所加大，可用于配置市场类资产的资金量不及去年。这意味着，后续商业银行对于债券的配置需求将是平稳释放的过程。

综合上述分析，对于后续利率走势，我们判断如下：

(1) 下周随着缴税高峰来临，资金利率波动加大，并将导致债券利率有所承压。

(2) 经过近期调整，债券利率将再度进入窄幅震荡状态，5月份市场将面临缴税分红+政府债券供给高峰的压力测试，届时债券利率仍将承压。但在“配置需求释放+利空钝化+地缘政治风险具有较大不确定性”支撑下，利率大幅冲高空间并不大。

(3) 第50次金融委会议要求“关注大宗商品价格走势”，4~5月份PPI指标预计显著走高，货币政策虽然对大宗商品价格上涨主导的输入型通胀没有直接影响，但是也仍有必要管理通胀预期。

(4) 全年来看，6-7月份是重大敏感时间点，市场将进入维稳阶段。2021年利率大波段机会难以寻觅，今年并非债市牛年，但仍将维持3.0-3.3%的区间震荡。

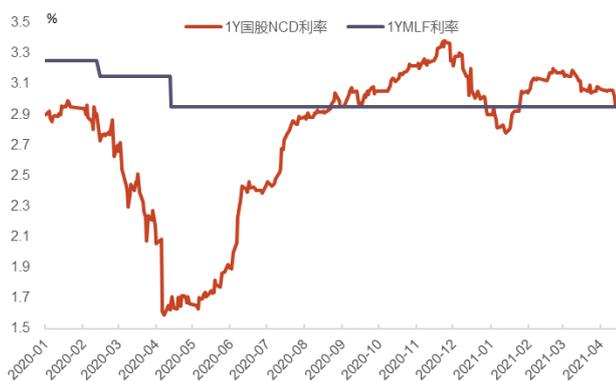
为此我们建议：对于配置盘而言，目前利率点位已较接近年初水平，部分机构已出现解套。但对于尚未加大配置的机构而言，在全年收益考核目标下应逐步加仓，特别是在利率回调之际更加坚定，票息carry策略相对占优。对于交易盘而言，在利率低频振荡且拐点尚未显现情况下，应以审慎操作为主。

1.2、NCD 利率：1Y 国股 NCD 利率已阶段性见底

与债券利率类似，国股 1Y-NCD 近期跌破了 3%，与 1Y-MLF 利率基本接近，与央行所要求引导同业存单利率在 MLF 利率附近上下震荡的目标较为契合。那么后续 NCD 利率如何运行？

供给端：银行稳存增存压力下，NCD 发行需求依然较为旺盛。一般而言，银行 NCD 发行上量主要是因为流动性压力加大，此时一般存款增长表现不佳，司库倾向于发行 1 年期 NCD 来弥补存款增长的不足。可看到，近年来国股 1Y-NCD 利率与一般贷款 VS 一般存款增速差存在较强相关性。当增速差上行时，反映出银行存贷不平衡现象加剧，对 NCD 吸收力度加大，也推动 NCD 利率上行。

图 6：国股 1Y-NCD 利率已跌破 3%，并与 1Y-MLF 利率接近



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月 4 日-2021 年 4 月 16 日

图 7：NCD 利率与一般贷款-一般存款增速差存在较强相关性

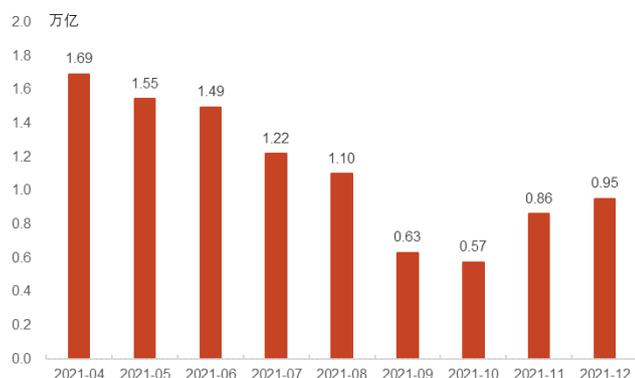


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2015 年 1 月-2021 年 3 月

从今年情况看，一般贷款与一般存款增速差趋于上行，负债结构恶化，特别是对于股份制银行而言，核心存款增长乏力。对于后续存款增长情况，我们认为：一方面，整体稳存增存压力高于去年。今年货币金融环境较去年收紧，信用派生

放缓，银行体系存款增长压力高于去年。另一方面，进入非银市场的资金难有大幅回流空间，二季度 NCD 月均到期量近 1.5 万亿，预计司库需要加大 NCD 发行和净融入力度。

图 8：2021 年 4-12 月 NCD 到期量情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 4-12 月

图 9：今年一季度广义基金对 NCD 配置力度加大



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1-3 月

需求端，广义基金流动性较为充裕，NCD 配置规模较大。年初新发基金量加大，使得一般存款向非银存款迁徙，广义基金流动性较为充裕，对 NCD 配置规模加大。根据上清所托管数据，2-3 月份广义基金 NCD 配置规模分别为 3231 和 4788 亿，创 2020 年以来新高。

综合 NCD 供需来看，银行稳存增存压力下对 NCD 发行诉求依然较大，但广义基金流动性较为充裕，使得 NCD 提价空间受限，一定程度上能够缓解供需矛盾错位对价格的压力。**目前，国股 1Y-NCD 利率已跌破 3% 并接近 1Y-MLF 利率，下周资金面将面临压力测试（缴税高峰+3170 亿的地方债发行），NCD 价格可能再度回归至 3% 以上，而在支撑流动性的政府存款、外汇信用派生以及货币发行三大特定因素不可持续的情况下，对后续资金面不应过于乐观，NCD 利率仍存在上行可能。**

1.3、 贷款利率：对公贷款利率仍在下行，但全年有望“缓慢爬坡”

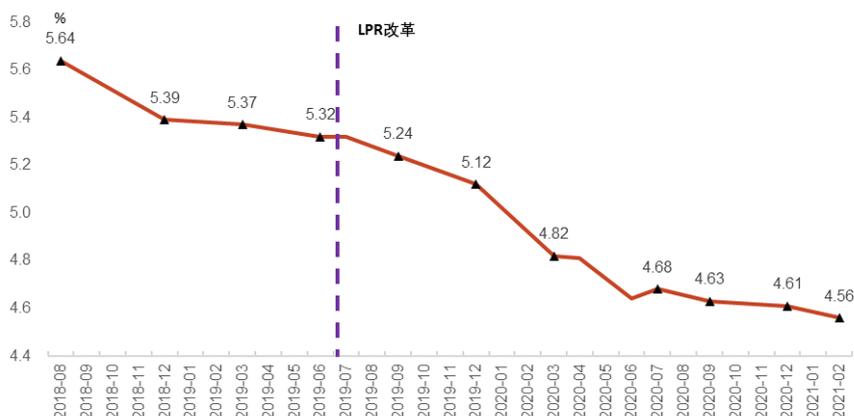
根据一季度金融统计数据发布会披露信息，截至 2 月末，对公贷款加权平均利率为 4.56%，较 LPR 改革前下降 76bp，较年初下降 5bp。

需要强调的是，对公贷款利率下行并非由于贷款重定价安排所致，因为央行披露的利率数据为“新发生额”（与货币政策执行报告披露口径一致）。因此，2 月份对公贷款利率低于市场预期，预计和信贷市场利率表现出的“棘轮效应”有关。

一方面，阶段性看，2020 年利率下行之后，由于今年年初信贷额度相对充足，尚未对“紧信用”做出显著相应，信贷供求并未出现错位。

另一方面，这在一定程度上反映出信贷供给风险偏好的结构性分化，对于北方地区中长期贷款投放出现系统性向南迁徙，而南方地区信贷资源供给较多，造成商业银行之间的价格竞争加大。

图 10：对公贷款加权平均利率运行情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2018年8月-2021年2月

对于后续贷款利率走势，我们判断如下：

(1) 自 MPA 贷款利率点差考核推出后，2020 年二季度新发放一般贷款利率降幅最大，而三、四季度尽管部分月份有所下降，但由于 LPR 未再调整，点差考核压力较小。即，**新发放一般贷款利率在 2020 年下半年已有触底震荡迹象。**

(2) 考虑到央行已将 MPA 贷款利率点差考核容忍度放松至 12bp，预计 3 月份新发放一般贷款利率有望小幅“翘尾”。

(3) 全年来看，二季度开始央行对狭义信贷额度管控力度将有所加大，而实体经济融资需求较为旺盛，贷款供需错位的情况下，一般贷款利率有上行动力。不过，考虑到部分优质客户对低利率贷款的粘性和银行之间的竞争压力，也会造成利率上行的“阻尼系数”较大，表现出一定的“棘轮效应”，**预计全年一般贷款利率呈现“缓慢爬坡”态势。**

表 1：MPA 贷款利率点差考核情况

	1Y-LPR(%)	1Y-LPR 季内平均降幅 (bp)	每月一般贷款利率模拟 (%)	每月贷款利率点差 (bp)	季均点差 (bp)	季均点差降幅 (bp)
2019-12	4.15		5.74			
2020-01	4.15		5.80	1.65		
2020-02	4.05		5.57	1.42		
2020-03	4.05	3.33	5.48	1.43	1.50	
2020-04	3.85		5.40	1.35		
2020-05	3.85		5.35	1.50		
2020-06	3.85	6.67	5.26	1.41	1.42	8.00
2020-07	3.85		5.25	1.40		
2020-08	3.85		5.23	1.38		
2020-09	3.85	0.00	5.31	1.46	1.41	0.67
2020-10	3.85		5.25	1.40		
2020-11	3.85		5.23	1.38		
2020-12	3.85	0.00	5.30	1.45	1.41	0.33

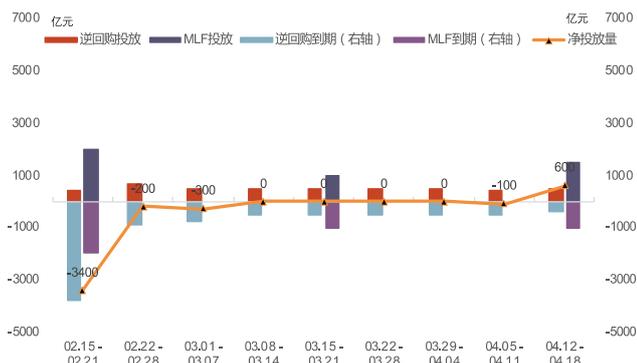
资料来源：Wind，光大证券研究所整理测算

2、上周市场流动性回顾

2.1、资金市场回顾

央行微幅缩量续作 MLF。本周，央行开展 500 亿元逆回购，到期 400 亿元。开展未来 1500 亿元 MLF 操作，用以对冲 MLF 到期 1000 亿元，TMLF 到期 561 亿。截止 4 月 16 日，MLF 余额为 5.35 万亿元。

图 11：央行微幅缩量续作 MLF



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 2 月 15 日-2021 年 4 月 18 日

图 12：各资金利率均有所上行



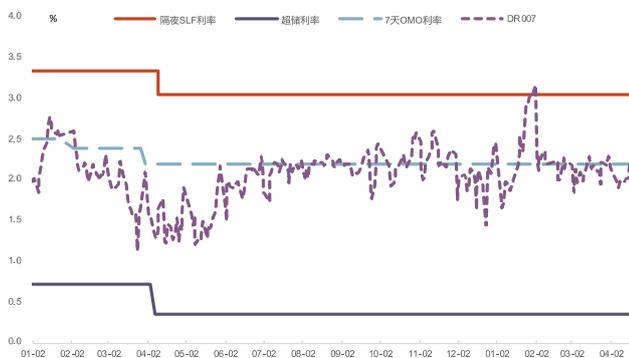
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 4 月 12 日-2021 年 4 月 16 日

各资金利率均有所上行，截止 4 月 16 日：

- (1) Shibor1D 和 Shibor7D 分别为 1.95% 和 2.20%，较上周分别上行 17bp 和 15bp。
- (2) DR001 和 DR007 分别为 1.93% 和 2.17%，较上周分别上行 15bp 和 20bp。
- (3) GC001 和 GC007 分别为 1.97% 和 2.33%，较上周分别上行 25bp 和 40bp。

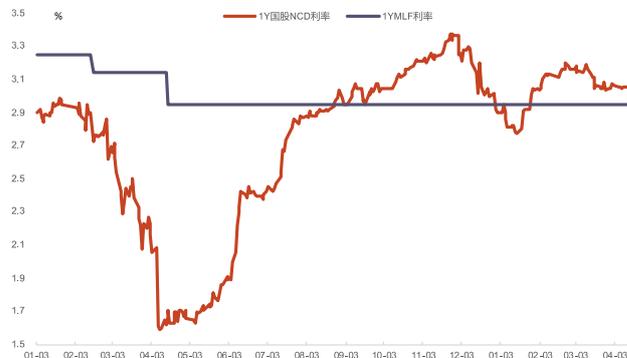
短端利率走廊形态持续稳定，中端 1Y 国股 NCD 利率已贴近 1Y-MLF 利率。上周 DR007 仍围绕 7 天 OMO 利率震荡运行，短端利率走廊形态持续稳定。截止 4 月 16 日，1Y 国股 NCD 价格报 2.99%，高于 1Y-MLF 利率 4bp。

图 13：短端利率走廊形态持续稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月 2 日-2021 年 4 月 16 日

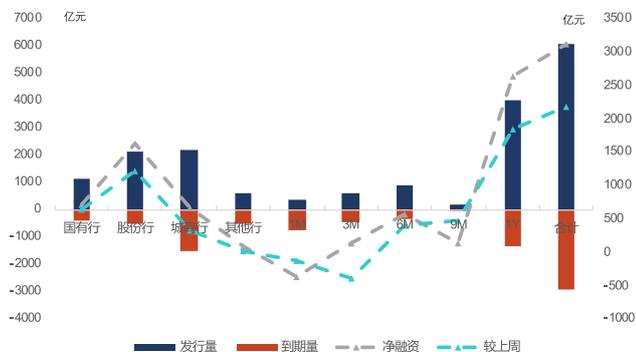
图 14：1Y 国股 NCD 利率贴近 1Y-MLF 利率



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月 3 日-2021 年 4 月 16 日

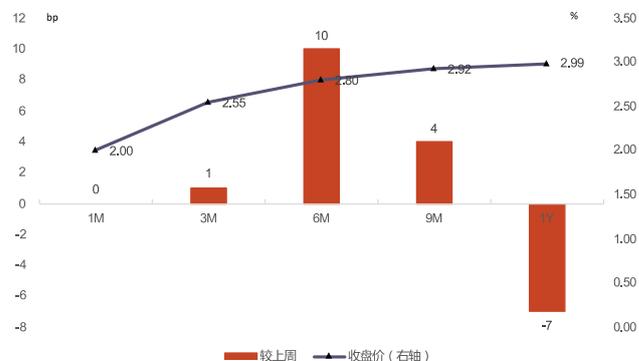
上周 NCD 净融资额为 3109 亿，较前一周增长 2184 亿。分机构看：国有银行、股份制银行和城商行分别净融资 717、1636 和 665 亿，较前一周上升 635、1219 和 316 亿。分期限看：1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别净融资-385、138、575、135 和 2647 亿，较上周分别增加-127、-396、396、464 和 1848 亿。

图 15: NCD 净融资规模持续扩大



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 4 月 12 日-2021 年 4 月 16 日

图 16: 长端 NCD 价格大幅下行



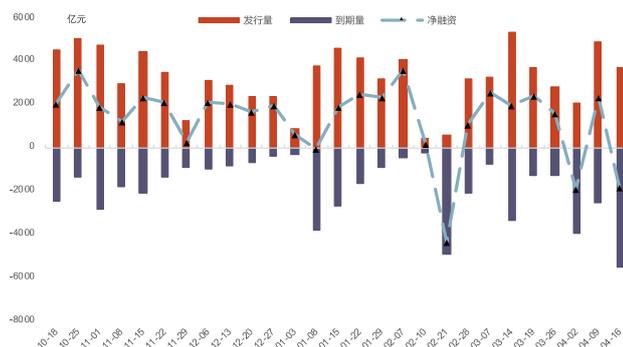
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 4 月 12 日-2021 年 4 月 16 日

1Y-NCD 价格下行较大。截至 4 月 16 日，国股行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.00%、2.55%、2.80%、2.92%和 2.99%，较前一周分上行 0bp、1bp、10bp、4bp 和-7bp。城商行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.54%、2.90%、3.05%、3.22%和 3.37%，较前一周分别上行 0bp、7bp、2bp、3bp 和-3bp。

2.1、利率债市场回顾

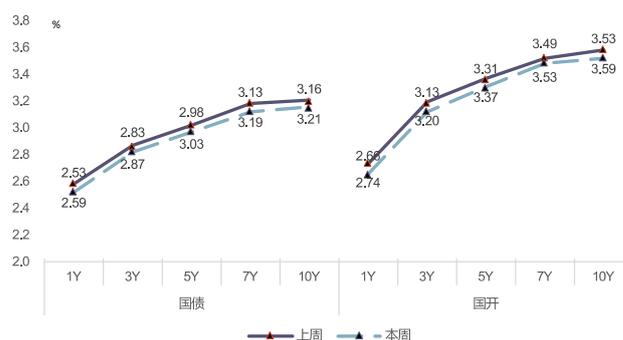
利率债净融资规模有所下降。上周国债净融资-1699 亿，较上周上升-3350 亿；国开债净融资-121 亿，较前一周上升 93 亿；地方债净融资-37 亿，较前一周上升-939 亿。

图 17: 利率债净融资规模有所下降



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2020 年 10 月 18 日-2021 年 4 月 16 日

图 18: 各期限收益率均有所下降



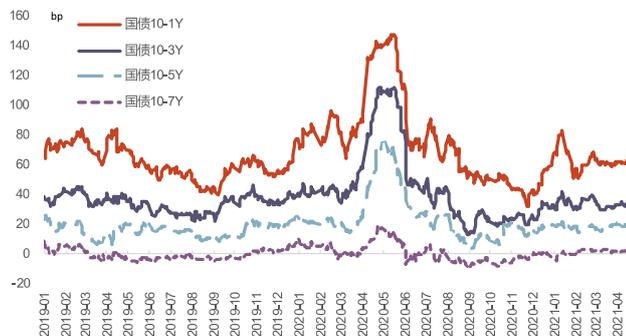
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 4 月 12 日-2021 年 4 月 16 日

各期限收益率均有所下降。截至 4 月 16 日，国债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.53%、2.83%、2.98%、3.13%和 3.16%，较上周分别上行-6bp、-4bp、-5bp、-6bp 和-5bp。政金债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.66%、

3.13%、3.31%、3.49%和 3.53%，较上周分别上行-8bp、-7bp、6bp、-4bp 和-6bp。

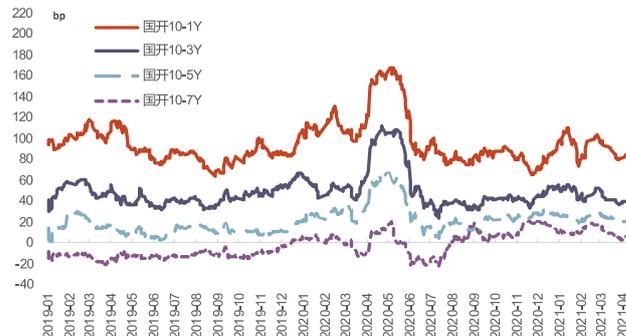
国开债期限利差平稳运行。截至 4 月 16 日，国债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 63bp、33bp、18bp 和 3bp，国开债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 87bp、40bp、22bp 和 4bp。

图 19：国债期限利差情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019 年 1 月 3 日-2021 年 4 月 16 日

图 20：国开债期限利差情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019 年 1 月 3 日-2021 年 4 月 16 日

3、风险分析

二季度通胀压力超预期，货币政策持续收紧。

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE