2021 年 4 月 19 日

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

行业研究

银保监召开一季度新闻发布会，优质银行配置性价比提升

——银行业周报（2021.4.12-4.18）

要点

银行板块表现及资金动向。A 股方面，本周银行指数下跌 2.11%，沪深 300 指数下跌 1.37%，银行指数跑输 0.74pct。涨幅前十的个股中，农商行及**国有行**居多，紫金银行（较上周+2.1%）、建设银行（较上周+1.1%）、江阴银行（较上周+1.0%）、张家港行（较上周+0.7%）、常熟银行（较上周+0.6%）等涨幅居前，可能是由于市场更看好这类银行在利率抬升情况下，负债端更具比较优势，国有行自 3 月中下旬以来维持了较好的相对收益；**H 股方面，**港股银行板块整体下跌 0.28%，恒生国企指数上涨 0.46%，银行指数跑输 0.74pct。涨幅前十的个股中，股份行及**国有行**居多。**大型银行在 A/H 市场均有较好表现。**北向资金持仓银行股市值较上周减少 32.61 亿元，持仓 A 股银行比例减少 0.13pct 至 7.89%。

银保监会召开一季度新闻发布会。会议要点：1）一季度银行业净利润增速 1.5%，实现正增长；我们预计银行营收表现有所分化，1Q 净息差小幅收窄，非息收入因利率上行而承压；资产质量稳中向好，部分银行有望实现拨备反哺利润；**2）新增信贷资源**重点向小微企业、民营企业、制造业、科技创新和绿色发展倾斜，房地产贷款增速进一步降至 12%；普惠型小微企业贷款继续实现增速、户数“两增”，小微企业综合融资成本继续稳中有降、银行内部考核需给予相应支持；**3）**保持不良贷款处置力度不减，**推动银行全年不良贷款处置总体多于去年，**稳妥应对部分大型企业债务风险，优化不良处置渠道；地区金融机构整体风险可控，但个别机构风险较大，要多措并举、一行一策，但一定要**压实股东责任。**地方政府可通过地方专项债、国有资产入股、引入市场化投资者等多种方式推动中小银行资本补充。（详见外发报告《如何看待银行业一季度经营形势？——银保监会一季度新闻发布会点评》）。

投资策略及重点公司。自 3 月中下旬开始，我们关注资金利率上行的配置思路，认为在资金利率“易上难下”背景下，负债端稳定且具有成本优势的大行将存在较好的相对收益，从近期银行股价表现来看，确实得到了市场的验证。我们也看到**随着银行估值自 3 月以来有所调整，优质银行性价比提升。**

2021 年一季度银行业经营稳定，优质银行仍将获得较好的营收及盈利表现，前期回撤较大的优质银行股，在调整相对充分的基础上，可能存在较好的季报行情。**可择机增配两条主线：一是**业绩确定性较强的优质股份行（如平安、招行等），**二是**江浙沪等经济活力较强地区的头部城商行（如杭州银行、宁波银行等）。

下阶段关注点主要在以下四方面：1）一季报上市银行营收分化的强度，2）二季度核心负债增加的难度，3）二季度负债成本的变化，4~5 月份 NCD 价格“易上难下”，2Q 在输入性通胀压力、两税上缴、准备金缴存等压力下，NCD 价格存在持续走高可能，4）经济发达地区信贷投放高景气的的持续性，后续政策变量对于均衡信贷投放的安排或是扰动因素。

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

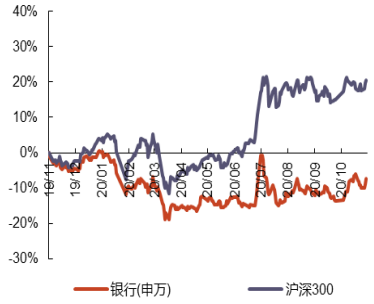
wangyf@ebscn.com

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）

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）

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）

D-SIBs 监管规则进一步完善，4 月看好大型银行相对收益——银行业周报（2021.3.29-4.4）

金融委关注地方金融风险，一季报银行盈利料持续回暖——银行业周报（2021.4.5-4.11）

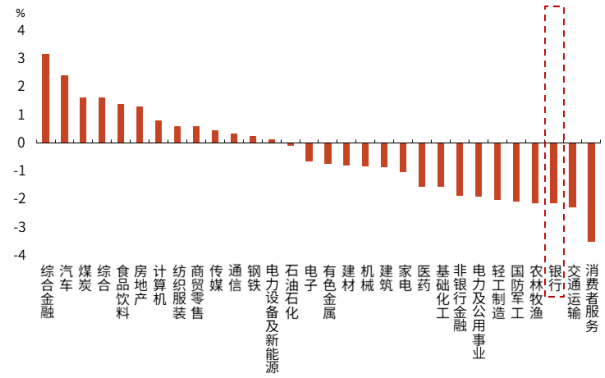
1、 行情走势与板块估值

1.1、 一周市场回顾

A 股：银行板块本周下跌 2.11%，沪深 300 指数下跌 1.37%，银行指数跑输沪深 300 指数 0.74pct。**分行业来看，**综合金融（+3.17%）、汽车（+2.40%）、煤炭（+1.63%）等板块领涨，银行板块排名第 28/30，板块表现处于靠后水平。**个股表现上，**涨幅前十的个股中，农商行及国有行居多；其中，紫金银行（较上周+2.1%）、建设银行（较上周+1.1%）、江阴银行（较上周+1.0%）、张家港行（较上周+0.7%）、常熟银行（较上周+0.6%）涨幅居前。

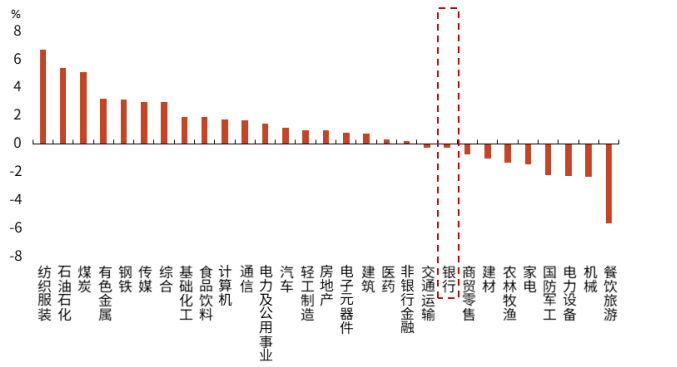
H 股：银行板块本周下跌 0.28%，恒生中国企业指数上涨 0.46%，银行指数跑输恒生中国企业指数 0.74pct。**分行业来看，**纺服（+6.69%）、石油石化（+5.42%）、煤炭（5.08%）等板块领涨，银行板块排名第 21/29，板块表现处于靠后水平。**个股表现上，**涨幅前五的分别是：青岛银行（+11.99%）、广州农商银行（+8.31%）、中信银行（+5.26%）、中国光大银行（+3.63%）和中国银行（+3.01%）。

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个

排序	A 股上市银行	本周涨幅	H 股上市银行	本周涨幅
1	**紫金银行**	2.1%	**青岛银行**	12.0%
2	建设银行	1.1%	广州农商银行	8.3%
3	**江阴银行**	1.0%	**中信银行**	5.3%
4	**张家港行**	0.7%	**中国光大银行**	3.6%
5	**常熟银行**	0.6%	中国银行	3.0%
6	郑州银行	0.5%	**民生银行**	1.6%
7	中信银行	0.4%	农业银行	1.3%
8	中国银行	0.3%	交通银行	1.0%
9	工商银行	0.2%	东亚银行	1.0%
10	民生银行	0.0%	**招商银行**	0.9%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理；注：灰色表示国有银行，A 股银行加粗表示农商行，H 股银行加粗表示股份制银行。

1.2、 板块估值

截至 2021 年 4 月 16 日，**A 股**银行板块整体 PB 为 0.76 倍（较上周-0.92%）、**H 股**银行板块整体 PB 为 0.56 倍（较上周+0.29%）。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 0.91 倍（较上周-2.97%）、股份行 0.91 倍（较上周-2.58%）、农商行 0.73 倍（较上周-0.72%）、国有行 0.68 倍（较上周+0.20%）。

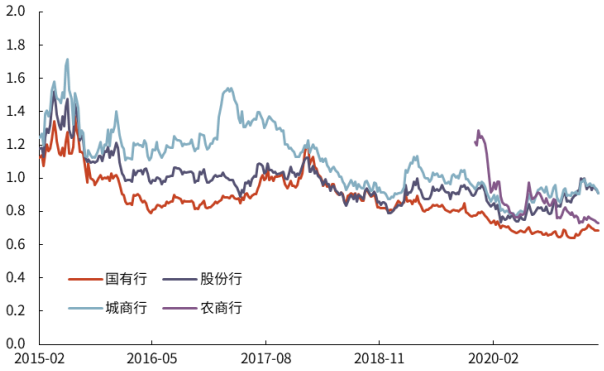
图 3：A 股银行板块 PB 走势

资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2021 年 4 月 16 日

图 4：H 股银行板块 PB 走势

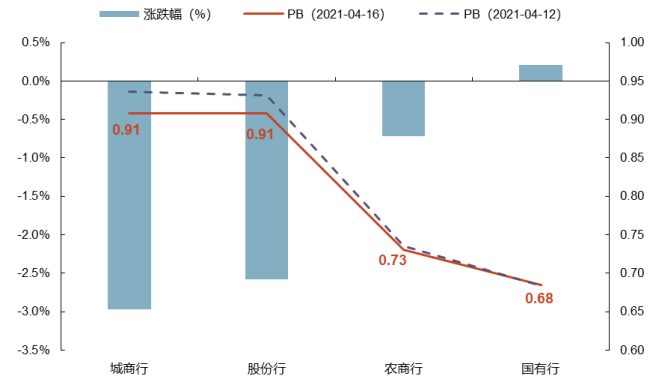
资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2021 年 4 月 16 日

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 4 月 16 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）	A/H溢价（2021较年初）
工商银行	5.43	0.2%	5.44	-1.1%	18.7%	17.9%	0.9%
建设银行	7.26	1.1%	6.54	0.3%	32.1%	26.7%	5.4%
农业银行	3.35	-0.3%	3.11	1.3%	28.1%	31.4%	-3.2%
中国银行	3.32	0.3%	3.08	3.0%	28.2%	42.6%	-14.3%
邮储银行	5.49	-1.6%	5.50	-0.7%	18.7%	29.7%	-10.9%
交通银行	4.89	-0.4%	5.01	1.0%	16.1%	29.8%	-13.7%
招商银行	49.74	-1.0%	59.40	0.9%	-0.4%	6.6%	-7.0%
光大银行	3.91	-1.3%	3.43	3.6%	35.6%	60.7%	-25.1%
中信银行	5.40	0.4%	4.20	5.3%	53.0%	84.5%	-31.6%
民生银行	4.94	0.0%	4.34	1.6%	35.4%	39.8%	-4.4%
浙商银行	3.98	-0.5%	3.49	-0.3%	35.7%	27.9%	7.8%
郑州银行	3.77	0.5%	2.01	0.0%	123.1%	165.0%	-41.8%
青岛银行	5.05	-0.8%	4.95	12.0%	21.4%	58.3%	-37.0%
重庆银行	11.51	-1.5%	5.43	0.0%	152.2%	-	-

资料来源：Wind，光大证券研究所；收盘价为 2021 年 4 月 16 日

图 8：上市银行个股行情表现（A 股及 H 股）

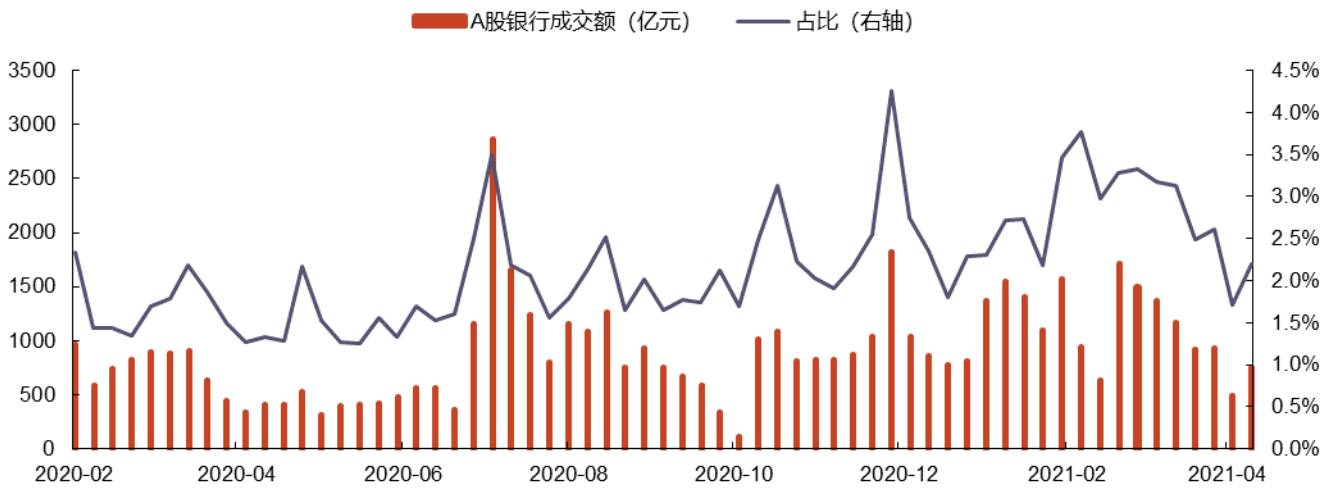
银行名称	最新收盘价	价格表现				估值水平			
						市净率（P/B）		市盈率（P/E）	
	2021/4/16	过去1周变动（%）	过去1个月变动（%）	过去3个月变动（%）	年初以来变动（%）	2020	2021E	2020	2021E
A股银行									
中国银行	3.32	0.3%	0.3%	2.8%	4.4%	0.56	0.50	5.07	4.87
农业银行	3.35	-0.3%	-1.8%	4.7%	6.7%	0.62	0.63	5.43	5.28
工商银行	5.43	0.2%	-3.0%	5.4%	8.8%	0.73	0.67	6.13	5.89
建设银行	7.26	1.1%	-4.2%	8.5%	15.6%	0.80	0.73	6.70	6.33
交通银行	4.89	-0.4%	3.4%	7.7%	9.2%	0.50	0.45	4.64	4.66
邮储银行	5.49	-1.6%	-10.6%	0.9%	14.9%	0.88	0.83	7.90	7.35
光大银行	3.91	-1.3%	-8.2%	-4.2%	-2.0%	0.61	0.56	5.59	5.11
平安银行	20.26	-4.9%	-6.5%	-3.5%	4.8%	1.34	1.19	13.59	12.07
浦发银行	10.54	-0.5%	-5.1%	6.3%	8.9%	0.59	0.53	5.30	5.00
兴业银行	20.89	-10.1%	-15.1%	-8.0%	0.1%	0.82	0.74	6.51	5.95
招商银行	49.74	-1.0%	-8.4%	-2.7%	13.2%	1.96	1.73	12.89	11.49
中信银行	5.40	0.4%	-1.1%	3.8%	5.7%	0.57	0.52	5.40	5.15
浙商银行	3.98	-0.5%	-5.7%	-2.2%	-2.5%	0.73	0.65	6.88	5.53
华夏银行	6.28	-0.9%	-5.0%	0.8%	0.5%	0.44	0.40	4.54	4.54
民生银行	4.94	0.0%	-6.6%	-5.7%	-5.0%	0.47	0.41	6.30	4.65
宁波银行	37.76	-2.7%	-10.6%	-1.6%	6.8%	2.19	1.91	15.07	13.09
郑州银行	3.77	0.5%	-3.8%	-4.6%	-15.5%	0.77	-	8.94	-
青岛银行	5.05	-0.8%	-3.1%	-4.4%	-14.8%	1.02	0.88	9.51	8.68
苏州银行	7.24	-6.2%	-10.5%	-6.9%	-5.7%	0.81	0.75	9.38	8.05
杭州银行	15.05	-6.8%	-14.6%	-3.2%	0.9%	1.10	1.29	12.49	11.10
南京银行	9.25	-5.3%	-8.1%	12.4%	14.5%	0.99	0.90	7.32	6.58
江苏银行	6.19	-0.5%	-7.1%	12.3%	13.4%	0.69	0.62	6.07	5.06
西安银行	4.99	-1.0%	-6.2%	-6.4%	-10.3%	0.87	0.79	8.05	7.05
厦门银行	9.11	-3.4%	-3.2%	-22.7%	-31.0%	1.24	1.23	13.19	11.70
长沙银行	9.66	-4.1%	-14.3%	3.5%	1.5%	0.79	0.86	7.28	6.46
上海银行	8.30	-3.2%	-5.6%	0.5%	5.9%	0.69	0.63	5.65	5.20
北京银行	4.74	-0.4%	-3.3%	-2.9%	-2.1%	0.51	0.46	5.03	4.76
成都银行	10.53	-4.5%	-14.1%	8.3%	-1.3%	0.95	0.84	6.31	5.65
贵阳银行	7.97	-0.3%	-6.8%	1.7%	0.3%	0.70	0.61	4.45	4.01
重庆银行	11.51	-1.5%	-	-	-	1.03	0.92	9.04	8.48
无锡银行	6.03	-1.8%	-10.9%	-0.7%	-0.8%	0.94	0.85	8.56	7.81
苏农银行	4.67	-1.3%	-6.2%	-3.7%	-5.8%	0.70	0.63	8.81	7.96
青农商行	4.34	-2.0%	-5.9%	-10.3%	-14.7%	0.94	0.82	8.15	7.27
张家港行	5.55	0.7%	-6.4%	-4.3%	-9.0%	0.96	0.85	10.02	8.97
江阴银行	4.21	1.0%	-3.2%	0.7%	-1.6%	0.78	0.71	8.65	8.02
渝农商行	4.14	-1.7%	-5.7%	-5.9%	-8.0%	0.50	0.46	5.60	5.08
紫金银行	3.89	2.1%	-1.8%	-5.8%	-7.6%	1.01	0.90	9.88	9.10
常熟银行	7.29	0.6%	-12.0%	1.3%	-1.2%	1.11	1.02	11.08	9.79
H股银行									
中国银行	3.08	3.0%	6.6%	12.8%	16.2%	0.37	0.40	4.22	3.79
农业银行	3.11	1.3%	-2.8%	3.7%	9.5%	0.41	0.45	4.44	4.04
工商银行	5.44	-1.1%	-1.6%	5.4%	8.2%	0.56	0.56	5.17	5.06
建设银行	6.54	0.3%	-0.6%	5.8%	11.0%	0.58	0.56	5.08	5.04
交通银行	5.01	1.0%	8.7%	14.9%	22.2%	0.36	0.39	3.87	3.94
邮储银行	5.50	-0.7%	-10.7%	4.4%	25.6%	0.64	0.72	6.94	6.24
中国光大银行	3.43	3.6%	-2.6%	5.5%	16.3%	0.34	0.41	4.38	3.85
招商银行	59.40	0.9%	-6.6%	-2.5%	21.2%	1.74	1.71	13.18	11.51
中信银行	4.20	5.3%	8.0%	20.0%	27.7%	0.32	0.33	3.76	3.47
民生银行	4.34	1.6%	-11.6%	-8.8%	-1.8%	0.30	-	5.16	3.32
浙商银行	3.49	-0.3%	-5.2%	-10.7%	-7.9%	0.48	0.49	5.49	4.62
渤海银行	3.39	-0.6%	10.4%	-25.5%	-33.1%	0.49	-	6.76	-
重庆银行	5.43	0.0%	3.2%	9.0%	12.0%	0.39	-	3.86	-
青岛银行	4.95	12.0%	13.5%	11.2%	11.2%	0.62	-	9.90	-
郑州银行	2.01	0.0%	-3.8%	-1.5%	0.5%	0.29	-	4.75	-
江西银行	3.28	-0.6%	0.9%	1.5%	-3.2%	0.47	-	8.95	-
徽商银行	2.56	0.0%	-4.5%	0.4%	0.8%	0.29	0.34	3.43	2.65
广州农商银行	3.52	8.3%	7.0%	10.0%	0.6%	0.42	-	6.58	-
重庆农村商业银行	3.36	0.6%	-6.9%	0.0%	6.3%	0.34	0.32	3.82	3.46
大新金融	25.60	-2.8%	-4.8%	8.9%	17.2%	0.29	-	7.06	5.53
大新银行集团	8.78	-1.3%	-4.0%	6.4%	10.3%	0.43	-	8.27	6.60
中银香港	27.30	0.4%	-4.9%	11.4%	16.2%	0.99	-	10.90	-
恒生银行	151.90	-1.2%	-0.1%	6.2%	15.7%	1.59	-	18.17	17.15
东亚银行	16.64	1.0%	-7.9%	-0.6%	1.8%	0.49	0.48	17.21	13.05
渣打集团	52.55	-0.9%	0.0%	0.5%	8.5%	0.46	-	64.26	-
汇丰控股	45.20	-2.9%	-1.3%	7.9%	13.7%	0.61	0.67	31.03	17.70

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；注：A 股收盘价单位是人民币元，H 股收盘价是港元。

2、 资金动向

成交量与成交金额：银行板块本周成交量 84.42 亿股，成交量占全部 A 股的 2.81%，各行业板块中排名 16/30，处于中等水平；成交金额 758.99 亿元，成交金额占全部 A 股的 2.20%，各行业板块中排名 16/30，处于板块中等水平。

图 9：A 股银行板块成交金额与占比



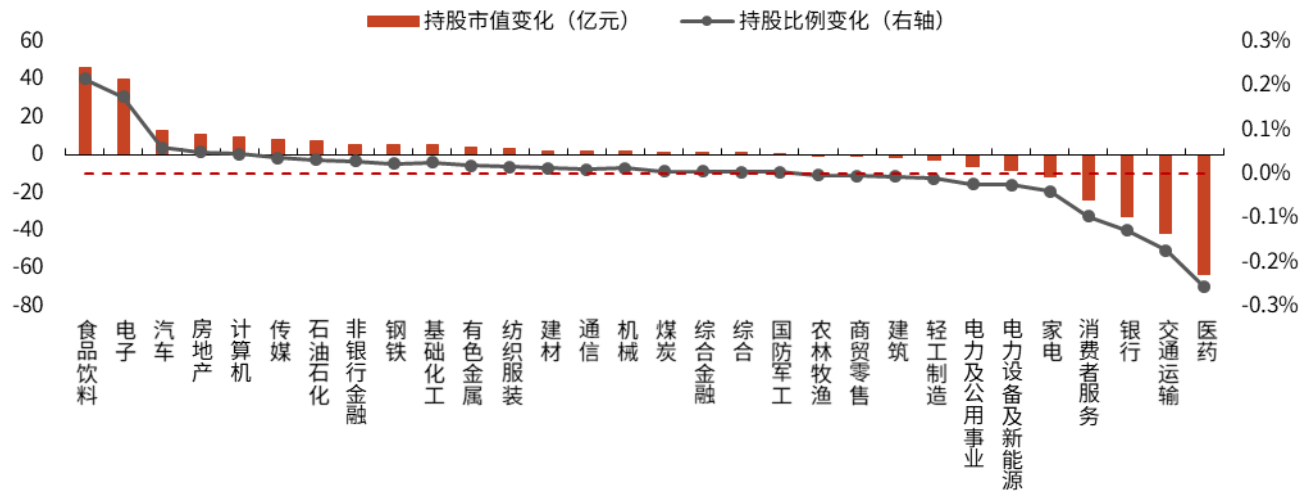
资料来源：Wind，光大证券研究所

北向资金：北向资金本周累计净流入 247.09 亿元（合计买入 2,195.82 亿元，合计卖出 1,948.73 亿元），年初至今累计流入 821.89 亿元。从持仓总市值变化看，增加额居前的行业为食品饮料、电子、汽车，北向资金持有银行股市值减少 32.61 亿元，各行业板块中排名第 28/30；持仓比例变化上，当前对 A 股银行板块持仓比例为 7.89%，较上周减少 0.13pct。个股方面，增持较多的主要是兴业银行(+14.24 亿元)、南京银行(+2.93 亿元)。

南向资金：南向资金本周累计净流入 37.73 亿元（合计买入 586.62 亿元，合计卖出 548.88 亿元），年初至今累计流入 2,112.97 亿元。从持仓总市值变化看，增加额居前的行业为纺服、银行、食品饮料，南向资金持有银行股市值增加 38.79 亿港元，各行业板块中排名第 2/29；持仓比例变化上，当前对 H 股银行板块持仓比例为 19.79%，较上周增加 0.37pct。个股方面，增持较多的主要是建设银行(+1.91 亿元)、中信银行(+1.01 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 1.54 亿元，净流入额占 ETF 基金存续规模的比重约为 0.73%；基金份额净增加 1.00 亿份，净增加份额占存续份额的比重约为 0.54%。

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



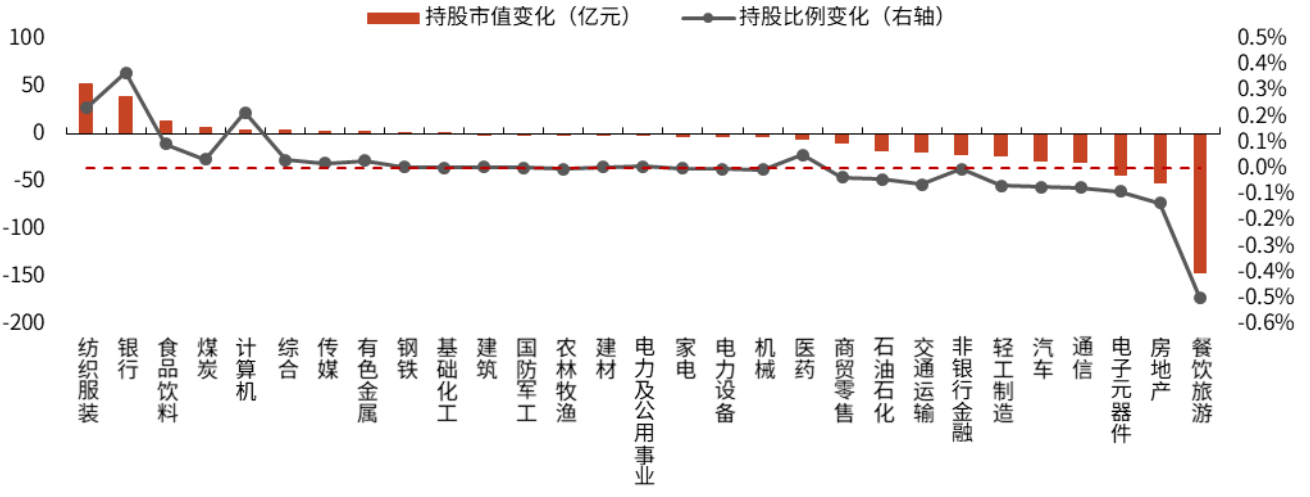
资料来源：Wind，光大证券研究所

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	兴业银行	14.24	浦发银行	-2.23	平安银行	10.9%
2	南京银行	2.93	光大银行	-1.20	常熟银行	5.8%
3	招商银行	2.59	宁波银行	-1.01	招商银行	5.1%
4	中国银行	2.18	邮储银行	-0.87	宁波银行	4.2%
5	建设银行	1.67	民生银行	-0.82	成都银行	3.6%
6	平安银行	1.18	长沙银行	-0.82	兴业银行	3.3%
7	交通银行	1.12	工商银行	-0.67	江苏银行	2.6%
8	杭州银行	0.92	北京银行	-0.62	上海银行	2.3%
9	江苏银行	0.46	中信银行	-0.52	北京银行	2.2%
10	华夏银行	0.20	农业银行	-0.50	南京银行	2.1%

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	1.91	农业银行	-4.93	建设银行	11.1%
2	中信银行	1.01	中国银行	-4.48	汇丰控股	9.4%
3	民生银行	0.84	邮储银行	-4.19	工商银行	7.2%
4	重庆农村商业银行	0.24	汇丰控股	-2.41	中信银行	5.7%
5	郑州银行	0.15	工商银行	-1.89	重庆农村商业银行	5.6%
6	中国光大银行	0.02	招商银行	-0.89	郑州银行	4.3%
7	浙商银行	0.01	中银香港	-0.42	重庆银行	3.1%
8	东亚银行	0.00	恒生银行	-0.24	民生银行	3.1%
9			交通银行	-0.22	农业银行	2.3%
10			重庆银行	-0.08	中国银行	2.1%

资料来源：Wind，光大证券研究所

3、 行业动态及上市银行要闻

■ **中国银保监会召开 2021 年一季度新闻发布会**

4 月 16 日，中国银保监会召开 2021 年一季度新闻发布会，会议总结概括了银行业一季度发展运行情况。具体而言，一季度末银行业的资产和业务均保持稳健增长的态势，主要经营和风险指标业也处在合理区间，净利润同比增长 1.5%，实现了正增长。

■ **人民银行发布《金融机构反洗钱和反恐怖融资监督管理办法》**

《办法》根据我国金融行业发展现状，结合防范化解重大金融风险的要求，完善了反洗钱义务主体范围，将反洗钱有关规范性文件已明确的非银行支付机构纳入《办法》适用范围，增加网络小额贷款公司、银行理财子公司等反洗钱义务主体。

■ **人民银行与 IMF 联合召开“绿色金融和气候政策”高级别研讨会**

易纲在会议中表示表示，人民银行计划推出碳减排支持工具，为碳减排提供一部分低成本资金。人民银行还将通过商业信用评级、存款保险费率、公开市场操作抵押品框架等渠道加大对绿色金融的支持。

■ **央行发布 2021 年 3 月金融统计数据**

4 月 12 日，央行公布了 3 月份的金融统计数据：（1）M2 同比增长 9.4%，增速较 2 月回落 0.7 个百分点；（2）M1 同比增长 7.1%，增速较 2 月回落 0.3 个百分点；（3）新增人民币贷款 2.73 万亿，同比少增 1,200 亿；（4）社会融资规模新增 3.34 万亿，同比少增 1.84 亿，社融增速回落至 12.3%。

■ **宁波银行拟发行不超过 95 亿元二级资本债获批**

4 月 12 日，宁波银行收到《中国人民银行准予行政许可决定书》，获准在全国银行间债券市场公开发行不超过 95 亿元人民币的二级资本债券。

4、 近期重点报告及核心观点

■ “三大利率”阶段性见底了吗？——流动性周报（2021.4.12-2021.4.18）

（报告发布日期：2021 年 4 月 18 日）

报告主要观点：

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。

■ 3 月社融增速回落进一步印证信用收敛——2021 年 3 月份金融数据点评

（报告发布日期：2021 年 4 月 12 日）

报告主要观点：

3 月份新增贷款规模超市场预期，对公中长期贷款一如既往保持高景气度。3 月份新增信贷同比减弱符合市场预期，但 2.73 万亿的绝对值水平超市场预期，信贷需求比较强劲。具体而言：1）3 月份信贷投放“供需两旺”； 2）狭义信贷额度管控仍在发挥作用，但预计中小银行增长偏快。3）表外信用风险偏好结构性下降，需要表内信用进行承接。

社融增速进一步下滑至 12.3%，与贷款增速背离加大。社融存量同比增速为 12.3%，较 2 月份回落 1 个百分点，再度印证信用收敛趋势。同时，社融与贷款增速背离进一步加大，主要与社融与信贷的“非交叉项”如政府债券、非标、企业债等均出现不同程度回落有关：一是政府债券发行偏弱；二是非标融资延续压降态势；三是企业债净融资大幅回落；四是存量票据集中到期导致未贴现票据大幅回落；五是人民币贬值导致外币贷款增势放缓。

M2 同比增速大幅回落，未来稳存增存压力依然显著。3 月份 M2 同比增长 9.4%，较 2 月份下滑 0.7 个百分点，主要是受到去年高基数效应的影响，而从今年情况看：1）货币供给总闸门收窄，货币派生能力下滑；2）类信贷资产配置力度较弱；3）财政资金释放不及去年同期；

下一阶段展望：1）信贷总量方面，今年一季度新增信贷略超去年同期，但 3 月份已有收敛趋势，后续在央行狭义信贷额度进一步管控下，预计 4~5 月份新增信贷将延续弱于去年同期的态势；**2）信贷结构方面，**在“顺周期”经济回暖助力下，传统第一、第二产业贷款增速会进一步增加，推动今年工业企业增加值、资本开支等录得较好表现；**3）社融方面，**预计今年 4 月份新增社融规模维持在 2.8-3.0 万亿左右的水平，增速为 12.0-12.2%，环比小幅回落；**4）一般存款与同业负债“跷跷板效应”难有显著改善。**4 月份一般存款料将进一步回落，而当月 NCD 到期量也高达 1.7 万亿，叠加 4 月为传统缴税大月，预计司库 NCD 发行需求将重新启动。在此情况下，一般存款与同业负债的“跷跷板效应”难有改善空间，NCD 利率或将掉头上行。

■ “利率走廊”亟待打造“2.0 升级版” ——流动性周报（2021.4.6-2021.4.11）

（报告发布日期：2021 年 4 月 11 日）

报告主要观点：

我国利率走廊的演化及存在的问题。我国利率走廊的基本雏形为：上限为 SLF 利率、下限为超额存款准备金利率、政策利率中枢为 7 天 OMO 利率、目标市场利率为 DR007。但走廊运行仍存在诸多问题：

1）SLF 利率作为走廊上限，具有一定“污名”效应，金融机构宁愿承担更高的拆借利率，申请 SLF 的意愿反而不高。

2）超额存款准备金利率作为走廊下限，基本“形同虚设”，DR007 基本未触及过超额存款准备金利率，反而更靠近走廊上限。

3）7 天 OMO 利率的功能尚不统一，在 2016 年下半年-2018 年上半年期间一度沦为利率走廊“隐性”下限，且在一级交易商制度下易滋生套利行为。

4）我国利率走廊上下限过宽，幅度为 270bp，明显高于美欧经济体，不利于市场预期的稳定。

利率走廊机制亟待进一步升级：

1）激活走廊上限功能，变“行政管制”为“市场化纠偏”，将更多中小机构纳入 SLF 交易范畴，建立起包括国债和达到一定评级要求的地方政府债券、金融债、公司类信用债，以及满足内部评级要求的银行贷款等在内的抵押品体系。同时加强宣导，逐步消除 SLF 的“污名效应”。

2）明确合理的利率走廊宽度。未来应考虑适度收窄利率走廊宽度。在上调政策利率时，可考虑“调下限、稳上限”，而在下调政策利率时，则考虑“调上限、稳下限”。

3）DR 要着力推进“提升基准性、降低波动性”， 规范 DR 的参与主体范围，稳定金融市场杠杆率，引导短期资金供需趋于均衡，避免机构过度加杠杆行为造成 DR 波动加大。

4）可考虑增设隔夜流动性投放工具，让市场的隔夜拆借定价能够有一个明确的基准锚作为参考，而非仅仅是在隔夜利率突破走廊上限时采用窗口指导，或被动投放流动性来维稳。

5、 投资策略及重点推荐公司

结合银保监会一季度业绩发布会情况来看，一季度银行业净利润增速 1.5%，盈利增速同比转正；2020 年商业银行净利润增速-2.7%，虽然银行业与商业银行口径有一定差异，仍可印证银行业整体经营形势环比向好。我们结合新闻发布会披露数据推演上市银行财报情况（考虑样本、口径等差异因素），上市银行营收表现预计分化，1Q 净息差小幅收窄，非息收入因利率上行而承压；资产质量稳定，部分银行有望实现拨备反哺利润。2020 年，银行业大幅增加拨备计提与风险处置力度，截至 2020 年末，上市国股行中，部分银行不良率仅在 1%左右，而拨备覆盖率大于 200%，信用成本预计边际趋降，并有望形成利润释放的来源。（详见外发报告《如何看待银行业一季度经营形势？——银保监会一季度新闻发布会点评》）

自 3 月中下旬开始，我们关注资金利率上行的配置思路，认为在资金利率“易上难下”背景下，负债端稳定且具有成本优势的大行将存在较好的相对收益，从近期银行股价表现来看，确实得到了市场的验证。我们也看到**随着银行估值自 3 月以来有所调整，优质银行性价比提升。**

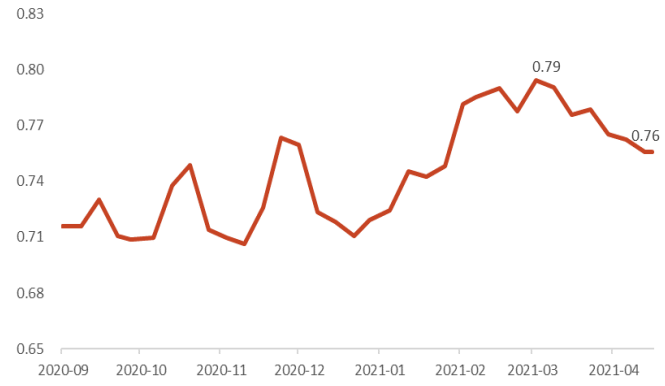
2021 年一季度银行业经营稳定，优质银行仍将获得较好的营收及盈利表现，前期回撤较大的优质银行股，在调整相对充分的基础上，可能存在较好的季报行情。可**择机增配两条主线：**

1）优质银行业绩确定性更强，头部零售银行有着可持续的稳定业绩输出能力以及强劲的财务报表，且以财富管理、轻资产业务、金融科技等为代表的特色标签有望持续获得估值溢价。持续推荐平安、招行。

2）地处该地区的优质上市银行具有较好的禀赋优势，在疫情后经济复苏过程中更容易获得“戴维斯双击”。重点推荐江浙沪等经济活力较强地区的头部城商行，如杭州、宁波等。

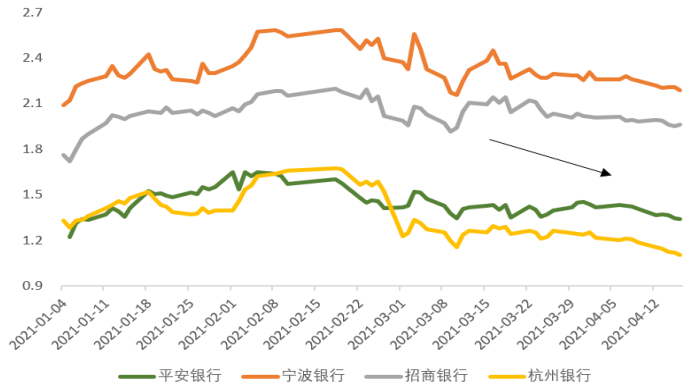
现阶段市场预期正在逐步修正过程中，若市场逐步接受的行业 1Q 营收弱而盈利强的事实，调整时间可能缩短。下阶段关注点主要在以下四方面：1）一季报上市银行营收分化的强度，2）二季度核心负债增加的难度，3）二季度负债成本的变化，4~5 月份 NCD 价格 “易上难下”，2Q 在输入性通胀压力、两税上缴、准备金缴存等压力下，NCD 价格存在持续走高可能，4）经济发达地区信贷投放高景气的的持续性，后续政策变量对于均衡信贷投放的安排或是扰动因素。

图 12：A 股上市银行 PB 估值走势在 3 月份经历了调整



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2021 年 4 月 16 日

图 13：股价调整提升优质银行配置性价比（图为 PB 估值走势）



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2021 年 4 月 16 日

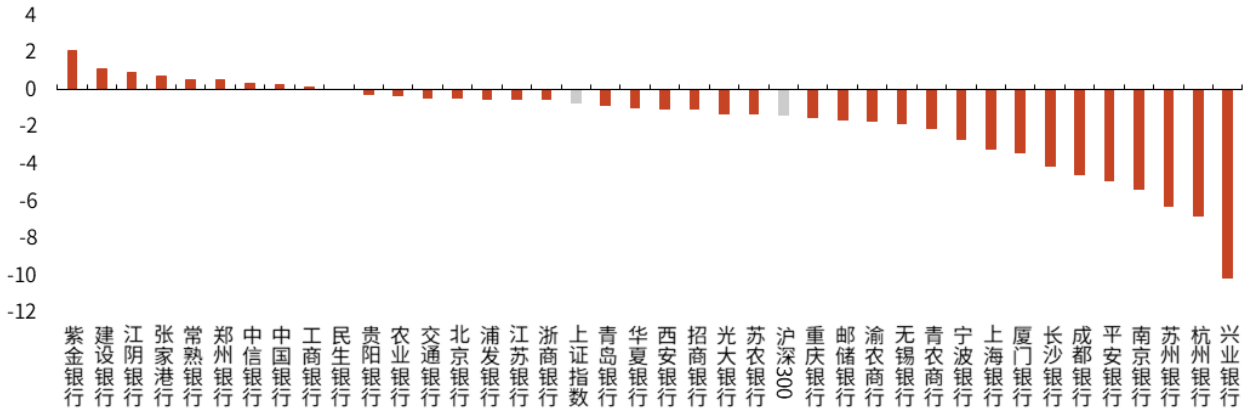
6、 风险提示

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：经济复苏进程对信贷需求及资产质量的影响，银行理财整改可能对资本充足率及利润的冲击。

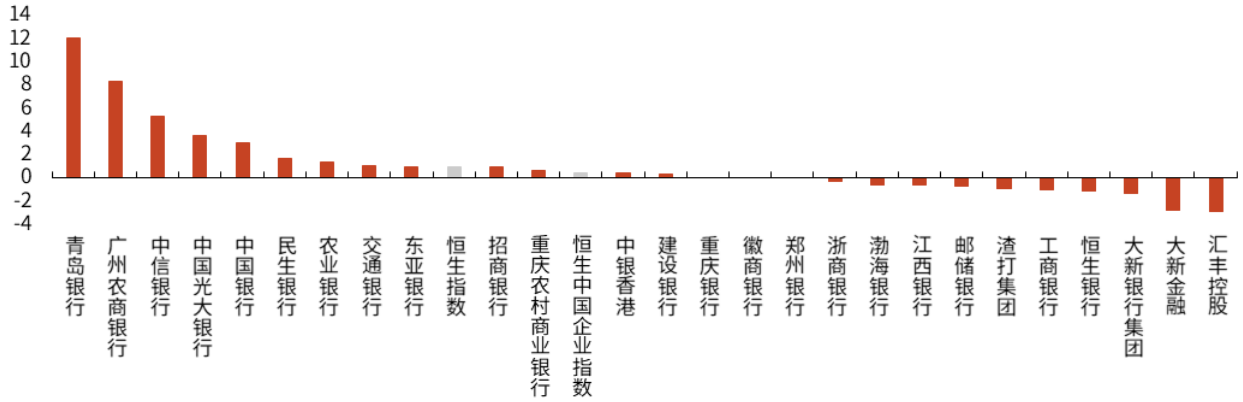
7、 附录

图 14：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 15：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

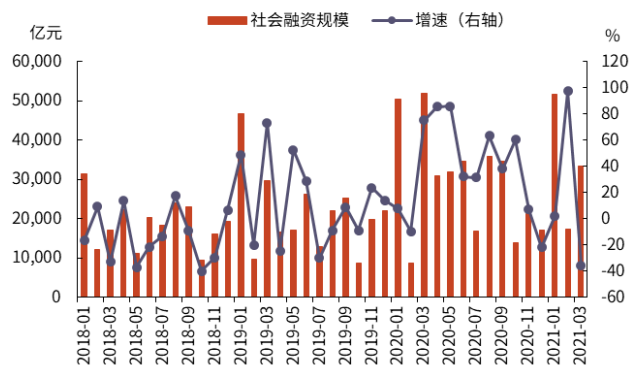
图 16：A 股银行板块 PE 走势

资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2021 年 4 月 16 日

图 17：H 股银行板块 PE 走势

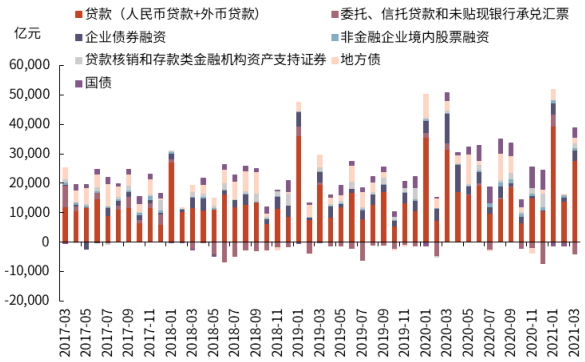
资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2021 年 4 月 16 日

图 18：新增社融及同比增速



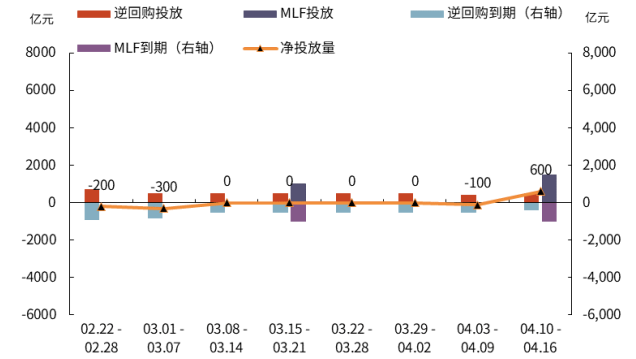
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 19：新增社融结构



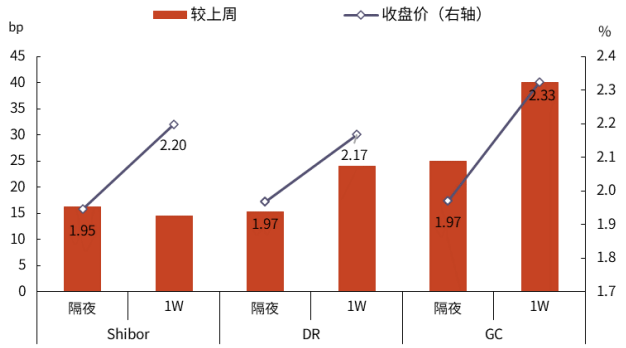
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 20：央行公开市场操作情况



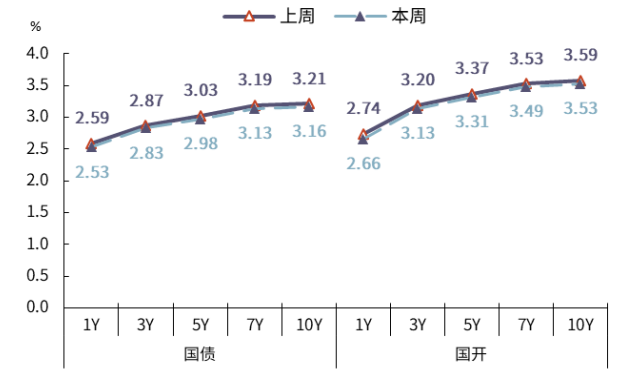
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 21：银行间与交易所资金利率走势



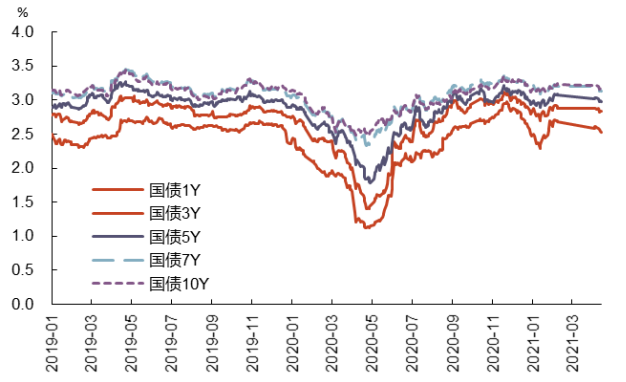
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 22：债券收益率曲线



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 23：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曾与，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
c

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

原点资产