

守得云开见月明

——对近期银行股和债券市场的投资思考

2021年04月21日

 王一峰：银行业首席S0930519050002

 刘 杰：联系人

 证券研究报告

- 银行业经营资产负债分析
- 当前流动性形势分析要点
- 投资思考
- 风险提示

信用投放总体目标是“不多不少”，3月贷款投放“受控增长”，4-5月份同比延续回落态势

今年监管机构对银行延续每个月信贷额度调控，要求不得多增也不得少增。一季度多增。未来货币政策可能呈现“稳中略偏紧”态度，政策需要对通胀预期、资产价格泡沫做出预防性安排。

微观调研显示对公信贷投放力度好，实体经济回暖，今年整体新增信贷呈现出较明显的“需求拉动”特征。

从整个信用投放结构来看，表现出三个重大分化：

- 1) 机构投放分化，城农商行是主要的信贷多增贡献者，大行受控。
- 2) 行业投向分化，工业企业增速加快，预示周期回暖的可持续性。
- 3) 区域投向显著分化，未来政策可能要求对公区域投放均等化。

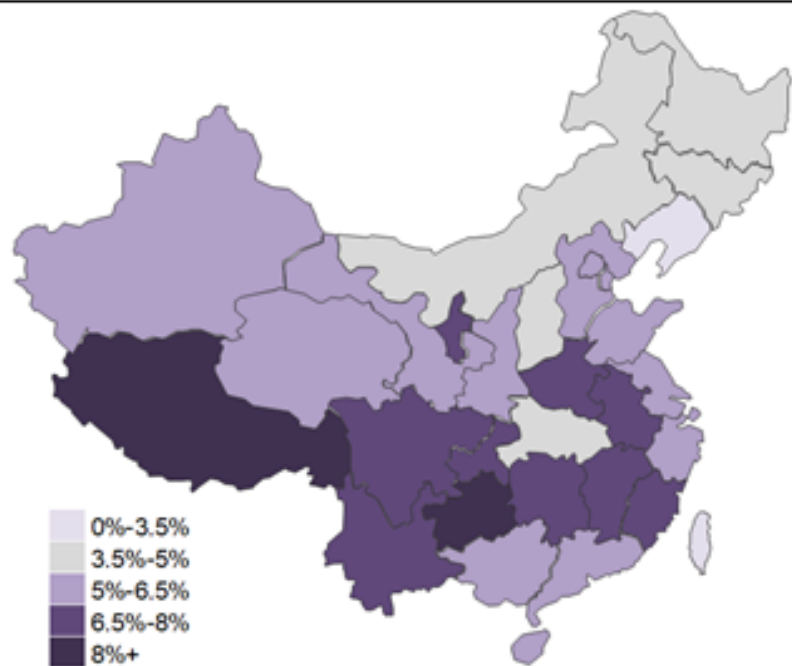
预计4~5月份新增信贷将延续弱于去年同期的态势，初步预计4月份规模维持在1.4-1.6万亿水平。预计今年4月份新增社融规模维持在2.8-3.0万亿左右的水平，增速为12.0-12.2%，环比小幅回落。

信贷投放结构的“三重分化”——区域分化（1）

- **区域分化态势显著拉大。**过去三年，高风险地区对公中长期贷款增长较缓慢，经济增长较好地区对公中长期贷款增长较好。个别省份甚至出现了全国性银行对公信用投放的负增长，只能依靠本地金融机构提供相应信用支持，这些省份未来潜在的风险压力较大，甚至会进一步加剧。
- **苏浙沪地区疫后经济恢复情况较好，信用增长强度较大，其中，浙江省对公中长期贷款增速较高。**这些地区的经济、金融生态和信用增长环境是统一的，几乎处于历史最佳水平。目前，我国看到维持较高信用增长与良好资本开支的地区主要集中在苏浙沪和珠三角的部分省份。
- **区域金融均等化发展亟待加强。**今年3月22日，央行召开全国24家主要银行信贷结构优化调整座谈会，提出信贷结构的“稳、进、改”三字方针。其中“改”是要因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。预计后续央行会指导银行调整内部考核指标，以提高对弱区域的信贷投放，并推动大行积极介入，以加强区域金融均等化发展。

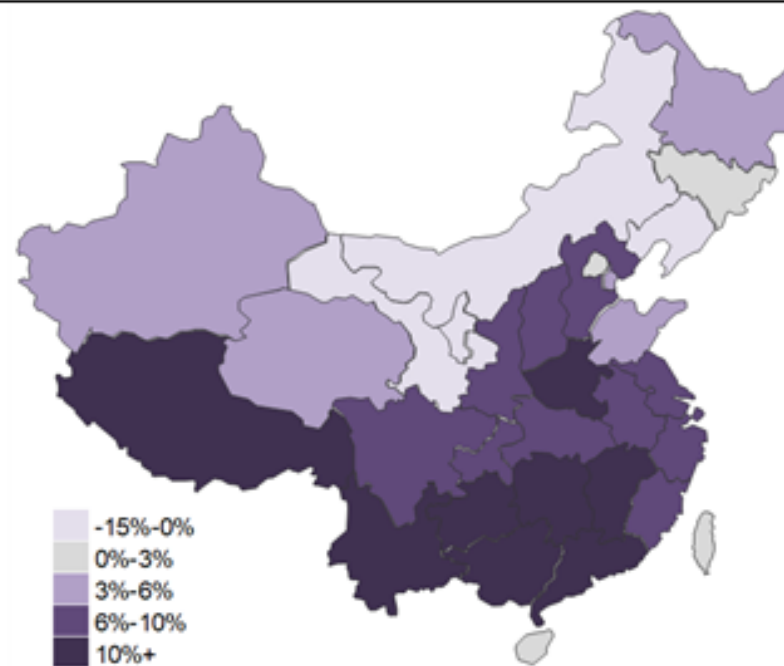
信贷投放结构的“三重分化”——区域分化（2）

图1：各地区GDP增速热力图



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2015年-2020年9月份均值

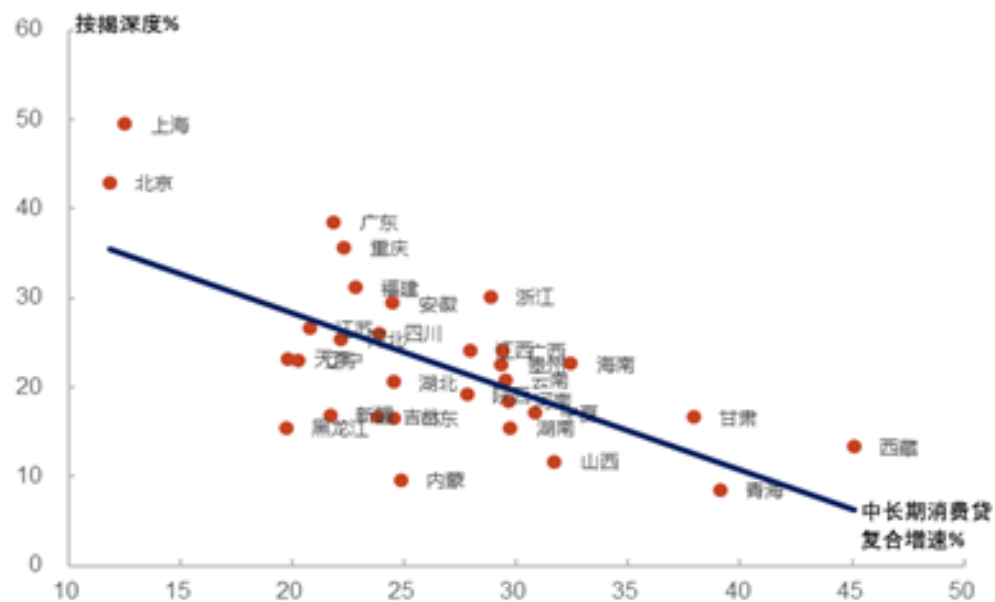
图2：各地区固定资产投资增速热力图



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2015年-2020年9月份均值

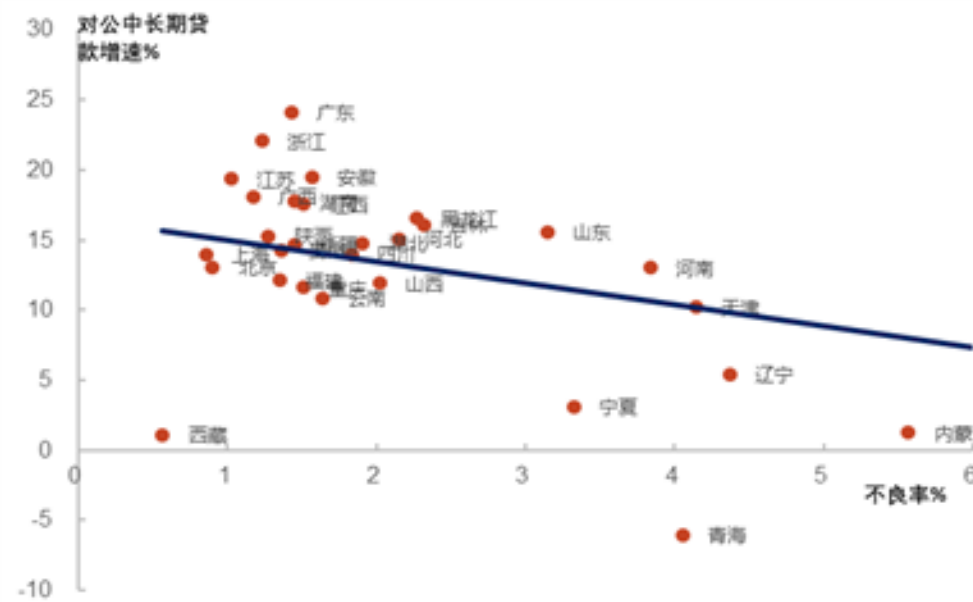
信贷投放结构的“三重分化”——区域分化（3）

图3：按揭贷款投放呈现一定区域均等化迹象



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2007年12月-2020年11月

图4：对公中长期贷款增速与不良率运行情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2016-2020年11月

信贷投放结构的“三重分化”——行业分化

行业投向分化，工业企业增速加快，预示周期回暖的可持续性。今年银行业整体对工业企业贷款投放增速上升，2月份制造业中长期贷款同比增速为38.8%，1月份为36.5%。我们预计在“顺周期”经济回暖助力下，工业企业贷款增速会进一步增加，推动今年开年以来的工业企业增加值、资本开支等表现好于预期。

从其他行业来看：（1）基建领域投融资行为较为稳健。（2）普惠小微企业贷款持续向好，2月末增速达到35.5%，预计3月份维持高景气度。（3）房地产行业按揭贷款处于“供需两旺”状态，虽然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，3月末增速14.5%。在“三道红线”以及房地产贷款集中度政策约束下，开发贷增速一般，目前房地产融资调控政策主要表现为表内企业端融资紧缩和表外土地前融端融资收紧，因此房地产企业风险仍需重视，弱资质房企压力在持续上升。（4）信息技术行业信贷维持高速增长。

在零售端，非场景化零售贷款，如个人经营性贷款增速维持高位，3月末增速24.6%；综合消费金融贷款增速也较快；但场景类信贷，如信用卡贷款增速相对较慢。观测数据显示：截至2020年末，信用卡不良率为2.1%左右，较2019年提升0.3-0.4个百分点，资产质量压力加大也使得银行适度加强了对信用卡额度的管控。信贷资金存在“跑冒滴漏”进入房地产市场和资本市场的迹象。经营性贷款新政将支持“真小微”，促进小微贷款价格稳，而按揭价格涨。

MPA贷款利率点差考核容忍度放松，贷款定价“不左不右”

从增量角度来看，资产端贷款需求较好，负债端存在压力，贷款端增量贷款定价拐点已经显现。截至2月份对公贷款利率反弹有反复。去年一般贷款利率呈现逐季下降态势。其中二季度一般贷款利率降幅较为明显，三、四季度降幅有所放缓。今年以来，1月对公贷款利率反弹，2月下行，3月反弹。截至2月末，企业贷款加权平均利率为4.56%，较年初降幅为5bp。全年来看，预计一般贷款利率呈现“缓慢爬坡”态势。

MPA贷款利率点差考核容忍度有所放松。年初央行对MPA贷款利率点差考核的容忍度有所放松，此举主要是顺应了当前经济复苏、利率上行的“紧信用”市场环境，属于随行就市调整，并非“加息”。

从存量看，1季度银行业息差预计收窄3-5BP，部分银行息差稳定，部分银行NIM收窄较多。资产端和负债端的一次性重定价同步反映，导致资产端价格出现10bp左右的下降，负债端价格也同步下降。我们预计2021年一季度息差较去年四季度息差有所收窄，但是后期存在企稳反弹的因素，需主要观测负债成本变化。

“三大现象”表征稳存增存难度加大

现象一：总量上，银行存贷板块资金来源与运用不匹配程度有所加剧，存贷比上行

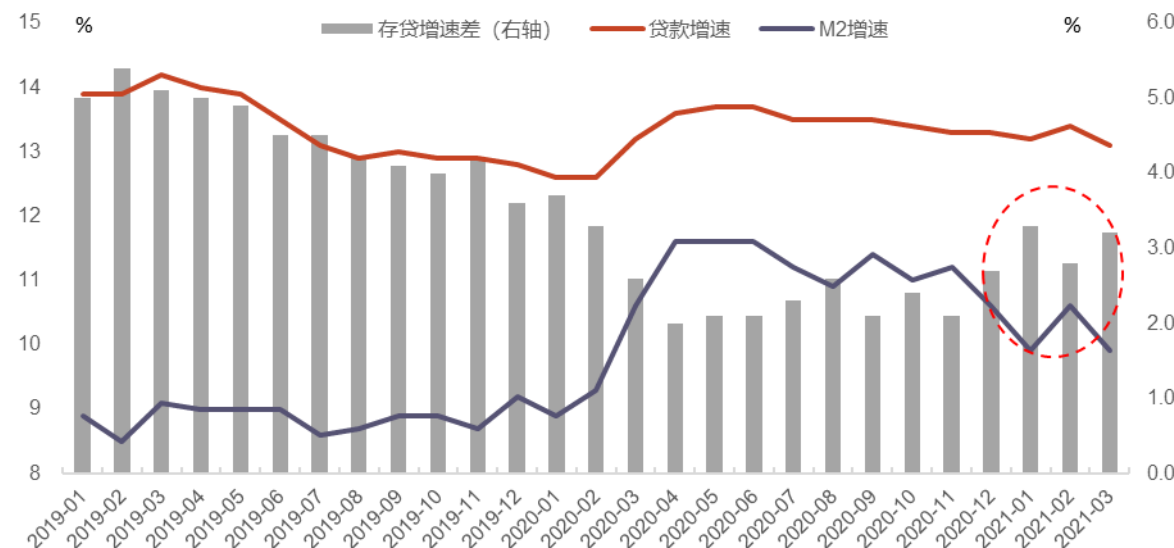
1-2月份增量存贷比（一般存贷款口径）为163%，同比提升7个百分点，在2016-2021年期间仅次于2018年水平。

存贷增速差由波谷的2%（2020年4月份）提升至2021年2月份的2.8%，反映出银行存贷板块资金来源与运用不匹配的情况有所加剧

表 1:2016-2021 年 1-2 月份期间增量存贷比运行情况（万亿）

时间	各项贷款	各项存款	一般贷款	一般存款	增量存贷比
2016	3.23	2.97	3.35	2.07	162%
2017	3.20	3.71	3.34	2.10	159%
2018	3.70	3.60	3.69	1.29	286%
2019	4.12	4.51	4.33	3.54	122%
2020	4.23	3.92	4.21	2.69	156%
2021	4.98	4.68	5.16	3.17	163%

图5：贷款与存款增速差自2020年4月份以来逐步上行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019年1月-2021年3月

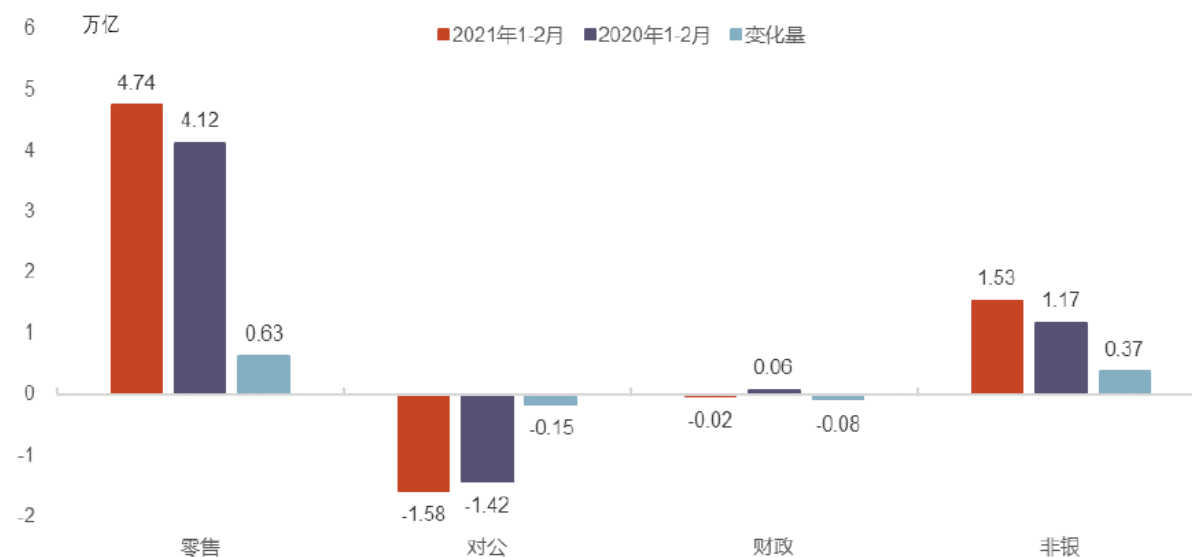
“三大现象”表征稳存增存难度加大

现象二：结构上，一般存款与同业存款形成了“跷跷板”效应

(1) 2021年1-2月份，一般存款合计新增3.17万亿，同比多增0.48万亿，但一般贷款同比多增0.95万亿，即一般存款增长无法支撑信贷投放所需的资金量。

(2) 2021年1-2月份，非银存款新增1.53万亿，同比多增0.37万亿，政府存款与去年相比变化不大。

图6：2021年银行负债结构有所恶化，一般存款与同业存款形成了“跷跷板”效应



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

“三大现象”表征稳存增存难度加大

现象三：分布上，存款在机构间不平衡现象有所加剧

(1) 机构分布上，国有大行、农商行和农信社存款增长形势较好，股份制银行压力最大。

(2) 2020年6月-2021年2月期间，六大行存贷比由72.77%小幅提升至75.60%，幅度相对有限，但股份制银行存贷比由92.06%提升至101.36%，幅度高达9.2个百分点。

图7：不同类型机构一般存款与非银存款增长情况

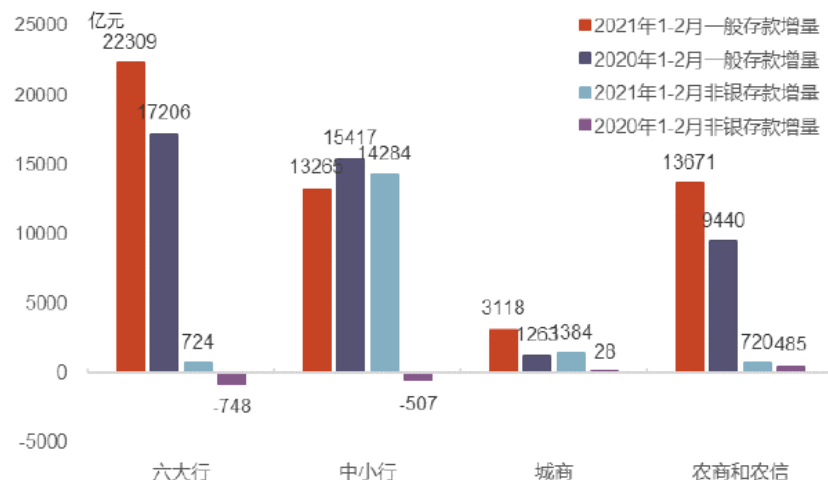
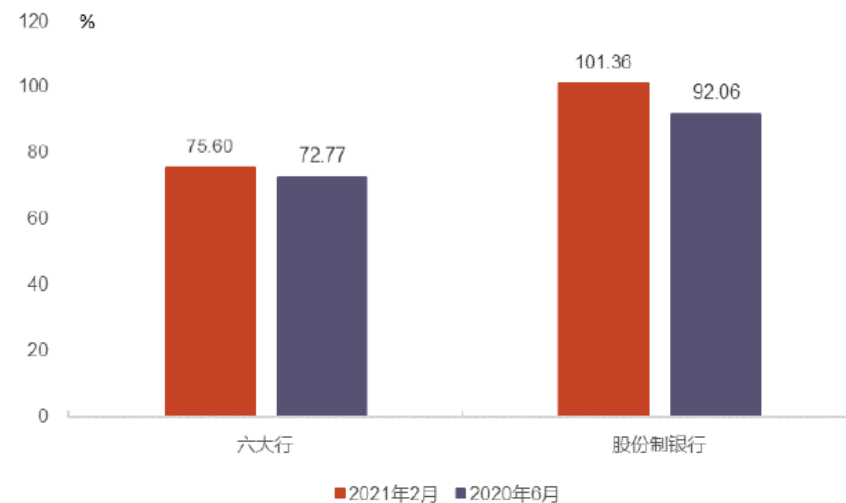


图8：股份制银行2020年下半年以来存贷比明显上行



综合负债成本上行压力加大

现象一：稳存增存压力导致高成本主动负债“易增难减”

(1) 定期类存款增长较快。1-3月份合计新增6.83万亿，截至3月末，定期类存款占比为48.9%，较年初上行1.3个百分点。

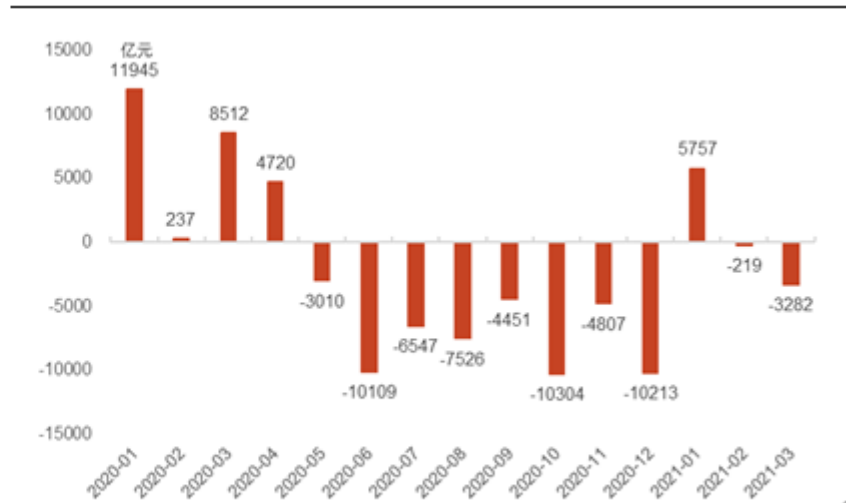
(2) 2020年持续结存压降“后遗症”开始显现，2020年5-12月银行累计压降5.7万亿，但核心存款力度不足，部分通过大额存单、NCD等进行承接，造成负债稳定性下降。

图9：今年1-3月份定期类存款占比进一步提升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月-2021年3月

图10：今年1-3月份结构性存款增长约2256亿



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月-2021年3月

综合负债成本上行压力加大

现象二：核心负债与同业负债成本面临双升格局

(1) 核心负债成本承压。截至2021年2月份，3Y定期利率较2020年9月上涨16.5bp，2年期、1年期、6个月期、3个月期各期限上涨在10bp以内。

(2) 市场利率中枢高位运行，同业负债成本上升。一季度NCD、短端利率、金融债发行利率较2020年均值均有10-40bp的抬升。

表 2：2021 年 2 月份银行整存整取定期存款平均利率情况

	3M	6M	1Y	2Y	3Y
2021 年 2 月份平均利率 (%)	1.46	1.72	2.04	2.76	3.50
较基准利率上浮 (%)	32.9	32.5	36.3	31.3	27.1
环比增幅 (bp)	0.2	0.2	0.7	0.9	1.9
较 2020 年 9 月提升幅度 (bp)	1.2	1.5	4.1	9.3	16.5

资料来源：融360大数据研究院，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

未来负债结构和机构分化的再平衡推演

(1) **整体压力**：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，若央行不通过降准或超额投放MLF等方式补充中长期资金，银行稳存增存压力难以得到缓解。“总闸门”是核心变量。

(2) **负债结构**：进入非银市场的资金难有大幅回流空间，非季末月份股份制银行一般存款增长不容乐观，同业负债占比进一步提升。特别是4-5月份，资金面易紧难松，预计司库需要加大NCD发行和净融入力度，届时广谱利率将进一步上冲。

(3) **机构分化**：一般存款在机构间的分化，将主要在季末月份进行再平衡，且更多表现为股份制银行在下旬冲量，而这种冲量所形成的资金缺乏稳定性，往往跨季后即出现大幅流失。

- 银行业经营资产负债分析
- 当前流动性形势分析要点
- 投资思考
- 风险提示

是什么造成了增存稳存的压力？

- (1) “总闸门”相对偏紧，结构性流动性短缺框架已基本形成，信贷投放会对超储形成持续消耗，进而导致货币乘数下滑和派生能力减弱。
- (2) 超储率在机构间分布不平衡。尽管3月份为季末月份，但一般存款增长仍显乏力，与同业负债的“跷跷板效应”并未得到实质性缓解。资金进入非银体系造成了三大问题：A) 负债稳定性下降；B) 负债机构间不平衡；C) 负债成本上行。

这种形势下，银行体系存在增存稳存的压力，机构间资金不平衡加剧，导致今年以来部分银行LCR、NSFR指标开始承压。

表3：近5年以来一季度货币投放情况（亿元）

	OMO+MLF+TMLF 净投放	TLF	CRA	普通降准	普惠金融定向降 准
2017	-4180	✓			
2018	-5645		✓		3000
2019	-18060			1%释放 15000	2500
2020	530			0.5%释放 8000	5500
2021	-6005				

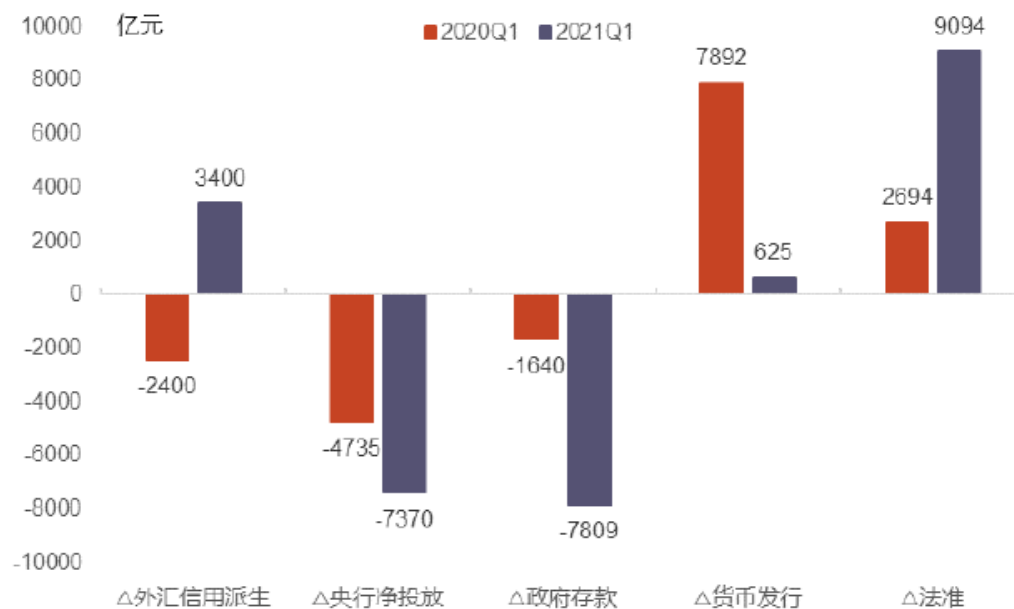
支撑春节后流动性宽松的三大特定因素可持续性存疑

特定因素一：政府存款。二季度并非财政支出大月，近5年来二季度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。

特定因素二：外汇信用派生。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。

特定因素三：货币发行。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11：2020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

对二季度流动性不可过度乐观

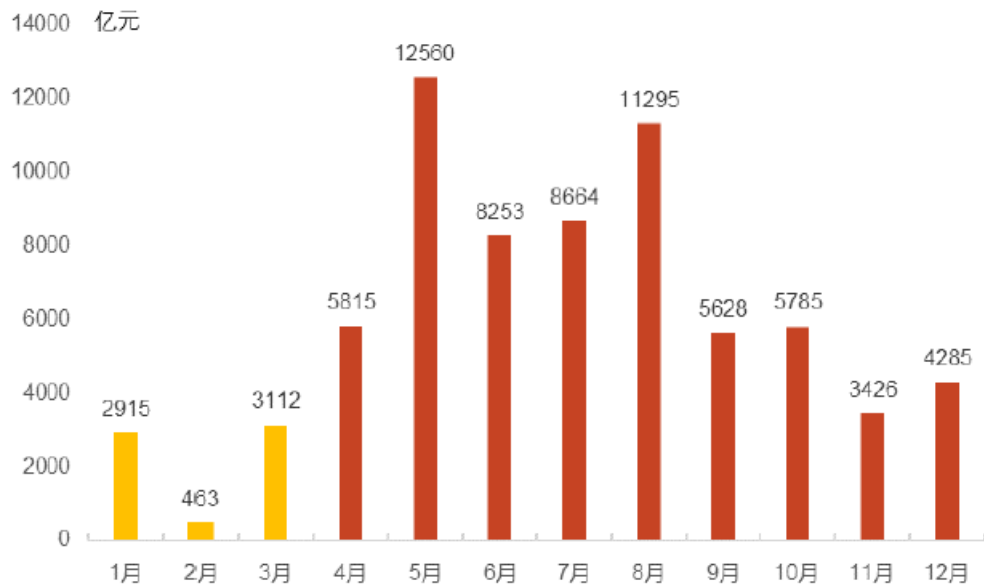
在流动性结构性短缺框架下，如果没有持续稳定的中长期资金补充，银行体系运行一段时间即会出现超储紧张。2021Q1法准缴纳规模为9094亿，较2020Q1多增6400亿，主要与去年疫情期间央行降准有关。若后续缺乏稳定的中长期资金来源，银行资产投放和法准补缴会持续消耗超储，超储率将再度出现下行压力。

5月份政府债券供给将迎来全年峰值。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。

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。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。

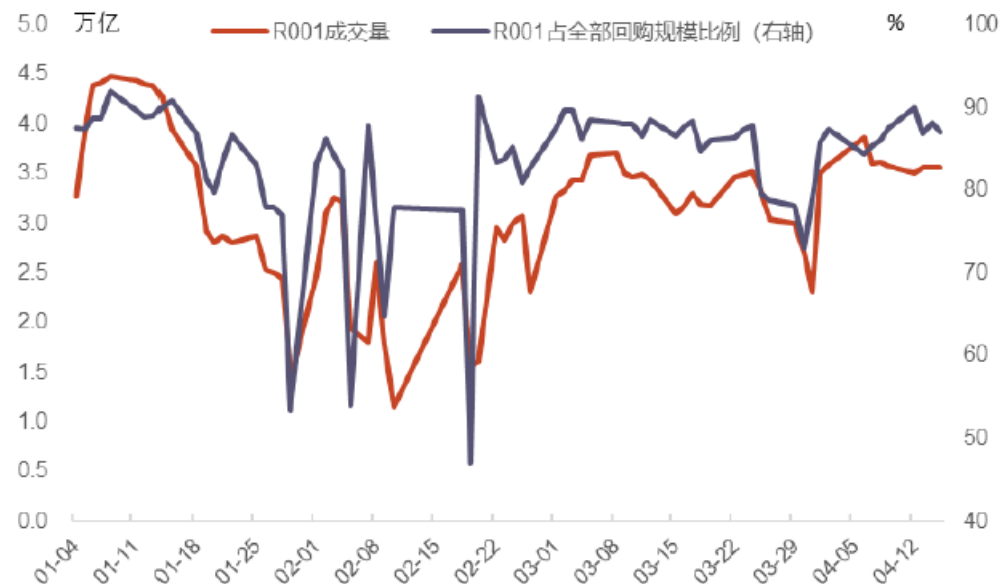
对二季度流动性不可过度乐观

图12：2021年政府债券净融资预测



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

图13：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

短端：DR是一个合适的“基准锚”吗？

短端拆借资金利率的“量”“价”关系：

公开市场操作理论上应该量价等效对偶。当侧重点在价的目标时，量（招标规模）就要随行就市；当侧重于操作量时，价格（中标利率）就会随行就市。

现阶段，央行要实现“控价”，理想状态是让 Δ 超储在0附近震荡运行，或至少不出现较大幅度波动，而DR007作为水池中的“浮标”刻度稳定，不会因超储水位过高而淹没，也不会因过低而凸起。

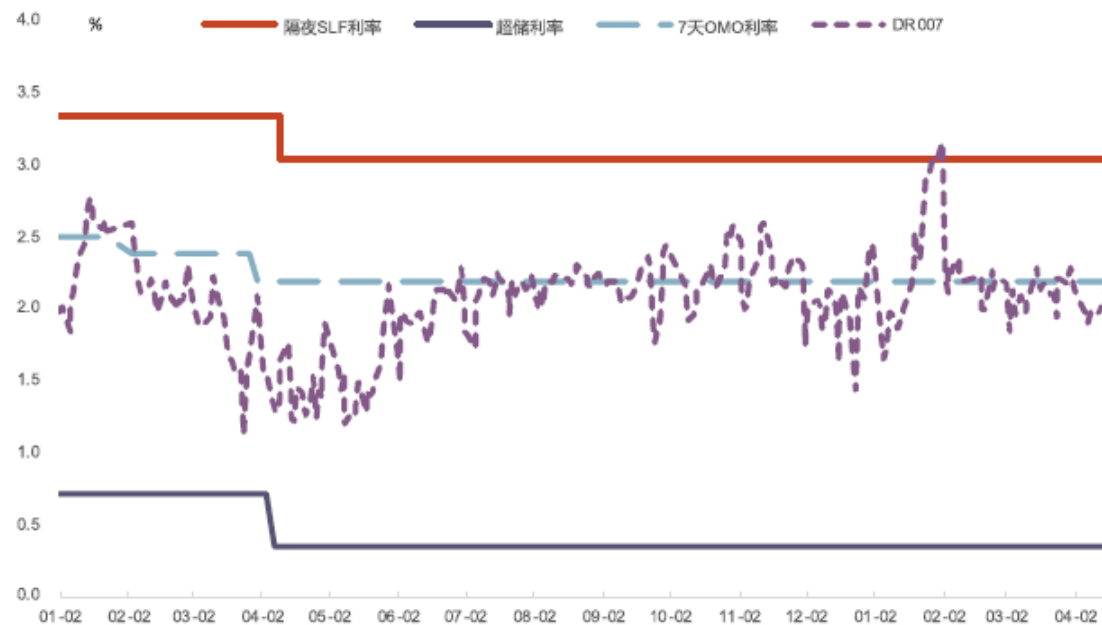
关注“量”仍有意义，“价”以“量”为基础和手段，也释放高频的信号：一是综合经济基本面以及货币政策执行报告、货币政策例会判断货币政策取向；二是综合关注超储水池外汇占款、央行净投放、政府存款、缴准以及现金等管道的变化；三是看基础货币边际投放量，央行贷方地位较强，量的边际操作即可形成对金融市场的影响。

“价”也有局限性，市场利率容易“上蹿下跳”，而政策利率调整频率较低。由于我国货币政策的多目标特性，加之影响资金面松紧度的因素颇多，央行难以做到精确引导，甚至某一时期需要在多目标中进行综合权衡，阶段性导致市场利率偏离政策利率。

短端：DR是一个合适的“基准锚”吗？

未来发挥DR市场化基准利率地位需要降低DR波动性

图14：短端利率走廊运行情况



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

中端：NCD利率或已阶段性见底

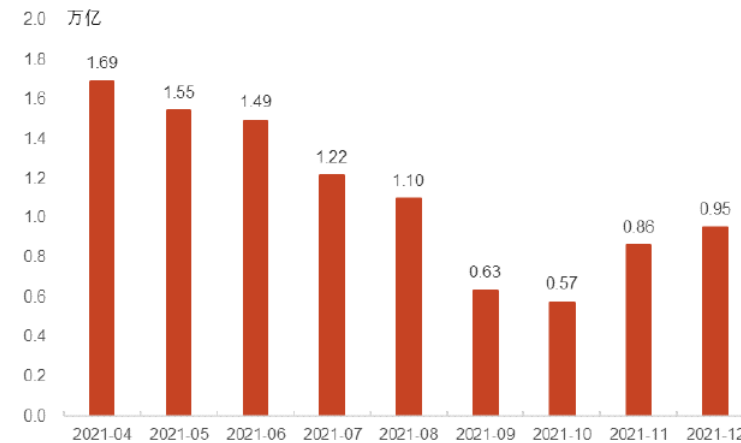
近期，1Y国股NCD利率跌破3%，或已阶段性见底。

供给端：银行稳存增存压力加大，4月下旬NCD到期量近1万亿，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，NCD配置规模较大，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。

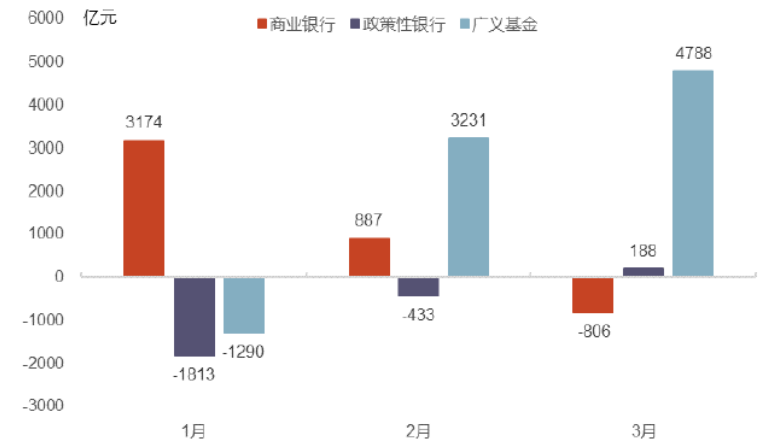
目前，国股1Y-NCD利率已跌破3%并接近1Y-MLF利率，后续NCD价格可能再度回归至3%以上，而在支撑流动性的政府存款、外汇信用派生以及货币发行三大特定因素不可持续的情况下，对后续资金面不应过于乐观，NCD利率仍存在上行可能。

图15：2021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16：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

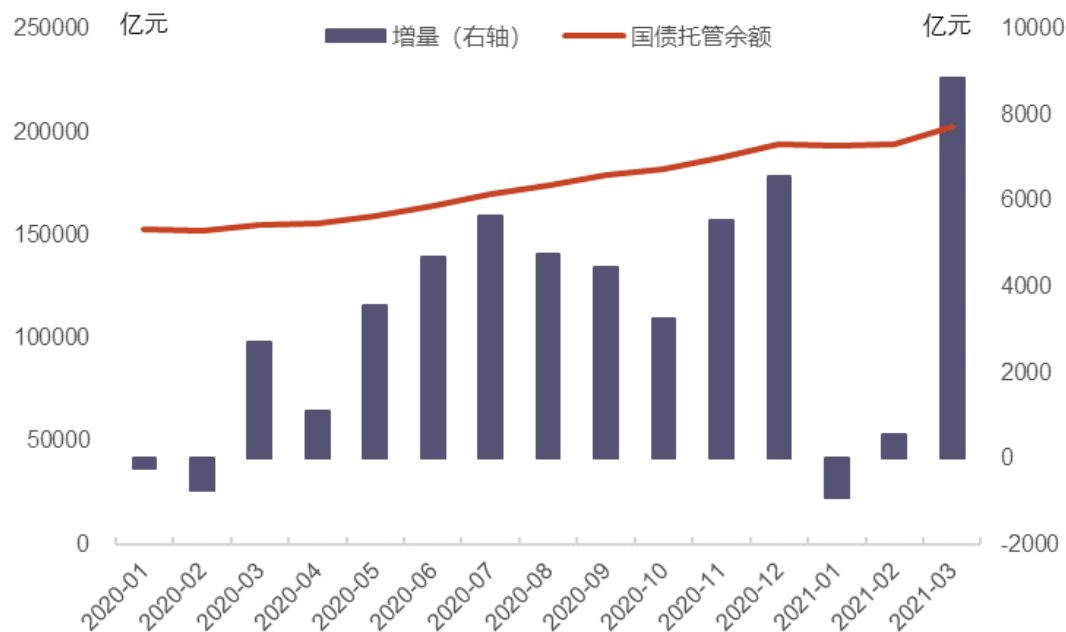
长端：配置需求逐步释放，对债券利率形成一定支撑

配置需求逐步释放。3月份利率缓步下行背景下，机构增持利率债意愿提升，其中商业银行、广义基金配置力量较强。

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。

图17：3月份国债托管量大幅提升

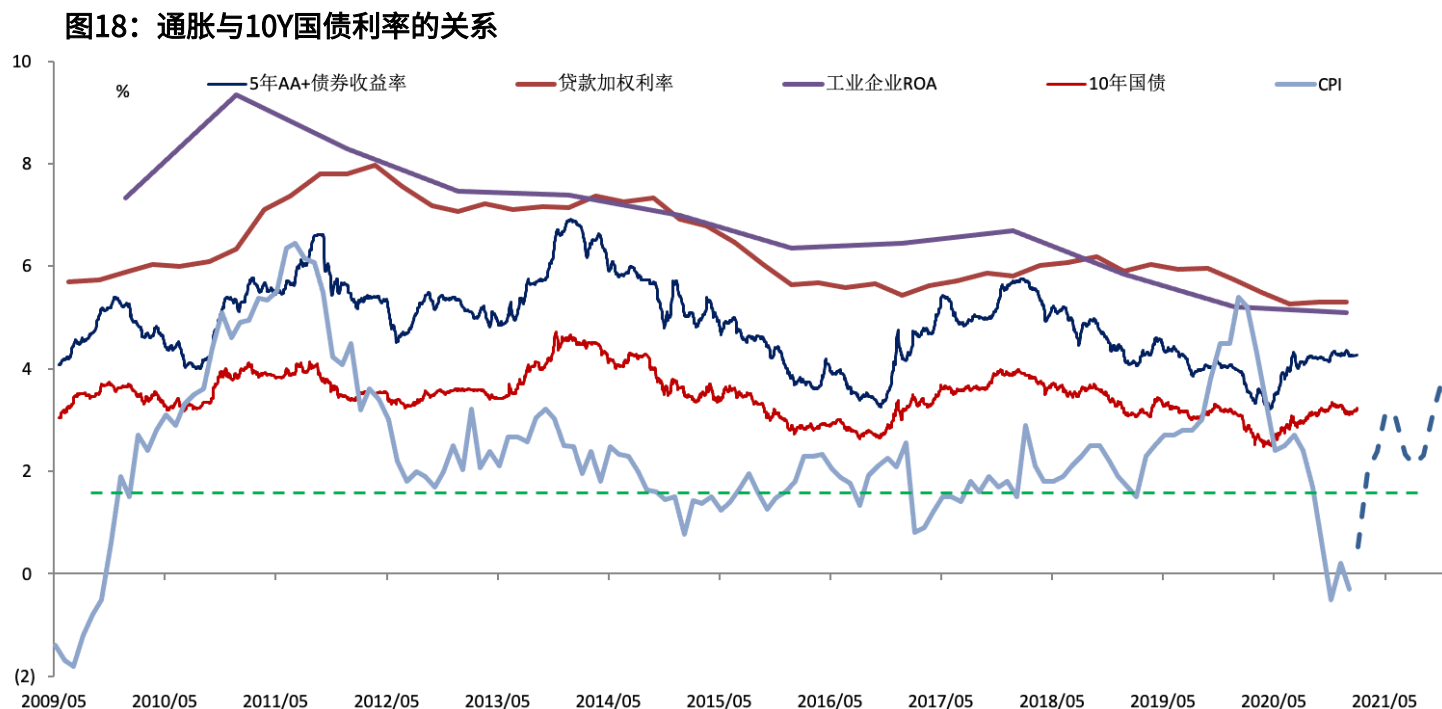


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月-2021年3月

长端：“通胀预期”会在多大程度上影响长端利率？

债券收益率中长期来看处在通胀为底，实体投资回报率为顶的区间内波动（实体投资回报率可以上市公司ROA为代表，上市公司ROA与企业盈利有和名义增长有关。）

当前收益率处于期间中段，后续通胀回升可能带来底部抬升的压力。



长端：对公贷款利率仍在下行，但全年有望“缓慢爬坡”

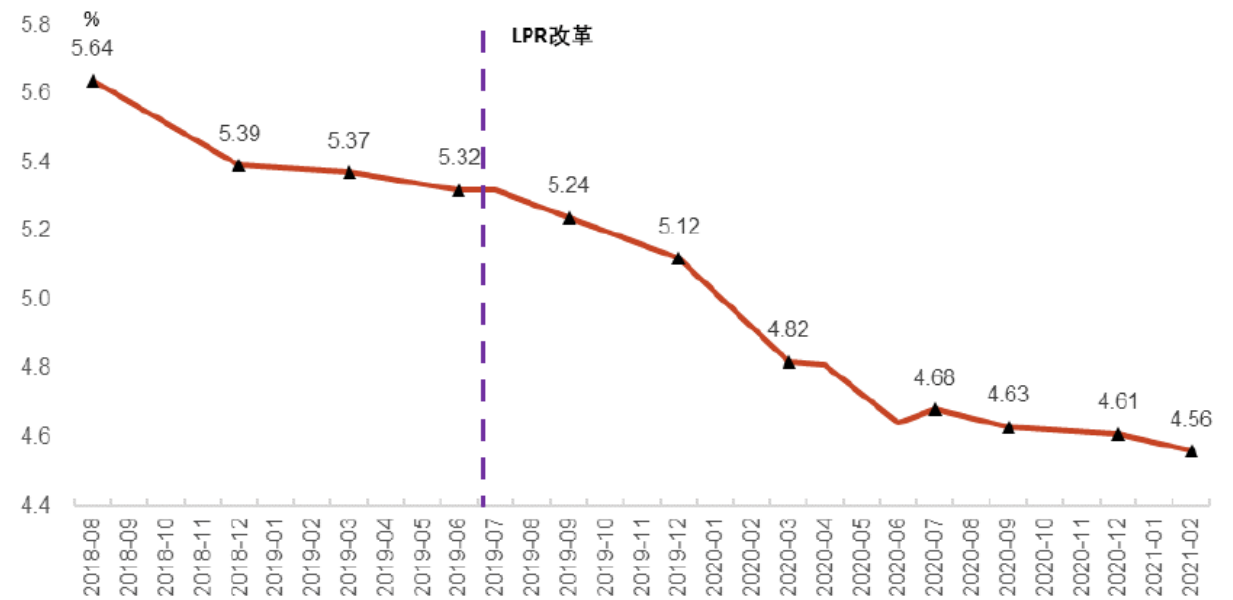
截至2月末，对公贷款加权平均利率为4.56%，较年初下降5bp，主要与信贷市场利率“棘轮效应”有关。

一方面，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，北方地区中长期贷款投放出现系统性向南迁徙，造成商业银行之间的价格竞争加大。

对于后续贷款利率：2020年下半年新发放一般贷款利率降已有触底震荡迹象。考虑到央行已将MPA点差考核容忍度放松至12bp，今年1月份上行相对更大，2月份回落，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。

图19：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

扰动市场流动性变量分析——信用风险事件

扰动长端价格的因素，关注信用风险事件。个人认为今年信用风险事件会在两种力量作用下发挥作用，一是今年时间点较为特殊，需要考虑稳定需要；二是企业端由于区域投放信用分化，历史存量问题导致信用风险压力较大，部分区域、行业信用收缩可能会加剧这一风险。实际信用风险事件发生，会在政策变量和实际经营变量中进行抉择，在两种力量作用下，存在时间窗口，不同时间窗口信用风险事件发生可能性不同。信用风险事件会扰动长端利率，甚至会阶段性扰动货币政策的安排。

图20：最近一轮不良生成率已基本见顶

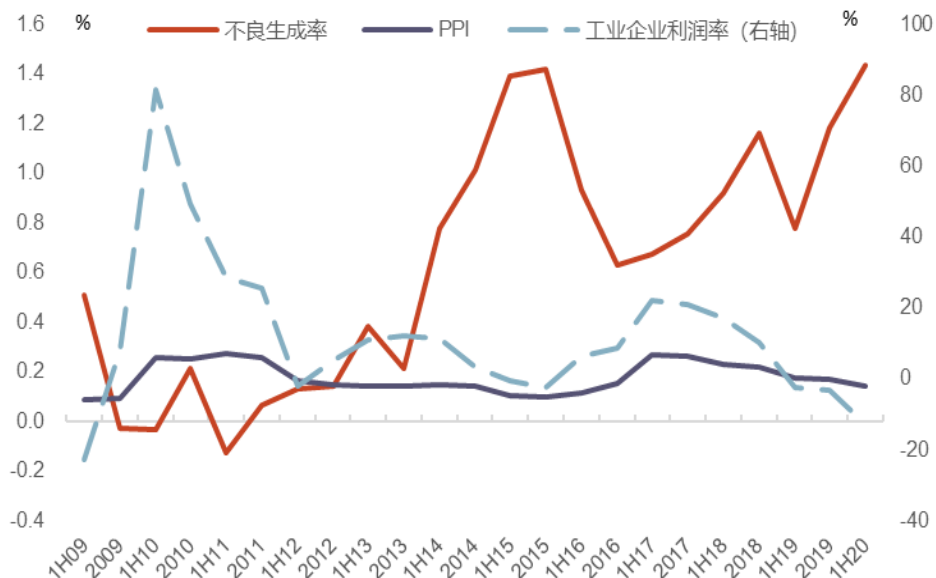
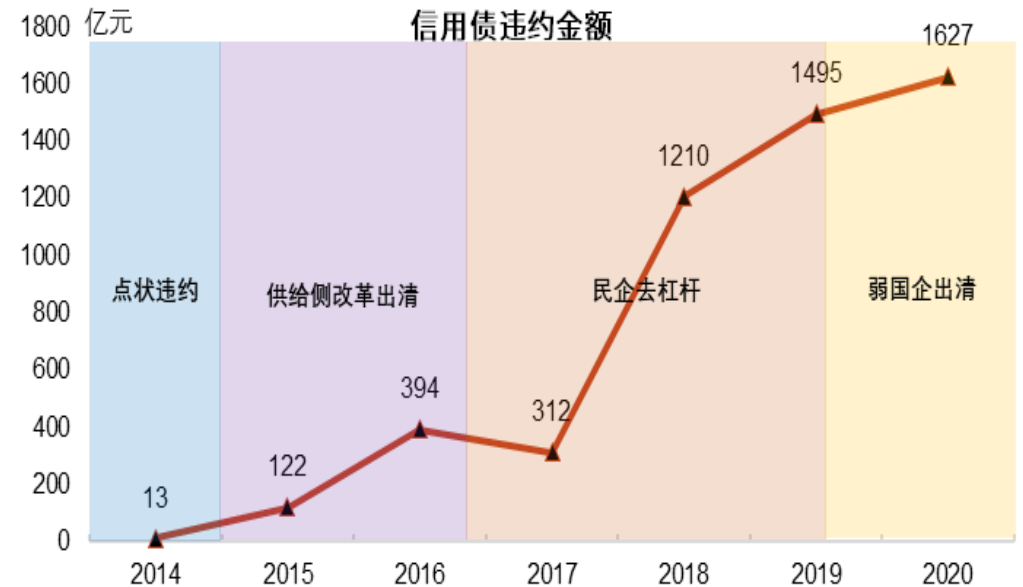
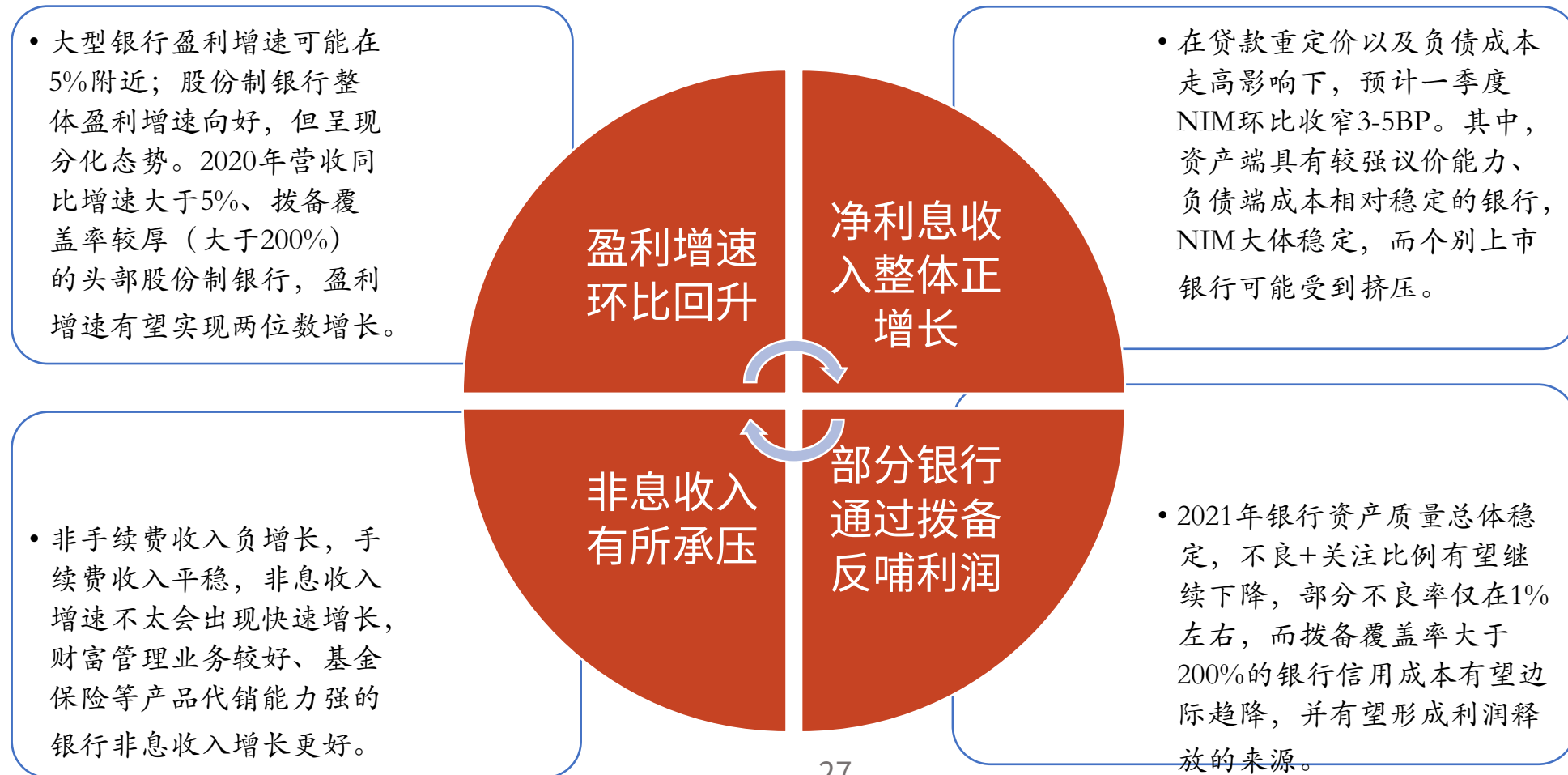


图21：历年债券违约金额



- 银行业经营资产负债分析
- 当前流动性形势分析要点
- 投资思考
- 风险提示

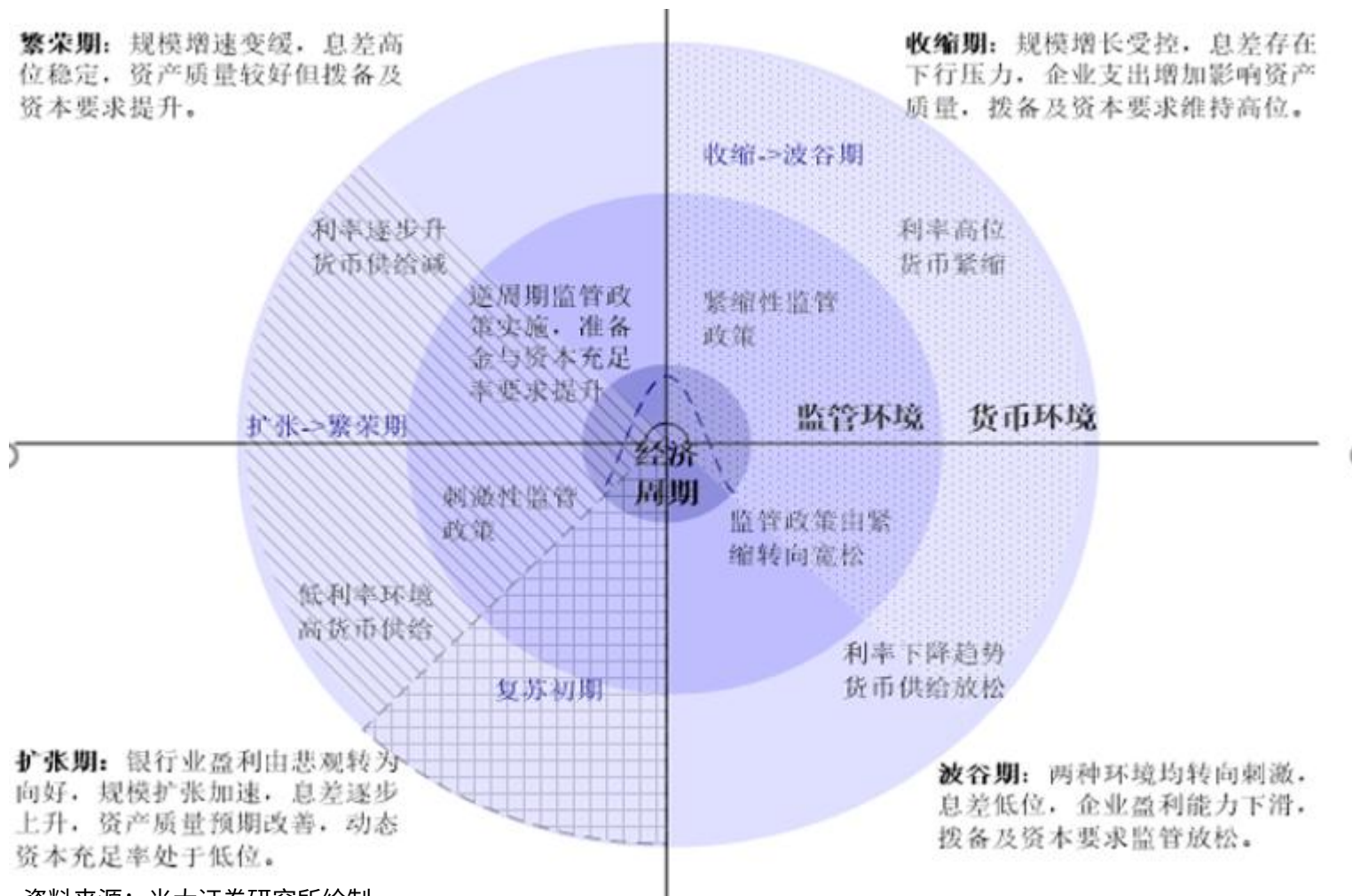
银行股投资：2021年一季度银行业基本面展望



银行股的投资时钟，如何认识“1-2-3-4”

一个经济周期，银行顺周期经营；
货币和监管两种环境，逆周期且有滞后性；

CAMEL模型的变形CAE三个指标，
在四个经济象限的运动

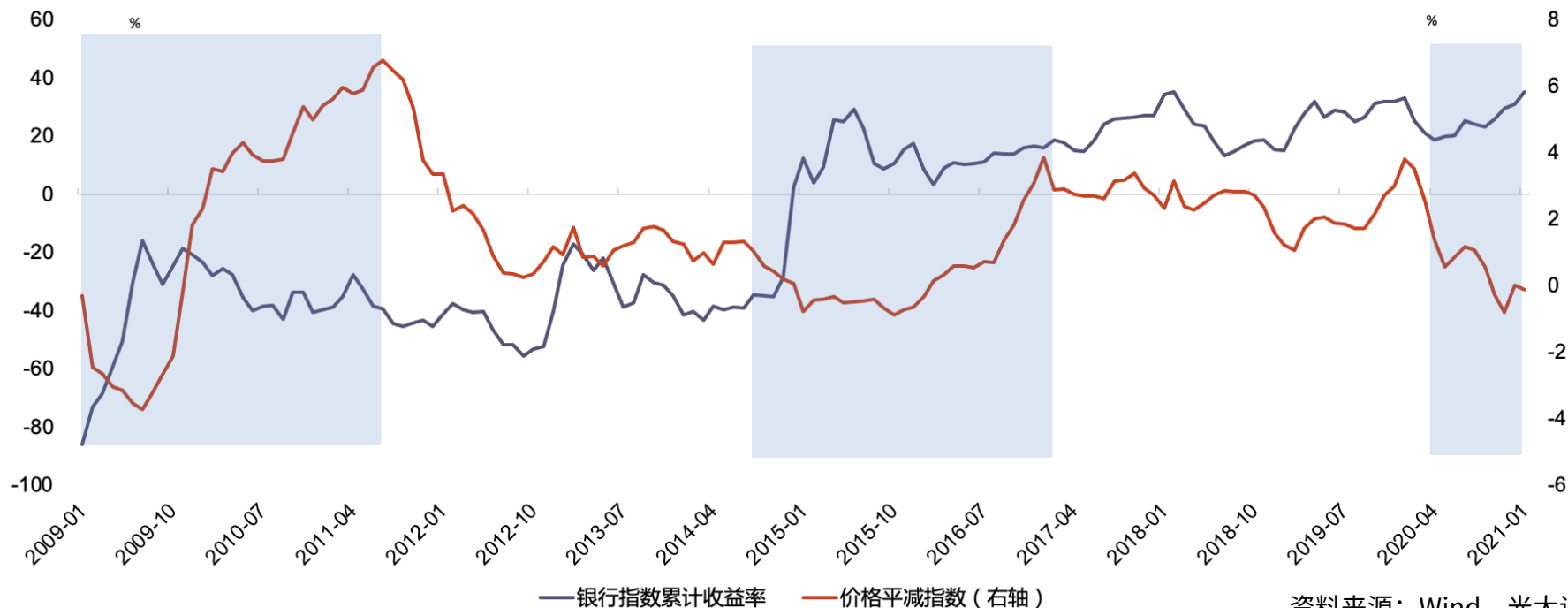


资料来源：光大证券研究所绘制

“亲周期” 下银行股价表现先于价格反映

时间	价格指数	银行指数	变化逻辑
2009年1月-2009年7月	下降4.2%	上涨72%	银行股具有一定亲周期性和前瞻性，一般领先于经济增长约6-8个月。在经济即将触底反弹时，此时货币金融环境依然宽松，银行股率先上涨。随着经济增长进一步向好甚至出现过热，货币金融条件收紧，银行股上涨势头明显减弱。
2009年8月-2011年8月	上涨10%	下降15%	
2014年7月-2015年6月	下降1.9%	上涨64%	
2015年7月-2017年12月	上涨3.2%	上涨4.5%	
2020年3月-2021年1月	下降2.7%	上涨14%	

图22：银行指数累计收益与经济周期变动情况



请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

银行股投资建议

从历史角度来看，银行经营会对经济周期做出“亲周期”的反应。尽管监管政策有逆周期性，在经济复苏时期银行业各方面指标综合向好，表现为对盈利悲观预期的转化、对资产扩张和价格预期向好，对资产质量预期改善，以及动态拨备要求低位等。因此，2021年银行经营情况将好于2020年。

银行表现的两大驱动力量。一是顺周期力量是带动银行表现的重要变量。顺周期力量可能会让估值产生一定程度的收敛特征。二是信贷投放区位、行业、机构分化角度来看，优质银行仍然显示出“强者恒强”的特点。

从银行投资角度来看，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。

为此，我们推荐：一是业绩确定性较强的优质股份行，二是江浙沪等经济活力较强地区的头部城商行。

债券市场投资建议—逐步加仓、逢高配置

表4：银行资产配置EVA情况

	对公贷款	住房按揭 贷款	信用卡	普惠小微 贷款	10Y国债	10Y国开债	5Y地方债 (AAA)	1Y企业债 (AAA)	同业非标 投资	拆放非银
平均资产收益率	4.56%	5.30%	7.00%	4.92%	3.15%	3.51%	3.25%	3.00%	6.50%	2.20%
平均负债成本率	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%
税收成本率	0.92%	1.15%	1.67%	0.76%	0.00%	0.40%	0.00%	0.44%	1.15%	0.08%
增值税率	6.00%	6.00%	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.00%	0.00%	0.00%
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	0.00%	25.00%	0.00%	25.00%	25.00%	25.00%
资本占用成本	1.74%	0.87%	0.87%	1.31%	0.00%	0.00%	0.35%	1.74%	1.74%	1.74%
风险权重	100.00%	50.00%	50.00%	75.00%	0.00%	0.00%	20.00%	100.00%	100.00%	100.00%
ROE	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
CAR	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%
信用风险成本	2.10%	0.30%	1.90%	5.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.00%	0.00%
存款派生收益率	0.33%	0.11%	0.11%	0.39%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EVA	0.12%	3.09%	2.67%	-2.55%	3.15%	3.11%	2.90%	0.82%	0.61%	0.39%

资料来源：各类资产平均资产收益率、平均负债成本率、增值税率、所得税率、风险权重、ROE、CAR数据均来自Wind和银保监会官网，税收成本率、存款派生收益率和EVA由光大证券研究所整理测算

债券市场投资建议—逐步加仓、逢高配置

(1) 短期内，配置需求释放将对债券利率形成一定支撑，但预计10Y国债利率不会突破3.1%。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。

(2) 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。

(3) 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，将维持3.0-3.3%的区间震荡。

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。

- 银行业经营资产负债分析
- 当前流动性形势分析要点
- 投资思考
- 风险提示

- ❑ 在输入型通胀压力加大，需警惕国内通胀压力超预期情况下，需警惕货币政策收紧。
- ❑ 今年信用体系整体呈现收敛态势，表内信用投放与去年大体持平，但表外融资延续压降态势，弱资质信用主体现金流压力加大，需警惕信用过度紧缩对经济复苏产生冲击。
- ❑ 银行稳存增存压力加大，特别是股份制银行可能面临系统性负债压力，需警惕对信贷投放产生约束。

衷心 感谢

光大证券研究所



银行研究团队



王一峰

📄 执业证书编号: S09305190500020

☎ 电话: 010-56513033

✉ 邮件: wangyf@ebscn.com

刘杰



☎ 电话: 010-56518032

✉ 邮件: liujie9@ebscn.com

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。

行业及公司评级体系

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。

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。