

行业研究

信贷投放的“南北”分化正在加大

——银行资产负债月报 2021 年第 3 期

要点

4 月份超储率料小幅下行至 1.4%左右。初步测算：1、2、3 月末超储率分别为 0.82%、1.09%和 1.46%，呈现逐月上行态势，但仍低于 2020 年 12 月末 2.2% 水平。4 月份以来，流动性延续了合理充裕态势，预计超储率为 1.4%左右。

5 月份基础货币缺口达到 8000-9000 亿，预计较 4 月份提升 6500-7500 亿，届时需要观察央行的对冲力度，但资金面出现收紧或是大概率事件，预计 DR007 中枢较 4 月份将出现 5-10bp 的提升，国股 1Y-NCD 利率将在 3.0-3.1%区间运行。

总量：信贷投放季节性走弱，预计 4 月份新增规模为 1.3-1.5 万亿。从 4 月份信贷投放情况看：受到季节性因素影响，前两句信贷投放回落幅度较大，月末则会有一定冲量，初步预计新增信贷规模维持在 1.3-1.5 万亿，弱于去年同期水平。

结构：4 月份对公贷款增长放缓，零售贷款增势稳定，票据融资好转。（1）对公贷款景气度有所下降，我们也尚未观察到企业融资需求有明显减弱迹象。（2）零售维持较好增势，按揭贷款一如既往保持较强韧性，消费贷和信用卡预计表现稳定，但个人经营性贷款受到政策管控影响较大。（3）票据融资有望出现恢复性增长，利率进一步下行，票据贴现承兑比为 63.7%，较 3 月末下降 3.3 个百分点，但明显高于 1-2 月份水平。

区域：信贷投放的“南北”分化正在加大。2017-2020 年期间，江苏、浙江和广东三省的信贷资源迁徙率超过 2%，在全国处于领先地位，而东北、内蒙、以及西部地区信贷迁徙率均落入负区间。今年信贷资源有进一步“南下”之势，不仅加剧了南方地区银行的竞争压力，而且会加剧区域信用风险。后续监管部门将会加强政策引导，不排除通过放松狭义信贷额度等措施，引导政策性银行和全国性银行发挥“头雁效应”，稳定对北方地区的信贷投放。

银行债券投资“欠配”需求依然较大，后续建议逐步加仓，无需等待“最后一跌”。在全年业绩考核压力下，等待的机会成本不断加大，部分机构开始逐步进场，4 月份国债全场招投标倍数均值为 3.83 倍，高于 Q1 水平，整体“欠配”需求依然较大。我们判断，5 月份债券利率中枢存在进一步上行至 3.2-3.3%区间的可能，全年利率将维持 3.0-3.3%的区间震荡。对于尚未加大配置的机构而言，后续应逐步加仓，特别是在利率回调之际更加坚定，票息策略相对占优。

非银存款高增，需关注 MMF 与非银存款的“资金空转”。2021 年 Q1 一般存款同比少增 1.39 万亿，而非银存款同比多增 1.54 万亿，这主要与 Q1 基金发行规模较大，造成银行一般存款向同业负债迁徙有关。同时，MMF 发行量较大，也反映出非银机构与银行之间可能存在一定套利空间。从 4 月份情况看，一般存款在跨季后出现大幅回落，部分国股银行一般存款较年初再度呈现负增长。

对公贷款利率反转趋势不明朗，核心存款成本持续上行，银行 NIM 继续承压。截至 2 月末，对公贷款加权平均利率为 4.56%，较年初下降 5bp。我们认为，新发放一般贷款利率在 2020 年下半年已有触底震荡迹象，MPA 点差考核在年初也有放松，全年贷款利率运行将表现出一定“棘轮效应”，并呈现“缓慢爬坡”态势。春节后，市场流动性较为充裕，同业负债成本边际改善，但各期限定期存款利率持续上行，核心负债成本压力不减。在此情况下，2021 年银行 NIM 表现将整体承压，Q1 降幅较大，后续下降斜率有望放缓，但机构之间分化进一步加大。

风险分析：通胀压力进一步加大，信用体系收紧对实体经济复苏造成冲击。

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

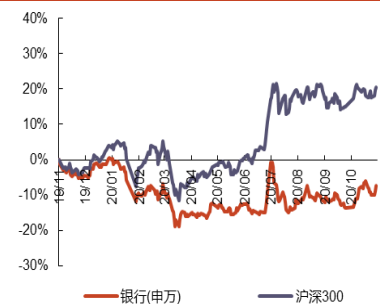
010-56513033

wangyf@ebcn.com

联系人：刘杰

liujie9@ebcn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

央行流动性投放“另辟蹊径”了吗？——银行资产负债月报 2021 年第 2 期

顺周期之风带动银行资产配置风险偏好回暖——银行资产负债月报 2021 年第 1 期

目 录

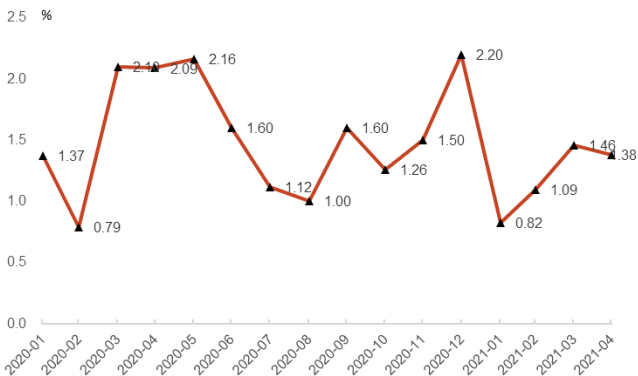
1、4月超储率料小幅下行至1.4%左右，5月流动性迎来压力测试	3
1.1、初步测算4月份超储率下行至1.4%左右	3
1.2、5月份基础货币缺口达到8000-9000亿，资金面将有所收紧	3
2、预计4月份新增信贷1.3-1.5万亿，对公贷款增长放缓，“南北”区域分化显著加大	5
2.1、总量：信贷投放季节性走弱，预计4月份新增规模为1.3-1.5万亿	5
2.2、结构：对公贷款增长放缓，零售贷款增势稳定，票据融资好转	6
2.3、区域：信贷投放的“南北”分化进一步加大，稳定区域金融需要均衡投放	7
3、银行债券投资“欠配”需求依然较大，后续建议逐步加仓，无需等待“最后一跌”	9
3.1、债券投资存在较普遍的“欠配”	9
3.2、需要等待利率的“最后一跌”吗？	10
4、非银存款高增，需关注MMF与非银存款的“资金空转”	11
5、对公贷款利率反转趋势不明朗，核心存款成本持续上行，银行NIM继续承压	12
6、风险分析	14

1、4 月超储率料小幅下行至 1.4%左右，5 月流动性迎来压力测试

1.1、初步测算 4 月份超储率下行至 1.4%左右

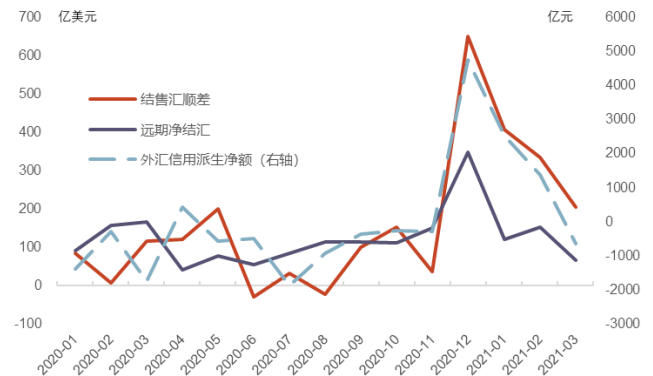
今年以来，市场在经历 1 月中下旬“小钱荒”后，流动性持续维持合理充裕状态。初步测算：1、2、3 月末超储率分别为 0.82%、1.09%和 1.46%，呈现逐月上行态势，低于 2020 年 12 月末 2.2%水平。

图 1：今年 4 月份金融机构超储率或小幅回落至 1.4%左右



资料来源：Wind，光大证券研究所整理测算；时间：2020 年 1 月-2021 年 4 月

图 2：近年来结售汇与外汇信用派生净额情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理测算；时间：2020 年 1 月-2021 年 3 月

4 月份以来，流动性延续了合理充裕态势，表现为：（1）资金利率低位震荡运行，DR007 均值为 2.09%，低于 7 天 OMO 利率约 10bp，即便面临 4 月份缴税高峰的冲击，利率并未出现明显波动。（2）NCD 利率持续下行，其中国股 1Y-NCD 利率与 1Y-MLF 基本接近，4 月均值为 3%，较 3 月份下行约 11bp，4 月末收报 2.94%。

初步测算，预计 4 月末超储率为 1.4%左右，较 3 月末略有下降，但高于 1-2 月份水平。

1.2、5 月份基础货币缺口达到 8000-9000 亿，资金面将有所收紧

展望 5 月份，我们认为，市场将面临压力测试，不宜对资金面过于乐观。从超储模型看：

（1）**外汇信用派生或将有所放缓。**从结售汇情况看，自 2020 年 12 月份以来，结售汇净额逐月下降，人民币兑美元汇率也在 6.5 左右企稳震荡，前期较强的升值预期得到一定缓解。同时，外汇信用派生也出现放缓，2021 年 3 月份单月下降 636 亿。基于此，我们预计，4-5 月份央行通过结汇、掉期、互存等措施稳汇率力度将有所减弱，初步估计释放人民币资金在 500 亿左右。

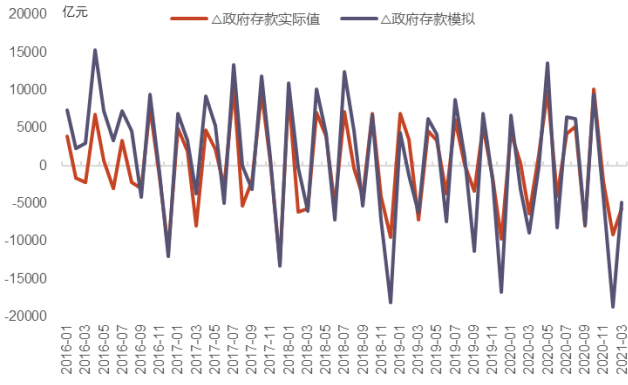
（2）**政府存款增长规模较大。**由于 5 月份面临企业所得税汇算清缴、国企集中分红以及政府债券发行规模加大等因素，市场对 5 月份政府存款将出现较大规模增长已形成一致预期，政府存款将成为影响 5 月基础货币缺口的主要因素。

对于政府存款的预测，较为简单的方法是历史均值法，即基于近 5 年每月政府存款增量均值进行估算。如果从历史数据看，2016-2020 年 5 月份政府存款增量

均值 4020 亿，较 4 月份均值下降约 9000 亿。这一数据来似乎与 5 月份政府债券净融资规模加大相违背，但同时需要对以下因素进行考虑：

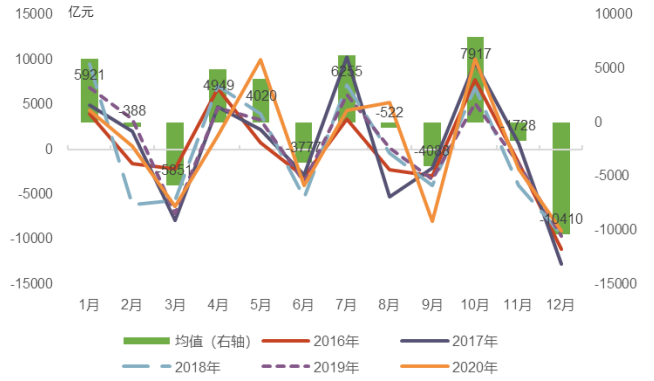
一般而言，政府存款主要受到公共财政收支、政府性基金收入以及国债、地方政府债融资四大因素的影响。考虑到今年 Q1 政府债券发行节奏偏慢，后续有望加大力度，在采用历史均值法测算时，需先剔除政府存款中的政府债券因素并求均值，然后再加上当月政府债券净融资的测算值。

图 3：政府存款模拟值与实际值的拟合情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理测算；时间：2016 年 1 月-2021 年 3 月

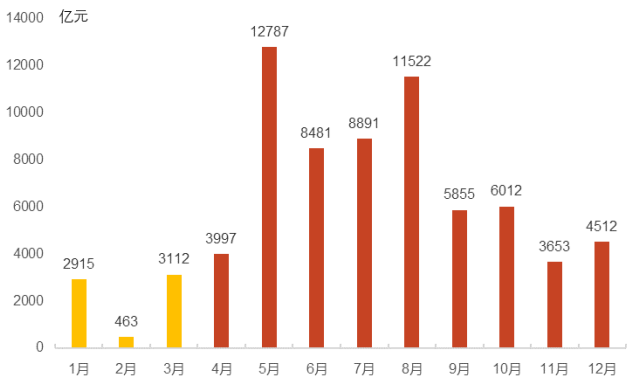
图 4：2016-2020 年每月政府存款增量情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2016-2020 年每月值

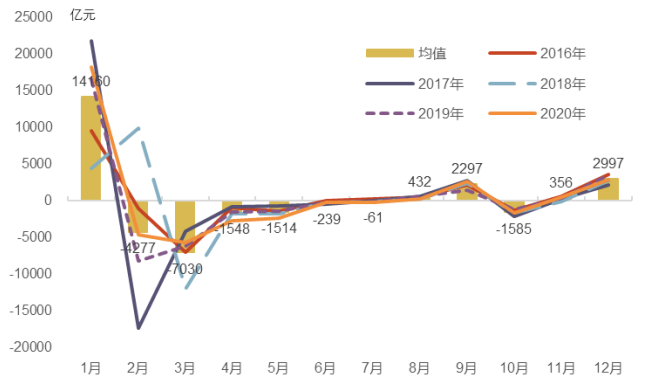
从模拟结果可以看到，利用 Δ 政府存款=公共财政收支净额+政府性基金收支净额+政府债券净融资额（国债、地方债）得到的模拟值与实际值较为吻合。剔除政府债券后，近 5 年政府存款均值约为-3300 亿。初步测算，预计今年 5 月份国债+地方债净融资额约 1.28 万亿，为全年新高。由此推算 5 月份政府存款增量或将维持在 9000 亿左右。

图 5：2021 年政府债券净融资预测情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理测算；时间：2021 年 1-3 月，其中 4-12 月为预测值

图 6：2016-2020 年每月货币发行增量情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2016-2020 年每月值

(3) 现金小幅回流至银行体系。货币发行有其特定的规律，即 1 月份居民取现规模较大，2-5 月份开始逐步回流银行体系，且 1 月份货币发行增量与 2-5 月份增量的绝对值基本匹配。近 5 年来，5 月份货币发行均值为-1514 亿，但考虑到今年居民就地过年造成取现规模下降，加之春节为 2 月份，1-2 月份货币发行增量约 1 万亿，3 月份增量为 7369 亿，参考 2018 年节奏，预计 5 月份货币发行实现基础货币回笼规模在 500-1000 亿左右。

(4) 法定存款准备金适度补缴。缴准规模的高低，主要取决于一般存款增长情况，以及央行法定存款准备金率的调整（当前可能性极低）。根据一般存款增长规律，二季度的大致节奏为4月份大幅回落、5月份恢复性正增长，6月份冲高。这样一来，4月份银行往往会获得央行退缴的准备金（历史上情况也是如此），5月份适度补缴，6月份补缴量加大。从今年情况看，2021年Q1一般存款新增6.93万亿，同比少增1.39万亿，非银存款新增1.17万亿，同比多增1.54万亿，由于非银存款法准率为0，今年负债结构的变化将使得银行需要补缴准备金的规模减少。我们综合考虑历史情况，以及今年一般存款的总量与结构，**预计5月份补缴准备金规模在500亿左右。**

综上，再考虑5月份MLF到期1000亿，基础货币缺口将维持在8000-9000亿左右，缺口较4月份提升6500-7500亿，届时需要观察央行的对冲力度，但资金面出现收紧或是大概率事件。参考2020年4-5月份情况看，DR007中枢较4月份将出现5-10bp的提升。5月份NCD到期1.62万亿，与4月份基本相当，但低于3月份约4000亿，在资金面收紧环境下，预计国股1Y-NCD利率将在3.0-3.1%区间运行。

2、预计4月份新增信贷1.3-1.5万亿，对公贷款增长放缓，“南北”区域分化显著加大

2.1、总量：信贷投放季节性走弱，预计4月份新增规模为1.3-1.5万亿

今年Q1金融机构新增信贷规模为7.67万亿，同比多增5743亿，考虑到去年为支持抗疫和企业复工复产，信贷投放规模较大，而今年Q1信贷投放仍实现同比多增，特别是3月份新增信贷2.73万亿，超出市场预期，究其原因：

一方面，中小银行增长偏快。Q1国股银行信贷投放均为受控增长，新增规模同比略下降2000-3000亿，但城商行、农商行等为代表的中小银行信贷投放较大，新增规模同比多增预计超过5000亿。

另一方面，表外信用风险偏好结构性下降，需要表内信用进行承接。在监管对于影子银行管控力度加大的情况下，信用违约风险有所上升，表外影子银行体系风险偏好下降，部分弱资质信用主体开始寻求表内信用的支持。再考虑到2021年为“资管新规”过渡期最后一年，部分难以通过市场化方式处理的资产也存在回表诉求。

因此从4月份信贷投放情况看，预估可能存在以下情况：

- 其一，4月份将受到季节性因素影响，信贷投放规模较3月份将出现较大幅度回落。
- 其二，去年支持抗疫和企业复工复产，信贷基数较高。
- 其三，大型银行和全国性股份制银行受央行狭义信贷额度管控较为严格，预计4月份这一管控措施仍将延续。

综合来看，4月份上中旬信贷投放回落幅度较大，月末则会出现一定冲量，初步预计新增信贷规模维持在1.3-1.5万亿，弱于去年同期水平。

2.2、结构：对公贷款增长放缓，零售贷款增势稳定，票据融资好转

信贷的行业投向方面，我们反复强调，经济复苏背景下，第一、第二产业信贷投放景气度向好。从近期观察的情况看，这一趋势基本得到了延续：

其中较为显著的特点，是传统制造业领域信贷投放有所回暖。随着经济持续复苏向好和上游工业品价格走高，疫情期间受损的企业资产负债表逐步修复，今年 Q1 工业企业利润总额同比增长 1.37 倍，3 月份同比增速为 92.3%。受益于此，第一、第二产业（主要为农林渔牧、采矿业、制造业、建筑业）信贷投放规模仍保持了稳步向好态势。特别是对于制造业而言，前期信贷资源主要集中在医药制造、医疗器械及仪器仪表、航空航天、电子通信等高新技术制造业领域，并呈现“高增长、低不良”特点，但传统制造业诸如农副食品加工、纺织业、燃料加工、化学原料及制品等信贷景气度并不高。而从今年情况看，传统制造业领域信贷投放有所回暖，Q1 增量占比较去年同期提升 2-3 个百分点。

除此之外：

一方面，批零售贷款持续向好，根据银保监会披露的数据，截止今年 3 月末，普惠小微企业贷款余额 16.81 万亿元，Q1 新增 1.51 万亿，同比增速 33.87%，较 2020 年全年增速提升约 3 个百分点，但其中不乏通过票据冲量实现“两增两控”目标的情况。为此，近期银保监会下发了《2021 年进一步推动小微企业金融服务高质量发展的通知》，同步调整普惠小微企业贷款考核及监测口径，要求从 2021 年起，在普惠型小微企业贷款的“两增”监管考核口径中，剔除票据贴现和转贴现业务相关数据。

另一方面，基建领域信贷投放略有加快。今年前两个月，基建领域信贷投放增量占比较去年同期基本持平，但 3 月份投放略有加快，其中电、热、气及水的生产和供应业增量占比较去年同期提升约 4 个百分点，交运、水利等行业增量占比也出现 1-2 个百分点的提升。

(3) 房地产业新增对公信贷投放大幅缩量，按揭增长平稳。今年以来，在监管政策驱动下，银行对房地产业贷款的管控明显趋严，开发贷审批速度下降。根据银保监会披露的数据，截止 3 月末，房地产业贷款增速为 12%，为近 8 年以来的最低水平，继续低于各项贷款增速。同时，Q1 房地产业贷款增量占比较去年同期降幅约 4 个百分点，反映出新增信贷资源重点向小微企业、制造业、科技创新和绿色发展倾斜。

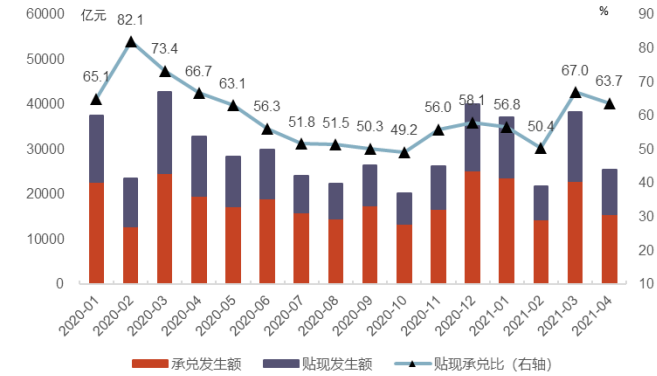
从 4 月份信贷结构情况看，我们预计将主要呈现三方面特点：

(1) 对公贷款景气度有所下降。4 月份 PMI 录得 51.1，尽管季节性回落，但仍处于扩张区间，Q1 工业企业利润率同比增长 1.9 倍，反映出企业资产负债表修复向好。不过高频数据显示，4 月份高炉开工率进一步降至 60%左右，汽车轮胎开工率也出现一定下滑，这可能与环保限产政策有关。总体来看，宏观经济仍处于扩张区间，从相关数据方面，我们也尚未观察到企业融资需求有明显减弱迹象。但各地环保限产政策趋严，库存持续去化，供需缺口加大也会加剧通胀压力，需关注后续供给收缩对融资需求的影响。

(2) 零售维持较好增势，住房按揭贷款稳定如一。2021 年 Q1 消费同比录得 33.9%的同比增速，较 1-2 月提升 0.1 个百分点，反映出消费景气度在逐步恢复。4 月份零售贷款中，按揭贷款一如既往保持较强韧性，消费贷和信用卡预计表现稳定，但个人经营性贷款可能较明显受到防止经营贷流入楼市的政策影响。表外方面，今年 4 月份新发行信贷 CLO 为 776.5 亿，其中个人住房按揭贷款 CLO 为 666.2 亿，较 3 月份变化不大，显示出银行通过房地产贷款资产证券化来规避房

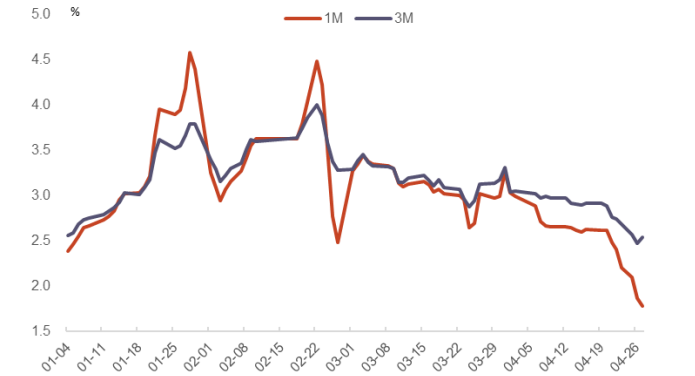
贷集中度管理的意愿依然较强。但是有迹象表明，RMBS 出表将放缓，投资端也将受到政策约束，RMBS 投资将被计入房地产贷款集中度考核。投放房地产的真实资金量将受到多重挤压。

图 7：4 月份票据贴现承兑比依然维持高位



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

图 8：国股 1M、3M 银票转贴利率



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 4 日-2021 年 4 月 28 日

(3) 4 月份票据融资有望出现恢复性增长，但表外承兑金额增长预估不佳。这可以从两个方面得到印证：

一是 4 月份票据利率进一步下行。我们在《票据利率“逆季节性”走低的背后》报告中指出，3 月份票据利率“逆季节性”走低，并非由于信贷需求偏弱，而是与票据集中到期，以及企业开票需求集中在月末造成一级市场票源供给减少有关。从 4 月份情况看，国股银票转贴利率仍在持续下行，显示出银行收票需求依然较为旺盛。

二是票据贴现承兑比仍维持高位。可以看到，4 月末票据贴现承兑比为 63.7%，较 3 月末下降 3.3 个百分点，但明显高于 1-2 月份水平。造成这种现象的原因，既受到 4 月份信贷投放季节性回落影响，银行会通过占据信贷额度，也与 4 月份票据到期量较大（2020 年 4 月份承兑发生额近 2 万亿），一级市场票据供给减少有关，票据供需矛盾较今年 1-2 月份显著改善。

对于后续票据利率走势：预计 4 月底票据利率将逐步形成筑底，5-6 月份整体中枢值或将转为上行，其中 5 月份波动较大，6 月份中上旬趋于下行，下旬则有望出现“翘尾”。

2.3、区域：信贷投放的“南北”分化进一步加大，稳定区域金融需要均衡投放

近年来，我国各地区经济增长分化情况较为显著，东中西部和东北四大区域板块之间的经济发展差距有扩大趋势，也造成了信贷资源区域分化的加大。

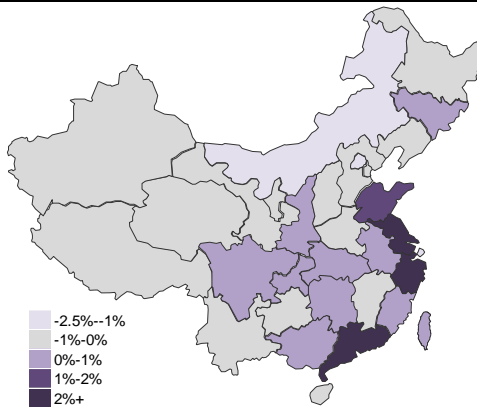
我们设置“**信贷资源迁徙率**”指标，具体通过各省社融口径下的人民币贷款融资/全国总规模，得到信贷资源的增量占比，然后用 2020 年年末与 2017 年年末值作差，来衡量信贷资源迁徙情况。

从图 9 中可以看到，近年来，我国信贷资源呈现较为显著的“南北”分化特点。2017-2020 年期间：

(1) 江苏、浙江和广东三省的信贷资源迁徙率超过 2%，在全国处于领先地位。这表明，长三角、珠三角地区经济增长景气度较高，特别是在去年疫情之后，以苏浙沪为代表的地区经济恢复在全国处于领先地位，并成为信贷资源集中的高地。国内信贷资源分配越来越集中于沿海经济带和沿长江经济带，呈现显著的“一弓一箭”特征。

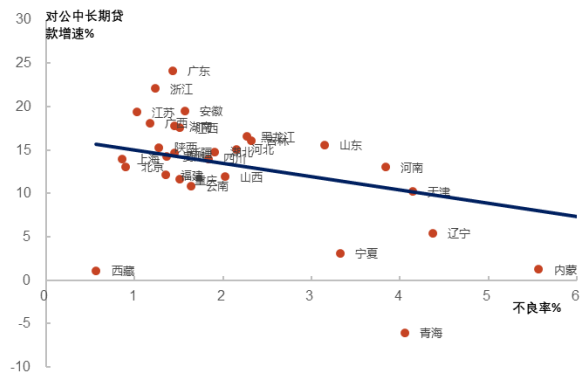
(2) 中部地区信贷资源迁徙率位居第二梯队，而东北、内蒙、以及西部地区信贷迁徙率均落入负区间，这些地区出现了信贷资源不断流失的情况。

图 9：近年来我国信贷投放“南北”分化加大



资料来源：Wind，光大证券研究所整理；时间：2017-2020 年。该指标为社融口径下的人民币贷款融资金额/全国总规模，然后用 2020 年与 2017 年作差，进而可以衡量近年来信贷资源的迁徙

图 10：各地区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；时间：2017-2020 年。其中，对公中长期贷款增速为 2017-2020 年的复合增速。

进一步，我们可以观察对公中长期贷款投放与不良贷款率情况，因为若对公中长期贷款增长较快，反映出该地区企业资本开支和信用环境较好，信贷的内生循环动力较强。可以看到，长三角、珠三角、成渝双经济圈地区点位相对集中，对公中长期贷款增速普遍位于 10-25% 区间，不良率为 1-2%。而东北地区、内蒙、河南等地区则呈现“对公中长期贷款增速低、不良率高”的特点。这表明，经济欠发达地区不良率普遍偏高，地区经济增长分化也带来了的对公中长期贷款投放分化。

从今年情况看，今年银行在年初资产负债规划安排时，对北方地区的信贷额度配置有所缩量，信贷资源有进一步“南下”之势，并较为集中于长三角、珠三角等地区，东北、环京和部分中西部地区信贷资源面临进一步流失局面。这样一来，不仅加剧了南方地区银行的竞争压力，而且信贷资源分化不均，也会造成北方地区经济增长与金融发展陷入负向循环，从而加剧区域性金融风险压力。

针对信贷投放区域分化加大问题，今年 3 月份，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”是因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

在一季度金融数据新闻发布会上，央行就如何平衡对经济困难省份信用风险防控和增加信贷方面的关系，提出了相关政策引导，重点是通过区分考核指标、经济资本、内部资金转移价格等针对性措施，合理增加对贷款和社融增长缓慢省份的信贷投入，鼓励全国性银行发挥自身规模和管理优势，加大信贷投放。我们预计，后续监管部门将会加强政策引导，不排除通过放松狭义信贷额度等措施，引导政策性银行和全国性银行发挥“头雁效应”，稳定对北方地区的信贷投放。

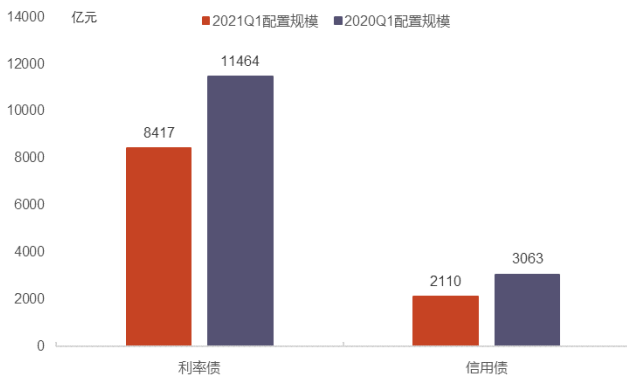
3、银行债券投资“欠配”需求依然较大，后续建议逐步加仓，无需等待“最后一跌”

3.1、债券投资存在较普遍的“欠配”

整体来看，今年 Q1 银行债券资产配置力度较去年同期有所减弱，增持利率债和信用债合计规模为 10527 亿，同比少增约 4000 亿。造成这种现象的原因，既有地方债供给减弱的影响，也与市场利率中枢上行，使得银行配置相对审慎有关。

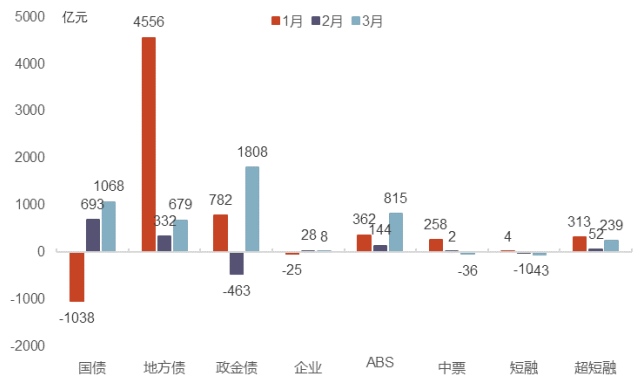
但进入 3-4 月份，在宽松的流动性环境支撑下，银行配置需求得到一定释放，主要表现为两个方面。

图 11：2021Q1 银行利率债持仓规模弱于 2020 年 Q1



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

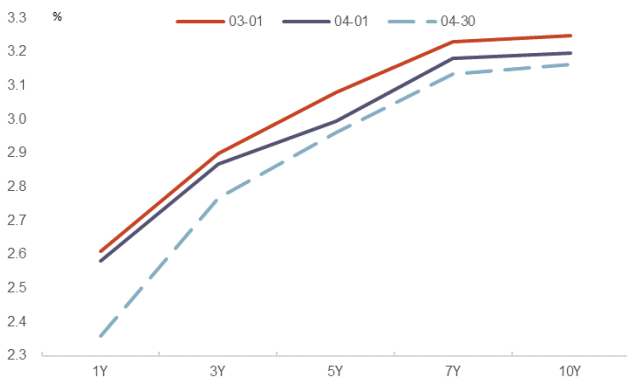
图 12：2021 年 1-3 月份银行债券持仓结构



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1-3 月

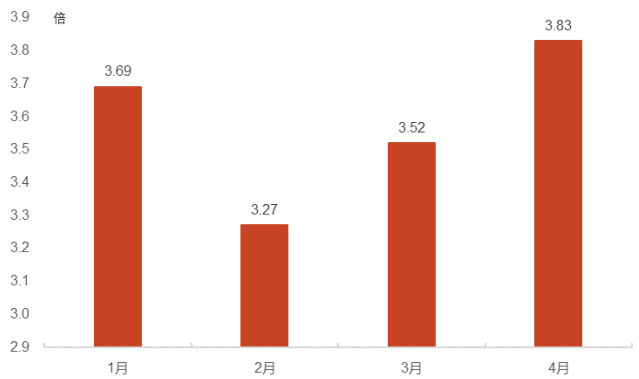
一是利率债持仓规模显著增加。数据显示，3 月份银行增持利率债规模为 3555 亿，仍为利率债配置的主力。其中国债、政金债分别增持 1068、1808 亿，较 1-2 月份显著增加。信用债方面，3 月份银行增持规模 982 亿，较 1-2 月份有所回暖，且主要以 ABS 和超短融为主，并分别减持了中票和短融合计 80 亿。

图 13：3 月份以来国债收益率曲线呈现陡峭化态势



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 3 月 1 日、4 月 1 日、4 月 30 日

图 14：4 月份国债全场招投标倍数均值进一步提升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1-4 月

二是债券利率收益率曲线陡峭化。随着市场流动性在春节后转松，广义基金流动性较为充裕，配置需求较为旺盛。而在全年业绩考核压力下，银行配置需求也在逐步释放，共同推动债券利率在 3-4 月份整体下行。其中，短债利率下行幅度较

大，1Y 国债利率 3-4 月份下行幅度约 20bp，10Y 国债利率下行幅度约 5-8bp，收益率曲线呈现陡峭化。

对于银行后续配置需求，我们认为，整体“欠配”情况仍在。受年初利率上行影响，当时银行进场配置的利率债出现一定程度浮亏，加之政府债券供给力度不足，导致银行 1-2 月份配置规模相对偏弱。更为重要的是，市场普遍预期 4-5 月份属于“PPI 走高、政府债券供给规模加大、流动性收紧”时点，希望利率能够有“最后一跌”，进而获得更好的入场点位。

4 月份流动性整体较为宽松，长端利率在 3.15-3.20% 区间震荡，趋势性拐点尚未出现。对于银行而言，在全年业绩考核压力下，等待的机会成本不断加大，部分机构开始逐步进场，4 月份国债全场招投标倍数均值为 3.83 倍，高于 Q1 水平，整体“欠配”需求依然较大。近几个交易日，债券利率有所上行，10Y 国债利率整体在 3.2% 上下 2bp 震荡运行，利率债配置性价比也有所提升，后续配置需求有望进一步释放。

对于后续债券利率走势，5 月份主要有三方面扰动因素：一是资金面。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，资金面总体将维持紧平衡态势，央行贷方地位有望得到恢复，资金利率中枢较 4 月份有望进一步上行。**二是配置需求。**银行体系一般存款向同业负债的迁徙，使得广义基金流动性较为充裕，配置需求依然旺盛，而商业银行也同样面临“欠配”压力，后续配置需求有望进一步释放，将为债券利率形成一定支撑。**三是通胀压力。**随着各地环保限产政策的趋严，煤炭、钢铁等工业品的供需缺口加大，造成近期工业品价格持续上涨，后续将逐步传导至下游产业，并将加剧通胀压力。在此情况下，5 月份货币政策放松空间不大，债券利率仍将承压。

基于此，我们判断，5 月份债券利率中枢存在进一步上行至 3.2-3.3% 区间的可能。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，大波段机会难以寻觅，利率将维持 3.0-3.3% 的区间震荡。

3.2、需要等待利率的“最后一跌”吗？

我们可以做一个简单的测算，来初步判断当利率处于什么点位时，银行进场性价比比较高，是否需要等待 5 月份利率的“最后一跌”。假定资金规模为 1 单位，银行金融市场部有两种业务选择，即开展回购交易（以 7 天为主），以及配置债券，预计 DR007 中枢在 5 月份维持在 2.2-2.3% 区间，10Y 国债利率在 5 月份由 3.2% 上行至 3.3%。对于配置盘而言：

情景一：5 月份银行不入场配置债券，继续等待利率上行，并在期间开展回购交易，6-12 月份入场配置债券。综合收益=2.2%/12+3.3×7/12=2.11%。

情景二：5 月份银行不再等待利率“最后一跌”，直接入场配置。综合收益=3.2%×8/12=2.13%。

由此可见，在情景二下，银行当前直接入场配置债券的综合收益，性价比要优于等待“最后一跌”。当然，上述测算过程也存在一些不足之处，例如在债券替代资产选择方面，可以配置 NCD 或其他更高收益的资产，但这些资产在流动性方面不如回购交易。更加复杂的情况可以使用模拟试算表进行测算。

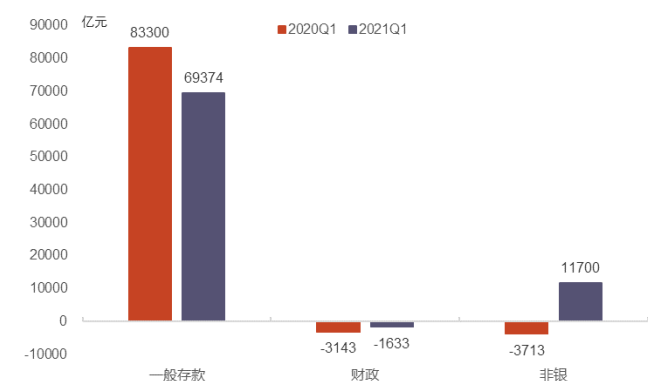
总体而言，我们建议：对于尚未加大配置的机构而言，在全年收益考核目标下，后续应逐步加仓，特别是在利率回调之际更加坚定，票息策略相对占优。对于交易盘而言，在利率低频振荡且拐点尚未显现情况下，应以审慎操作为主。

4、非银存款高增，需关注 MMF 与非银存款的“资金空转”

从 Q1 存款增长情况看，一般存款新增 6.94 万亿，同比少增 1.39 万亿，而非银存款新增 1.17 万亿，同比多增 1.54 万亿，反映出今年以来银行负债结构恶化，稳存增存压力有所加大。造成非银存款高增的主要原因有二：

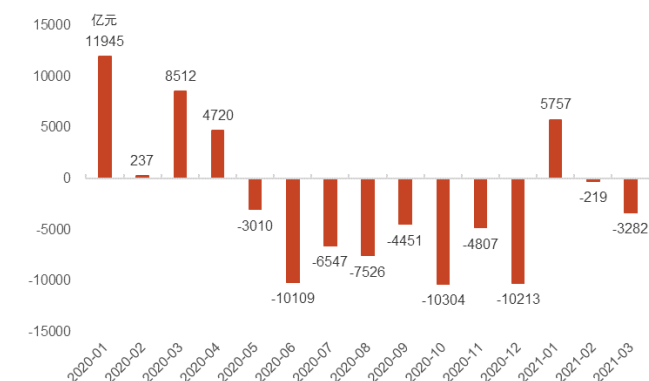
一是 2021 年 Q1 基金发行规模较大。截止 2021 年 1Q，全部基金份额为 19.15 万亿份，较年初增加 1.86 万亿份。其中，偏股型基金增加 8357 亿份，货币基金增加 1.05 万亿份，合计较 2020 年 Q1 多增 4478 亿份，造成了银行一般存款向同业负债迁徙。

图 15：2020 年、2021 年 1-3 月份非银存款大幅增长



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

图 16：今年 Q1 份结构性存款新增 2255 亿



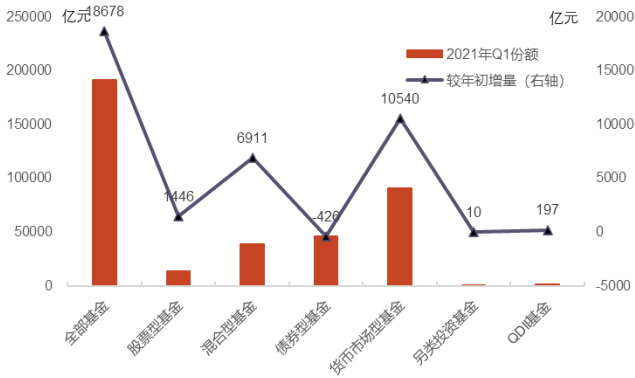
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月-2021 年 3 月

二是 MMF 发行量较大，非银资金与货币市场资金之间存在“资金空转”。货币基金发行规模的加大，在一定程度上映射出非银机构与银行之间存在套利空间，也不可避免的存在“资金空转”。即：银行司库基于流动性管理需求配置货币基金，或通过回购交易向非银机构融出资金，客户一般存款也流向货币基金，使得非银机构流动性较为充裕，货币基金则将资金用来配置银行发行的 NCD，或开展存放业务，进而造成了资金“闭环”和套利的形成。而且从目前的趋势看，更多的资金在非银体系沉淀，某种程度上来说是利率市场化的趋势，但也不可避免的存在推高银行体系整体负债成本的情况。

根据中债登和上清所披露的一季度债券托管数据，一季度广义基金增持 NCD 规模约 6729 亿，是 NCD 配置的主力军，其中 3 月份单月增持规模为 4788 亿。在此情况下，货币基金发行规模越大，非银机构流动性更为充裕，对 NCD 的配置需求也随之提升，这也是近期 NCD 利率持续回落的原因之一。

三是结构性存款延续回落态势。3 月份结构性存款下降 3282 亿，继 1 月份新增 5036 亿后，连续两个月负增长。造成这种现象的原因可能有多方面：首先，今年 1 月份开门红时点，由于监管对于今年结构性存款压降并未提出明确要求，使得银行存在适度吸收主动负债冲规模的意愿，新发基金较为火爆造成一般存款流失，市场利率也逐步走高，是 1 月份结存大增的原因之一。其次，3 月份作为季末月份，银行会更倾向于在月末时点吸收短期限跨季资金实现冲规模的目标，而期间市场利率也在稳步下行，同业负债成本具有一定优势，银行也在加大 NCD 的吸收力度用于支撑资产投放和稳定流动性。最后，去年 3-4 月份结存增长规模较大，银行吸收的 1Y 结存在今年 3-4 月份或有一定的集中到期量，但考虑到结存的平均期限为 4-6 个月，预计 1Y 结存量相对有限。

图 17: 今年 Q1 各类型基金份额及增量情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 Q1

图 18: 广义基金增持 NCD 情况



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

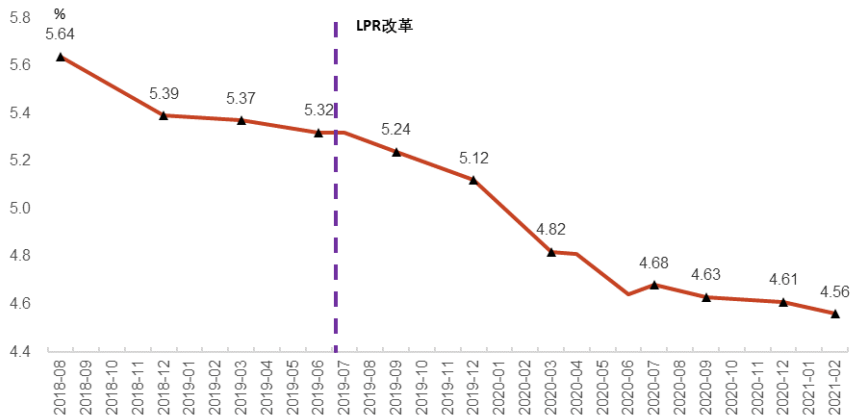
从 4 月份情况看，一般存款在跨季后出现大幅回落，部分国股银行一般存款或再度呈现负增长。这反映出，银行在一季末集中冲量吸收的一般存款缺乏稳定性，在跨季后即出现大幅流失，部分资金可能再度进入非银体系。受此影响，非银机构流动性依然保持较为充裕状态，银行业也延续了较大的 NCD 发行力度。可以看到，4 月份银行 NCD 净融资规模为 4026 亿，连续三个月均位于 4000 亿以上。

5、对公贷款利率反转趋势不明朗，核心存款成本持续上行，银行 NIM 继续承压

资产端定价：年初以来对公贷款利率仍总体下行。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。

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

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。

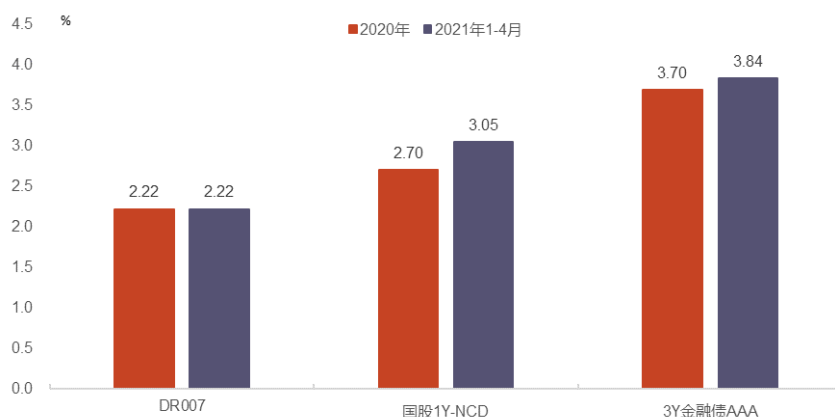
对于后续一般贷款利率走势，我们判断如下：

(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) 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) 信贷配置的“南北”分化加剧问题已引起了监管的重视，后续监管部门或通过放松狭义信贷额度，引导大型银行加大对北方地区的信贷供给，进而缓解贷款供需错位压力。**因此，全年来看，贷款利率运行将表现出一定“棘轮效应”，并呈现“缓慢爬坡”态势。**

图 20：不同类型市场化负债 2021 年 1-4 月份利率中枢较 2020 年有所抬升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年、2021 年 1 月 2 日-4 月 30 日

负债端定价：核心负债成本持续上行，同业负债成本压力边际改善。

(1) **同业负债成本压力边际改善。**1-4 月份国股 1Y-NCD 利率均值为 3.05%，较 2020 年均值仍抬升 35bp，DR007 均值较 2020 年全年基本持平，但金融债发行利率均值较 2020 年全年抬升 14bp。但春节后，市场流动性整体处于合理充裕状态，短端利率走廊始终维持稳定，国股 1Y-NCD 利率已基本贴近 1Y-MLF 利率运行，有助于缓解同业负债成本压力。

(2) **各期限定期存款利率持续上行，长端上行幅度高于短端。**尽管市场流动性处于合理充裕状态，但银行核心负债增长仍显乏力。根据融 360 大数据研究院披露的数据显示，今年定期存款利率持续上行。截止一季末，3M、6M、1Y、2Y、3Y 定期存款利率分别为 1.463%、1.725%、2.050%、2.780%以及 3.540%，较年初分别上行 0.6、0.8、2.2、4.3 以及 8.7bp，且呈现逐月上行，长端品种上行幅度高于短端，这既显示出中端资金供需矛盾更为突出，也会加剧银行核心负债成本压力。

表 1: 2021 年 Q1 银行整存整取定期存款平均利率情况

	3M	6M	1Y	2Y	3Y
2020 年 12 月	1.457	1.717	2.028	2.737	3.453
2021 年 1 月	1.460	1.721	2.037	2.748	3.478
2021 年 2 月	1.462	1.723	2.044	2.757	3.497
2021 年 3 月	1.463	1.725	2.050	2.780	3.540
Q1 增幅 (bp)	0.6	0.8	2.2	4.3	8.7

资料来源：融 360 大数据研究院，光大证券研究所整理

NIM 表现：2021 年整体承压，机构之间分化加大。截至 4 月 30 日，在已公布一季度报告的上市银行中，2021 年 Q1 NIM 较 2020 年平均降幅为 7bp，其中中国有大行平均降幅为 4bp。全年看，一般贷款利率可能呈现缓慢爬坡趋势，零售贷款恢复使得高定价贷款占比有望增加，后续 NIM 下降斜率有望放缓。但不同机构间可能有所分化，表现为国有大型银行由于存款优势更强，NIM 后续将大体维持稳定，但对于部分股份制银行和城商行而言，NIM 管理压力相对更大。

6、风险分析

通胀压力进一步加大，信用体系收紧对实体经济复苏造成冲击。

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。

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