

行业研究

再贷款的“崛起之路”

——流动性周报（2021.6.28-2021.7.4）

要点

再贷款在发展初期，主要承担短期资金融通和剥离不良资产职能。在 1984-2014 年的 30 年间，再贷款工具的逻辑相对简单，主要扮演着短期资金融通和剥离不良资产的职责，并未形成制度性安排。

再贷款制度进一步完善，形成了四大功能体系。从 2014 年开始，再贷款工具的功能不断丰富，依据 2014 年初央行发布的《关于调整再贷款分类的通知》，将再贷款分为四类。**一是流动性再贷款**，主要是为了解决商业银行头寸不足而发放的短期再贷款，定价相对较高。**二是信贷政策支持再贷款**，包括支农、支小、扶贫，发挥着引导金融机构信贷投放三农、小微等国家重点领域和实体经济薄弱环节的功能，定价低于流动性再贷款。**三是金融稳定再贷款**，主要是用于防范和处置金融风险，主要包括四类，即地方政府向中央专项借款、紧急贷款、风险处置类再贷款及其他。**四是专项政策性再贷款**，主要是为政策性银行提供再贷款资金，操作对象包括国开行、农发行以及四大资产管理公司，旨在支持相关机构业务发展。

2020 年疫情期间央行创新再贷款工具，在助力抗疫和企业复工复产方面发挥了重要作用。在 2020 年春节后，央行在足额投放资金保持市场流动性合理充裕的同时，推出了一系列结构性货币政策工具，重点是防疫专项再贷款+财政贴息、再贷款、再贴现以及政策性银行专项信贷等，合计规模 1.8 万亿，实现了流动性在量价两方面的精准滴灌。

未来再贷款工具有望在优化信贷结构、维护金融体系稳定方面发挥重要作用。

(1) 优化信贷投放结构已成为政策着重引导的方向，重点引导金融机构信贷资金流向科技创新、绿色发展，制造业、普惠小微等领域，央行将进一步强化结构性调控，通过 MPA 考核中“信贷执行情况”指标进行约束，而再贷款、再贴现工具有望发挥更重要作用，各类创新型定向调控工具或将进一步推出。

(2) 普惠小微贷款比价效应偏低，完成“两增两控”目标需要再贷款低成本资金支持。在综合考虑税收成本、资本占用成本、信用风险成本等因素后，普惠小微贷款的 EVA 水平仅为 -2% 左右，并未创造经济价值。而目前 1Y 支农、支小再贷款利率为 2.25%，在银行 1Y 期负债工具中成本最低。因此，当前银行有较强的动力申请再贷款、再贴现工具，以完成银保监会要求的“两增两控”目标，以及符合 MPA 考核要求。

(3) 近年来我国问题金融机构风险逐步暴露，中小银行压力突出，金融稳定再贷款有望扮演重要职责。总体来看，我国部分地区地方法人银行近年来受区域分化、银行业竞争加剧、全球经济环境变化、疫情冲击等因素影响，资产负债表明显恶化，预计未来将有更多中小银行通过上市、兼并重组等方式，理顺股权、优化资产负债结构、加快不良资产处置，以化解金融风险，在此情况下，未来需要金融稳定再贷款发挥更重要的作用。

市场启示。短期来看，下周政府债券计划发行 2541 亿，到期 3443 亿，净融资 -902 亿，较上周有所收窄，供给因素仍偏友好。中期来看，我们提示需警惕 Q3 政府债券供给的放量，规模预计在 1.8-2 万亿左右，叠加 7 月份是缴税大月，利率在临近本月中旬将同时面临供给+缴税的双重压力冲击，届时利率将承压有所上行。

风险分析：政府债券供给加大，资金面收紧。

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

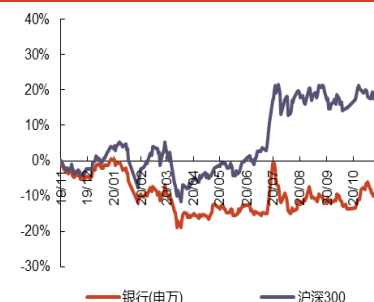
wangyf@ebscn.com

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

7 月流动性前瞻——流动性周报
(2021.6.21-2021.6.29)

存款利率报价调整影响几何？——流动性周报
(2021.6.16-2021.6.20)

见微知著：流动性收敛的三个“细节”——流动性周报
(2021.6.7-2021.6.13)

流动性会“变盘”吗？——流动性周报
(2021.5.31-2021.6.6)

“缴税高峰”下资金面为何如此平静？——流动性周报
(2021.4.19-2021.4.25)

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

“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)

1、热点透析——再贷款的“崛起之路”

2020 年以来，货币政策“总量要稳、结构要进”的特征进一步凸显，其中再贷款工具在结构性调控过程中扮演了重要作用。截至 2021 年 3 月末，再贷款余额 1.63 万亿，较 2020 年初增长超过 9000 亿，实现的基础货币投放规模已超过 0.5 个百分点的降准。

目前，监管对于信贷结构的政策导向是“5 个支持、1 个限制”，即重点向制造业、普惠、绿色、科创、民企领域倾斜，房地产行业“稳中从紧”。在此基础上，再贷款工具重要性不断加强，在规模、频率、品种等方面有望进一步提升。

1.1、再贷款工具在发展初期，主要承担短期资金融通和剥离不良资产的职能

再贷款是中央银行对金融机构的贷款，作为货币政策工具传统的“三大法宝”之一，再贷款工具的使用由来已久。

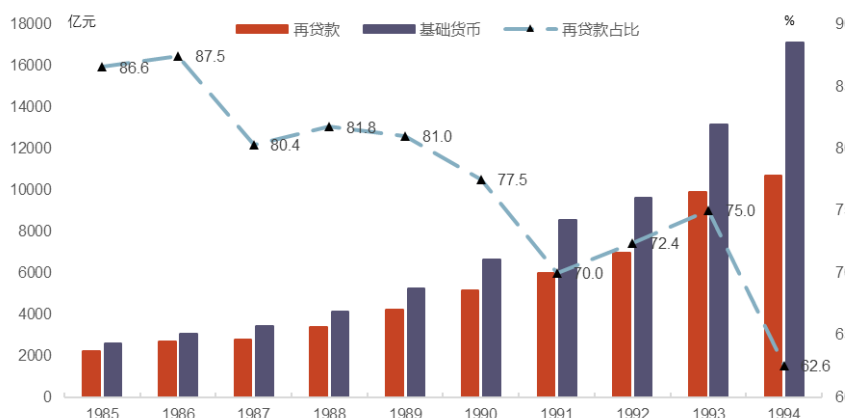
自 1984 年人民银行专门行使中央银行职能以来，实行了“统一计划、划分资金、实贷实存、相互融通”的信贷资金管理体制。从功能上看，在这一阶段再贷款主要体现在两个方面：

一是流动性注入，主要体现在央行通过核定额度、期限，向当时四大专业银行提供资金，如年度铺底性贷款、季节性贷款和临时贷款等。

二是经济结构调整，为支持革命老区、少数民族地区和边远山区发展商品经济、实现脱贫致富，以及适应沿海港口城市经济开发的特殊需要而提供专项贷款。

从品种上看，再贷款分为两类：**（1）计划内再贷款**，即央行必须保证供应的再贷款，期限可达一年，月息为 3 厘 9，由央行总行直接控制对各专业银行总行规模。**（2）临时再贷款**，期限一般不超过十天，月息为 4 厘 2，由央行的分行对各专业银行分行进行调控。

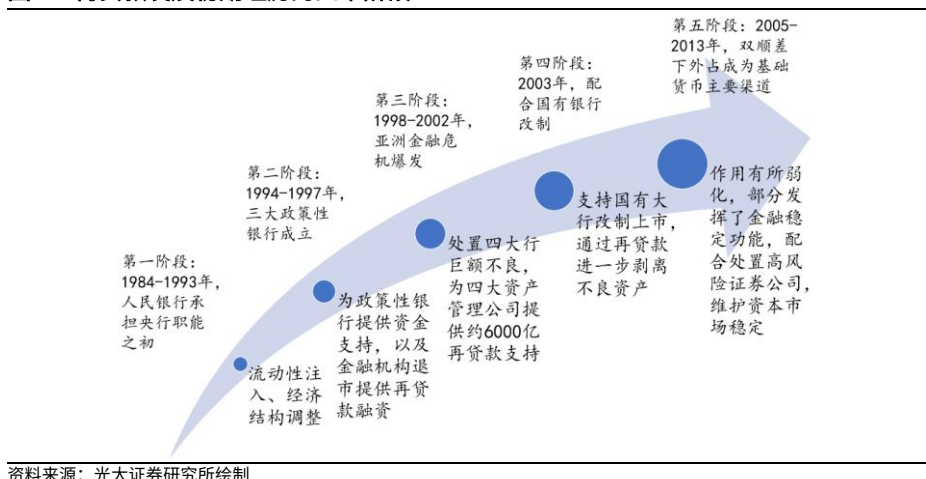
图 1：1984-1994 年期间再贷款占基础货币平均比重维持在 70-80% 水平



资料来源：《中国货币政策报告 1999》（戴项龙主编，中国金融出版社，1999 年），光大证券研究所

总体而言，这一时期央行的货币政策工具箱相对单一，主要为再贷款和法定存款准备金率。数据显示：在 1984-1994 年期间，再贷款在基础货币投放中的平均比重高达 70-80%，是央行使用最多的货币政策工具。

图 2：再贷款发展初期经历的四个阶段



资料来源：光大证券研究所绘制

1994 年以来，随着我国先后成立三大政策性银行，再贷款的主要功能体现在为政策性银行提供资金支持，以及金融机构退市提供再贷款融资。例如，1995 年接管了中银信托投资公司，并于 1996 年决定由广东发展银行将其收购；1996 年关闭中国农村发展信托投资公司，并动用几十亿元再贷款，全额偿付全部债务。

表 1：四大资产管理公司收购国有银行不良资产规模（亿元）

公司	成立日期	剥离资产来源	剥离不良金额
信达	1999 年 4 月 20 日	建行、国开行	3944
东方	1999 年 10 月 15 日	中行	2812
长城	1999 年 10 月 18 日	农行	3458
华融	1999 年 10 月 19 日	工行	4077

资料来源：《中国人民银行再贷款：功能演变与前景探讨》（汪洋，广东金融学院学报，2009 年第 1 期），光大证券研究所整理

1997 年东南亚金融危机爆发后，中央开始建立四大资产管理公司处理四大行的不良资产，在这一过程中，央行为资产管理公司提供了约 6000 亿的再贷款支持。同时在 2004-2005 年，为支持国有商业银行改制上市，四大资产管理公司收购了其部分不良资产，央行在这一过程中先后予以融资支持。

图 3：央行资产负债表中“对其他金融性公司债权”科目运行情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：1997 年 12 月-2021 年 5 月

在央行资产负债表中，“对其他金融性公司债权”主要是央行向其他金融性公司，如证券、基金、保险等，发放的再贷款，其主要作用是在发挥金融稳定和最后贷款人的职能，以防范系统性金融风险的发生，维护金融稳定。

可以看到，该科目共发生过两次较大波动：

一是 1999-2000 年增长约 5700 亿，对应的是当时成立四大资产管理公司剥离四大行不良贷款；

二是 2005-2006 年增长超过 1 万亿，对应的是支持四大行改制上市，再次给予四大资产管理公司再贷款，进一步剥离不良。

在 2005-2013 年期间，再贷款工具在货币政策操作中作用有所减弱，特别是我国加入 WTO 后，国际收支下的经常账户和金融账户常年保持双顺差格局，此时外汇占款成为基础货币主要渠道。此时，再贷款主要在金融稳定方面发挥一些作用，如对部分高风险证券公司破产清算或流动性风险提供再贷款资金。

总而言之，在 1984-2014 年的 30 年间，再贷款工具的逻辑相对简单，主要扮演着短期资金融通和剥离不良资产的职责，并未形成制度性安排。

1.2、再贷款制度进一步完善，形成了四大功能体系

从 2014 年开始，再贷款工具的功能不断丰富，依据 2014 年初央行发布的《关于调整再贷款分类的通知》，将再贷款分为四类，即流动性再贷款、信贷政策支持再贷款、金融稳定再贷款和专项政策性再贷款。具体要素如下表所示：

表 2：再贷款工具的基本要素

	品种	对象	作用	要求	押品	期限	定价
流动性再贷款	央行总行对全国性银行发放的再贷款	全国性银行	解决商业银行头寸不足而发放的短期再贷款			期限：20 天、1 个月、3 个月、6 个月、1 年四个档次	20 天、1M、3M、6M 和 1Y 利率分别为
	央行分行对地方性法人银行发放的再贷款	地方性法人银行				期限：隔夜、7 天、14 天、1 个月、3 个月	3.25%、3.55%、3.75%、3.85%
信贷政策支持再贷款	支农再贷款	农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行	促进信贷结构调整	1、上年末涉农贷款余额占比不低于 70% 2、上年末小微企业贷款占比不低于 20% 3、MPA 达标 4、资本充足率超过 10%	1、国债、中央银行票据、政策性银行金融债、地方政府债券 2、不低于 AA 级的公司信用类债券 3、不低于 AA 级的小微企业、绿色和“三农”金融债 4、央行内部评级为“可接受级”（含）以上的信贷资产 5、普惠口径小微贷款和绿色贷款	期限：3 个月、6 个月、1 年三个档次，可展期两次，期限最长为 3 年	3M、6M、1Y 利率分别为 1.95%、2.15%、2.25%
	支小再贷款	小型城市商业银行、农商行、农村合作银行和村镇银行					
	扶贫再贷款	贫困县、省级扶贫开发工作重点县农商行、农合社、农信社和村镇银行					
金融稳定再贷款	地方政府向中央专项借款	解决地方要关闭的农村合作基金会、各类信托投资公司、城市商业银行、城市信用社的个人债务和合法外债				1.75%	
	紧急贷款	帮助发生支付危机的城商银、城市信用合作社和农村信用合作社缓解支付压力、恢复信誉，防止出现系统性或区域性金融风险					
	风险处置类再贷款	被处置金融机构个人债权和客户证券交易结算资金收购、合法债务兑付等					
	其他类金融稳定再贷款						
专项政策性再贷款	农发行	支持粮棉油收购				发放日前一年 7 年期国债加权平均发行利率为基础加 0.5 个百分点	
	国开行	委托国开行发放农村信用社改革专项借款					
	资产管理公司						

资料来源：Wind、《关于进一步发挥支农再贷款降低“三农”融资成本作用的通知》、《关于下调运用支农再贷款发放涉农贷款利率加点幅度的通知》、《关于调整再贷款分类的通知》、《关于完善信贷政策支持再贷款管理支持扩大“三农”、小微企业信贷投放的通知》、《中国人民银行对金融机构贷款管理暂行办法》、《中国人民银行紧急贷款管理暂行办法》、《中国人民银行对农村信用合作社贷款管理办法》，光大证券研究所整理

从性质上看，再贷款有狭义和广义之分，狭义再贷款主要是上述四类工具，而广义再贷款还囊括了常备借贷便利、补充抵押贷款、信贷资产质押再贷款等工具。随着再贷款工具的丰富和完善，合格抵质押品范围的扩大，再贷款的功能也在随之丰富：

一是流动性再贷款。流动性再贷款主要是为了解决商业银行头寸不足而发放的短期再贷款，定价相对较高。

二是信贷政策支持再贷款。这类再贷款包括支农、支小、扶贫，发挥着引导金融机构信贷投放三农、小微等国家重点领域和实体经济薄弱环节的功能。由于存在政策属性，信贷政策支持再贷款定价低于流动性再贷款。

三是金融稳定再贷款。这类再贷款主要是用于防范和处置金融风险，是央行行使“最后贷款人”的职能，维护金融稳定的措施之一，主要包括四类，即地方政府向中央专项借款、紧急贷款、风险处置类再贷款及其他。通过再贷款工具，为陷入流动性危机的金融机构注入流动性，进而发挥稳定金融系统的职能。

四是专项政策性再贷款。主要是为政策性银行提供再贷款资金，操作对象包括国开行、农发行以及四大资产管理公司，旨在支持相关机构业务发展。

1.3、2020 年疫情期间央行创新再贷款工具，在助力抗疫和企业复工复产方面发挥了重要作用

在 2020 年疫情期间，再贷款工具在助力抗疫和企业复工复产方面发挥了重要作用。春节后，央行在足额投放资金保持市场流动性合理充裕的同时，推出了一系列结构性货币政策工具，重点是防疫专项再贷款+财政贴息、再贷款、再贴现以及政策性银行专项信贷等。这三种工具既有共性也有区别，共性在于通过特殊的机制设计，有效兼顾了定向调控和降成本目标。区别主要在于三个方面：

表 3：抗疫期间央行创新的再贷款、再贴现工具

时间	工具名称	操作对象	运用对象	金额	价格
2020 年 1 月 31 日	防疫专项再贷款+财政贴息	9 家全国性银行、10 家地方法人银行	国家发改委、工信部根据疫情防控需要拟定的重点企业名单	3000 亿	再贷款利率为上月 LPR-250bp；贷款利率维持在[LPR-200bp, LPR-100bp]区间，中央财政按照企业实际获得贷款利率的 50%进行贴息
2020 年 2 月 26 日	再贷款、再贴现	地方法人银行	中小微企业	支农支小再贷款分别为 1000 亿和 3000 亿；再贴现为 1000 亿	再贷款利率下调 25bp 至 2.50% 再贴现利率为 2.25% 贷款利率不高于 LPR+50bp
2020 年 2 月 26 日	政策性银行专项信贷	三家政策性银行	民营、中小微企业	3500 亿	优惠利率
2020 年 4 月 20 日	再贷款、再贴现	地方法人银行	中小微企业	10000 亿	再贷款利率为 2.50%，预计银行实际投放的贷款利率上限为 LPR+50bp

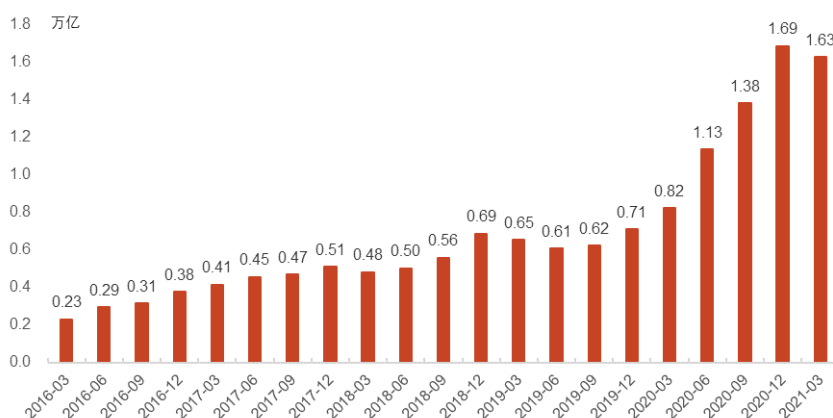
资料来源：Wind、央行网站，光大证券研究所

(1) 操作对象。3000 亿元专项再贷款操作对象为 9 家全国性银行（2000 亿元）、10 家地方法人银行（1000 亿元），5000 亿再贷款操作对象为中小银行（如城商行、农商行），政策性银行专项信贷操作对象为国开行、农发行及进出口银行三家机构。而 1 万亿再贷款、再贴现额度，在机制上与 5000 亿再贷款再贴现基本一致。

(2) 运用对象。3000 亿元专项再贷款运用对象为国家发改委、工信部根据疫情防控需要拟定的重点企业名单，属于抗疫专项资金。5000 亿再贷款的运用对象为中小微企业，主要是为了扶持中小企业发展，使得经济尽快从疫情之中恢复。政策性银行专项信贷运用对象有所区别，国开行资金运用于制造业企业，农发行则是对生猪生产全产业链企业扩大融资支持，进出口银行主要是对外贸企业的信贷支持。

(3) 贷款利率。3000 亿元专项再贷款采取与财政贴息相结合的方式，再贷款利率为上月 LPR-250bp（2 月初推出以 1 月 LPR 为基准，利率为 1.65%），银行实际投放贷款利率维持在[LPR-200bp, LPR-100bp]区间（利率为 2.15-3.15%），按照 50%进行贴息后企业实际成本为（1.08-1.58%）；5000 亿元再贷款利率为 2.50%，银行实际投放的贷款利率上限为 LPR+50bp（2 月 25 日推出以 2 月 LPR 为基准，利率上限为 4.55%）；3500 亿元政策性银行专项信贷要求执行优惠利率。

图 4：2020 年再贷款规模出现大幅增加



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

总体而言，2020 年疫情期间，再贷款工具在助力抗疫和企业复工复产方面发挥了重要作用，特别是防疫专项再贷款+财政贴息工具的推出，实现了流动性在量价两方面的精准滴灌。

数据显示：2020 年以来，再贷款规模大幅增长，截至 2021 年 Q1，再贷款余额合计约 1.63 万亿，较 2019 年末增加 9200 亿，对基础货币的贡献效果已超过全面降准 0.5 个百分点（释放资金 7000-8000 亿）。而在 2016 年 Q1-2019 年 Q4 期间，再贷款余额仅增加不足 5000 亿，年均增幅约 1250 亿。

1.4、未来再贷款工具有望在优化信贷结构、维护金融体系稳定方面发挥更重要的作用

从近年来的市场情况看，再贷款工具在在优化信贷结构、维护金融体系稳定方面，有望发挥更重要的作用：

1.4.1、优化信贷投放结构已成为政策着重引导的方向

首先，与往年相比，今年政府工作报告进一步强调了定向支持力度，提出“引导银行扩大信用贷款、持续增加首贷户，推广随借随还贷款，使资金更多流向科

技创新、绿色发展，更多流向小微企业、个体工商户、新型农业经营主体”。这也为银行今年信贷布局的重点支持领域指明了方向。

同时，今年3月，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，“**进**”旨在加大对**科技创新、制造业的支持，提高制造业贷款比重，增加高新技术制造业信贷投放**。“改”旨在因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

因此，未来在引导金融机构信贷资金重点流向上述国家重点领域和实体经济薄弱环节过程中，央行将进一步强化结构性调控，通过MPA考核中“信贷执行情况”指标进行约束，**而再贷款、再贴现工具有望发挥更重要作用，各类创新型定向调控工具或将进一步推出**。同时，后续央行有望研究推出碳减排支持工具，支持符合条件的金融机构为具有显著碳减排效益的项目提供优惠利率融资，按照市场化原则支持绿色低碳发展，推动实现碳达峰、碳中和目标。

1.4.2、普惠小微贷款比价效应偏低，完成“两增两控”目标需要再贷款低成本资金支持

根据银保监会披露的数据，2021年4月全国银行业新发放普惠小微贷款平均利率为5.65%，而MPA考核要求大型银行普惠小微贷款利率不得超过1Y LPR。在综合考虑税收成本、资本占用成本、信用风险成本等因素后，普惠小微贷款的EVA水平仅为-2%左右，即从比价效应来看，银行投放普惠小微贷款并未创造经济价值。

而目前1Y支农、支小再贷款利率为2.25%，在银行1Y期负债工具中成本最低。因此，从信贷资产的比价效应来看，我们判断，当前银行有较强的动力申请再贷款、再贴现工具，以完成银保监会要求的“两增两控”目标，以及符合MPA考核要求。

表4：银行各类信贷资产EVA比价表

	对公贷款	住房按揭贷款	信用卡	普惠小微贷款
平均资产收益率	4.63%	5.37%	7.00%	5.65%
平均负债成本率	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%
税收成本率	0.94%	1.17%	1.67%	0.94%
增值税率	6.00%	6.00%	6.00%	0.00%
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
资本占用成本	1.74%	0.87%	0.87%	1.31%
风险权重	100.00%	50.00%	50.00%	75.00%
ROE	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
CAR	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%
信用风险成本	2.10%	0.30%	1.90%	5.80%
存款派生收益率	0.33%	0.11%	0.11%	0.39%
EVA	0.17%	3.14%	2.67%	-2.01%

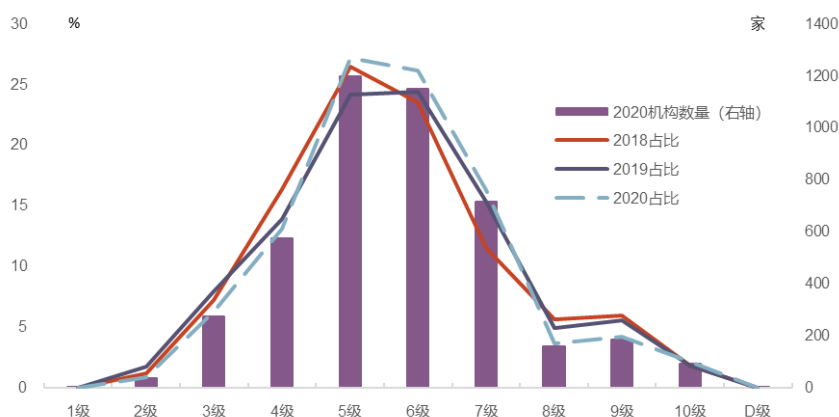
资料来源：各类资产平均资产收益率、平均负债成本率、增值税率、所得税率、风险权重、ROE、CAR数据均来自Wind和银保监会官网，税收成本率、存款派生收益率和EVA由光大证券研究所整理测算。

1.4.3、近年来我国问题金融机构风险逐步暴露，中小银行压力突出，金融稳定再贷款有望扮演重要职责

总体而言，在我国金融体系中，大行资产质量总体稳定，拨备相对充足，风险抵补能力较强，但近年来问题金融机构风险逐步暴露，中小银行特别是非上市中小银行压力偏大，部分机构可持续经营能力存疑。

从竞争格局看，我国商业银行呈现“强者恒强、尾部偏弱”的特点。根据央行发布的《中国金融稳定报告 2021》，我国银行业评级结果大体呈现正态分布。截至 2020 年 4 季度，在 4399 家银行业金融机构中，评级结果为 1-5 级的为 2089 家，占比为 47.49%，评级为 6-7 级的为 1868 家，占比为 42.46%，而低评级（8-10 级）尾部银行共有 441 家、D 级（已倒闭或已接管）1 家，占比为 10.05%，这些低评级机构主要集中于农村信用社、农村合作银行、村镇银行和农村商业银行。

图 5：我国银行业风险评级结果



资料来源：2019、2020、2021 年金融稳定报告，光大证券研究所；时间：2018-2020 年

从经营角度看，未上市银行资产质量压力突出，风险抵补能力明显弱于上市银行。我们将商业银行整体数据与 A 股上市银行数据进行对比，可测算出未在 A 股上市的商业银行资产质量表现。

表 5：上市银行与非上市银行资产质量情况

2020 年	商业银行	A 股上市银行			未上市商业银行
		六大行	股份制银行	城农商行	(推算数据)
不良余额 (亿元)	27015	11472	4363	1341	9840
关注余额 (亿元)	37763	15886	5837	1616	14425
不良率	1.84%	1.51%	1.47%	1.30%	3.21%
关注率	2.57%	2.08%	1.97%	1.57%	4.70%
不良率+关注率	4.41%	3.59%	3.44%	2.88%	7.91%
不良余额/关注余额	72%	72%	75%	83%	68%
贷款损失准备金余额 (亿元)	49834	24323	8811	3749	12950
拨备覆盖率	184%	212%	202%	280%	132%
贷款余额 (亿元)	1468194	762092	296586	102805	306711
问题类贷款覆盖率	76.93%	88.91%	86.39%	126.76%	53.37%

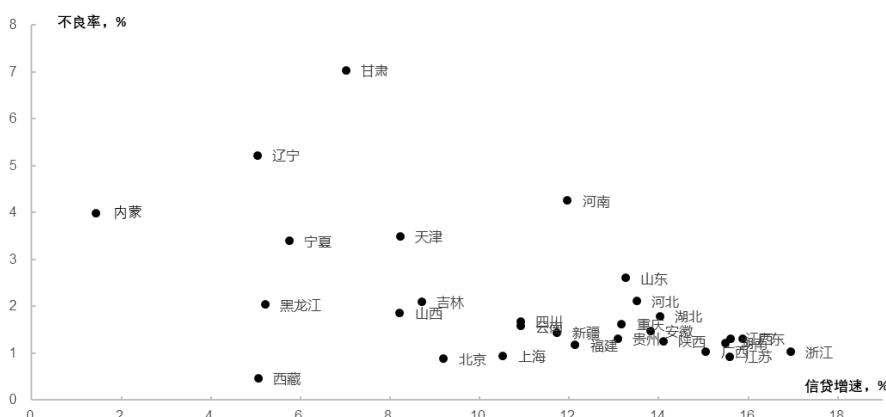
资料来源：Wind、银保监会、上市公司财报，光大证券研究所。注：（1）商业银行数据为银保监会公布数据，A 股上市银行数据采用财报集团口径，其他未上市商业银行为：商业银行扣除 A 股上市银行；（2）问题类贷款覆盖率定义为：贷款损失准备金余额/（不良额+关注额）。时间：2020 年年报

结果显示:截至2020年年末,未上市银行不良率为3.21%,关注率为4.70%,问题贷款率为7.91%,明显高于上市银行水平。同时,若用贷款损失准备金额/(不良额+关注额)来衡量问题贷款覆盖率,可以看到,未上市银行问题贷款覆盖率仅为53.37%,而上市银行普遍在85%以上。再考虑到部分非上市中小行资产分类不准确、资产质量不真实、非信贷类资产和表外理财业务风险等问题,这些银行目前的资本和减值准备可能不足以有效抵御风险。总体来看,我国非上市银行中的部分城农商行资产质量压力较大,风险抵御能力明显不足。而且这些银行负债成本普遍偏高,可持续经营能力已受到严重冲击。

从区域角度看,区域分化较为严重,部分地方法人银行存在系统性风险。根据《中国区域金融发展报告(2021)》所示,我国各地区银行不良率分化较为明显,总体呈现“西高东低、北高南低”特点,长三角苏浙沪地区、珠三角广东地区,以及北京、上海等直辖市经济发达地区不良率位于2%以下,明显低于全国平均水平。而银行在内蒙古、甘肃、青海、辽宁、海南等地区资产质量压力突出,其中:受包商银行事件影响,2019年内蒙古自治区不良率一度升至8%以上(2020年有所下降),不良率与关注率之和在15%左右,部分地区地方法人银行不良率明显高于本地银行业金融机构平均水平。

总体来看,我国部分地区地方法人银行近年来受区域经济分化、银行业竞争加剧、全球经济环境变化、疫情冲击等因素影响,资产负债表明显恶化,预计未来将有更多中小银行通过上市、兼并重组等方式,理顺股权、优化资产负债结构、加快不良资产处置,以化解金融风险,在此情况下,未来需要金融稳定再贷款发挥更重要的作用。

图6:各地区信贷增速与不良率呈现一定反比例关系



资料来源: Wind, 2021年区域金融报告; 时间: 2020年

事实上,我国央行对于金融稳定再贷款的使用由来已久,从早期通过四大资产管理公司剥离国有大行巨额不良,到对部分高风险证券公司破产清算或流动性风险提供再贷款资金,均发挥了稳定金融体系的职能。最近一次,央行使用金融稳定再贷款,主要用于包商银行风险的处置,并于2020年7月下调了金融稳定再贷款利率0.5个百分点至1.75%,延期间的利率为3.77%。金融稳定再贷款使用有着较为严格的条件。根据央行在2020年上半年金融统计数据新闻发布会上的介绍,金融稳定再贷款的使用需要经过非常审慎的评估,主要考虑两方面:

一是出险金融机构具有重要性影响。例如,包商银行体量相对较大,通过金融稳定再贷款可以有效防止交叉风险传染,避免出现系统性风险。随着蒙商银行成立和包商银行的处置基本完成,金融稳定再贷款也会逐步退出。

二是其他工具例如行业保障基金和金融机构自身的资金无法保障安全。例如，在包商银行、恒丰银行、锦州银行等风险化解的过程中，主要依靠财政资金、央行金融稳定再贷款、存款保险基金、AMC、银行系金融资产投资公司（AIC）等多方合作。

综合来看，随着我国问题金融机构风险在后续的逐步暴露，考虑到这些金融自身实力偏弱，“造血”能力缺失，在风险处置过程中，央行作为“银行的银行”，基于维护金融体系稳定的目的，将进一步发挥“最后贷款人”职责，可能的措施包括：

（1）通过 SLF 提供流动性支持。如给予包商银行常备借贷便利支持，2019 年累计办理 58 笔，金额 4161 亿。

（2）通过流动性再贷款或金融稳定再贷款提供流动性支持。

（3）批准动用法定存款准备金。如批准包商银行下的 5 家村镇银行动用法定存款准备金；

（4）注资存款保险基金，运用存款保险基金收购承接债权。

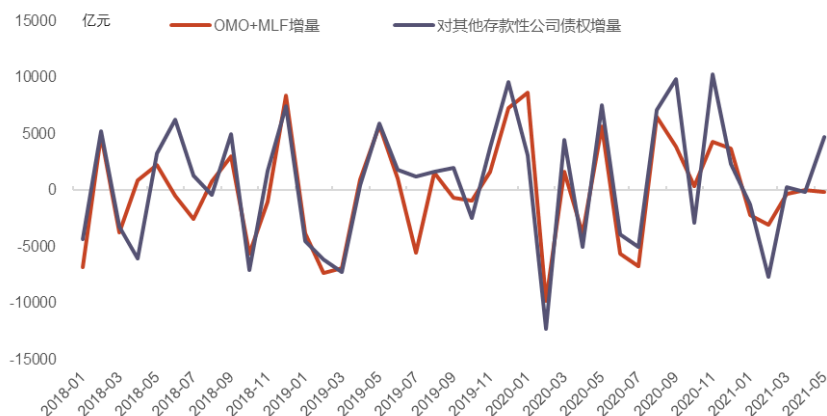
（5）提供股东方中长期借款，允许债务融资补充资本。

1.5、如何解释 5 月央行资产负债表与其他存款性公司资产负债表的“异动”

1.5.1、异动一：对其他存款性公司债权与 OMO+MLF 的差异

在 5 月的央行资产负债表科目中，资产端“对其他存款性公司债权”新增 4696 亿，而当月央行通过 OMO+MLF 实现资金净投放-100 亿，两者差额较大。一般而言，央行资产负债表中“对其他存款性公司债权”主要包含央行开展的公开市场操作、再贷款和再贴现，因此市场猜测 5 月该科目的“异动”可能与央行开展了再贷款、再贴现有关。对此我们可以具体分析：

图 7：对其他存款性公司债权与 OMO+MLF 在大部分时间基本匹配



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2018 年 1 月-2021 年 5 月

如前所述：2020 年支持抗疫和企业复工复产，央行累计推出 1.8 万亿额度的再贷款、再贴现，我们可以根据央行官员的讲话、货币政策执行报告大致推演出这 1.8 万亿资金的投放节奏：

(1) 2020 年 4 月 3 日国新办发布会上，央行副行长刘国强表示：截至 3 月 30 日，9 家全国性银行和 10 个省市的地方法人银行，向 5881 家重点企业累计发放优惠贷款 2289 亿元。5000 亿元再贷款再贴现累计发放 2768 亿元。

(2) 2020 年 Q1 货币政策执行报告提出：首批 3000 亿元专项再贷款政策已进入收官阶段。截至 5 月 5 日，9 家全国性银行和 10 省市地方法人银行向 7037 家重点企业累计发放优惠贷款 2693 亿元；第二批 5000 亿元再贷款再贴现政策发放进度近 80%，地方法人银行累计发放优惠利率贷款（含贴现）3996 亿元。

(3) 2020 年 Q2 货币政策执行报告提出：截至 6 月末，3000 亿元专项再贷款支持有关银行向 7597 家全国性和地方性重点企业累计发放优惠贷款 2834 亿元，5000 亿元再贷款、再贴现政策支持地方法人银行向 59 万家企业累计发放优惠利率贷款 4983 亿元。1 万亿元再贷款、再贴现政策有序衔接，截至 7 月 27 日，累计发放优惠利率贷款 4573 亿元。

(4) 2020 年 Q3 货币政策执行报告提出：3000 亿元专项再贷款和 5000 亿元再贷款、再贴现政策已于 6 月末顺利收官，1 万亿再贷款、再贴现政策截至 9 月末已落实超过 80%。

(5) 2020 年 Q4 货币政策执行报告提出：2020 年 12 月，1 万亿元普惠性再贷款、再贴现全部发放完毕。

表 6:2020 年 1.8 万亿再贷款、再贴现投放节奏（亿元）

	3000 亿抗疫专项再贷款	5000 亿再贷款、再贴现	1 万亿再贷款再贴现
截至 3 月末	2289	2768	
截至 5 月 5 日	2693	3996	
截至 6 月末	2834	4983	
截至 7 月 27 日			4573
截至 9 月末			8000
截至 12 月末			10000
企业实际融资成本	1.25%	4.22%	4.67%

资料来源：国新办发布会、2020 年 Q2-Q4 货币政策执行报告，光大证券研究所整理

通过梳理，我可以整理出 1.8 万亿再贷款、再贴现的投放节奏（如表 6 所示）。基于此，可以大致推算出这 1.8 万亿资金按季的增量情况，并与“对其他存款性公司债权”、OMO+MLF 进行对比。可以看到：

表 7: 复盘 2020 年 Q1-2021Q1 央行开展 OMO+MLF 以及 1.8 万亿再贷款再贴现（亿元）

时间	对其他存款性公司债权	再贷款、再贴现	OMO+MLF	3000 亿抗疫专项再贷款	5000 亿再贷款、再贴现	1 万亿再贷款再贴现
2020 年 Q1	-4735	1501	530	2289	2768	
2020 年 Q2	-1396	2387	-3713	545	2215	3300
2020 年 Q3	12001	2950	3723			4700
2020 年 Q4	9736	4007	8400			2000
2021 年 Q1	-8698	-626	-5505			
2021 年 4-5 月	4529		-61			

资料来源：Wind，光大证券研究所整理。其中，“再贷款、再贴现”为央行公布的支农、支小、扶贫、专项扶贫再贷款+再贴现余额合计值，3000、5000 和 1 万亿再贷款再贴现季度增量为测算值

(1) 通过对比央行公布的再贷款、再贴现，以及 1.8 万亿再贷款、再贴现的季度增量看，两者存在较大差异。我们猜测，一是“再贷款、再贴现”是净增

量，即为新发生与到期轧差，而 1.8 万亿为新发生量。二是可能与两者的统计口径不同有关，即前者为央行公布的支农、支小、扶贫、专项扶贫再贷款+再贴现余额合计值，而 1.8 万亿中部分再贷款（如抗疫专项再贷款）可能并未纳入这四类。

(2) 根据《关于打赢疫情防控阻击战强化疫情防控重点保障企业资金支持的紧急通知》的要求，3000 亿专项再贷款期限为 1Y。随后的 5000 亿再贷款利率下调 25bp 至 2.50%，而此前 1Y 支农支小再贷款利率为 2.75%，说明这 5000 亿再贷款期限同样为 1Y。

(3) 例如，在 2020 年 Q3，“对其他存款性公司债权”净增 1.2 万亿，OMO+MLF 净增 3723 亿，两者相差较大，但若考虑到 1 万亿再贷款额度使用了 4700 亿，两者的误差进一步收窄。

(4) 2021 年 Q1 “对其他存款性公司债权”净增-8698 亿，OMO+MLF 净增-5505 亿，两者轧差为-3193 亿。而 2020 年 Q1 期间，3000 专项再贷款+5000 亿再贷款、再贴现发放了 5057 亿，可能与这写再贷款、再贴现资金到期后部分退出有关。

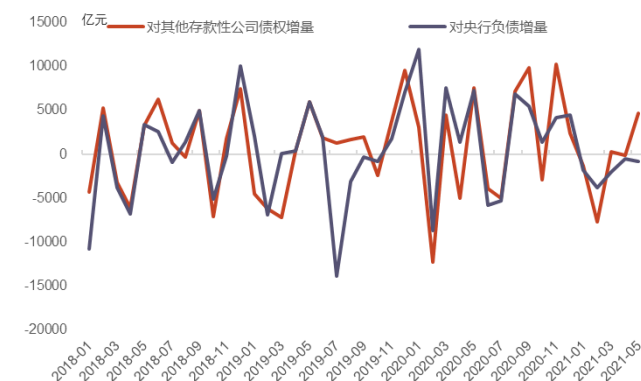
(5) 2021 年 4-5 月，“对其他存款性公司债权”净增-4529 亿，OMO+MLF 净增-61 亿，两者轧差为 4590 亿，而 2020 年 Q2 期间，1.8 万亿再贷款、再贴现使用金额为 6060 亿，其中能够确定在 Q2 到期 2760 亿，即 4-5 月到期量可能在 1800 亿左右，即 Q2 再贷款再贴现的新发生规模可能在 6000-6500 亿左右，届时我们可以在 2021 年 Q2 货币政策执行报告中，观察再贷款再贴现是否出现大幅增长。

综合上述分析，我们认为，再贷款、再贴现的使用，确实会对“其他存款性公司债权”科目造成扰动，特别是去年 1.8 万亿再贷款、再贴现的投放在今年的陆续到期和续作，会对超储率的预测形成一定扰动。例如，5 月份央行投放中，分别采用“对其他存款性公司债权”以及“OMO+MLF”两组数据分别预测的超储率为 1.43%和 1.05%。

1.5.2、对其他存款性公司债权与对中央银行负债的差异

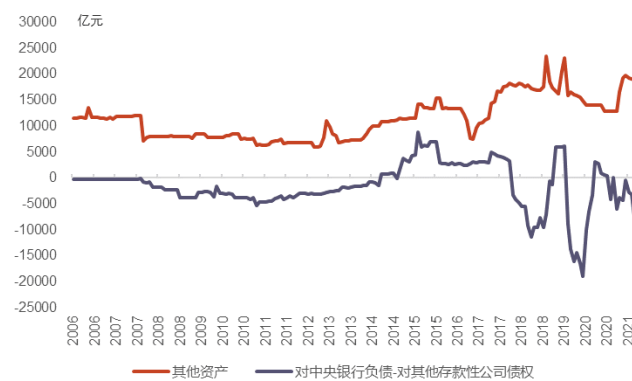
在央行资产负债表“对其他存款性公司债权”5 月录得 4696 亿增长的同时，其他存款性公司资产负债表中，对中央银行负债 5 月新增-820 亿，两者同样存在较大差值。

图 8：对其他存款性公司债权与对央行负债总体趋势一致



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2018 年 1 月-2021 年 5 月

图 9：“对央行负债-对其他存款性公司债权”与其他资产运行趋势的对比



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2006 年 1 月-2021 年 5 月

总体来看,这两个科目保持了大体相似的趋势,但在部分时点误差依然较大。我们猜测,这可能与央行“调表”有一定关系。

若我们观察其他存款性公司资产负债表“对中央银行负债”与央行资产负债表“对其他存款性公司债权”的差值,与央行资产负债表“其他资产”的走势,可以看到,这两条曲线的走势存在一定的趋同性。我们猜测,不排除央行将部分应放入“对其他存款性公司债权”的业务,计入了“其他资产”科目,进而造成了两者差距的加大。

若观察5月份两个报表的情况,其他存款性公司资产负债表中“其他负债”新增约1.2万亿,较4月份多增6296亿。我们猜测,是否存在央行将对金融机构的再贷款、再贴现资金,并未计入“对中央银行负债”,而是计入了“其他负债”科目的可能。也就是说,对其他存款性公司债权与对中央银行负债并非一一对应的,央行对银行投放的各类基础货币,可能分散计入其他存款性公司资产负债表中“对中央银行负债”、“其他负债”等科目中。但观察“对中央银行负债-对其他存款性公司债权”与“其他负债”的趋势,两者并不存在较强相关性,因此不排除为央行临时性“调表”的可能。

1.6、市场启示

本周利率短端利率下行约5bp,但长端利率延续了震荡态势。(1) 尽管面临跨季,GC利率也一度冲高至4%以上,但并无太大压力,央行持续每日300亿OMO呵护市场。(2) 政府债券净融资-1243亿,供给因素偏友好。(3) 6月PMI环比回落0.1个百分点至50.9%,但新出口订单指数连续两个月落入50%以下,显示未来出口景气度或难延高增态势。

短期来看,下周政府债券计划发行2541亿,到期3443亿,净融资-902亿,较上周有所收窄,供给因素仍偏友好。

中期看,我们提示需警惕Q3政府债券供给的放量,尽管今年发改委对政府债券审批精细化程度提高,整体政府债券额度使用比例(实际净融资/总额度)或弱于往年平均水平,但Q3依然是集中供给期,规模预计在1.8-2万亿左右,叠加7月份是缴税大月,利率在临近本月中旬将同时面临供给+缴税的双重压力冲击,届时利率将承压有所上行。

目前,市场对10Y国债利率较为一致的看法是在3.0-3.3%区间震荡(部分机构预测可能会跌破3%,但我们认为概率不大,全年震荡行情相对合理),这是一个相对容易得出的结论。但结合今年形势来看,30bp的宽度可能过于宽泛。例如,若某一段时间利率由3.3%上行至3.0%,在今年事实上可视为一波牛市行情。我们不妨做一个区间精度更高的猜测:

一方面,今年3-5月份流动性整体较为宽松,10Y利率低位一度触及3.04%,而在1月中下旬“小钱荒”时期,则一度上行至3.28%,6月份的高位为3.15%。

另一方面,全年政府债券供给量可能偏低,市场将始终处于“欠配”状态,我们在《如何打开银行配债“密码箱”》中提及的七大指标体系,至少有五大指标(配置能力、市场供给、收益考核、流动性以及资本)均利好银行配债,即配置需求将起到利率稳定器的效果。

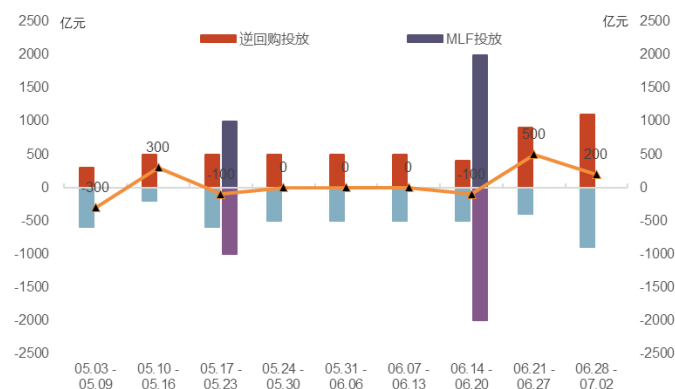
基于上述分析,我们判断,利率的震荡区间可能维持在3.05-3.20%区间,当利率逼近3.15%时,配置情绪将进一步释放引导利率下行,而在利率降至3.1%下方时,性价比则有所减弱。

2、本周市场流动性回顾

2.1、资金市场回顾

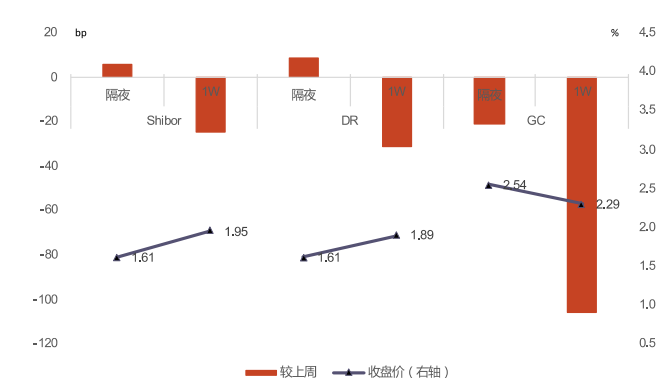
央行持续增加逆回购规模。本周，央行开展逆回购操作 1100 亿元，到期 900 亿元。截至 7 月 4 日，MLF 余额为 5.40 万亿元。

图 10：央行呵护季末资金面



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 5 月 3 日-2021 年 7 月 2 日

图 11：跨半年后短端资金利率回落



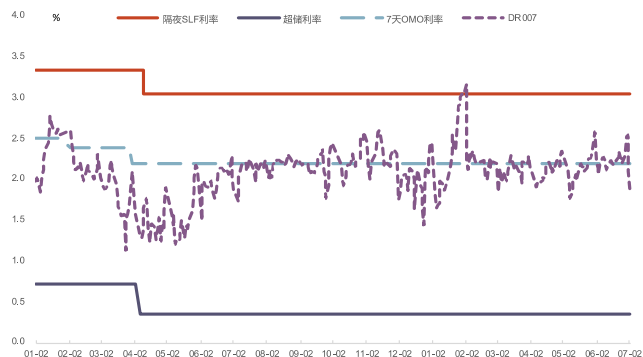
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 6 月 28 日-2021 年 7 月 2 日

跨半年后，整体流动性趋于宽松，短端资金利率回落，截至 7 月 2 日：

- (1) Shibor1D 和 Shibor7D 分别为 1.61%和 1.95%，较上周分别上行 6bp 和-25bp。
- (2) DR001 和 DR007 分别为 1.61%和 1.89%，较上周分别上行 9bp 和-31bp。
- (3) GC001 和 GC007 分别为 2.54%和 2.29%，较上周分别上行-21bp 和-106bp。

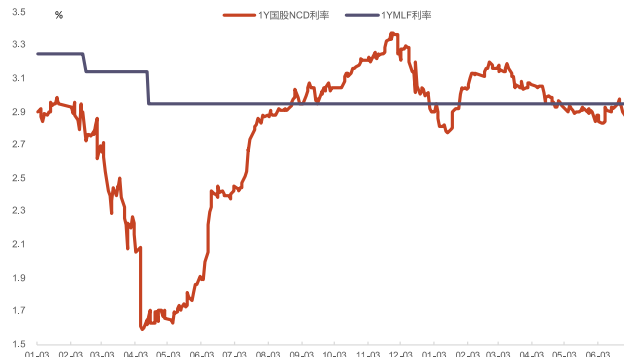
利率走廊基本稳定，1Y 国股 NCD 利率有所回落。DR007 有所下行，但整体依然围绕 7 天 OMO 利率震荡，利率走廊基本稳定。截至 7 月 2 日，1Y 国股 NCD 价格报 2.83%，低于 1Y-MLF 利率-12bp。

图 12：利率走廊中枢大幅下跌



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月 2 日-2021 年 7 月 2 日

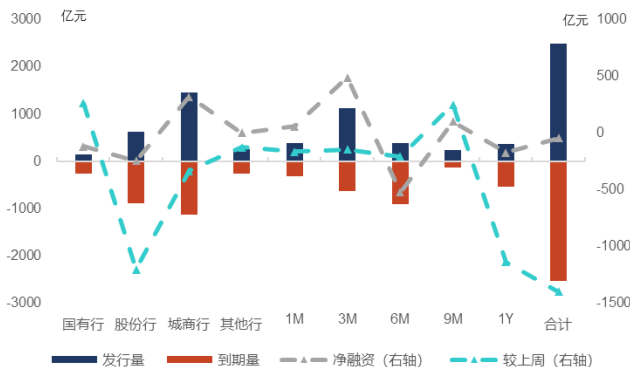
图 13：1Y 国股 NCD 利率有所回落



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月 3 日-2021 年 7 月 2 日

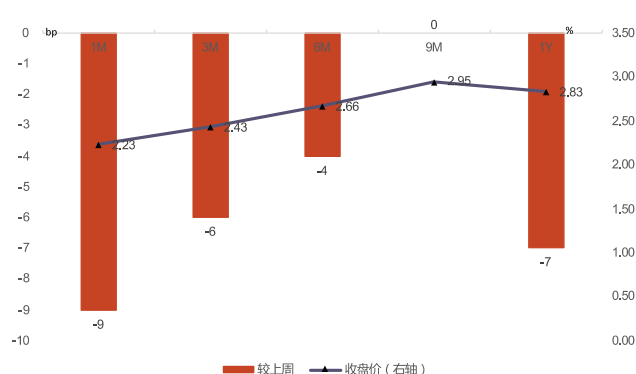
本周 NCD 净融资额为-43 亿，较上周增长-1400 亿。分机构看：国有银行、股份制银行和城商行分别净融资-118、-245 和 320 亿，较上周上升 264、-1202 和-334 亿。分期限看：1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别净融资 60、491、-522、100 和-172 亿，较上周分别增加-163、143、-208、250 和-1136 亿。

图 14：NCD 净融资规模有所下降



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 6 月 28 日-2021 年 7 月 2 日

图 15：各期限国股 NCD 价格有所下行



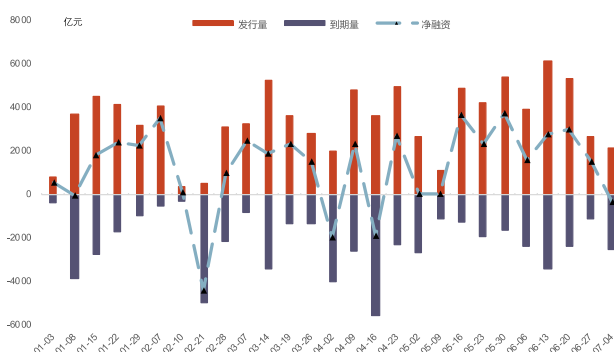
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 6 月 28 日-2021 年 7 月 2 日

各期限国股 NCD 价格有所下行。截至 7 月 2 日，国股行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.23%、2.43%、2.66%、2.95%和 2.83%，较上周分上行-9bp、-6bp、-4bp、0bp 和-7bp。城商行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.49%、2.63%、2.89%、3.15%和 3.33%，较上周分别上行-13bp、-9bp、-13bp、-1bp 和-1bp。

2.1、利率债市场回顾

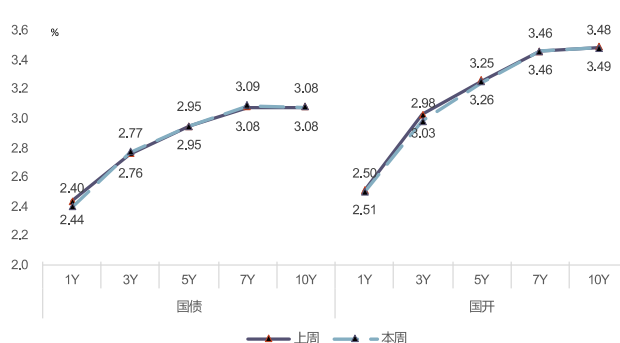
地方债净融资规模持续下降。截至 7 月 2 日，国债净融资-1141 亿，较上周上升-1093 亿；国开债净融资 929 亿，较上周上升-228 亿；地方债净融资-101 亿，较上周上升-574 亿。

图 16：地方债净融资规模持续下降



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 3 日-2021 年 7 月 2 日

图 17：各期限收益率有所下跌

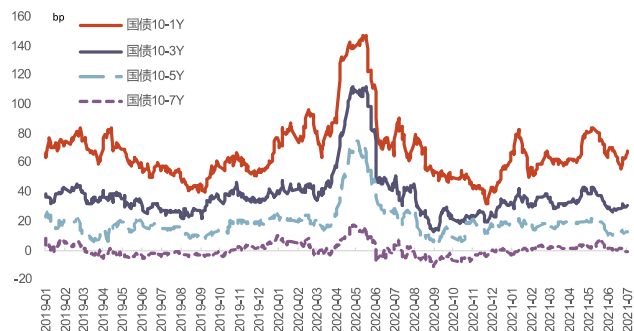


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 6 月 28 日-2021 年 7 月 2 日

各期限收益率有所下行。截至 7 月 2 日，国债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.40%、2.77%、2.95%、3.09%和 3.08%，较上周分别上行-4bp、1bp、0bp、1bp 和 0bp。国开债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.50%、2.98%、3.25%、3.46%和 3.48%，较上周分别上行-1bp、-5bp、-1bp、0bp 和-1bp。

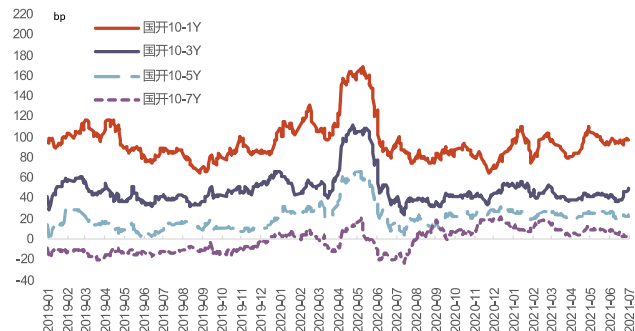
国开债期限利差平稳运行。截至 7 月 2 日，国债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 68bp、31bp、13bp 和 -1bp，国开债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 98bp、50bp、23bp 和 2bp。

图 18：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 7 月 2 日

图 19：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 7 月 2 日

3、风险分析

政府债券供给加大，资金面收紧。

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的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所载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

鹏华基金