



银行业：1 月信贷爆发式增长，料不可持续

金融服务—银行

维持评级：中性

分析师

冯伟

电话：0755-83704681

邮件：fengw@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

事件

2 月 12 日，央行公布 2009 年 1 月份金融数据。1 月份广义货币供应量 M2 同比增长 18.79%，增幅比上年末提高 0.97 个百分点；狭义货币供应量 M1 同比增长 6.68%，增速比上年末低 2.38 个百分点；市场货币流通量 M0 同比增长 12.02%，增幅比上年末低 0.63 个百分点。

人民币贷款同比增长 21.33%，人民币存款同比增长 22.98%。1 月份新增贷款较多，为 1.62 万亿元。

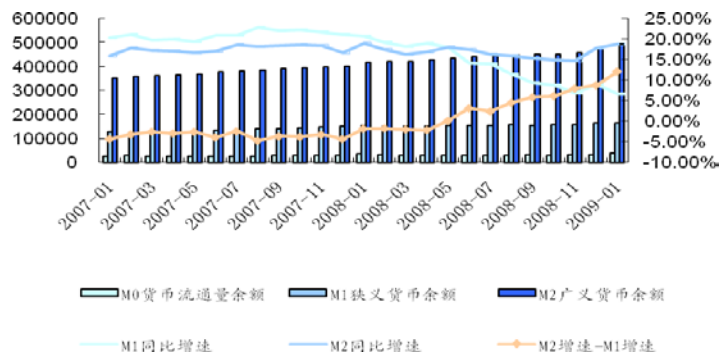
点评

M1 与 M2 发生背离，流动性仍淤积银行体系

根据央行最新公布的金融数据显示，截至 2009 年 1 月末，广义货币供应量（M2）余额为 49.61 万亿元，同比增长 18.79%，增幅比上年末高 0.97 个百分点；狭义货币供应量（M1）余额为 16.52 万亿元，同比增长 6.68%，增幅比上年末低 2.38 个百分点；市场货币流通量（M0）余额为 4.11 万亿元，同比增长 12.02%，增幅比上年末低 0.63 个百分点。

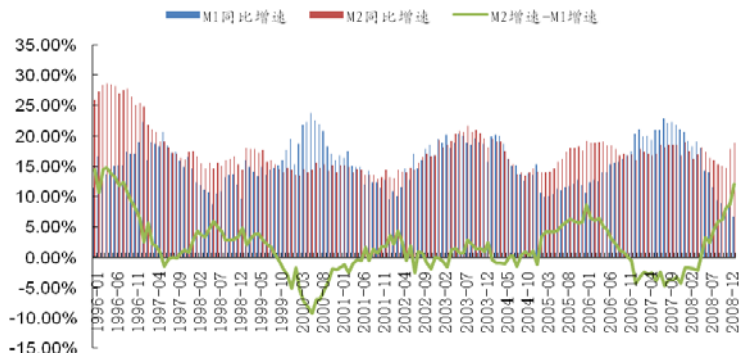
M1 下降值得关注，但不排除季节性因素影响。M2 环比及同比增速继续上升，但 M1 绝对额下降 1000 亿元左右。M2 环比上升 4.4%，而 M1 环比下降 0.6%，且 M1 与 M2 的同比增速剪刀差再次扩大至 12.02%，达到自 1996 年 9 月以来的最高点。M1 下降多少带有季节性因素（我们分析历史数据，发现历年 1 月份 M1 环比增速较之年前 12 月的环比增速都是下降的，2004 年、2006 年 M1 环比增速甚至为负），但观之 M2 数据，我们认为信贷猛增是造成 M2 上升的主要原因。存款定期化趋势仍没有结束，大部分资金仍滞留在银行体系内。信贷资金主要投放到短期贷款及票据融资，而中长期贷款增加有限，且很多资金尚未到位，大部分闲置资金定期化。

图 1 2007.01-2009.01 货币供应量运行情况 (单位: 亿元, %)



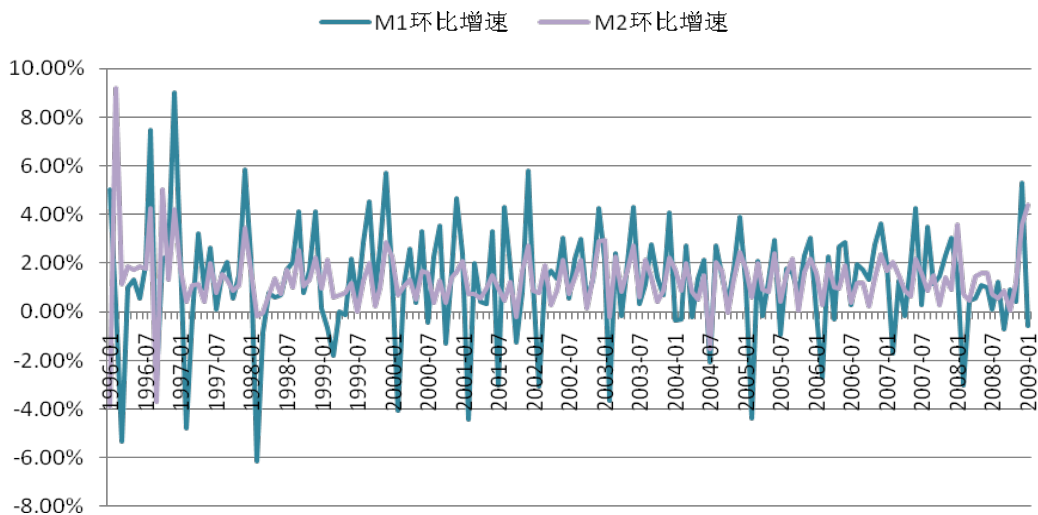
资料来源：中国人民银行，国海证券研究所

图 2 M1 与 M2 的剪刀差再次扩大



资料来源：中国人民银行，国海证券研究所

图 3 M1 与 M2 环比增长情况



资料来源：国海证券研究所

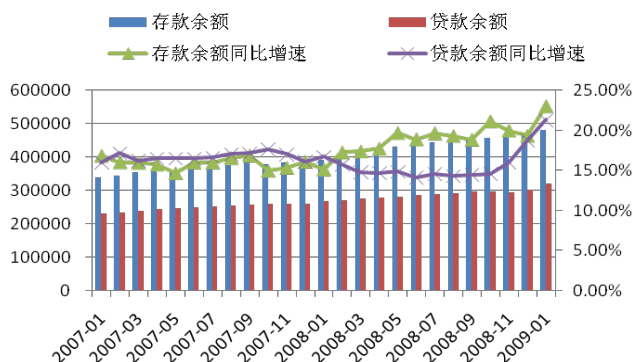
新增存款 1.51 万亿元，其中居民户存款爆发式增长

2009 年 1 月份，金融机构人民币各项存款余额为 48.16 万亿元，同比增长 22.98%，增幅比上年末高 3.68 个百分点；环比增长 3.30%，增幅比上年末高 2.47 个百分点。存款大幅增长，新增人民币存款 1.51 万亿元，较上年末增加 1.13 万亿元。其中居民户存款增加 1.52 万亿元，非金融性公司存款减少 919 亿元，财政存款增加 488 亿元。

居民户存款大增部分带有季节性因素，我们分析历年数据，发现春节左右居民户存款都是全年新增的最高点（如 2007 年 2 月为 9112 亿元，2008 年 2 月为 9712 亿元），由于今年春节较早在 1 月份，相当于时间提前了。

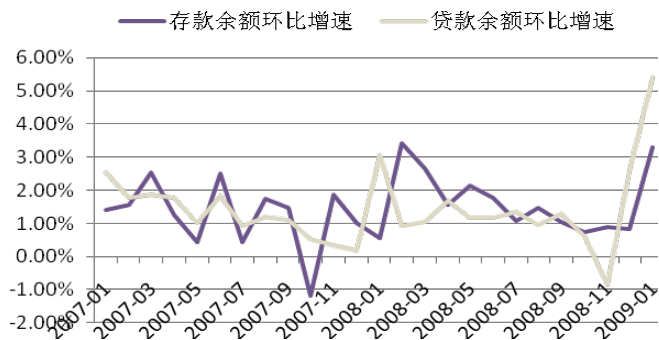
M1 下降意味着企业对于未来经济仍不看好，即便得到银行贷款也是转存至银行。而春节因素又造成部分企业存款移至居民户存款。我们预计 2 月份开始新增存款不能维持目前的高位，将慢慢回落至正常水平。

图4 2007.01-2009.01 存贷款情况 (单位: 亿元, %)



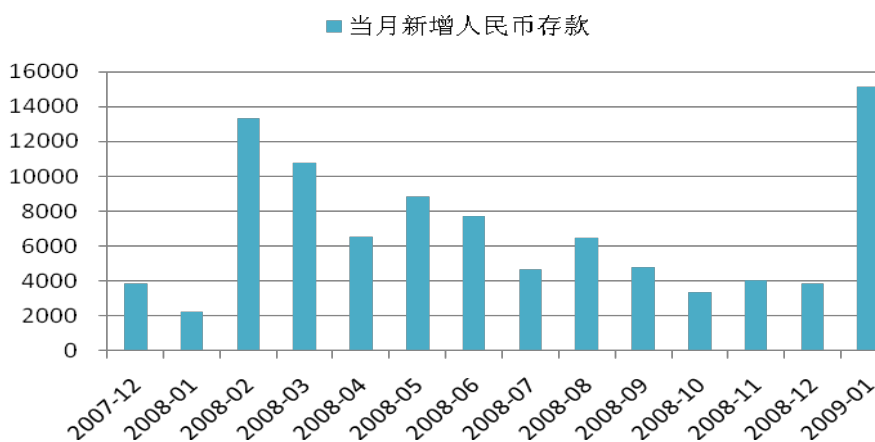
资料来源：中国人民银行，国海证券研究所

图5 存贷款环比增长情况



资料来源：中国人民银行，国海证券研究所

图6 月度新增存款情况 (单位: 亿元)



资料来源：中国人民银行，国海证券研究所

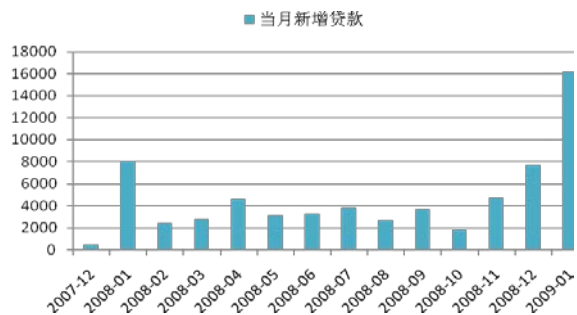
1月信贷爆发式增长，票据融资依然是主要推手

2009年1月份，金融机构人民币各项贷款余额为31.99万亿元，同比增长21.33%，增幅比上年末高2.57个百分点；环比增长5.41%，增幅比上年末高2.81个百分点。1月份新增贷款实现爆发式增长，达到1.62万亿元，创下历史新高。按照国家之前制定的09年新增信贷目标4.6万亿元计算，则1月份已完成全年额度的35.22%。我们认为未来这种高增长态势将不可能延续，从近期获得的银行2月份数据来看，贷款余额已经有所下降，也侧面印证了我们的看法。预计未来月度新增贷款将慢慢回落，平均月度新增贷款或回落至4000亿元左右。

1月份的新增贷款略超出我们之前的预期，但分析具体结构，发现事出有因。其中新增短期贷款4025亿元，新增中长期贷款5822亿元，新增票据融资6239亿元，票据融资依然是信贷大幅增长的主力。中长期贷款环比上升3.76%，大多数投放在基建、环保等国家倾斜项目上，但在新增贷款中的占比下降至35.94%；短期贷款环比上升3.21%，在新增贷款中的占比下降至24.85%；票据融资环比上升32.36%，在新增贷款中的占比提升至38.51%。

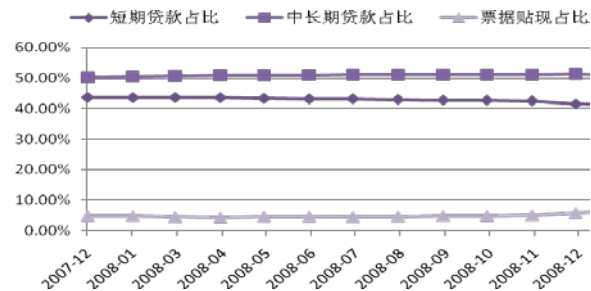
居民户贷款环比上升2.13%，公司贷款环比上升6.09%（含票据贴现）。居民户贷款在新增贷款中的占比略有提升，至7.49%；公司贷款（不含贴现）在新增贷款中的占比下降10.75个百分点至54.08%；票据贴现在新增贷款中的占比大幅提高至38.51%。

图7 月度新增贷款情况(单位:亿元)



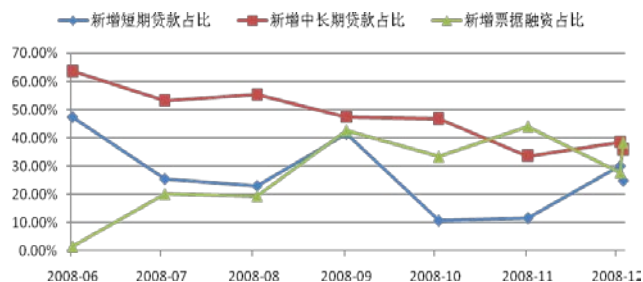
资料来源: 中国人民银行, 国海证券研究所

图8 贷款期限结构情况



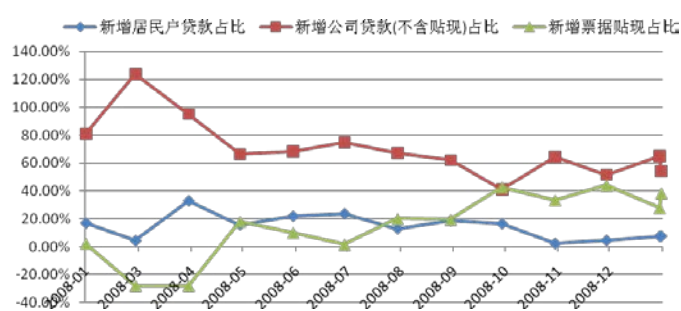
资料来源: 中国人民银行, 国海证券研究所

图9 新增贷款结构(按期限)



资料来源: 中国人民银行, 国海证券研究所

图10 新增贷款结构(按部门)

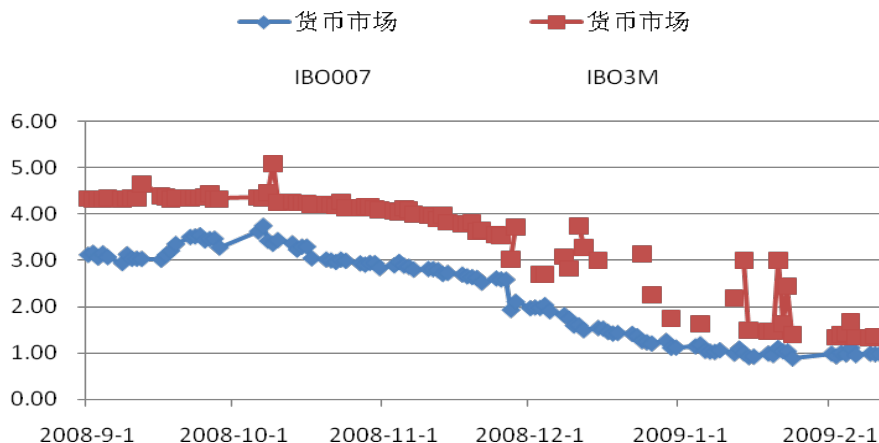


资料来源: 中国人民银行, 国海证券研究所

近几月市场利率快速下降, 1月份银行间同业拆借加权平均利率仅为0.9%, 环比下降0.34%。而1月到期票据转贴现买断年利率已经降至1.49%。目前银行的经营策略依然是严控风险, 在保证贷款规模的情况下, 加大票据贴现的操作力度, 有利于留住客户、降低风险, 尽管此部分利润微薄。

我们参看历史数据, 发现98-02年之间, 银行就出现“松货币紧信贷”的情况, 信贷增速从98年5月份开始回升, 但11月份达到阶段性顶点后又开始下降, 直到2000年初才见底回升。目前新增的中长期贷款主要是大型银行加大对政府主导的基础设施建设等优质贷款项目的配套资金投入, 我们预计随着优质项目逐渐被瓜分完毕, 信贷增速将慢慢回落, 不排除历史重演的可能性。

图11 银行间拆借利率情况(单位: %)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

估值及投资建议

我们认为信贷增长的超预期是 09 年银行投资的着眼点，目前也部分证明了我们之前看法。对于未来，我们强调关注信贷的“有效”放大，如银行放贷结构是否会慢慢调整（票据融资占比慢慢减小，中长期贷款占比逐渐提升），而这是决定经济是否能够持续回暖等的关键。不良上升 09 年爆发的可能性较小，但未来的风险正慢慢放大。

近期银行股估值回复，迎来上涨空间，源自宏观经济预期转好催动银行股启动。在经历之前的超跌后，再次受到流动性的热捧。目前银行股反弹高度已经超过 15%，估值的安全边际正慢慢减小，在银行基本面仍没有较大改观的情况下，对整个行业维持“中性”的投资评级。我们一直强调今年银行股的交易性投资机会，建议在估值慢慢回复的过程中注意投资风险。

表 1 重点跟踪公司估值及投资评级

重点跟踪公司	EPS			BVPS			PB			PE			评级
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	
工商银行	0.35	0.37	0.35	1.78	1.96	2.13	2.19	1.98	1.83	11.11	10.51	11.11	增持
浦发银行	2.21	2.05	1.70	6.90	9.30	10.30	2.45	1.82	1.64	7.66	8.26	9.96	增持
招商银行	1.49	1.49	1.60	5.78	6.90	7.25	2.48	2.08	1.98	9.64	9.64	8.98	增持
深发展银行	0.19	1.19	1.50	5.66	6.82	8.91	2.35	1.95	1.49	69.89	11.16	8.85	中性
北京银行	0.90	0.93	0.99	5.17	5.78	6.10	2.09	1.87	1.77	11.98	11.59	10.89	增持

资料来源：国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。