

银行信贷投放意愿强烈，行业息差面临压力

银行

上次评级

领先大市-A

同步大市-A

报告日期

2009-03-03

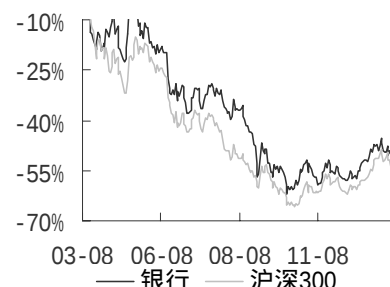
报告关键点：

- 高信贷增长将以牺牲息差为代价，09年实际息差可能低于目前市场平均预测；
- 考虑到目前的估值优势，上调行业投资评级到“领先大市-A”。

报告摘要：

- 从去年四季度以来，国务院和央行一直奉行宽松的货币政策，银监会的今日表态也证实其对贷款增速的监管力度在放松。
- 就银行的信贷供给能力而言，银行目前有充足的资金可供运用。从银行的信贷投放意愿来看，根据我们的调研情况来看，在NIM收窄明显的09年，银行内部（从总行到分支行）的放贷冲动非常强烈，“以量补价”的观念十分普遍。
- 08年12月至今，银行新增信贷结构大概是“4：4：2”：即40%政府项目 + 40%票据贴现 + 20%企业需求。其中，不考虑进一步财政刺激计划的推出，现有的政府项目的大规模信贷需求预计可持续到今年中期；预计票据贴现占新增贷款的比例在3月份开始下降；预期高高信贷投放会导致加权贷款利率的大幅度下跌、全年息差会比目前市场的平均预期多下降10bp左右。
- 2009年，中间业务、公允价值变动、汇兑损益前景都不容乐观，全行业很难实现20% - 30%的非息收入增长。
- 除非在09年4季度末银行出于保护2010年盈利的考虑而大量计提拨备，大多数上市银行依靠拨备的释放等因素能勉强达到净利润零增长，其中资产基数较低、规模增长较快的城商行达到正增长的可能性更大一些。
- 好消息是，虽然我们认为全年的息差可能低于市场普遍预期，但季度息差的最低点会在1-2季度出现，之后单季度息差将逐步走高。此外，我们不太担忧09年不良率上升的幅度，认为可以控制在1%以内甚至更低，中小金融机构的不良贷款余额可能在2010-2011年左右才会出现比较显著的上升（幅度取决于宏观经济的走向）。
- 整体来看，近期的银行配置应以防御性为主。配合两会期间汇金增持三大行的利好，短期重点推荐国有银行板块和个别估值较低、基本面至少在行业平均的中小银行，如兴业、北京（鉴于兴业的高弹性和低估值，我们认为它目前属于进可攻、退可守的品种）。不考虑消息面的炒作，短期建议回避估值较高的中小银行，如南京、宁波。
- 目前往后1-2个月左右的时间，预期指数大幅上涨的可能性较小，在这样的前提下，我们调高银行评级到“领先大市-A”，主要是考虑到目前银行业的平均估值优势，认为银行能够跑赢指数。

12 个月行业表现



研究员

高源

021-68765372

柳世庆

010-66581630

高级行业分析师

gaoyuan@essence.com.cn

行业分析师

liusq@essence.com.cn

前期研究成果

银行：长三角地区银行业草根调研（宁波）

2009-03-02

长三角地区银行业草根调研（杭州）

2009-02-27

银行：长三角地区银行业草根调研（南京）

2009-02-26

本报告旨在对春节以来的银行调研成果作一小结（尤其关于我们在 2 月末进行的长三角地区银行草根调研），并就贷款增速持续性等问题展开讨论。调高银行业的评级，由“同步大市-A”至“领先大市-A”。

上述内容已在 3 月 3 日的电话会议中向市场传达。

1. 信贷高增长的持续性将以牺牲息差为代价

信贷高增长的可持续性取决于：1、银行方的资金供给能力和意愿；2、实体经济的信贷需求；3、监管部门对于货币政策的態度。

1.1. 监管层态度

从去年四季度开始，国务院和央行一直奉行宽松的货币政策，监管层方面的唯一杂音自于银监会。作为必须对贷款质量和银行风险管理负直接责任的监管机构，银监会依然有动力去收紧信贷投放进度。换言之，相对于国务院和央行，银监会对高信贷增长可能造成的未来的信贷质量压力更为担忧。

但银监会之前出台的包括放松重组贷款等在内的十条政策，证明银监会在货币政策的执行和制定中并不充当决策者，另外，2 月 24 日刘明康主席在银监会内部的会议上明确表态要“加大银行信贷对经济增长的支持力度，促使中央各项措施尽快收到实效”也进一步证实银监会的监管力度在放松。

一个需要考虑的硬性指标是年初提出的关于维持 09 年整个银行系统不良率步上升的目标。但是通过核销政策的放松、重组贷款和中小企业展期贷款业务流程的放松，不良率的指标将可以通过财务的手段被绕过。此外，银监会和财政部也在拟定放松银行核销政策，比如说对于 500 万元以下的不良贷款的核销放松。尽管目前细则没有公布，但是从我们的了解来看，此政策很可能放松未来 3 年内投放到中小企业、涉农项目、零售贷款中的 500 万元以下的不良信贷的核销政策。

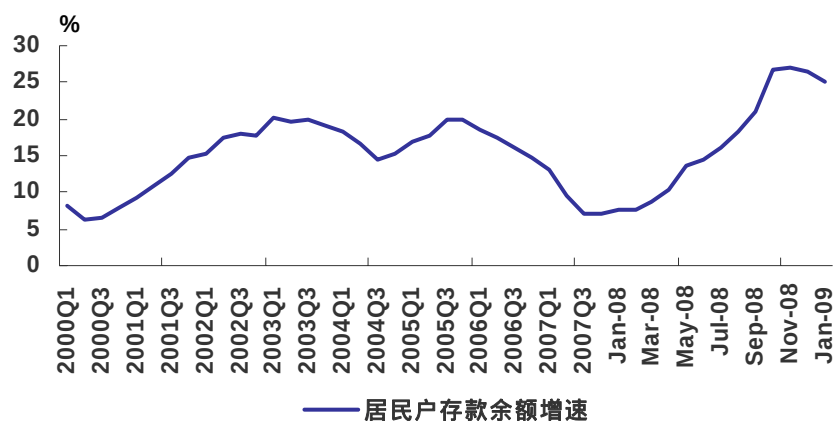
整体而言，监管部门对于信贷投放的态度是不断放开的。

1.2. 银行内部资金充裕且有强烈的放贷冲动

就银行的信贷供给能力而言，银行目前有充足的资金可供运用。

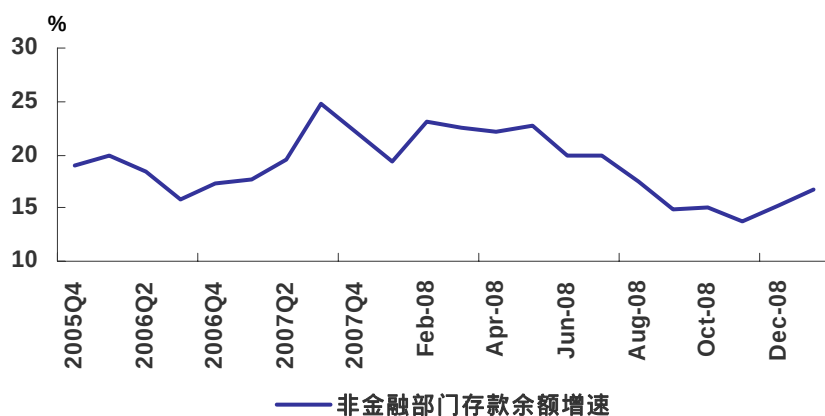
- 1、去年四季度以来，央行宽松的货币投放、贸易顺差的增长、准备金率的下调，都为银行体系提供了大量基础货币，微观层面来看，储蓄存款和对公存款增长都非常快；

图 1 储蓄存款余额增速



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

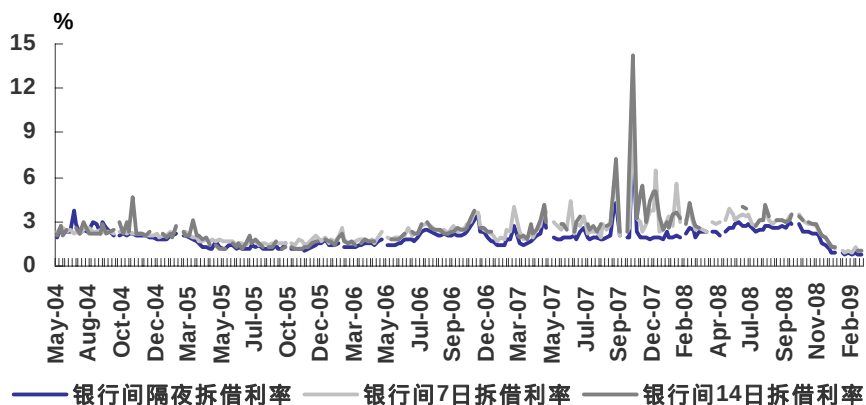
图 2 对公存款余额增速



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

2、反映银行资金面松紧的同业拆借利率一直维持在较低水平；

图 3 银行间拆借利率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

从银行的信贷投放意愿来看，根据我们的调研情况来看，在 NIM 收窄明显的 09 年，银行内部（从总行到分支行）的放贷冲动非常强烈，“以量补价”的观念十分普遍（相比之下，国有银行的信贷投放略弱）。部分银行总行对于分支行的考核指标中通常只有盈利指标而没有贷款量指标，所以对于基层分支行而言，提高信贷投放速度是比较优先的选择。因此总的来看，银行的供给意愿也是非常强烈的。

1.3. 最大的不确定性来自实体经济的信贷需求

从调研的情况来看，08 年 12 月至今，银行新增信贷结构大概是“4：4：2”：即 40% 政府项目 + 40% 票据贴现 + 20% 企业需求。从这个角度来看，私人部门的信贷需求实际上是非常弱的。

1.3.1. 现有政府的投资大约持续到 2 季度

不考虑政府进一步财政刺激计划的推出（即所谓“八万亿”），现有的政府项目的大规模信贷需求预计可持续到今年中期。在这一方面，地区之间会有比较明显的差异，取决于地方经济特征和政府储备项目的多少。我们走访的城市中，如果按照 1 月份的信贷投放速度，无锡地区的政府项目的贷款需求能支撑到 2 季度初；苏州在 3 月份政府项目的贷款需求就将明显下滑；而诸如南京或者杭州这样的省会城市情况略好，但整体来看应该也不会超过年中。此外，从工行和建行总行接收到的各地分行上报的储备项目来估计，政府项目对信贷的大量需求也就大概维持到 4 - 5 月份左右。

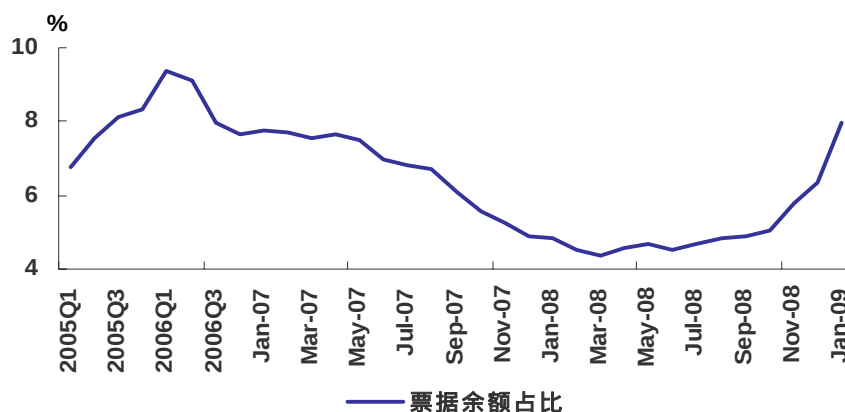
如果类似“八万亿”的进一步财政刺激计划及时推出，将从需求的角度对信贷的持续增长构成支持。但，重复建设的现象在去年四季度以来已经初露端倪，此外，某些政府项目仍需要地方财政的担保，中国各地目前的地方财政实力属强弱不均，可能对后期的银行资产质量造成一定压力。

1.3.2. 新增贷款中，票据贴现的占比将在 3 月份开始显著降低

前阶段，贴现增长非常快，主要原因包括：

- 1、企业套利和部分中小金融机构的监管放松。
- 2、中小企业利用票据贴现降低财务成本：银行对中小企业发放的贷款期限通常不超过 1 年，对某一小企业而言，将六个月贷款转化为六个月票据贴现是节约财务成本的好办法。由于中小企业主要对应中小金融机构，因此城商行和小型股份制银行在这方面的感受更深刻。
- 3、年初以来，许多银行有“用票据贴现去占贷款规模”的想法：经过 07-08 年政策的反复调整，银行对于未来政策取向的预期非常不明朗。尽管去年四季度以来宏观政策的导向坚持鼓励银行进行大规模信贷投放，但银行普遍认为下半年货币政策会有所收紧，而银行又需要足够的信贷投放量来支撑全年的盈利增长，在这种双重压力下，许多银行选择在年初发放贴现以占领贷款规模，这部分贴现在后期会转换成普通贷款。以兴业银行为例，全年非贴现信贷计划约 1000 亿元，1 月份就已投放 500 亿元（其中 200 亿元为票据贴现），相信在 09 年末的资产负债表并找不到这 200 亿的贴现，它们已在年中到期后被转换为普通贷款。
- 4、最后一个因素，尤其对于国有银行比较具有代表性，就是来自于避险的目的——因为票据贴现相对于其他贷款品种风险要小许多。

图 4 贴现在贷款余额中占比上升



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

预计三月份开始，在新增贷款中，票据的占比将降低，原因是：

除避险因素可能持续存在外，其他几个因素很可能在 3 月份就逐渐消失，甚至可能在 2 月底就已经开始减弱。从最近票据贴现利率有所上升的走向来看，似乎也表明供给已经开始有所下降。

- 1、盈利能力的压力促使银行减少贴现在新增信贷中的占比。2 月中上旬，工行在其内部会议中要求降低票据贴现的比例，大约一周之后，建行在其内部会议中也做出类似的表态。由于贴现利率太低，总行要求各分支行寻找更多的贷款项目——尽管不一定能找到合适的项目。
- 2、由于最近监管力度的加强，中小银行开始压缩对没有真实贸易背景的项目的承兑票据投放。
- 3、所谓“用贴现占领贷款规模”的这种跑马圈地的行为在 3 月份后会逐步减弱。

1.4. 信贷高增长的持续性将以牺牲息差为代价

目前贷款增速高于 20%，但非贴现贷款的增速实际上甚至低于去年同期，本质上是由于私人部门对于信贷的需求非常弱。

因此到了下半年，如果政府项目对信贷的需求不能跟进，那么银行很可能面临两难抉择：要么所有银行达成同盟，宁可全行业盈利负增长也不愿意投放贷款；但是另一个比较大的可能是有一部分的银行愿意继续维持高速的信贷投放，从而逼迫其他银行也跟着维持高信贷投放。

全年来看，在终端需求、私人部门投资意愿没有明显回升的情况下，信贷需求只能依靠政府项目的拉动或建立在银行下浮利率的前提下，它会导致加权贷款利率的大幅度下跌。从基准利率到下浮 10%，贷款利率将下降 50bp 左右，而对行业全年 2.5-2.6% 左右的息差来看，全部贷款利率下浮 10%，相当于净利息收入减少 20%，而这需要非常高的额外信贷投放才能弥补这部份的损失。因此，总得来看，我们认为今年息差会比目前市场的平均预期多下降 10bp 左右。

2. 09 年银行盈利压力较大

2.1. 实体经济需求依然堪忧

在对长三角进行草根调研的过程中，我们深刻感受到私人部门的需求下降的非常快。以无锡为例，它在我们调研的几个长三角城市中，经济状况处于中间水平，即出口部门占比没有苏州那么高，本地仍然有许多投资项目正在进行。但以当地某大型股份制银行为例，其传统核心客户群是授信额度在 1 亿到 10 亿规模之间的企业，09 年以来银行只找到了一笔 1 亿以上的客户。从这个案例我们可以看出私人部门需求的萎缩实际上比我们预想的要差。此外，尽管一些地方政府一直在宣传有许多项目准备投放，但是从银行的层面并没有明显的感受。因此，对于政府项目的影响究竟有多大，我们仍然存在许多疑虑。

当然现在如果我们考察大型银行，它们对于实体经济需求下降的感受并不很大，但是这很可能与它们获取项目的能力较强有关，但是对于中小银行而言，它们将更早的感受到这样的压力，而大型银行很可能也将随后感受到需求的下降。

不过不是所有的信息都是悲观的，我们知道目前企业的资产负债表依然比较健康。这主要是由于资产价格下跌并不深。并没有出现如同日本和香港那样土地价格的暴跌，导致许多企业资产迅速缩水，甚至净资产为负，即技术性破产。而我国的企业目前面临的问题是没有下游需求、没有足够的订单，因此处于类似冬眠的状态。如果在 1 - 2 个季内下游需求能够得以恢复，那么这些企业又将很快的运转起来。但是实体经济的需求是否能在目前的财政刺激下出现恢复目前依然存在一定不确定性，这些财政项目中究竟有多少能够产生效益，有多少是重复建设，对此我们还需要继续观察。

2.2. 非息收入可能低于预期

2009 年银行的盈利压力将非常的大，一个原因就是我們刚才所讲的息差缩小；另一个市场之前预期不充分的是非息收入。

2007 年，研究员对未来几年非息收入增速的普遍预期达到 100%，到了 2008 年这样的预期下降到 50% 左右，而目前，大家对于非息收入（尤其是手续费的预期）还是大多在 20% - 30% 甚至更高。这个预期很可能是过分乐观。

在中间业务收入中，约 1/3 是与传统利息收入相关；另外很大一部分来自于理财产品、基金销售等资本市场相关的业务，这两部份的收入今年都将下降。只有信用卡等传统手续费收入预计还能维持一定的增速。

除中间业务外，公允价值变动和投资收益（主要来自债券投资），这部分业务今年出现亏损的可能性较大。

此外还有一部分损失将来自汇兑损失。2007 年 - 2008 年由于人民币的升值，银行出现了大量的汇兑损失。原本银行希望在 2009 年这一部分能够止亏，但是人民币兑美元以外的其它主要货币依然升值非常明显，因此很可能继续出现汇兑损失。

从以上的分析可以看出，全行业很难实现 20% - 30% 的非息收入增长。

3. 投资策略

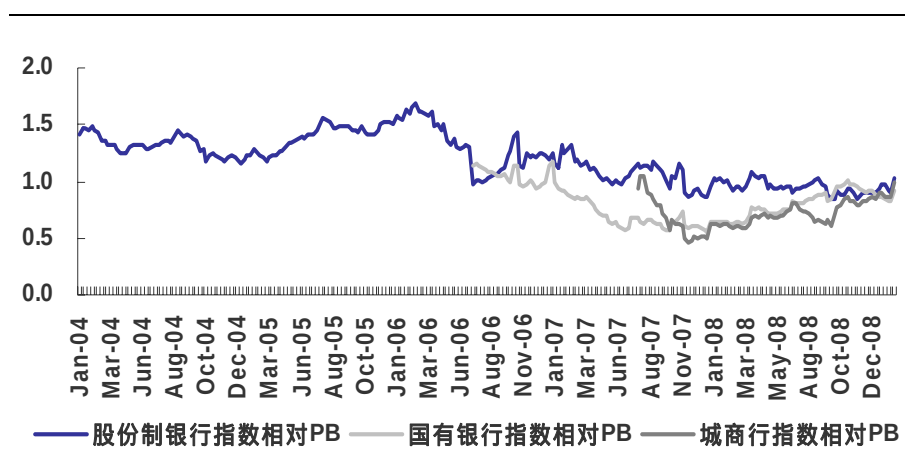
09 年银行盈利压力较大，但除非在 4 季度末银行出于保护 2010 年盈利的考虑而大量计提拨备（情况类似于 08 年 4 季度），大多数上市银行依靠拨备的释放等因素能勉强达到净利润零增长，其中资产基数较低、规模增长较快的城商行达到正增长的可能性更大一些。

好消息是虽然我们认为全年的息差可能低于市场普遍预期，但季度息差的最低点会在 1-2 季度出现，之后单季度息差将逐步走高，理由是降息后浮动利率贷款会早于存款调整，另外预期 2 季度后贴现占比下降。此外，我们也不太担忧 09 年不良率上升的幅度，认为可以控制在 1% 以内甚至更低，中小金融机构的不良贷款余额可能在 2010-2011 年左右才会出现比较显著的上升（幅度取决于宏观经济的走向）。

整体来看，近期的银行配置应以防御性为主（主要是考虑到房地产交易量可能出现反复、近期库存上升可能对投资人构成比较大的打击、2 月份贸易顺差下降造成的流动性压力等），配合两会期间汇金增持三大行的利好，短期重点推荐国有银行板块和个别估值较低、基本面至少在行业平均的中小银行，如兴业、北京。不考虑消息面的炒作，短期建议回避估值较高的中小银行，如南京、宁波。

目前往后 1-2 个月左右的时间，预期指数大幅上涨的可能性较小，在这样的前提下，我们调高银行评级到“领先大市-A”，主要是考虑到目前银行业的平均估值优势，认为银行能够跑赢指数。

图 5 不同银行板块的相对 PB



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

作者简介

高源，复旦大学财务金融系学士，伦敦政治经济学院（LSE）会计与金融系硕士，CFA。2005 年 10 月至 2007 年 4 月就职于光大证券研究所，先后从事石化、银行行业研究；2007 年 5 月加入安信证券研究中心。2006 年度“新财富最佳分析师石化行业”第三名，2008 年度“新财富最佳分析师银行行业”第六名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤

021-68763879

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034