

2009-04-12

银行

维持

增持

# 货币政策见成效 银行利差受考验

◇ 报告起因: 央行公布 2009 年 3 月金融运行数据

## ◆ 一季度货币供应逐月加速 货币政策见成效

2009 年第一季度, 广义货币供应量和狭义货币供应量的增速自 1 到 3 月逐月快速上升, 显示适度宽松的货币政策已经逐步把充足的货币投放到实体经济当中。

M1 和 M2 增速差在 2009 年 1 月该指标触底, 2 月和 3 月开始反弹, 显示经济活动已经开始出现了一定的回暖迹象。

## ◆ 短期融资猛增 利差下降压缩银行利润空间

2009 年第一季度, 金融机构的贷款平均期限结构缩短, 意味着银行贷款加权利率水平的下降, 从而压缩一季度银行的存贷利差, 因此银行在今年一季度的利润增长面临较大压力。

考虑到目前商业银行普遍的以量补价策略, 我们认为二季度乃至今年余下的时间里, 银行的信贷投放将进入一个重点突出和结构优化的阶段。基于在大规模中长期贷款投放方面具备的优势, 大型银行具备比小银行相对强的议价能力, 他们在弥补息差下降方面有一定的余地, 因此大型银行的盈利表现将相对领先小型银行。

## ◆ 存款定期化趋势持续 银行的资金成本压力渐增

存款定期化, 特别是居民户存款定期化趋势仍然继续, 即意味着银行资金成本上升压力不断上升。但由于存款重定价的过程滞后于贷款, 今年第四季度全部存量存款完成重新定价后, 银行的资金成本会出现显著下降, 从而对全年存贷利差以及净息差有积极的促进作用。

## ◆ 投资建议: 维持增持评级

伴随贷款和存款重定价过程的结束, 银行的存贷利差会在一季度的基础上有一定程度修复, 我们认为银行业绩全年增速将呈现前低后高的局面, 维持行业增持的评级。

分析师:

蔡荣

021-22169119

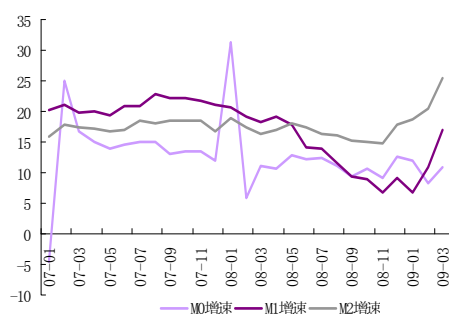
cairong@ebsecn.com

金麟

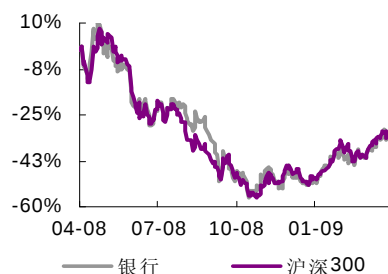
021-22169117

jinlin@ebsecn.com

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



相关报告:

银行周报: 对公走低端, 对私走高端  
 ..... 2009-04-06  
 政府背书上海国际金融中心建设  
 ..... 2009-03-25  
 一季度信贷超预期利好银行  
 ..... 2009-03-23

| 证券<br>代码 | 公司<br>名称 | 股价    | EPS(元) |      |      | 投资评级 |
|----------|----------|-------|--------|------|------|------|
|          |          |       | 07A    | 08E  | 09E  |      |
| 601169   | 北京银行     | 12.36 | 0.54   | 0.91 | 1.13 | 增持   |
| 601009   | 南京银行     | 12.62 | 0.50   | 0.85 | 0.95 | 中性   |
| 002142   | 宁波银行     | 9.73  | 0.38   | 0.61 | 0.79 | 中性   |
| 601939   | 建设银行     | 4.52  | 0.30   | 0.40 | 0.52 | 增持   |
| 601328   | 交通银行     | 6.87  | 0.42   | 0.58 | 0.69 | 增持   |
| 601166   | 兴业银行     | 23.16 | 1.72   | 2.51 | 1.78 | 中性   |
| 601398   | 工商银行     | 4.07  | 0.24   | 0.33 | 0.44 | 增持   |
| 601988   | 中国银行     | 3.50  | 0.24   | 0.26 | 0.30 | 中性   |
| 600015   | 华夏银行     | 10.60 | 0.42   | 0.89 | 0.93 | 中性   |
| 600036   | 招商银行     | 16.14 | 1.04   | 1.79 | 1.85 | 增持   |
| 600016   | 民生银行     | 5.64  | 0.34   | 0.59 | 0.57 | 增持   |
| 600000   | 浦发银行     | 22.22 | 0.97   | 2.21 | 1.61 | 增持   |
| 000001   | 深发展 A    | 16.61 | 0.85   | 0.20 | 1.87 | 增持   |

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

## 一季度货币供应逐月加速 货币政策见成效

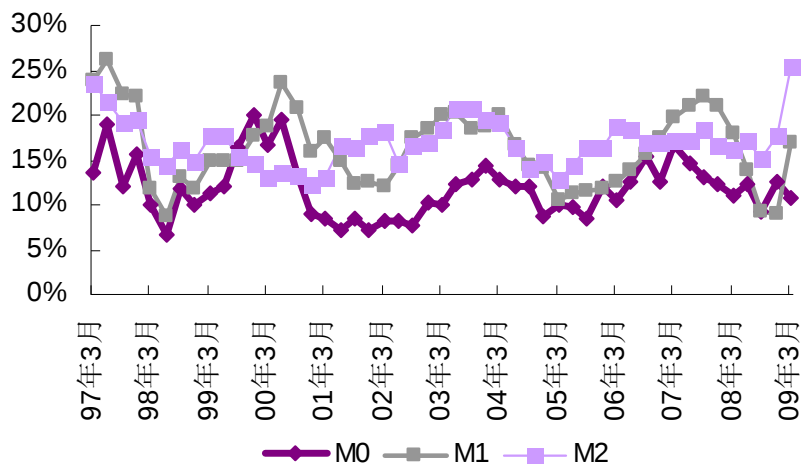
2009 年第一季度，广义货币供应量（M2）同比增长 25.4%，增幅比 08 年末高 7.6 个百分点；狭义货币供应量（M1）同比增长 17.0%，增幅比 08 年末高 8 个百分点；市场货币流通量（M0）同比增长 10.9%，增幅比 08 年末低 1.8 个百分点。

广义货币供应量和狭义货币供应量的增速自 1 到 3 月逐月快速上升，显示适度宽松的货币政策已经逐步把充足的货币投放到实体经济当中。

**图表 1：M2 季度增速达到 1997 年以来峰值**

1997 年以来 M0/M1/M2 季度增速

单位：%

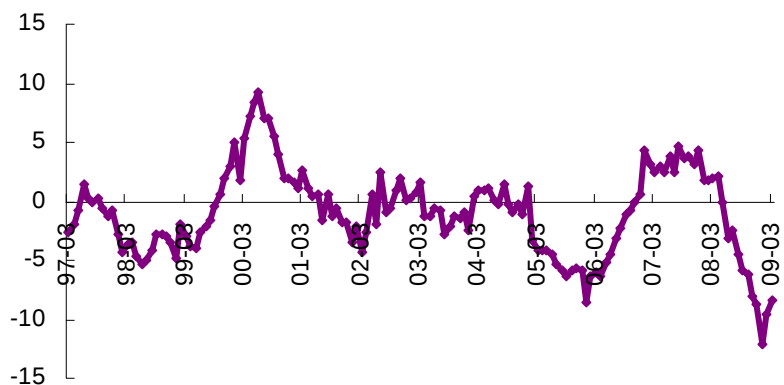


资料来源：中国人民银行，光大证券研究所

**图表 2：M1 与 M2 增速差的反弹显示经济活动回暖迹象**

1997 年以来月度 M1 与 M2 同比增速差

单位：%



资料来源：中国人民银行，光大证券研究所

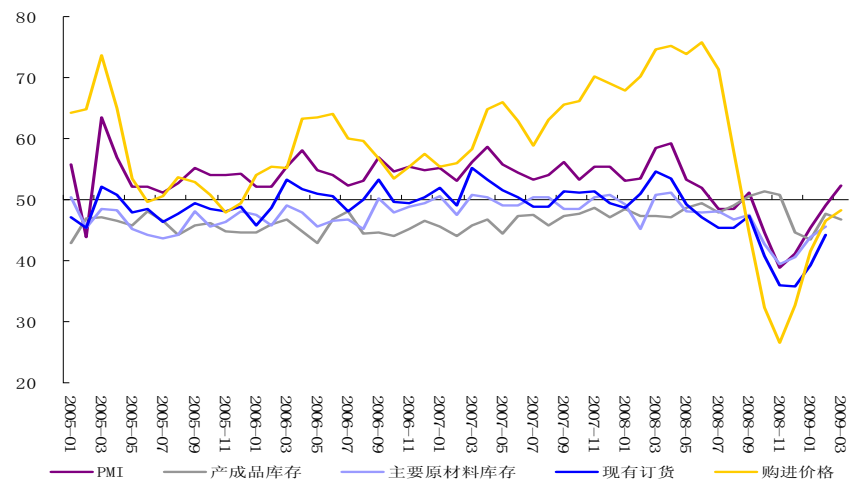
M1 和 M2 增速差大致描述了高流动性货币和低流动性货币之间的转化关系，能够作为观察实体经济活跃程度变化的一个指标。从 1997 年以来该指标的变动轨迹，可以看出 2008 年下半年以来经济放缓的严重程度要超过 1997-98 年、2000-02 年、2004-06 年数个经济增长遇到负面冲击的程

度。2009年1月该指标触底，2月和3月开始反弹，显示经济活动已经开始出现了一定的回暖迹象。

2009年3月全国制造业采购经理指数(PMI)为52.4%，高于2月3.4个百分点。该指数自2008年12月份开始连续第四个月回升，本月已上升到收缩与扩张临界点—50%以上，也部分支持了我们在3月报告当中“货币信贷投放的提速将逐步拉动实体经济增长，基本上是一个时间问题”的观点。

**图表 3：PMI 回升至临界点以上**

2005年以来全国制造业采购经理指数(PMI)



资料来源：中国物流与采购网，光大证券研究所

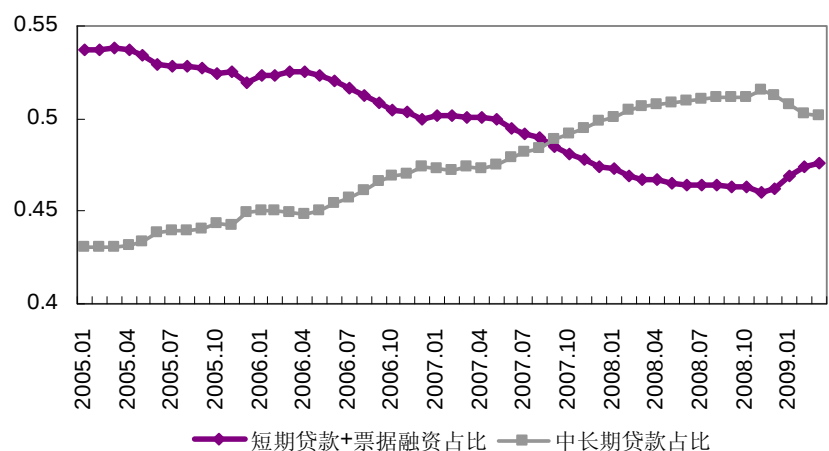
## 短期融资猛增 利差下降压缩银行利润空间

2009年第一季度，金融机构的贷款结构发生了一个在过去四年当中从来没有发生的变化，即新增短期融资的绝对规模超过新增中长期贷款，从而使中长期贷款在总贷款中的占比下降。贷款平均期限结构缩短，意味着银行贷款加权利率水平的下降，从而压缩一季度银行的存贷利差，因此银行在今年一季度的利润增长面临较大压力。

**图表 4：短期融资占比提升**

2005年以来短期贷款+票据融资/中长期贷款在贷款当中占比

单位：%



资料来源：中国人民银行，光大证券研究所

一季度新增本外币贷款 4.56 万亿，以全年新增 6 万亿贷款计算，已经完成全年目标的 75%，其中新增人民币贷款增加 4.58 万亿元，同比多增 3.25 万亿元，外汇各项贷款减少 85 亿美元，同比多减 573 亿美元。

考虑到目前商业银行普遍的以量补价策略，我们认为二季度乃至今年余下的时间里，银行的信贷投放将进入一个重点突出和结构优化的阶段：重点突出是指，银行的信贷投放均重点针对政府投资计划和地方基础设施领域；结构优化是指，政府投资计划陆续落实以及配套信贷投放的落实，第二季度乃至以后银行会用新增中长期贷款逐步将票据融资或短期贷款置换出来。

从这两个方面来说，大型银行基于在大规模中长期贷款投放方面具备的优势，具备比小银行相对强的议价能力，他们在弥补息差下降方面有较大的余地，因此大型银行的盈利表现将相对领先小型银行。

## 存款定期化趋势持续 银行的资金成本压力渐增

2009 年一季度存款增速同样逐月上升，其中人民币各项存款增加 5.62 万亿元，同比多增 2.98 万亿元，外汇各项存款增加 75 亿美元，同比多增 130 亿美元。

截至 2009 年 3 月末，活期存款在存款总额中的占比由 2008 年初的 40% 下降至 37.2%，定期存款在存款总额中的占比则由 2008 年初的 40% 上升至 42.8%，存款定期化，特别是居民户存款定期化趋势仍然继续。由于居民储蓄是存款当中最大的单项构成，定期化趋势即意味着银行资金成本上升压力。

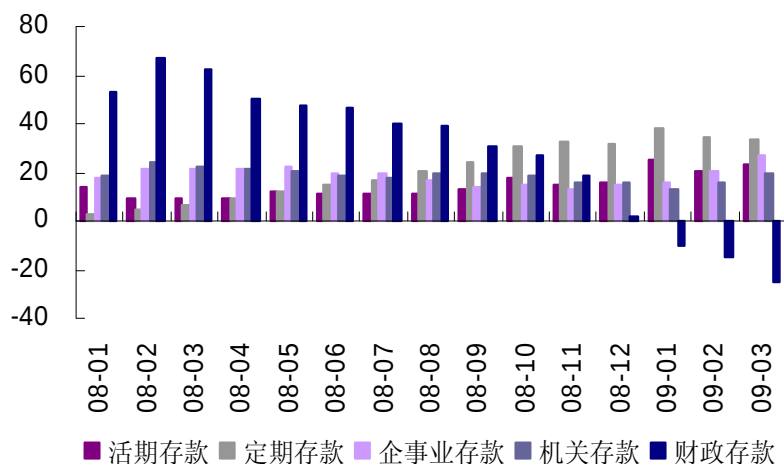
存款重定价的过程滞后于贷款，今年第四季度全部存量存款完成重新定价后，银行的资金成本会出现显著下降，从而对全年存贷利差以及净息差有积极的促进作用。

大型银行和小型城商行的贷款占比相对较低，因此他们面临的资金管理和运用的压力更大。

**图表 5：存款定期化趋势持续**

2008 年以来月度各项存款同比增速

单位：%



资料来源：中国人民银行，光大证券研究所

## 银行间市场利率小幅下降 流动性相当充裕

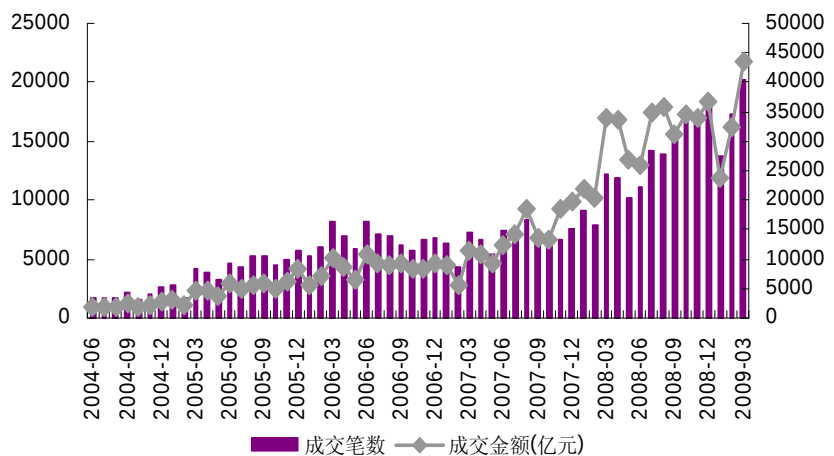
3 月份银行间市场人民币交易累计成交 13.22 万亿元，日均成交 6010 亿元，日均成交同比增长 42.5%，环比增长 24.0%，同比多成交 1791 亿元，交易活跃度显著上升。

3 月份银行间市场同业拆借月加权平均利率 0.84%，比上月低 0.03 个百分点，比去年同期低 1.42 个百分点；质押式债券回购月加权平均利率 0.84%，比上月低 0.02 个百分点，比去年同期低 1.43 个百分点。

**图表 6：现券市场交易活跃度稳步上升**

2004 年 6 月以来银行间市场现券成交笔数/成交金额

单位：亿元

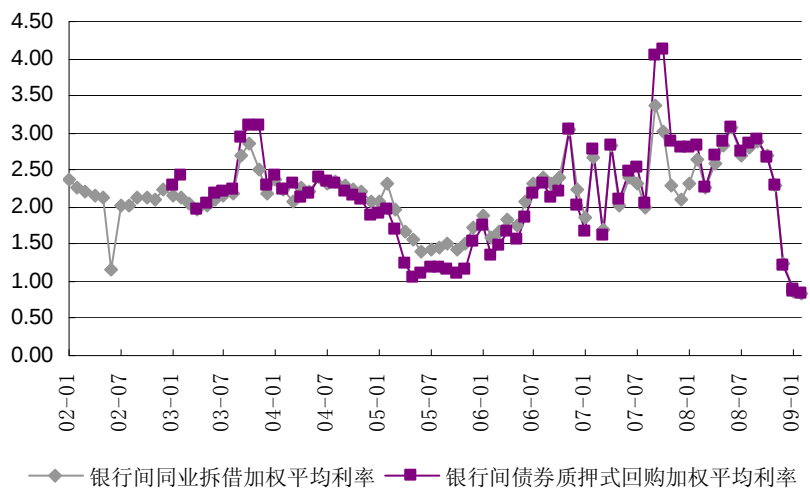


资料来源：中国人民银行，光大证券研究所

**图表 7：货币市场利率小幅下降**

2002 年 1 月以来银行间市场同业拆借/质押式回购加权平均利率

单位：%



资料来源：中国人民银行，光大证券研究所

## 投资建议：维持增持评级

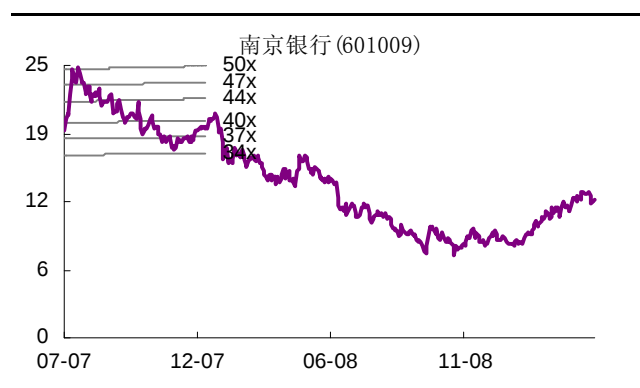
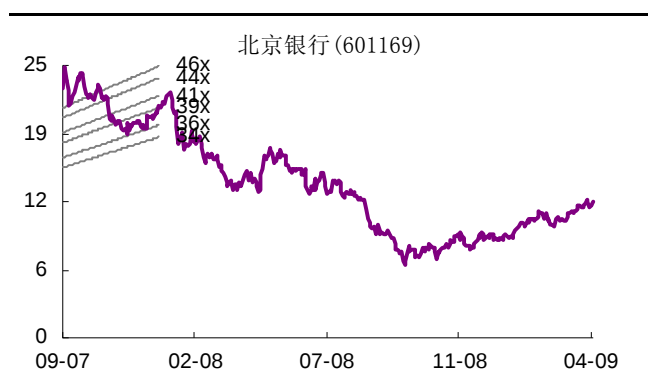
货币信贷快速投放之后，我们有望看到实体经济逐步回暖，从而为银行的风险管理提供良好的外部环境。伴随贷款和存款重定价过程的结束，银行的存贷利差会在一季度的基础上有一定程度修复，我们认为银行业绩全年增速将呈现前低后高的局面，维持行业增持的评级。

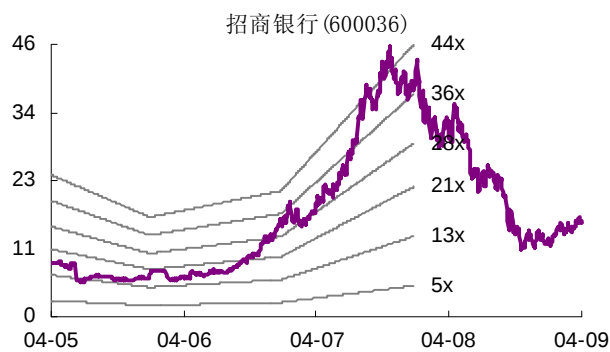
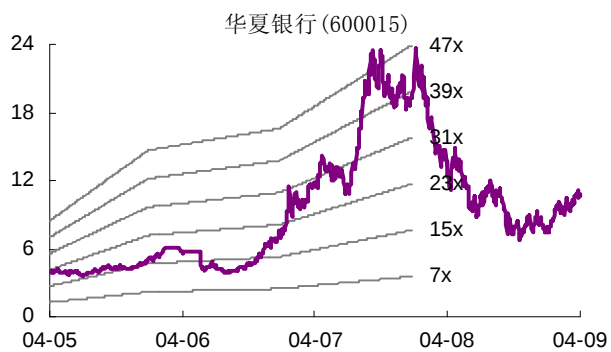
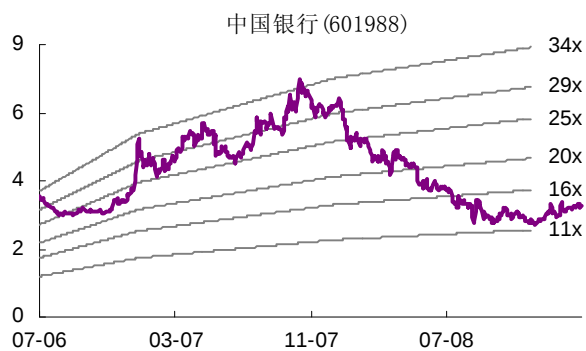
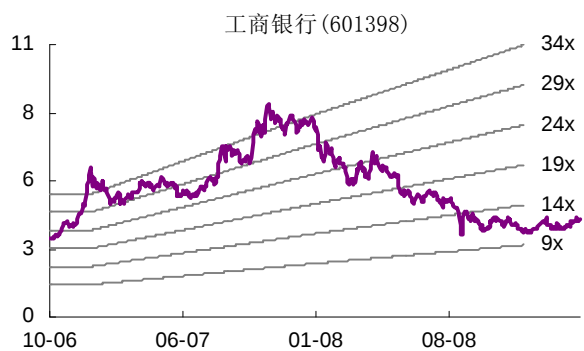
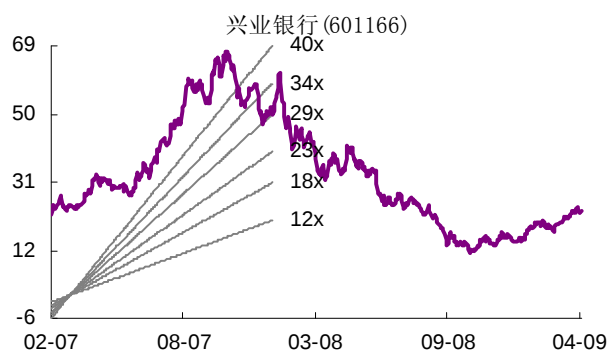
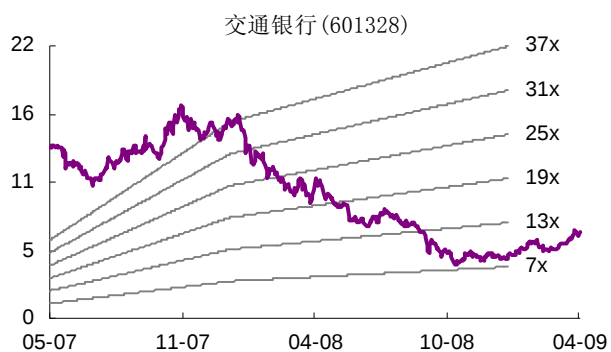
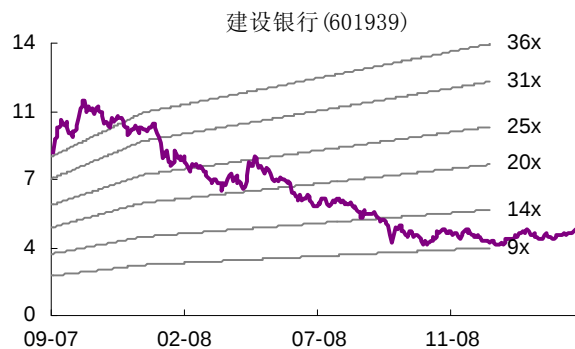
### 行业重点上市公司评级与估值指标

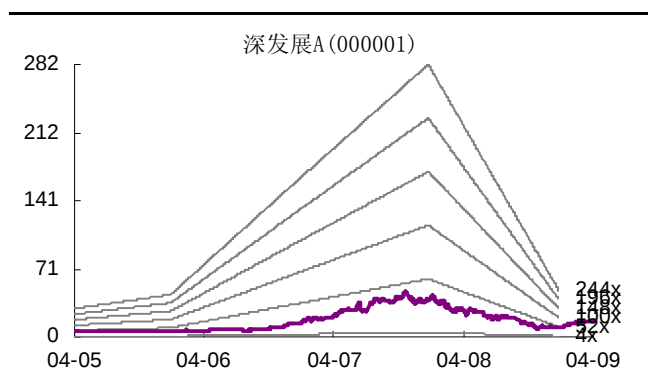
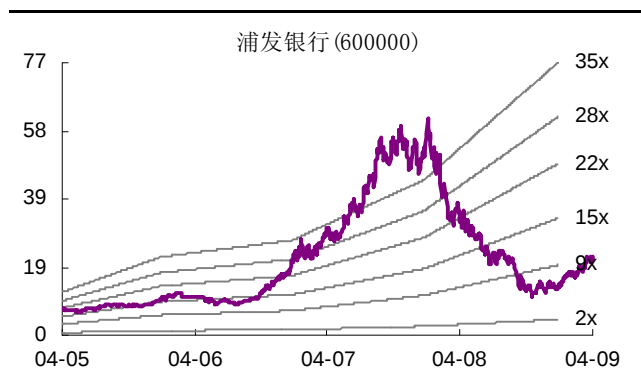
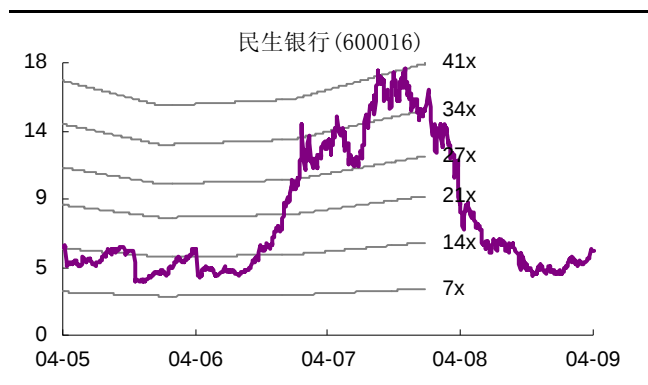
| 证券<br>代码 | 公司<br>名称 | 价格    | 流通 A 股<br>(百万股) | EPS(元) |      |      | P/E(x) |      |      | P/B(x) |     | 投资评级 |    |
|----------|----------|-------|-----------------|--------|------|------|--------|------|------|--------|-----|------|----|
|          |          |       |                 | 07A    | 08E  | 09E  | 07A    | 08E  | 09E  | 07A    | 08E | 上次   | 本次 |
| 601169   | 北京银行     | 12.36 | 3,955           | 0.54   | 0.91 | 1.13 | 23.0   | 13.7 | 10.9 | 2.9    | 2.4 | 中性   | 增持 |
| 601009   | 南京银行     | 12.62 | 1,161           | 0.50   | 0.85 | 0.95 | 25.5   | 14.9 | 13.3 | 2.3    | 2.0 |      | 中性 |
| 002142   | 宁波银行     | 9.73  | 1,053           | 0.38   | 0.61 | 0.79 | 25.6   | 16.0 | 12.3 | 3.0    | 2.6 | 增持   | 中性 |
| 601939   | 建设银行     | 4.52  | 9,000           | 0.30   | 0.40 | 0.52 | 15.3   | 11.4 | 8.7  | 2.5    | 2.3 | 增持   | 增持 |
| 601328   | 交通银行     | 6.87  | 15,955          | 0.42   | 0.58 | 0.69 | 16.4   | 11.8 | 10.0 | 2.6    | 2.3 | 增持   | 增持 |
| 601166   | 兴业银行     | 23.16 | 3,980           | 1.72   | 2.51 | 1.78 | 13.5   | 9.2  | 13.0 | 3.0    | 2.3 | 中性   | 中性 |
| 601398   | 工商银行     | 4.07  | 14,950          | 0.24   | 0.33 | 0.44 | 16.7   | 12.3 | 9.3  | 2.5    | 2.3 | 增持   | 增持 |
| 601988   | 中国银行     | 3.50  | 6,494           | 0.24   | 0.26 | 0.30 | 14.6   | 13.5 | 11.8 | 2.1    | 1.5 |      | 中性 |
| 600015   | 华夏银行     | 10.60 | 2,201           | 0.42   | 0.89 | 0.93 | 25.2   | 11.9 | 11.4 | 4.1    | 2.7 |      | 中性 |
| 600036   | 招商银行     | 16.14 | 12,045          | 1.04   | 1.79 | 1.85 | 15.6   | 9.0  | 8.7  | 3.5    | 2.6 | 增持   | 增持 |
| 600016   | 民生银行     | 5.64  | 17,895          | 0.34   | 0.59 | 0.57 | 16.8   | 9.6  | 9.9  | 2.1    | 1.8 | 增持   | 增持 |
| 600000   | 浦发银行     | 22.22 | 5,012           | 0.97   | 2.21 | 1.61 | 22.9   | 10.1 | 13.8 | 4.4    | 2.8 | 增持   | 增持 |
| 000001   | 深发展 A    | 16.61 | 2,785           | 0.85   | 0.20 | 1.87 | 19.5   | 84.0 | 8.9  | 4.0    | 3.1 | 增持   | 增持 |

资料来源：光大证券研究所

### 上市公司图







资料来源：光大证券研究所

## 分析师介绍

蔡荣：北京大学经济学博士，曾先后于法国奥弗涅大学国际发展研究中心、上海浦东发展银行博士后工作站从事研究工作。2007 年 10 月加盟光大证券研究所，现为银行业分析师。

金麟：2002 年毕业于西安交通大学，获金融学硕士。毕业后就职于交通银行。2007 年 11 月加盟光大证券研究所，现为银行业分析师。

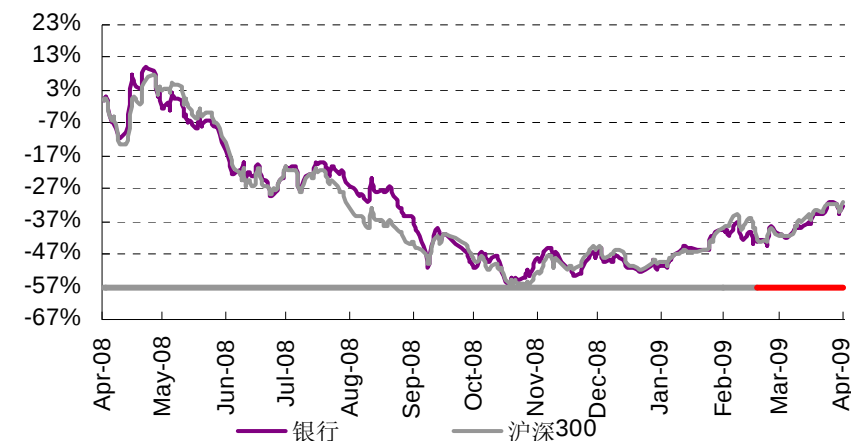
## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资建议历史表现图

银行

分析师：蔡荣



资料来源：光大证券研究所

| 日期         | 行业评级 |
|------------|------|
| 2009-02-26 | 增持   |
| 2009-03-01 | 增持   |
| 2009-03-07 | 增持   |
| 2009-03-13 | 增持   |
| 2009-03-15 | 增持   |
| 2009-03-22 | 增持   |
| 2009-03-23 | 增持   |
| 2009-03-25 | 增持   |
| 2009-03-29 | 增持   |
| 2009-04-06 | 增持   |

|      |      |      |
|------|------|------|
| 买入 — | 增持 — | 中性 — |
| 减持 — | 卖出 — |      |

## 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。  
 市场基准指数为沪深 300 指数。

## 特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040  
总机：021-22169999

## 光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040  
总机：021-22169999 传真：021-22169114

| 销售小组 | 姓名  | 办公电话              | 手机          | 电子邮件                |
|------|-----|-------------------|-------------|---------------------|
| 北京   |     |                   |             |                     |
|      | 李大志 | 010-68561122-1717 | 13810794466 | lidz@ebsecn.com     |
|      | 王汗青 | 010-68561122-1777 | 13501136670 | wanghq@ebsecn.com   |
|      | 郝辉  | 010-68561722      | 13511017986 | haohui@ebsecn.com   |
|      | 孙威  | 010-68561122-1779 | 13701026120 | sunwei@ebsecn.com   |
|      | 吴江  | 010-68561122-1732 | 13718402651 | wujiang@ebsecn.com  |
| 上海   |     |                   |             |                     |
|      | 李松  | 021-22169999-9090 | 15821882803 | lisong@ebsecn.com   |
|      | 戴茂戎 | 021-22169999-9086 | 13585757755 | daimr@ebsecn.com    |
|      | 王莉本 | 021-22169999-9083 | 13641659577 | wanglb@ebsecn.com   |
|      | 杨日昕 | 021-22169999-9082 | 13817003122 | yangrx@ebsecn.com   |
| 深圳   |     |                   |             |                     |
|      | 陈扬  | 021-22169999-9080 | 13916187675 | chenyang@ebsecn.com |
|      | 高峥  | 021-22169999-9085 | 13585940280 | gaozheng@ebsecn.com |
|      | 凌洁  | 021-22169999-9087 | 15921780908 | lingjie@ebsecn.com  |
| 专题   |     |                   |             |                     |
| QFII |     |                   |             |                     |
|      | 濮维娜 | 021-62152373      | 13301619955 | puwn@ebsecn.com     |
|      | 陶奕  | 021-62152393      | 13788947019 | taoyi@ebsecn.com    |
|      | 满国强 | 021-62152393      | 15821755866 | mangq@ebsecn.com    |

## 免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。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，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

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。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。