

[2009.08.07]

货币政策转向稳健，银行仍具估值优势

 伍永刚 王丽雯
 021-38676525 021-38676047
 wuyg1@gtjas.com wangliwen@gtjas.com

本报告导读： 央行 2 季度货币政策执行报告点评

投资要点：

- 09 年以来货币信贷高速增长，货币乘数不断提高，6 月末货币乘数为 4.59，较 1 季度末提高 0.32。
- 6 月末，本外币贷款同比增长 32.8%，其中中长期贷款同比增长 36.3%。新增中长期贷款主要投向基础设施行业、租赁和商务服务业。基础设施行业主要包括水利、环境和公共设施管理业，交通运输、仓储和邮政业等。
- 2 季度开始，股份制银行和城商行等中小银行规模扩张加速，尤其是新增贷款中股份制银行的市场份额有了明显提升。
- 2 季度金融机构贷款加权平均利率与 1 季度相比较为稳定、略有回升。6 月非金融性公司人民币贷款加权平均利率较 3 月提高 22bp 至 4.98%，但个人住房贷款加权平均利率下降 11bp 至 4.34%。非金融性公司贷款利率提高源自票据市场利率的回升，一般性贷款加权平均利率与 3 月相比持平。
- 6 月利率上浮的贷款占比下降，下浮占比增加。2 季度金融机构超额准备金率为 1.55%，比 1 季度下降 73bp，为 01 年以来的历史最低水平。
- **本期关注：央行货币政策转向稳健，银行仍具估值优势**

研读央行 2 季度货币政策执行报告，以下几点值得关注：

- (1) 进一步印证了我们对银行 2 季度净息差环比下降的判断。预计上市银行 2 季度净息差环比约下降 10 个基点；3 季度净息差缓慢回升。
- (2) 央行货币政策正在逐步转向稳健，但流动性仍将保持较为充裕。
- (3) 上调存款准备金率将成为央行下一步“微调”的重要手段。
- (4) 央行货币政策微调对银行业有什么影响？

从行业分析角度看，无论是央行货币政策转向稳健，还是银监会加大风险防范力度，它们对银行业的负面影响甚微，甚至是偏正面的。从二级市场看，货币政策转向后，市场流动性会适当收紧，但仍会保持较充裕。

(5) 银行板块下跌是否与央行货币政策执行报告中提到的“微调”有关？也许会有一些关系，但市场解读有一定偏差。另外，“外企明年可在上交所发 A 股”将对市场产生较大的负面影响。

(6) 银行股是否还有投资价值？

银行股依然具有明显的估值优势（附表）。经济逐步复苏有利于银行信贷成本的下降，货币政策转向稳健有利于银行净息差逐步回升，银监会强化风险管理也有利于银行资产质量提高。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

商业银行	增持
深发展	增持
浦发银行	增持
兴业银行	增持
交通银行	增持
工商银行	增持
南京银行	谨慎增持
招商银行	谨慎增持
建设银行	谨慎增持
民生银行	谨慎增持
北京银行	谨慎增持
中信银行	谨慎增持
中国银行	中性
宁波银行	中性
华夏银行	中性

相关报告

国泰君安银行业周报 09 年第 29 期	(09. 08. 02)
长期利于银行风险管理，短期抑制信贷过快增长	(09. 07. 28)
货币信贷增速创新高，货币政策进入微调，净息差有望在 3 季度缓慢回升	(09. 07. 17)

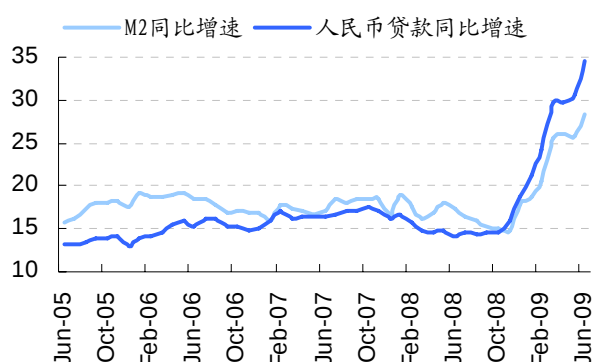
1. 上半年货币信贷高速增长，2 季度中小银行信贷投放加力

1.1. 货币信贷同比快增，货币乘数不断提高

09 年以来，货币供应量和贷款余额高速增长，同比增速不断创下新高。6 月末，M2 同比增长 28.5%，M1 同比增长 24.8%。人民币贷款余额同比增长 34.4%。

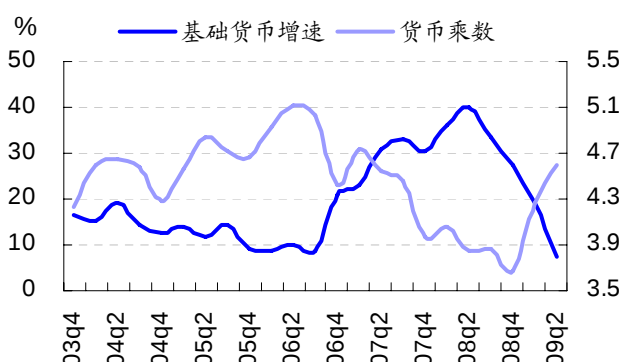
货币供应量快增主要来自信贷扩张带来的货币乘数提高，6 月末货币乘数为 4.59，较 1 季度末提高 0.32。

图 1:



数据来源：中国人民银行、国泰君安证券。

图 2:



数据来源：Wind、国泰君安证券。

1.2. 中长期贷款主要投向基础设施行业，2 季度新增房地产中长期贷款占比有所提高

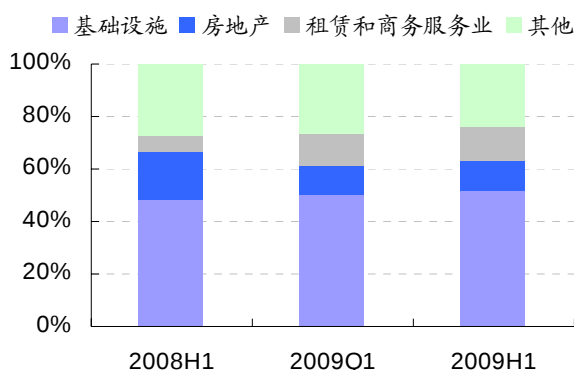
6 月末，本外币贷款同比增长 32.8%，其中，中长期贷款增长尤为显著，同比增速达 36.3%，比上年同期高 19.1 个百分点。

从行业投向来看，新增人民币中长期贷款主要投向了基础设施行业、租赁和商务服务业行业。上半年，基础设施行业中长期贷款同比增长 42.4%，新增基础设施贷款占全部新增中长期贷款的 51.6%，同比提高 3.8 个百分点。新增贷款较多的基础设施行业主要包括：水利、环境和公共设施管理业，交通运输、仓储和邮政业。

此外，租赁和商务服务业新增中长期贷款占比同比提高 7.7 个百分点至 13.7%；房地产新增中长期贷款占比同比下降 7.9 个百分点至 11.3%，但随着房地产市场的复苏，2 季度新增房地产中长期贷款已较 1 季度有所提高。

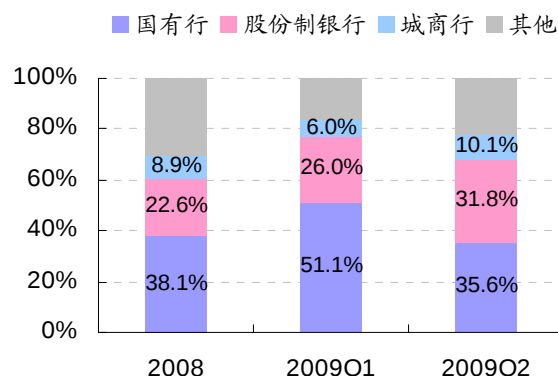
从融资平台来看，上半年地方政府融资平台的中长期贷款增加较多。

图 3:



数据来源：中国人民银行、国泰君安证券。

图 4:



数据来源：中国人民银行、国泰君安证券。

1.3. 2 季度股份制银行和城商行等中小银行信贷投放加力

2 季度开始，股份制银行和城商行等中小银行规模扩张加速，尤其是股份制银行的市场份额有了明显提升。(图 4)

2. 6 月非金融性公司贷款加权利率较 3 月略有提高，个人住房贷款利率持续下行

2 季度金融机构贷款加权平均利率与 1 季度相比较为稳定、略有回升。表现在 6 月非金融性公司及其他部门人民币贷款加权平均利率较 3 月提高 22pc 至 4.98%，同时个人住房贷款加权平均利率下降 11pc 至 4.34%。

6 月非金融性公司贷款利率较 3 月提高，主要源自票据市场利率的回升；一般性贷款加权平均利率与 3 月相比持平。

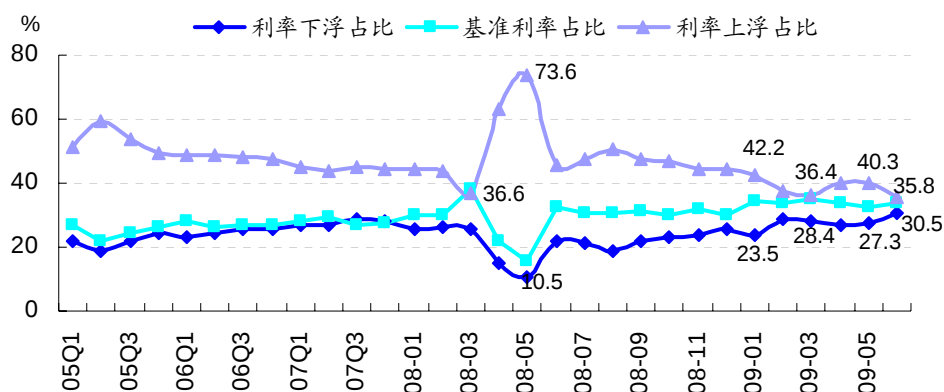
表 1: 金融机构贷款加权平均利率

	2009 年 6 月		2009 年 3 月	
	利率水平	比年初下降(百分点)	利率水平	比年初下降(百分点)
非金融性公司及其他部门人民币贷款加权平均利率	4.98%	0.58	4.76%	0.80
其中：一般贷款加权平均利率	5.70%	0.53	5.70%	0.53
票据融资加权平均利率	1.95%	0.94	1.88%	1.01
个人住房贷款加权平均利率	4.34%	0.60	4.45%	0.49

数据来源：中国人民银行、国泰君安证券。

6 月利率上浮的贷款占比下降，同时下浮占比增加，显示银行的议价能力仍有所下降。但我们认为，6 月的下浮贷款占比明显提高与季末信贷冲高、各家银行争抢基建项目贷款有关。随着下半年经济复苏、央行适度微调 and 银行信贷投放更加理性，银行议价能力将逐步稳定或有所回升。

图 5：金融机构贷款各利率区间占比

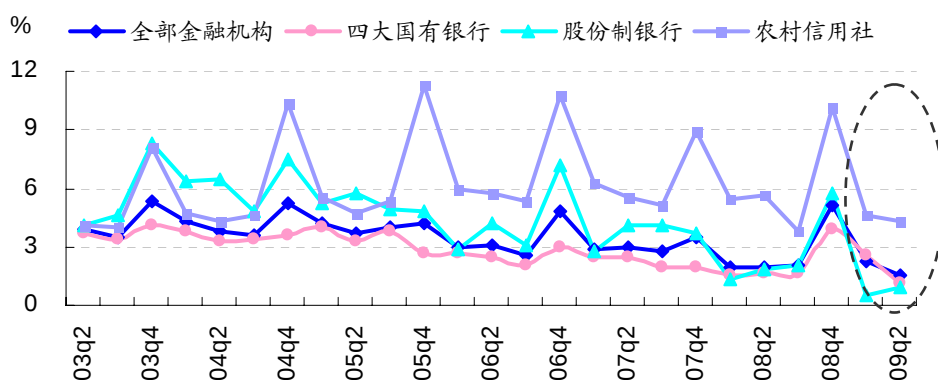


数据来源：中国人民银行，国泰君安证券。

3. 2 季度金融机构超额准备金率继续下降

2 季度金融机构超额准备金率为 1.55%，比 1 季度下降 73pc，为 01 年以来的历史最低水平。

图 6：金融机构超额准备金率继续下降



数据来源：中国人民银行，国泰君安证券。

4. 本期关注：央行货币政策转向稳健，银行仍具估值优势

研读央行 2 季度货币政策执行报告，以下几点值得关注：

(1) 进一步印证了我们对银行 2 季度净息差环比下降的判断。

关于银行净息差，我们以前给出的结论是银行净息差 2 季度触底，3 季度缓慢回升。前者从央行 2 季度货币政策执行报告可加以印证。预计上市银行 2 季度净息差环比略有下降，约下降 10 个基点；继续维持银行 3 季度净息差缓慢回升的预测。

(2) 央行货币政策正在逐步转向稳健，但流动性仍将保持较为充裕。

我们在前期月报、周报中也已分析指出，央行货币政策正在逐步转向“稳健”。

此次央行在货币政策执行报告中指出，将“坚定不移地继续落实适度宽松的货币政策”，并“注重运用市场化手段进行动态微调”，“把握适度宽松货币政策的重点、力度和节奏”。这也意味着央行暂时不会采用极端的“信贷规模控制”政策。

（3）上调存款准备金率将成为央行下一步“微调”的重要手段。

目前各银行的超额存款准备金率进一步下降到 1% 左右，四大国有银行为 1.15%，股份制银行为 0.95%，农村信用社 4.26%。此时上调存款准备金率对抑制银行放贷具有较敏感的作用。因此除公开市场操作外，存款准备金率上调将成为央行调控流动性的重要手段。

（4）央行货币政策微调对银行业有什么影响？

从行业分析角度看，我们认为，无论是央行货币政策转向稳健，还是银监会加大风险防范力度，它们对银行业的负面影响甚微，甚至是偏正面的。

从信贷规模看，虽然下半年新增贷款投放会明显减少，但上半年已奠定了量的雄厚基础；而且货币政策转向稳健后，有利于银行净息差逐步回升。当然，从二级市场看，货币政策转向后，市场流动性会适当收紧，但仍会保持较充裕。

（5）银行板块下跌是否与央行货币政策执行报告中提到的“微调”有关？

也许会有有一定的关系，但市场解读有一定偏差。因为投资者原本就担心央行货币政策会转向后带来流动性收紧，加上近期银监会密集出台贷款风险防范、资本充足率监督检查指引（征求意见稿）等，使投资者加剧了对货币政策转向的负面担忧。

另外，我们认为，媒体报道的“外企明年可在上交所发 A 股”等新闻将对市场产生较大的负面影响。

（6）银行股是否还有投资价值？

按 8 月 6 日收盘价计算，银行 09 年动态市盈率平均为 16 倍，其中股份制银行平均 17 倍，国有大行 15 倍，城商行较高为 23 倍；09 年动态市净率平均为 2.6 倍，其中股份制银行 2.8 倍，国有大行 2.4 倍，城商行较高为 3.2 倍（参附表）。

银行股依然具有明显的估值优势。经济逐步复苏有利于银行信贷成本的下降，货币政策转向稳健有利于银行净息差逐步回升，银监会强化风险管理也有利于银行资产质量提高。

表 2: 上市银行估值水平比较

	市盈率 PE			市净率 PB			2008			2008		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	股价 元	总股本 百万股	流通股 百万股	不良率 %	覆盖率 %	资本充足率 %
招行 A	16.6	19.1	16.7	4.39	3.78	3.24	18.27	14,707	12,045	1.11	223.3	11.34
浦发	15.9	16.2	14.1	4.79	3.24	2.63	25.18	5,661	5,012	1.21	192.5	9.07
民生	19.7	15.6	14.7	2.85	2.59	2.41	8.27	18,823	17,895	1.20	150.0	9.22
华夏	20.0	18.7	16.6	2.24	2.01	1.82	12.30	4,991	2,201	1.82	151.2	11.38
深发展	121.3	14.1	11.5	4.54	3.43	2.62	23.99	3,105	2,785	0.68	105.5	5.27
兴业	17.2	16.4	14.2	3.99	3.33	2.79	39.14	5,000	3,980	0.83	226.6	11.24
中信	19.2	18.1	15.4	2.69	2.41	2.15	6.56	39,033	2,302	1.36	150.9	14.32
交行 A	17.6	16.2	14.2	3.44	2.91	2.47	10.20	48,994	15,955	1.92	116.8	13.47
平均	20.5	17.0	14.9	3.31	2.83	2.45						
中行 A	17.9	15.4	13.6	2.43	2.10	1.91	4.49	253,839	6,494	2.65	121.7	13.43
工行 A	15.6	14.3	12.8	2.86	2.58	2.34	5.17	334,019	14,950	2.29	130.1	13.06
建行 A	15.9	15.7	13.7	3.17	2.90	2.62	6.29	233,689	9,000	2.21	131.6	12.16
平均	16.60	14.80	13.14	2.68	2.38	2.16						
南京	23.4	21.4	17.9	3.02	2.71	2.44	18.55	1,837	1,161	1.64	170.1	24.62
宁波	25.8	24.2	20.8	3.90	3.55	3.20	13.72	2,500	1,053	0.92	152.5	16.15
北京	20.0	18.6	16.3	3.20	2.79	2.42	17.39	6,228	3,955	1.55	180.2	19.66
平均	24.76	22.98	19.56	3.52	3.19	2.88						
招行 H	14.3	16.5	14.5	3.80	3.27	2.80	15.79					
交行 H	13.9	12.8	11.2	2.72	2.30	1.95	8.07					
中行 H	13.1	11.3	9.9	1.78	1.54	1.40	3.29					
工行 H	13.9	12.8	11.4	2.55	2.30	2.09	4.61					
建行 H	13.2	13.1	11.4	2.63	2.41	2.18	5.23					
中信 H	12.8	12.0	10.3	1.79	1.61	1.43	4.36					

	每股收益 (EPS, 元)			每股净资产 (BVPS, 元)			净资产收益率%			总资产收益率%		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
招行	1.433	0.959	1.092	5.407	4.831	5.635	26.51	19.85	19.38	1.34	0.98	0.94
浦发	2.211	1.556	1.789	7.362	7.772	9.58	30.03	20.02	18.68	0.96	0.81	0.76
民生	0.419	0.529	0.564	2.905	3.188	3.431	14.42	16.59	16.43	0.75	0.81	0.74
华夏	0.615	0.659	0.741	5.495	6.115	6.744	11.20	10.77	10.99	0.42	0.37	0.35
深发展	0.198	1.697	2.087	5.281	7.001	9.17	3.74	24.24	22.76	0.13	0.85	0.82
兴业	2.277	2.391	2.764	9.804	11.74	14.04	23.22	20.36	19.69	1.12	0.92	0.88
中信	0.341	0.363	0.425	2.443	2.719	3.053	13.97	13.34	13.91	1.12	0.93	0.90
平均	0.765	0.740	0.847	3.987	4.295	4.962	19.19	17.26	16.99	0.95	0.84	0.80
交行	0.580	0.630	0.720	2.964	3.509	4.136	19.57	17.97	17.40	1.06	0.93	0.91
中行	0.250	0.291	0.331	1.845	2.133	2.346	13.57	13.64	14.11	0.91	0.91	0.90
工行	0.332	0.361	0.403	1.806	2.001	2.210	18.36	18.04	18.24	1.14	1.08	1.08
建行	0.396	0.400	0.460	1.987	2.168	2.397	19.87	18.39	19.12	1.23	1.03	1.03
南京	0.793	0.869	1.035	6.150	6.835	7.610	12.89	12.71	13.61	1.55	1.33	1.30
宁波	0.533	0.567	0.661	3.522	3.868	4.292	15.12	14.67	15.39	1.29	1.05	0.99
北京	0.870	0.935	1.067	5.427	6.239	7.175	16.03	14.99	14.87	1.30	1.10	1.03

注: 深发展已假定向平安定向增发; 招行、交行、中信、建行、中行、工行H股价按1: 0.88的汇率折算为人民币。

资料来源: 国泰君安证券。

作者简介:**伍永刚:**

1997年毕业于南开大学，并获经济学博士，随即加盟原君安（后合并为国泰君安）证券研究所。先后从事宏观经济、国际市场、券商研究、银行及金融业研究，曾多次获中国证券业协会重点科研课题一等奖、二等奖，目前侧重银行业研究。

王丽雯:

2008年7月毕业于北京大学光华管理学院金融系，获经济学硕士，现为银行业研究助理。

免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com