

加息时期的银行股表现分析

报告关键点：

- 1季度末，信贷增速将回落至20%左右；
- 加息导致息差扩大提高盈利增速5-8个百分点，案例表明银行股将在加息初期跑赢指数；
- 高盈利增速和低估值有利于银行指数在市场的调整中跑出相对收益。

报告摘要：

- 年初以来，监管当局对银行信贷的控制措施超出我们在09年末的预期。按一季度投放全年信贷额度30%-33%的上限来计算，一季度末信贷同比增速将回落至20%左右。
- 值得一提的是，从央行公布的最新数据来看，09年实际的新增中长期基建贷款约2.5万亿（估计其中接近1.5万亿为经济刺激项目导致新增，其余1万亿为常规投放），远低于市场此前的估计，因此后续的信贷需求压力可能相应减轻。我们推算7.5万亿左右的信贷足以支持实体经济在2010年的信贷需求（详情请参考报告正文）。
- 对银行基本面而言，利好来自息差扩大的超预期（这既包括加息预期时点的提前，也包括流动性收紧带来的贷款利率上浮）。如果2季度开始加息，将提高银行的盈利增速预期5-8个百分点。
- 参考加息周期的案例，无论是中国上轮加息（06、07年）还是韩国02年的加息（非常典型的V型经济右侧小幅加息）都显示银行在加息的前半段将受益于息差扩大而跑赢指数；但在加息中后段，随着市场流动性收紧，银行股的表现开始落后于指数。目前的银行股中，对息差最为敏感的主要是弹性大的中小银行（宁波、兴业、中信、民生、招行等）。
- 尽管信贷增速大幅回落可能从流动性的角度妨碍银行在短期跑出大幅绝对收益，但明确的利润增速、较低的估值有利于银行指数在市场的调整中跑出相对收益（国有银行、民生银行等估值偏低的中小银行的防御性会更强）。

请参见正文

敬请参阅报告结尾处免责声明

银行

领先大市-A

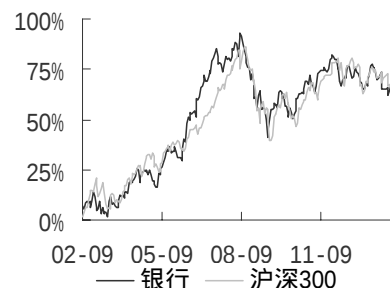
上次评级

领先大市-A

报告日期

2010-01-28

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：万事俱备

2010-01-18

银行行业：压轴大戏

2009-12-16

贷款平稳增长，贴现继续下降

2009-12-14

目 录

1. 09 年信贷结构分析	3
1.1. 贴现前高低	3
1.2. 中长期贷款	3
1.3. 短期贷款	4
1.4. 信贷中长期化趋势	5
2. 2010 年实际信贷需求	5
3. 加息周期银行股表现研究	6
3.1. 息差时点提前将提高盈利预期	6
3.2. 我国上轮加息中银行股的表现	7
3.3. 加息案例研究（韩国，2002）	8
4. 风险点：持续紧缩可能导致不良预期的产生	10
5. 投资建议	10

图表目录

图 1：金融机构贴现余额占比	3
图 2：金融机构新增人民币票据占新增贷款比重	3
图 3：住户部门短期贷款占全部短期贷款比例	5
图 4：住户部门经营类短期贷款占比（2009 年）	5
图 5：信贷增速与名义 GDP 增速	6
图 6：对称加息 27bp 对银行息差的影响	7
图 7：净息差变化 5bp 对银行净利润影响的敏感性分析	7
图 8：银行股在上轮加息周期的表现	8
图 9：韩国 GDP 同比增速	8
图 10：韩国 CPI 同比	8
图 11：韩国货币信贷同比增速	9
图 12：韩国政策利率	9
图 13：韩国商业银行不良率	9
图 14：韩国 KOSPI 指数及银行业指数表现	9
图 15：韩国银行指数 PB 及相对大盘 PB 表现	9
图 16：金融机构人民币信贷增速预测	10

表 1：2007-2009 年新增人民币中长期贷款分类	3
表 2：07-09 年新增人民币短期贷款分类	4

本篇报告的目的，一是回顾，二是预测。

我们详细拆分了 09 年新增信贷的结构，解释了在经济下降周期这 9.6 万亿天量信贷投放的实际去向（第一部分）。我们也分别从宏观和微观的层面拆分了 2010 年实际的信贷需求量（第二部分）。

未来的利好因素是加息和由此导致的银行息差扩大。我们研究了国内外加息周期银行股的表现，认为银行股将在加息初期跑赢指数（第三部分）。

未来的风险点是紧缩政策的持续时间过长可能引致市场对资产质量的担忧（第四部分）。

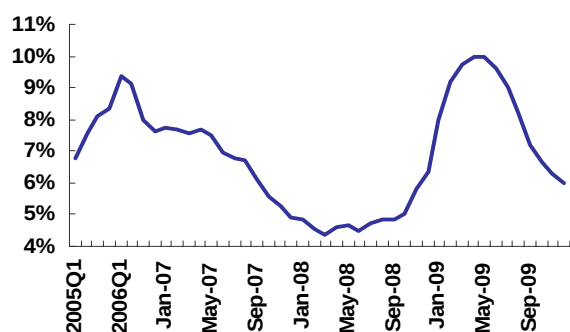
1. 09 年信贷结构分析

2009 年，在银行的主动信贷创造下，银行系统全年共新增信贷 9.59 万亿元，创下历史记录。

1.1. 贴现前高后低

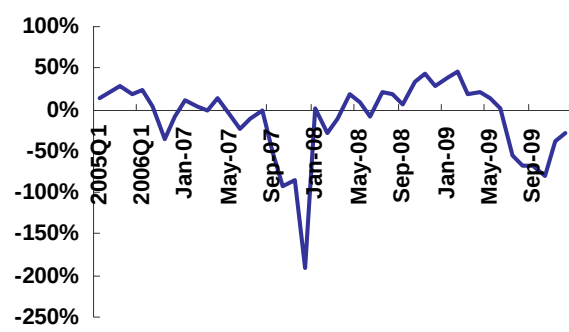
从新增信贷的结构来看，贴现贷款呈现前高后低。在 2009 年末，贴现占贷款余额的比重已经回到 5.97%，略低于上年末的水平。

图 1：金融机构贴现余额占比



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 2：金融机构新增人民币票据占新增贷款比重



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

因此，单纯从静态角度来看，可以忽略贴现在年度新增贷款中的作用。

1.2. 中长期贷款

09 年新增信贷中，投向中长期贷款共计 6.7 万亿，其中对公中长期贷款 5 万亿，对私中长期贷款 1.7 万亿。

新增对公中长期贷款

=历史基建项目贷款+09 年经济刺激项目新增基建贷款+房地产业+制造业+其他，

新增对私贷款=购房贷款+其他消费类中长期+经营类中长期贷款

表 1：2007-2009 年新增人民币中长期贷款分类

贷款项目	2009 年	2008 年	2007 年
	万亿		
新增对公中长期贷款	5.00	2.11	1.65

其中：历史基建项目贷款	1.00	1.10	0.80
经济刺激项目导致新增基建贷款	1.50*	0	0
房地产业	0.70	0.24	0.33
制造业	0.51	0.24	0.18
其他对公中长期贷款	1.29	0.53	0.34
新增对私中长期贷款	1.70	0.41	0.85
其中：购房贷款	1.40	0.22	0.51
消费类中长期贷款（除购房贷款）	0.19	0.12	0.24
经营类中长期贷款	0.16	0.02	0.16
合计	6.70	2.52	2.50

数据来源：CEIC，央行货币政策执行报告，安信证券

注：2009 年贷款细项数据（斜体部分）为估算数据

* 关于经济刺激项目导致新增基建贷款的估算方法：央行公布全年本外币基建贷款 2.5 万亿元，这里假设其中外币贷款可以忽略。参考过去经验，假设今年历史项目中长期贷款为 1 万亿元，则新增刺激项目贷款约 1.5 万亿元。

可以看到，09 年经济刺激项目导致新增基建贷款以及房地产市场繁荣带来的房地产业贷款和购房贷款解释了中长期贷款增量提高的主要部分。

1.3. 短期贷款

短期信贷主要用于日常消费和经营结算资金。

09 年新增信贷中，投向短期贷款共计 2.14 万亿元，在最后几个月，短期贷款都出现了明显的被压缩迹象（连续负增长）。

表 2：07-09 年新增人民币短期贷款分类

贷款项目	2009 年	2008 年	2007 年
	万亿		
新增对公短期贷款	1.38	1.33	1.25
新增对私短期贷款	0.76	0.29	0.33
其中：消费类短期贷款	0.22	0.10	0.12
经营类短期贷款	0.50	0.18	0.21
合计	2.14	1.62	1.58

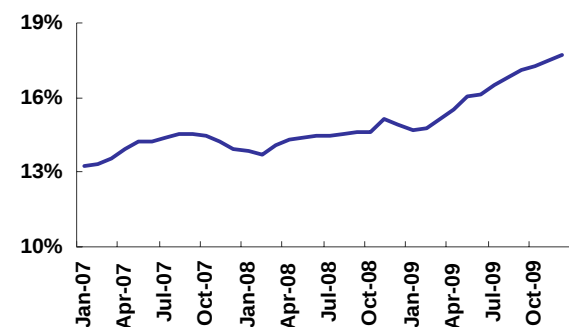
数据来源：CEIC，安信证券

注：对私贷款细项（斜体部分）的数据为根据年初年末贷款余额数之差所得，因此忽略了核销等因素，其口径与对私贷款总的新增量略有不同。

从上表可以看出，对私贷款较 2008 年多增 0.47 万亿元，其中经营类贷款多增 0.32 万亿元，对整个短期贷款增长构成了较大的影响。而对公短期贷款较前两年增长平稳。

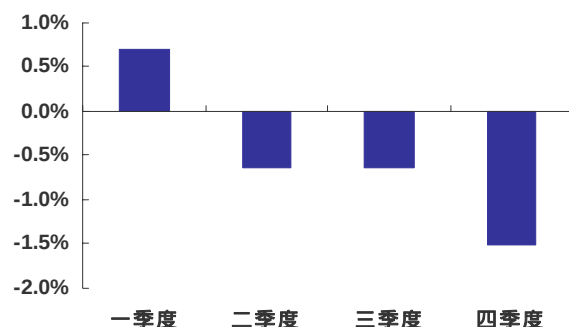
从时间分布来看，短期经营类贷款主要增长发生在上半年，这有一定的季节因素。

图 3：住户部门短期贷款占全部短期贷款比例



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 4：住户部门经营类短期贷款占比（2009 年）



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

注：此处为住户部门经营类短期贷款占短期贷款总额的比重在 2004 年以来每个季度变化的平均值

但剔除季节因素后，上半年短期经营类贷款增长依然较快，结合利率数据，这应该与银行年初的主动信贷创造以及住户部门贷款一般抵押充分有关。

1.4. 信贷中长期化趋势

过去近十年中，我国商业银行的信贷结构呈现显著的中长期化倾向。我们认为造成这种现象的原因包括¹：

- 1、支付方式的改变（尤其如企业承兑汇票的兴起）；
- 2、直接融资（短期融资券、企业债、资产证券化业务、股权融资等）的冲击更多体现在短端融资；
- 3、本世纪初以来，中国经济呈现重工业化，对中长期信贷的需求相应提高；
- 4、按揭贷款占比的大幅提高等。

2009 年，在剔除经济刺激项目导致新增中长期基建（约 1.5 万亿）和房地产信贷（含对公对私，约 1 万亿）后，银行贷款的中长期化趋势并没有显著加强。

2. 2010 年实际信贷需求

之前曾有研究员从微观的角度去推测 2010 年信贷需求，大体的思路是将信贷需求分成两部分，一是实体经济正常发展所需贷款，二是 09 年基建项目后续所需贷款。

但用上述方法预测信贷需求，至少忽略了四个因素的干扰：

- 1、在经济周期的不同位置，货币周转速度可能发生较大的变化；
- 2、09 年实际投放的中长期基建贷款为 2.5 万亿（参见本文前一部分），低于市场之前的普遍预期；
- 3、09 年的宏观刺激背景下，很多基建项目被提前上马，那么在 2010 年经济增速成功 V 型反弹后，某些基建项目的进程是否会被延缓？原本集中在两年完成的投资是否会被拆成三年、甚至更久，从而导致年度贷款需求的下降？
- 4、在 09 年银行信贷门槛较低的前提下，有一部分企业将贷款行为提前，这其中即包括基建项目对应的投资公司，也包括一部分在以往融资环境中较难贷款的中小企业。我们目前无法精确的估计这部分贷款的数量（但可以看到企业存款在 09 年的迅速增长），但草根调研中，银行内部人员普遍推测政府融资平台中尚未使用的贷款占到 09 年基建贷款的 20-30% 左右。

¹ 关于这方面的详细讨论请参见我们之前的报告：《银行贷款中长期化背后的故事》2007.6.27。

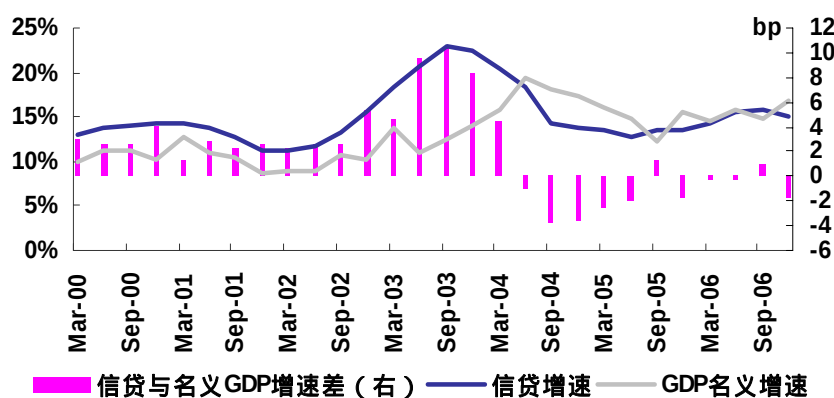
上述任何一个因素，都可能对年度信贷需求的总量产生重大的影响，因此从微观信贷结构去推导 2010 年信贷实际需求可能产生相当大的误差。这让人联想起 08 年末市场对 09 年银行是否能投放出八万亿以上信贷的担忧。

如果我们仅从宏观的角度去推导，可以看到在经济启动和经济回落阶段的实体经济信贷需求量会有所不同，一般在经济启动阶段需要高一点的信贷增速来“加油”。

回顾 2003-2004 年初的情况，信贷增长与名义 GDP 增速差迅速攀升到 4 个百分点以上，并维持在 10 个百分点左右达 3 个季度。与此同时经济出现明显过热。直到 2004 年二季度，信贷增速较名义增速差回落到 4 以下²，并且伴以其它行政政策干预，经济过热才逐步平息。

参考以上经验，如果按照信贷增速高于名义 GDP 增速 4-6 个百分点计算，今年信贷约为 17-19% 左右，即 7.5 万亿元附近，对于实体经济而言属于中性略宽松的水平（尽管对于资本市场而言明显较去年紧张）。

图 5：信贷增速与名义 GDP 增速



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

3. 加息周期银行股表现研究

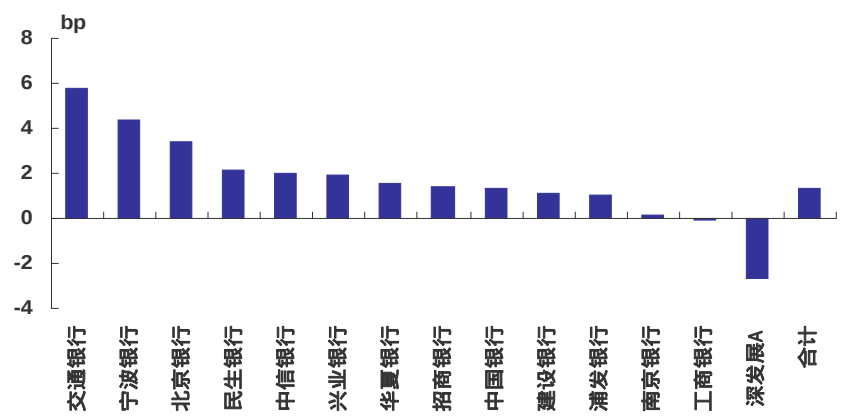
目前市场普遍的盈利预测基本都是建立在 2010 年年末加息的前提之上，而我们现在知道现在的加息时点预期已经被大大提前。

3.1. 息差时点提前将提高盈利预期

如果在 2010 年 4 季度开始加息，由于滞后效应，2010 年的实际盈利情况不会受到太大的影响。而如果加息时点提前到 2 季度，则可能对银行息差产生较大的影响。

² 即使在 2004 年 1 季度，信贷增长与名义 GDP 增速差回落至 4.5 个百分点左右时，从股市看并没有出现明显压力，这虽然与当时企业盈利能力上升相关，但也从侧面显示流动性紧缩尚未非常严重。

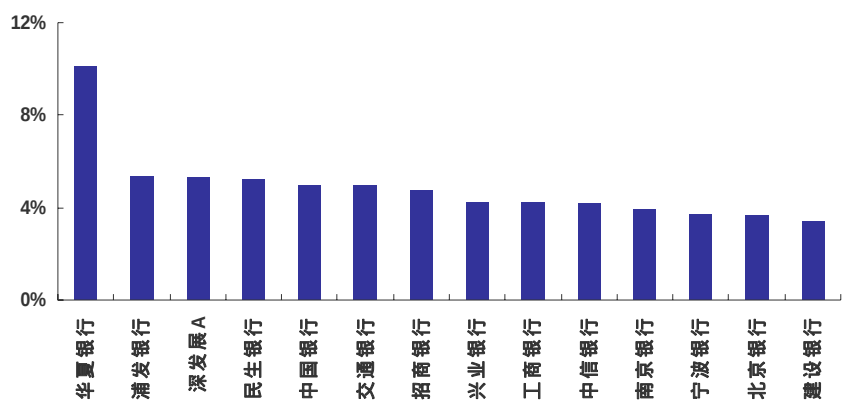
图 6：对称加息 27bp 对银行息差的影响



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

上图显示，单次加息对银行 NIM 的影响约 3bp。假设 2010 年加息 3 次，其中 1-2 次加息的影响会在 2010 年报中体现出来，大约相当于息差扩大 5bp，对应 5%左右的利润增长。

图 7：净息差变化 5bp 对银行净利润影响的敏感性分析



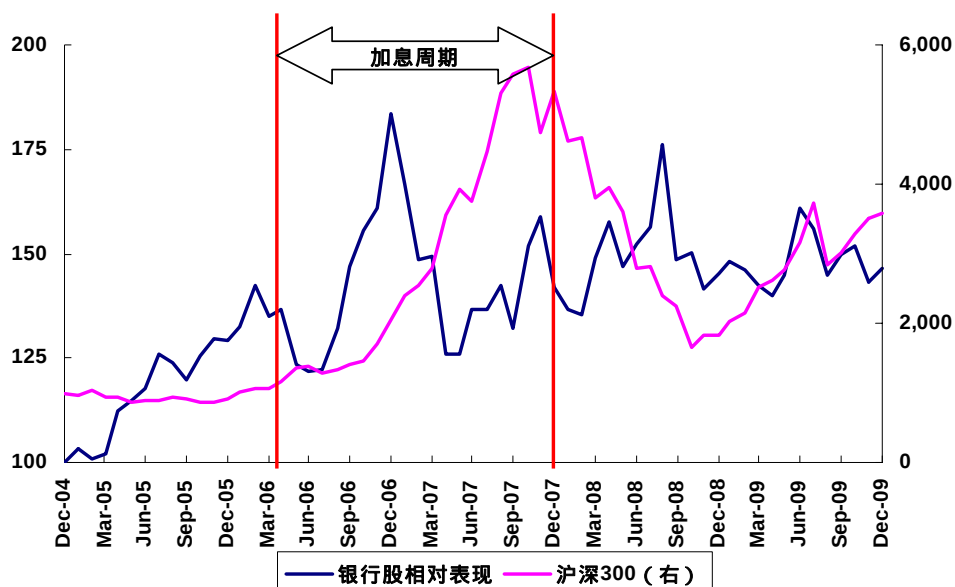
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

3.2. 我国上轮加息中银行股的表现

加息除对银行的息差产生影响外，还可能通过流动性的变化影响银行股表现。

参考上轮加息周期：银行股在 06 年中期（即加息初期）受益于息差扩大和盈利改善而跑赢了指数；而在加息后期，随着流动性的逐渐收紧，银行股落后于指数。

图 8：银行股在上轮加息周期的表现



数据来源：安信证券研究中心

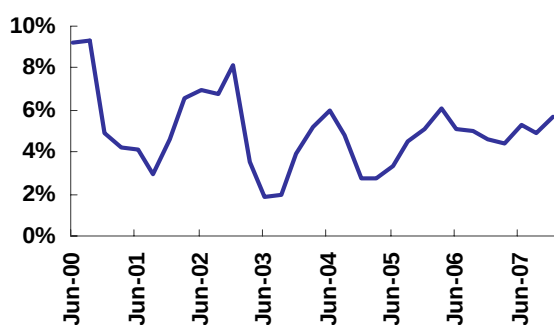
3.3. 加息案例研究（韩国，2002）

2010 年的加息预计为少次、小幅加息，与 06-07 年的连续加息周期有所不同。因此，我们以韩国 2002 年加息周期来做参考。

从韩国（2002 年）的案例来看，加息对于银行股在短期会产生一定支持，但随着紧缩的继续，市场对于不良的担忧和流动性收缩最终会拖累银行股的表现。

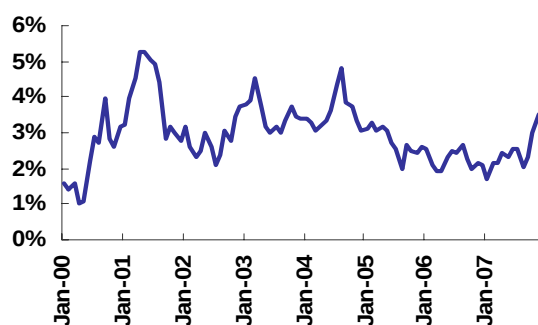
韩国自 2000 以来逐步摆脱亚洲金融危机的影响。到 2002 年前后，经济增长已经恢复到较高水平，通胀水平也稳定在 3% 以下。

图 9：韩国 GDP 同比增速



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

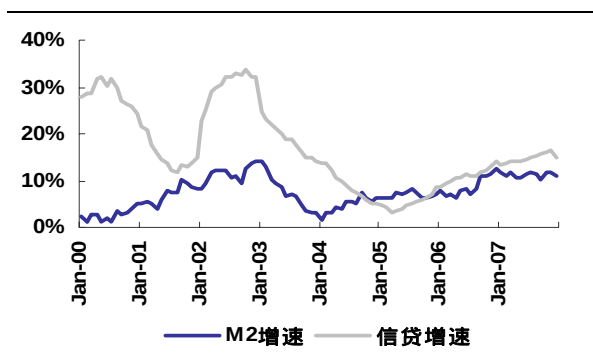
图 10：韩国 CPI 同比



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

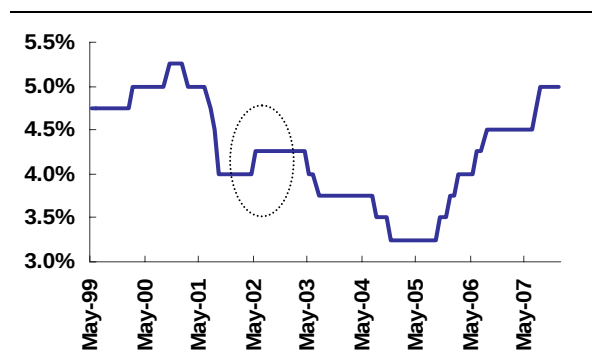
但是同期信贷投放快速膨胀，货币供给增速也突破 10%。在这样的背景下，央行在 2002 年 5 月上调政策利率 25bp。

图 11：韩国货币信贷同比增速



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

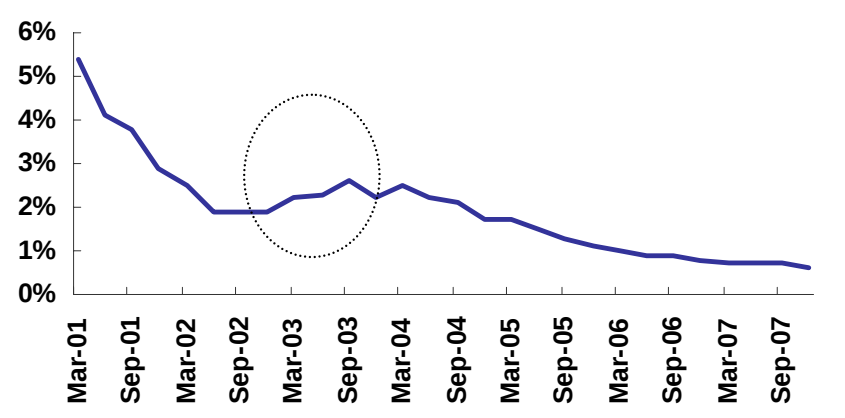
图 12：韩国政策利率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

紧缩政策无论是对于货币信贷增速还是对于经济增长都直到 2003 年前后才逐步显示出受到明显影响，对银行业而言，其不良率也只是到 2003 年才略有上升。

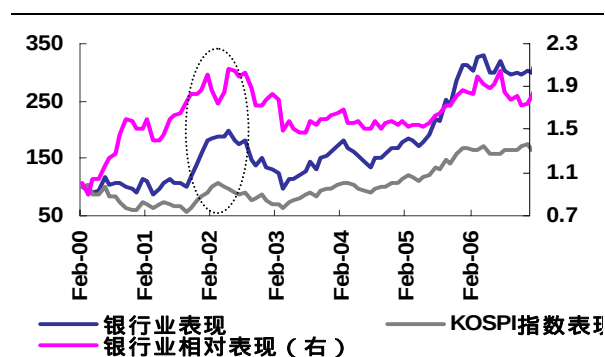
图 13：韩国商业银行不良率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

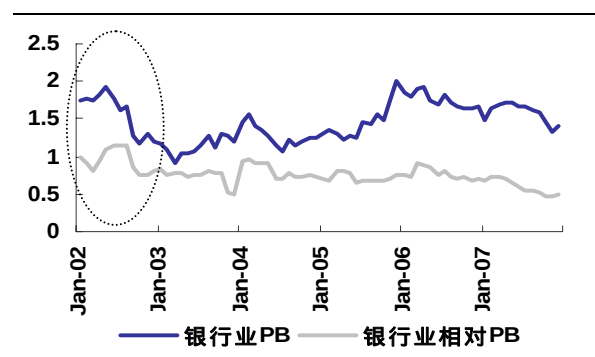
但对于股市和银行板块则立刻产生较大影响：大盘指数在 5 月份结束上升趋势，银行指数在加息前后一度战胜市场，但仅 1 个月左右即快速下跌。其估值表现与此类似。

图 14：韩国 KOSPI 指数及银行业指数表现



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 15：韩国银行指数 PB 及相对大盘 PB 表现



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

韩国市场在 2002 年的经历显示，紧缩政策无论对于市场还是对于银行板块均会造成负面影响。尽管加息使得银行股在短期内表现超越大盘，但是对于不良的忧虑以及流动性缺乏最终会使得银行板块落后市场。

值得一提的是，在 2003 年 5 月，韩国央行重新降息后，市场恢复上涨，银行板块除

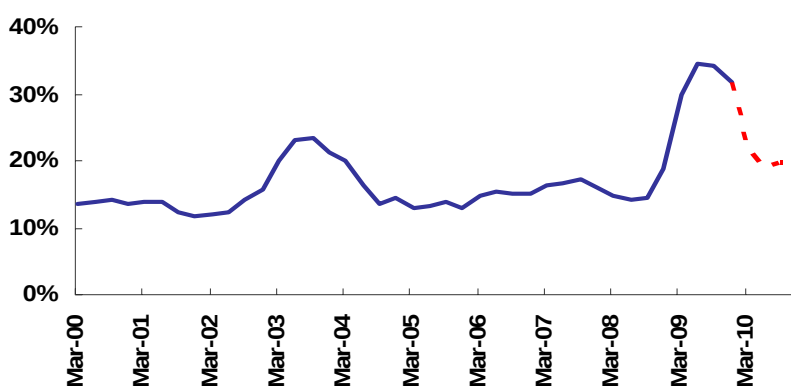
了在加息前后相对表现略差外，其后便也快速上涨，整体表现与 2002 年恰好相反。

4. 风险点：持续紧缩可能导致不良预期的产生

2010 年 1 月第三周开始，监管机构对部分在前半月放贷过猛的银行进行较为严厉的信贷控制。即便如此，预计 1 月份单月的信贷量也将达到 1.4 万亿左右。因此，当前监管机构的紧缩政策只能称之为时点上的“点刹”，现在需要观察的是这种严厉政策的持续性。

从全年 7.5 万亿的信贷上限来推测，到 1 季度末，单月的信贷同比增速会滑落到 22% 左右，之后一直维持在这一水平，并在 4 季度由于基数的原因有小幅反弹。

图 16：金融机构人民币信贷增速预测



数据来源：CEIC，安信证券研究所

注：2010 年按照全年投放 7.5 万亿计算，其中 4 个季度的投放比例为 35：30：25：10

我们担心如果紧缩政策持续 1 个季度以上，可能引起市场对银行资产质量的担忧。

5. 投资建议

年初以来，监管当局对银行信贷的控制措施超出我们在 09 年末的预期。按一季度投放全年信贷额度 30%-33% 的上限来计算，一季度末信贷同比增速将回落至 20% 左右。

值得一提的是，从央行公布的最新数据来看，09 年实际的新增中长期基建贷款约 2.5 万亿（估计其中接近 1.5 万亿为经济刺激项目导致新增，其余 1 万亿为常规投放），远低于市场此前的估计，因此后续的信贷需求压力可能相应减轻。我们推算 7.5 万亿左右的信贷足以支持实体经济在 2010 年的信贷需求（详情请参考报告正文）。

对银行基本面而言，利好来自息差扩大的超预期（这既包括加息预期时点的提前，也包括流动性收紧带来的贷款利率上浮）。如果 2 季度开始加息，将提高银行的盈利增速预期 5-8 个百分点。

参考加息周期的案例，无论是中国上轮加息（06、07 年）还是韩国 02 年的加息（非常典型的 V 型经济右侧小幅加息）都显示银行在加息的前半段将受益于息差扩大而跑赢指数；但，在加息中后段，随着市场流动性收紧，银行股的表现开始落后于指数。目前的银行股中，对息差最为敏感的主要是弹性大的中小银行（宁波、兴业、中信、民生、招行等）。

尽管信贷增速大幅回落可能从流动性的角度妨碍银行在短期跑出大幅绝对收益，但明

确的利润增速、较低的估值有利于银行指数在市场的调整中跑出相对收益(国有银行、民生银行等估值偏低的中小银行的防御性会更强)。

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、责任的和法律依据或者凭证，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

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

南方

021-68765206

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@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