



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
研究报告

2010 年 12 月 13 日

银行

研究部

毛军华

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207070059

maojh@cicc.com.cn

罗景 CFA

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207120068

luojing@cicc.com.cn

多重流动性压力叠加的被动选择

评年内第六次上调法定准备金率

行业近况:

中国人民银行决定,从2010年12月20日起,上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。此次上调后,大型金融机构为18.5%,中小金融机构为16.5%(图表1)。

评论:

多重流动性压力在年末叠加,导致央行被迫上调法定准备金率回收流动性。临近年末,央行面临多重流动性过剩压力的叠加,主要包括:

- 外汇占款仍维持高位,推动11月M2增速高达19.5%。既10月份外贸顺差环比大幅上升61%至271亿美元后,11月份仍维持在229亿美元的高位。我们估计11月外汇占款仍维持在3000亿元人民币水平之上,同时强劲贷款需求推动当月新增贷款达到5640亿元人民币。两项因素导致M2增速重新攀升至下半年高点,达到19.5%,远高于预定的17%目标水平(图表2)。
- 加息政策掣肘,公开市场操作难度较大。政府在加息政策上的犹豫令央票一二级市场利差持续扩大,市场对央票的需求较弱,这增加了央行通过公开市场操作回收流动性的难度。近期的央票发行规模明显小于到期规模,上周四还取消了计划中的3年期央票发行。因此,最近四周的公开市场操作中,央行实际向市场净投放2300亿资金(图表3)。而12月份剩下的几周中,还有近2000亿的到期量带来流动性压力(图表4)。
- 12月财政存款投放带来基础货币增加压力。每年年末财政存款都会出现较大规模的投放,进而带来基础货币的大幅增加,08、09年都在1万亿左右的水平,预计今年也会保持在该量级上。
- 第一次差别存款准备金率将于12月15日到期,释放约1900亿资金。央行于10月15日对四大有银行及招行、民生两家股份制银行实行差别存款准备金,幅度为50个基点,有效期两个月至12月15日到期。我们估算该差别准备金率到期将释放资金约1900亿元。

数量型工具将更加倚重准备金率,明年上半年将频繁使用。我们判断央行的数量型调控工具中将更加倚重准备金率,而公开市场操作的作用将逐渐减弱,主要由于:

- 对热钱流入的警惕仍将限制央行上调央票发行利率的幅度,从而令央票一二级市场利差长期存在,这将限制央行公开市场操作的腾挪空间。
- 从对冲流动性的成本上来看,法定存款准备金率利率为1.62%,而目前3个月、1年期和3年期央票利率分别为1.81%,2.34%和3.00%(即使在该水平上,对金融机构的吸引力也很小)。因此,法定存款准备金率工具相比公开市场操作成本更低,而且更可控(强制性)。

2011年1-4月公开市场到期现金流接近2万亿的天量(图表4),在央票发行难度较大的情况下,我们判断明年上半年央行会频繁使用准备金率。根据我们的测算,如果明年贸易顺差和今年持平,那么未来12个月内准备金率还要调整1.5-2个百分点才能将M2增速控制在15%左右(图表5),也就是大型银行存款准备金率要提高到20.5%左右,中小型银行提高到18.5%左右。不过,如果人民币升值加快,贸易顺差降低,那么准备金率调整的压力就会减小。

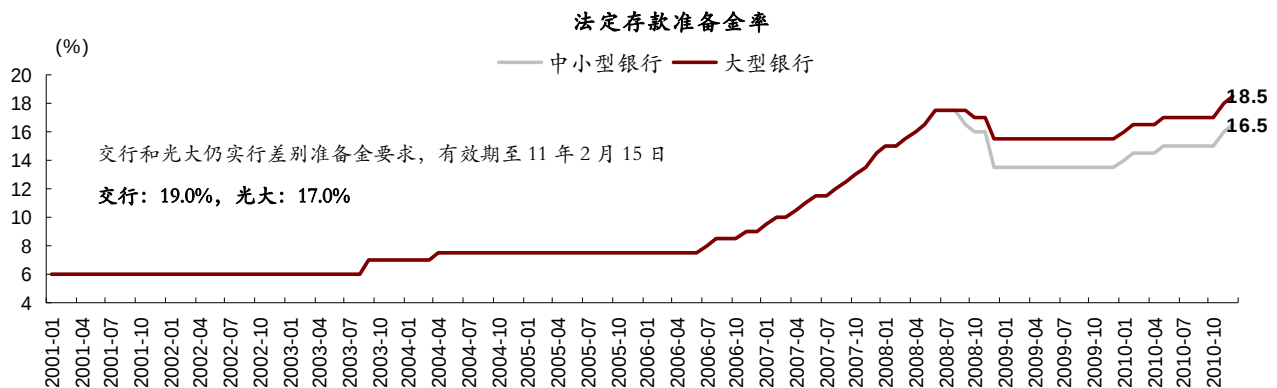
对盈利影响很小。银行将通过压缩同业资产和债券资产来满足准备金率的提高。同业资产收益率约为3%,和法定存款准备金利率的差异约为138个基点,因此法定存款准备金上调0.5个百分点对11年盈利的影响仅为0.4%(图表6)。考虑明年仍有3-4次准备金率调整,对2011年的盈利累积影响约为2%。

估值与建议:

市场对货币政策紧缩的担忧使得过去几周银行股估值持续徘徊于低位,但只要不出现经济下滑、通胀上升的滞胀局面,这些紧缩措施并没有实质性影响商业银行的盈利。目前A股银行2011年市净率和市盈率分别为1.42倍和8.5倍,H股银行为1.59倍和8.8倍,我们认为这基本处于底部区域,未来12个月有20%-30%的向上空间。A股银行首选农行、华夏、招行、民生,H股首选民生、中信。下一阶段银行股的催化剂包括今年末明年初政府融资平台贷款清理结果和政府物价控制措施的效果。

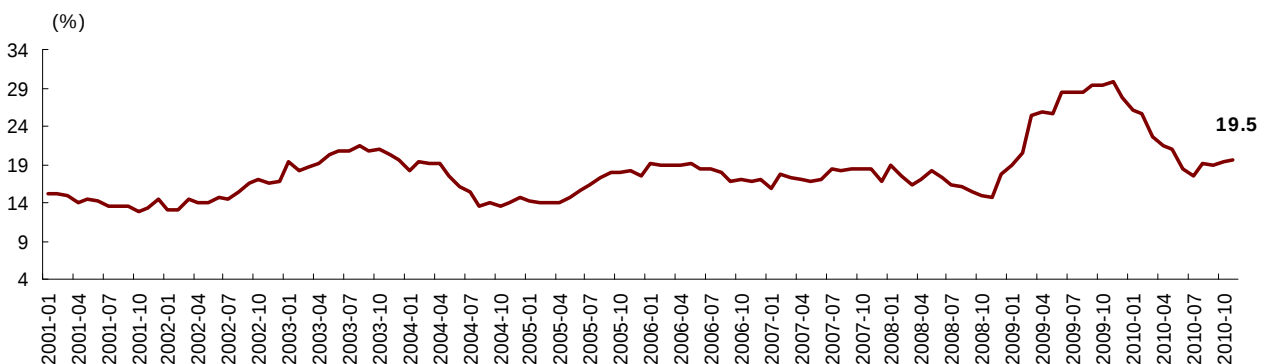
本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供予符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者,有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询,新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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、刊登、发表或引用。

图表 1: 历史上存款准备金率变动情况



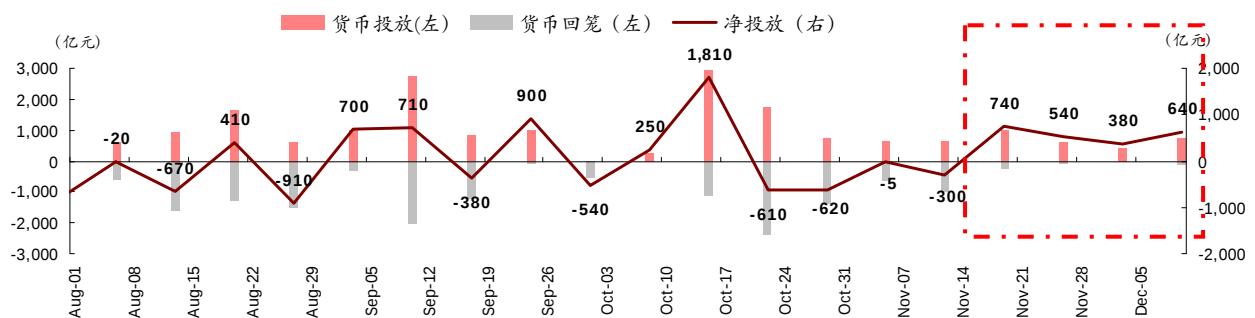
资料来源：WIND、中金公司研究部

图表 2: M2 增速回到 2010 年下半年高点



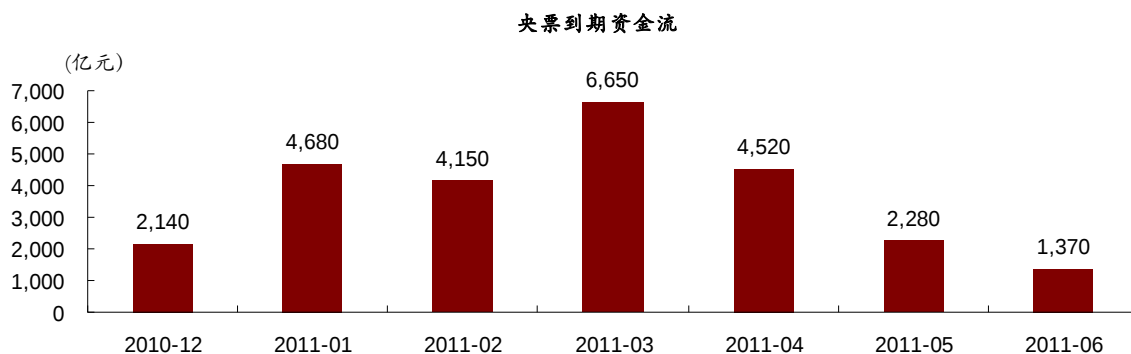
资料来源：WIND、中金公司研究部

图表 3: 最近四周央行公开市场净投放资金达到 2300 亿



资料来源：WIND、中金公司研究部

图表 4:2011 年上半年准备金率将被频繁使用



资料来源: WIND、中金公司研究部

图表 5:2011 年存款准备金率仍需上调 1.5-2.0 个百分点

2011年M2目标增速		15.0 %
基本假设		
贸易顺差 (十亿美元)		191
贸易顺差增速 (%)		-
基础外汇占款(十亿元人民币)	a	3,167
央票净投放与特别国债正回购(十亿元)	b	-800
财政存款增加(十亿元人民币)	c	323
其他	d	-668
基础货币增量 (十亿元人民币)	e=a-b-c-d	4,311
基础货币增速 (%)		23.2
货币乘数		3.69
货币乘数公式	$m = (1 + Rc) / (Rc + Re + RRR)$	
现金比率 (Rc)		8.7%
超额率 (Re)		2.0%
存款准备金率 (RRR)		18.8 %
目前平均金融机构存款准备金率		17.0 %
上调空间		1.8 %

资料来源: 人民银行、中金公司研究部

图表 6:上调存款准备金率对上市银行影响很小

人民币百万元	工行	农行	中行	交行	招行	中信	浦发	民生	兴业	华夏	北京	宁波	南京	上市银行合计
11E平均存款余额	12,123,468	9,510,728	8,296,821	3,074,183	2,138,513	1,857,630	1,722,546	1,538,507	1,227,455	799,808	589,959	155,939	155,560	54,892,885
11E平均生息资产	14,476,088	11,034,757	10,639,168	4,097,243	2,654,527	2,176,821	2,247,590	1,918,497	2,015,365	1,151,698	773,283	262,962	234,866	67,725,445
11E净利润	188,877	123,268	116,638	46,943	31,538	24,393	22,196	21,362	20,674	7,548	8,530	2,755	2,983	798,434
存款准备金率上调0.5个百分点														
同业资产收益率	3.00													
法定存款准备金利率	1.62													
对净利息收入的影响	-837	-656	-572	-212	-148	-128	-119	-106	-85	-55	-41	-11	-11	-3,788
对净息差的影响, 基点	-0.6	-0.6	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6	-0.5	-0.6	-0.4	-0.5	-0.5	-0.4	-0.5	-0.6
对净利润的影响, %	-0.3	-0.4	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 7: 可比公司估值

	股价	总股本	流通股	总市值	PPoP ROA				ROAA				ROAE				利润增速			
	(当地货币)	百万股	百万股	(当地货币, 十亿)	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	11E	12E	10-12 CAGR	
A股																				
国有大银行																				
工商银行	4.23	334,019	250,962	1,413	1.75	1.81	1.89	1.94	1.20	1.23	1.29	1.34	20.2	20.9	21.4	21.8	20.1	16.9	18.5	
中国银行	3.27	253,839	177,819	830	1.60	1.64	1.73	1.77	1.09	1.11	1.11	1.10	16.6	17.6	17.5	17.7	15.0	11.9	13.5	
农业银行	2.63	324,992	10,310	855	1.44	1.61	1.70	1.75	0.82	0.94	1.10	1.20	20.5	20.4	20.6	21.9	35.8	24.8	30.2	
交通银行	5.58	56,260	29,736	314	1.66	1.72	1.79	1.83	1.01	1.08	1.14	1.15	19.5	19.8	19.3	19.6	21.5	17.7	19.6	
中小股份制银行																				
招商银行	13.15	21,577	17,666	284	1.37	1.60	1.75	1.82	1.00	1.08	1.18	1.23	21.1	21.4	21.4	21.8	29.6	22.6	26.1	
中信银行	5.40	39,033	26,632	211	1.41	1.67	1.80	1.82	0.94	1.04	1.12	1.13	12.9	17.3	16.7	15.7	24.8	20.0	22.3	
民生银行	5.08	26,715	22,588	136	1.69	1.69	1.75	1.78	0.98	1.00	1.09	1.15	16.9	16.7	18.8	20.0	32.4	26.4	29.4	
浦发银行	12.78	11,479	10,304	147	1.42	1.53	1.55	1.57	0.90	0.97	0.98	1.00	24.1	18.6	16.6	17.2	24.1	19.1	21.6	
兴业银行	24.26	5,992	4,972	145	1.51	1.61	1.58	1.61	1.13	1.19	1.02	1.03	24.5	21.9	20.7	20.7	25.2	19.0	22.1	
华夏银行	11.10	4,991	3,784	55	1.04	1.21	1.21	1.21	0.48	0.59	0.66	0.69	13.0	13.1	12.7	14.2	33.7	25.5	29.6	
深发展	16.34	3,485	3,105	57	1.46	1.42	1.44	1.44	0.95	0.95	0.96	0.94	27.3	23.1	20.7	20.3	21.5	17.3	19.4	
光大银行	3.74	39,535	2,450	148	1.26	1.40	1.47	1.51	0.75	0.90	0.93	0.94	18.8	18.9	17.5	18.5	24.4	21.0	22.7	
城市商业银行																				
北京银行	11.70	6,228	3,955	73	1.65	1.62	1.57	1.59	1.19	1.19	1.10	1.05	15.8	18.2	18.0	17.7	15.2	14.0	14.6	
南京银行	10.01	2,388	2,388	24	1.85	1.87	1.76	1.74	1.28	1.26	1.25	1.26	13.1	14.4	14.6	16.1	32.8	26.0	29.4	
宁波银行	12.12	2,500	2,474	30	1.63	1.42	1.35	1.39	1.09	1.09	1.02	1.00	15.7	17.5	16.3	17.0	22.8	17.3	20.0	
H股																				
大型银行																				
工商银行	5.83	334,019	83,057	1,947	1.75	1.81	1.89	1.94	1.20	1.23	1.29	1.34	20.2	20.9	21.4	21.8	20.1	16.9	18.5	
中国银行	4.11	253,839	76,020	1,043	1.60	1.64	1.73	1.77	1.09	1.11	1.11	1.10	16.6	17.6	17.5	17.7	15.0	11.9	13.5	
农业银行	4.06	324,794	30,739	1,319	1.44	1.61	1.70	1.75	0.82	0.94	1.10	1.20	20.5	20.4	20.6	21.9	35.8	24.8	30.2	
交通银行	8.02	56,260	26,524	451	1.66	1.72	1.79	1.83	1.01	1.08	1.14	1.15	19.5	19.8	19.8	19.6	21.5	17.7	19.6	
中小股份制银行																				
招商银行	20.30	21,577	3,918	438	1.37	1.60	1.75	1.82	1.00	1.08	1.18	1.23	21.1	21.4	21.4	21.8	29.6	22.6	26.1	
中信银行	5.13	39,033	12,402	200	1.41	1.67	1.80	1.82	0.94	1.04	1.12	1.13	12.9	17.3	16.7	15.7	24.8	20.0	22.3	
民生银行	6.93	26,715	4,127	185	1.69	1.69	1.75	1.78	0.98	1.00	1.09	1.15	16.9	16.7	18.8	20.0	32.4	26.4	29.4	
每股收益																				
	08A	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E
A股																				
国有大银行																				
工商银行	0.32	0.37	0.45	0.54	0.63	1.93	2.35	2.69	3.08	7.5	6.4	5.3	4.6	11.4	9.4	7.8	6.7	2.19	1.80	1.57
中国银行	0.23	0.29	0.36	0.42	0.47	1.84	2.27	2.51	2.78	7.3	5.8	4.8	4.1	11.3	9.0	7.8	7.0	1.77	1.44	1.30
农业银行	0.16	0.20	0.28	0.38	0.47	1.06	1.68	2.01	2.33	7.5	5.5	4.5	3.8	13.1	9.4	6.9	5.6	2.49	1.56	1.31
交通银行	0.51	0.54	0.69	0.83	0.98	2.92	4.01	4.64	5.37	6.3	5.1	4.2	3.6	10.4	8.1	6.7	5.7	1.91	1.39	1.20
中小股份制银行																				
招商银行	0.97	0.85	1.13	1.46	1.79	4.30	6.22	7.45	8.95	11.4	7.9	6.0	4.9	15.6	11.7	9.0	7.3	3.06	2.11	1.76
中信银行	0.34	0.37	0.50	0.51	0.61	2.74	3.05	3.65	4.17	9.6	6.7	6.5	5.5	14.5	10.8	10.5	8.8	1.97	1.77	1.48
民生银行	0.30	0.45	0.60	0.80	1.01	3.33	3.89	4.60	5.49	6.5	5.0	3.9	3.2	11.2	8.4	6.4	5.0	1.53	1.31	1.10
浦发银行	0.87	0.92	1.25	1.55	1.84	4.75	8.65	9.95	11.48	8.8	6.5	5.2	4.4	13.9	10.3	8.3	6.9	2.69	1.48	1.28
兴业银行	1.90	2.22	2.76	3.45	4.11	9.95	15.24	18.14	21.55	8.2	5.7	4.5	3.8	10.9	8.8	7.0	5.9	2.44	1.59	1.34
华夏银行	0.45	0.55	0.82	1.10	1.38	4.41	8.17	9.15	10.37	9.3	6.6	5.5	4.6	20.2	13.5	10.1	8.0	2.51	1.36	1.21
光大银行	0.18	0.19	0.30	0.37	0.45	1.19	1.99	2.27	2.61	11.7	8.0	6.3	5.2	19.8	12.5	10.0	8.3	3.14	1.88	1.65
城市商业银行																				
北京银行	0.87	0.90	1.19	1.37	1.56	6.03	7.04	8.17	9.46	9.3	7.3	6.0	5.0	12.9	9.8	8.5	7.5	1.94	1.66	1.43
南京银行	0.49	0.52	0.76	1.00	1.26	4.10	6.43	7.32	8.44	13.3	8.9	7.1	5.7	19.2	13.2	10.0	7.9	2.44	1.56	1.37
宁波银行	0.46	0.51	0.78	0.95	1.12	3.38	5.50	6.18	6.97	16.1	12.0	9.6	7.8	24.0	15.6	12.7	10.8	3.59	2.20	1.96
A股大银行平均																				
										7.1	5.8	4.8	4.1	11.5	8.9	7.4	6.3	2.10	1.57	1.37
A股中小银行平均																				
										8.7	6.4	5.3	4.4	13.9	10.4	8.4	6.9	2.43	1.62	1.38
A股城商行平均																				
										12.9	9.4	7.6	6.2	18.7	12.9	10.4	8.7	2.66	1.81	1.59
A股银行平均																				
										9.0	6.8	5.6	4.6	14.1	10.4	8.5	7.1	2.36	1.64	1.42
H股																				
大型银行																				
工商银行	0.32	0.37	0.45	0.54	0.63	1.93	2.35	2.69	3.08	9.1	7.5	6.1	5.3	13.9	11.0	8.9	7.6	2.67	2.12	1.80
中国银行	0.23	0.29	0.36	0.42	0.47	1.84	2.27	2.51	2.78	8.1	6.3	5.0	4.3	12.5	9.7	8.2	7.3	1.97	1.55	1.36
农业银行	0.16	0.20	0.28	0.38	0.47	1.06	1.68	2.01	2.33	10.2	7.3	5.8	4.9	17.9	12.4	8.9	7.1	3.39	2.06	1.68
交通银行	0.51	0.54	0.69	0.83	0.98	2.92	4.01	4.64	5.37	8.0	6.3	5.0	4.3	13.2	10.0	8.0	6.8	2.42	1.71	1.43
中小股份制银行																				
招商银行	0.97	0.85	1.13	1.46	1.79	4.30	6.22	7.45	8.95	15.5	10.4	7.7	6.3	21.2	15.4	11.5	9.4	4.17	2.79	2.26
中信银行	0.34	0.37	0.50	0.51	0.61	2.74	3.05	3.65	4.17	8.1	5.4	5.1	4.3	12.1	8.7	8.3	6.9	1.65	1.44	1.16
民生银行	0.30	0.45	0.60	0.80	1.01	3.33	3.89	4.60	5.49	7.8	5.8	4.5	3.7	13.5	9.8	7.2	5.7	1.84	1.52	1.25
H股银行平均																				
										9.5	7.1	5.7	4.8	14.8	11.0	8.8	7.3	2.61	1.91	1.59

资料来源：公司数据、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED