

分析师： 陈志华 (8621) 68751569 chenzh@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490210060007

联系人： 许荣聪 (8621) 68751569 xurc@cjsc.com.cn

贷款符合预期，滞胀驱使大小盘风格转换

报告要点

■ 12月贷款规模符合预期，超年初计划，但不必担忧

11日，央行公布了信贷数据情况：12月人民币信贷投放4807亿，人民币存款增加9449亿元。居民当月新增贷款1548亿，环比减少348亿，其中短期消费新增贷款409亿，环比减少116亿，中长期居民新增贷款1040亿，环比减少331亿；非金融企业新增贷款3336亿，环比减少406亿，其中企业短期新增贷款2359亿，环比增加689亿，企业中长期新增贷款1363亿，环比减少567亿，票据压缩796亿，环比多压缩640亿，票据占比约3.09%，处于历史低位，未来压缩空间有限。

企业贷款中长期化减弱，符合我们之前的预期，主要是加息周期中降低久期对银行有利；从期限匹配的角度来看，银行流动性比例处于低位，需要降低久期提高流动性；政府融资平台贷款受限和固定资产投资增速下滑。

信贷规模超计划，不超市场预期，说明信贷需求刚性，以及决策层仍注重经济稳定增长。去年压缩票据8255亿，一般性贷款8.86万亿。今年外贸形势仍不存在较大不确定性，同时也是十二五开局之年，投资冲动及信贷需求仍将强劲。预计今年信贷增速不低于15%，M2增速不低于16%。由于央行在去年四季度开始加息，打开加息通道，未来针对通胀调控将逐步由单一数量调控演变为数量和价格调控并举。今年通胀将主要受翘尾因素影响，新涨价因素难以超预期，失控，因此货币调控压力难以超预期，市场不必对此担忧，不过我们仍将密切注意热钱动向。

展望今年信贷规模和央行调控手段，银行基本面将有良好改善，主要体现在息差将继续扩大，信贷增速回归常规水平，同时经济仍将保持良好增长势头，资产质量仍处于较好状态。

■ 热钱流入凶猛，需密切注意

12月外汇储备增加显著，热钱大量流入。我们通过升值预期检测热钱流入状况，本币升值预期或在中美首脑会谈时有所强化，人民币汇率改革可能随着欧美对华高科技产品限制减少有所实际松动，由此将会加快升值步伐，热钱流入将有超预期可能。热钱流入首先增加国内货币供应，使得市场资金利率回落，资金充足，同时也会加大数量收紧的压力，央行或再度上调准备金率，但我们认为对股市整体影响偏正面，毕竟热钱流入渠道受控，以及央行有所警觉（通胀难以失控），宽松资金面有利于银行估值修复。

■ 投资风格上，盈利周期和通胀周期支撑目前大小盘风格切换

盈利周期与通胀周期切换，温和通胀工业企业盈利状况良好，如2003年1月—2004年7月、2005年1月—2007年7月、2009年8月—2010年10月；而通胀过高（大于4）或过低（低于1）则经济运行均处于不佳状态，工业企业增加值难以持续向好。通胀周期引致盈利周期变化，相应大小盘估值差异变化。在温和通胀时期，小盘股估值相对大盘股估值有溢价，而在通胀过高或者过低时期，大盘股估值相对小盘股估值有溢价。

本轮通胀不同于07年（经济过热和外部输入），本轮通胀类似于03年属于货币超发驱动。今年通胀将高位盘旋，主

要受翘尾因素影响，全年维持在 4%-4.5%。较高通胀引致周期性的大小盘估值切换利好银行股。

财政资金陆续到位，商业银行季末吸储冲击消失，央行连续净投放，未来三周到期央票 4500 亿，以及年初信贷投放，最近人民币升值预期强烈，资金面较为宽松，拆借利率显著回落。从历史经验看，货币市场利率冲高回落的时候，大盘反弹的概率大。

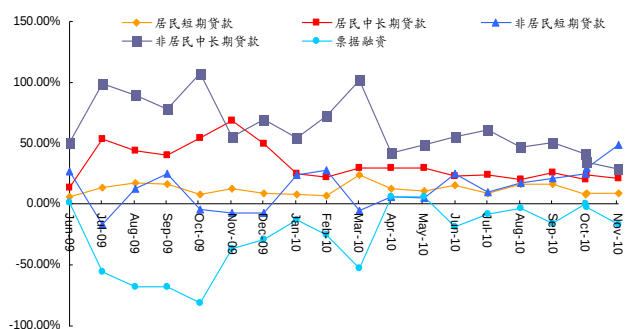
策略上，看好银行估值修复带来的投资机会。主要原因是：盈利周期和通胀周期转换带来估值变化支撑银行股估值修复；货币市场利率回落，资金面较为宽松；物价环比上涨过快势头有所好转，PMI 指数中价格指数开始回落，此外美元反弹及人民币升值有助于降低通胀压力；今年上市银行业绩仍然可喜，预计同比增速为 22%。

12 月份信贷规模符合预期

11 日，央行公布了信贷数据情况：12 月人民币信贷投放 4807 亿，规模符合预期，人民币存款增加 9449 亿元。居民当月新增贷款环比减少 348 亿，其中短期消费新增贷款环比减少 116 亿，中长期居民新增贷款环比减少 331 亿；非金融企业新增贷款环比减少 406 亿，其中企业短期新增贷款环比增加 689 亿，企业中长期新增贷款环比减少 567 亿，票据环比多压缩 640 亿，票据占比约 3.09%，处于历史低位，未来压缩空间有限。

企业贷款中长期化减弱，符合我们之前的预期，主要是加息周期中降低久期对银行有利；从期限匹配的角度来看，银行流动性比例处于低位，需要降低久期提高流动性；政府融资平台贷款受限和固定资产投资增速下滑。

图 1：企业短期贷款占比增加，票据继续压缩



资料来源：长江证券研究部

图 2：银行流动性比例处于低位

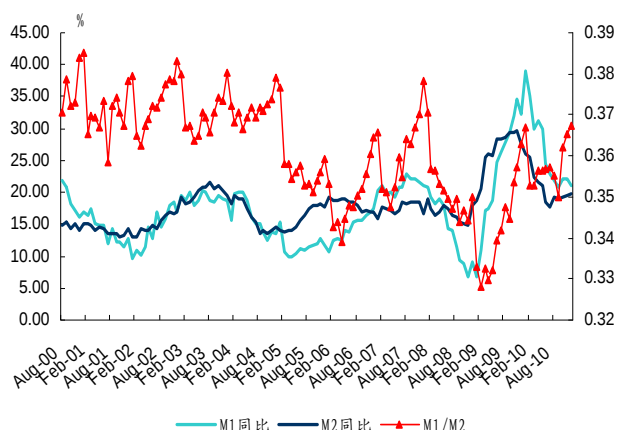


资料来源：长江证券研究部

人民币存款余额同比增速比上月末上升 0.6 个百分点。12 月存款增加 9449 亿元，其中住户存款增加 9871 亿，企业存款增加 6995 亿元，财政存款减少 9328 亿元。

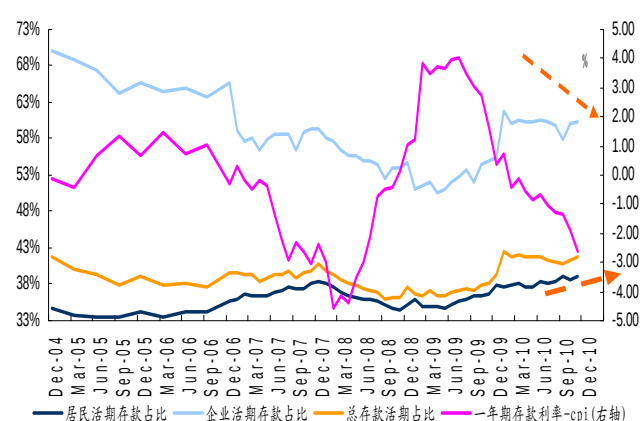
M1 同比增速为 21.2%，比上期低 0.9 个百分点，M2 同比增速为 19.7%，比上期高 0.2 个百分点。从 M1/M2 值来看，12 月较 11 月有所增加，预示活期存款占比有所增加。历史经验看，活期存款占比和实际负利率具有反向关系，如果不加息的话，活期存款占比将维持高位。

图 3: M1/M2 值上升



资料来源：长江证券研究部

图 4: 活期存款占比和实际负利率具有反向关系



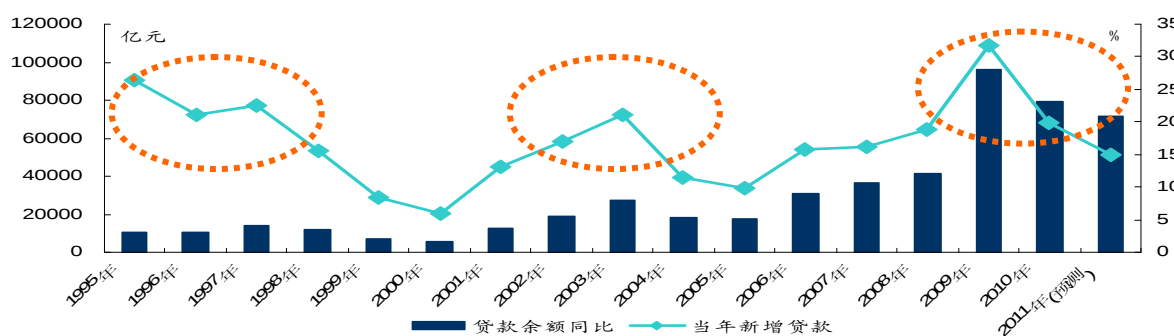
资料来源：长江证券研究部

本年新增贷款约 7.95 万亿元，符合我们之前预期。如果扣除票据，全年新增贷款 8.8 万亿，今年票据压缩空间有限，我们预计今年信贷增速不低于 15%，M2 增速不低于 16%。

表 1: 当年贷款情况

	年度新增贷款（含票据）	年度新增贷款（扣除票据）
2007	36,406	40,819
2008	41,704	35,243
2009	96,290	91,719
2010	79,500	88,551

图 5: 贷款增量和增速具有周期性



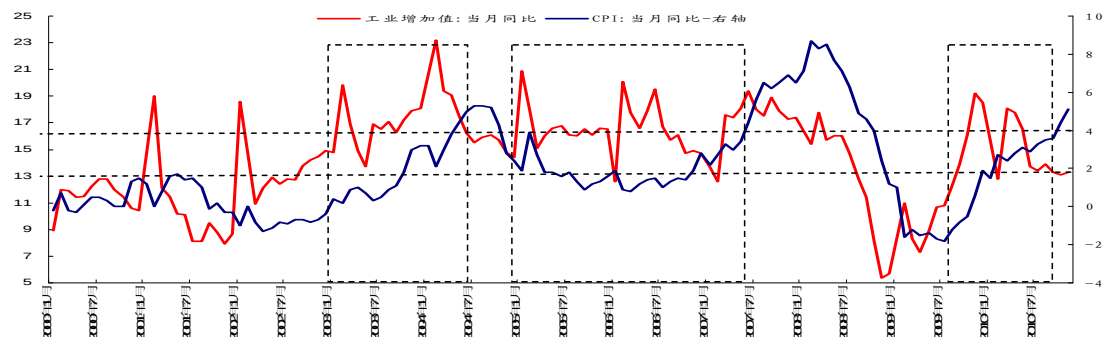
资料来源：长江证券研究部

盈利周期和通胀周期支撑目前大小盘风格切换

盈利周期与通胀周期切换，温和通胀工业企业盈利状况良好，如 2003 年 1 月—2004 年 7 月、2005 年 1 月—2007 年 7 月、2009 年 8 月—2010 年 10 月；而通胀过高（大于 4）或过低（低于 1）则经济运行均处于不佳状态，工业企业增加值难以持续向好。通胀周期引致盈利周期变化，相应大小盘估值差异变化。在温和通胀时期，小盘股估值相对大盘股估值有溢价，而在通胀过高或者过低时期，大盘股估值相对小盘股估值有溢价。

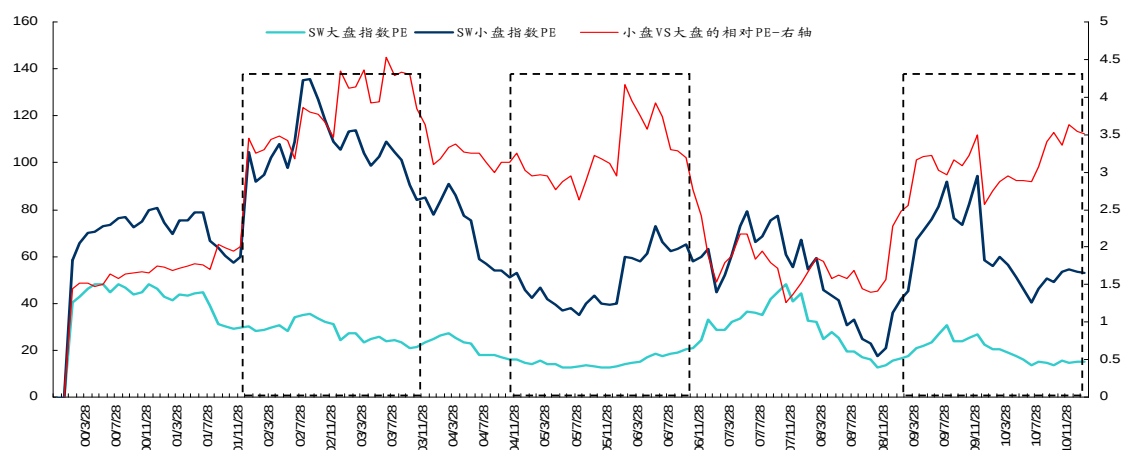
本轮通胀不同于 07 年（经济过热和外部输入），本轮通胀类似于 03 年属于货币超发驱动。今年通胀将高位盘旋，主要受翘尾因素影响，全年维持在 4%-4.5%。较高通胀引致周期性的大小盘估值切换利好银行股。

图 6：盈利周期和通胀周期



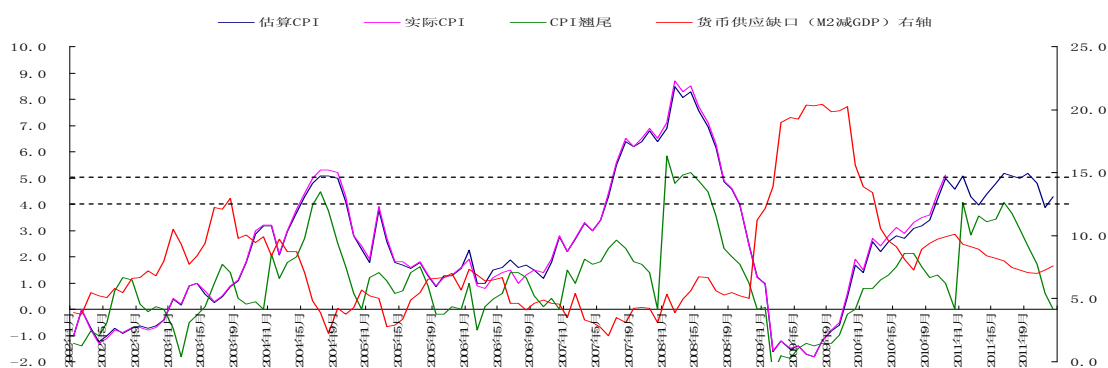
资料来源：长江证券研究部

图 7：大小盘估值变化



资料来源：长江证券研究部

图 8：今年通胀维持在 4%-5%

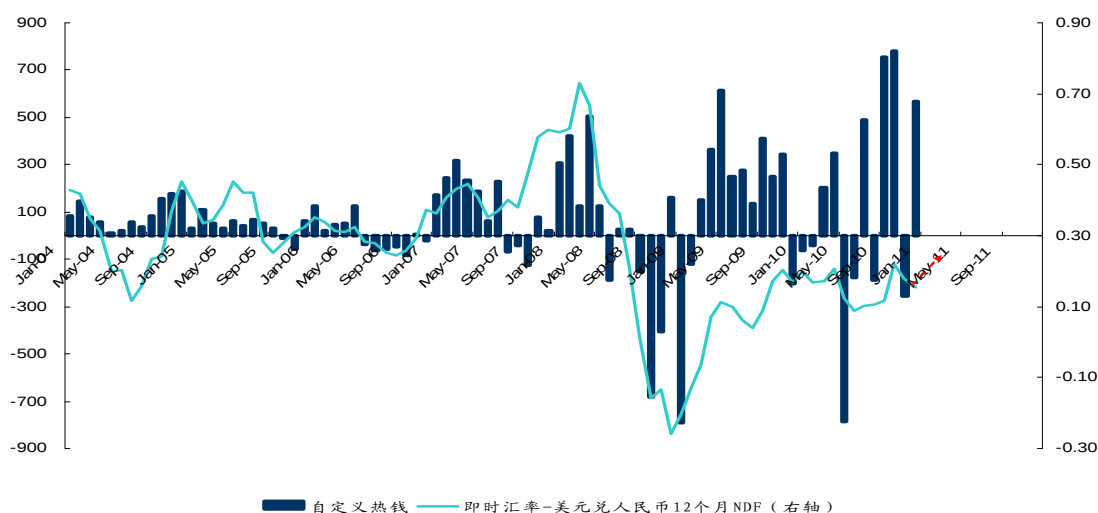


资料来源：长江证券研究

人民币升值预期仍然强烈，热钱继续流入

12月热钱流入约564亿美元，较11月增加821亿美元。美元指数维持震荡，人民币兑美元NDF较上日下降，达6.46。即时汇率与美元兑人民币NDF之差仍处于高位，预示人民币升值的预期较为强烈。

图 9：即时汇率与美元兑人民币 NDF 之差和自定义热钱关系图

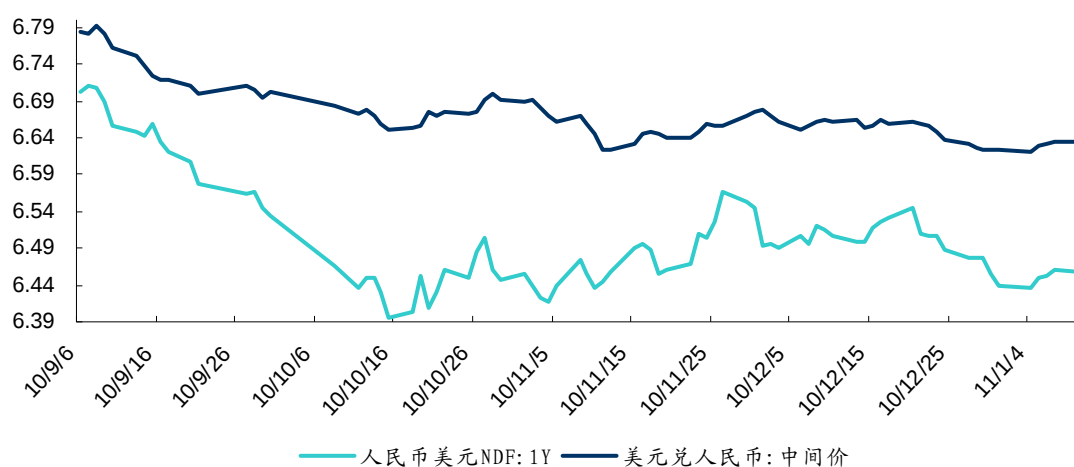


资料来源：长江证券研究部

注：自定义热钱=当月外汇储备-当月贸易顺差-当月FDI。

即时汇率与美元兑人民币 NDF 之差来表示升值预期的强烈程度，从图中可以看出该差值与热钱流入有很强的正相关关系。当该值较大时，表示升值预期较强烈，热钱大量流入；当该值较小时，表示升值预期较为缓和，热钱小量流入或流出。

图 10：即时汇率与美元兑人民币 NDF（12 个月）关系图



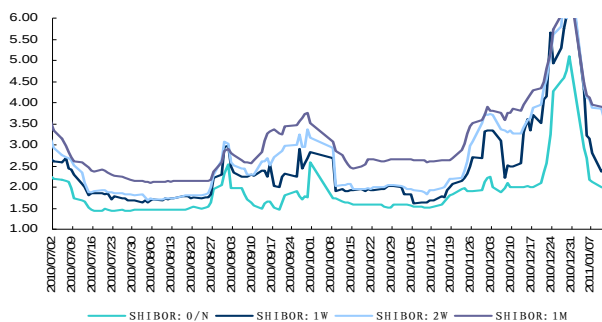
资料来源：长江证券研究部

资金利率回落短期助推银行反弹

正如我们上周周报中强调，财政资金陆续到位，商业银行季末吸储冲击消失，央行连续净投放，未来三周到期央票 4500 亿，以及年初信贷投放，最近人民币升值预期强烈，资金面较为宽松，拆借利率显著回落。

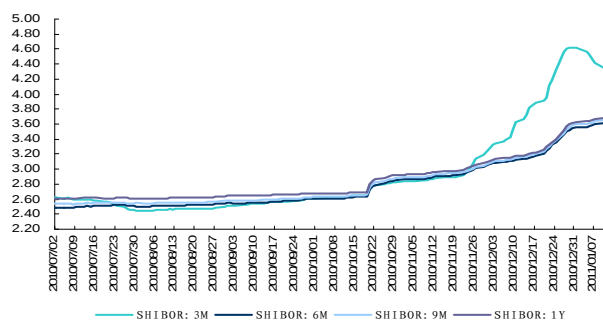
从历史经验看，货币市场利率冲高回落的时候，大盘反弹的概率大。

图 11: SHIBOR 利率（三个月以内）（%）



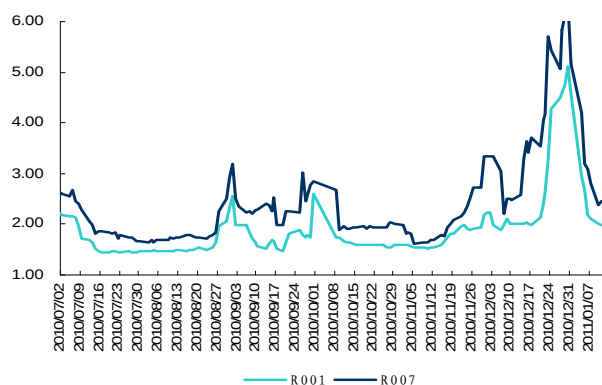
资料来源：长江证券研究部

图 12: SHIBOR 利率（三个月以上）（%）



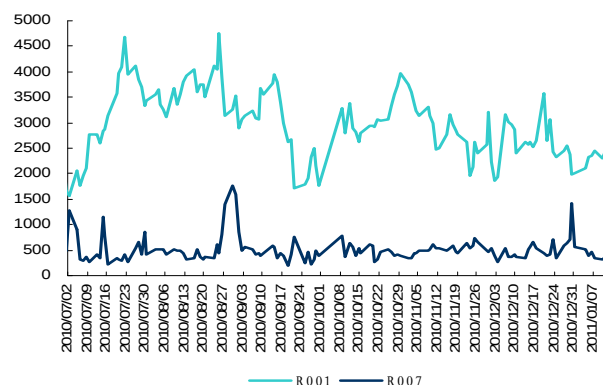
资料来源：长江证券研究部

图 13: 银行间质押式回购加权平均利率（%）



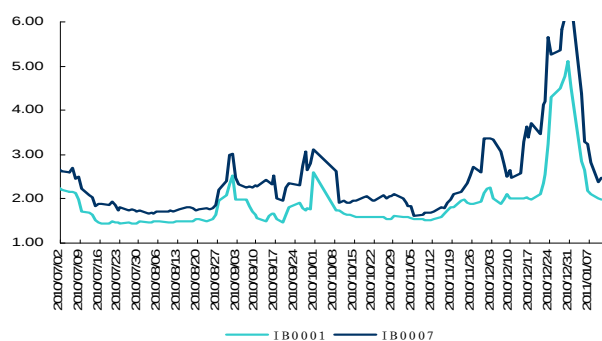
资料来源：长江证券研究部

图 14: 银行间质押式回购成交量（亿元）



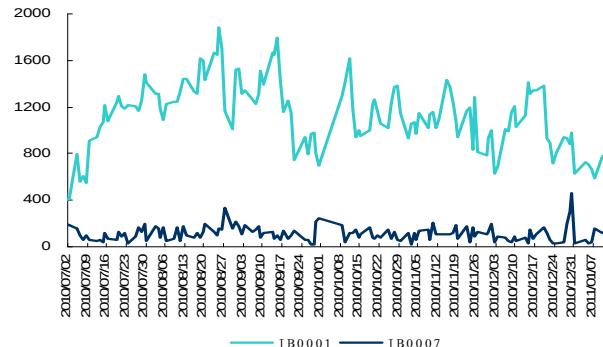
资料来源：长江证券研究部

图 15: 银行间同业拆借加权平均利率（%）



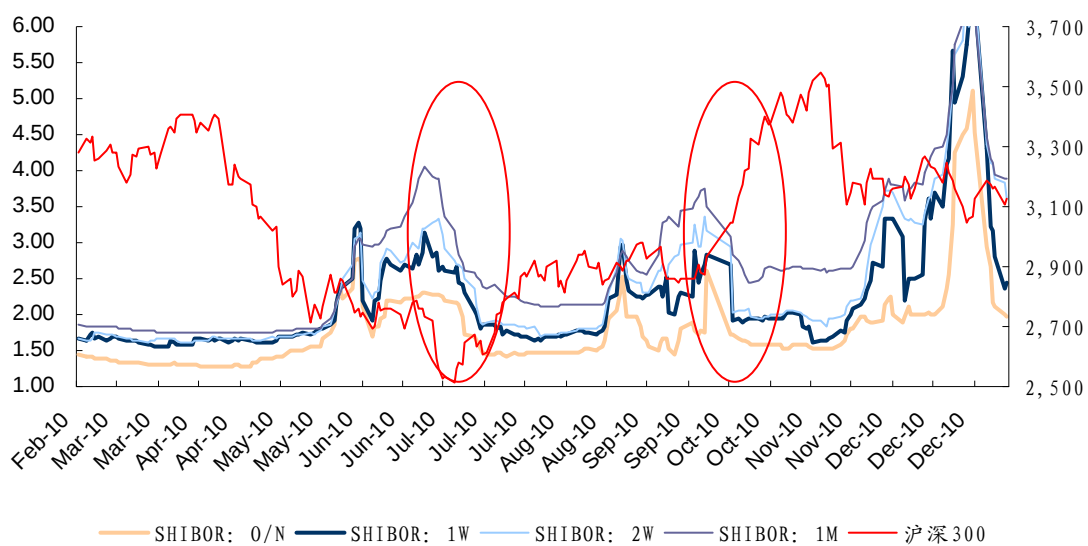
资料来源：长江证券研究部

图 16: 银行间同业拆借成交量（亿元）



资料来源：长江证券研究部

图 17: 货币市场利率和沪深 300 的关系



资料来源: 长江证券研究部

策略上, 看好银行估值修复带来的投资机会。主要原因是: 盈利周期和通胀周期转换带来大小盘估值变化利好银行股; 货币市场利率回落, 资金面较为宽松; 物价环比上涨过快势头有所好转, PMI 指数中价格指数开始回落, 此外美元反弹及人民币升值有助于降低通胀压力; 今年上市银行业绩仍然可喜, 预计同比增速为 22%。

银行估值表

公司名 称	净利润 (mn RMB)		每股收益(元)		增长率		每股净资产		净资产回报率		预测市盈率		预测市净率		自由流通市 值
	10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E	
工行	163,384	197,256	0.47	0.56	26%	21%	2.35	2.72	22%	22%	9.14	7.57	1.81	1.57	629
建行	137,584	165,482	0.55	0.66	29%	20%	2.65	2.98	22%	23%	8.80	7.32	1.83	1.63	467
中行	105,672	127,543	0.34	0.41	24%	21%	2.33	2.57	16%	17%	9.45	7.85	1.40	1.26	250
交行	38,556	46,448	0.68	0.82	28%	20%	4.02	4.59	20%	19%	8.29	6.88	1.41	1.24	893
农行	89,736	120,779	0.28	0.37	38%	35%	1.68	1.95	20%	20%	9.52	7.08	1.57	1.35	402
招行	26,009	32,056	1.20	1.48	43%	23%	6.51	7.69	22%	21%	11.02	8.89	2.03	1.72	1,508
中信	20,838	25,105	0.52	0.63	45%	20%	3.11	3.62	18%	18%	10.09	8.38	1.70	1.46	125
浦发	19,132	23,902	1.60	1.67	45%	25%	8.78	9.57	20%	18%	8.36	8.05	1.53	1.40	1,181
民生	17,152	21,485	0.64	0.80	42%	25%	3.88	4.56	18%	19%	7.97	6.37	1.32	1.12	854
兴业	17,176	19,901	2.86	3.32	30%	16%	15.07	17.87	23%	20%	9.16	7.91	1.74	1.47	827
光大	12,972	16,424	0.32	0.41	70%	27%	2.02	2.36	20%	19%	12.97	10.24	2.06	1.76	129
深发	6,041	7,001	1.83	2.01	20%	16%	9.59	11.60	22%	19%	8.83	8.06	1.69	1.40	386
华夏	6,295	7,750	1.15	1.13	70%	23%	8.31	9.35	14%	13%	9.95	10.15	1.38	1.23	250
北京	7,718	9,219	1.24	1.48	38%	19%	7.26	8.62	19%	19%	9.66	8.08	1.65	1.39	423
宁波	2,329	2,794	0.89	0.95	60%	20%	5.71	6.53	18%	15%	14.98	14.10	2.34	2.05	159
南京	2,336	2,897	1.03	0.97	52%	24%	6.47	7.35	15%	14%	10.21	10.86	1.63	1.43	174
行业数据	672,926	826,041	-	-	30%	23%	-	-	20%	20%	-	-	-	-	-

分析师介绍

陈志华，安徽师范大学生命科学学院理学学士，中山大学岭南学院世界经济专业硕士，具有2年宏观策略、银行研究经历，2010年4月加入长江证券从事银行研究。

许荣聪，厦门大学经济学学士、数学双学士，武汉大学经济学硕士，从事银行行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好：相对表现优于市场 中性：相对表现与市场持平 看淡：相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐：相对大盘涨幅大于10% 谨慎推荐：相对大盘涨幅在5%~10%之间 中性：相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持：相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。