

分析师： 陈志华 (8621) 68751569 chenzh@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120011

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

1 月信贷符合预期，继续看好通胀回落、资金面趋好和年报行情

报告要点

■ 1 月贷款规模符合预期

15 日，央行公布了信贷数据情况：1 月人民币信贷投放 10,400 亿，人民币存款减少 203 亿元。居民当月新增贷款环比增加 1758 亿，其中短期消费新增贷款环比增加 954 亿，中长期居民新增贷款环比增加 903 亿；非金融企业新增贷款环比增加 3569 亿，其中企业短期新增贷款环比增加 316 亿，企业中长期新增贷款环比增加 3471 亿，票据环比多压缩 14 亿，票据占比处于历史低位，未来压缩空间有限。

从 1 月新增贷款结构上看，企业中长期贷款上升，主要是由于银行年初遵循“早放贷，早受益”原则，突击发放去年底积压的企业贷款；居民短期贷款占比上升，居民中长期贷款占比下降，主要由于季节性因素导致短期贷款上升，而房地产调控导致居民中长期贷款占比下降；1 月份新增存款为负，主要是信贷规模受控及节前企业资金面紧张所致。

1 月信贷符合我们的预期，并没有达到市场之前预期的 1.2 万亿。近几年 1 月信贷占全年新增贷款比重均值为 17%，预计 11 年贷款增量不低于 7 万亿，故 11 年 1 月新增信贷占全年新增贷款比重不高于 15%，低于历史平均水平，从这个角度来看，信贷节奏可控，未来收紧流动性而产生的紧缩政策预期减弱。

■ 货币乘数逐月降低，央行调控预期减弱

由于存准率上调导致货币乘数逐月降低，计算得到 1 月货币乘数约为 3.8%，较上期减少 0.1 个百分点，处于历史较低位置。如果持续收缩货币乘数可能过分收缩流动性对实体经济影响较大，通胀预期减弱也有助于缓解央行调控预期。

■ 人民币升值预期加强，资金利率回归正常，资金面趋于宽松

货币市场利率不断回落，交易量也有所减少，符合我们之前预期。季节性效应褪去，随着央票到期量增加和升值预期加强，银行间资金紧张的局面暂时得到了缓解，货币市场利率回归正常。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。

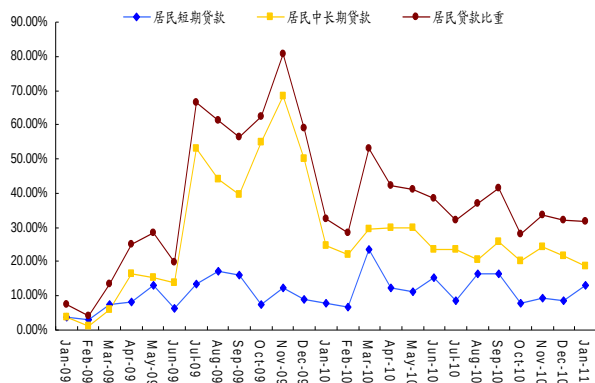
策略上，看好银行估值修复带来的投资机会。主要原因是：3-4 月份，银行年报、一季报将陆续发布，良好的盈利状况将缓解市场对银行股的政策性担忧，相对估值差异将有利于银行估值提升，同时进出口好于预期，1 月份通胀低于预期，由于翘尾因素在 2-3 月份相对较低，通胀水平有所回落，市场资金也相对有所缓解，银行股反弹的概率很大，我们看好未来两个月的行情。

1 月份信贷规模符合预期

1 月人民币信贷投放 10,400 亿，规模符合预期，人民币存款减少 203 亿元。居民当月新增贷款环比增加 1758 亿，其中短期消费新增贷款环比增加 954 亿，中长期居民新增贷款环比增加 903 亿；非金融企业新增贷款环比增加 3569 亿，其中企业短期新增贷款环比增加 316 亿，企业中长期新增贷款环比增加 3471 亿，票据环比多压缩 14 亿，票据占比处于历史低位，未来压缩空间有限。

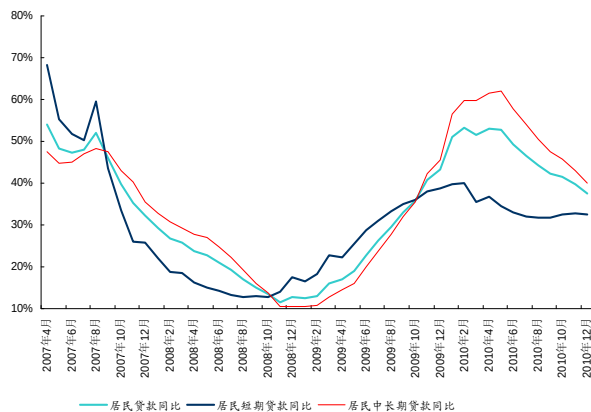
居民短期贷款占比上升，居民中长期贷款占比下降，主要由于季节性的短期消费增加导致居民短期贷款占比上升，而房地产调控导致以按揭贷款为主的居民中长期贷款占比下降。

图 1：新增居民贷款比重（%）



资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

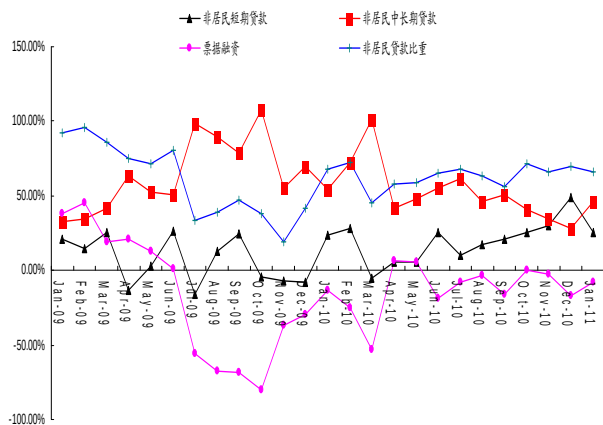
图 2：居民贷款同比增速（%）



资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

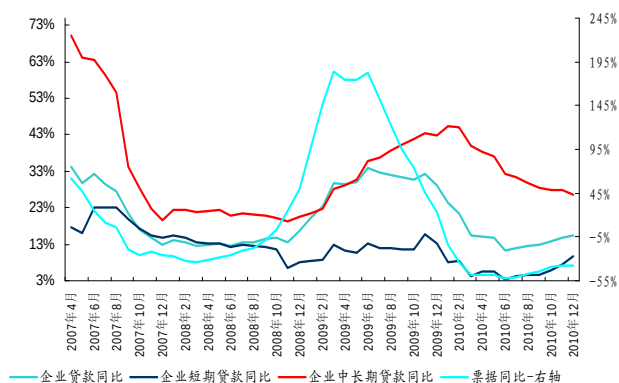
从1月新增贷款结构上看，企业中长期贷款上升，主要是由于银行年初遵循“早放贷，早受益”原则，突击发放去年底积压的企业贷款。

图 3：新增非居民贷款比重（%）



资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

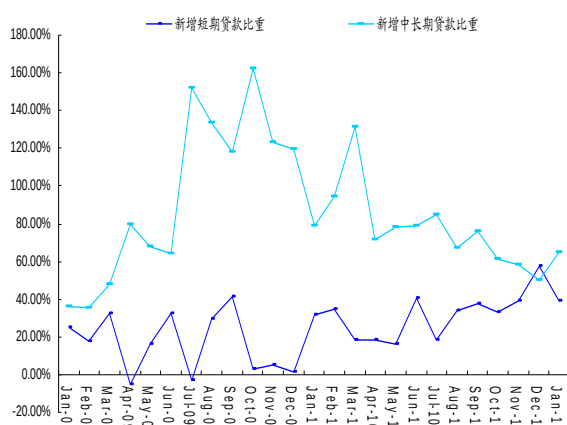
图 4：企业贷款同比增速（亿元）



资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

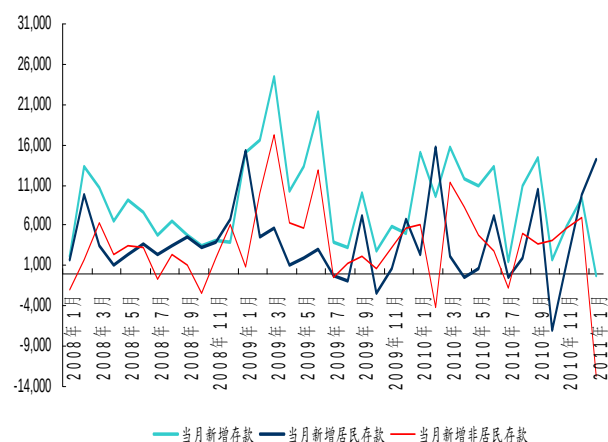
人民币存款余额同比增速比上年末上升降低2.9个百分点。1月存款减少203亿元，其中住户存款增加1.42万亿，企业存款减少1.27万亿元，财政存款增加2385亿元。1月份新增存款为负，主要是信贷规模受控及节前企业资金面紧张所致。

图 5: 当月新增短期贷款比重和长期贷款比重 (%)



资料来源: 中国人民银行, 长江证券研究部

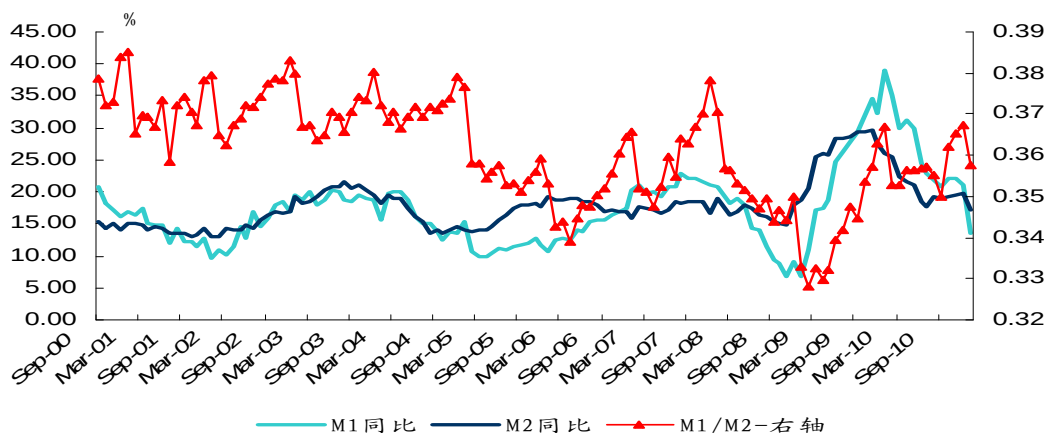
图 6: 当月新增存款 (亿元)



资料来源: 中国人民银行, 长江证券研究部

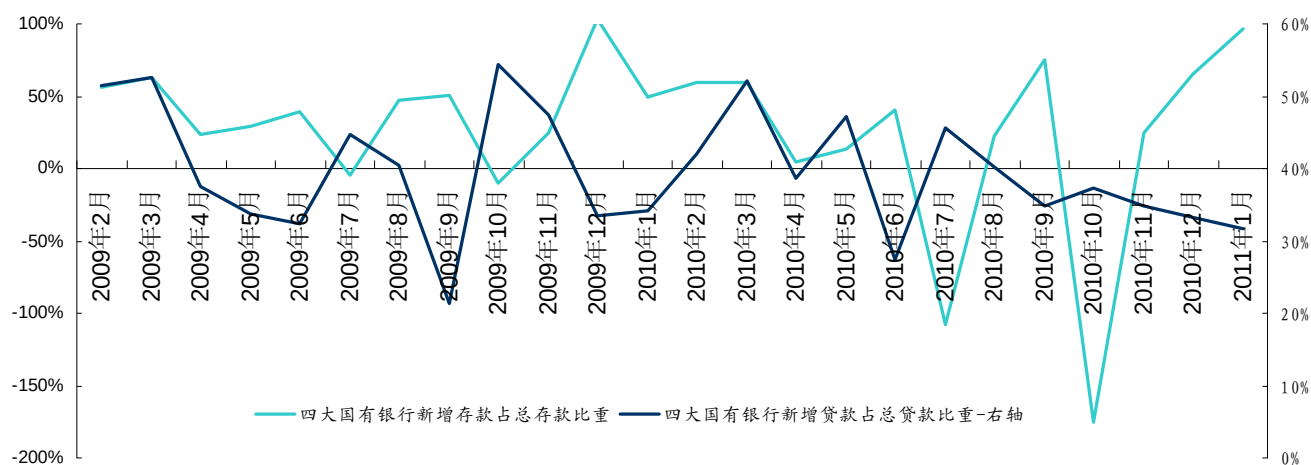
M1 同比增速为 13.6%，比上期低 7.6 个百分点，M2 同比增速为 17.2%，比上期低 2.5 个百分点。从 M1/M2 值来看，1 月较上月有所减少，预示存款活化减缓。

图 7: M1 和 M2 下行



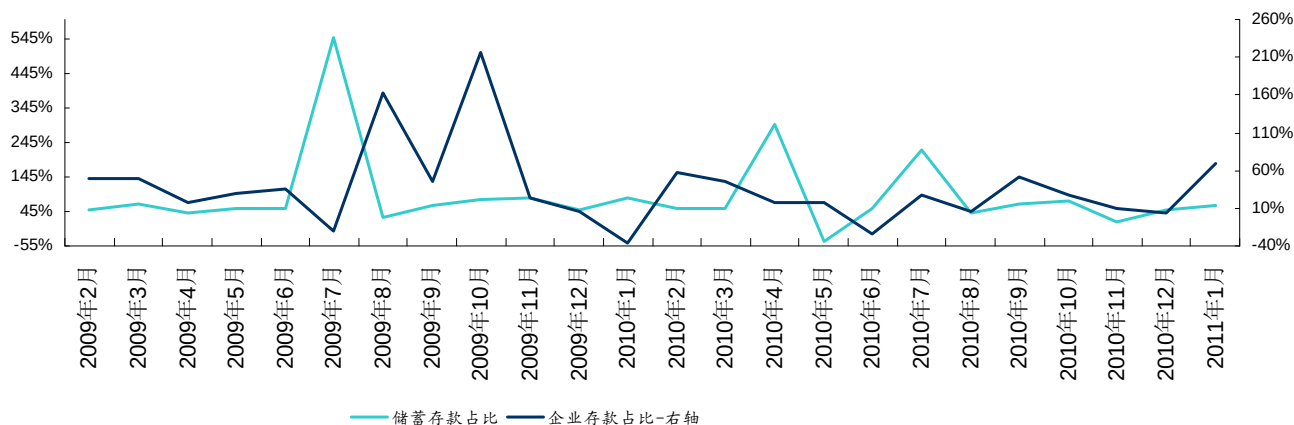
资料来源: 中国人民银行, 长江证券研究部

四大国有银行贷款占比一般在 27%-52% 之间，预计四大国有银行 1 月贷款占比为 32%，当月增量约为 3300 亿元，而存款占比较为不稳定；由于节前股份制银行吸储压力大，国有银行存款流失较为严重，预计 1 月国有银行存款减少近 200 亿元。

图 8：四大国有银行新增存贷款占比


资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

注：总存款中包括财政存款，故波动较大。

图 9：四大国有银行当月新增储蓄存款占总储蓄存款比重和新增企业存款占总企业存款比重


资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

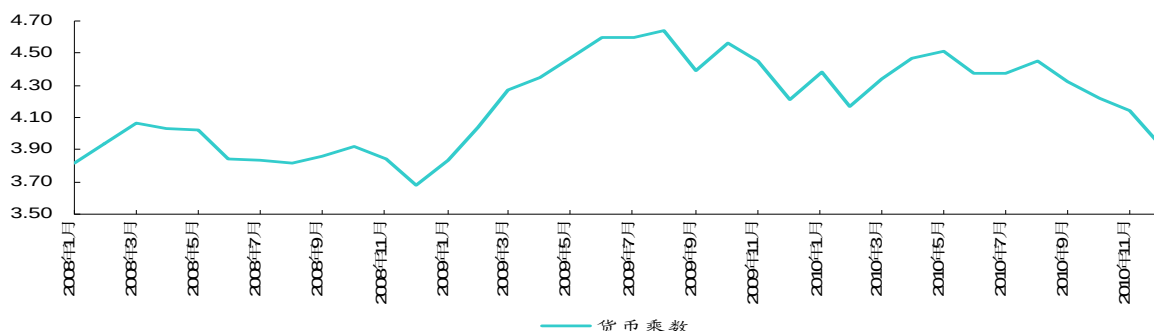
1月信贷符合我们的预期，并没有达到市场之前预期的1.2万亿。近几年1月信贷占全年新增贷款比重均值为17%，预计11年贷款增量不低于7万亿，故11年1月新增信贷占全年新增贷款比重不高于15%，低于历史平均水平，从这个角度来讲，信贷节奏可控，未来收紧流动性而产生的紧缩政策预期减弱。

货币乘数逐月降低，央行调控预期减弱

我们根据央行资产负债表推导月度的货币乘数， $\text{货币乘数} = \text{M2} / \text{基础货币}$ ， $\text{基础货币} = \text{发行货币} + \text{银行存款准备金}$ 等；因为1月的央行资产负债情况未公布，所以1月货币乘数为预测值，其中，1月的发行货币（预测）=12月底发行货币量+1月当月公开市场操作净投放；1月的银行存款准备金=总存款*（存款准备金率+超额存款准备金率）。

由于存准率上调导致货币乘数逐月降低，计算得到1月货币乘数约为3.8%，较上期减少0.1个百分点。如果持续收缩货币乘数可能过分收缩流动性对实体经济影响较大，通胀预期减弱也有助于缓解央行调控预期。

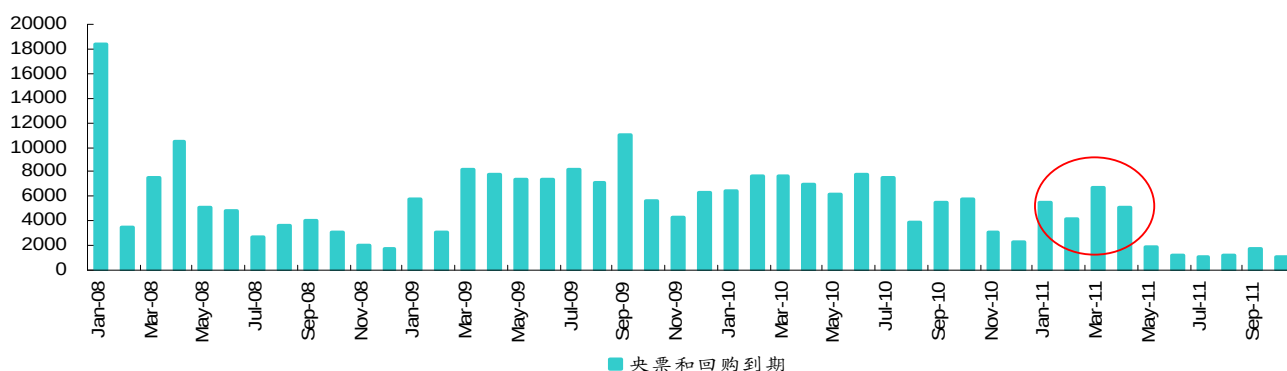
图 10: 货币乘数逐月降低



资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

未来两个月到期央票规模较大，预计央行会继续净投放货币，从而使得资金面相对宽松。

图 11: 未来央票到期情况（亿元）

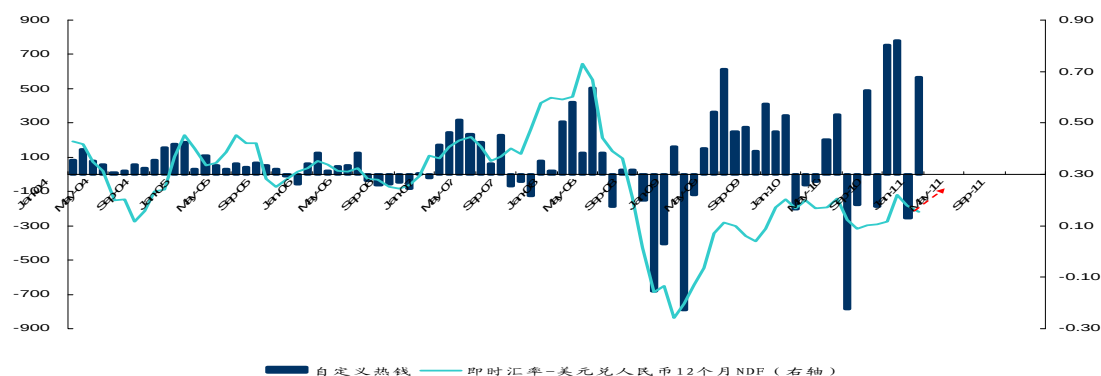


资料来源：wind，长江证券研究部

人民币升值预期仍然强烈，资金利率回落短期助推银行反弹

人民币兑美元 NDF 达 6.45，较前期有所下降。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 12: 即时汇率与美元兑人民币 NDF 之差和自定义热钱关系图

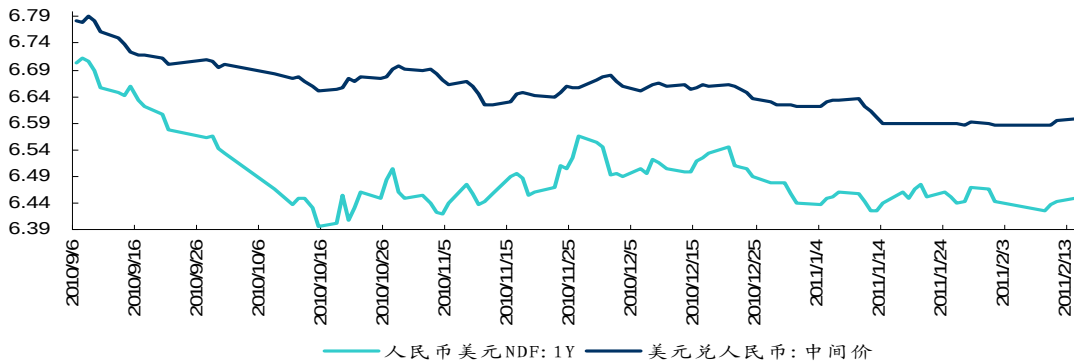


资料来源：wind，长江证券研究部

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。

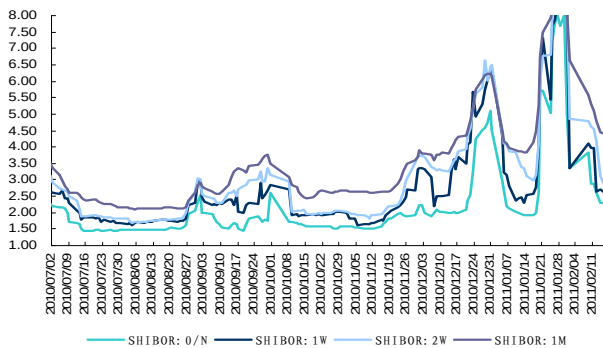
图 13：即时汇率与美元兑人民币 NDF（12 个月）关系图



资料来源：wind，长江证券研究部

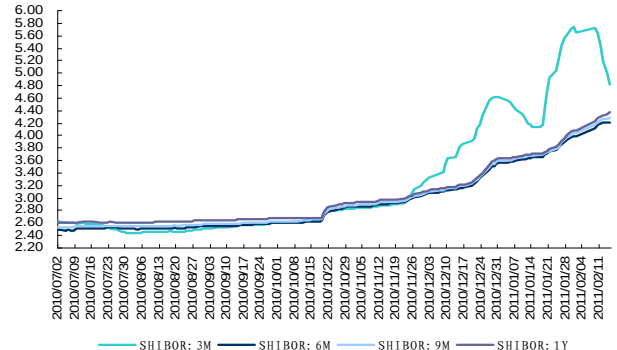
货币市场利率不断回落，交易量也有所减少，符合我们之前预期。季节性效应褪去，随着央票到期量增加，银行间资金紧张的局面暂时得到了缓解，货币市场利率回归正常。从历史经验看，货币市场利率冲高回落的时候，大盘反弹的概率大。

图 14：SHIBOR 利率（三个月以内）（%）



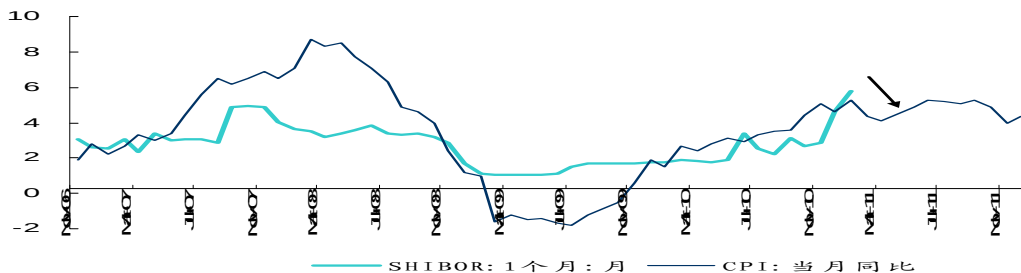
资料来源：wind，长江证券研究部

图 15：SHIBOR 利率（三个月以上）（%）



资料来源：wind，长江证券研究部

图 16：未来资金利率将随通胀回落



资料来源：wind，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：3-4 月份，银行年报、一季报将陆续发布，良好的盈利状况将缓解市场对银行股的政策性担忧，估值提升的概率非常大，同时进出口好于预期，1 月份通胀低于预期，由于翘尾因素在 2-3 月份相对较低，通胀水平有所回落，市场资金也相对有所缓解，银行股反弹的概率很大，我们看好未来两个月的行情。

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%	9.31	7.71	1.84	1.60	663
建行	137,584	165,482	0.55	0.66	29%	20%	2.65	2.98	22%	23%	8.98	7.47	1.87	1.66	451
中行	105,672	127,543	0.34	0.41	24%	21%	2.33	2.57	16%	17%	9.54	7.92	1.41	1.27	219
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	858
农行	89,736	120,779	0.28	0.37	38%	35%	1.68	1.95	20%	20%	9.63	7.16	1.59	1.36	408
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	1,326
中信	20,838	26,275	0.52	0.66	45%	20%	3.11	3.67	18%	19%	10.15	8.05	1.71	1.45	134
浦发	19,132	23,902	1.60	1.67	45%	25%	8.78	9.57	20%	18%	8.13	7.82	1.48	1.36	993
民生	17,152	21,485	0.64	0.80	42%	25%	3.88	4.56	18%	19%	8.07	6.44	1.33	1.14	875
兴业	18,530	22,114	3.22	3.69	40%	19%	15.30	18.43	24%	22%	8.41	7.35	1.77	1.47	863
光大	12,643	16,853	0.34	0.42	66%	33%	2.01	2.37	20%	19%	11.72	9.62	1.99	1.69	160
深发	6,041	7,001	1.83	2.01	20%	16%	9.59	11.60	22%	19%	8.63	7.88	1.65	1.36	365
华夏	6,295	7,750	1.15	1.13	70%	23%	8.31	9.35	14%	13%	10.01	10.20	1.39	1.23	232
北京	7,718	9,219	1.24	1.48	38%	19%	7.26	8.62	19%	19%	9.60	8.04	1.64	1.38	410
宁波	2,329	2,794	0.89	0.95	60%	20%	5.71	6.53	18%	15%	14.34	13.50	2.24	1.96	126
南京	2,336	2,897	1.03	0.97	52%	24%	6.47	7.35	15%	14%	10.09	10.74	1.61	1.42	180
行业数据	673,952	829,852	-	-	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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

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。