



商业银行

2011.03.07

评级:

增持

上次评级:

增持

银行监管政策趋于明晰，政策底基本确认

银行业 2 季度投资策略

	伍永刚	王丽雯
	021-38676525	021-38676047
	wuyg1@gtjas.com	wangliwen@gtjas.com
	S0880511010004	S0880511010036

本报告导读:

银行监管政策趋于明晰，且明显好于预期；但央行政策仍存不确定性。总体看，银行政策底基本确认，短期继续反弹；长期维持增持。

摘要:

● 银行监管政策趋于明晰，政策底基本确认

- 1) 资本监管要求较预期宽松：新四大监管工具要求在最低 CAR、达标时间方面均较预期宽松，行业再融资压力降低。
- 2) 贷款拨备比率达标时间更具弹性，业绩负面影响降低。
- 3) 杠杆率和流动性指标达标时间有所放宽。
- 4) 融资平台贷款政策基本明晰，人大研究地方政府自主发债有助于降低信贷风险担忧。

● 央行货币政策仍存不确定性，银行股大机会尚需等待。

通胀中枢的上移和十二五第一年依然较强的投资冲动，将使得货币政策难以放松，但随着前期货币政策偏紧效果的逐步显现，CPI 上行得到控制，未来货币政策边际收紧的空间已在减小。存款准备金率仍是重要的流动性管理工具，预计上半年上调至 21%，本轮高点应不超过 22%；加息 2 次，约 50 个基点。

● 存款利率市场化渐行渐近？

利率市场化完全放开需要外界环境“倒逼”，十二五期间将稳步推进。有望推行存款保险制度建立和逐步推行存款利率在一定区间上浮。若允许五年内定期存款利率上浮 10%，会提高存款利率 14bp，相当于一次非对称加息，对上市银行净利润负面影响约 6%。

● 1 季度基本面量价齐升，净息差上行可能超预期。

年初以来受益于 10 年 4 季度两次加息的正面效应开始显现，以及信贷供求偏紧环境下银行议价能力大幅提高，净息差已实现较快回升，我们判断，息差上行很可能贡献收入增长的超预期，从而推动 1 季报业绩超预期。

● 银行股：短期企稳反弹，长期维持增持评级。

我们在 2 月 28 日的周报中提出银行股底部已基本确认，短期亦将企稳反弹。银监会四大监管工具趋向明晰且明显好于市场预期，加之银行年季报稳健的增长，为银行股估值修复构成有力支撑。

上周银行股的反弹符合预期，银行股指数上涨 5.5%，重点推荐的部分银行涨幅在 8% 以上，如招行（11.53%），南京（8.33%）。目前上市银行 2011 年动态 PE、PB 分别为 8.2 倍、1.5 倍，仍处历史低位，有继续修复空间。

我们维持对银行股企稳反弹的看法。此外延续我们在年度策略报告中提出的银行股与货币政策联动的窗口，若 3、4 月份 RRR 继续上调，对银行股的估值修复空间形成一定制约，那么 5、6 月份随着 CPI 和货币政策的走势更加明朗，流动性预期的改善有望孕育银行股更大的上涨。个股方面重点推荐：招行、南京、兴业、民生、浦发等。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

细分行业评级

综合性银行

区域性银行

相关报告

商业银行：《国泰君安银行业周报 11 年第 9 期》

2011.02.28

商业银行：《国泰君安银行业周报 11 年第 8 期》

2011.02.20

商业银行：《央行上调法定存款准备金率 0.5 个百分点至 19.5% 点评》

2011.02.18

商业银行：《美国银行业：信贷质量转好，规模仍环比下降》

2011.02.18

商业银行：《银行信贷调控见成效；企业存款减幅超预期》

2011.02.15

目 录

1.	监管政策趋于明晰，政策底基本确认.....	3
1.1.	资本监管要求较预期宽松，行业再融资压力降低.....	3
1.2.	贷款拨备率达标时间更具弹性，业绩负面影响降低.....	4
1.3.	杠杆率和流动性指标达标时间放宽.....	4
1.4.	融资平台贷款政策基本明晰，关注地方政府自主发债进展.....	5
2.	央行政策仍存不确定性，银行股大机会还需等待.....	5
2.1.	货币政策紧缩：还有多大空间？.....	5
2.2.	存款利率市场化渐行渐近？.....	8
3.	业绩持续稳健增长，净息差上行可能超预期.....	10
3.1.	1季报业绩超预期概率大.....	10
3.2.	差准方案约束下，信贷规模增长平稳.....	10
3.3.	三次加息和议价能力提升推动净息差快速回升.....	11
3.3.1.	加息对净息差的提升效果年初即现.....	11
3.3.2.	供求偏紧和信贷投向调整提高银行的议价能力.....	12
4.	银行股短期企稳反弹，长期增持.....	13
4.1.	1-2月银行股走势与大盘接近，阶段性跑赢.....	13
4.2.	银行股主要观点.....	15

1. 监管政策趋于明晰，政策底基本确认

1.1. 资本监管要求较预期宽松，行业再融资压力降低

据媒体报道，日前国务院批复了银监会的新四大监管工具。最新稿与初稿相比，在最低资本充足率要求、达标时间等方面均明显好于预期，具体体现在：

(1) 资本充足率最低要求有所下降，系统重要性银行达标时间延后一年。核心一级资本、一级资本、总资本充足率最低要求分别从原来的 6%、8%、10%降至 5%、6%、8%。在此基础上，考虑 2.5% 的留存超额资本和 1% 的系统重要性银行附加资本，系统重要性银行核心资本、总资本充足率的要求分别为 8.5%、11.5%，非系统重要性银行分别为 8.5%、10.5%。对于五大行而言，在我们目前的盈利和资产增速假设下，若不进行股权再融资，2013 年底时一级资本充足率仍可保持在 8.5% 的监管要求之上，并有高于 0.5 个百分点的缓冲余地；而非系统重要性银行的达标时间是 2016 年，即使考虑建立一定的资本缓冲，并防止因资本充足率过低影响信贷增速，今、明两年也只有招行、兴业和深发展有较紧迫的融资需求，合计融资规模约 700 亿左右。

(2) 系统重要性银行目前只限于工、农、中、建、交等五大行。

表 1：新四大工具实施讨论稿中的资本充足率要求

		最低资本要求			超额资本	系统重要性 附加资本	达标时间
		核心一级资本	一级资本	总资本			
初稿	系统重要性	6%	8%	10%	0-4% (0-5%，必要时)	1%	2011 年开始实施，2012 年达标。
最新稿	系统重要性	5%	6%	8%	留存超额资本 2.5%；	1%	2012 年开始实施，2013 年达标
初稿	非系统重要性	6%	8%	10%	0-4% (0-5%，必要时)	无	2011 年开始实施，2016 年达标。
最新稿	非系统重要性	5%	6%	8%	留存超额资本 2.5%	无	2012 年开始实施，2016 年达标。

另对所有银行设定反周期超额资本，0-2.5%，只在信贷超增情况下计提

数据来源：媒体报道、国泰君安证券。

表 2：巴塞尔 III 对资本构成的最新要求

	普通股权益	一级资本	总资本	备注
最低要求	4.5%	6%	8%	2015 年 1 月之前，普通股权益比例最低
留存超额资本	2.5%	2.5%	2.5%	要求为 4.5%，不要求超额资本。
最低+留存超额资本	7%	8.5%	10.5%	2016 年 1 月起要求留存超额资本，每年
逆周期超额资本	0-2.5%			递增 0.625%至 2019 年 1 月前达标。

数据来源：巴塞尔委员会、国泰君安证券。

表 3: 上市银行资本充足率现状及预测值

	核心 CAR			CAR (3Q10)			融资缺口预测
	3Q10	2011E	2013E	3Q10	2011E	2013E	
工行	9.33%	10.01%	10.15%	11.57%	12.11%	11.99%	
中行	9.35%	9.41%	9.12%	11.73%	11.58%	11.21%	
建行	9.33%	10.10%	10.00%	11.64%	12.14%	11.92%	
交行	9.46%	9.05%	9.03%	12.53%	11.82%	11.53%	
招行	8.03%	7.90%	8.19%	11.47%	10.76%	10.56%	300 亿
中信	8.80%	9.55%	8.68%	11.66%	11.93%	10.62%	
浦发	7.09%	9.38%	8.78%	10.19%	11.85%	11.17%	
民生	8.34%	8.77%	8.48%	10.81%	12.04%	10.97%	
兴业	8.79%	8.38%	8.25%	11.30%	10.54%	9.98%	200 亿
华夏*	6.49%	9.39%	8.28%	10.57%	12.69%	11.68%	
深发	7.00%	7.12%	7.52%	10.07%	10.74%	10.46%	200 亿
南京	9.51%	12.69%	11.49%	10.48%	13.53%	12.75%	
宁波	9.18%	10.81%	9.44%	10.91%	13.33%	12.24%	
北京*	10.75%	10.09%	9.61%	12.47%	13.41%	12.68%	
农行	9.75%	9.10%	9.27%	11.38%	11.36%	11.22%	
光大	8.99%	11.30%	9.77%	11.94%	13.77%	12.56%	

注：华夏、北京银行没有披露 3Q10 的 CAR 数据，以 1H10 代替。

注：工、中、民生的核心 CAR 预测暂不考虑可转债转股。

1.2. 贷款拨备率达标时间更具弹性，业绩负面影响降低

贷款拨备比率在标准和时间上的弹性增强。新四大监管工具对于贷款拨备比率的最新阐述是原则不低于 2.5%，从 2012 年开始执行，非系统重要性银行 2016 年底达标且个别有 2 年左右的宽限期，比原来的期限要求更具弹性。

达标期限放宽降低对业绩负面影响，达标后信贷成本回归正常。大型银行 2010 年 3 季度末贷款拨备比率均高于 2%，尤其是农行高于 3%，工行和建行也接近 2.5%，2013 年底达标对净利润的影响非常小。相对而言，中小银行业绩所受的负面影响较大，但在未来 6-8 年达标将大幅降低对当年盈利的侵蚀，且达标后信贷成本将回归常态。假定银行贷款增速分布在 12-20%，则银行信贷成本只需保持在 0.38-0.55%。

表 4: 拨备率达标后的正常信贷成本（按 2.5%对增量贷款计提拨备，再加损失率）

贷款增速	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
信贷成本	0.38%	0.41%	0.43%	0.45%	0.47%	0.49%	0.51%	0.53%	0.55%

数据来源：国泰君安证券。

1.3. 杠杆率和流动性指标达标时间放宽

杠杆率指标对于系统重要性银行的达标时间与资本充足率要求相同，均由 2012 年底放宽到 2013 年底。流动性指标也从初稿要求的 2011 年底达标延长至 2013 年底。

杠杆率=一级资本/表内外总资产，我们计算绝大多数银行的一级资本/表内总资产大于 5%，只要表外资产不高于表内资产的 25%，则杠杆率不难达标。

1.4. 融资平台贷款政策基本明晰，关注地方政府自主发债进展

银监会 110 号文已为融资平台贷款风险权重和拨备政策定调。银监会 10 年底下发了融资平台监管新规，对于严格清查和分类的融资平台贷款在计算风险加权资产时的风险权重，以及应计提的拨备标准进行了明确，2011 年将是新规的执行年，继续出台更严格规定的风险极低。

预计多数平台贷款被分在第一、二类，对 CAR 和信贷成本影响较小。结合公司披露信息和实际调研，我们判断，按照四分法，大部分贷款都归类在现金流全覆盖和基本覆盖类，且加上抵质押担保后，整体覆盖比例将更高。目前来看，不良率依然维持低位，未来融资平台贷款的风险仍主要是宏观系统性风险。媒体报道人大正在研究允许地方政府自主发债，若市政债券发行得以推行，将拓宽地方政府的融资渠道，有助于对于地方政府债务过度集中在银行贷款担心。我们新规对于银行资本充足率的负面影响应在 0.5 个百分点以内，且拨备计提与贷款拨备率的达标是互补的。

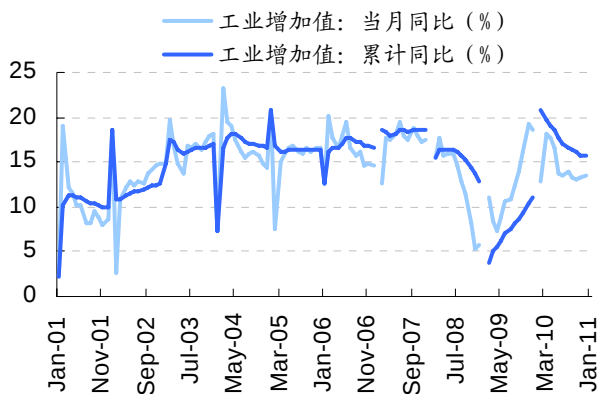
2. 央行政策仍存不确定性，银行股大机会还需等待

2.1. 货币政策紧缩：还有多大空间？

我们认为与前两年相比，通胀中枢的上移和十二五第一年依然较强的投资冲动，将使得货币政策难以放松，但随着前期货币政策偏紧效果的逐步显现，CPI 上行得到控制，未来货币政策边际收紧的空间已在减小。

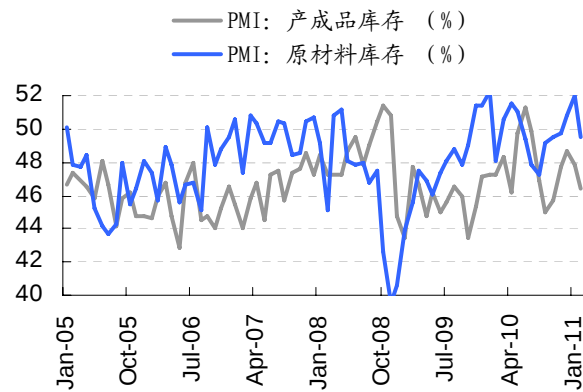
宏观经济下行风险和政策紧缩空间均有限。从宏观经济趋势来看，伴随工业增加值的同比下降和补库存的中止，经济增速下滑存在一定风险，这也是今年以来造成市场担忧的一大负面因素。但从价格走势来看，CPI 有望在上半年见顶，通胀压力即将有所缓解；且前期的一系列紧缩政策的滞后效应加上监管层对经济增长后续动力的保护，未来政策进一步持续紧缩的空间也将有限。在境外市场逐步好转的前景下，出口复苏仍将为经济提供驱动力。

图 1: 工业增加值同比增速下滑



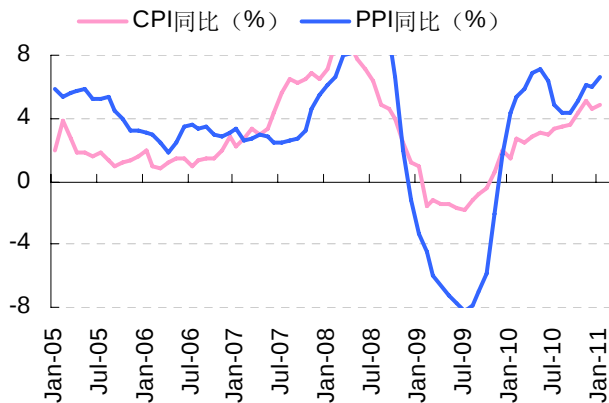
数据来源: Wind、国泰君安证券。

图 2: PMI 库存指数下降



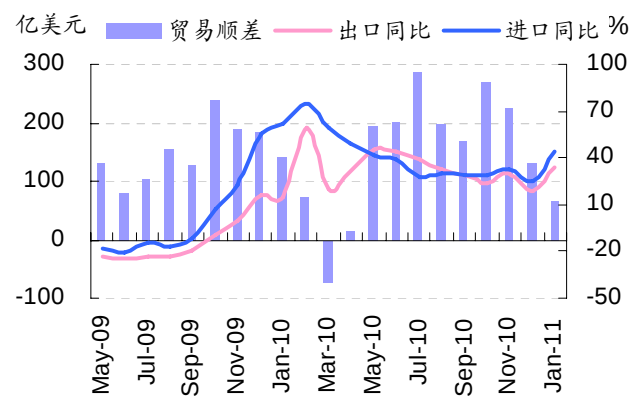
数据来源: Wind、国泰君安证券。

图 3: PPI 继续上行, CPI 上行有所放缓



数据来源: Wind、国泰君安证券。

图 4: 出口快速增长

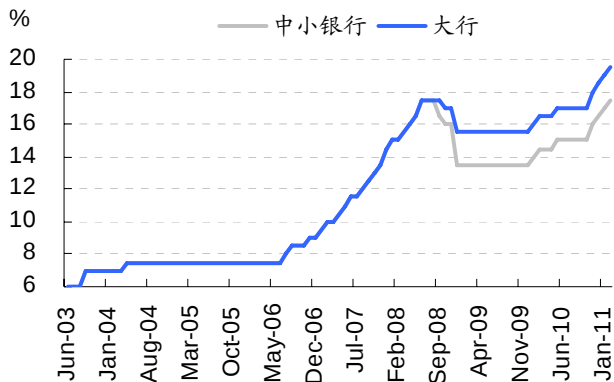


数据来源: Wind、国泰君安证券。

存款准备金率仍是重要的流动性管理工具, 预计上半年上调至 21%, 本轮高点不超过 22%。由于外汇占款保持较快增势, 以及 3、4 月份大量央票到期, 未来两个月存款准备金率仍将是主要的政策工具。目前大型银行法定存款准备金率已达 19.5% 的历史新高, 中小银行也已达 17.5% 的高位, 虽然 RRR 并无理论上的上限, 但考虑到部分中小银行贷存比接近 75%, 我们预计上半年还有 3 次的 RRR 上调, 本轮上调的高点应不超过 22%,

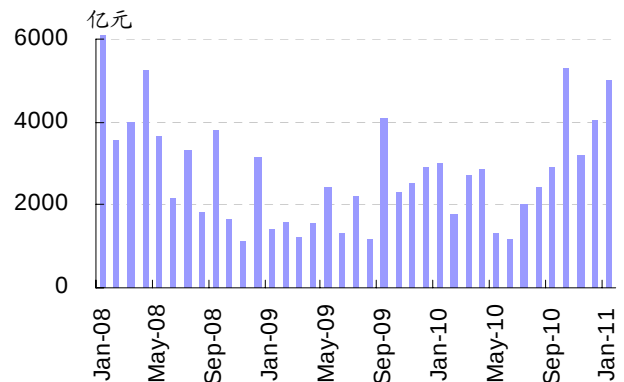
预计后续加息 2 次 50 个 bp。自去年 10 月加息周期启动以来, 一年期存贷款基准利率累计上调 75bp。通胀上行的压力决定了在 CPI 见顶之前仍有加息的可能, 但伴随着工业增加值增速已现下滑之势, 贷款利率上调的空间渐小。预计上半年加息 2 次, 存款准备金率和公开市场操作将是流动性回收的主要方式。我们看到 08 年经济增速放缓后, 加息停止, 但为对冲外汇占款带来的大量流动性, 法定存款准备金率仍上调了 3 个百分点。

图 5: 法定 RRR 已提高至 19.5% 的高位



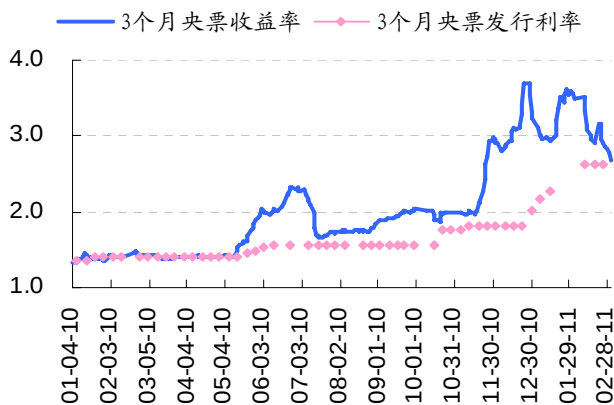
数据来源: Wind、国泰君安证券。

图 6: 外汇占款大幅增长



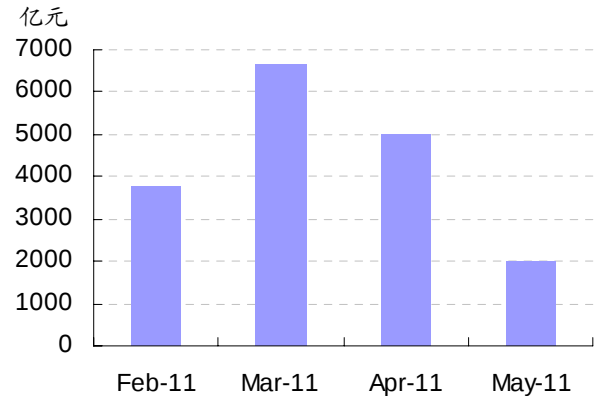
数据来源: Wind、国泰君安证券。

图 7: 央票发行利率和二级市场收益率



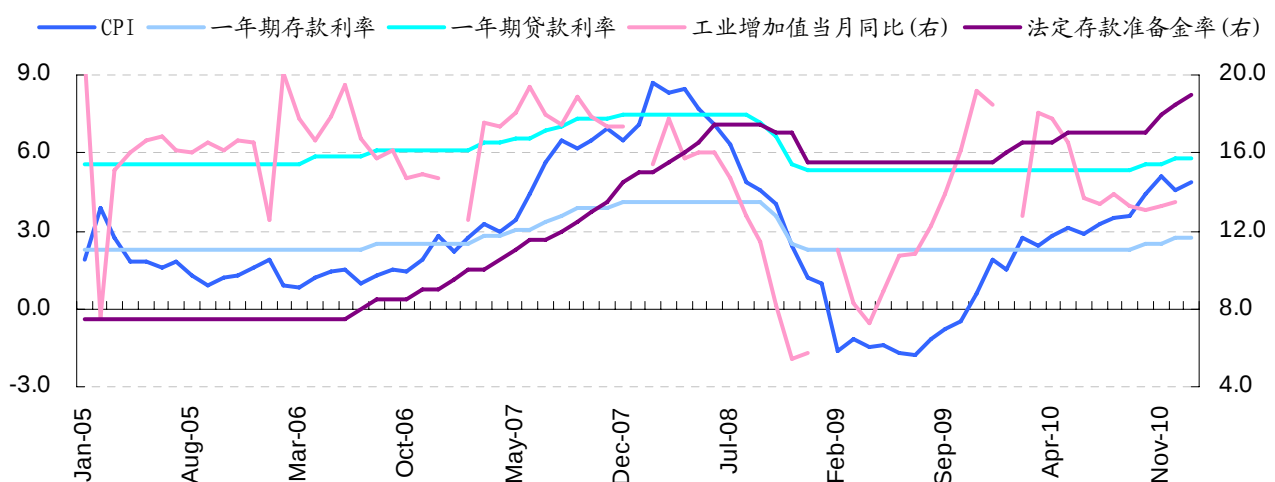
数据来源: Wind、国泰君安证券。

图 8: 3、4 月份央票到期量较大



数据来源: Wind、国泰君安证券。

图 9: 货币政策与经济走势



数据来源: Wind、国泰君安证券。

2.2. 存款利率市场化渐行渐近？

利率市场化的进一步推进与外部环境密切相关。从美国和日本的利率市场化进程看，大型的金融体制改革并不是完全靠政府主观意愿推进的，除非外部倒逼的力量强大，否则政府通常不愿意承担利率管制完全放开可能带来的不可预知的后果。美国推进利率市场化的根本原因是 70 年代后期通胀高企、市场利率飙升，存款利率上限和金融创新使得银行存款竞争力大幅下降，金融脱媒导致银行资金来源日趋紧张，影响银行的正常经营，倒逼监管层不得不自 80 年代开始放开利率上限管制。日本利率市场化是和汇率制度改革一起作为金融体系重大改革来推进的，以实现其作为成功转型的发达经济体的金融自由化，其经济成功转型后增长放缓、信贷需求下降及严格金融管制招致的国内外压力是改革的主要促发因素。

十二五期间稳步推进利率市场化，有望建立存款保险制度和存款利率上浮一定区间。通胀上行的环境中，银行体系存款吸收压力增大，甚至有银行通过返点等方式变相提高存款利率吸储，因而适度允许存款利率上浮，从而给予储户一定的利率补偿等，目前是一个比较好的时机，也可以在一定程度上缓解实体经济并未过热而通胀压力较大带来的货币政策两难。

但是，十二五期间尚难以完全放开存款利率管制，因为：1）政府对负利率有一定的容忍度，通胀对管制利率下银行体系的影响也未到美国利率市场化前夜的情形；2）国内银行业的存贷款定价能力仍有待提高；3）房地产调控、融资平台贷款的风险并未完全释放，需要给与银行一定的利差保护，从而维护金融体系的稳定。从利率市场化长远的进程来看，我们认为未来 3-5 年，进展将主要体现在建立起存款保险制度，以及逐步推行存款利率上浮上浮一定的区间（如 10%）等。

若五年内定期存款利率上浮 10%，提高存款利率 14bp，相当于一次非对称加息。五年以上定期存款主要是保险公司协议存款，已经实现利率协议定价，但这部分存款占比极低。上市银行五年以内定期存款占比约 48.1%，若各期限存款利率在基准利率上浮 10%，相当于银行全部存款的平均付息率提高 14.2bp，这与一次非对称加息的影响程度相当（若上调存款基准利率 25bp，活期存款利率不加，则相当于存款平均付息率提高 12.7bp），对上市银行净利润负面影响约 6%，业绩稳健增长的预期依然明确。

表 5：我国利率市场化的历程、现状和展望

利率市场化是一个过程，这个过程中的进展是承上启下的：

起始时间	进程内容	要点
1996 年	我国的利率市场化进程正式起步：1996 年 6 月，央行放开银行间同业拆借利率，1997 年 6 月放开银行间债券回购利率。1998 年 8 月，国开行在银行间债券市场首次进行了市场化发债；1999 年 10 月，国债发行也开始采用市场招标形式，从而实现了银行间市场利率、国债和政策性金融债发行利率的市场化。	1999 年实现银行间市场利率、国债和政策性金融债发行利率的市场化。

1998 年	1998、1999 年央行连续三次扩大金融机构贷款利率浮动区间，并要求各金融机构建立贷款内部定价和授权制度。同年，人民银行改革了贴现利率生成机制，贴现利率和转贴现利率在再贴现利率的基础上加点生成，在不超过同期贷款利率（含浮动）的前提下由商业银行自定。	逐步扩大金融机构人民币贷款利率浮动区间。
1999 年	1999 年 10 月，人民银行批准中资商业银行法人对中资保险公司法人试办由双方协商确定利率的大额定期存款（最低起存金额 3000 万元，期限在 5 年以上不含 5 年），进行了存款利率改革的初步尝试。2003 年 11 月，商业银行、农村信用社可以开办邮政储蓄协议存款（起存金额 3000 万元，期限降为 3 年以上）。	由大额定期存款开始逐步进行存款利率改革的尝试。
2000 年	2000 年 9 月，放开外币贷款利率和 300 万美元（含 300 万）以上的大额外币存款利率；300 万美元以下小额外币存款利率仍由央行统一管理。2002 年 3 月，统一中、外资金金融机构外币利率管理政策，实现中外资金金融机构在外币利率政策上的公平待遇。2003 年 7 月，放开英镑、瑞士法郎和加拿大元的外币小额存款利率管理，由商业银行自定。2003 年 11 月，对美元、日元、港币、欧元小额存款利率实行上限管理。	2000 年起首先推进境内外币利率的放开。分几步放开国内外币存贷款利率，主要在 2004 年之前完成。
2004 年	2004 年 1 月 1 日，人民银行在此前已二次扩大金融机构贷款利率浮动区间的基础上，再次扩大贷款利率浮动区间。商业银行、城市信用社贷款利率浮动区间扩大到基准利率的 0.9-1.7 倍，农村信用社贷款利率浮动区间扩大到基准利率的 0.9-2 倍，贷款利率浮动区间不再根据企业所有制性质、规模大小分别制定。2004 年 10 月，央行进一步放宽了人民币存贷款利率浮动区间，贷款上浮取消封顶（除城乡信用社之外的贷款利率）；下浮的幅度为基准利率的 0.9 倍，还没有完全放开。同时首次允许人民币存款利率下浮，下不设底。	扩大银行的贷款定价权和存款定价权。2003 年之前，银行定价权浮动范围只限 30% 以内，2004 年贷款上浮范围扩大，2004 年 10 月，实现“贷款下限、存款上限”的管理模式，迈出了利率市场化改革的关键一步。
2006 年	2006 年 8 月，住房按揭贷款利率浮动范围扩大至基准利率的 0.85 倍；2008 年 5 月汶川特大地震发生后，为支持灾后重建，央行于当年 10 月进一步提升了金融机构住房抵押贷款的自主定价权，将商业性个人住房贷款利率下限扩大到基准利率的 0.7 倍。	扩大商业性个人住房贷款的利率浮动范围。
2007 年	2007 年 1 月 4 日，由全国银行间同业拆借中心发布的“上海银行间同业拆放利率”（Shibor）正式运行。	借鉴国际上最常用的基准利率 Libor，希望培育成为中国未来的基准利率。
2010 年 10 月	中共中央关于“十二五”规划的建议提出“稳步推进利率市场化改革”。	
现状	目前贷款利率很大程度上已由市场供求决定，同业拆借利率、回购利率及债券、理财产品、信托计划的收益率也已经放开。在企业债、金融债、商业票据方面以及货币市场交易中全部实行市场定价，对价格不再设任何限制。存款一般利率只能上浮不能下浮。 另据最新报道，银行业协会代表各家外资银行于 2 月底向中国人民银行发函建议重启大额可转让存单业务。银行业协会同时建议，可以按照从简单到复杂、先企业后个人的原则进一步发展大额存单业务，建议在银行间债券市场和商业银行柜台同时发行。	针对近期有媒体称部分银行已经在进行中短期存款利率市场化的初步试点，银监会主席刘明康日前表示，存款利率市场化目前尚无时间表。
周小川关于“十二五”时期如何进一步推进利率市场化改革的几点初步考虑：	一是选择具有硬约束的金融机构，让它们在竞争性市场中产生定价； 二是按照宏观审慎管理的要求，确立达标金融企业必须具备的硬约束条件； 三是要有实现正当公平的竞争主体，既包括银行，也包括客户等市场竞争者； 四是要考虑逐步放开替代性金融产品的价格； 五是尽量避免银行产品的过分交叉补贴； 六是要大力加强对客户的宣传教育；	

七是建立健全自律性竞争秩序；

八是进一步确立市场定价权，使金融机构进一步增强风险定价的能力。

资料来源：中国人民银行、国泰君安证券、媒体报道等。

3. 业绩持续稳健增长，净息差上行可能超预期

3.1. 1 季报业绩超预期概率大

年初以来，受益于 10 年 4 季度两次加息的正面效应开始显现，以及信贷供求偏紧环境下银行贷款议价能力的提高，银行净息差已实现较快回升，我们判断，息差上行很可能贡献收入增长的超预期。

信贷成本曾是 1 季度报业绩的一个不确定性，目前随着贷款拨备比率 2.5% 的要求基本明晰，并给予对压力较大的中小银行达标期限上的差异化管理，我们判断短期信贷成本大幅波动的概率很小。

综合对规模、息差、信贷成本等关键假设的最新判断，我们认为 1 季度上市银行净利润同比增速很可能达到 26%，高于我们原预测的 22.7%。

表 6：2011 年银行业主要盈利驱动因素和净利润增长预测更新

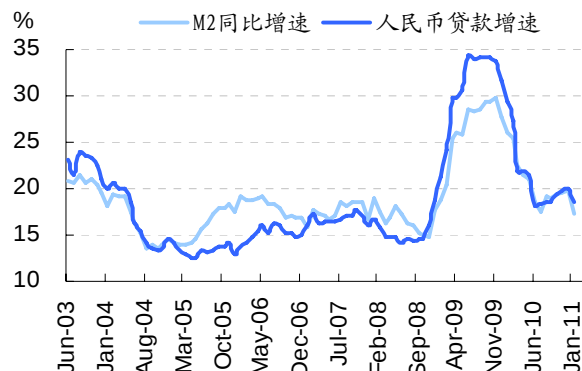
2011 年同比		2011 年 1 季度同比	
主要变量	预测或假设	主要变量	预测或假设
贷款增速	15%	贷款增速	17.7%
平均生息资产增速	16%	平均生息资产增速	18.7%
净息差（NIM）	+5bp	净息差（NIM）	+19bp
非利息净收入增速	20%	非利息净收入增速	20%
费用收入比	-1.1pc	费用收入比	同比持平
信贷成本	上升至 0.5%	信贷成本	平稳略升
有效税率	平稳	有效税率	同比持平
净利润增速	20.8%	净利润增速	26.0%

数据来源：国泰君安证券。

3.2. 差准方案约束下，信贷规模增长平稳

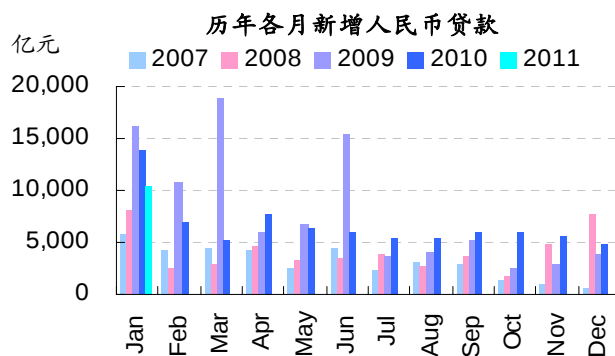
1 月信贷增长较平稳，全年信贷增速 15%。为控制银行体系的信贷供给，减缓通胀上行的压力，今年以来，央行在原有的贷存比、资本充足率、法定存款准备金率以及窗口指导等的基础上，提出了差别存款准备金方案，对银行的信贷投放形成了较为有效的制约，1 月新增信贷 1.04 万亿，基本符合监管调控要求。我们测算，如果按照目前的差准方案，若各行保持在不被实施差别准备金的临界信贷增速，则全年行业新增贷款可达到 7 万亿以上，对应增速约 15%。

图 10: 货币信贷增速回落至 20%以下



数据来源: Wind、国泰君安证券。

图 11: 1 月新增信贷量低于前两年同期



数据来源: Wind、国泰君安证券。

3.3. 三次加息和议价能力提升推动净息差快速回升

3.3.1. 加息对净息差的提升效果年初即现

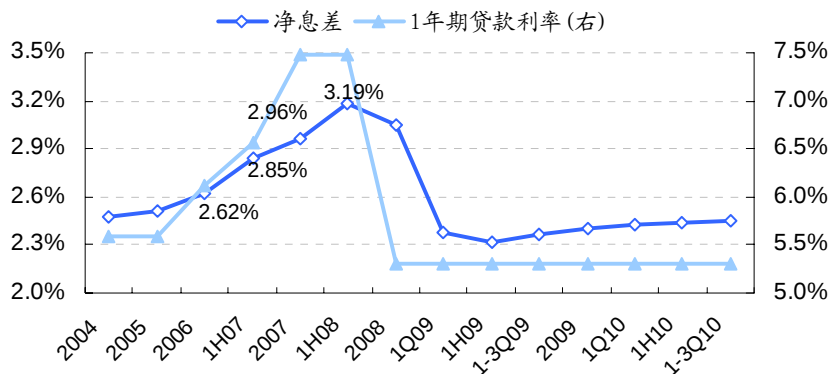
- 1) 10 年 4 季度 2 次加息对 1 季度净息差贡献明显: 多数按揭贷款 1 月 1 日集中重定价, 短久期的企业贷款陆续重定价。
- 2) 银行间市场利率快速上升: 受加息和上调存款准备金率等的影响, 同业回购和拆借利率在 12 月末和 1 季度快速上升, 有利于同业资产配置头寸为净拆出的银行。同样的, 10 年 4 季度以来, 债券市场收益率曲线亦整体上行。
- 3) 票据贴现利率大幅走高。春节前后资金面紧张, 票据贴现利率创下 8.5% 的新高。11 年 1 季度和 10 年 4 季度票据贴现日均利率环比分别提高 149bp 和 133bp。

表 7: 本轮加息周期利率变化情况

单位: %		2010-10-19	2010-12-25	2011-02-08	
	调整前利率	调整后利率	调整后利率	调整后利率	三次加息累计上调幅度
一、城乡居民和单位存款					
(一) 活期存款	0.36	0.36	0.36	0.40	0.04
(二) 整存整取定期存款					
三个月	1.71	1.91	2.25	2.60	0.89
半年	1.98	2.2	2.50	2.80	0.82
一年	2.25	2.5	2.75	3.00	0.75
二年	2.79	3.25	3.55	3.90	1.11
三年	3.33	3.85	4.15	4.50	1.17
五年	3.6	4.2	4.55	5.00	1.40
二、各项贷款					
六个月	4.86	5.1	5.35	5.60	0.74
一年	5.31	5.56	5.81	6.06	0.75
一至三年	5.4	5.6	5.85	6.10	0.70
三至五年	5.76	5.96	6.22	6.45	0.69
五年以上	5.94	6.14	6.40	6.60	0.66

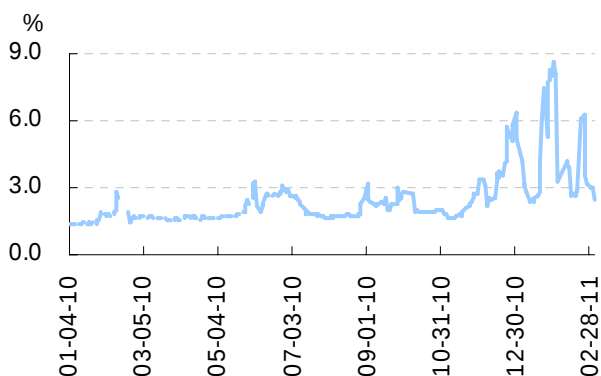
数据来源: 央行、国泰君安证券。

图 12: 上市银行平均净息差走势与基准利率调整



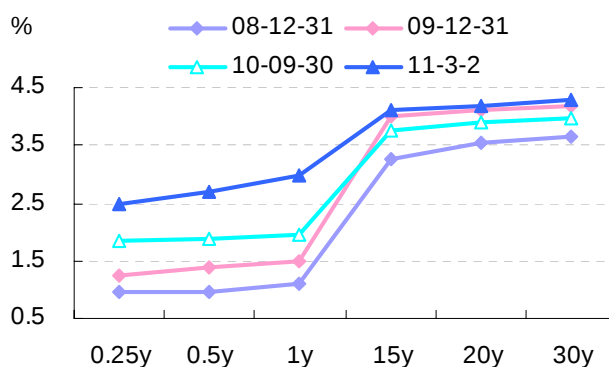
数据来源：公司数据、国泰君安证券。

图 13: 1 季度银行间 7 天回购利率走高



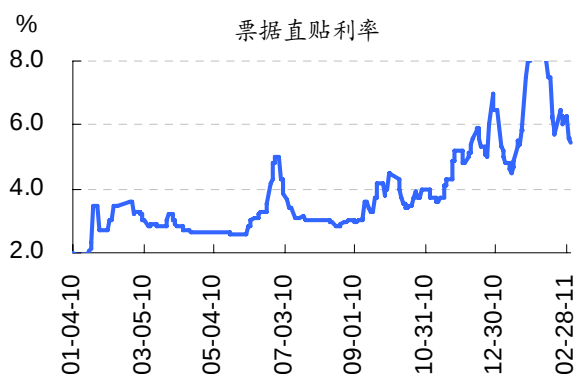
数据来源：Wind、国泰君安证券。

图 14: 10 年 4 季度以来债券收益率曲线上移



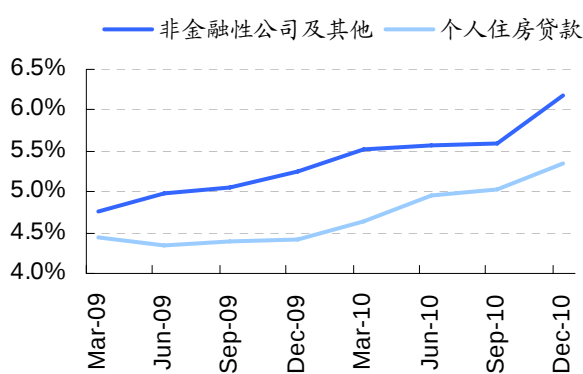
数据来源：Wind、国泰君安证券。

图 15: 票据贴现利率不断走高



数据来源：Wind、国泰君安证券。

图 16: 4 季度人民币贷款加权平均利率明显提高



数据来源：Wind、国泰君安证券。

3.3.2. 供求偏紧和信贷投向调整提高银行的议价能力

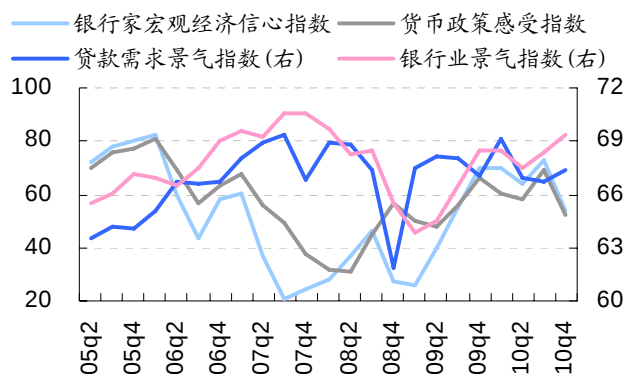
1) 信贷供求偏紧，银行议价能力不断提高。一方面是货币政策偏紧下的信贷额度紧张，一方面是实体经济依然较为旺盛的信贷需求，从 10 年 4 季度开始，银行贷款需求指数再度上行，贷款上浮区间占比也有所提高。我们看到信贷供求的紧张状况在 1、2 月份延续，如住房按揭贷

款优惠利率门槛不断提高，票据贴现利率上升，民间借贷利率高企等，我们预计 1 季度执行上浮利率的贷款占比将趋于提高。

2) 银行主动调整信贷结构，加大中小企业贷款、个人经营性贷款投放比重。在规模增长受限的情况下，银行也在积极调整信贷战略，提升中小企业、小微企业等高收益贷款的比重，从而提升了整体的贷款收益率水平。

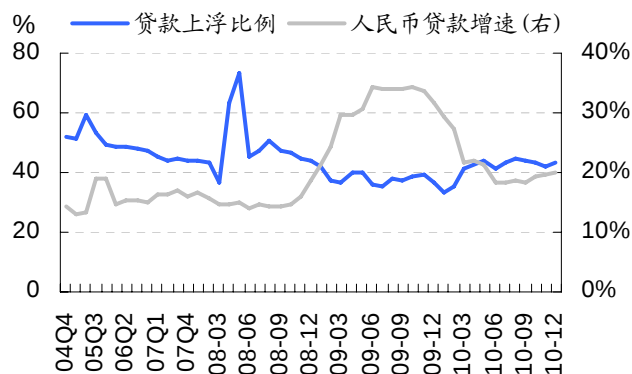
3) 贷款久期缩短和贷存比提高，均有利于加息周期中银行净息差变化。受房地产和融资平台调控等政策影响，1 月末中长期贷款余额占比回落，同时在加息周期中，银行也倾向于采取短久期的策略从而更好的享受基准利率上行对息差的贡献。此外，1 月份贷存比提高也有利于银行息差的提升，虽然部分贷存比偏高的中小银行面临一定的吸存压力，但对多数银行而言，资产端收益率大幅提升可一定程度弥补负债成本的上升。

图 17: 10 年 4 季度信贷需求指数上行



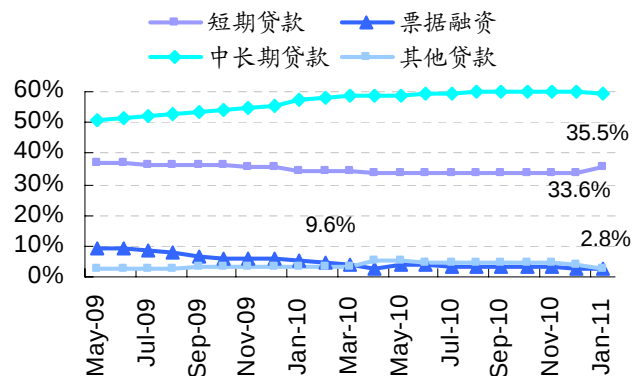
数据来源：Wind、国泰君安证券。

图 18: 银行贷款议价能力与信贷增速



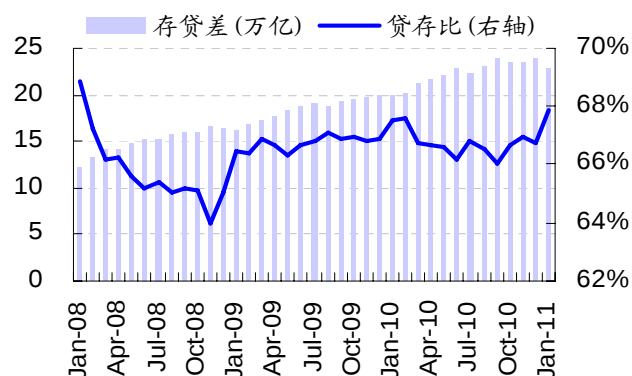
数据来源：Wind、国泰君安证券。

图 19: 1 月票据占比下降，一般性贷款久期缩短



数据来源：Wind、国泰君安证券。

图 20: 1 月银行体系贷存比提高 1 个百分点



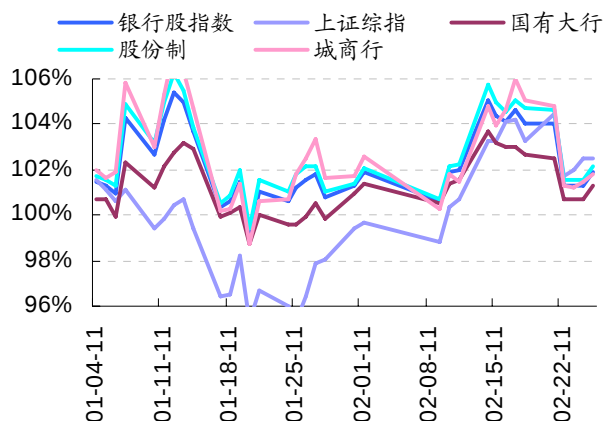
数据来源：Wind、国泰君安证券。

4. 银行股短期企稳反弹，长期增持

4.1. 1-2 月银行股走势与大盘接近，阶段性跑赢

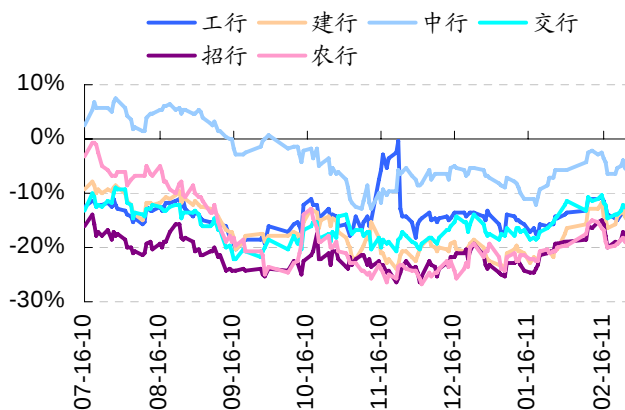
1-2 月银行股指数总体小幅跑输大盘，但在多数时间里均有明显的相对收益，A-H 折价程度也有所减小。本周银行股板块整体反弹，上市银行 2011 年动态 PE、PB 分别达到 8.2 倍、1.5 倍，依然处于历史低位，远低于历史均值，估值仍有明显的修复空间。

图 21: 1-2 月银行股指数略输大盘



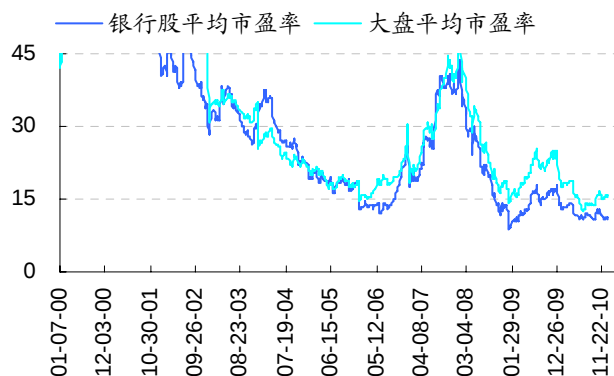
数据来源: Wind、国泰君安证券。

图 22: 2011 年以来银行 A-H 折价缩窄



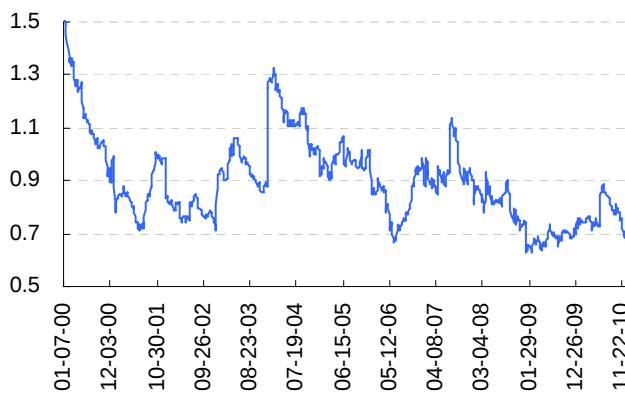
数据来源: Wind、国泰君安证券。

图 23: A 股上市银行市盈率处于历史低位



数据来源: Wind、国泰君安证券。

图 24: A 股上市银行相对于大盘 PE 低于历史均值



数据来源: Wind、国泰君安证券。

图 25: A 股上市银行市净率处于历史低位

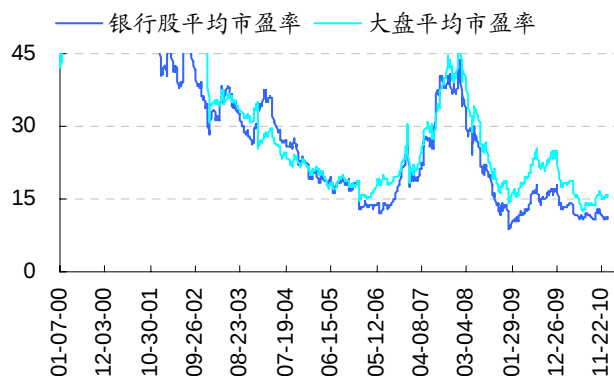
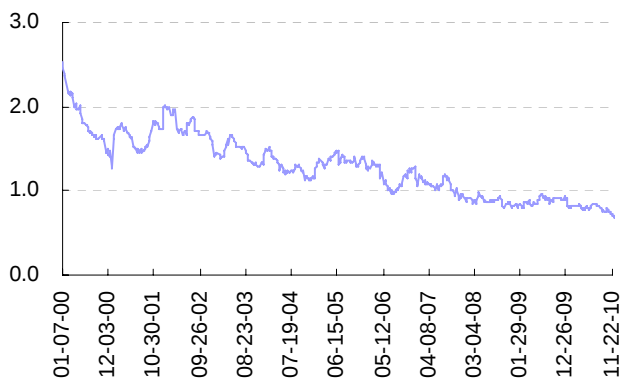
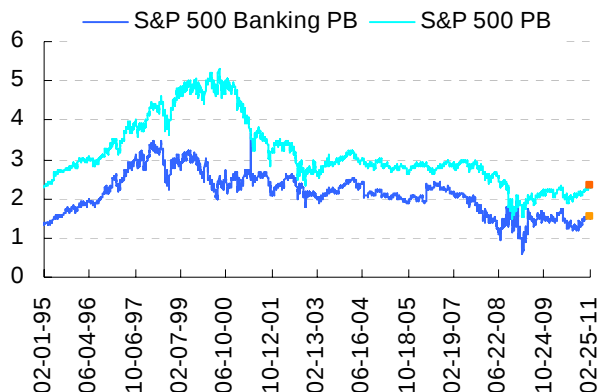


图 26: A 股上市银行相对于大盘 PB 低于历史均值



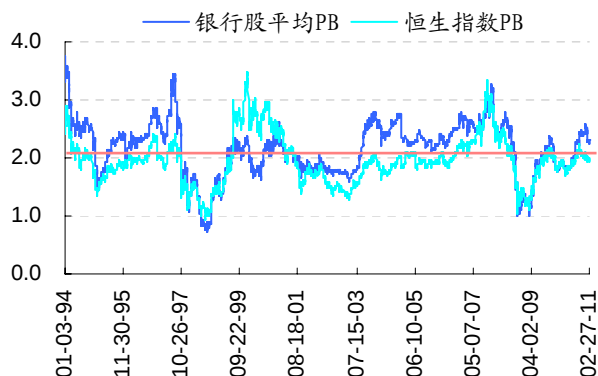
数据来源：Wind、国泰君安证券。

图 27：年初以来美国银行股估值修复



数据来源：Wind、国泰君安证券。

图 29：香港银行股近期调整，估值仍高于历史均值



数据来源：Wind、国泰君安证券。

数据来源：Wind、国泰君安证券。

图 28：美国银行股 PB 相对于大盘维持历史平均水平



数据来源：Wind、国泰君安证券。

图 30：香港银行股相对于大盘 PB 估值高于历史均值



数据来源：Wind、国泰君安证券。

4.2. 银行股主要观点

我们在 2 月 28 日的周报中提出对银行股的短期观点由之前的谨慎转趋乐观，我们认为银行股底部已基本确认，短期亦将企稳反弹。银监会四大监管工具趋向明晰且明显好于市场预期，加之银行年季报稳健的增长，为银行股估值修复构成有力支撑。

上周银行股的反弹符合我们的预期，银行股指数一周上涨 5.5%，我们重点推荐的部分银行涨幅在 8% 以上，其中招商银行上涨 11.53%，南京银行上涨 8.33%。

我们维持对银行股企稳反弹的看法，银监会监管政策好于预期和 1 季报业绩有望超预期将继续推动银行股的估值修复。

此外延续我们在年度策略报告中提出的银行股与货币政策联动的时间窗口，若 3、4 月份 RRR 继续上调，对银行股的估值修复空间形成一定制约，那么 5、6 月份随着 CPI 和货币政策的走势更加明朗，流动性预

期的改善有望孕育银行股更大的上涨。个股方面重点推荐：南京、民生、招行、浦发等。

上市银行估值水平、目标价及评级

名称	EPS			BVPS			PE			PB			评级	目标价
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011		
招行	0.954	1.209	1.496	4.853	6.240	7.436	14.91	11.76	9.50	2.93	2.28	1.91	增持	20.0
浦发	1.497	1.329	1.652	7.696	8.69	10.17	11.78	10.20	8.21	2.29	1.56	1.33	增持	19.0
民生	0.544	0.651	0.704	3.993	3.993	4.733	11.81	8.22	7.59	1.61	1.34	1.13	增持	8.0
华夏	0.753	0.872	1.081	6.058	8.123	9.017	16.59	14.34	11.57	2.06	1.54	1.39	谨慎增持	16.0
深发展	1.620	1.832	2.293	6.592	9.527	11.64	10.30	9.11	7.27	2.53	1.75	1.43	增持	25.0
兴业	2.656	2.963	3.712	11.92	15.41	18.54	10.29	9.23	7.37	2.29	1.77	1.47	增持	37.0
中信	0.367	0.531	0.660	2.634	3.075	3.712	15.43	10.65	8.57	2.15	1.84	1.52	谨慎增持	7.5
光大	0.229	0.309	0.415	1.439	1.996	2.333	17.45	12.90	9.61	2.77	2.00	1.71	中性	5.0
平均							14.89	11.08	8.85	2.37	1.83	1.55		
交行	0.614	0.678	0.825	3.344	3.995	4.598	9.32	8.43	6.93	1.71	1.43	1.24	增持	8.2
中行	0.318	0.370	0.440	2.029	2.281	2.538	10.40	8.96	7.51	1.63	1.45	1.30	谨慎增持	4.3
工行	0.385	0.461	0.556	2.018	2.372	2.724	11.30	9.44	7.83	2.16	1.83	1.60	增持	5.8
建行	0.457	0.541	0.650	2.362	2.820	3.476	10.86	9.16	7.63	2.10	1.76	1.43	谨慎增持	6.5
农行	0.250	0.270	0.367	1.319	1.755	1.987	10.72	9.91	7.30	2.03	1.53	1.35	谨慎增持	3.7
平均							10.78	9.37	7.54	1.98	1.64	1.42		
南京	0.840	0.773	0.981	6.554	6.333	7.194	17.31	14.48	11.40	2.22	1.77	1.56	增持	15.5
宁波	0.583	0.803	1.004	3.897	5.517	6.233	23.24	16.88	13.50	3.48	2.46	2.17	谨慎增持	18.0
北京	0.905	1.199	1.467	6.031	7.091	8.320	13.42	10.12	8.28	2.01	1.71	1.46	谨慎增持	18.0
平均							16.42	12.48	10.06	2.40	1.90	1.65		

数据来源：国泰君安证券。

作者简介:**伍永刚:**

S0880511010004

021-38676525

wuyg1@gtjas.com

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、银行及保险业研究，目前侧重银行业研究。2005~2009年连续5年《新财富》银行业最佳分析师前五名。

王丽雯:

S0880511010036

021-38676047

wangliwen@gtjas.com

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，现从事银行业研究。

许望伟（贡献作者）:

S0880110090261

021-38674745

xuwangwei008736@gtjas.com

毕业于复旦大学，经济学硕士，金融学专业；2010年7月加入国泰君安，从事银行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		