

银行 II

对银行的认可度重现上升

 评级: **增持**

 前次: **增持**

分析师

分析师

程娇翼

谢刚

S0740210080001

S0740210090003

021-20315179

金融小组

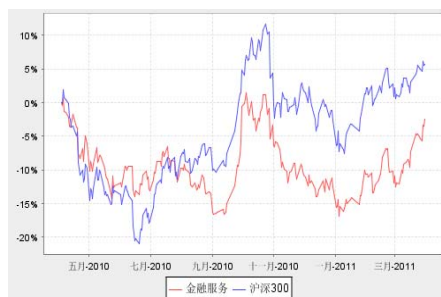
chengjy@qlzq.com.cn

2011 年 4 月 17 日

基本状况

上市公司数	16
行业总市值(百万元)	5840380.86
行业流通市值(百万元)	3333961.81

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

重点公司	指标	2010A	2011E	2012E
招商银行	股价(元)	12.81	15.18	15.18
	摊薄每股收益(元)	1.19	1.48	1.71
	总股本(亿股)	216	216	216
	总市值(亿元)	2764	3275	3275
华夏银行	股价(元)	10.90	13.67	13.67
	摊薄每股收益(元)	1.20	1.22	1.50
	总股本(亿股)	50	69	69
	总市值(亿元)	544	936	936
民生银行	股价(元)	5.02	6.10	6.10
	摊薄每股收益(元)	0.66	0.79	0.93
	总股本(亿股)	267	284	284
	总市值(亿元)	1341	1730	1730

备注: 重点公司排列顺序为: 本公司推荐一、本公司推荐二、本公司推荐三

投资要点

- 写在前面的话: 3 月 1 日-4 月 15 日期间, 银行板块获得明显超额收益, 涨幅较上证综指和沪深 300 指数分别高出 6.6 和 7.9 个百分点, “春江水暖”使得投资者对银行基本面和低估值的认可度重现上升, 而投资者这种认知的变化将对 Q2 后续银行板块的走势形成正面效应。继续希望您关注我们的月报, 我们将努力做到最好!
- 最新投资观点:
 - 齐鲁宏观策略组认为: 预期低估值、高周期景气与高通胀、紧货币将在二季度上演针锋相对的撞击, 如果这种撞击比较激烈, 那么 A 股市场将存在冲高的机会(同时会带来通胀超预期)。推荐银行作为目前低估值板块的首选。
 - 齐鲁金融组认为: 我们预计板块间业绩的反差导致的银行估值修复短期内仍会持续。倘若后续有更多的信息使得市场对经济的判断趋于一致, 银行股的投资逻辑在于 (“货币紧缩已被市场充分预期”+“经济向好时具有的进攻性”) > “需求低于预期时的防御性”。故我们对银行中期仍持较为积极的看法, 投资组合首推“招行、华夏、民生”, 辅配“浦发、宁波和农行”。
- 热点问题聚焦:
 - 贷存比按“日均”监管的影响: 有, 但不应被夸大。我们推测上半年监管部门实际上已经开始对日均贷存比进行监测, 所以对商业银行二季度的经营直接冲击并不明显。我们从一季度一些情况的变化实际上可以推测出商业银行已经在为“日均贷存比”做准备, 部分贷存比较高的银行其日均贷存比在 2011Q1 已经达标, 而且部分贷存比较高的银行上报监管机构的贷存比数据是低于我们直观估计值的。
 - 年报靓丽已经演绎, 一季报即将华丽登场。16 家上市银行 2010 年合计实现净利润高达约 6770 亿,

整体同比实现增长近 34%，高出我们此前预测值近 5 个百分点。4 月最后一周银行的 Q1 业绩将正式密集披露，而深发展已经于上周发布了“一季报预增 50%-60%”的公告。我们近期对部分银行的 Q1 业绩预测进行了微调，调整后预计上市银行（不含光大）2011Q1 同比增长 29%。

- 本期矫翼“胡思乱想”的是“商业银行 2010 年以来的存款压力可能才只是一个开始”。我们认为贷存比监管仅是存款压力激增的表面原因，背后的真正原因在于：（1）银监会出台贷款新规即“三个办法一个指引”中“实贷实付”导致存款派生率下降；（2）票据业务的规范对存款的冲击。而持续上演的吸存大战导致的“冲规模”不仅导致存款波动剧烈，稳定性差，增加了商业银行的流动性风险，从这一角度看银监会引入“日均贷存比”监管实际上是有利于商业银行的稳健发展的。我们认为即使没有 2010 年以来发生的这些变化，银行的存款压力亦存在，所以当前商业银行的存款压力可能才只是一个开始。我们从商业银行的存款增长潜力下降也可以判断：（1）负债基础决定资产规模，故应该逐步接受商业银行的贷款增速在 3-5 年后可能会回落至 10%左右的水平。（2）“利率市场化”既然是个必然的过程，所以通过增强对客户的服务，并通过差异化的服务来增强存款定价能力。唯有这样，增加的存款成本才会被“客户的综合收益和衍生的中间业务”所弥补。

■ 货币环境分析：

- 3月新增人民币贷款6794亿元，2011Q1新增信贷占到我们预计的全年信贷增量值（7-7.5万亿）的 30%-32%，基本符合央行的期望值及我们之前一直预期的Q1信贷增量控制在2.2-2.3万亿之间。
- 存款在 3 月出现大幅增加的主要原因可能和贷存比考核有关（不一定完全是季末冲规模导致的，因为日均贷存比监测已经存在），是否有其他原因我们仍需做进一步确认。Q1 企业存款和居民户存款均出现了明显的定期化趋势，这和我们之前的判断一致。
- M1 增速回升主要是企业存款定期化的趋势较上月略有缓解，可能是经济活跃度有所提升。M2 增速回升主要是居民存款增加及外汇占款快速增长。M1 和 M2 的增速差收窄至-1.6 个百分点，货币流通速度仍在下降，剪刀差还没有出现。
- 银行间市场流动性紧张态势大幅缓解，利率回归正常。公开市场资金净回笼趋势不改，但短期正回购及 3 月期央票发行量较大导致 4-6 月公开市场到期资金剧增，存款准备金仍有上调可能。

内容目录

最新投资观点	- 4 -
齐鲁宏观策略	- 4 -
银行投资观点	- 4 -
热点问题聚焦	- 6 -
贷存比按日均监管的影响：有，但不应被夸大	- 6 -
年报靓丽已经演绎，一季报即将华丽登场	- 7 -
矫翼“胡思乱想”	- 8 -
商业银行的存款压力才只是一个开始？	- 8 -
货币环境分析	- 10 -
一季度信贷控制效果总体良好，落入我们预期区间	- 10 -
存款大幅增长，定期化得到验证，贷存比回落	- 11 -
M1 增速和 M2 增速均有回升	- 11 -
银行间市场流动性紧张态势大幅缓解，利率回归正常	- 12 -

图表目录

图表 1: 上市银行盈利预测及估值比较	- 5 -
图表 2: 国库现金管理商业银行定期存款利率	- 6 -
图表 3: 上市银行贷存比 (期末)	- 6 -
图表 4: 年报超预期情况汇总	- 7 -
图表 5: 2011Q1 上市银行业绩预览	- 7 -
图表 6: 居民储蓄、投资、消费意愿	- 9 -
图表 7: 资本市场向好导致居民储蓄资产占比下降	- 9 -
图表 8: 理财产品规模大幅增长	- 9 -
图表 9: 历年新增信贷占比季度分布	- 10 -
图表 10: 当月新增信贷	- 10 -
图表 11: 当月新增信贷结构	- 11 -
图表 12: 居民户贷款情况	- 11 -
图表 13: 票据贴现利率维持较高水平	- 11 -
图表 14: 外汇贷款情况	- 11 -
图表 15: 各类存款增速	- 12 -
图表 16: 金融机构贷存比	- 12 -
图表 17: 2011Q1 存款定期化	- 12 -
图表 18: M1 和 M2 增速均小幅回升	- 12 -
图表 19: 银行间同业拆借和回购利率	- 13 -
图表 20: 银行间市场 1 天和 7 天拆借利率走势	- 13 -
图表 21: SHIBOR-3M 和 1Y 利率走势	- 13 -
图表 22: 2011 上半年各月公开市场到期量	- 13 -
图表 23: 近期公开市场操作	- 13 -

最新投资观点

齐鲁宏观策略

- **齐鲁宏观对 Q1 经济数据的看法为：**（1）GDP 环比增速虽小幅回落，但产出缺口仍在继续扩大，产出缺口继续扩大带来了内生性通胀压力的持续上升。（2）在通胀超过温和区间并继续上行时，货币政策的重心应该只围绕通胀一个目标，那就是持续紧缩的货币政策，核心是控制货币供应量。（3）3 月投资同比相对 1-2 月份小幅下降，但仍然偏高，仍有下降空间；真实消费增速虽较上月回升，但总体消费仍不乐观，通胀正在对可选消费品产生负面影响。
- **齐鲁策略组最新观点：预期低估值、高周期景气与高通胀、紧货币将在二季度上演针锋相对的撞击，如果这种撞击比较激烈，那么 A 股市场将存在冲高的机会(同时会带来通胀超预期)。推荐银行作为目前低估值板块的首选。**
 - 展望二季度，齐鲁策略认为目前投资者的期待和困惑与三个月前(或者更早些时候)并没有显著的差异：一方面，低估值、周期景气和积极财政仍然是市场的希望所在；另一方面，CPI 与 PPI 同呈加速之势。
 - 经济层面上，实体企业的补库存行为很大程度上可以归纳为涨价预期下的囤积，且正由上游向下游扩散。该行为的风险在于如果需求不达预期，可能导致库存快速调整的冲击。由于 3 月份上中游企业已完成类似调整，因此风险相对较小。
 - 流动性方面，当前国内流动性的增量变化可能是 2004 年以来的最低值。结合直接融资快速增长、地产调控僵局和经济增长中期的不确定性，我们判断 A 股二级市场的资金流入相对有限。好的方面是商业银行负债方的压力正在减轻，弱化 A 股之前月末或季末的紧张效应。

银行投资观点

- 首先，我们认为当前环境中银行的 NIM 走势不是股价的最重要决定因素，所以“2011Q2 银行的 NIM 环比趋势平稳”，“最近两次加息对银行的 NIM 影响为中性”都不应对银行股的估值产生负面影响。
- 在当前市场对经济状况的判断存在较大差异的情形下，什么在决定银行股的走势？我们认为是银行业绩的确定性增强和板块间的业绩反差使得银行板块的低估值吸引力大大增加。而我们预计银行 2011Q1 仍存在超预期可能，同时高估值板块业绩低于预期的可能性仍会存在，所以业绩的反差导致的银行估值修复将会持续。
- 倘若后续有更多的信息使得市场对经济的判断趋于一致，银行股的投资逻辑在于（“货币紧缩已被市场充分预期”+“经济向好时具有的进攻性”）>“需求低于预期时的防御性”。首先，当前 A 股对 CPI 上行压力的认识逐渐趋于一致，故对货币政策的紧缩已经有了充分预期，Q2 继续有上调准备金、加息及不放松信贷控制等都不会影响银行的相对表现。其次，如果需求好于预期，银行的进攻性将会体现，此时估值的提升将会较现在更为明显。第三，平台贷款及房地产贷款的坏账预期上升风险

已经在 2010 年释放，工业企业的盈利状况在 2011 年较好，这两面因素使得我们判断“狼来了”的故事在 2011 年不会上演的概率较大。更为重要的是当前银行的估值是远低于前两次坏账预期上升时的估值水平，故经济状况低于预期时银行的防御性依旧存在。（以上详细请参见我们于上周发布的银行业 2011Q2 投资策略报告《息差不是问题，需求才是关键》）。

■ 投资组合：维持“招行、华夏、民生、浦发、宁波、农行”的组合。

图表 1：上市银行盈利预测及估值比较

股票代码	股票简称	投资评级	前收盘价	A股总股本 (百万)	A股总市值 (百万)	每股收益EPS			每股净资产BVPS		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
601398.SH	工商银行	增持	4.70	262,225	1,640,390	0.47	0.57	0.66	2.35	2.91	3.57
601939.SH	建设银行	增持	5.28	9,594	1,320,058	0.54	0.64	0.76	2.79	3.44	4.20
601988.SH	中国银行	持有	3.46	195,525	965,849	0.37	0.43	0.46	2.31	2.78	3.24
601288.SH	农业银行	买入	2.98	294,055	967,886	0.29	0.37	0.44	1.67	2.04	2.48
601328.SH	交通银行	增持	6.15	29,736	345,997	0.69	0.84	1.02	3.96	4.83	5.85
600036.SH	招商银行	买入	15.18	17,666	327,533	1.19	1.48	1.71	6.21	7.72	9.43
601166.SH	兴业银行	买入	31.16	5,992	186,725	3.09	3.72	4.20	15.35	19.07	23.26
600000.SH	浦发银行	买入	15.08	14,349	216,380	1.34	1.73	2.00	8.57	10.30	12.29
000001.SZ	深发展A	增持	18.73	3,485	65,274	1.80	2.24	2.58	9.62	11.86	14.43
600015.SH	华夏银行	买入	13.67	4,991	68,221	1.20	1.22	1.50	7.11	9.40	10.89
600016.SH	民生银行	买入	6.10	22,588	162,960	0.66	0.79	0.93	3.90	4.79	5.72
601998.SH	中信银行	持有	5.82	26,632	227,174	0.55	0.55	0.62	3.08	3.64	4.26
601818.SH	光大银行	暂无评级	4.02	40,435	162,548	0.32	0.31	0.37	2.01	2.60	2.97
601169.SH	北京银行	增持	12.39	6,228	77,159	1.09	1.17	1.40	6.83	8.58	9.98
002142.SZ	宁波银行	买入	13.86	2,884	39,970	0.81	1.06	1.18	5.55	6.61	7.78
601009.SH	南京银行	增持	11.50	2,969	34,143	0.79	0.99	1.17	6.40	7.39	8.56

股票代码	股票简称	2010 ROAA	2010 ROAE	核心资本充足率 (最新披露)	资本充足率 (最新披露)	市盈率PE			市净率PB		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
601398.SH	工商银行	1.31%	22.10%	9.97	12.27	9.93	8.31	7.16	2.00	1.61	1.32
601939.SH	建设银行	1.32%	21.54%	10.40	12.68	9.79	8.19	6.94	1.89	1.53	1.26
601988.SH	中国银行	1.09%	18.02%	10.09	12.58	9.25	8.10	7.55	1.50	1.24	1.07
601288.SH	农业银行	0.99%	21.44%	9.75	11.59	10.20	8.07	6.82	1.79	1.46	1.20
601328.SH	交通银行	1.08%	20.20%	9.37	12.36	8.86	7.28	6.02	1.55	1.27	1.05
600036.SH	招商银行	1.15%	22.73%	8.04	11.47	12.71	10.23	8.89	2.44	1.97	1.61
601166.SH	兴业银行	1.16%	24.43%	8.80	11.96	10.08	8.38	7.43	2.03	1.63	1.34
600000.SH	浦发银行	1.01%	20.09%	9.37	12.02	11.28	8.73	7.56	1.76	1.46	1.23
000001.SZ	深发展A	0.96%	23.28%	7.10	10.19	10.39	8.36	7.27	1.95	1.58	1.30
600015.SH	华夏银行	0.64%	18.22%	6.65	10.58	11.39	11.24	9.13	1.92	1.45	1.25
600016.SH	民生银行	1.08%	18.30%	8.07	10.44	9.27	7.72	6.55	1.57	1.27	1.07
601998.SH	中信银行	1.12%	19.29%	8.45	11.31	10.56	9.71	8.64	1.89	1.46	1.25
601818.SH	光大银行	0.95%	19.76%	8.15	11.02	12.71	12.87	10.97	2.00	1.54	1.35
601169.SH	北京银行	1.07%	16.99%	10.51	12.62	11.34	10.61	8.84	1.81	1.44	1.24
002142.SZ	宁波银行	1.13%	18.04%	9.18	10.91	17.21	13.12	11.79	2.50	2.10	1.78
601009.SH	南京银行	1.32%	15.04%	9.51	10.48	14.63	11.62	9.83	1.80	1.56	1.34
上市银行平均		1.09%	19.97%			11.22	9.53	8.21	1.90	1.54	1.29
大型国有银行平均		1.16%	20.66%			9.79	8.17	7.12	1.79	1.46	1.21
中型股份制银行平均		1.02%	20.91%			10.81	9.20	7.92	1.94	1.55	1.29
城市商业银行平均		1.18%	16.69%			14.39	11.78	10.15	2.04	1.70	1.46

备注：中信银行估值已经考虑配股除权因素，华夏+北京已考虑定向增发，民生已考虑可转债+H股融资。

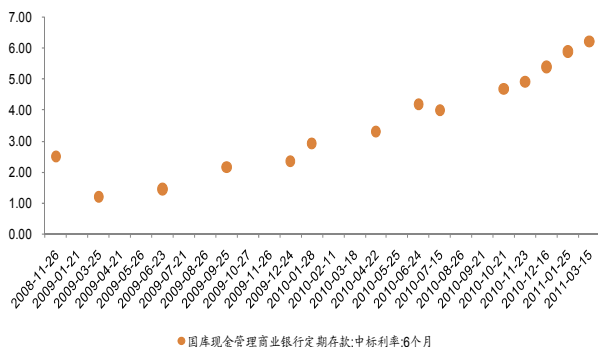
来源：齐鲁证券研究所

热点问题聚焦

贷存比按日均监管的影响：有，但不应被夸大

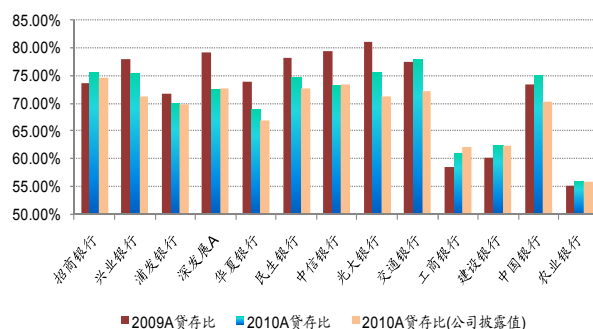
- 据媒体报道“监管层将自6月起对商业银行的月度日均存贷比进行监测，要求存贷比日均不得高于75%的监管标准”。
- 我们了解到的信息是其实一季度开始商业银行已经在向监管部门报送每日的贷存比数据。所以我们推测，上半年监管部门实际上已经开始对日均贷存比进行监测，所以对商业银行二季度的经营直接冲击并不明显。
- 加强贷存比的日均监管，主要是两个目的：一是增强银行的负债即存款的稳定性和真实性，防止月末、季末冲数导致的存款虚增；二是配合今年的信贷控制目标，防止信贷超额。
- 我们从一季度一些情况的变化实际上可以推测出商业银行已经在为“日均贷存比”做准备，我们推测部分贷存比较高的银行其日均贷存比在2011Q1已经达标。首先，存款的竞争激烈程度依旧，协议存款和国库现金招标利率均维持在历史较高水平。其次，今年以来多家银行在向下面的分支机构安排信用额度时总行均预留了一定的额度，这导致分支行的信贷额度普遍偏紧，总行可以主动防止全行贷款超放。
- 我们预计部分贷存比较高的银行上报监管机构的日均贷存比数据是低于我们直观估计值的，因为我们从资产负债表数据计算的贷存比实际是和银行上报监管机构的贷存比有一定差异的，如兴业银行、光大银行、交通银行和中国银行自己披露的2010年末的贷存比分别为71%，71%，72%和70%，而我们的计算值分别是75%，76%，78%和75%，我们认为差异主要是以下几方面：（1）监管机构主要对人民币+境内业务贷存比进行监管；（2）发行金融债券所募集资金发放的贷款不纳入存贷款比例指标；（3）贷存比中存款的计算中包含保险公司存款。

图表2：国库现金管理商业银行定期存款利率



来源：齐鲁证券研究所

图表3：上市银行贷存比（期末）



来源：齐鲁证券研究所

年报靓丽已经演绎，一季报即将华丽登场

- 16 家上市银行 2010 年合计实现净利润高达约 6770 亿，整体同比实现增长近 34%（南京和宁波虽尚未发布正式年报，但均已发布业绩快报），高出我们此前预测值近 5 个百分点。年报的超预期及对 2011Q1 业绩的良好预期强化了低估值的吸引力，带动银行板块 3 月下旬以来超额收益明显。
- 4 月最后一周银行的一季报业绩将正式密集披露，而深发展已经于上周发布了“一季报预增 50%-60%”的公告。我们近期对部分银行的 Q1 业绩预测进行了微调，调整后预计上市银行（不含光大）2011Q1 同比增长 29%。
- 倘若其他高估值板块 Q1 业绩仍以符合预期和低于预期为主，和银行的高增长+低估值继续形成反差，则银行的估值修复可能会继续。

图表 4：年报超预期情况汇总

股票代码	公司名称	2010E净利润 (百万元)	2010E净利润同比 增速	2010A净利润 (百万元)	2010A净利润同比 增速
601398.SH	工商银行	160,772	25.02%	165,156	28.43%
601939.SH	建设银行	129,963	21.74%	134,844	26.31%
601988.SH	中国银行	94,538	16.98%	104,418	29.20%
601288.SH	农业银行	87,610	34.80%	94,873	45.98%
601328.SH	交通银行	39,022	29.75%	39,042	29.82%
600036.SH	招商银行	25,683	40.84%	25,769	41.32%
601166.SH	兴业银行	17,649	37.75%	18,521	44.56%
600000.SH	浦发银行	19,042	44.09%	19,177	45.13%
000001.SZ	深发展A	6,284	24.89%	6,284	24.89%
600015.SH	华夏银行	5,745	52.78%	5,990	59.29%
600016.SH	民生银行	17,132	41.54%	17,581	45.25%
601998.SH	中信银行	21,501	50.15%	21,509	50.20%
601818.SH	光大银行	12,678	65.88%	12,794	67.38%
601169.SH	北京银行	7,060	25.31%	6,803	20.80%
002142.SZ	宁波银行	2,323	59.39%	尚未披露	
601009.SH	南京银行	2,376	53.91%	尚未披露	

备注：宁波银行的盈利预测中包含总行拆迁款

来源：齐鲁证券研究所

图表 5：2011Q1 上市银行业绩预览

股票代码	公司名称	2010Q1净利润 (百万元)	2011Q1预测净利润 (百万元)	2011Q1净利润预计 同比增长	2011Q1季报预 披露时间
601398.SH	工商银行	41,547	52,776	27.03%	2011/4/29
601939.SH	建设银行	35,164	43,752	24.42%	2011/4/29
601988.SH	中国银行	26,175	32,638	24.69%	2011/4/29
601288.SH	农业银行	24,979	32,024	28.21%	2011/4/28
601328.SH	交通银行	10,451	13,730	31.37%	2011/4/29
600036.SH	招商银行	5,909	8,771	48.43%	2011/4/29
601166.SH	兴业银行	4,079	5,405	32.51%	2011/4/29
600000.SH	浦发银行	4,106	6,123	49.11%	2011/4/28
000001.SZ	深发展A	1,578	2,379	50.75%	2011/4/27
600015.SH	华夏银行	1,307	1,914	46.51%	2011/4/29
600016.SH	民生银行	4,269	6,003	40.63%	2011/4/28
601998.SH	中信银行	4,312	6,329	46.78%	2011/4/30
601169.SH	北京银行	2,092	2,533	21.10%	2011/4/29
002142.SZ	宁波银行	498	690	38.56%	2011/4/28
601009.SH	南京银行	587	799	36.06%	2011/4/29
整体合计		167,053	215,867	29.22%	

来源：齐鲁证券研究所（部分银行数据和前次月报中预测值略有调整，我们尚未对光大银行做季度业绩预测）

娇翼“胡思乱想”

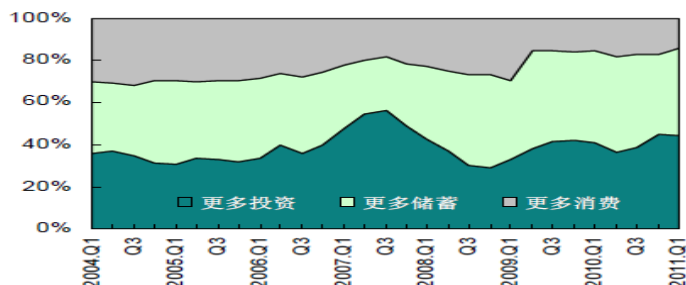
商业银行 2010 年以来的存款压力才只是一个开始？

- **特别提示：**我们在月报中对未来监管政策或者经营环境变化的畅想仅是我们基于兴趣所做的一些假设性分析和判断，并不代表我们已经对未来政策趋势作出明确判断。
- 不知从何时起，“高息揽存”、“吸存大战”等词语开始不断地出现在我们耳边，形象反映了商业银行的存款压力。虽然 2010 年开始银监会加强对银行“贷存比”的监管，2011 年又拟按“日均贷存比”监管成为商业银行存款压力上升的表面原因和导火索，但我们认为银行经营环境的变更才是背后真正的原因，而我们认为部分经营环境的持续变化可能使得“当前商业银行的存款压力才只是一个开始”。
- **首先我们先来谈谈 2010 年开始存款压力激增的真正原因：**
 - **银监会出台贷款新规即“三个办法一个指引”中“实贷实付”导致存款派生率下降。**贷款新规出台后因为“实贷实付”导致贷款不能像以前一样派生很多存款（因为贷款出来必须要放在主账户上，受托支付以后资金会马上划到下家，在账上不会停留很久）。同时因为大型企业的基本账户开立在四大行居多，而中小企业的基本账户开立在小银行，因为基本账户的存款派生率相对更高，所以导致中型银行的存款压力相对更大一些。
 - **票据业务的规范对存款的冲击。**有些商业银行过去的存款本身存在“虚假的繁荣”，比如通过“贷款→存款→保证金开票→贴现→存款→开票...”可以迅速做大存款规模。后来银监会要求“保证金存款不能超过存款的 30%”，导致存款余额迅速下降，因为贷款不可能短期大幅压缩，所以此时“贷存比”考核成为导火索，存款压力立即显现。
- **所以我们就看到自 2010 年以来银行之间的存款竞争激烈，而商业银行的应对方法一般为：**
 - **（1）找保险公司拉协议存款，或对定期存款的客户招投标，这种应对方法对商业银行的负债成本尽管造成较大负面冲击，但在一定程度上能够帮助商业银行增强资产和负债期限的匹配度。**
 - **（2）加大对分支机构存款的考核力度。**由于 2010 年对贷存比是采取时点数据进行考核，直接后果就是月/季末的“冲规模”，而次月/季初规模又会出现急剧下滑。这不仅导致存款波动剧烈，稳定性差，更为重要的是增加了商业银行的流动性风险（因为这些“冲规模”增加的存款也需要缴纳存款准备金，再加上存款准备金率的持续上调，银行出现“被紧缩流动性”）。从这一角度看，银监会引入“日均贷存比”监管实际上是有利于商业银行的稳健发展的。
 - **（3）发行短期的理财产品（募集期内理财产品算存款）来解决燃眉之急。**
- **我们认为即使没有 2010 年以来发生的这些变化，银行的存款压力亦存在，当前商业银行的存款压力可能才只是一个开始。**
 - 金融脱媒，通货膨胀和消费观念的变化等导致居民储蓄意愿不断下滑。从中国人民银行的调查数据显示居民在资产配置方面“更多投资”已经呈现

出取代“更多储蓄”成为首选的趋势，而实际上股票市场、理财产品等较储蓄存款的吸引力已经出现，表现在：（1）A 股市场的变动和储蓄存款的增长呈现负相关；（2）近几年理财产品的销售规模逐年大幅增长，因为理财产品收益高于存款，但风险低于股票和基金，需求持续增加。

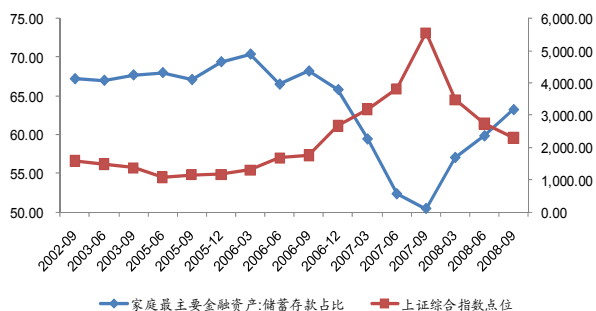
- 另外，我们认为如果给定收入水平，居民收入的增长意味着企业的利润率下降，因此导致企业的存款增长潜力下降。因此，只要居民的消费支出增加（经济发展趋势和消费主体的变化导致的必然趋势），整个经济的储蓄潜力将会下降。
- 回到我们上期“胡思乱想”的框架下，扩张性货币政策为过去十年中国经济的高增长作出了重要贡献，而紧缩货币政策可能是未来数年的主旋律，劳动力成本上升导致的高通胀水平以及经济结构的转型必然导致过去我国存款高增长潜力的持续下降。
- 我们从商业银行的存款增长潜力的下降也可以判断：（1）负债基础决定资产规模，故应该逐步接受商业银行的贷款增速在 3-5 年后可能会回落至 10% 左右的水平。（2）“利率市场化”既然是个必然的过程，所以通过增强对客户的综合服务，并通过差异化的服务来增强存款定价能力。唯有这样，增加的存款成本才会被“客户的综合收益和衍生的中间业务”所弥补。

图表 6：居民储蓄、投资、消费意愿



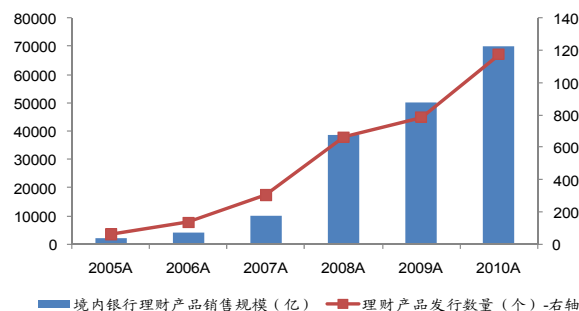
来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 7：资本市场向好导致居民储蓄资产占比下降



来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 8：理财产品规模大幅增长



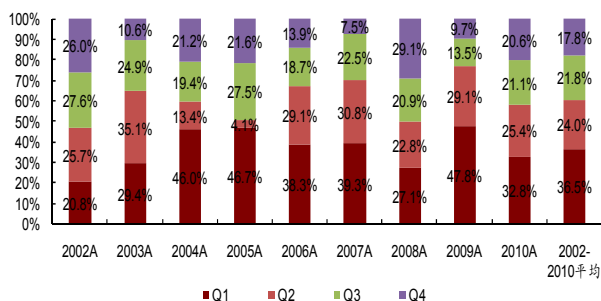
来源：WIND，齐鲁证券研究所

货币环境分析

一季度信贷控制效果总体良好，落入我们预期区间

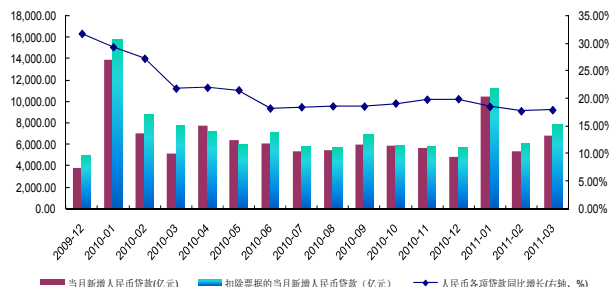
- 2011Q1 人民币贷款新增 2.24 万亿元，新增信贷占到我们预计的全年信贷增量值（7-7.5 万亿）的 30%-32%，基本符合央行的期望值及我们之前一直预期的 Q1 信贷增量控制在 2.2-2.3 万亿之间。
- 3 月单月新增人民币贷款 6794 亿元，虽然总量较 2 月多增 1400 亿，但考虑到 2 月春节长假工作日较少后，实际上 3 月信贷量是低于 2 月增量的（我们根据实际工作日计算的 2 月和 3 月的单日信贷量分别为 357 和 295 亿）。
- 3 月单月新增信贷结构的特征如下：（1）居民户贷款占比明显上升，在总增量的比重为 47%，其中新增居民户贷款中短期贷款新增占比高达 46%。（2）企业贷款中中长期贷款占比有所下降，短期贷款有所上升，票据融资额下降的态势有增无减。
- 我们认为居民户短期贷款新增占比和各家银行今年开始致力于个贷结构转型，大力发展个人经营性贷款和消费信贷有关；而企业新增贷款中短期贷款占比明显上升依旧体现了今年中小企业信贷需求旺盛，商业银行主动加大中小企业的信贷支持力度的结果。
- 本月居民长期贷款增量绝对数仍有 1700 余亿（虽比 1 月增量低，但仍高于 2010 年下半年月度水平），我们仍然认为这是前期住房贷款陆续放款所致，仍然维持前期“预计 3 月之后的居民中长期贷款增量会出现下降趋势”的判断。
- 在当前信贷控制的背景下，票据利率仍旧维持在较高水平，但量在持续减少，我们认为这是分别由供需决定的：一方面银行受到信贷规模限制开票意愿明显下降，即供给决定利率走高，而另一方面开票成本较高对企业的开票意愿也有影响，需求减少导致增量减少。

图表 9：历年新增信贷占比季度分布



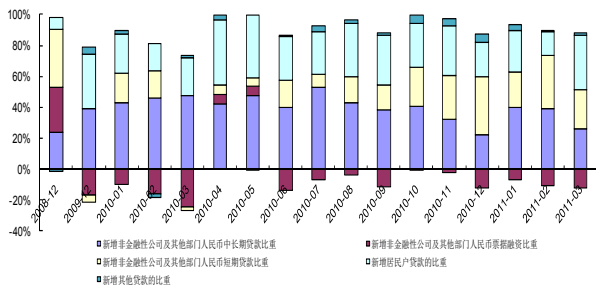
来源：齐鲁证券研究所

图表 10：当月新增信贷



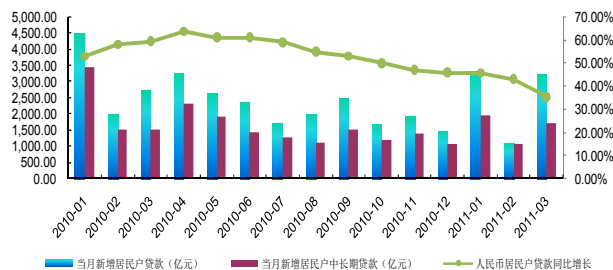
来源：齐鲁证券研究所

图表 11：当月新增信贷结构



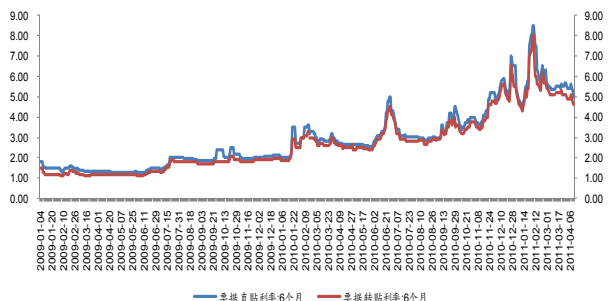
来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 12：居民户贷款情况



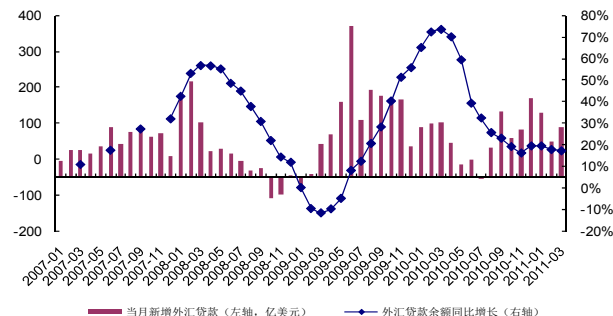
来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 13：票据贴现利率维持较高水平



来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 14：外汇贷款情况



来源：央行，齐鲁证券研究所

存款大幅增长，定期化得到验证，贷存比回落

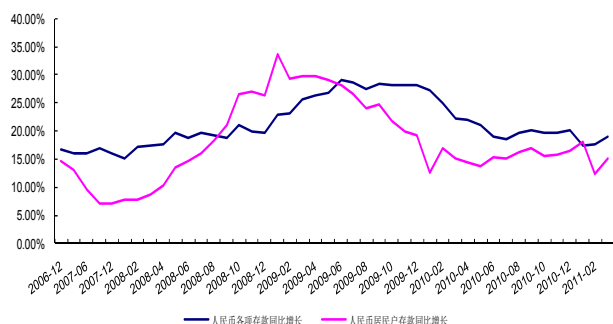
- 2011Q1 人民币存款增加 3.98 万亿元，3 月单月新增量为 2.68 万亿，其中居民户和企业存款分别增加 1 和 1.2 万亿，均出现明显增加，而财政行存款下降 2300 亿元。存款在 3 月出现大幅增加的主要原因可能和贷存比考核有关（不一定完全是季末冲规模导致的，因为日均贷存比监测已经存在），是否有其他原因我们仍需做进一步确认。
- 由于 CPI 高企及加息通道，企业存款和居民户存款均出现了明显的定期化趋势，这和我们之前的判断一致。而我们预计企业存款的定期化更为明显的原因是今年有很多企业加大了资金管理力度，要求资金闲置一定期限以上（如 6 个月），必须转为定期存款管理。
- 存款增量明显上升，而贷款增量平稳，故贷存比继续回落。截至 3 月末，本外币和人民币的贷存比分别回落至 68% 和 66%，负债压力有所缓解，这也对我们前面认为的“日均贷存比监管不会对商业银行 Q2 的经营产生明显影响”提供了支持。

M1 增速和 M2 增速均有回升

- 截至 3 月末，M1 和 M2 的增速分别为 15.0% 和 16.6%，分别较上月回升 0.5 个百分点和 0.9 个百分点。

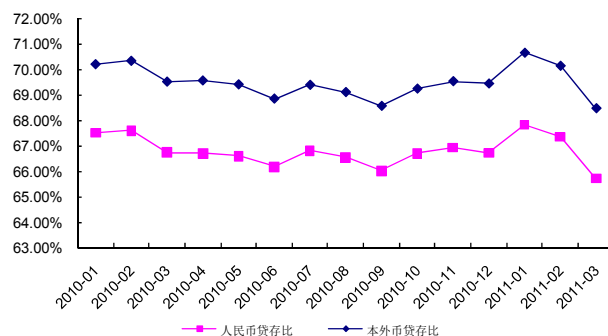
- M1 增速回升主要是企业存款定期化的趋势较上月略有缓解，可能是经济活跃度有所提升。M2 增速回升主要是居民存款增加及外汇占款快速增长。
- M1 和 M2 的增速差收窄至-1.6 个百分点，货币流通速度仍在下降，剪刀差还没有出现。

图表 15：各类存款增速



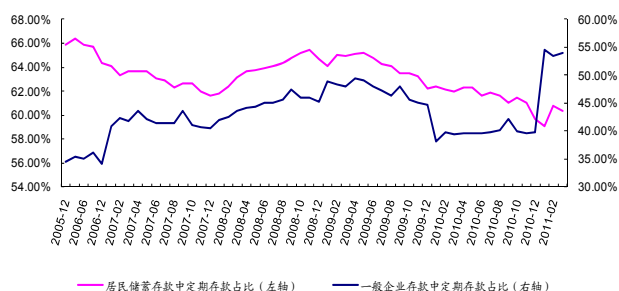
来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 16：金融机构贷存比



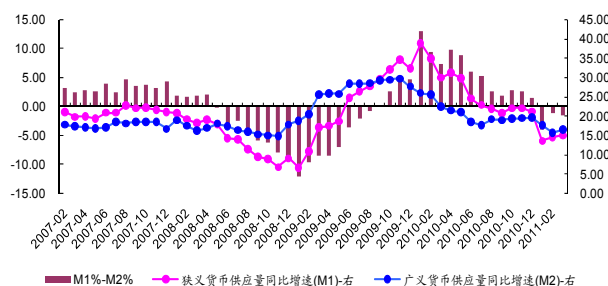
来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 17：2011Q1 存款定期化



来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 18：M1 和 M2 增速均小幅回升



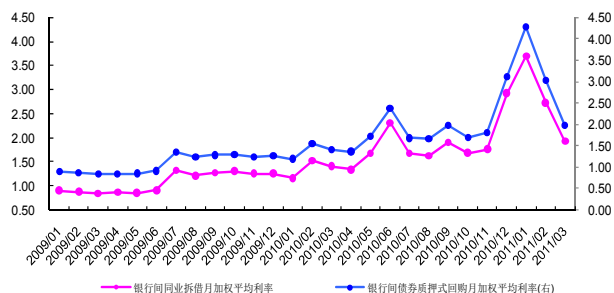
来源：央行，齐鲁证券研究所

银行间市场流动性紧张态势大幅缓解，利率回归正常

- 市场利率已经回落至去年 11 月水平，银行间市场流动性回归至正常。3 月份银行间市场同业拆借月加权平均利率为 1.93%，质押式债券回购月加权平均利率为 1.98%，分别较上月回落 80 和 104 个 BP。从银行间短期拆借利率的日走势上看，在上调存款准备金率缴款日（3 月 25 日）当周利率有小幅反弹后，其余时间均处在低位波动，同样显示持续 2-3 个月的流动性紧张态势大幅缓解，利率已回归至正常水平。
- 3 月期和 1 年期 SHIBOR 利率在 4 月 8 日加息前后有小幅上升后呈现平稳。1 年期 SHIBOR 仍呈现上升趋势，主要原因在于通胀高企及加息预期。
- 公开市场资金净回笼趋势不改。除清明节假期当周外，3 月下旬至目前，央行在公开市场的回笼力度均在 1000 亿左右，净回笼趋势不改。
- 但短期正回购及 3 月期央票发行量较大导致 4-6 月公开市场到期资金剧

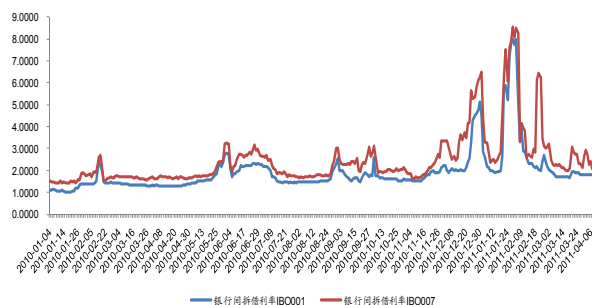
增，存款准备金仍有上调可能。公开市场 4-6 月到期限分别为 9110 亿，4720 亿和 5180 亿。由于 3-4 月公开市场较为频繁的采取期限较短的正回购和 3 月期央票使得 5-6 月份的资金回笼压力也较之前明显增加。我们认为这种“拆东墙补西墙”的做法实际回收效果有限，并对后续月份调控形成压力，且考虑央行的回笼资金成本，我们依然认为后续存在继续上调存款准备金率的可能。

图表 19：银行间同业拆借和回购利率



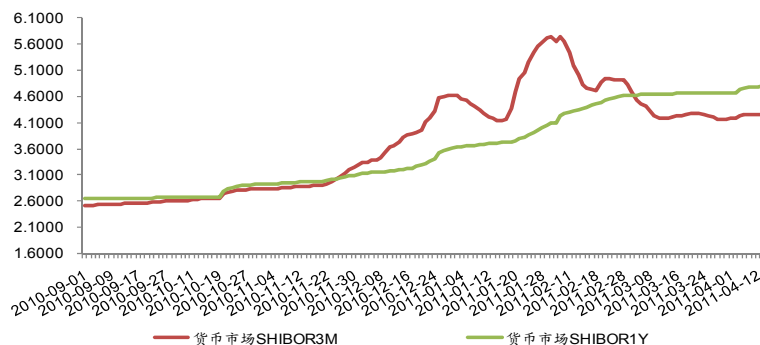
来源：央行，齐鲁证券研究所

图表 20：银行间市场 1 天和 7 天拆借利率走势



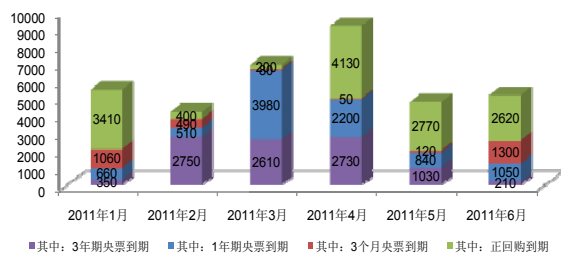
来源：WIND，齐鲁证券研究所

图表 21：SHIBOR-3M 和 1Y 利率走势



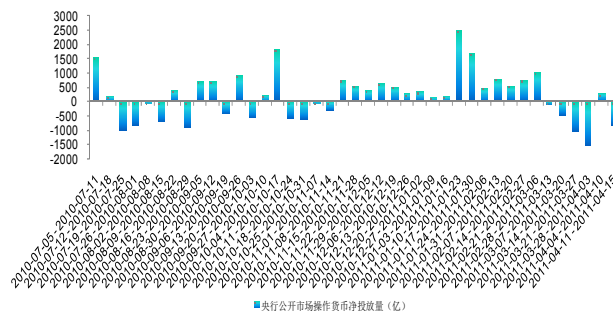
来源：WIND，齐鲁证券研究所

图表 22：2011 上半年各月公开市场到期量



来源：齐鲁证券研究所

图表 23：近期公开市场操作



来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机:13641659577
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308