

关注社会融资总量的内含

中性维持

投资要点:

- 社会融资总量背后的意义: 金融脱媒和表外业务
- M1 增速回暖至 15%, 企业人民币活期存款占比突降
- 二季度净息差有压力, 但不改加息周期行业投资价值

报告摘要:

- **社会融资总量新鲜出炉。**数据显示: 社会融资总量与 GDP 存在稳定的长期均衡关系, 二者相关系数高达 0.85。社会融资总量占比 GDP 从 2002 年 16.7% 上升至 2010 年的 35.9%, 体现了近几年金融对实体经济的全面支持。
- **代表企业活跃度的指标 M1 增速显著回升至 15%, 环比提高, 仍好于 2009 年水平。**贷款增速至 17.9%。中长期贷款占新增贷款比例 62.2%, 环比下降 8.6 个百分点。短期贷款占比提升利于加息周期中贷款提前重定价, 利于 NIM 改善。
- **企业存款和居民存款在春节后增加, 超过年前水平, 基本上是 2010 年以来的单月高值, 这说明加息已经吸引部分存款回流, 吸储压力有所减轻。**
- **投资建议:** 我们维持二季度策略观点: 基于净息差的历史视角重点推荐民生银行、招商银行、华夏银行, 基于净息差的未来 (二季度) 视角, 从存贷款结构调整将引发的一季度净息差弹性看, 北京、兴业、建行和中信银行会有较好表现。整个加息周期中, 招行和民生会有不错的业绩表现。中长期看好农行。深发展是我们二季度重点推荐品种: 一季报业绩超预期、两行整合近在眼前, 平安入主后将弥补存款不足的劣势。

重点公司	股价	10EPS	11EPS	11BVPS	12BVPS	评级
民生银行	6.01	0.66	0.84	4.58	5.40	增持
招商银行	14.65	1.19	1.54	7.51	9.05	增持
农业银行	2.88	0.29	0.36	1.98	2.35	增持
深发展	17.86	1.80	2.26	11.01	13.18	增持
建设银行	5.18	9.60	8.28	1.63	1.42	增持
华夏银行	12.99	10.82	8.07	1.42	1.25	增持

金融地产行业研究组

分析师:

黄立军 (S1180209070180)

联系人:

张继袖

电话: 010-88085227

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数 (家)	16
总市值 (亿元)	66090
流通市值 (亿元)	32715
重点公司 (家)	16
重点公司占行业市值比重	100

相关研究

- 1 《宏源证券*公司研究: 中信银行: 信贷成本小幅上升利于释放风险——年报点评*银行*601998*张继袖》, 2011.4
- 2 《宏源证券*行业研究: 需求会使银行转嫁负面影响——上调存准率点评*银行**张继袖》, 2011.4
- 3 《宏源证券*公司研究*深发展: 业绩超预期将引发补涨*银行*000001*张继袖》, 2011.4
- 4 《宏源证券*行业研究*银行业: 行业平均净息差上行 4 个 BP——加息点评*银行**张继袖》, 2011.4

目录

一、宏观数据分析	4
(一) 社会融资总量新鲜出炉	4
(二) M1 增速回落至 13.6%	6
(三) 贷款增速回落	6
(四) 企业人民币活期存款突降	9
(五) 银行间市场交易活跃，利率上升	11
(六) 外汇储备增加	11
二、银行业月度市场表现	12
(一) 月度行业和个股涨跌幅	12
(二) 估值	14
三、投资建议和组合	15

插图

图 1: 社会融资总量与 GDP 的关系	4
图 2: MI 增速低于 M2 增速约 1.6 个百分点	6
图 3: MI 月度增加 7155 亿元, 环比增加 1.12 万亿元	6
图 4: 3 月新增贷款 6794 亿	7
图 5: 3 月贷款增速 17.9%	7
图 6: 非金融性公司及其他贷款增加 3589 亿元, 居民贷款增加 3193 亿元	8
图 7: 中长期贷款月度增加 4091 亿元, 同比减少 2598 亿元	8
图 8: 中长期贷款占比 60.21%, 环比下降 8.61 个百分点	8
图 9: 非金融性公司存款增加 1.21 万亿元, 居民存款增加 1.02 万亿	9
图 10: 人民币活期存款增速与上证指数有一定的相关性	9
图 11: 外汇活期存款与上证指数有一定的相关性	10
图 12: 企业人民币活期存款占比突降	10
图 13: 银行间市场利率下行	11
图 14: 外汇储备增速从底部回升至 24.4%, 达到 3 万亿美元	11
图 15: 人民币小幅升值	12
图 16: 一级行业 3 月涨跌幅	13
图 17: 上市银行 3 月初以来涨幅	13
图 18: 银行市值与上证市值走势	13
图 19: 银行板块成交金额占比上证指数	14
图 20: 银行板块估值历史	14
图 21: 银行板块与上证指数估值差	14

表格

表 1: 社会融资总量与宏观经济变量的相关系数	4
表 2: 2002 年和 2010 年社会融资总量与 GDP	5
表 3: 2002 年-2010 年社会融资总量结构变化	5
表 4: 2011 年一季度社会融资规模总量变化	5
表 5: 2011 年一季度社会融资规模结构变化	5
表 6: 上市银行估值	15
表 7: 二季度重点股票	15

一、宏观数据分析

(一) 社会融资总量新鲜出炉

今年一季度的央行金融统计报告出现的一个显著变化就是增加了社会融资规模，背景主要是近年来，我国金融总量快速扩张，金融结构多元发展，金融产品和融资工具不断创新，证券、保险类机构对实体经济资金支持加大，商业银行表外业务对贷款表现出明显替代效应。新增人民币贷款已不能完全反映金融与经济关系，也不能全面反映实体经济的融资总量。

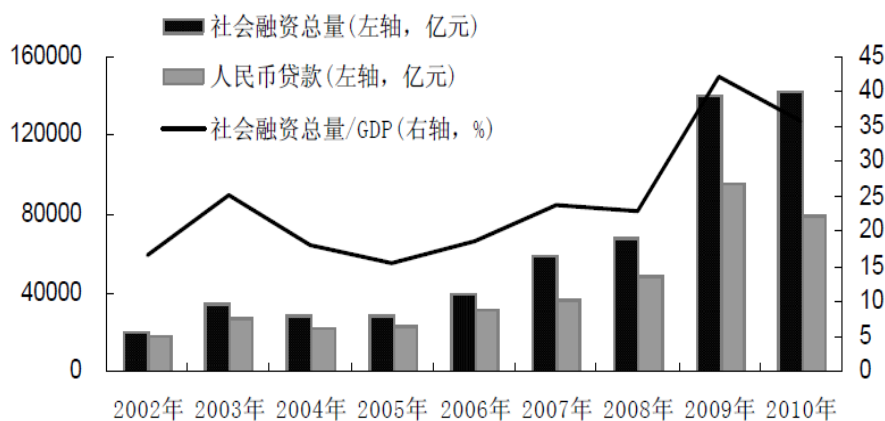
数据显示：社会融资总量与 GDP 存在稳定的长期均衡关系，二者相关系数高达 0.85。社会融资总量占比 GDP 从 2002 年 16.7% 上升至 2010 年的 35.9%，体现了近几年金融对实体经济的全面支持。

从结构上看，金融脱媒越来越明显。贷款占社会融资总量的比重有逐步下降的趋势，而表外业务占比逐渐提高，也成为银行逃避监管的主要手段之一。从控制金融风险角度看，社会融资总量这个概念也是有意义的。

今年一季度，企业债融资增速 70%，显示出债券市场巨大的发展空间以及在严格的信贷管制下，企业发债意愿增强；委托贷款增长 110.79%，成为银行规避监管的妙招，也为银行非息收入增长贡献力量。从这个角度看，虽然央行严控银行信贷，但是社会融资总量并没有显著下降，也保证了实体经济对货币和需求，同时导致通胀居高难下（社会融资总量与 CPI 的相关系数大于贷款与 CPI 的相关系数）。

对于社会融资总量这个指标，我们建议关注金融脱媒和委托贷款，这将对银行业绩有重要影响。

图 1：社会融资总量与 GDP 的关系



资料来源：央行，宏源证券

表 1：社会融资总量与宏观经济变量的相关系数

指标/相关系数	社会融资总量	新增人民币贷款
GDP	0.85	0.73
消费	0.75	0.63
投资	0.78	0.65
工业	0.68	0.55
CPI	0.65	0.54

资料来源：央行，宏源证券

表 2: 2002 年和 2010 年社会融资总量与 GDP

亿元	2002	2010
社会融资规模	20000	142700
社会融资规模占比 GDP	16.70%	35.90%

资料来源: 央行, 宏源证券

表 3: 2002 年-2010 年社会融资总量结构变化

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
人民币贷款	92	81	78.8	82.1	79.3	61.3	71.5	68.1	55.6
外币贷款 (折合人民币)	3.7	6.7	4.8	3.7	2.5	4.9	0.9	6.6	2.9
委托贷款	0.9	1.8	11.1	3.4	4.7	5.7	6.2	4.8	7.9
信托贷款	-	-	-	-	2.1	2.9	4.6	3.1	2.7
银行承兑汇票	-3.5	5.9	-1	0.1	3.8	11.3	1.6	3.3	16.3
企业债券	1.6	1.6	1.8	7	2.1	3.9	8.1	9.2	8.4
非金融企业股票	3	1.6	2.3	1.2	3.4	8.1	4.9	3.2	4.1
保险公司赔偿	2.1	1.5	2.1	2.5	2.1	1.8	2.2	1.2	1.3
保险公司投资性房地产	-	-	-	-	-	0.1	0.1	0.1	0.1
其他	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源: 央行, 宏源证券

表 4: 2011 年一季度社会融资规模总量变化

亿元	2011Q1-3	2010Q1-3	yoy%
社会融资规模	41900	45155	-7.21
社会融资规模占比 GDP			
占社会融资规模			
人民币贷款增加	22400	25924	-13.59
外币贷款折人民币增加	1474	1931	-23.67
企业债融资	4551	2677	70.00
非金融企业股票融资	1558	1249	24.74
银行承兑汇票	7611	9082	-16.20
委托贷款	3204	1520	110.79
信托贷款	91	2138	-95.74

资料来源: 央行, 宏源证券

表 5: 2011 年一季度社会融资规模结构变化

	2011Q1-3	2010Q1-3	yoy
人民币贷款	53.46%	57.41%	-3.95%
外币贷款	3.52%	4.28%	-0.76%
企业债券	10.86%	5.93%	4.93%
非金融企业境内股票融资	3.72%	2.77%	0.95%
银行承兑汇票	18.16%	20.11%	-1.95%
委托贷款	7.65%	3.37%	4.28%
信托贷款	0.22%	4.73%	-4.52%

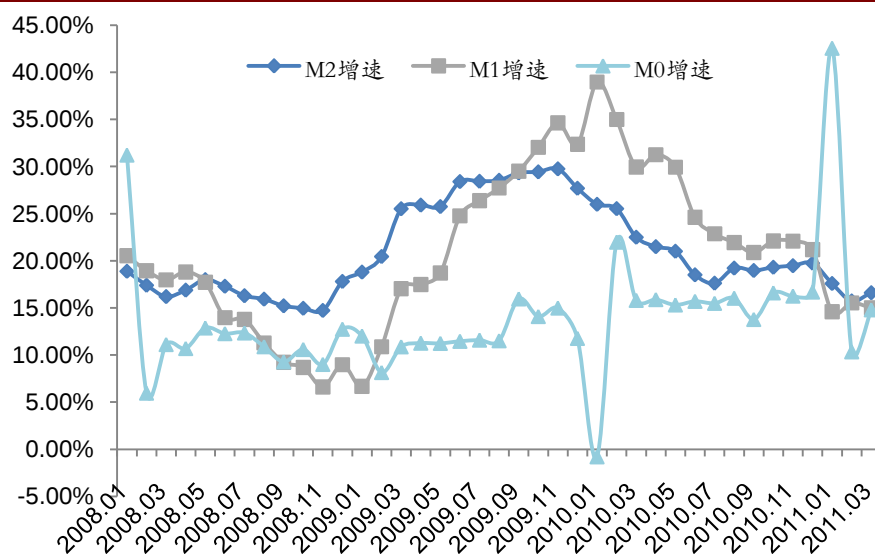
资料来源: 央行, 宏源证券

(二) M1 增速回落至 13.6%

2011 年 3 月末, 广义货币(M2)余额 75.81 万亿元, 同比增长 16.6% (央行表示 M2 目标是 16%), 比上月末高 0.9 个百分点, 比上年末低 3.1 个百分点; 狭义货币(M1)余额 26.63 万亿元, 同比增长 15.0%, 比上月末高 0.5 个百分点, 比上年末低 6.2 个百分点; 流通中货币(M0)余额 4.48 万亿元, 同比增长 14.8%。一季度净投放现金 257 亿元, 现金投放回笼正常。

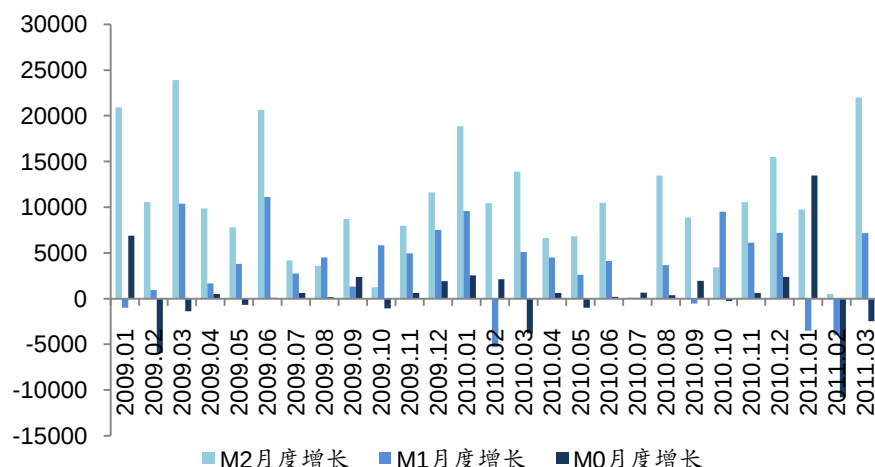
代表企业活跃度的指标 M1, 其增速显著回升至 15%, 环比提高, 仍好于 2009 年水平。M1 的回落是控制通胀的结果。

图 2: M1 增速低于 M2 增速约 1.6 个百分点



资料来源: 央行, 宏源证券

图 3: M1 月度增加 7155 亿元, 环比增加 1.12 万亿元



资料来源: 央行, 宏源证券

(三) 贷款增速回落

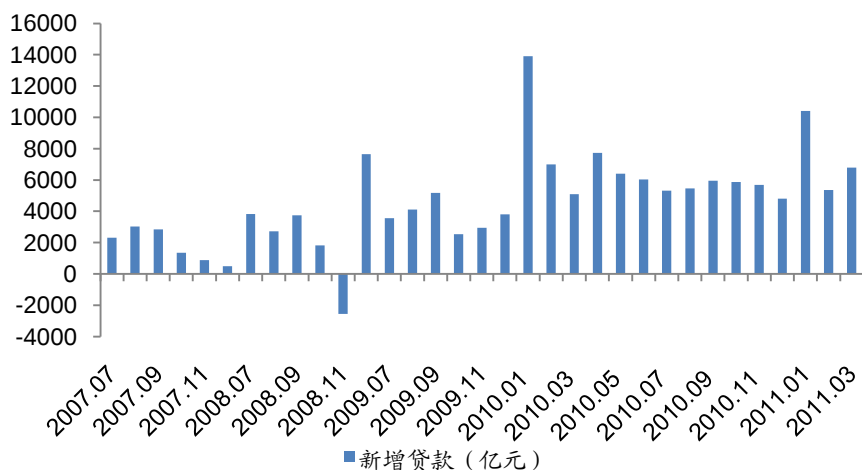
3 月末, 金融机构本外币各项贷款余额为 52.61 万亿元, 同比增长 17.6%。人民币各项贷款余额 49.47 万亿,

同比增长 17.9%，按央行口径，比上月末高 0.2 个百分点。按央行口径，当月人民币各项贷款增加 6794 亿元，同比多增 1727 亿元，环比多增 1438 亿元。

分部门看，居民户贷款增加 3306 亿元，环比多增 1802 亿元，同比少增 1196 亿元；非金融公司及其他部门贷款增加 6905 亿，同比少增 2510 亿元，环比多增 3608 亿。

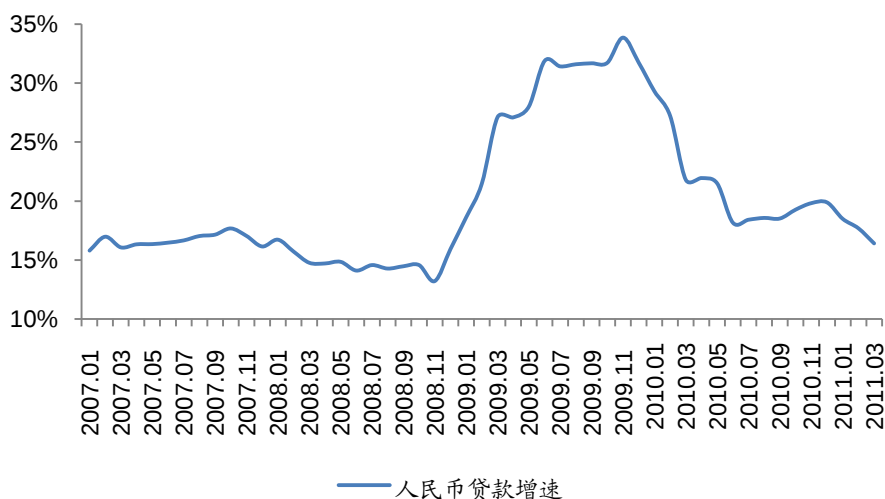
从期限看，3 月短期贷款增加 3708 亿，环比多增 1368 亿元；中长期贷款增加 4091 亿，环比多增 405 亿元。中长期贷款占新增贷款比例 62.2%，环比下降 8.6 个百分点。

图 4：3 月新增贷款 6794 亿



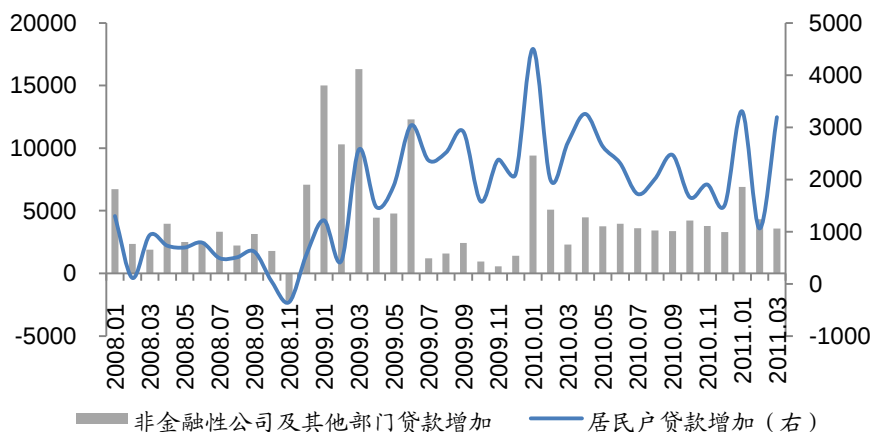
资料来源：央行，宏源证券

图 5：3 月贷款增速 17.9%



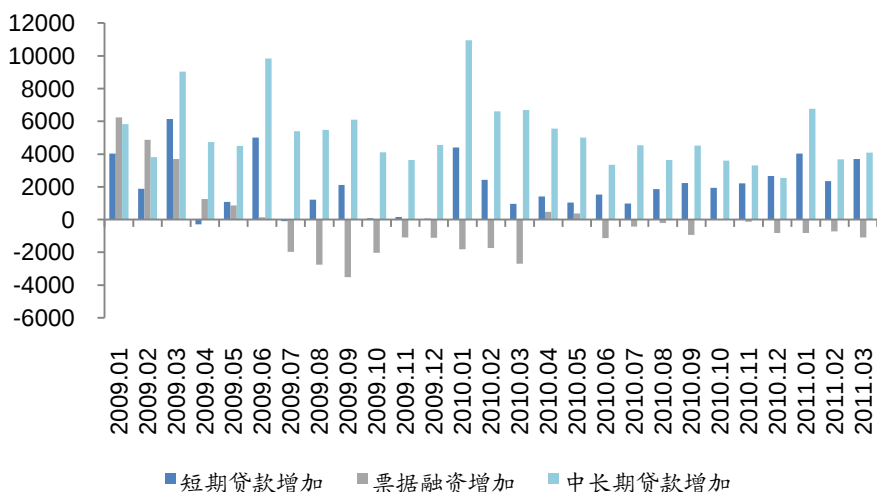
资料来源：央行，宏源证券研究所

图 6: 非金融性公司及其他贷款增加 3589 亿元, 居民贷款增加 3193 亿元



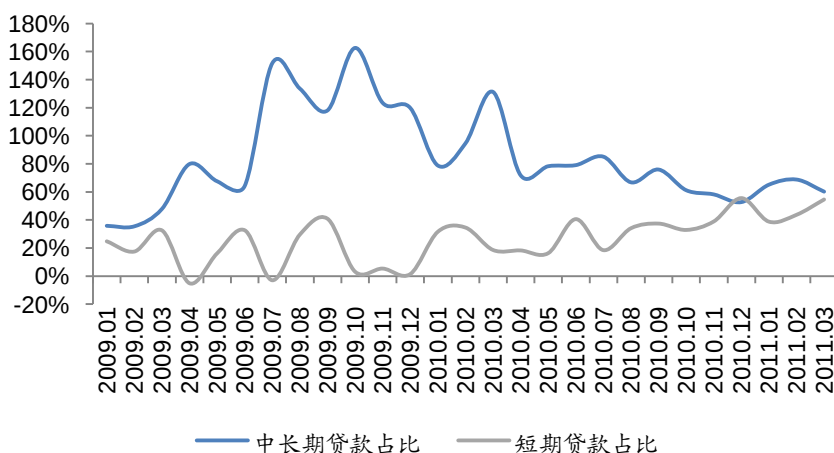
资料来源: 央行, 宏源证券研究所

图 7: 中长期贷款月度增加 4091 亿元, 同比减少 2598 亿元



资料来源: 央行, 宏源证券

图 8: 中长期贷款占比 60.21%, 环比下降 8.61 个百分点



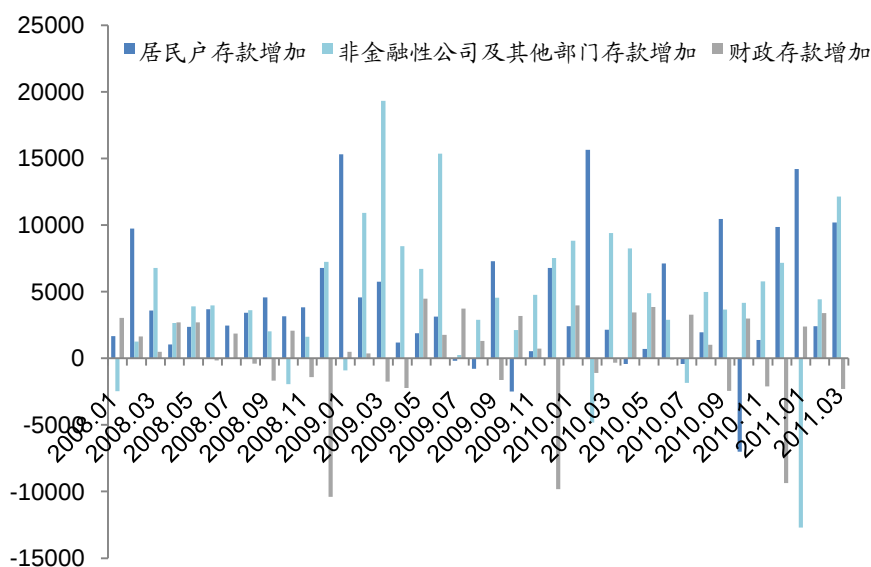
资料来源: 央行, 宏源证券

(四) 企业人民币活期存款突降

3月末, 金融机构本外币各项存款余额为 76.84 万亿, 同比增长 18.7%。人民币各项存款余额为 75.28 万亿, 同比增长 19%, 比上月末高 1.4 个百分点。当月人民币各项存款增加 2.68 万亿元, 同比多增 1.12 万亿。

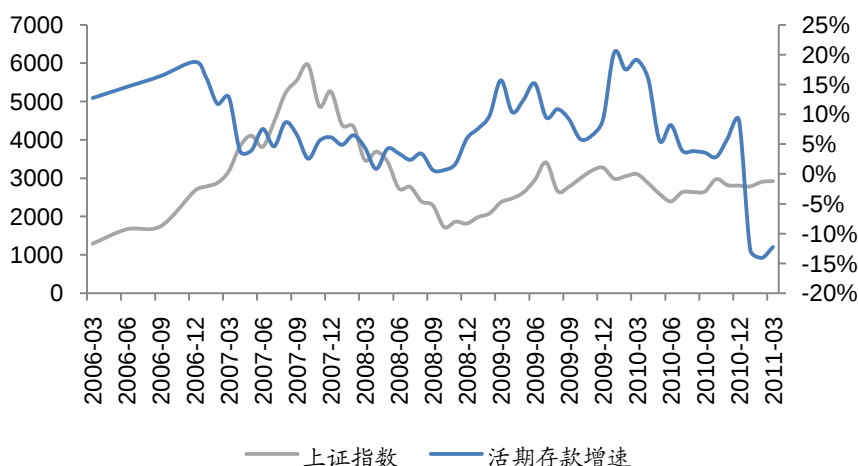
分部门看, 居民户存款增加 1.02 万亿, 环比增加 7798 亿元, 同比多增 8051 亿元; 非金融性公司存款增加 1.21 亿元, 环比多增 7712 亿元, 同比多增 2731 亿元。财政存款减少 2306 亿元。3 月末外币存款余额 2369 亿美元, 同比增长 9.4%, 一季度外币存款增加 112 亿美元。

图 9: 非金融性公司存款增加 1.21 万亿元, 居民存款增加 1.02 万亿



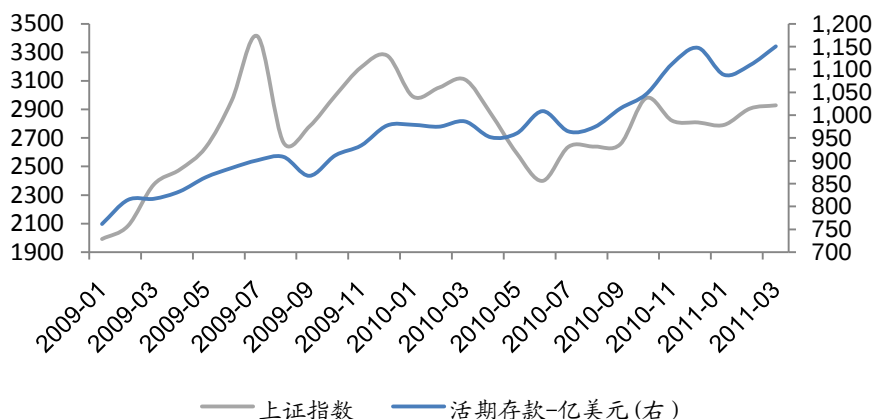
资料来源: 央行, 宏源证券研究所

图 10: 人民币活期存款增速与上证指数有一定的相关性



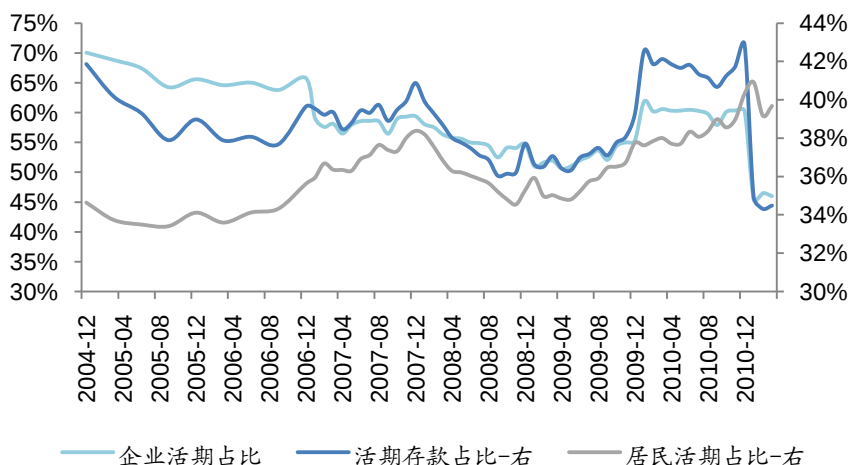
资料来源: 央行, 宏源证券研究所

图 11: 外汇活期存款与上证指数有一定的相关性



资料来源: 央行, 宏源证券研究所

图 12: 企业人民币活期存款占比突降



资料来源: 央行, 宏源证券研究所

解读:

社会融资总量的出台, 使市场看清了金融脱媒日益严重, 未来指望贷款增速超预期变得越来越不现实 (除非再次爆发大规模危机, 再次依靠信贷拉动经济); 银行的表外业务红红火火, 一方面是实体经济有需求, 银行只有规避监管, 通过表外业务满足经济对货币的渴望, 另一方面创造了非息收入。中国的证券市场发展空间巨大, 前景一片光明, 从未来角度看, 积极开展货币市场和债券市场业务的上市银行值得关注。

从货币供应量看, M1 增速继续低于 M2, 活期存款占比下降, 控制通胀的手段使得 M1 增速继续回落, 仍需要关注经济活力。

2011 年一季度新增人民币贷款 2.24 万亿, 如果全年按 7.5 万亿新增贷款计算, 一季度占比 29.87%, 接近 30% 的目标。但表外业务增长迅速, 未在新增统计口径。

为了便于加息周期的贷款重定价, 短期贷款占新增贷款的比例提高到 54.6%, 比 2 月高 11 个百分点, 说明银行主动调整贷款期限, 有利于改善净息差。2 月和 4 月的加息使得存款利率即时调整, 而短期贷款利率将在短贷合同到期后调整, 预计从 7 月开始, 一部分短期贷款将重定价。所以, 我们觉得净息差在二季度有压力, 三季度会好于二季度。

企业存款和居民存款在春节后增加, 超过年前水平, 基本上是 2010 年以来的单月高值, 这说明加息已经吸

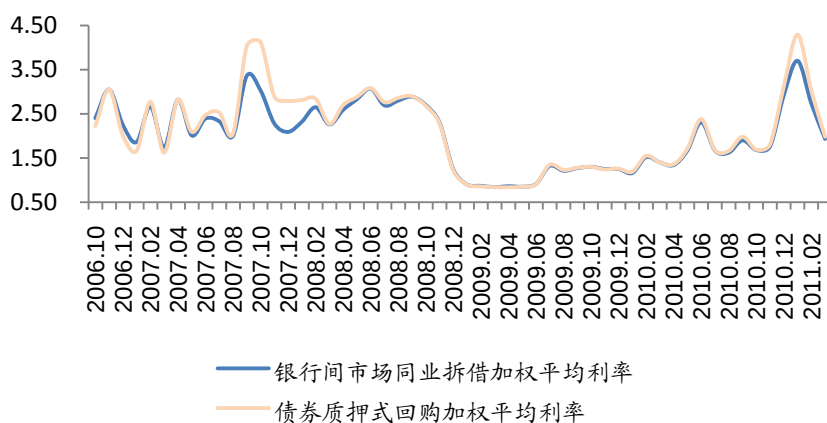
引部分存款回流，吸储压力有所减轻。2007 年大牛市时，活期存款占比达到 39-40%，而在 2008 年股市在 2000 点附近时，活期存款占比为 36-37%，2009 年 11 月-2010 年 12 月活期存款占比一直在 39%-42%之间，今年以来活期存款占比出现大幅下降，对净息差构成压力的同时也说明指数下跌空间有限。

（五）银行间市场交易活跃，利率上升

一季度，银行间市场人民币交易累计成交 40.09 万亿元，日均成交 6681 亿元，日均同比多成交 1155 亿元，同比增长 20.9%。

3 月份银行间市场同业拆借月加权平均利率为 1.93%，比上年 12 月份回落 0.99 个百分点；质押式债券回购月加权平均利率为 1.98%，比上年 12 月份回落 1.14 个百分点。

图 13：银行间市场利率下行

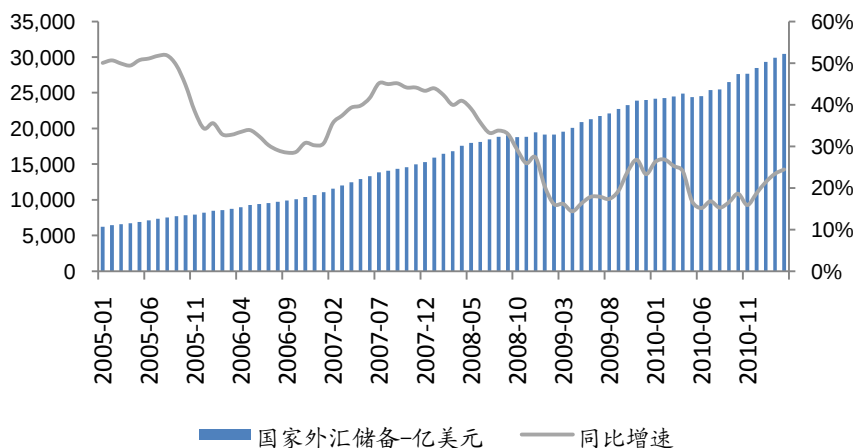


资料来源：央行，宏源证券研究所

（六）外汇储备增加

2011 年 3 月末，国家外汇储备余额为 30447 亿美元，同比增长 24.4%。3 月末人民币汇率为 1 美元兑 6.5564 元人民币。

图 14：外汇储备增速从底部回升至 24.4%，达到 3 万亿美元



资料来源：央行，宏源证券研究所

图 15: 人民币小幅升值


资料来源: 央行, 宏源证券研究所

解读:

3 月份银行间市场同业拆借加权平均利率和质押式债券回购月加权平均利率大幅下降, 人民币继续稳定的小幅升值, 外汇储备增加, 流动性紧缩局面有所好转。

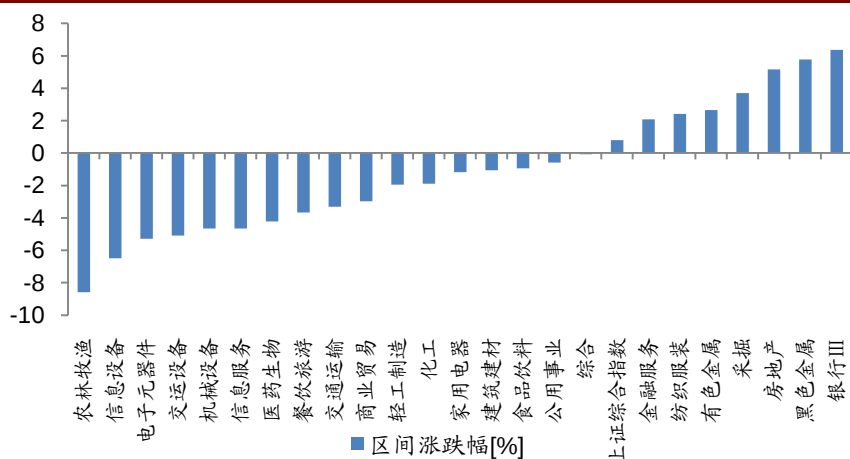
二、银行业月度市场表现

(一) 月度行业和个股涨跌幅

银行指数 3 月上涨 6.36%, 4 月 1 日至 22 日上涨 4.20%, 同期上证指数上涨 0.79% 和 2.81%, 银行指数继续跑赢大盘。和申万一级行业比, 3 月 1 日至今银行涨幅只是逊色于黑色金属, 好于大多数行业; 3 月 1 日至今银行板块换手率最低, 只有 7.46%。从个股涨跌幅看, 3 月 1 日至今, 民生银行、华夏银行、招商银行和浦发银行涨幅居前, 光大银行和北京银行居后。4 月份以来, 深发展、民生银行和浦发银行领涨。

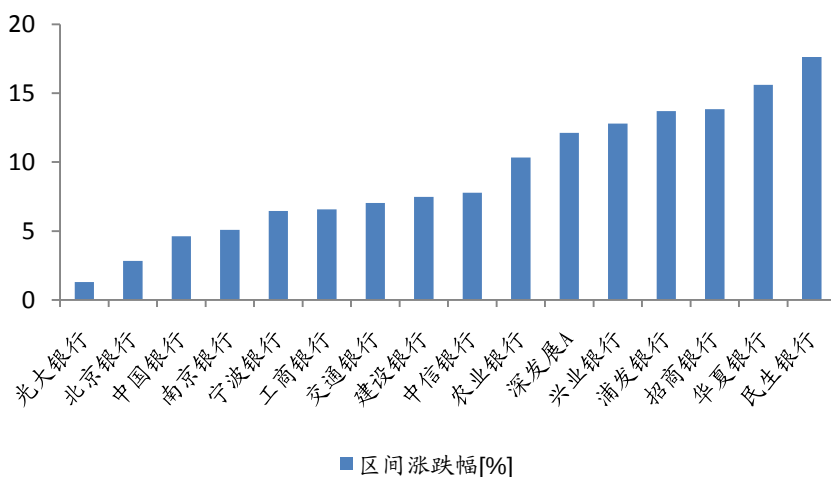
从银行板块市值变化看, 截至 4 月 22 日, 银行总市值占上证总市值的 28%, 流通市值占比 20.76%, 成交金额占上证指数 5.17%。

图 16: 一级行业 3 月涨跌幅



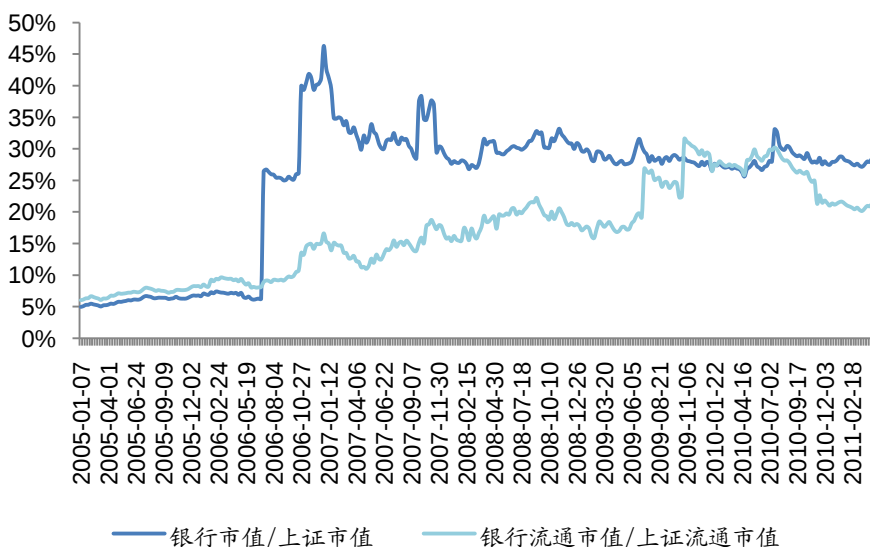
资料来源: wind, 宏源证券研究所

图 17: 上市银行 3 月初以来涨幅



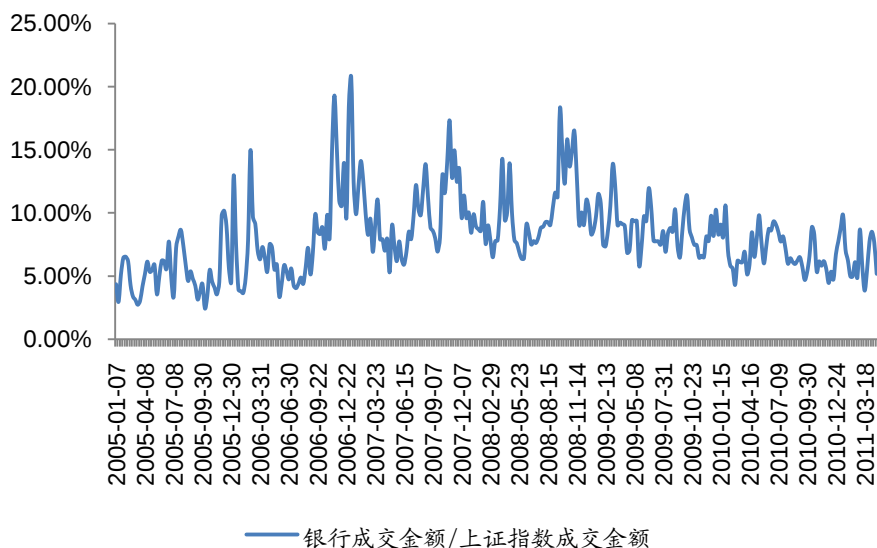
资料来源: wind, 宏源证券

图 18: 银行市值与上证市值走势



资料来源: wind, 宏源证券

图 19: 银行板块成交金额占比上证指数



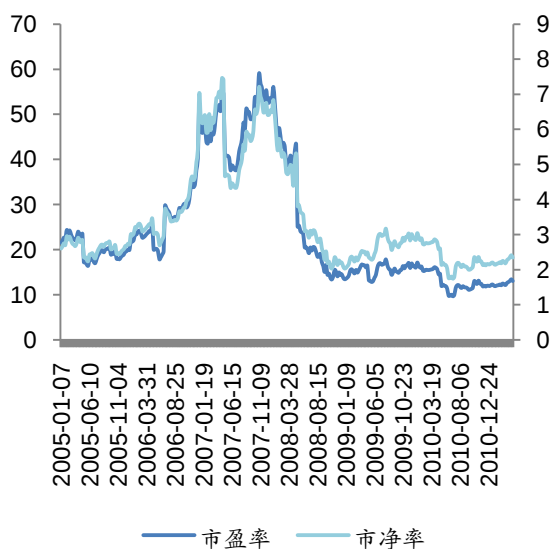
资料来源: wind, 宏源证券

(二) 估值

截至 4 月 22 日, 银行板块静态 PE 和 PB 分别是 13.02X 和 2.34X, 上证指数的 PE 和 PB 为 23.06X 和 3.08X, 银行估值仍然处在折价之中。

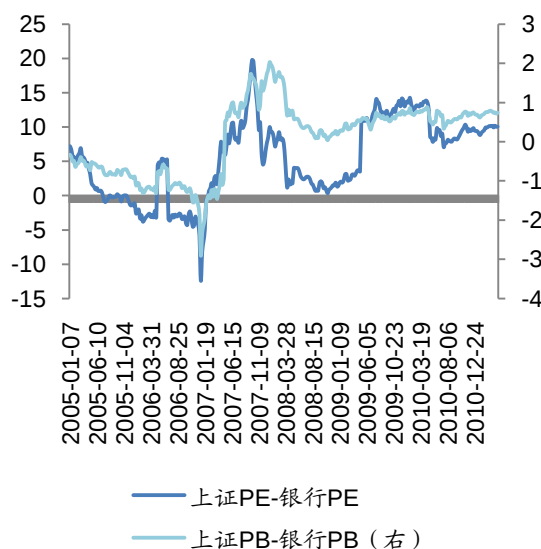
从银行估值历史看, 目前静态的 PB 和静态 PE 也不算贵, 从动态看, 保守估计行业 2011 年的净利润增长 25-30%, 2011 年行业 PE9.17 倍, PB 为 1.66 倍, 安全边际非常高。

图 20: 银行板块估值历史



资料来源: wind, 宏源证券

图 21: 银行板块与上证指数估值差



资料来源: wind, 宏源证券

表 6: 上市银行估值

	收盘价	市盈率 (倍)				市净率(倍)			
	2011-4-24	09	10E	11E	12E	09	10E	11E	12E
深发展 A	17.86	12.37	9.91	7.91	6.21	3.04	1.86	1.62	1.35
宁波银行	13.37	26.45	16.59	11.94	7.94	3.96	2.42	2.11	1.79
浦发银行	14.45	15.69	10.81	10.99	8.78	3.05	1.69	1.81	1.83
华夏银行	12.99	17.24	10.82	8.07	8.78	2.14	1.83	1.42	1.25
民生银行	6.01	13.26	9.13	7.12	6.70	1.82	1.54	1.31	1.11
招商银行	14.65	17.34	12.27	9.52	7.57	3.41	2.36	1.95	1.62
南京银行	10.97	21.10	13.94	10.48	8.67	2.71	1.71	1.49	1.29
兴业银行	29.44	13.28	9.53	13.09	10.09	2.96	1.85	2.72	2.15
北京银行	11.99	13.25	10.98	9.91	7.75	1.99	1.76	1.41	1.23
交通银行	5.94	11.11	8.56	7.80	6.12	2.04	1.51	1.43	1.33
工商银行	4.54	12.32	9.59	8.03	6.50	2.35	1.93	1.66	1.43
建设银行	5.18	12.13	9.60	8.28	6.06	2.33	1.86	1.63	1.42
中国银行	3.39	11.71	9.06	7.62	6.87	1.84	1.47	1.33	1.20
中信银行	5.69	15.51	10.33	8.37	6.84	2.16	1.85	1.49	1.21
农业银行	2.88	14.39	9.86	8.02	6.61	2.73	1.73	1.45	1.23
光大银行	3.91	20.69	10.86	9.49	6.62	3.29	1.95	1.66	1.40
行业平均		15.49	10.74	9.17	7.38	2.61	1.83	1.66	1.43
国有大行平均		12.33	9.34	7.95	6.43	2.26	1.70	1.50	1.32
股份制银行平均		15.67	10.46	9.32	7.70	2.73	1.86	1.75	1.49
城商行平均		20.27	13.84	10.78	8.12	2.88	1.96	1.67	1.44

资料来源: 宏源证券

三、投资建议和组合

如我们预期, 进入 2011 年, 银行板块成为主流机构抢筹的重点, 源于良好的业绩, 我们认为只要影响银行业盈利的驱动因素没有发生变化, 即银行业业绩预期没有改变, 板块将在 2011 年持续受到市场关注, 但不排除媒体渲染会使板块出现技术性下跌, 我们维持二季度策略观点: 基于净息差的历史视角重点推荐民生银行、招商银行、华夏银行, 基于净息差的未来 (二季度) 视角, 从存贷款结构调整将引发的一季度净息差弹性看, 北京、兴业、建行和中信银行会有较好表现。整个加息周期中, 招行和民生会有不错的业绩表现。中长期看好农行。深发展是我们二季度重点推荐品种: 一季报业绩超预期、两行整合近在眼前, 平安入主后将弥补存款不足的劣势。

表 7: 二季度重点股票

重点公司	股价	10EPS	11EPS	11BVPS	12BVPS	评级
民生银行	6.01	0.66	0.84	4.58	5.40	增持
招商银行	14.65	1.19	1.54	7.51	9.05	增持
农业银行	2.88	0.29	0.36	1.98	2.35	增持
深发展	17.86	1.80	2.26	11.01	13.18	增持
建设银行	5.18	9.60	8.28	1.63	1.42	增持
华夏银行	12.99	10.82	8.07	1.42	1.25	增持

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

张继袖: 宏源证券研究所银行行业研究员，南开大学会计学博士。

主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、招商银行、华夏银行、浦发银行、民生银行、中信银行、深发展银行、兴业银行、北京银行、南京银行、宁波银行、光大银行

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。