

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

执业证书编号： S0490510120011

联系人： 杨靖凤 (8621)68751636 yangjf@cjsc.com.cn

经济景气度进一步下滑，货币政策或现调整

报告要点

■ 7月份信贷规模略低于市场预期，存款继续流失

12日，央行公布信贷数据情况：7月人民币信贷投放4926亿，人民币存款减少6687亿。当月新增信贷环比减少1413亿，同比减少402亿。居民当月新增贷款1762亿，环比减少636亿，同比多增42亿，其中短期居民新增贷款541亿，环比减少630亿，同比多增81亿，中长期居民新增贷款1221亿，环比增加41亿，同比少增39亿；非金融企业新增贷款3157亿，环比减少865亿，同比少增439亿，其中，企业短期新增贷款1313亿，环比减少1414亿，同比多增786亿，企业中长期新增贷款1042亿，环比增加97亿，同比少增2232亿；票据融资当月新增653亿，环比增加416亿，同比多增1089；7月扣除票据后的一般性贷款为4273亿，环比减少1829亿，同比少增8296亿，降幅较大。7月信贷规模增速虽略低于市场预期，但1至7月信贷投放46727亿符合信贷投放进度，本月信贷投放较少可能主要是受央行上调存准率以及监管严厉导致银行放贷能力减小的影响。短期贷款减少较多一方面是由于中长期贷款已经压缩较多，进一步压缩空间有限；另一方面，经济增长放缓，实体经济对短期贷款需求下降。票据融资增长较多主要是由于银行利用票据融资调整信贷资产流动性，使其可以根据存款情况进行信贷投放。

7月人民币存款余额同比增长16.3%，比上月末低1.3个百分点。当月人民币存款减少6687亿元，环比少增25787亿元，同比少增8166亿元，其中，住户存款减少6656亿元，环比少增16721亿元，同比少增6231亿；非金融企业存款减少4057亿元，环比少增8397亿元，同比少增2212亿；财政性存款增加4592亿元，环比多增5936亿元，同比多增1310亿。存款的环比大幅减少主要是因为住户存款和非金融企业存款大量减少，主要有以下几方面的原因：一、由于6月份银行为应对半年度考核加大揽储力度导致6月份存款基数过高，从而引致7月份存款季节性环比锐减；二、实际负利率情况依然严重，居民储蓄意愿低，资金被其他投资渠道分流；三、资金通过相关渠道进入银行同业市场，虽未体现在储蓄存款上，但资金仍在银行体系内。7月份财政存款环比增加主要是因为季节性因素。预计居民和企业存款在8月份将环比季节性增加，但财政存款8月份将环比季节性减少。

M1同比增速为11.60%，环比降低1.5个百分点，同比低11.3个百分点。M2同比增速为14.70%，环比增加1.2个百分点，同比低2.9个百分点。M2同比增速较低一方面是M2增长较慢，另一方面也受到口径调整影响，2011年M2口径略小于往年。7月份的（M1-M0）与（M2-M0）比值较上月下降，说明存款有定期化的趋势，本月比值改变以往上升的态势，主要是受6月份银行为冲时点银行加大揽储力度，时点过后，短期存款大量减少的影响。货币乘数小幅下降，升值预期强化，存准率上调可能性进一步降低

我们估算7月货币乘数为3.50，环比下降7个基点。今年以来超储率不断下降，二季度超储率环比下降0.7%，降至0.8%的历史低位，使得6月份的存准率上调对于货币乘数的影响明显。即时汇率与美元兑人民币NDF之差升至0.12以上，创出近期新高，人民币升值的预期有所强化。这主要是由于标普下调美国国债评级，全球金融市场动荡，为安抚市场，美联储表示将维持低利率至2013年，市场对美国进一步执行货币扩张政策的预期增强。7月存款季节性回

落，M2 增速低于调控目标，在经济局势复杂的情况下，存准率进一步上调的可能性降低。

■ 通胀拐点或现，外围动荡加大对经济增长的担忧，货币政策或松动

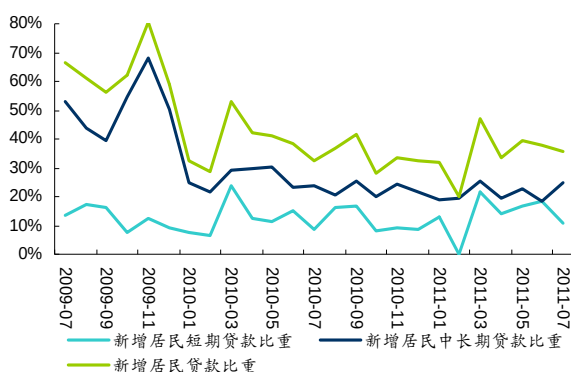
7 月 CPI 创出新高，达到 6.5%，但是下半年翘尾因素下降较快，猪肉价格出现下降趋势，大宗商品价格下跌，输入型通胀压力下降，预计通胀水平将逐步下降，对物价的调控将不再是货币政策的唯一重点。同时，欧美经济前景黯淡，全球金融市场动荡，对经济增长和金融安全的担忧再度升温。三季度货币政策或酝酿松动，但是由于存款回流情况不理想，商业银行信贷投放和货币创造能力受到限制，难以有效实施宽松政策。结合通胀走势（10 月份将回落至 5% 以下），我们认为四季度货币政策松动的概率较大。同比增速 M1-M2 进一步降低，显示经济正加速进入不景气状态，经济体内在通胀压力正在缓解，后续货币政策不应继续以数量调控为主。降低负利率，促进存款回流银行体系，提高货币乘数，恢复银行信用创造能力将成为货币政策松动的实质内容。

7 月份信贷规模增长较慢，略低于市场预期

12 日，央行公布信贷数据情况：7 月人民币信贷投放 4926 亿，人民币存款减少 6687 亿。当月新增信贷环比减少 1413 亿。居民当月新增贷款 1762 亿，环比减少 636 亿，其中短期居民新增贷款 541 亿，环比减少 630 亿，中长期居民新增贷款 1221 亿，环比增加 41 亿；非金融企业新增贷款 3157 亿，环比减少 865 亿，其中，企业短期新增贷款 1313 亿，环比减少 1414 亿，企业中长期新增贷款 1042 亿，环比增加 97 亿；票据融资当月新增 653 亿，环比增加 416 亿；6 月扣除票据后的一般性贷款为 4273 亿，环比减少 1829 亿，降幅较大。

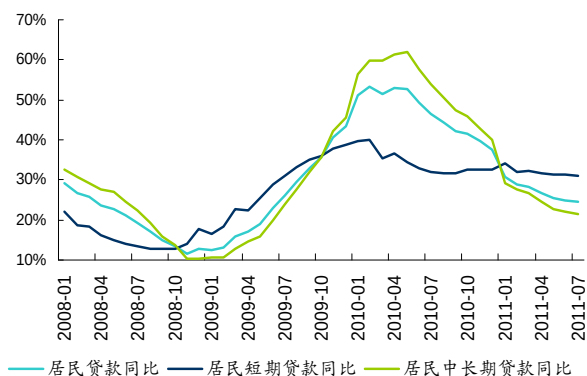
7 月信贷规模增速虽略低于市场预期，但 1 至 7 月信贷投放 46727 亿符合信贷投放进度，本月信贷投放较少可能主要是因为央行上调存准率以及监管严厉导致银行放贷能力减小的影响。短期贷款减少较多一方面是由于中长期贷款已经压缩较多，进一步压缩空间有限；另一方面，经济增长放缓，实体经济对短期贷款需求下降。票据融资增长较多主要是由于银行利用票据融资调整信贷资产流动性，使其可以根据存款情况进行信贷投放。

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

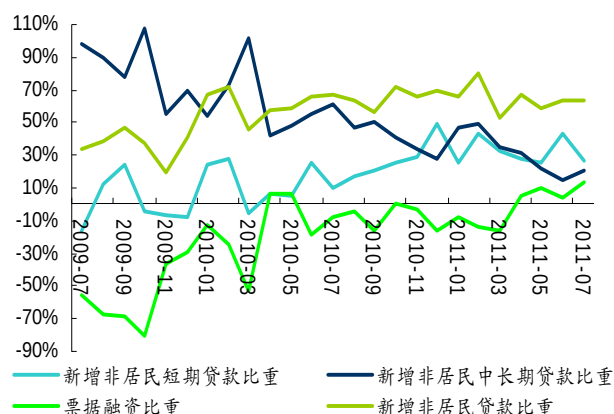
图 2：居民贷款同比增速（%）



资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

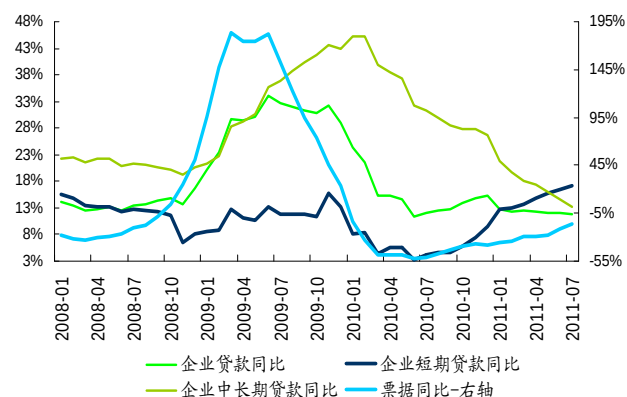
7 月居民贷款同比增长 24.45%，居民短期贷款同比增长 31.13%，居民中长期贷款同比增长 21.56%，企业贷款同比增长 11.76%，企业短期贷款同比增长 17.07%，企业中长期贷款同比增长 13.24%，票据同比-15.72%。重视零售业务成为银行发展趋势，信贷结构调整明显，居民贷款增速远高于企业贷款。

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

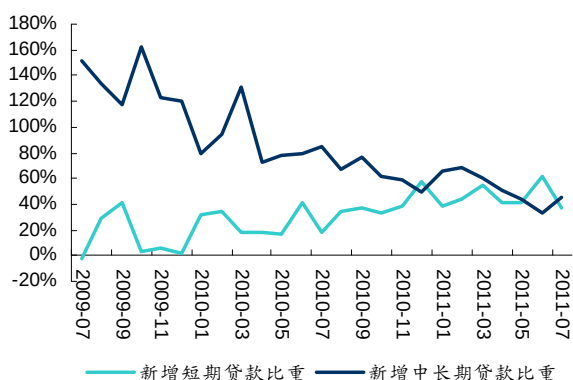
图 4: 企业贷款同比增速 (%)



资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

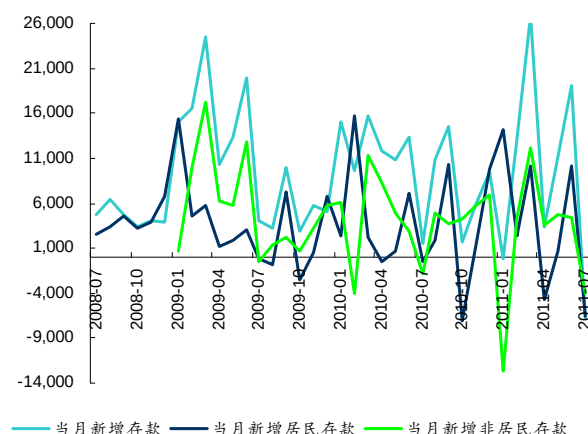
6 月人民币存款余额同比增长 16.3%，比上月末低 1.3 个百分点。当月人民币存款减少 6687 亿元，同比少增 8166 亿元，环比少增 25787 亿元，其中，住户存款减少 6656 亿元，环比少增 16721 亿元；非金融企业存款减少 4057 亿元，环比少增 8397 亿元；财政性存款增加 4592 亿元，环比多增 5936 亿元。

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)



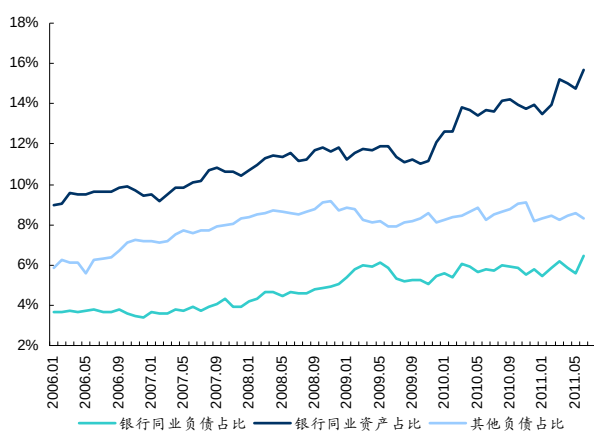
资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

存款的环比大幅减少主要是因为住户存款和非金融企业存款大量减少，主要有以下几方面的原因：一、由于 6 月份银行为应对半年度考核加大揽储力度导致 6 月份存款基数过高，从而引致 7 月份存款环比锐减；二、实际负利率情况依然严重，居民储蓄意愿低，资金被其他投资渠道分流；三、资金通过理财产品等渠道进入银行同业市场，虽未体现在储蓄存款上，但资金仍在银行体系内。

根据我们对其他存款性公司资产负债表的研究，在金融脱媒不断深化的情况下，资金通过理财产品等渠道成为商业银行的同业存款，扩大银行的负债规模，银行运用同业负债和其他应付款项配置同业资产，在无需缴存款准备金和风险加权资产低增长的情况下扩大资产负债规模，并赚取同业业务收益，提高风险加权资产收益率。该类同业资金不计入 M2，但资金仍在银行体系内，储蓄存款的减少并不意味着资金从银行体系流出。

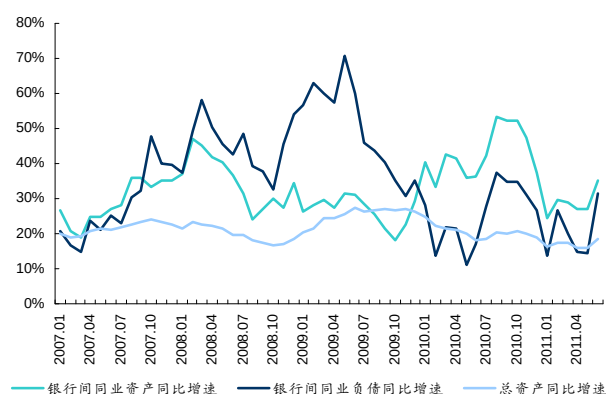
7 月份财政存款环比增加主要是因为季节性因素。预计居民和企业存款在 8 月份将环比季节性增加，但财政存款 8 月份将环比季节性减少。

图 7：同业业务占比提高



资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

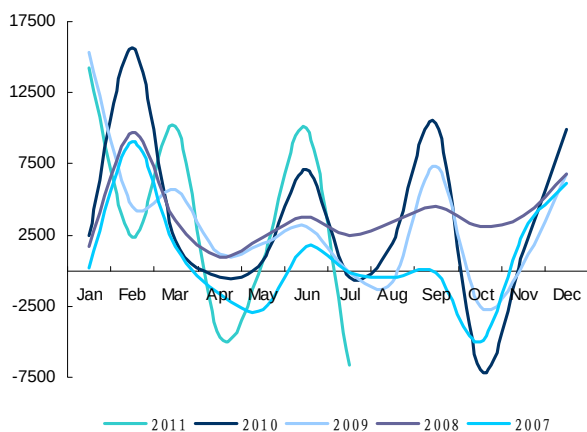
图 8：同业资产负债增速高于资产增速



资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

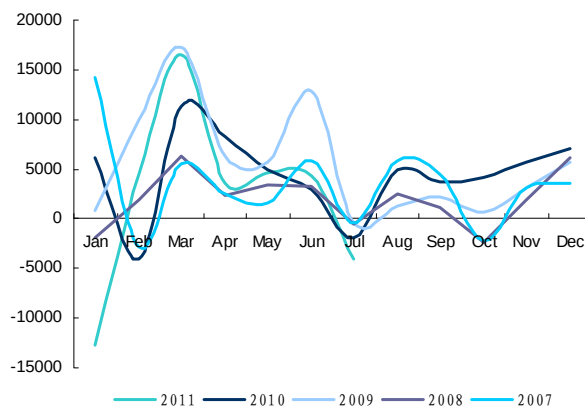
居民存款、企业存款和机关团体存款季节性明显，主要受季末和春节影响。财政性存款季节性明显主要受财政收入和支出时点影响。预计八月居民和企业存款季节性上升，财政存款季节性下降。

图 9：居民存款季节性明显



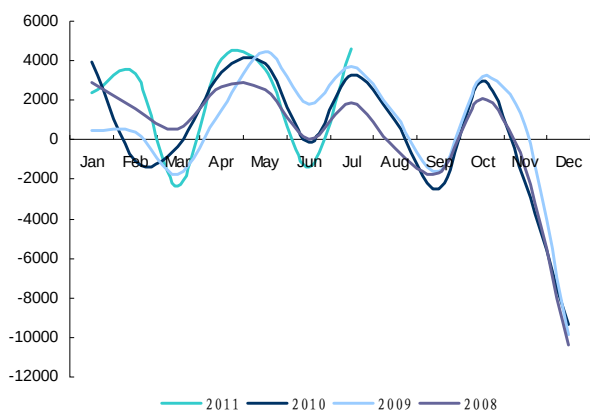
资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

图 10：非金融性企业存款季节性明显



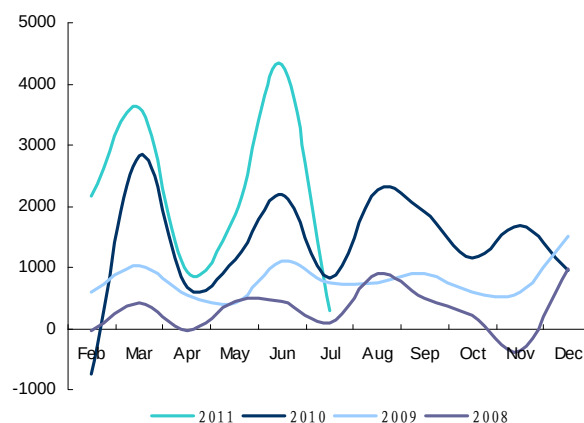
资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

图 11: 财政性存款季节性明显



资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

图 12: 机关团体存款季节性明显



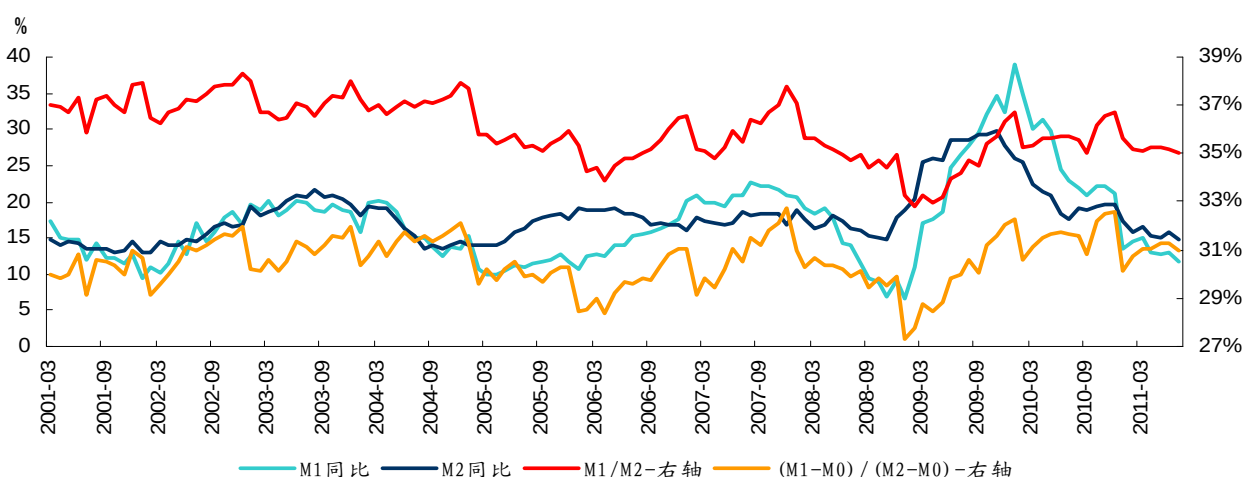
资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

M1 同比增速为 11.60%，环比降低 1.5 个百分点，同比低 11.3 个百分点。M2 同比增速为 14.70%，环比增加 1.2 个百分点，同比低 2.9 个百分点。M2 同比增速较低一方面是 M2 增长较慢，另一方面也受到口径调整影响，2011 年 M2 口径略小于往年

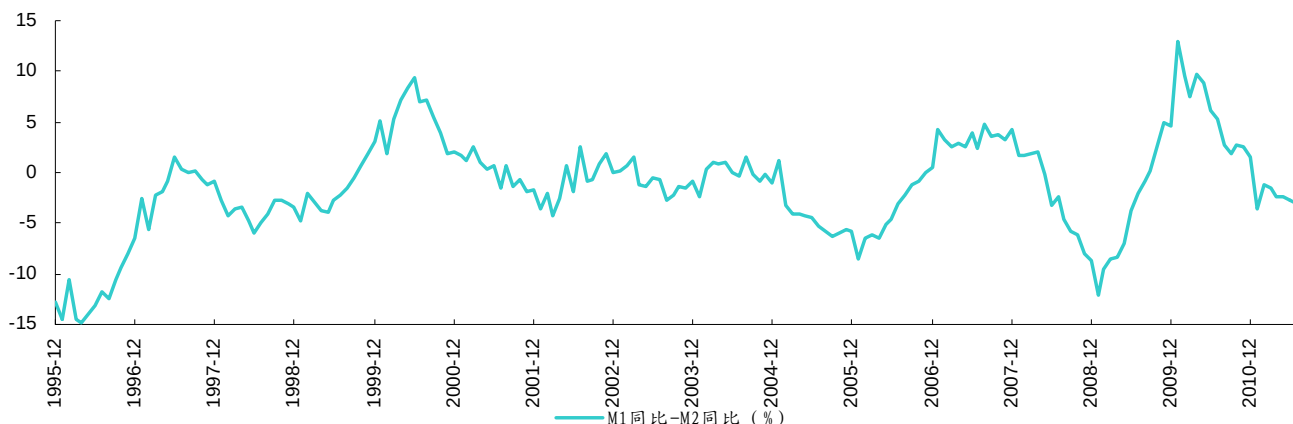
7 月份的（M1-M0）与（M2-M0）比值较上月下降，说明存款有定期化的趋势，本月比值改变以往上升的态势，主要是受 6 月份银行为冲时点银行加大揽储力度，时点过后，短期存款大量减少的影响。

M1 同比增速与 M2 同比增速的差值继续下降，环比下降 0.3%，说明实体经济的交易性需求下降，经济景气度低，已进入经济周期的底部，但尚未达到最低值，预计未来差值将进一步下降。

图 13: M1 和 M2 下行



资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

图 14: M1 和 M2 下行


资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

货币乘数小幅下降，升值预期强化，存准率上调可能性降低

我们估算 7 月货币乘数为 3.50，环比下降 7 个基点。今年以来超储率不断下降，二季度超储率环比下降 0.7%，降至 0.8% 的历史低位，使得 6 月份的存准率上调对于货币乘数的影响明显。即时汇率与美元兑人民币 NDF 之差升至 0.12 以上，创出近期新高，人民币升值的预期有所强化。这主要是由于标普下调美国国债评级，全球金融市场动荡，为安抚市场，美联储表示将维持低利率至 2013 年。根据我们的研究，下半年美元很可能走强，大宗商品价格可能回落，美国的通胀水平可以控制在合理区间，且美国未来经济增长可能进一步放缓，美联储执行进一步的货币扩张政策的可能性大幅上升，这也是导致美元兑人民币 NDF 大幅下降的原因。7 月存款季节性回落，M2 增速低于调控目标，在经济局势复杂的情况下，存准率进一步上调的可能性降低。

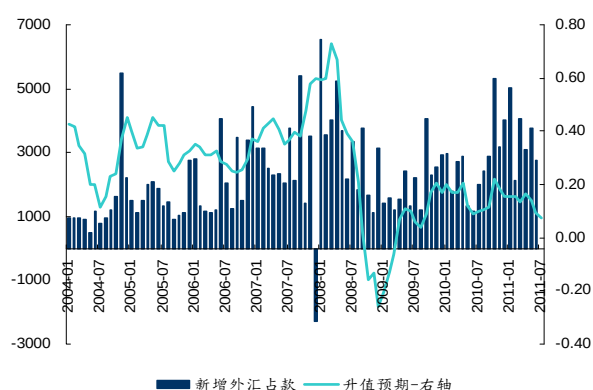
情景一：如果美联储执行量化宽松政策，美元贬值，升值预期上升，热钱流入可能较快增长。如果央行继续保持净投放，则 M2 增速仍将大幅度超过 16-17% 的水平。也就是说，要维持 M2 增速目标，存准率将不得不多次继续上调或者减少公开市场投放。由于央行反应往往难以及时应对热钱流入，所以货币供应可能短期超过调控目标。

情景二：如果美元走势维持横盘，热钱流入不大幅增加，则 M2 增速维持在 16% 以下，货币供应符合调控目标。考虑到下半年公开市场操作到期资金较少，大规模净投放可能难以维持，要保证货币供应不出现偏紧状况，甚至需要下调存准率。

情景三：如果由于美元大幅升值、进出口不景气而导致外汇占款大幅下滑，则使得货币供应量出现大幅萎缩，四季度出现流动性过紧的概率较大。虽然，货币当局可能会做出应对，但是，从历史情况来看，其应对措施很难及时应对热钱流出，存准率超调对流动性的影响必然会延续一定时间。

情景一	2011.01	2011.02	2011.03	2011.04	2011.05	2011.06	2011.07	2011.08	2011.09	2011.10	2011.11	2011.12
外汇占款增加	5,016	2,893	4,010	3,070	3,700	2,700	2,500	3,557	3,651	3,714	3,581	3,614
净投放	4,540	3,410	-2,700	2,900	2,060	4,100	-110	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
估算基础货币	193,130	198,946	200,256	206,226	211,986	218,786	221,176	226,233	231,384	236,598	241,679	246,793
M2	733,895	736,100	756,967	756,849	763,785	781,066	774,116	791,815	809,843	828,092	845,877	863,774
M2目标增速	17.31%	15.73%	16.47%	15.27%	15.14%	15.90%	14.85%	15.17%	16.28%	18.34%	19.09%	19.01%
货币乘数	3.80	3.70	3.78	3.67	3.60	3.57	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
情景二	2011.01	2011.02	2011.03	2011.04	2011.05	2011.06	2011.07	2011.08	2011.09	2011.10	2011.11	2011.12
外汇占款增加	5,016	2,893	4,010	3,070	3,700	2,700	2,500	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
净投放	4,540	3,410	-2,700	2,900	2,060	4,100	-110	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
估算基础货币	193,130	198,946	200,256	206,226	211,986	218,786	221,176	224,676	228,176	231,676	235,176	238,676
M2	733,895	736,100	756,967	756,849	763,785	781,066	774,116	786,366	798,616	810,866	823,116	835,366
M2目标增速	17.31%	15.73%	16.47%	15.27%	15.14%	15.90%	14.85%	14.38%	14.67%	15.87%	15.89%	15.10%
货币乘数	3.80	3.70	3.78	3.67	3.60	3.57	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
情景三	2011.01	2011.02	2011.03	2011.04	2011.05	2011.06	2011.07	2011.08	2011.09	2011.10	2011.11	2011.12
外汇占款增加	5,016	2,893	4,010	3,070	3,700	2,700	2,500	500	500	500	500	500
净投放	4,540	3,410	-2,700	2,900	2,060	4,100	-110	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
估算基础货币	193,130	198,946	200,256	206,226	211,986	218,786	221,176	223,176	225,176	227,176	229,176	231,176
M2	733,895	736,100	756,967	756,849	763,785	781,066	774,116	781,116	788,116	795,116	802,116	809,116
M2目标增速	17.31%	15.73%	16.47%	15.27%	15.14%	15.90%	14.85%	13.62%	13.16%	13.62%	12.93%	11.48%
货币乘数	3.80	3.70	3.78	3.67	3.60	3.57	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50

图 15: 升值预期与外汇占款正相关



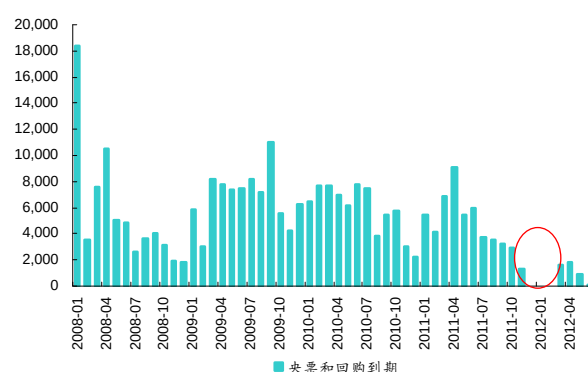
资料来源: 人民银行, 长江证券研究部

图 17: 货币乘数下降



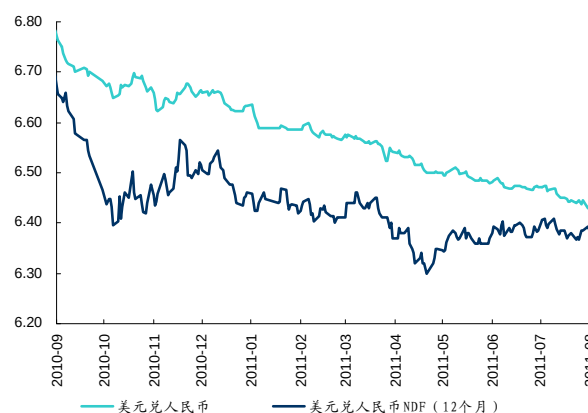
资料来源: 人民银行, 长江证券研究部

图 16: 未来央票到期情况 (亿元)



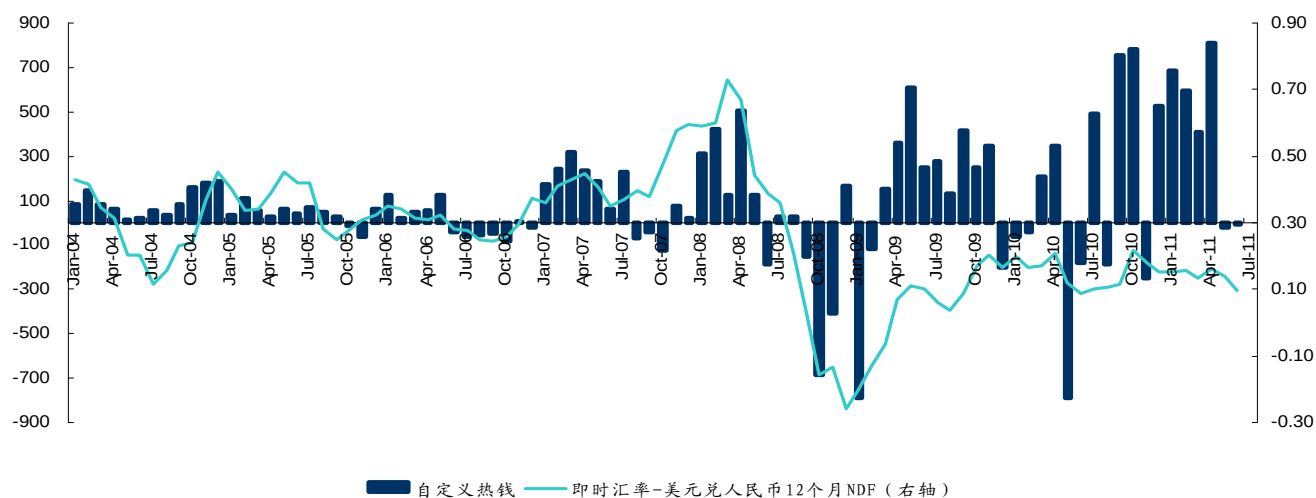
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 18: 即时汇率与美元兑人民币 NDF 关系图



资料来源: 长江证券研究部

图 19：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。

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
	10A	11E	10A	11E	10A	11E	10A	11E	10A	11E	10A	11E	10A	11E	
工行	165,880	213,345	0.47	0.61	28%	29%	2.37	2.80	22%	24%	8.75	6.80	1.75	1.48	632
建行	135,743	175,690	0.54	0.70	27%	29%	2.85	3.45	21%	22%	8.35	6.45	1.59	1.31	413
中行	109,834	136,760	0.37	0.45	29%	25%	2.32	2.64	17%	18%	7.98	6.67	1.29	1.13	199
交行	38,807	49,886	0.67	0.80	29%	29%	3.66	4.37	20%	20%	6.96	5.79	1.27	1.07	967
农行	94,946	127,465	0.32	0.39	46%	34%	1.69	2.03	21%	21%	8.14	6.68	1.55	1.29	402
招行	25,763	36,422	1.23	1.69	41%	41%	6.50	7.90	22%	23%	9.44	6.88	1.79	1.47	1,168
中信	21,772	27,065	0.55	0.68	50%	24%	3.13	3.69	19%	20%	7.99	6.43	1.39	1.19	340
浦发	19,052	26,613	1.23	1.43	44%	40%	6.74	8.05	20%	19%	7.36	6.33	1.34	1.12	895
民生	17,560	24,923	0.66	0.93	45%	42%	3.91	4.71	18%	22%	8.18	5.77	1.38	1.14	909
兴业	18,595	23,389	3.23	2.17	41%	26%	15.30	10.35	24%	23%	7.15	5.93	1.51	1.24	1,024
光大	12,748	18,002	0.35	0.45	67%	41%	2.01	2.36	20%	20%	9.04	7.01	1.55	1.32	125
深发	6,286	8,692	1.91	2.49	25%	38%	9.66	12.16	23%	23%	8.72	6.67	1.72	1.37	657
华夏	5,964	8,916	1.19	1.40	61%	50%	7.18	9.48	18%	18%	8.37	7.16	1.39	1.06	387
北京	6,803	9,058	1.09	1.45	21%	33%	7.11	8.35	17%	19%	8.40	6.31	1.29	1.10	316
宁波	2,304	3,243	0.91	1.12	58%	41%	5.53	6.46	18%	19%	11.26	9.06	1.84	1.58	100
南京	2,332	3,021	1.04	1.02	52%	30%	6.51	7.33	15%	15%	7.94	8.10	1.27	1.12	142
行业数据	684,389	892,489	-	-	32%	30%	-	-	19%	20%	-	-	-	-	-

AH 银行股息收益率

	A 股股息收益率		港股股息收益率		A 股价（人民币）		港股价(港元)	A/H	港股周涨幅	港股月涨幅
	2009	2010A	2009	2010A						
工行	4.06%	4.57%	4.18%	4.72%	4.14	4.89	103.15%	-10.44%	-13.14%	
建行	4.41%	4.79%	4.61%	5.01%	4.53	5.28	104.53%	-9.28%	-13.16%	
中行	4.67%	5.01%	5.61%	6.02%	2.98	3.02	120.23%	-9.31%	-15.88%	
交行	4.33%	4.31%	4.42%	4.40%	4.66	5.56	102.12%	-11.04%	-17.14%	
农行	2.94%	4.30%	2.47%	3.61%	2.62	3.80	84.01%	-3.55%	-4.28%	
招行	1.81%	2.33%	1.63%	2.09%	11.62	15.80	89.61%	-6.95%	-13.38%	
中信	2.03%	2.88%	2.67%	3.79%	4.37	4.04	131.79%	-6.91%	-12.74%	
浦发	1.66%	1.22%	-	-	9.03	-	-	-	-	
民生	0.93%	1.84%	1.03%	2.04%	5.38	5.92	110.73%	-9.89%	-15.91%	
兴业	3.87%	4.78%	-	-	12.84	-	-	-	-	
光大	1.12%	2.21%	-	-	3.12	-	-	-	-	
深发	-	-	-	-	16.64	-	-	-	-	
华夏	1.28%	1.99%	-	-	10.00	-	-	-	-	
北京	1.96%	2.38%	-	-	9.17	-	-	-	-	
宁波	1.97%	3.02%	-	-	10.19	-	-	-	-	
南京	1.20%	1.51%	-	-	8.24	-	-	-	-	

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3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。

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
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(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

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。