

货币信贷持续回落，紧缩已至后端

行业月报

◆货币增速进一步回落，M2 同比仅增 13.0%

9 月末，M0 同比增长 12.7%，M2、M1 余额同比增长仅 13.0% 和 8.90%，增幅较上月末分别回落 0.5 和 2.3 个百分点。M2 增速为 02 年以来的单月最低值，而 M1 同比增速的大幅回落显示实体经济活跃度持续走低，持续数月的回落已显示当前偏紧货币政策的执行效果。9 月末美元兑人民币中间价为 1 美元兑 6.3549，较上月末升值 0.50%。

◆新增人民币贷款 4700 亿元，略低于预期

9 月新增人民币信贷 4700 亿元，略低于预期，同比少增 1311 亿元。人民币贷款余额同比增长 15.9%，比上月末低 0.1 个百分点。从结构看，8 月住户贷款增加 1750 亿元，企业部门贷款增加 2941 亿元。新增中长期贷款占比继续呈下降趋势至 34.6%。值得注意的是，票据融资结束了连续 5 个月的净增量，较上月减少 207 亿，这可以部分解释当月 6 个月票据直贴/转贴利率达到历史新高高的 13.0% 和 10.0%。进入 10 月，票据直贴和转贴利率在 9 月末的高位上出现回落，这或许与部分银行在风险和收益的权衡后选择压缩一般性贷款而增加票据融资量有关。前三季度合计投放人民币信贷 5.68 万亿，但考虑通胀影响以及银信合作和票据等的转表影响，实体经济对资金面收紧的感受强烈，这从高位的票据融资利率和民间借贷利率可见一斑。

◆新增人民币存款 7303 亿，存款增长亦乏力

9 月人民币存款增加 7303 亿元，同比少增 7259 亿元。人民币存款余额同比增长 14.2%，同比回落 5.8 个百分点，银行体系存款增长乏力。目前行业贷存比为 66.63%，较 8 月小幅回落 0.2 个百分点。

◆受保证金准备金缴款影响，银行间市场利率小幅上升

9 月公开市场净投放 2360 亿元，但由于新增保证金准备金缴款约 1500 亿，9 月同业拆借月加权平均利率为 3.74%，比上月上升 0.44 个百分点，质押式债券回购月加权平均利率为 3.75%，比上月上升 0.37 个百分点。前三季度银行间市场日均成交同比增长 11.0%，交易活跃。

◆对银行股持积极看法：坐上安全垫以待时机

我们对银行股持积极看法，本周汇金增持四大行亦强化了银行股的底部支撑。短期相对收益确定，中期仍具备较大的绝对收益空间：（1）盈利增长仍稳健，低估值加上机构低配置，银行股具备极大安全边际。（2）来自监管与政策方面的负面冲击短期消化。（3）银行股在目前的估值和位置对负面因素反应相对钝化。未来上涨的催化因素可能来自：一是政策在边际上调整的可能。二是对宏观经济预期的改善。大银行防御性更好；中期仍坚持推荐中型银行组合：民生银行、招商银行、华夏银行、浦发银行。

证券 代码	公司 名称	股价	EPS			PE			投资 评级
			10A	11E	12E	10A	11E	12E	
600016	民生银行	5.80	0.66	0.91	1.22	8.8	6.4	4.8	买入
600036	招商银行	11.68	1.19	1.62	2.07	9.8	7.2	5.6	买入
600000	浦发银行	8.83	1.03	1.41	1.78	8.6	6.3	5.0	买入
600015	华夏银行	10.53	0.87	1.23	1.65	12.4	8.8	6.6	买入

买入（维持）

分析师

沈维 (执业证书编号：S0930510120026)

021-22169121

shenwei@ebcn.com

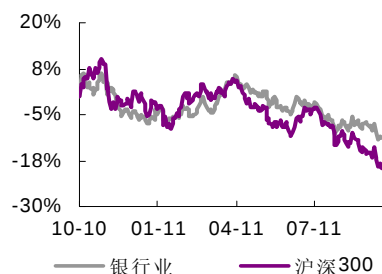
联系人

何益臻

021-22169114

heyiz@ebcn.com

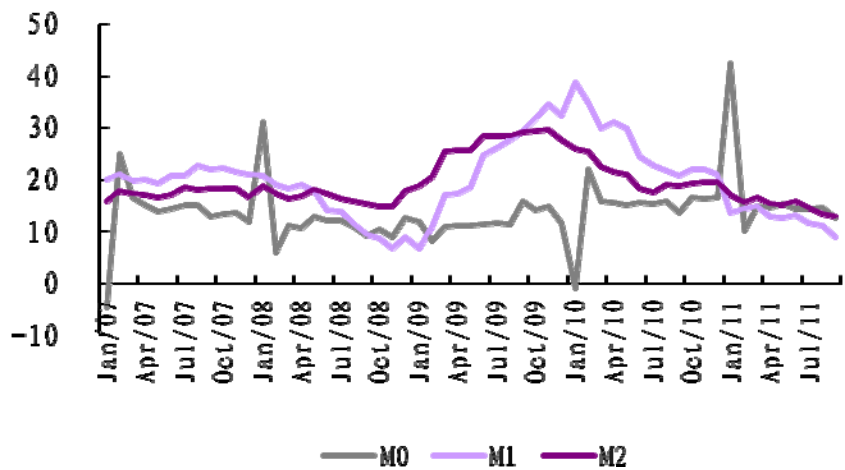
行业与上证指数对比图



一、货币增速进一步回落，M2 同比仅增 13.0%

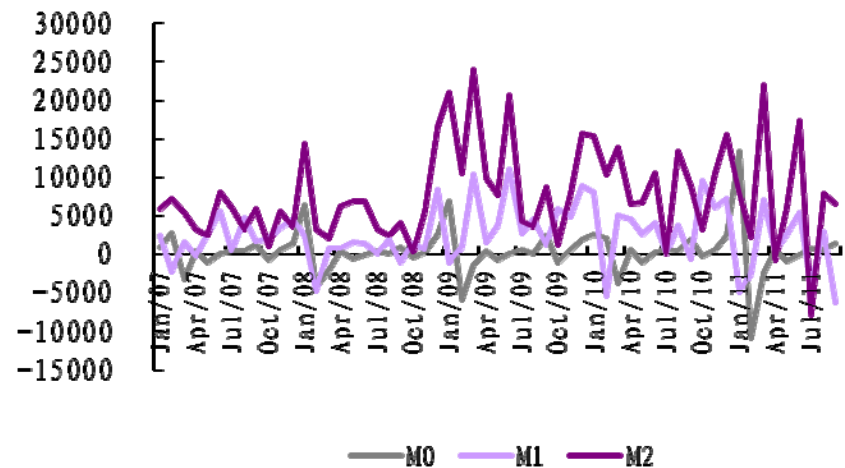
9 月末，M0 同比增长 12.7%，增幅较上月大幅下降 2 个百分点，单月净投放现金 1370 亿。M2、M1 余额同比增长仅 13.0% 和 8.90%，增幅较上月末分别回落 0.5 和 2.3 个百分点，较上年同期回落 6.0 和 12.0 个百分点。当月 13.0% 的 M2 增速已为 02 年以来的单月最低值，而 M1 同比增速的大幅回落显示实体经济活跃度持续走低。9 月末美元兑人民币中间价约为 1 美元兑 6.3549，较上月末升值 0.50%。尽管由于商业银行表内外资金的转换较为频繁，短期 M2 对于整体流动性的指向意义有所下降；但其持续数月的回落已显示当前偏紧货币政策的执行效果。

图 1：M0、M1、M2 同比增速（%）



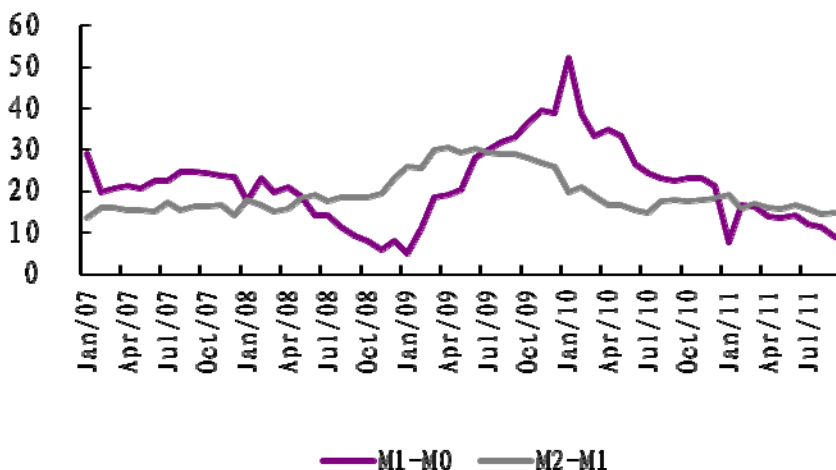
资料来源：wind、光大证券研究所

图 2：M0、M1、M2 增加额（亿元）



资料来源：wind、光大证券研究所

图 3: (M1-M0)、(M2-M1) 同比增速 (%)



资料来源: wind、光大证券研究所

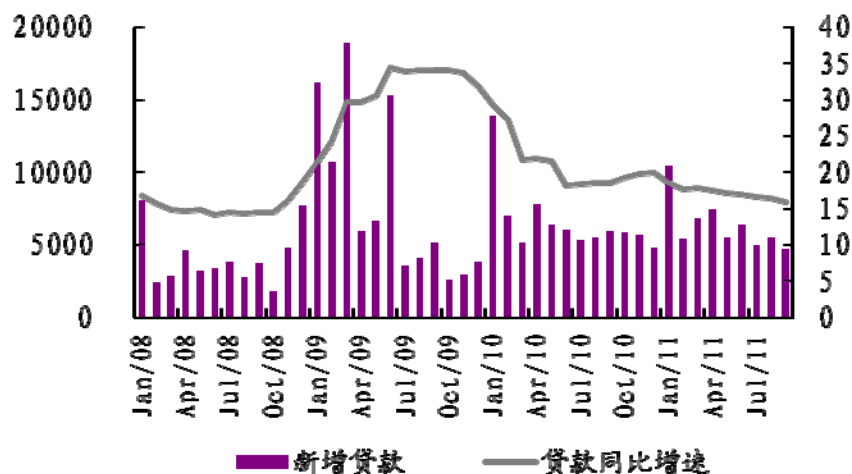
二、新增人民币贷款 4700 亿元，略低于预期

9 月新增人民币信贷 4700 亿元，略低于预期，同比少增 1311 亿元，较上月少增 785 亿元。人民币贷款余额同比增长 15.9%，分别比上月末和去年同期低 0.5 和 2.6 个百分点。从结构看，8 月住户贷款增加 1750 亿元，其中短期贷款增加 887 亿，中长期贷款增加 881 亿；企业部门贷款增加 2941 亿元，其中短期贷款增加 2299 亿，中长期贷款增加 747 亿。新增中长期贷款占比继续呈下降趋势。9 月新增中长期贷款占比下降 2.2 个百分点至 34.6%，其中企业新增中长期贷款占比较 8 月回落 2.7 个百分点至 25.4%，居民新增中长期贷款占比回落 3.2 个百分点至 50.3%。中长期贷款占比持续下降与房地产和地方融资平台贷款控制以及客户结构逐渐向中小企业转型有关。

值得注意的是，票据融资结束了连续 5 个月的净增量，较上月减少 207 亿，这可以部分解释当月 6 个月票据直贴/转贴利率达到历史新高的 13.0% 和 10.0%。前三季度票据融资减少 59 亿，但三季度增加了 1363 亿元。第三季度票据融资的增加与农信社票据转表内有关。而剔除这部分影响后的票据融资量可能是净减少的。与此同时，票据融资利率在第三季度持续走高。进入 10 月，票据直贴和转贴利率在 9 月末的高位上出现回落，这或许与部分银行在风险和收益的权衡后选择压缩一般性贷款而增加票据融资量有关。

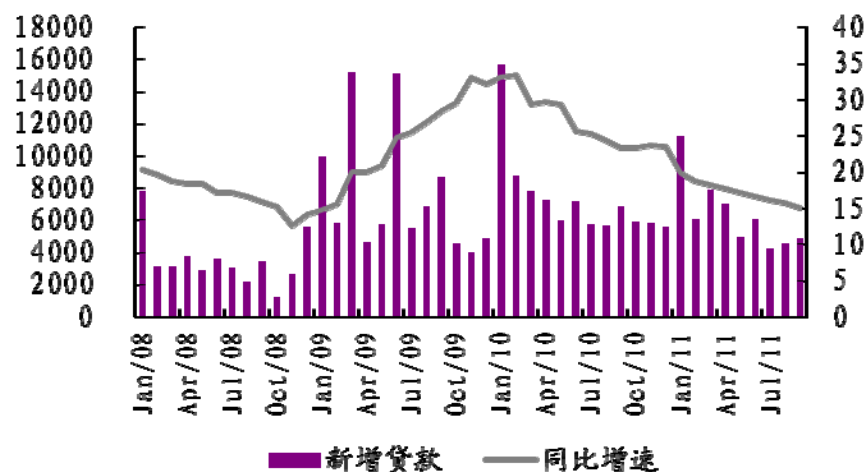
前三季度合计投放人民币信贷 5.68 万亿，但考虑通胀影响以及银信合作和票据等的转表影响，实体经济对资金面收紧的感受强烈，这从高位的票据融资利率和民间借贷利率可见一斑。

图 4：人民币贷款新增额及同比增速（亿元、%）



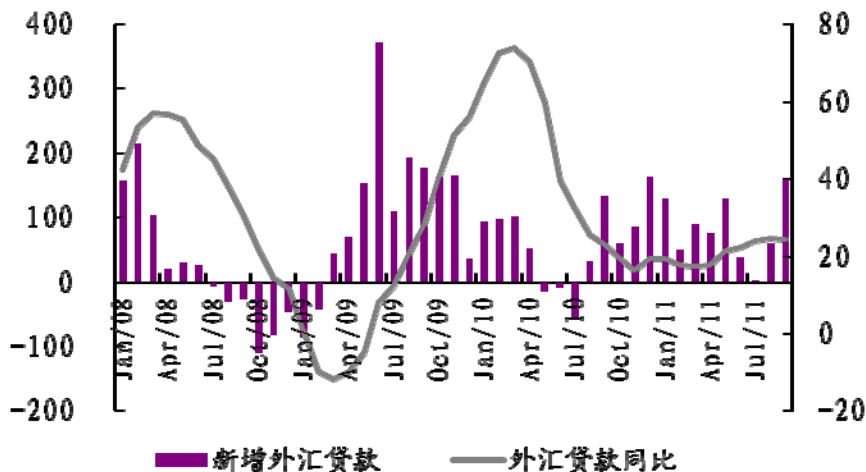
资料来源：wind、光大证券研究所

图 5：一般性贷款新增额及同比增速（亿元、%）



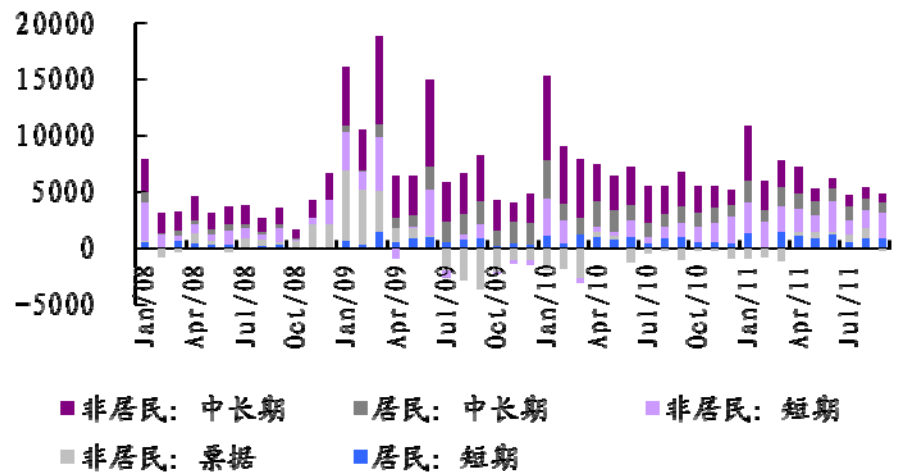
资料来源：wind、光大证券研究所

图 6：外汇贷款新增额及同比增速（亿美元、%）



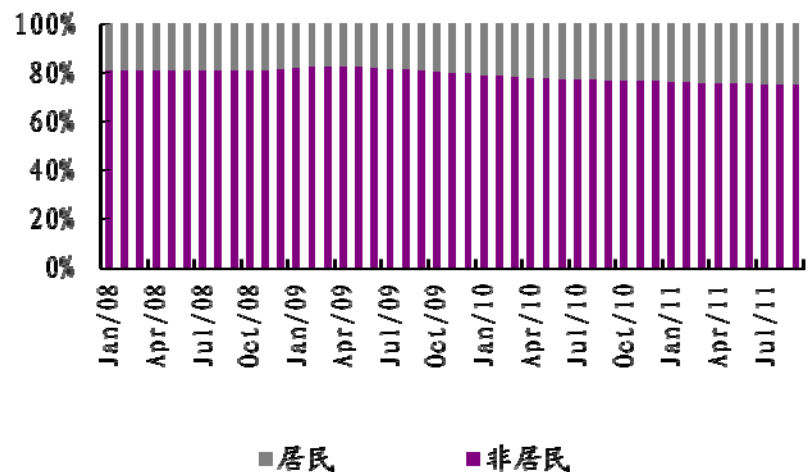
资料来源：wind、光大证券研究所

图 7：新增贷款结构（亿元）



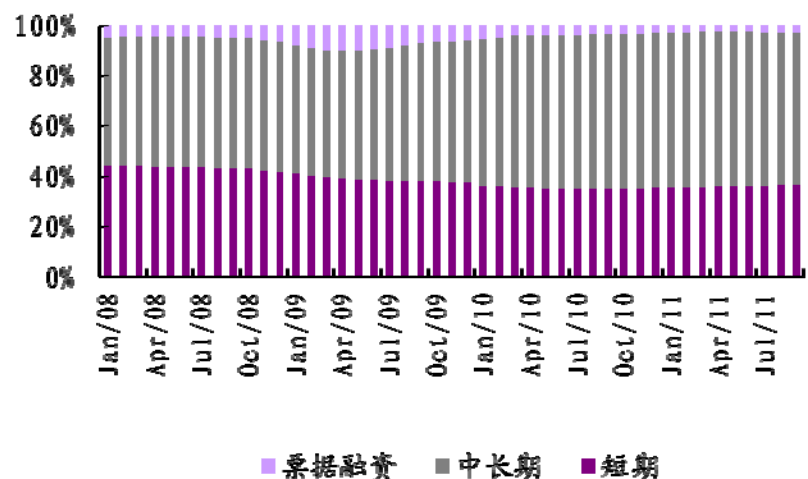
资料来源：wind、光大证券研究所

图 8：贷款投向结构



资料来源：wind、光大证券研究所

图 9：贷款期限结构

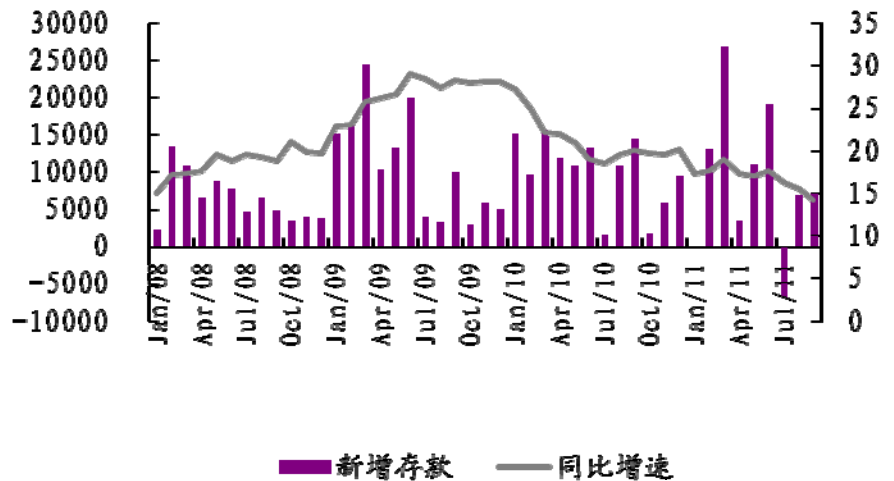


资料来源：wind、光大证券研究所

三、新增人民币存款 7303 亿，存款增长亦乏力

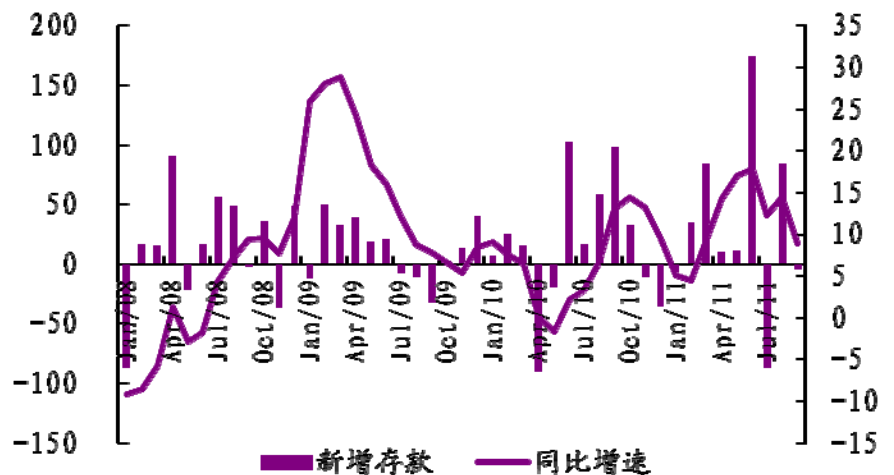
9 月人民币存款增加 7303 亿元，同比少增 7259 亿元。人民币存款余额同比增长 14.2%，同比回落 5.8 个百分点，较上月减少 1.3 个百分点。分结构看，住户存款增加 9891 亿元，但是非金融企业存款减少 3053 亿元，财政性存款减少 3755 亿元。银行体系存款增长乏力，这一方面与负利率环境下的资金脱媒有关，此外，对银行票据业务的规划和缴存基数调整以及三个办法一个指引的执行也影响了银行的存款派生能力。目前行业贷存比为 66.63%，较 8 月小幅回落 0.2 个百分点。

图 10：人民币存款新增额及同比增速（亿元、%）



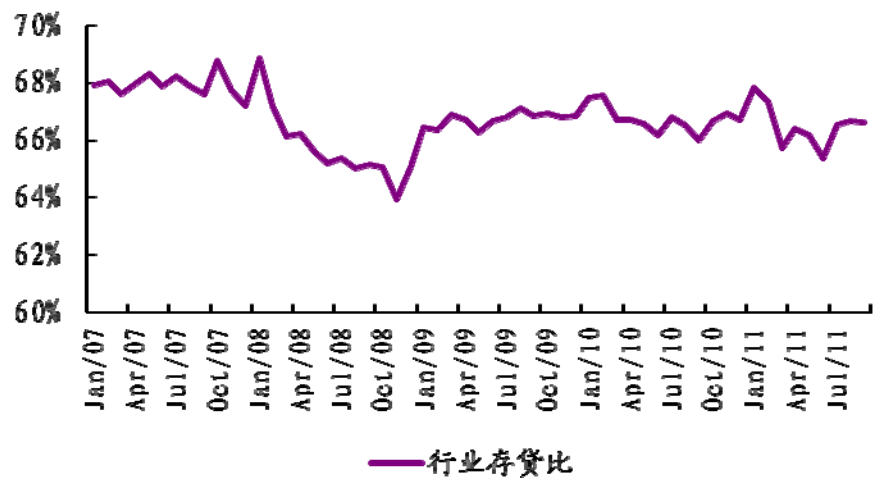
资料来源：wind、光大证券研究所

图 11：外汇存款新增额及同比增速（亿美元、%）



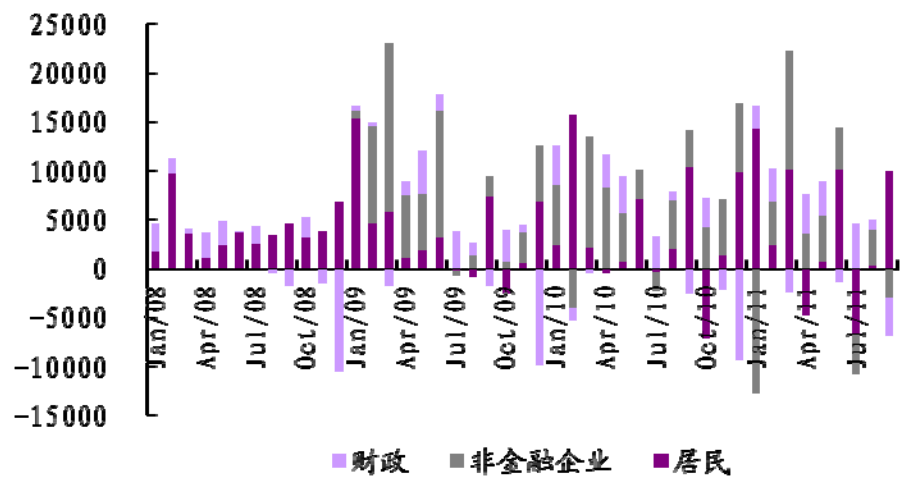
资料来源：wind、光大证券研究所

图 12: 行业存贷比



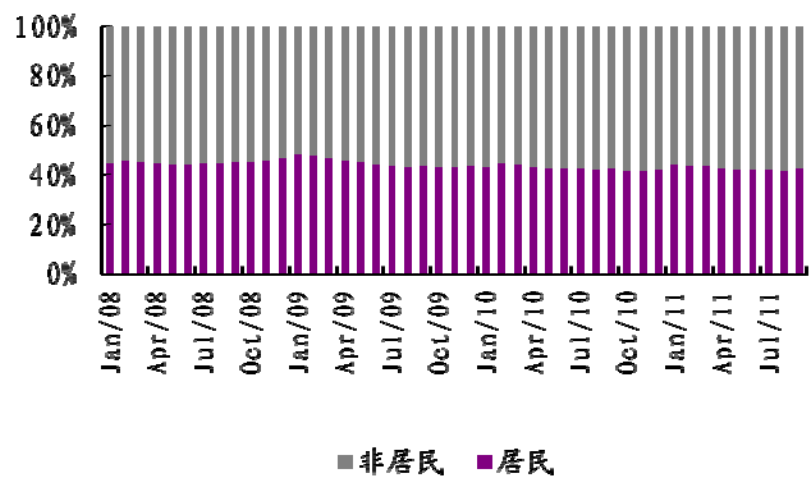
资料来源: wind、光大证券研究所

图 13: 新增存款结构 (亿元)



资料来源: wind、光大证券研究所

图 14: 存款结构



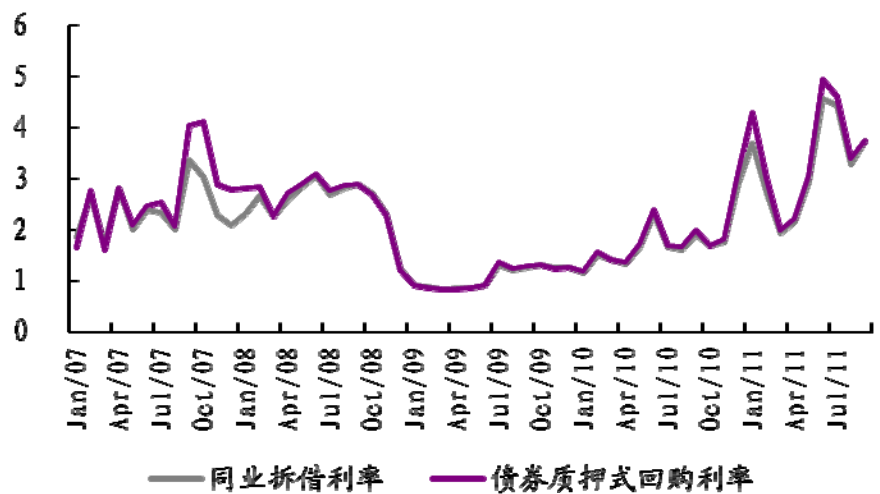
资料来源: wind、光大证券研究所

四、受保证金准备金缴款影响，银行间市场利率小幅上升

9月公开市场净投放2360亿元，银行间市场资金面相对宽松，但由于新增保证金准备金缴款约1500亿，9月同业拆借月加权平均利率为3.74%，比上月上升0.44个百分点，比年内最高的6月份回落0.82个百分点；质押式债券回购月加权平均利率为3.75%，比上月上升0.37个百分点，比年内最高的6月份回落1.19个百分点。前三季度银行间市场人民币交易累计成交143.47万亿元，日均成交7672亿元，日均成交同比增长11.0%，市场交易活跃。

尽管本月银行缴纳保证金存款准备金合计约2300亿元，但因前两周公开市场到期资金2870亿元、节后资金回流银行体系以及季末考核结束，中上旬资金面比较宽松。但预计下旬资金面会略收紧，一是后2周到期资金合计1400亿，二是财政存款在10月份的季节性回笼效应。这在每周周报中对此有详细跟踪和分析，此处不再赘述。

图 15：银行间市场利率（%）



资料来源：wind、光大证券研究所

五、对银行股持积极看法：坐上安全垫以待时机

我们对银行股持积极看法，本周汇金增持四大行亦强化了银行股的底部支撑。短期相对收益确定，中期仍具备较大的绝对收益空间：（1）盈利增长仍稳健，低估值加上机构低配置，银行股具备极大安全边际。（2）来自监管与政策方面的负面冲击短期消化。（3）银行股在目前的估值和位置对负面因素反应相对钝化，对正面因素则相对敏感。未来上涨的催化因素可能来自：一是政策在边际上调整的可能。二是对宏观经济预期的改善。

大银行防御性更好；中期仍坚持推荐中型银行组合：民生银行、招商银行、华夏银行、浦发银行。

表 1 上市银行估值表

		EPS（元）			BVPS（元）			P/E(X)			P/B(X)			
		股价	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
A 股														
国有大银行														
601398	工商银行	4.14	0.47	0.60	0.74	2.35	2.78	3.32	8.75	6.90	5.59	1.76	1.49	1.25
601939	建设银行	4.62	0.54	0.69	0.85	2.78	3.20	3.71	8.57	6.70	5.44	1.66	1.44	1.25
601988	中国银行	3.00	0.37	0.48	0.58	2.31	2.64	3.04	8.02	6.25	5.17	1.30	1.14	0.99

2011-10-16 银行业

601288	农业银行	2.60	0.29	0.41	0.53	1.67	1.93	2.26	8.90	6.34	4.91	1.56	1.35	1.15
601328	交通银行	4.59	0.63	0.79	0.99	3.97	4.16	4.88	7.28	5.81	4.64	1.16	1.10	0.94
中小股份制银行														
600036	招商银行	11.68	1.19	1.62	2.07	6.22	7.83	9.88	9.78	7.21	5.64	1.88	1.49	1.18
600000	浦发银行	8.83	1.03	1.41	1.78	6.59	7.67	8.77	8.59	6.26	4.96	1.34	1.15	1.01
600016	民生银行	5.80	0.66	0.91	1.22	3.90	4.83	5.86	8.81	6.37	4.75	1.49	1.20	0.99
601166	兴业银行	12.76	1.72	2.01	2.62	8.52	9.55	11.77	7.43	6.35	4.87	1.50	1.34	1.08
601998	中信银行	4.39	0.46	0.61	0.76	3.08	3.44	3.88	9.55	7.20	5.78	1.43	1.28	1.13
601818	光大银行	3.01	0.32	0.38	0.49	2.01	2.52	2.94	9.52	7.92	6.14	1.50	1.19	1.02
000001	深发展 A	16.36	1.80	2.60	3.43	9.63	11.86	14.63	9.09	6.29	4.77	1.70	1.38	1.12
600015	华夏银行	10.85	0.87	1.23	1.65	7.13	9.17	10.45	12.41	8.82	6.58	1.52	1.18	1.04
城商行														
601169	北京银行	9.77	1.09	1.46	1.86	6.83	7.73	8.90	8.94	6.69	5.25	1.43	1.26	1.10
601009	南京银行	8.49	0.78	1.08	1.43	6.22	7.03	7.92	10.91	7.86	5.94	1.36	1.21	1.07
002142	宁波银行	9.67	0.81	1.09	1.38	5.47	6.19	7.02	12.01	8.87	7.01	1.77	1.56	1.38
国有行														
股份制银行														
城商行														
A 股银行														
H股 人民币														
大型银行														
1398	工商银行	3.48	0.47	0.60	0.74	2.35	2.78	3.32	7.36	5.81	4.71	1.48	1.25	1.05
0939	建设银行	4.21	0.54	0.69	0.85	2.78	3.20	3.71	7.81	6.11	4.96	1.52	1.32	1.14
3988	中国银行	2.20	0.37	0.48	0.58	2.31	2.64	3.04	5.87	4.58	3.79	0.95	0.83	0.72
1288	农业银行	2.48	0.29	0.41	0.53	1.67	1.93	2.26	8.48	6.04	4.67	1.48	1.28	1.10
3328	交通银行	3.89	0.63	0.79	0.99	3.97	4.16	4.88	6.17	4.93	3.93	0.98	0.94	0.80
中小股份制银行														
3968	招商银行	11.12	1.19	1.62	2.07	6.22	7.83	9.88	9.31	6.86	5.37	1.79	1.42	1.13
1988	民生银行	4.47	0.66	0.91	1.22	3.90	4.83	5.86	6.79	4.91	3.66	1.15	0.93	0.76

资料来源: wind、光大证券研究所

分析师声明

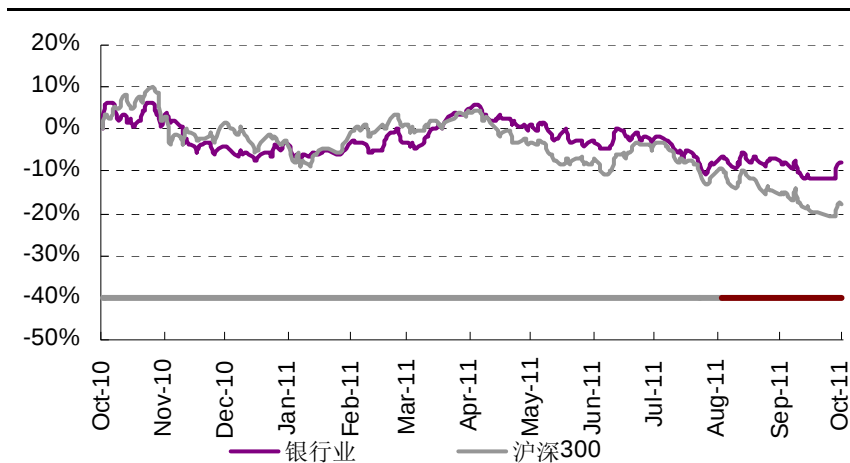
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

沈维, CFA Charter Pending Candidate, 武汉大学金融学硕士, 2008 年 2 月加盟光大证券任非银行金融业分析师, 目前任银行业分析师。此前就职于毕马威华振会计师事务所 (KPMG) 金融服务部门, 从事银行保险等金融机构审计。

投资建议历史表现图

银行业



资料来源：光大证券研究所

日期	评级
2011-08-13	买入
2011-08-14	买入
2011-08-21	买入
2011-08-28	买入
2011-09-04	买入
2011-09-12	买入
2011-09-12	买入
2011-09-18	买入
2011-09-25	买入
2011-10-09	买入

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com