

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

信贷略有松动，货币政策正转向适度宽松

报告要点

■ 10月信贷规模符合预期，11月贷款将继续保持适度宽松

央行公布信贷数据情况：10月人民币贷款余额同比增长15.8%，比上月末低0.1个百分点。当月新增信贷5868亿，环比多增1168亿，同比减少9亿。10月人民币存款余额同比增长13.6%，比上月末低0.6个百分点。当月人民币存款减少2010亿元，环比少增9313亿元，同比少增3779亿元。M1同比增速为8.4%，增速环比降低0.5个百分点，同比降低13.7个百分点；M2同比增速为12.9%，增速环比降低0.1个百分点，同比降低6.4个百分点。

10月信贷数据符合政策微调的预期。结构上看，为支持大型在建项目和重点项目，企业中长期贷款环比大幅增长。在货币供应仍然紧张，利率全面回落的情况下，短期贷款和票据融资增长乏力说明经济增长放缓，信贷需求下降，银行也出于资产质量的考虑，控制了相关信贷投放。**我们预计信贷总量仍将严格控制，但货币政策微调将确保信贷继续保持适度宽松。**

10月存款季节性回落，但回落幅度较小，主要是：（1）财政存款大幅投放抵消了吸储压力；（2）信贷投放力度加大，企业派生存款有所增长。**预计11月份财政存款季节性回落；随着通胀加速下行，负利率缓解，居民储蓄意愿增强，以及行政措施促存款回流，居民存款有增加的趋势；货币政策微调，信贷投放的增加，将使得企业派生存款明显增长；预计吸储压力将有所缓解。**

10月货币供应量增速继续降低，我们估算10月货币乘数为3.40，环比下降3个基点，未来两个月预计将维持在这一水平。活期派生存款增加使得 $(M1-M0)/(M2-M0)$ 值有所回升，但M1增速回落较快，说明经济仍不活跃。**与我们此前的情景假设一直，由于强势美元导致热钱流入减少，出口增长乏力，外汇占款增长缓慢，而高存准率导致货币乘数处于低位，预计未来一段时间M1增速仍将维持低位，甚至可能继续下降，经济增长进一步放缓。**

■ 通胀回落，经济下行风险增加，货币适度宽松概率增大

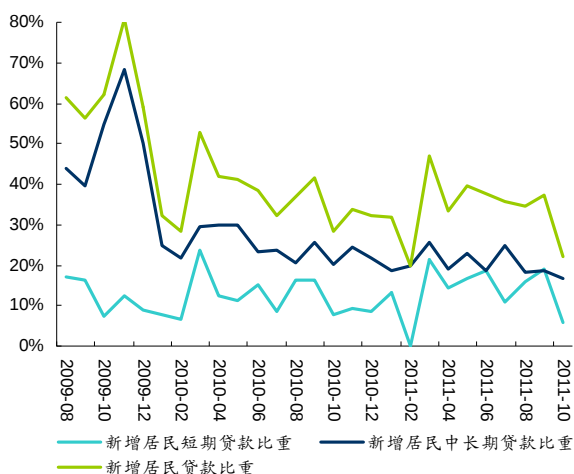
10月CPI同比上涨5.5%，较9月明显回落，新涨价因素虽仍存在，但食品和房地产价格已经出现明显回落态势，预计11月通胀将加速回落。**货币供应仍将偏紧，经济下行的风险加大，未来货币政策发生适度松动概率较大。**但此前，促存款回流银行体系，保证银行的货币创造能力至关重要。目前，人民币贬值预期持续，公开市场到期资金减少，基础货币投放规模下降，高存准率下货币乘数处于低位，货币供应增长乏力，预计M1增速难以快速回升，经济下行风险加大。为恢复银行体系的货币创造能力，央行或择机下调存准率，但在此之前，存贷比较高的银行将缺乏信贷扩张的能力。现阶段，信贷定向宽松有效缓解资产质量压力，且信贷仍然紧张，息差较高，信贷扩张将获得较高的收益。存贷比较低的国有大行和城商行扩张能力强，将获益于政策微调。

10 月信贷规模符合预期，11 月信贷将继续保持适度宽松

央行公布信贷数据情况：10 月人民币贷款余额同比增长 15.8%，比上月末低 0.1 个百分点。当月新增信贷 5868 亿，环比多增 1168 亿，同比少增 9 亿。居民当月新增贷款 1307 亿，环比少增 443 亿，同比少增 349 亿，其中短期居民新增贷款 331 亿，环比少增 556 亿，同比少增 136 亿，中长期居民新增贷款 976 亿，环比多增 95 亿，同比少增 213 亿；非金融企业新增贷款 4548 亿，环比多增 1607 亿，同比多增 326 亿，其中，企业短期新增贷款 2787 亿，环比多增 488 亿，同比多增 1316 亿，企业中长期新增贷款 2370 亿，环比多增 1623 亿，同比少增 37 亿；票据融资当月新增-701 亿，环比少增 494 亿，同比少增 700 亿；10 月扣除票据后的一般性贷款为 6569 亿，环比多增 1662 亿，同比多增 691 亿。

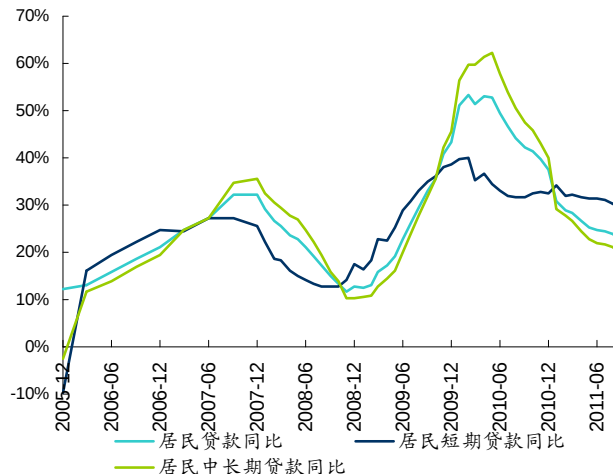
10 月信贷数据符合政策微调的预期，结构上看，主要有以下几方面值得特别关注：（1）企业中长期贷款环比大幅增长。我们认为主要是由于银行增加了对大型在建项目和重点项目的资金支持，满足部分重点客户的长期投资需求。（2）居民贷款受到挤压，特别是新增短期居民贷款环比降幅较大。经济下行风险加大，小微企业资金链紧张，居民经营性贷款的风险较高，出于资产质量的考虑，银行控制了相关信贷投放。但大企业资金紧张的缓解，可以帮助解决中小企业应收账款收回问题，减轻中小企业流动性压力。（3）短期贷款和票据融资增长乏力。在票据贴现利率回落的情况下，短期信贷和票据融资的规模下降，说明经济下行风险加大。我们预计信贷总量仍将严格控制，但货币政策微调将确保 11 月信贷继续保持适度宽松，未来通胀降低至合理水平后，货币政策发生调整的概率非常大。

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

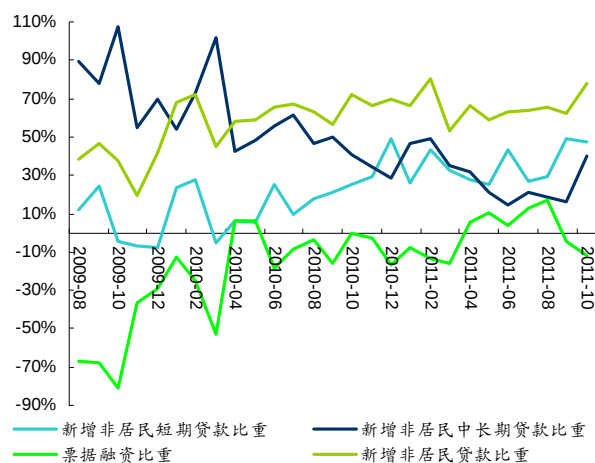
图 2：居民贷款同比增速（%）



资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

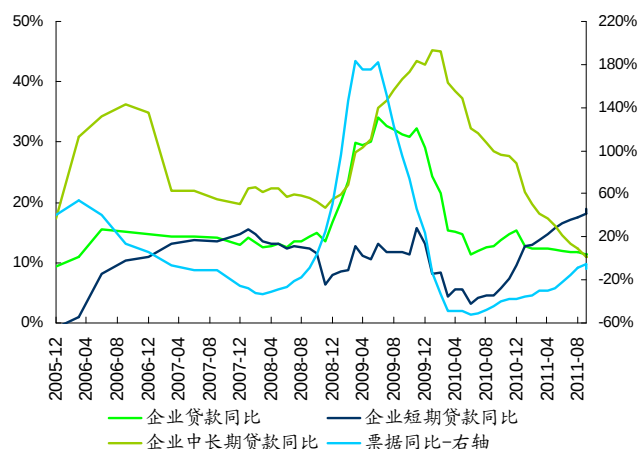
10 月居民贷款同比增长 22.02%，居民短期贷款同比增长 28.15%，居民中长期贷款同比增长 19.31%，企业贷款同比增长 11.40%，企业短期贷款同比增长 18.87%，企业中长期贷款同比增长 10.91%，票据同比-9.66%。零售业务由于其低资本消耗、银行对其高议价能力以及较低的不良率成为银行未来发展趋势，居民贷款余额占比 23.29%，同比上升 3.65%，居民贷款增速远高于企业贷款增速，信贷结构调整明显。

图 3: 新增非居民贷款比重 (%)



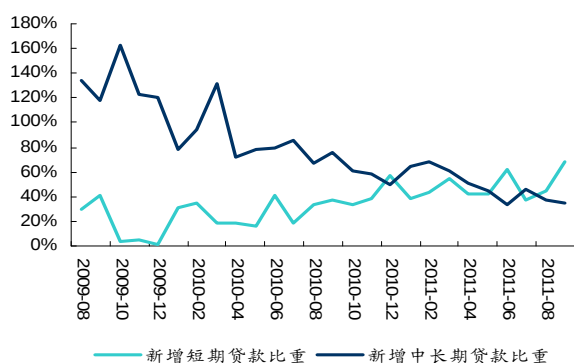
资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

图 4: 企业贷款同比增速 (%)



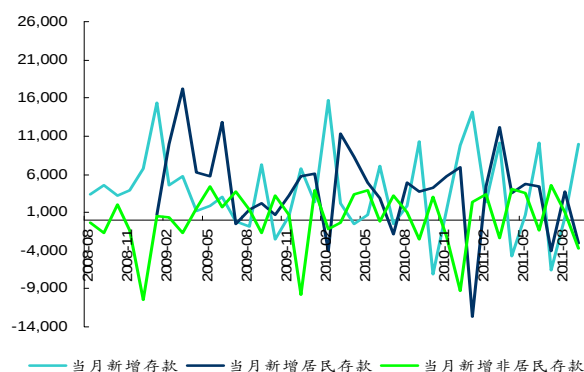
资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

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)



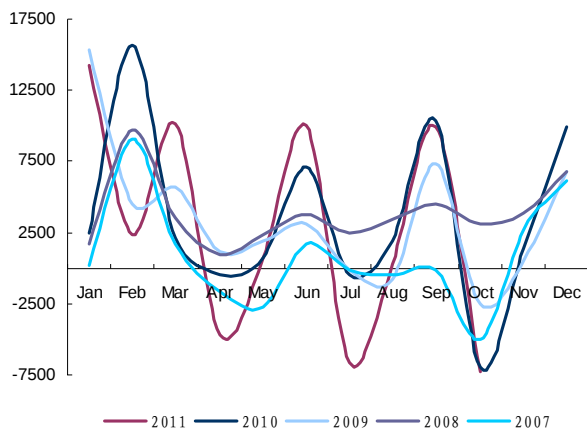
资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

10 月人民币存款余额同比增长 13.6%，比上月末低 0.6 个百分点。当月人民币存款下降 2010 亿元，环比少增 9313 亿元，同比少增 3779 亿元，其中，住户存款下降 7272 亿元，环比少增 17163 亿元，同比少增 269 亿；非金融企业存款增加 860 亿元，环比多增 3913 亿元，同比少增 3308 亿；财政性存款增加 4190 亿元，环比多增 7945 亿元，同比多增 1198 亿。

10 月存款季节性回落，但回落幅度较小，主要是：（1）财政存款大幅投放抵消了吸储压力；（2）信贷投放力度加大，企业派生存款有所增长；（3）财政存款季节性增长较多。从结构上看，住户存款流失问题仍较为严重，企业信贷增长推动派生存款增加，财政存款则出现季节性增长。预计 11 月份财政存款季节性回落；但随着通胀加速下行，负利率缓解，居民储蓄意愿增强，以及行政措施促存款回流，居民存款有增加的趋势；货币政策微调，信贷投放的增加，将使得企业派生存款明显增长；预计吸储压力将有所缓解。

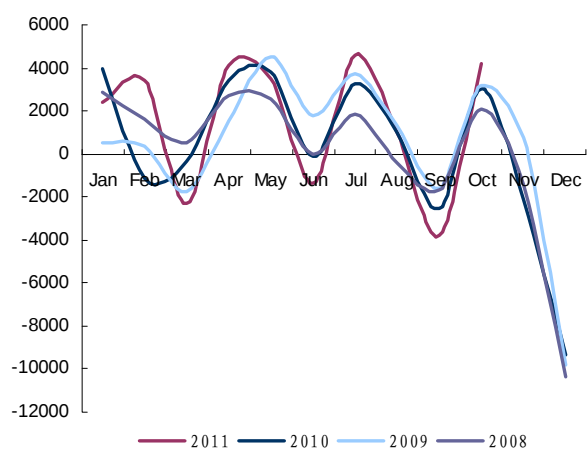
居民存款、企业存款和机关团体存款季节性明显，主要受季末和春节影响。财政性存款季节性明显主要受财政收入和支出时点影响。预计 11 月财政存款环比季节性回落增加，总存款较快增长。

图 7：居民存款季节性明显



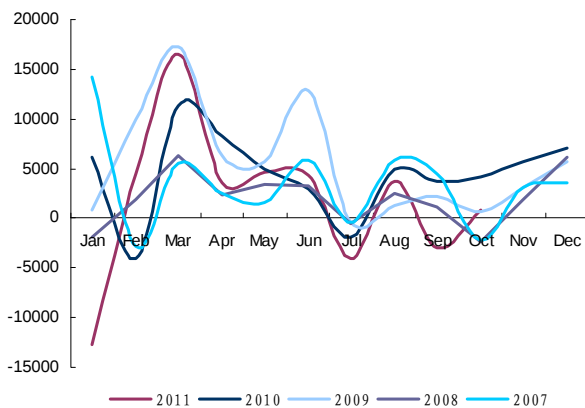
资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

图 9：财政性存款季节性明显



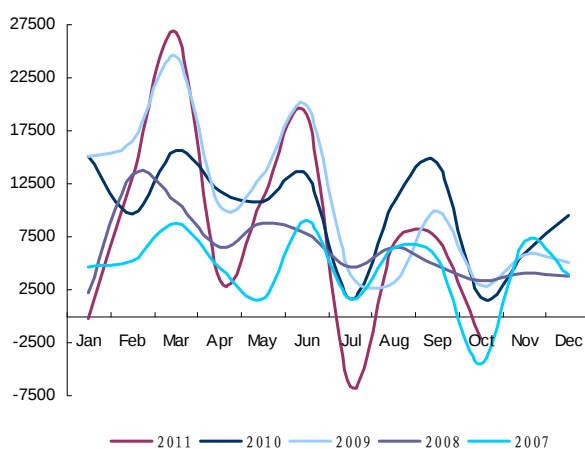
资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

图 8：非金融性企业存款受季节影响



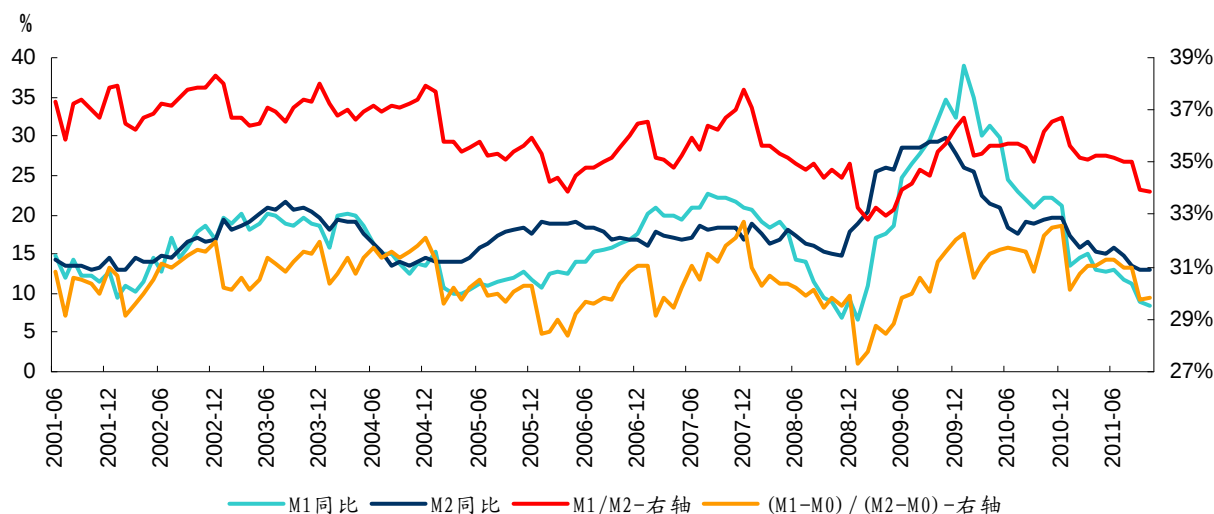
资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

图 10：总存款变动具有季节性



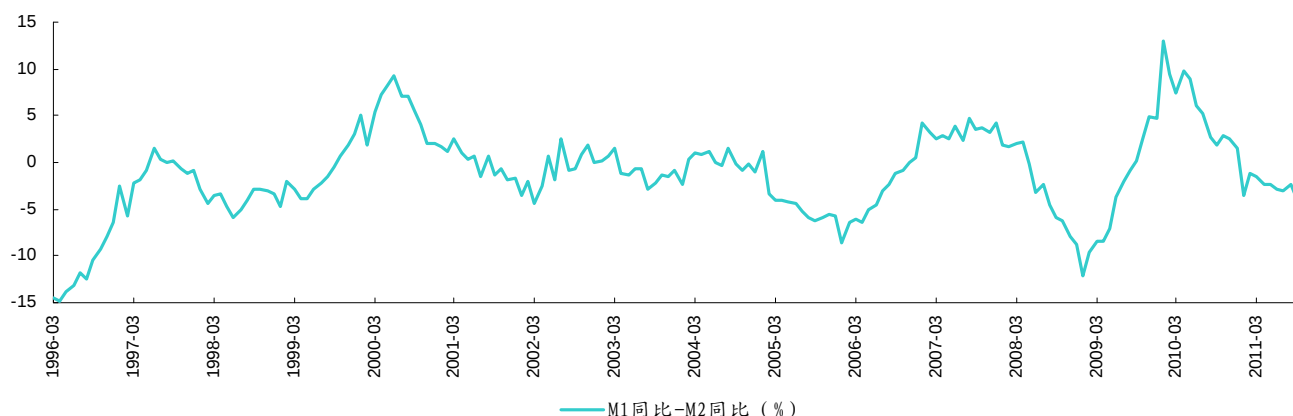
资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

10 月货币供应量增速偏低：M1 同比增速为 8.4%，增速环比降低 0.5 个百分点，同比降低 13.7 个百分点；M2 同比增速为 12.9%，增速环比降低 0.1 个百分点，同比降低 6.4 个百分点。我们估算 10 月货币乘数为 3.40，环比下降 3 个基点。 $(M1-M0)/(M2-M0)$ 值有所回升，主要是活期派生存款增加，存款有活期化的趋势。但 M1 增速继续较快回落，一方面是由于 10 月公开市场投放较少，且人民币贬值预期导致热钱外流，另一方面也是由于经济增长的不确定性较大，商品交易不活跃。M2 增速有趋稳的迹象，实际负利率的缓解和促存款回流的行政措施产生了一定作用。预计未来人民币贬值预期将导致热钱流入减少，公开市场到期资金较少，基础货币供应增速较低，而多次上调存准率和扩大存准金缴款范围导致货币乘数又处于低位，预计未来一段时间内 M1 增速将低于 10%，经济增长可能进一步放缓。

图 11: $(M1-M0)/(M2-M0)$ 环比大幅下降

资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

图 12: 同比增速 M1-M2 下降



资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

通胀回落，政策微调落实，低存贷比银行将获益于信贷适度宽松

10 月 CPI 同比上涨 5.5%，较 9 月明显回落，新涨价因素虽仍存在，但食品和房地产价格已经出现明显回落态势，预计 11 月通胀将加速回落，货币政策适度宽松的客观条件逐步形成。待明年一季度通胀降至低位，货币政策发生松动概率较大，但此前，促存款回流银行体系，保证银行的货币创造能力至关重要。目前，人民币贬值预期持续，公开市场到期资金减少，基础货币投放规模下降，高存准率下货币乘数处于低位，货币供应增长乏力，预计 M1 增速难以快速回升，经济下行风险加大。

为恢复银行体系的货币创造能力，央行或择机下调存准率，但在此之前，存贷比较高的银行将缺乏信贷扩张的能力。现阶段，信贷定向缓释有效缓解资产质量压力，且信贷仍然紧张，息差较高，信贷扩张将获得较高的收益。存贷比较低的国有大行和城商行扩张能力强，将获益于政策微调。

情景一：如果美元走弱，人民币升值预期上升，热钱流入较多。若央行保持净投放，则 M2 增速得以维持在 13% 以上，货币供应紧缩幅度不会加剧。

情景二：如果美元指数维持震荡，人民币贬值预期持续，则热钱流入逐步减少。若央行不进行逆回购操作，增加净投放，则 12 月 M2 增速将降至 12% 以下，下调存准率，保证银行货币创造能力的需求增强。（我们认为情景二发生的概率较大）

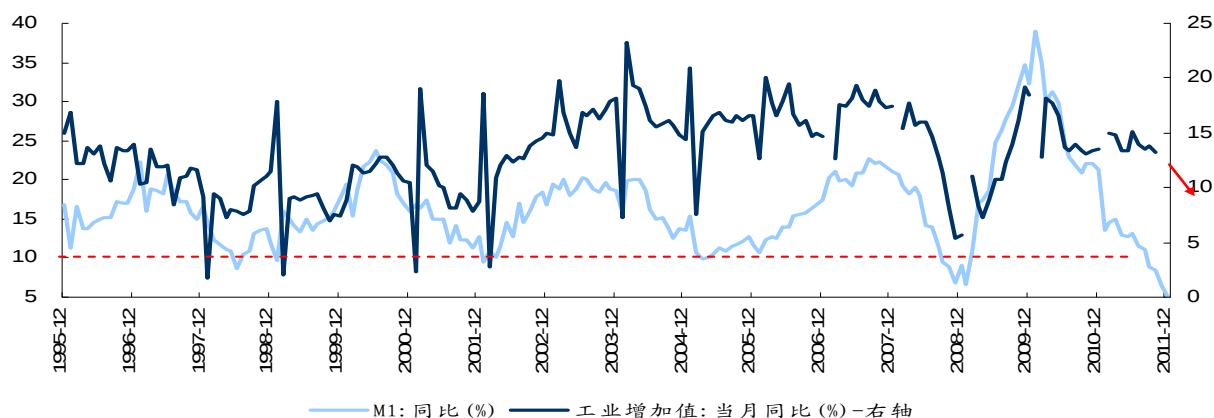
情景三：如果美元大幅升值，热钱流出，且出口增长乏力，外汇占款大幅减少，在央行不进行逆回购操作的情况下，货币供应增速将明显下降，12 月可能出现严重的流动性紧张，危及经济增长。此情况下，央行需尽快调整存准率，增加货币供应，但由于调整时间的滞后，实体经济可能遭遇一段艰苦时期。

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	2,196	2,277	2,473	2,000	3,147	3,143
净投放	4,540	3,410	-2,700	2,900	2,060	4,100	-110	1,670	2,360	890	1,950	500
估算基础货币	193,130	198,946	200,256	206,226	211,986	218,786	220,872	224,819	229,652	232,542	237,639	241,282
M2	733,895	736,100	756,967	756,849	763,785	781,066	773,052	780,122	787,247	790,643	807,973	820,359
M2 目标增速	17.31%	15.73%	16.47%	15.27%	15.14%	15.90%	14.69%	13.47%	13.03%	12.98%	13.76%	13.03%
货币乘数	3.80	3.70	3.78	3.67	3.60	3.57	3.50	3.47	3.43	3.40	3.40	3.40

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	2,196	2,277	2,473	2,000	1,500	1,000
净投放	4,540	3,410	-2,700	2,900	2,060	4,100	-110	1,670	2,360	890	1,950	500
估算基础货币	193,130	198,946	200,256	206,226	211,986	218,786	220,872	224,819	229,652	232,542	235,992	237,492
M2	733,895	736,100	756,967	756,849	763,785	781,066	773,052	780,122	787,247	790,643	802,373	807,473
M2 目标增速	17.31%	15.73%	16.47%	15.27%	15.14%	15.90%	14.69%	13.47%	13.03%	12.98%	12.97%	11.26%
货币乘数	3.80	3.70	3.78	3.67	3.60	3.57	3.50	3.47	3.43	3.40	3.40	3.40

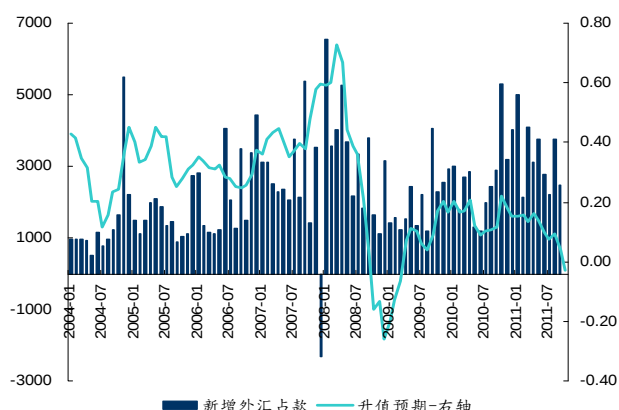
情景三	2011.01	2011.02	2011.03	2011.04	2011.05	2011.06	2011.07	2011.08	2011.09	2011.10	2011.11	2011.12
外汇占款增加	5,016	2,893	4,010	3,070	3,700	2,700	2,196	2,277	2,473	2,000	1,000	500
净投放	4,540	3,410	-2,700	2,900	2,060	4,100	-110	1,670	2,360	890	1,950	500
估算基础货币	193,130	198,946	200,256	206,226	211,986	218,786	220,872	224,819	229,652	232,542	235,492	236,492
M2	733,895	736,100	756,967	756,849	763,785	781,066	773,052	780,122	787,247	790,643	800,673	804,073
M2 目标增速	17.31%	15.73%	16.47%	15.27%	15.14%	15.90%	14.69%	13.47%	13.03%	12.98%	12.73%	10.79%
货币乘数	3.80	3.70	3.78	3.67	3.60	3.57	3.50	3.47	3.43	3.40	3.40	3.40

图 13: M1 增速降至 10% 以下时，经济见底概率较大（M1 预测值的背景为情景二情况）



资料来源：长江证券研究部

图 14: 升值预期与外汇占款正相关



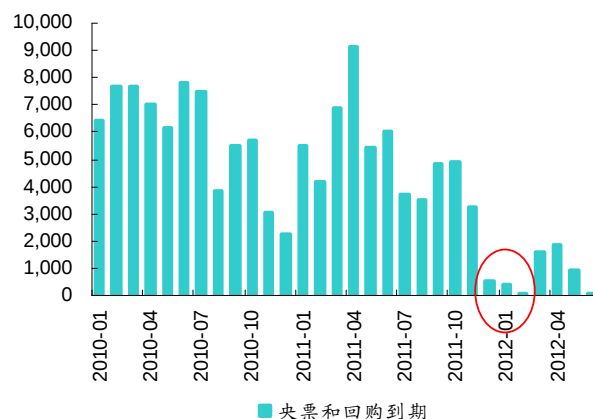
资料来源：人民银行，长江证券研究部

图 16: 货币乘数降低



资料来源：人民银行，长江证券研究部

图 15: 未来央票到期情况（亿元）



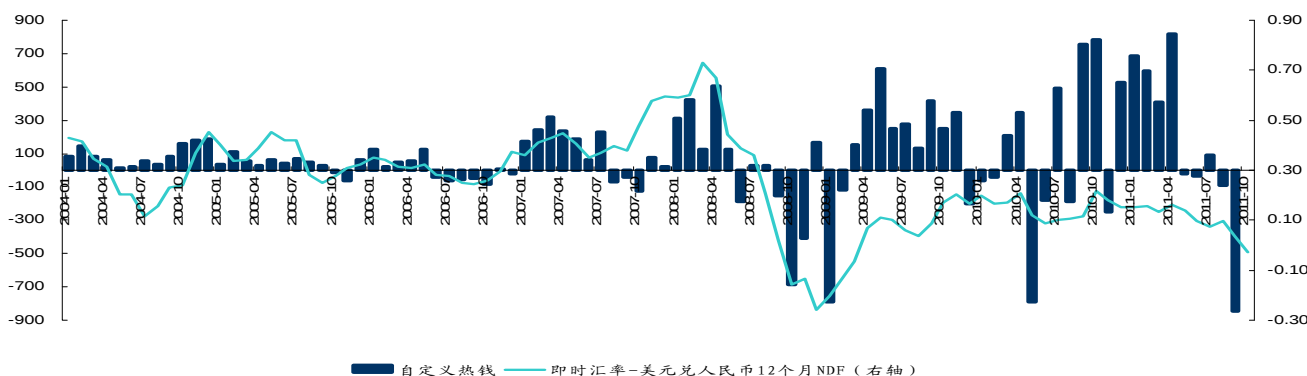
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 17: 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 18: 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。

估值跟踪

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	12E	10A	11E	12E	
工行	165,880	211,734	0.47	0.60	28%	28%	2.37	2.76	22%	24%	9.06	7.10	5.85	1.81	1.55	1.32	654
建行	135,743	175,117	0.54	0.70	27%	29%	2.85	3.45	21%	22%	8.81	6.83	5.60	1.68	1.39	1.15	436
中行	109,834	137,874	0.37	0.45	29%	26%	2.32	2.64	17%	18%	8.01	6.65	5.46	1.29	1.13	1.01	208
交行	38,807	51,339	0.67	0.75	29%	32%	3.66	3.99	20%	21%	7.15	6.36	4.67	1.31	1.20	0.93	859
农行	94,946	133,996	0.32	0.41	46%	41%	1.69	2.02	21%	22%	8.23	6.43	4.83	1.57	1.31	1.09	407
招行	25,763	36,349	1.23	1.60	41%	41%	6.50	7.80	22%	21%	9.65	7.44	6.94	1.83	1.52	1.30	1,280
中信	21,772	29,444	0.46	0.67	50%	35%	2.61	3.68	19%	19%	9.65	6.54	5.99	1.68	1.20	1.03	110
浦发	19,052	26,265	1.23	1.41	44%	38%	6.74	8.03	20%	19%	7.40	6.45	5.35	1.35	1.13	0.95	845
民生	17,560	26,633	0.66	1.00	45%	52%	3.91	4.67	18%	23%	9.20	6.07	4.73	1.55	1.30	1.09	937
兴业	18,595	24,027	1.80	2.23	41%	29%	8.50	10.42	24%	24%	12.97	5.81	4.74	2.74	1.24	1.00	748
光大	12,748	17,546	0.35	0.43	67%	38%	2.01	2.35	20%	20%	8.64	6.87	5.37	1.48	1.27	1.07	119
深发	6,286	9,270	1.30	2.01	25%	47%	6.57	14.20	23%	15%	12.77	8.23	9.53	2.52	1.17	1.04	360
华夏	5,964	8,842	0.87	1.38	61%	48%	5.23	9.47	18%	18%	12.49	7.85	6.38	2.08	1.15	0.98	298
北京	6,803	9,058	1.09	1.45	21%	33%	7.11	8.35	17%	19%	9.15	6.87	5.62	1.40	1.20	1.01	355
宁波	2,304	3,243	0.91	1.12	58%	41%	5.53	6.46	18%	19%	10.87	8.75	7.03	1.78	1.52	1.30	106
南京	2,332	3,114	1.04	1.05	52%	34%	6.51	7.36	15%	15%	8.58	8.50	6.51	1.37	1.21	1.04	150
行业数据	684,389	903,850	-	-	32%	32%	-	-	19%	20%	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：长江证券研究部

注：自由流通股本=A股股本-max（前八大A股股东持股，限售股股本）

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	3.91%	4.41%	4.26%	4.81%	4.29	4.84	108.92%	-2.81%	11.01%
建行	4.18%	4.54%	4.49%	4.88%	4.78	5.47	107.38%	-6.01%	4.39%
中行	4.65%	4.99%	6.33%	6.80%	2.99	2.70	136.08%	-2.17%	0.37%
交行	4.21%	4.19%	4.39%	4.37%	4.79	5.65	104.18%	2.36%	18.45%
农行	2.90%	4.25%	2.67%	3.91%	2.65	3.54	91.99%	-1.67%	15.69%
招行	1.77%	2.28%	1.68%	2.16%	11.88	15.40	94.80%	-6.55%	18.46%
中信	2.01%	2.38%	2.46%	2.92%	4.40	4.42	122.33%	-0.67%	25.21%
浦发	1.65%	1.22%	-	-	9.08	-	-	-	-
民生	0.83%	1.64%	0.93%	1.84%	6.05	6.64	111.96%	0.00%	25.05%
兴业	3.84%	2.64%	-	-	12.94	-	-	-	-
光大	1.18%	2.32%	-	-	2.98	-	-	-	-
深发	-	-	-	-	16.57	-	-	-	-
华夏	1.18%	1.34%	-	-	10.87	-	-	-	-
北京	1.80%	2.19%	-	-	9.99	-	-	-	-
宁波	2.04%	3.13%	-	-	9.84	-	-	-	-
南京	1.11%	1.40%	-	-	8.91	-	-	-	-

资料来源：长江证券研究部

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。