

敏感时期

11 月月报

 银行 同步大市-A
 上次评级 同步大市-A

报告日期 2011-11-17

报告关键点:

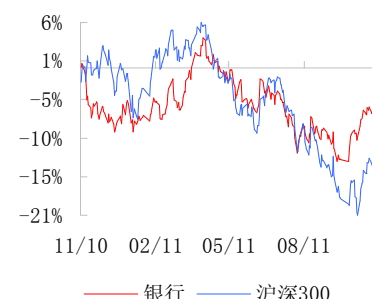
- 3季度加权贷款利率依然向上,但9月上浮利率信贷占比环比下降
- 近期银行资产质量波动不大
- 货币政策未来调整空间有限

报告摘要:

- 未来加权贷款利率预计将高位回落:**即使剔除7月份的加息因素,三季度加权贷款利率依然在上升,并且比2季度上升的幅度要更大,可能的原因在于3季度银监会对票据业务、表外融资等的规范使得资金面更紧张。但9月份上浮利率贷款占比较之8月份略有下降,预计未来这种趋势可能会持续,并最终表现为未来一两个季度加权贷款利率的见顶回落,只是幅度可能会比较缓和。近期草根层面的信息显示,虽然票据贴现利率在下降,但商业银行一般贷款利率变化并不大。信贷的微调主要体现在大银行层面,中小银行信贷受到贷存比的明显制约。3季度银行净息差为2.7%,与2季度持平。考虑到重定价的因素,预计未来两个季度息差将比较平稳。
- 小企业资金依然紧张:**鼓励小微企业贷款的各项政策短期内很难体现在银行的贷款投放行为当中,核心原因在于各家银行的考核体制并无变化,在操作层面上,风险规避依然是首要考虑的因素之一,这导致的一个结果就是,大中型企业资金并不紧张,小企业资金紧张情况依然在持续。
- 资产质量稳定:**截止3季度末商业银行不良依然双降,不良率为0.9%。草根层面信息表明,银行资产质量近期依然是比较稳定的,未来最大的风险可能来自房地产领域,地方政府融资平台贷款由于存在政府部门的干预,短期内爆发不良贷款的可能性并不大。目前小企业的经营情况相对来说还是比较好的,与2008年相比,目前的订单较充足,最大的制约因素在于劳动力成本的上升和资金约束。
- 银行间市场流动性季节性波动:**3季度末,金融机构超储率1.4%,比2季度提高。从2001年以来,银行的超储率基本上都处于趋势下降的通道,但在4季度一般都会提高超储水平,以应对春节期间资金的需求。预计4季度银行超储率有望继续提高。
- 货币政策调整空间不大:**央行在3季度货币政策执行报告中指出目前M2的增长并不算低,当前经济增长趋稳是主动调控的结果,经济本身平稳增长的内在动力较强,与2008年危机前外需带动作用较大的环境有所不同。要看到在外需相对疲弱、国内经济增长方式逐步转变的情况下,中国的潜在增长水平也会逐步趋缓,未来物价走势仍有不确定性,物价调控不能松懈。我们认为未来货币政策即便放松,空间也将是非常有限的。
- 投资建议:**考虑到刘易斯拐点过后通货膨胀的中枢抬高,同时需求目前并没有出现快速的下降,未来流动性的改善可能比较缓慢。但这同时也意味着银行的息差和资产质量不会出现剧烈的波动。我们预计明年行业盈利增速在15%左右。目前估值向下的弹性很小,较高的股息收益率使得银行股具备配置价值。
- 风险提示:**资产质量恶化。

首选股票	目标价	评级
600016 民生银行	7.1	买入-B
600000 浦发银行	11.7	增持-A
601009 南京银行	11.6	增持-A
601288 农业银行	3.2	增持-A
601328 交通银行	5.9	增持-A

12 个月行业表现


 杨建海
 021-68765375
 执业证书编号

 首席行业分析师
 yangjh@essence.com.cn
 S1450511020022

报告联系人

许敏敏

 021-68765372
 xumm@essence.com.cn

前期研究成果

银行:政策调整空间不大

2011-11-15

银行业数据双周报(2011年11月15日)

2011-11-15

银行业数据双周报(2011年11月1日)

2011-11-01

1. 核心观点

从央行货币政策执行报告当中，我们看到即使剔除掉7月份的加息因素，三季度加权贷款利率依然在上升，并且比2季度上升的幅度要更大，可能的原因在于3季度银监会对票据业务、表外融资等的规范使得资金面更紧张。但9月份上浮利率贷款占比较之8月份略有下降，预计未来这种趋势可能会持续，并最终表现为未来一或者两个季度加权贷款利率的见顶回落，只是幅度可能会比较缓和。

从近期草根层面的信息来看，虽然票据贴现利率在下降，但商业银行一般贷款利率变化并不大。虽说目前憧憬政策放松成为市场的焦点，但实际上，除了基建项目资金投放有所微调之外，小企业资金依然是比较紧张的。国家鼓励小微企业贷款的各项政策短期内很难体现在银行的贷款投放行为当中，核心原因在于各家银行的考核体制并无变化，在操作层面上，风险规避依然是首要考虑的因素之一，这导致的一个结果就是，大中型企业资金并不是非常紧张，小企业资金紧张情况依然在持续。

信贷方面，从银监会的角度来看，贷存比考核依然比较严格，并且有可能在明年对日均贷存比监管提出更高的要求，这就使得中小银行信贷投放一直受到存款的制约，大银行由于贷存比相对较低，信贷投放存在一些灵活度，政策微调也主要反映在大银行层面。从央行信贷调控上来看，通过差额存款准备金公式调控信贷额度也主要反映在大中型银行层面。央行在3季度货币政策执行报告中指出继续实施差别准备金动态调整措施，根据形势变化对有关参数作了适当调整。

资产质量方面，银监会公布的数据显示商业银行截止3季度末的不良贷款依然表现为双降。草根层面的信息表明，银行资产质量近期依然是比较稳定的，未来最大的风险可能来自房地产领域，地方政府融资平台贷款由于存在政府部门的干预，短期内爆发不良贷款的可能性并不大。目前小企业的经营情况相对来说还是比较好的，与2008年相比，目前的订单饱满，最大的制约因素在于劳动力成本的上升和资金约束。

我们认为，考虑到刘易斯拐点过后通货膨胀的中枢抬高，同时需求目前并没有出现快速的下降，未来流动性的改善可能比较缓慢。但这同时也意味着银行的息差和资产质量不会出现剧烈的波动。我们预计明年行业盈利增速在15%左右。目前估值向下的弹性很小，较高的股息收益率使得银行股具备配置价值。

2. 未来加权贷款利率预计将高位回落

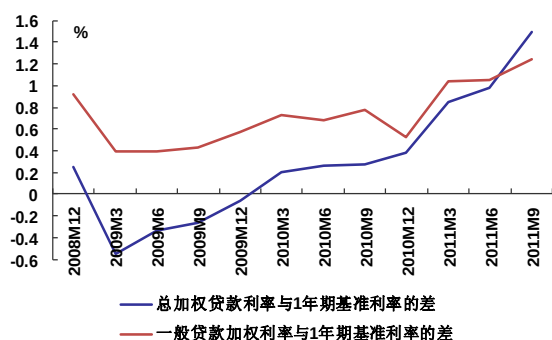
在央行公布的2011年3季度货币政策执行报告中，给出了9月份的加权贷款利率数据以及贷款利率浮动情况。即使剔除7月份加息因素，看起来利率依然在上升的通道当中，但观察9月份上浮利率贷款占比，我们发现，相比8月份略有下降。考虑到未来货币政策环境不会变得更紧，我们预计这一趋势有可能会持续，最终反映在未来一或两个季度，加权贷款利率可能将结束上行并趋势往下，只是下降的幅度可能较为缓和。

9月份贷款加权平均利率为8.06%，比6月份高出77bp。其中，一般贷款加权平均利率为7.80%，比6月份高出44bp；票据融资加权平均利率为9.55%，比6月份高出2.57个百分点；个人住房贷款利率7.36%，比6月份高出53bp。从加权贷款利率和基准利率的差值来看，依然处在上升的通道当中，并且3季度比2季度上升的更快。也就是说，即使剔除因基准利率调整带来的变化，利率的上升依然是非常快的，但如果剔除

票据融资业务，一般贷款加权利率和基准利率的差值上升幅度要略小一些。

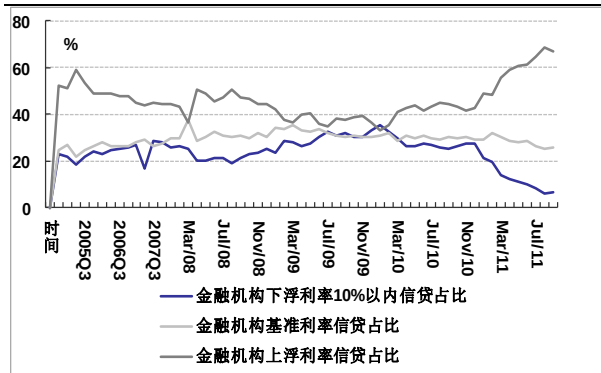
从利率浮动情况看，执行上浮利率的贷款占比相对6月份显著上升。但9月份的数字则比8月份有所下降。9月份执行上浮利率的贷款占比为67.19%，比8月份下降1.5个百分点，执行基准利率和下浮利率的贷款占比则分别比8月份增加0.5个和0.9个百分点。

图1 加权贷款利率和一年期贷款基准利率的差



数据来源：货币政策执行报告，安信证券研究中心

图2 贷款利率浮动情况

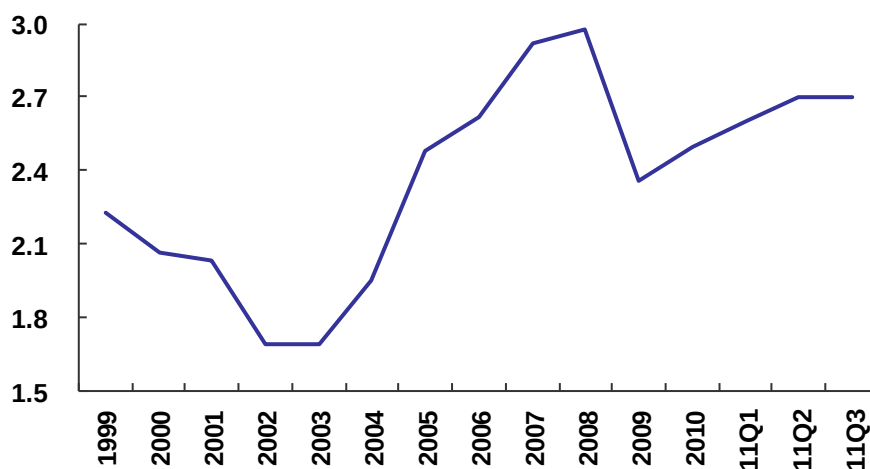


数据来源：货币政策执行报告，安信证券研究中心

从草根层面了解到的信息则反映，近期一般贷款利率变化并不大，依然处在比较高的位置，仅票据利率出现了明显的下降。主要原因在于9月底票据业务的清理对票据贴现利率影响非常大，一度使其升至13%的高位，而近期票据业务的管理力度则并不是非常大。

在银行息差层面，根据银监会公布的数据，3季度银行净息差为2.7%，和2季度持平。由于一部分贷款未来将陆续重新定价，预计未来一到两个季度息差会比较稳定，即使下降，幅度也会很小。

图3 商业银行净息差 (%)



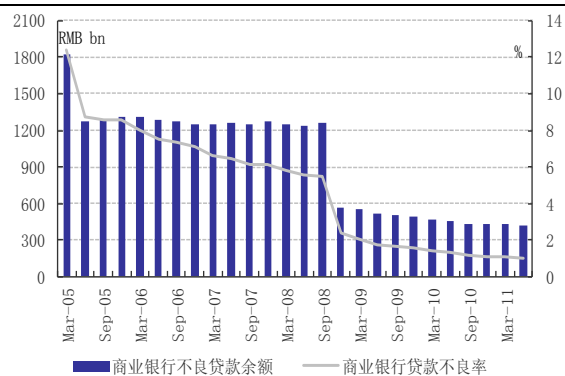
数据来源：银监会，安信证券研究中心

注:2010 年开始的数据为银监会公布的商业银行净息差数据, 之前的数据为上市银行的数据。

3. 资产质量: 短期依然稳定, 不确定性来自房地产领域

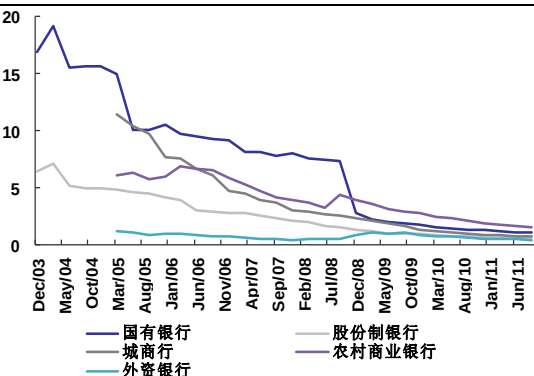
根据银监会公布的数据, 截止 9 月末, 商业银行不良贷款余额为 4078 亿元, 不良率为 0.9%, 相比 6 月末依然表现为双降。从五级分类数据来看, 次级、可疑类均表现为下降, 损失类略有增加。分机构来看, 国有银行、股份制银行、城商行不良贷款率相比 6 月末变化不大, 股份制银行和城商行不良贷款余额略有增加。在尚福林主席的讲话中, 提到截止 9 月末银行业金融机构不良贷款率为 1.84%, 不良贷款余额为 1.06 万亿, 这意味着政策性银行的不不良率相对来说可能是比较高的。

图 4 商业银行资产质量



数据来源: 银监会, 安信证券研究中心

图 5 分类银行不良率 (%)

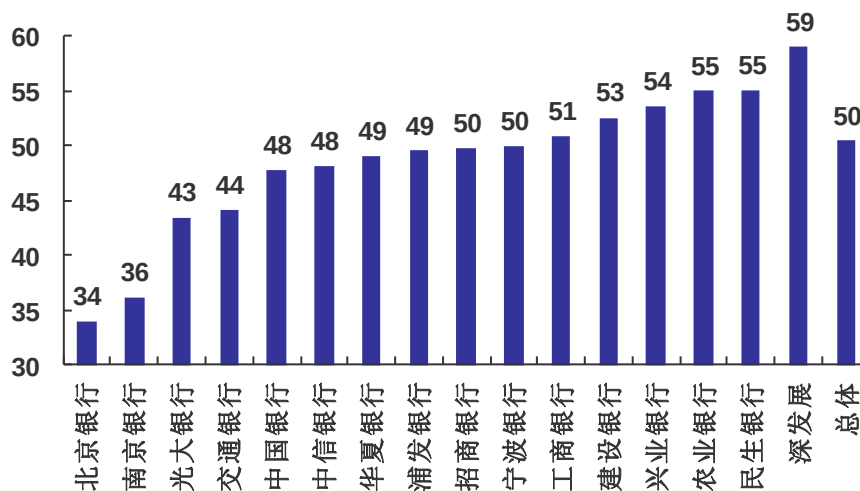


数据来源: 银监会, 安信证券研究中心

从草根层面了解的信息来看, 目前企业经营情况并不算差, 银行贷款质量还是比较稳定的。主要的担心还是集中在房地产领域。按照简单的压力测试来看, 房价即使下跌 50%, 银行的损失也不会很大, 主要是因为银行大多数存量按揭贷款为 2009 年之前投放, 在此之后房价出现了明显的上涨, 抵押物价值增加, 看起来银行的不不良率都是非常低的, 甚至有的银行低于 40%, 很少有贷款的不不良率高于 80%。

但是如果考虑全部贷款, 抵押贷款占的比重基本上在 50%左右, 在这部分抵押贷款中, 少部分是利用机器、设备作为抵押物的, 大部分抵押物均为房产、地产 (比重可能在 80%以上)。因此, 房地产市场的波动反映在银行资产负债表上, 不能单独看待。

图6 各家银行抵质押贷款占总贷款的比重 (2011年6月末, %)

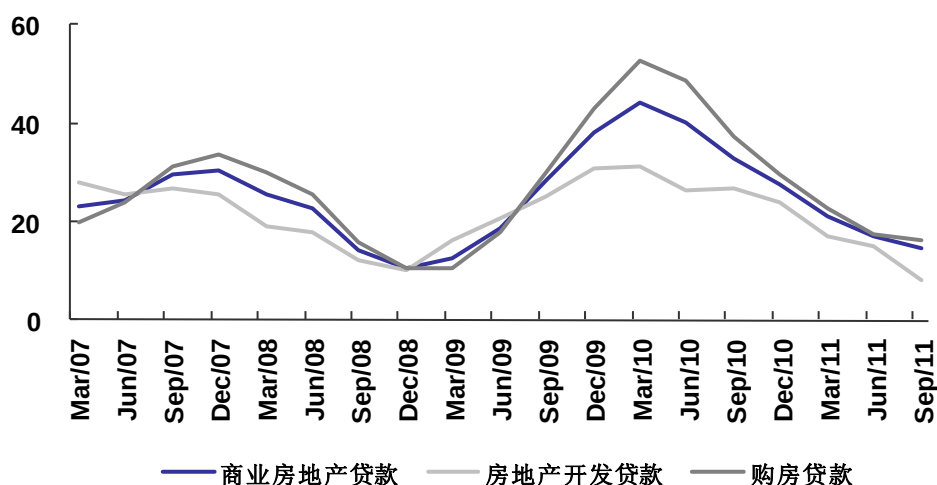


数据来源：公司公告，安信证券研究中心

从央行3季度货币政策执行报告来看,各家银行3季度基本都在压缩房地产开发贷款,房产开发贷款、地产开发贷款均比6月末有所减少,仅商业地产贷款和按揭贷款有所增加。截至9月末,房地产贷款余额为10.5万亿,同比增长14.6%。其中,个人住房贷款余额为6.4万亿元,同比增长16.2%;房产开发贷款余额为2.6万亿元,同比增长14.9%;地产开发贷款余额为7887亿元,同比下降4.8%;

9月末,房地产贷款余额占各项贷款余额的20.3%,从新增量看,前三个季度累计新增房地产贷款9923亿,同比少增7439亿元。房地产贷款新增额占各项贷款新增额的18.3%,比上半年低1.4个百分点,比去年全年水平低8.6个百分点。

图7 房地产贷款同比增速 (%)



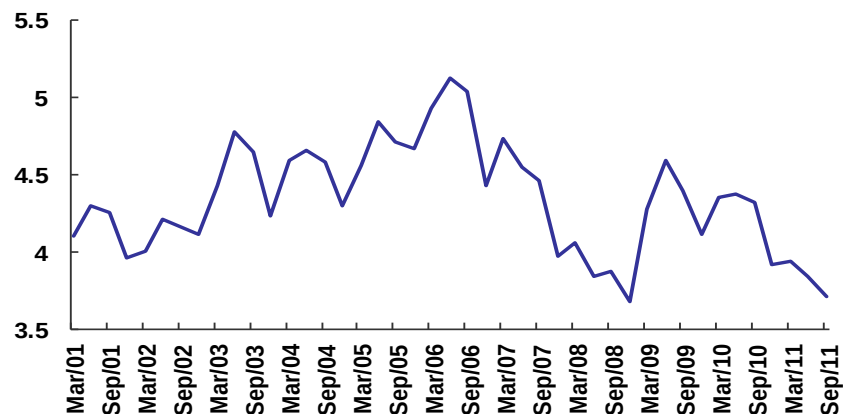
数据来源：货币政策执行报告，安信证券研究中心

4. 存款波动的影响因素

今年以来,银行体系存款的流失非常严重,令人比较困惑的地方是:存款究竟去哪了?无论是储蓄存款,还是非金融企业的存款,今年以来均增长乏力。除了存款准备金高企造成货币乘数的下降之外,金融工具创新对存款的分流形成了比较大的影响。存款的减少一方面和理财产品的分流有关(部分体现在非存款类金融机构在存款类金融机构的存款当中),另一方面也和房地产市场成交量的放缓有一定联系(住房公积金中心存款沉淀)。因此,10月份央行对M2进行了修正,加入了住房公积金中心存款和非存款类金融机构在存款类金融机构的存款。9月末,非存款类金融机构在存款类金融机构的存款达2.8万亿,比年初增加5499亿,同比增长31.9%。住房公积金中心存款余额为6992亿,同比增长39%。银行表外理财产品9月末余额为3.3万亿,比年初增加9275亿(比6月末减少2700亿),同比增长45.7%。表外理财产品具有一定的存款替代特征,成为商业银行竞争客户资金资源的重要方式。

除了信托产品、银行理财产品的分流、住房公积金中心存款沉淀之外,境外金融机构在境内的存款,货币市场基金也对存款形成分流。

图8 货币乘数



数据来源:货币政策执行报告,安信证券研究中心

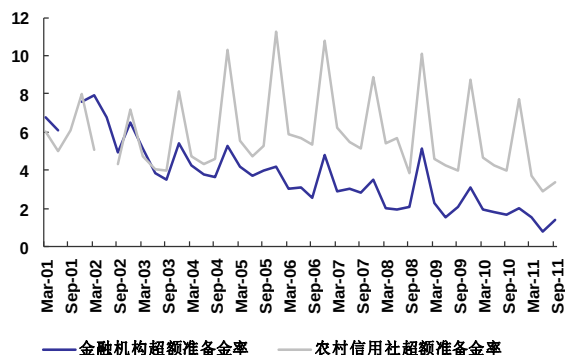
由于存款的波动,中国金融机构存款准备金制度规定的、需要交存存款准备金的一般性存款范围是动态调整的。央行在3季度货币政策执行报告中指出,根据金融发展状况和货币政策调控需要,近年来已陆续将表内理财产品、国库现金管理定期存款、金融控股公司存款等逐步纳入交存存款准备金的一般性存款范围。随着中国金融市场不断向广度和深度发展,银行承兑汇票、信用证、保函等业务及相应保证金存款增长较快,今年9月份把保证金存款也纳入一般性存款计交准备金。

5. 银行间市场流动性的季节性波动

3季度末,金融机构超额准备金率1.4%。其中,农村信用社为3.4%,均比2季度提高。观察历史上银行超额存款准备金率的变化,我们发现,从2001年以来,银行的超储率基本上都处于趋势下降的通道,主要原因在于随着流动性管理水平的提高,会更多

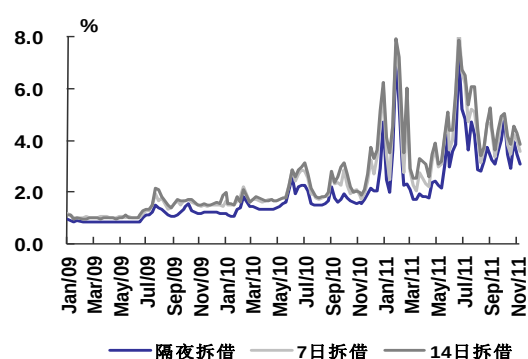
的考虑到闲置资金的运用。但是在4季度一般都会提高超储水平，以应对春节期间资金的需求。预计4季度银行间市场流动性有望继续宽松。

图 9 商业银行资产质量



数据来源：货币政策执行报告，安信证券研究中心

图 10 银行间市场拆借利率

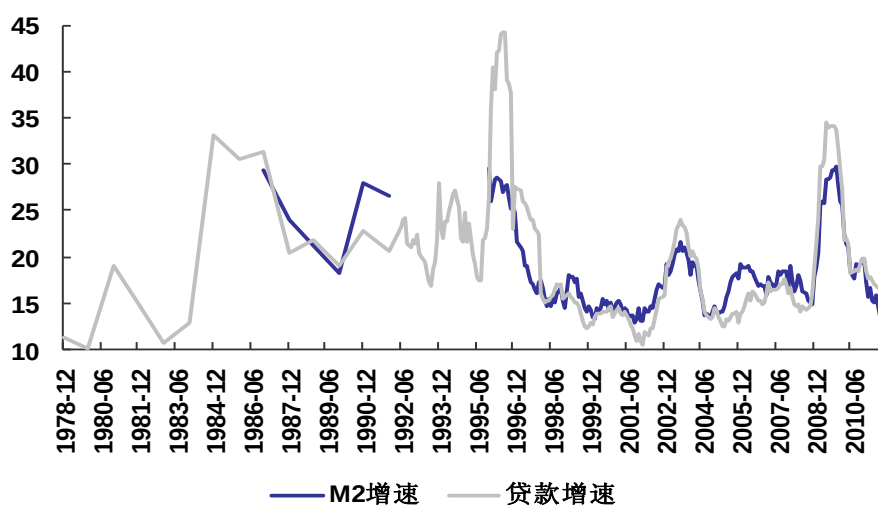


数据来源：WIND，安信证券研究中心

6. 货币政策：调整空间有限

央行在3季度货币政策执行报告中以专栏的形式论述了目前M2的增长并不算低，同时也指出，当前经济增长趋稳是主动调控的结果，经济本身平稳增长的内在动力较强，与2008年危机前外需带动作用较大的环境有所不同。要看到在外需相对疲弱、国内经济增长方式逐步转变的情况下，中国的潜在增长水平也会逐步趋缓，未来物价走势仍有不确定性：一是当前物价仍在较高水平，尤其是在全球极度宽松的货币条件仍将持续、前两年国内需求扩张较快的大环境下，通胀预期短期内难以轻易改变；二是目前经济内在扩张的压力依然存在，物价调控不能松懈，需要宏观政策继续把握好力度和节奏。

图11 货币和信贷增速 (%)



数据来源：货币政策执行报告，安信证券研究中心

在上一轮稳健货币政策时期（1998-2007年），有一半年份的M2增速低于15%，最高为2003年的19.6%，最低为2000年的12.3%，算术平均数为15.9%。在加入金融创新等因素

后，目前实际货币增速只比这一平均水平略低一些。如果再考虑到过去两年为应对国际金融危机形成了较高水平的货币存量，以及中国经济增速趋稳，那么现在的货币总量与实体经济的需要是基本相适应的。从贷款看，增长速度并不慢。2011年9月末，金融机构人民币贷款余额同比增长达到15.9%，比2000-2008年平均水平高0.4个百分点。这还不考虑直接融资的发展。

因此，总体上来讲，货币政策放松的空间很小，未来一年货币政策的变化稍有不慎，就可能带来通胀水平的反复和更多的长期风险。

7. 小微企业贷款核心推动力在于银行自身激励体制的转变

在银行自身转型、国家政策鼓励的背景下，草根层面反映的情况是，小微企业贷款发展依然是比较慢的。以江浙一带为例，在小微企业方面做的比较好的依然是民生银行以及一些小银行，比如台州银行、泰隆商业银行。核心原因在于大多数银行在体制上并没有做出明显的改革，考核机制上依然延续以往的惯例。从客户经理的角度来讲，假如经手的贷款出现一笔不良，就有可能影响到收入和职位，因此大多数客户经理对风险的容忍度是相当低的，这也使得即使贷款额度松动，受益的依然是大中型企业。即使在目前资金紧张背景下，大中型企业资金并不紧张。

从小微企业客户的角度来讲，往往是缺乏抵质押物但却对贷款的需求急迫，而国内大多数银行目前依然是对所有贷款执行类似的繁琐的操作流程，并没有形成差异化的风险控制技术。在江浙一带小企业贷款做的比较出名的是浙江泰隆商业银行和台州银行。泰隆商业银行在小企业信贷服务和风险控制技术中总结出一套以“三品、三表、三三制”为特色的小企业金融服务模式，实现了小企业融资“事前低成本获取信息、事中低成本监控管理、事后低成本违约惩罚”的三个低成本，一方面，在风险可控前提下充分下放贷款审批权，绝大部分信贷业务在一线可以审批完毕；另一方面，在审贷分离原则下简化操作流程，对信贷管理环节进行合并、前移和同步。客户经理在营销客户过程中就开始收集和整理客户的相关信息，从而让营销与审查审批工作实现同步。通过流程的简化，服务效率大大提高。老客户贷款只需三个小时左右（半个工作日）就能完成，新客户贷款一般也只需三天就能完成，满足了小企业“短、频、快”融资需求。台州银行也是一家坚持以中小企业为信贷目标的市场定位，实行的是“存贷挂钩，利率优惠”的贷款办法，首次申请贷款一般在3个工作日内予以答复。

从未来3-5年来看，小银行由于自身特征，在客户结构转向小企业方面更加值得期待。小银行具有较强的地域优势，与所在地区文化等方面具有天然的契合性，更加熟悉所在地区小企业客户的资信和经营情况；而且小银行本身就是小企业，更能理解小企业主的需求。从这个角度来看，我们认为南京银行未来仍然是值得关注的。

分析师简介

杨建海，CFA，非银行金融行业首席分析师，毕业于北京大学，经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

分析师声明

杨建海声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥

021-68765913

凌洁

021-68765237

梁涛

021-68766067

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

胡珍

0755-82558073

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034