

若存款断流成为趋势会如何？

研究结论

- 我们需要重视近几个月以来存款的显著少增。最近几个月，金融机构存款的增长变得非常艰难。1、7 和 10 月份已经出现 3 次存款负增长情况，而 2003 年以来，月度存款负增长现象仅出现过 4 次。3 季度上市银行整体存款零增长也更加蹊跷。金融机构人民币存款增速已经创下历年新低，而 M2 增速同样创下 1997 年有统计数据以来的新低。
- 钱都去了哪里？可能有几种解释：（1）理财产品的发售。但 3 季度理财产品的发售规模相对稳定。而且目前超短期的以及纯粹吸收存款为目的的理财产品已经禁发。（2）表外项目转表内挤占额度，例如票据和信贷理财产品。但相关规模可能在 3、4 千亿左右，但 3 季度无法解释的存款少增规模在 1.77 万亿左右。（3）热钱外流。从各种草根证据和新闻报道来看，近年来国内高净值人群的移民和外流明显加剧。此外，2002 年以来持续流入国内的热钱也可能因为地产调控超预期而选择获利了结。我们分析认为，这一因素可能是主因。不过，这一推测尚未在外汇占款、人民币汇率和房地产交易量等指标上得到充分验证。
- 不可解释的存款少增规模在近期显著加大。我们计算了“当月存款新增量中，不能用财政存款减少、贷款投放以及外汇占款投放所解释的部分”。我们发现，计算出来的结果显示，今年以来该“无法解释”项目出现了非常明显的加速负增长迹象。从“不可解释部分”的累积值来看，此次下滑的速率甚至快于 2006—2008 年。但此轮存款流失，已经难以用资金流入股市这一因素来解释。**我们担心的是，如果 3 季度以来存款的异动，反映的不是短期现象，而是中国经济金融的中长期结构性趋势，那么这一现象可能会对中国经济、金融以及 A 股的流动性和估值产生重大影响。**
- 该现象若持续，75% 的存贷比要求将不可持续。2000 年以来，存贷比的下降一方面是由于核销了巨额不良贷款，另一方面是受益于外汇占款的持续流入，因此每月的增量存贷比为 68.6%。但若热钱外流+“其他”项目的资金流出显著加大，银行增量存贷比就会明显超过 75%。假设银行一个月投放 5000 亿信贷，若外汇占款项下的货币投放为一个月 1000 亿等值人民币，而不考虑“其他”项目的资金流出，增量存贷比将是 83.3%。（2）若“其他”项目下资金流出为每个月 500 亿，增量存贷比将恶化至 90.9%。（3）若热钱外流导致外汇占款项下货币投放降至 500 亿，而“其他”项目下资金流出为 2000 亿，那么增量存贷比将进一步恶化到 111%。
- 如果我们的担心属实，预期未来可能会看到几个现象：（1）短期内银行的放贷能力受到影响，存贷比达标压力将越来越沉重；（2）银行将重新面临流动性压力。存款若发生困难而又要保持信贷投放，银行将不得不转向成本更高的主动负债，这对于银行间市场将构成压力。（3）降准备金、补充银行体系流动性的需要将日益迫切。需要提示上述关于热钱流出的猜想尚未得到验证，因此无法形成投资结论。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

金麟

8621-63325888 × 6084

jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

联系人

姚栋

8621-63325888 × 7541

yaodong@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

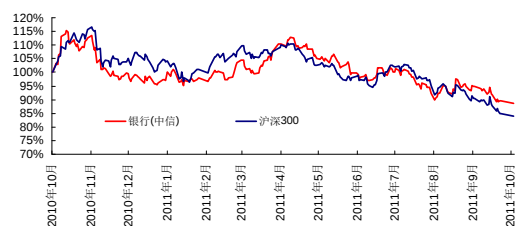
行业

银行

报告发布日期

2011 年 11 月 17 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2010	2011E	2012E	2013E	评级
华夏银行	1.20	1.16	1.37	1.57	增持
浦发银行	1.34	1.43	1.71	2.02	买入
民生银行	0.66	0.94	1.02	1.23	买入
农业银行	0.29	0.40	0.50	0.60	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

下一阶段资金博弈之天王山	2011-9-11
长期大底附近配置银行 谋求优异	2011-8-25
风险收益比	
银行牌照白送要不要？	2011-8-9

1、我们需要重视近几个月以来存款的显著少增

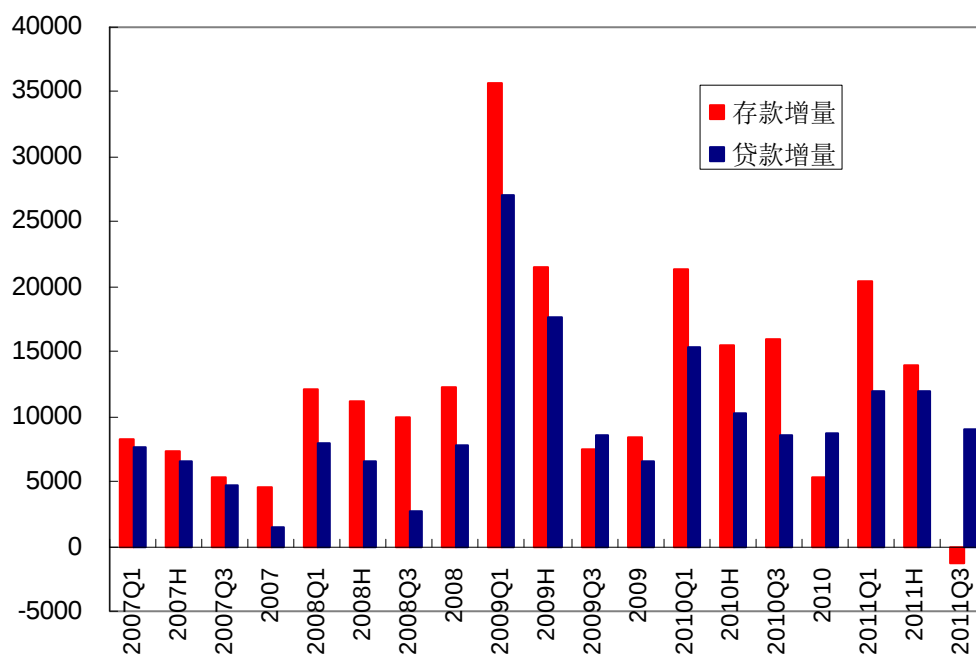
最近几个月，金融机构存款的增长变得非常艰难。相关现象包括：

(1) 今年的 1 月份、7 月份和 10 月份出现过两次存款负增长的情况，而 2003 年以来，月度存款负增长现象仅出现过 4 次，。

(2) 虽然 3 季度人民币贷款投放了 1.51 万亿元，但存款增量仅有 7668 亿元。10 月份，人民币存款继续环比下降 2010 亿元，其中不包括财政存款的一般性存款环比减少 6200 亿元。

(3) 3 季度上市银行整体存款近乎零增长，16 家上市银行单季度存款增量只有区区 674.17 亿元，，若扣除深发展并表了平安银行，则甚至为-1362.59 亿元，这在历史上从未发生过。考虑到当季度信贷投放了 9082.43 亿元则情况更加蹊跷。

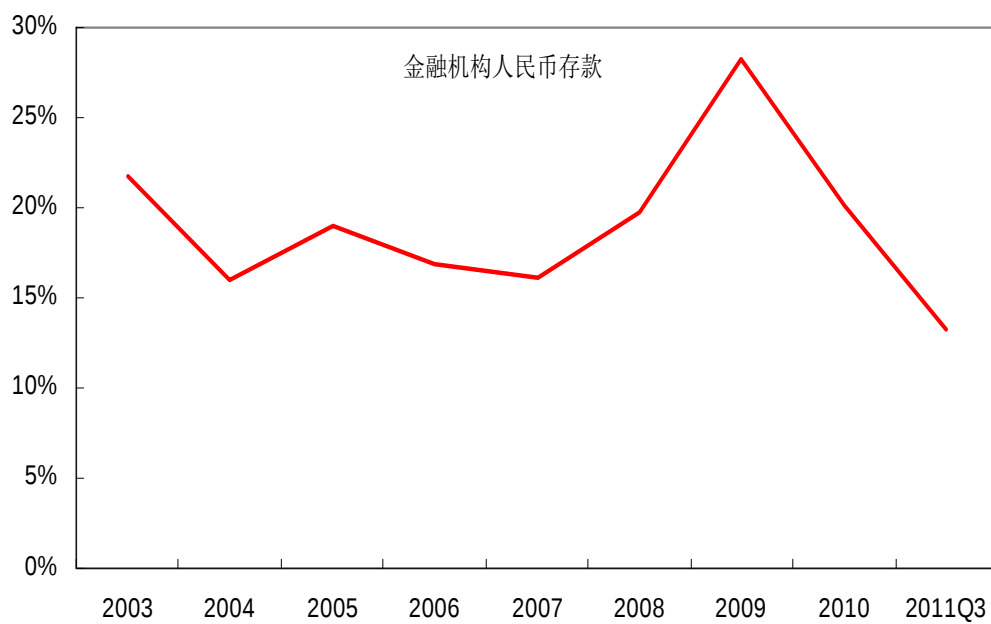
图 1：与贷款投放相比，上市银行 3 季度存款的零增长非常不寻常



资料来源：CEIC，东方证券研究所

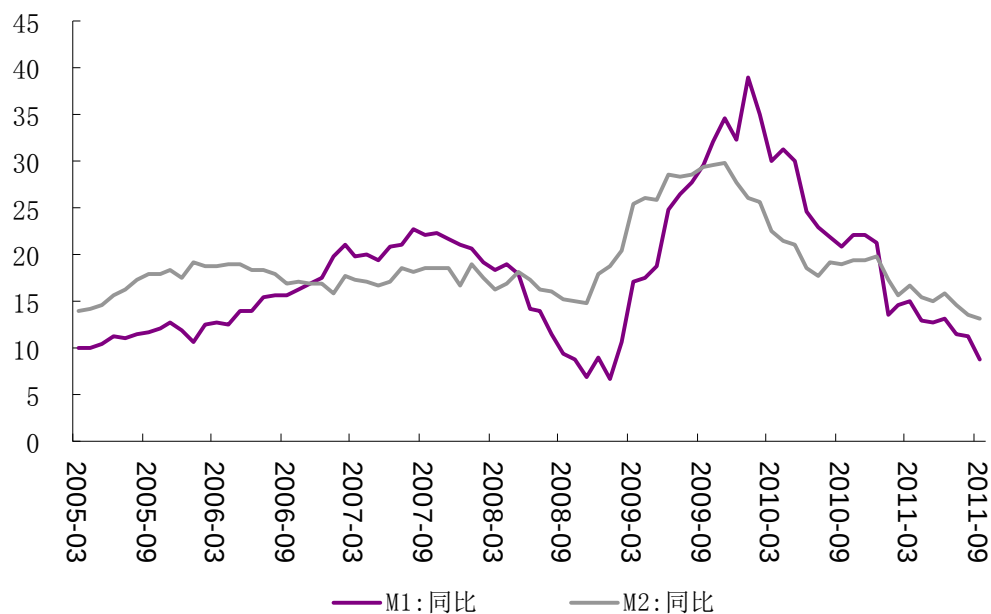
(4) 由此，金融机构人民币存款增速已经创下历年新低，而 M2 增速同样创下 1997 年有统计数据以来的新低。

图 2：人民币存款增速降至新低的 13.28%



资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 3：而 M2 12.90%的增速同样是历史新低



资料来源：CEIC，东方证券研究所

2、钱都去了哪里？

为什么今年以来特别是 3 季度以来会发生这么严重的存款荒？目前分析预测可能有几种解释：

(1) 理财产品的发售。估计目前理财产品所吸引的资金已经达到 4 万亿元左右，其中大部分为非保本型产品，因此相关存款表外化。

但是，3 季度理财产品的发售规模相对稳定。而且，经过监管层前期的大力规范，目前超短期的以及纯粹吸收存款为目的的理财产品已经禁发。

(2) 表外项目转表内挤占额度，例如票据和信贷理财产品。但我们判断，很难认为这些项目的影响会有这么大的规模，应该并非主因。

(3) 热钱外流。从各种草根证据和新闻报道来看，近年来国内高净值人群的移民和外流明显加剧。此外，2002 年以来持续流入国内的热钱也可能因为地产调控超预期而选择获利了结。我们认为，这一因素可能是主因。不过，这一推测尚未在外汇占款、人民币汇率和房地产交易量等指标上得到充分验证。

3、不可解释的存款少增规模在近期显著加大

通常认为，存款的增长有几个源泉：(1) 财政存款的下降会推动一般性存款增长；(2) 贷款投放的直接派生；(3) 外汇占款项下的货币投放；(4) 同业存款与存款的互相转化，例如存款转为券商的第三方存管保证金；(5) 其他，例如人民币国际化导致一部分人民币存款从境内存款的统计口径中流出，并包括误差与遗漏，或其它不能解释项目。

在上述项目中，1-3 项是有官方数据可以度量的，第 4、5 项则没有相关统计披露。我们采取这种方式，将后两者合并，计算“当月存款新增量中，不能用财政存款减少、贷款投放以及外汇占款投放所解释的部分”。我们发现，计算出来的结果显示，今年以来该“无法解释”项目出现了非常明显的加速负增长迹象。其中，我们凭直觉认为，存款转化为第三方存管资金无法提供合理的解释，因为股市的表现有目共睹。

表 1：“其他”项目在今年特别是 3 季度以来出现显著资金流出迹象

单位：百万元

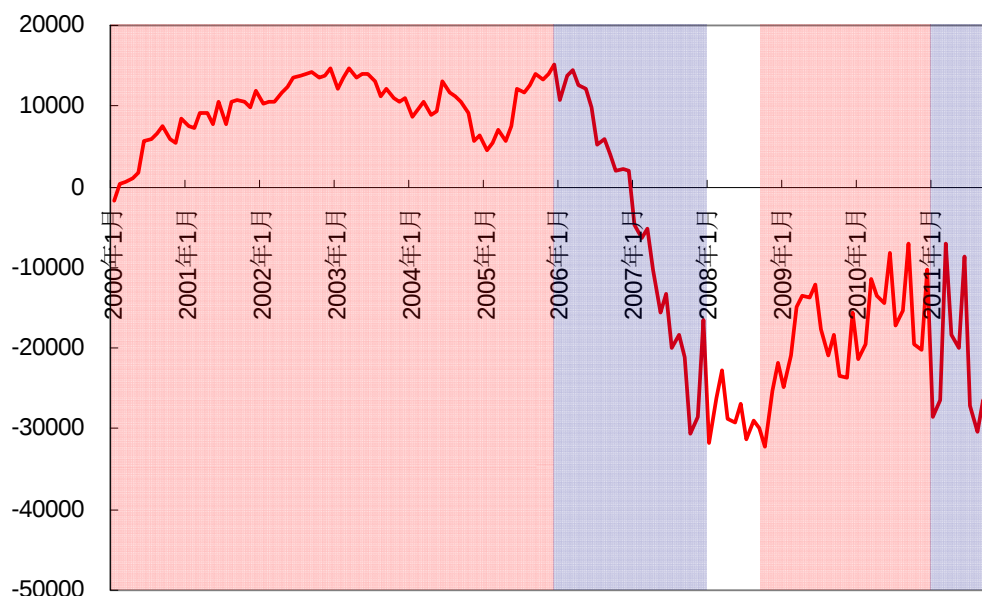
	含财政存款的 总存款增量 ①	财政存 款增量 ②	一般性存 款增量 ③=①-②	贷款投 放派生 ④	外汇占 款增加 ⑤	其他 ⑥=③-④-⑤
2000 年至今	481,205	28,325	452,880	310,741	169,596	-27,456
2011 年	738,525	168,951	569,574	557,908	298,231	-286,565
2011 年 7-10 月	141,447	151,966	-10,519	524,020	223,442	-757,980

资料来源：CEIC，东方证券研究所

然后，我们做了“其他”项目的累积值，即从 2000 年 1 月份到目标月份的累计加总。今年之前，该指标的变化基本可以用“存款与同业存款转换”来解释：2000-2005 年累积值的温和提高，与当时的股市走熊有关；而 2006-2008 年该指标的快速下降，反映的是当时大牛市对一般性存款的强

大吸引力；2008 年下半年到 2010 年，股市复苏初期的解套效应以及后半段负的赚钱效应使得资金重新回流银行存款。而在 2011 年以来，特别是 3 季度以来，我们又一次看到该数值的快速下降，而且此次下滑的速率甚至快于 2006—2008 年。但此轮存款流失，已经难以用资金流入股市这一因素来解释。

图 4：“其他”项目的累积值同样指向 3 季度以来的存款显著流失



资料来源：CEIC，东方证券研究所

我们分析认为，背后的原因可能在于国内存量财富和国外热钱的外流。但如前所述，尚未在宏观指标层面找到验证。我们担心的是，如果 3 季度以来存款的异动，反映的不是短期现象，而是中国经济金融的中长期结构性趋势，那么这一现象可能会对中国经济、金融以及 A 股的流动性和估值产生重大影响。是否会人民币资金大规模流出境外，这在理论上提供了一个可能的合理解释，但我们目前尚无法得到验证。

4、75%存贷比的不可持续

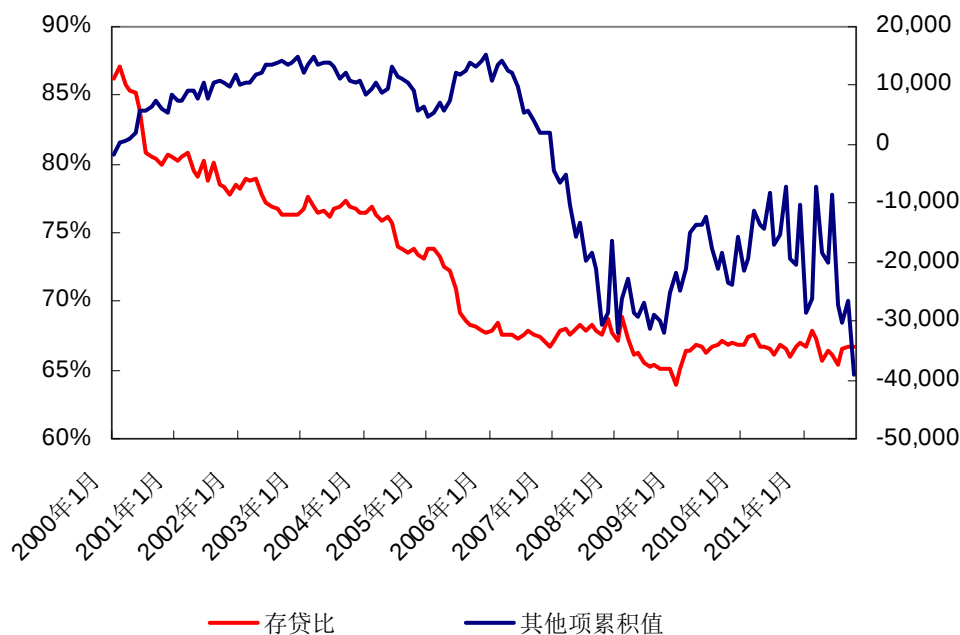
从 2000 年以来的经验来看，平均每个月一般性存款增加 4529 亿元，其中 3107 来自于贷款投放派生，1696 来自于外汇占款项下的货币投放，另外其他项目是平均每个月 275 亿的境内存款流失。由此计算，平均每个月的增量存贷比为 $3107/4529=68.6\%$ ，低于 75%，因此可以满足 75% 的存贷比监管要求。

但是现在的问题来了：如果热钱外流+“其他”项目的资金流出显著加大，银行增量存贷比就会明显超过 75%。假设银行一个月投放 5000 亿信贷，考虑到目前贸易顺差一个月约 1000 亿等值人民币，并假设资本外流仅造成资本项目平衡，因此外汇占款项下的货币投放为一个月 1000 亿等值人民币，则：(1)若不考虑“其他”项目的资金流出，增量存贷比将是 $5000/(5000+1000)=83.3\%>75\%$ 。

(2) 若“其他”项目下资金流出为每个月 500 亿，增量存贷比将恶化至 $5000 / (5000 + 1000 - 500) = 90.9\%$ 。(3) 进一步做极端假设，若热钱外流导致外汇占款项下货币投放降至 500 亿，而“其他”项目下资金流出为每个月 2000 亿，那么增量存贷比将进一步恶化到 111%。

从过去经验来看，2000 年以来中国银行业存贷比的下降受益于 (1) 巨额不良贷款的核销，2000、2005、2006、2008 年出现的存贷比跳跃式下降原因就在于五大行不良贷款的剥离和核销；(2) 外汇占款的持续流入。而在 2006—2008 年存款大量流入股市期间，存贷比反而有 1.5 个百分点左右的反弹。

图 5：存贷比的变化



资料来源：CEIC，东方证券研究所

换言之，若我们担心的存款少增现象源于热钱流出等持续性的结构性因素，那么 75% 的存贷比的合理性就不复存在，银行过去 10 年存贷比持续下降的重要原因，即外汇占款项下的货币投放若不能持续，银行增量存贷比就会高于 75%。

5、几个推论

如果我们担心的热钱流出属实，那么我们还可以继续推想开去，可能会看到几个现象：

(1) 短期内，银行的放贷能力收到影响。存款不足将成为一个重要的制约因素。多家银行的存贷比将卡在 75% 的红线附近。

(2) 银行将重新面临流动性压力。从流动性角度来看，银行稳定的现金流（存款）若发生困难，而又要保持信贷投放，银行将不得不转向成本更高的主动负债，这对于银行间市场将构成压力。

(3) 若热钱外流成立，通常用于对冲外汇占款项下的货币投放的准备金工具将有逆向操作的要求，即降准备金、补充银行体系流动性的需要将日益迫切。

需要提示上述关于热钱流出的分析猜想尚未得到验证，因此无法形成投资结论。个股上我们仍然推荐南京、华夏和民生银行。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn