

央行第三季度货币政策执行报告点评

——进一步确认政策放松

行业/银行业

优于大势

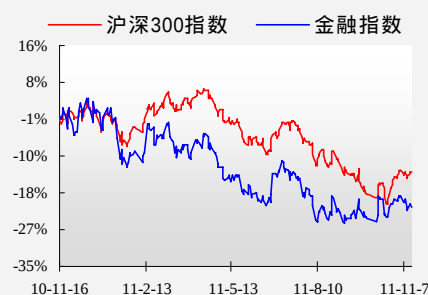
维持评级

发布时间：2011 年 11 月 17 日

投资要点：

- 央行公布 2011 年第三季度货币政策执行报告，首次在货币政策执行报告中提及了要进行货币政策微调 and 预调。
- 2011 年 9 月末，金融机构超额准备金率为 1.4%，比 2011 年 6 月末有所回升，不过比年初的水平依旧明显下降。央行未来可能优先倾向于通过差别准备金率对中小型银行采取一些调低的政策措施，保证对小微企业的支持力度，对整体法定存款准备金率的下调可能还会倾向于比较谨慎。
- 2011 年第三季度末，金融机构的贷款利率继续提高，但是月度增幅继续回落，银行议价能力也继续提高，整体我们判断贷款利率继续上浮的空间已经较小，银行的存贷利差和净息差有可能在今年第四季度或者明年第一季度达到本轮加息周期的高点。
- 从央行的措辞中，我们可以看出，央行基本认可目前的 M2 增速，同时认为目前的人民币贷款增速也处于较快的水平，因此即使央行目前已经在货币政策执行报告中提及了微调 and 预调，但是我们不能对 2012 年整体的人民币贷款增量和 M2 增速的恢复抱有过高的预期。
- 整体定向、结构性的放松对银行盈利增长的作用较为有限，但是有助于整体市场改变前期对银行的不利看法，进一步奠定银行股估值水平回升的基础，因此我们维持前期的看法，整体四季度银行股的反弹行情并没有走完，依旧维持前期的四季度可能整体会有 10%-15% 的上涨空间的判断。

走势图



重要公司

评级

招商银行	推荐
民生银行	推荐
浦发银行	谨慎推荐
深发展 A	谨慎推荐
华夏银行	谨慎推荐

分析师：唐亚韞

执业证书编号：S0550511020010

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: tangyy@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

昨日，央行公布 2011 年第三季度货币政策执行报告，报告中，央行首次在货币政策执行报告中提及了要进行货币政策微调 and 预调，提出要继续实施稳健的货币政策，密切监测国内外经济金融形势发展变化，把握好政策的力度和节奏，更加注重政策的针对性、灵活性和前瞻性，根据经济形势的变化，适时适度进行预调微调，巩固经济平稳较快发展的良好势头，保持物价总水平基本稳定，加强系统性风险防范。此外，在央行货币政策报告中还有几点值得我们关注：

1、银行体系流动性整体趋于紧张，不过 9 月末比 6 月末的水平有所恢复。在 2010 年全年经历了六次法定准备金的上调，2011 年第一季度又经历了四次存款准备金率的上调，2011 年第二季度又经历了两次存款准备金率的上调，银行体系流动性整体已经趋于紧张；不过相对于 12 月末还是有了一定的下降；12 月末，金融机构超额准备金率为 2.0%，比上年下降 1.13 个百分点。其中，中资大型银行为 0.9%，中资中型银行为 1.8%，中资小型银行为 4.4%，农村信用社为 7.7%。整体相比 9 月末的情况还有所上升，不过比年初的情况有明显的下降。2011 年 3 月末金融机构超额准备金率为 1.5%，农村信用社仅为 3.7%，2011 年 6 月末金融机构超额准备金率为 0.8%，其中农村信用社为 2.9%；都出现了较为明显的下降，2011 年 9 月末，金融机构超额准备金率为 1.4%，其中，农村信用社为 3.4%，比 2011 年 6 月末有所回升，不过比年初的水平依旧明显下降；从未来存款准备金率工具如何运用的情况看，央行在报告中继续提及要继续实施差别准备金动态调整措施，同时结合前期的对小微企业系列的政策，央行未来可能优先倾向于通过差别准备金率对中小型银行采取一些调低的政策措施，保证对小微企业的支持力度，整体法定存款准备金率的下调虽然市场已经有了较为长期和强烈的预期，但是央行可能还会倾向于比较谨慎。

2、整体银行贷款的盈利水平有所提高。2010 年 12 月份，贷款加权平均利率为 6.19%，比年初上升 0.94 个百分点。比 9 月份上升了 0.60 个百分点，上升速度明显加快，主要受到两次基准利率调整的影响，其中，一般贷款加权平均利率为 6.34%，比年初上升 0.46 个百分点；票据融资加权平均利率为 5.49%，比年初上升 2.75 个百分点。个人住房贷款利率稳步上升，12 月份加权平均利率为 5.34%，比年初上升 0.92 个百分点。

2011 年第一季度末，由于从 2010 年 10 月份四次开始的加息逐渐发挥作用，金融机构的贷款利率进一步提高，3 月份，贷款加权平均利率为 6.91%，较年初上升 0.72 个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为 7.10%，比年初上升 0.76 个百分点；票据融资加权平均利率为 6.26%，比年初上升 0.77 个百分点。个人住房贷款利率持续上升，3 月份加权平均利率为 6.17%，比年初上升 0.82 个百分点。

2011 年第二季度末，在加息和信贷规模受限等多重因素的影响下，金融机构的贷款利率继续提高，6 月末，6 月份贷款加权平均利率为 7.29%，较 3 月份上升 0.38 个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为 7.36%，比 3 月份上升 0.26 个百分点；票据融资加权平均利率为 6.98%，比 3 月份上升 0.72 个百分点。个人住房贷款利率稳步上升，6 月份加权平均利率为 6.83%，比 3 月份上升 0.66 个百分点。

2011 年第三季度末，金融机构的贷款利率继续提高，但是月度增幅继续回落；贷款加权平均利率为 8.06%，比 6 月份上升 0.77 个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为 7.80%，比 6 月份上升 0.44 个百分点；票据融资加权平均利率为 9.55%，比 6 月份上升 2.57 个百分点。个人住房贷款利率稳步上升，9 月份加权平均利率为 7.36%，比 6 月份上升 0.53 个百分点；整体我们判断贷款利率继续上浮的空间已经较小，银行的存贷利差和净息差有可能在今年第四季度或者明年第一季度达到本轮加息周期的高点，同时从利率政策上看，与准备金政策类似，加息周期已经终结，但是降息的可能性个人认为在今年以内基本较小。

3、从银行整体议价能力的变化上，银行整体议价能力与去年全年相比还是有了明显的提高。去年 12 月份，执行下浮、基准利率的贷款占比分别为 27.80%和 29.16%，比年初分别下降 5.39 个和 1.10 个百分点，执行上浮利率的贷款占比为 43.04%，比年初上升 6.49 个百分点。于 9 月份相比，执行上浮利率的贷款占比出现了一定的下降，下浮利率的贷款占比则出现了一定的上升；3 月份，执行上浮利率的贷款占比为 55.82%，比年初上升 12.78 个百分点；执行基准利率的贷款占比为 30.22%，比年初上升 1.06 个百分点；执行下浮利率的贷款占比为 13.96%，比年初下降 13.84 个百分点。6 月份，执行下浮利率的贷款占比为 9.94%，比 3 月份下降 4.02 个百分点；执行基准利率的贷款占比为 28.91%，比 3 月份下降 1.31 个百分点；执行上浮利率的贷款占比为 61.15%，比 3 月份上升 5.33 个百分点。9 月份，执行上浮利率的贷款占比为 67.19%，比 6 月份上升 6.04 个百分点。执行下浮和基准利率的贷款占比分别为 6.96%和 25.86%，比 6 月份分别下降 2.98 个和 3.05 个百分点，同样我们认为，执行上浮利率的贷款占比已经达到历史新高，未来在货币政策微调 and 预调的影响下，这个比重也很难持续上升，银行也要考虑到企业的承受能力。

4、有关银行理财产品：央行货币政策执行报告中提及，2011 年上半年理财产品的累计发生额较大，但期限 3 个月以下的理财产品发行额占总发行额的比重接近 80%，从余额看，6 月末，理财产品资金余额为 3.57 万亿元，相当于同期存款余额（78.6 万亿元）的 4.5%，比上年末增加 8000 多亿元。其中大部分资金投入债券、股票等资本市场，促进了直接融资的发展。2011 年 9 月末，商业银行表外理财产品余额为 3.3 万亿元，比年初增加 9275 亿元，同比增长 45.7%。比 6 月末的水平有所下降，这与整体理财产品的规范和不规范理财产品自动到期有关。

5、有关 M2 口径的调整：央行昨日发布公告，宣布在 M2 的统计口径中加入非存款类金融机构的存款（也就是我们常说的同业存款）和公积金存款，央行在货币政策执行报告中明确了这两部分存款的余额，9 月末，非存款类金融机构在存款类金融机构的存款为 2.8 万亿元，比年初增加 5499 亿元，同比增长 31.9%。住房公积金中心存款余额为 6992 亿元，比年初增加 1130 亿元，同比增长 39.0%；按完善后的口径，2011 年 10 月 M2 余额为 81.68 万亿元，2010 年 10 月 M2 余额为 72.35 万亿元，其同比增速为 12.9%，与不考虑这一口径的 M2 增速基本持平。

同时，由于目前社会普遍认为 M2 增速偏低，央行在货币政策执行报告中也就此发布了评论，在 1998-2007 年，M2 的平均增速是 15.9%，最低为 2000 年的 12.3%，最高为 2003 年的 19.6%，其中有一半年份低于 15%，同时考虑到货币创新的因素，央行认为目前的 M2 增速只比这一水平略低，属于正常水平，此外，央行指出，2011 年前三季度，由于存在通胀预期，导致货币流通速度加快，因此为了稳定通胀预期，也需要对于货币总量增速加以控制，从央行的措辞中，我们可以看出，央行基本认可目前的 M2 增速，同时认为目前的人民币贷款增速也处于较快的水平，因此即使央行目前已经在货币政策执行报告中提及了微调 and 预调，但是我们不能对 2012 年整体的人民币贷款增量和 M2 增速的恢复抱有过高的预期。

结论：

整体上央行首次在货币政策执行报告中提及适时适度的进行货币政策的微调，进一步明确了货币政策放松的信号，但是正如我们在前文分析的一样，这种放松基本属于结构性的微调，整体从央行的措辞中，个人认为在年内看到存款准备金率和利率下调的可能性都较低，即使真的动用货币政策工具，央行也会优先选择结构性和定向性的，比如差别存款准备金率和窗口指导等等，如果将观察时间区间放长至明年第一季度，央行可能会优先考虑下调法定准备金率，动用利率工具（下调利率）的条件个人认为还不成熟。

从上市银行的情况看，定向、结构性的货币政策放松将增加银行后续的月度贷款增量，但是可能对定价能力和收益率水平的进一步上升带来不利，对于银行的基本面经营基本是中性的，但是对于个别银行来说，尤其是存贷比压红线，流动性紧张的银行则会带来正面效应，整体定向、结构性的放松对银行盈利增长的作用较为有限，但是有助于整体市场改变前期对银行的不利看法，进一步奠定银行股估值水平回升的基础，因此我们维持前期的看法，整体四季度银行股的反弹行情并没有走完，依旧维持前期的四季度可能整体会有 10%-15% 的上涨空间的判断。

维持前期重点推荐品种。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。