

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

货币供应量增速本月有望形成底部拐点，信贷宽松空间将逐步打开

报告要点

■ 11月信贷规模符合预期，12月信贷将继续保持适度宽松

央行公布信贷数据情况：11月人民币贷款余额同比增长15.6%，比上月末低0.2个百分点。当月新增信贷5622亿，环比少增246亿，同比少增18亿。11月人民币存款余额同比增长13.1%，比上月末低0.5个百分点。当月人民币存款增加3247亿元，环比多增5257亿元，同比少增2677亿元。M1同比增速为7.8%，增速环比降低0.6个百分点，同比降低14.3个百分点；M2同比增速为12.7%，增速环比降低0.2个百分点，同比降低6.8个百分点。

11月信贷数据符合预期。结构上看：11月新增企业中长期贷款大幅减少，显示企业投资需求明显减弱。居民中长期贷款的稳定增长和居民短期贷款的基本稳定显示居民消费需求状况良好，有利于抵御经济下行风险。新增票据贴现恢复小幅增长预示信贷供需矛盾有所缓解。目前调控政策进入观察期，且银行存贷比较高，限制了信贷大规模增长。预计未来经济下行风险加大，货币政策放松的概率增加，随着存准率下调，货币乘数的提高，存款压力也将有所缓解，信贷投放空间将有所增加。

11月存款回流，但增长较慢。分项来看：（1）由于实际负利率的逐步缓解，居民储蓄意愿有所恢复，以及理财产品监管加强，分流影响下降，居民存款增长较快；（2）财政投放导致财政存款季节性回落，但是企业存款增长较慢，显示年末企业流动性资金比较紧张。贸易顺差减少和人民币贬值预期引致新增外汇占款减少，也对企业存款的增长产生负面影响。12月实际负利率的缓解将进一步推动居民储蓄意愿恢复，居民存款有望较快增长。12月财政投放将使得财政存款出现季节性下降，但企业存款将出现季节性增长。**随着存准率下调影响的逐步显现，预计12月存款有望实现较快增长。**

11月货币供应量增速继续降低，我们估算11月货币乘数为3.43，环比略有提升，受存准率下调影响，12月货币乘数将继续缓慢回升。 $(M1-M0)/(M2-M0)$ 值有所回升说明存款活期化，投资需求较弱，且M1增速回落较快，说明经济仍不活跃。由于人民币贬值预期持续并有所强化，且贸易顺差收窄，存准率松绑幅度难以有效抵销基础货币增长放缓的步伐，资金面短期内难现拐点。预计元旦前后存准率仍将继续下调，货币乘数将逐步回升，**M1、M2同比增速将在12月形成底部拐点。随着存准率下调的累积效应逐步显现，明年一季度货币供应形势有望好转，资金面将逐步迎来宽松环境。**

■ 通胀加速回落，经济下行风险增加，预计存准率继续下调

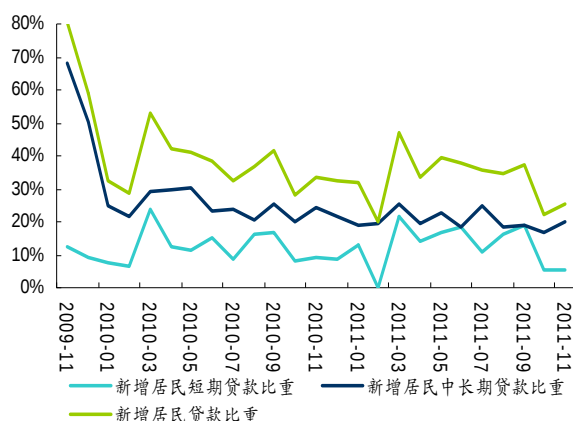
11月CPI同比加速回落至4.2%。由于食品与房产等标杆价格回落，12月新涨价因素将继续缩小，且不存在翘尾因素，预计通胀将在12月继续回落。通胀加速回落，而经济下行风险加大，保增长逐渐显得比控通胀更为重要。央行本次下调存准率主要是针对前期数量调控过紧引致的资金配置扭曲的被动调整。较低的超储率和年末较高的现金漏损率使得资金面仍然较为紧张，仍有可能继续下调存准率。银行受益于存准率松绑利好，相对收益确定，绝对收益概率较大，但流动性偏紧将限制银行估值的修复。

11 月信贷规模符合预期，12 月信贷将继续保持适度宽松

央行公布信贷数据情况：11 月人民币贷款余额同比增长 15.6%，比上月末低 0.2 个百分点。当月新增信贷 5622 亿，环比少增 246 亿，同比少增 18 亿。居民当月新增贷款 1435 亿，环比多增 128 亿，同比少增 461 亿，其中短期居民新增贷款 299 亿，环比少增 32 亿，同比少增 226 亿，中长期居民新增贷款 1136 亿，环比多增 160 亿，同比少增 235 亿；非金融企业新增贷款 4183 亿，环比少增 365 亿，同比多增 441 亿，其中，企业短期新增贷款 2847 亿，环比多增 60 亿，同比多增 1177 亿，企业中长期新增贷款 813 亿，环比少增 1557 亿，同比少增 1117 亿；票据融资当月新增 360 亿，环比多增 1061 亿，同比多增 516 亿；10 月扣除票据后的一般性贷款为 5262 亿，环比少增 1307 亿，同比少增 534 亿。

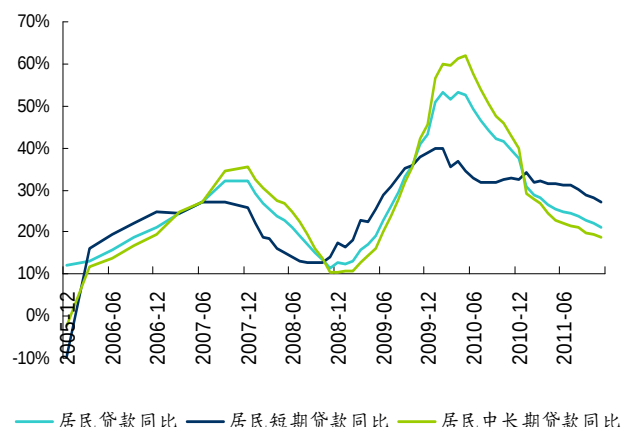
11 月信贷数据符合预期，稳中略有松动。结构上看：11 月是新增企业中长期贷款大幅减少，显示企业投资需求明显减弱。居民中长期贷款的稳定增长和居民短期贷款的基本稳定显示居民消费需求状况良好，有利于抵御经济下行风险。新增票据贴现恢复小幅增长预示信贷供需矛盾有所缓解。总体来看，银行更加注重资产质量，倾向于资产质量较好的居民按揭贷款和承兑汇票贴现。目前调控政策进入观察期，且银行存贷比较高，限制了信贷大规模增长。预计未来经济下行风险加大，货币政策放松的概率增加，随着存准率下调，货币乘数的提高，存款压力也将有所缓解，信贷投放空间将有所增加。

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

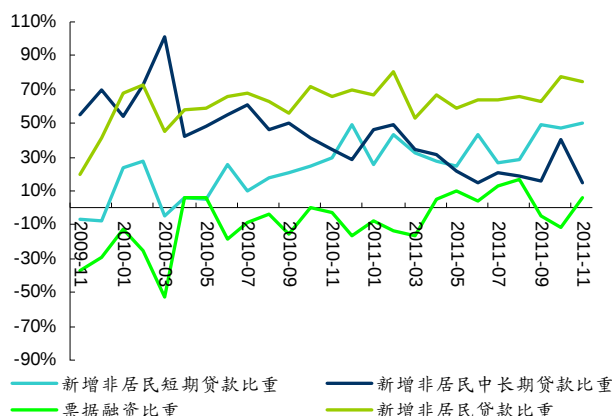
图 2：居民贷款同比增速（%）



资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

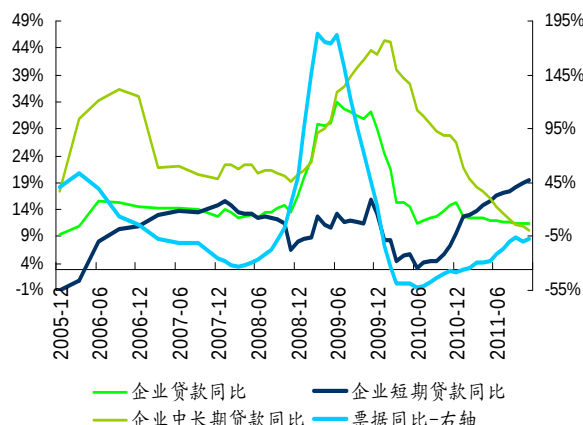
11 月居民贷款同比增长 21.22%，居民短期贷款同比增长 27.04%，居民中长期贷款同比增长 18.66%，企业贷款同比增长 11.39%，企业短期贷款同比增长 19.52%，企业中长期贷款同比增长 10.27%，票据同比-6.55%。零售业务由于其低资本消耗、银行对其高议价能力以及较低的不良率成为银行未来发展趋势，居民贷款余额占比 23.41%，同比上升 3.32%，居民贷款增速远高于企业贷款增速，信贷结构调整明显。

图 3: 新增非居民贷款比重 (%)



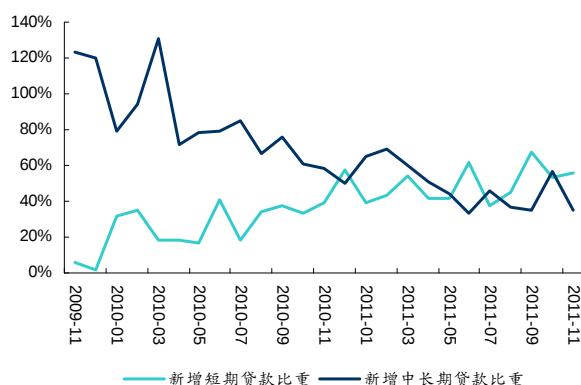
资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

图 4: 企业贷款同比增速 (%)



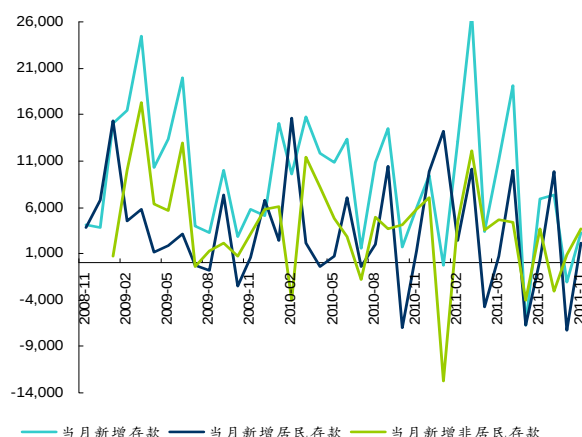
资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

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)



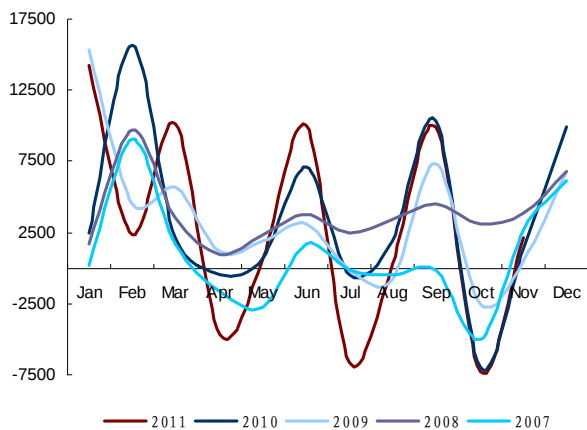
资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

11 月人民币存款余额同比增长 13.1%，比上月末低 0.5 个百分点。当月人民币存款增加 3247 亿元，环比多增 5257 亿元，同比少增 2677 亿元，其中，住户存款增加 2103 亿元，环比多增 9375 亿元，同比多增 771 亿；非金融企业存款增加 3731 亿元，环比多增 2871 亿元，同比少增 2006 亿；财政性存款减少 3763 亿元，环比少增 7953 亿元，同比少增 1644 亿。

11 月存款回流，存款压力有所缓解，但增长缓慢。分项来看，（1）由于实际负利率的逐步缓解，居民储蓄意愿有所恢复，以及理财产品监管加强，分流影响下降，居民存款增长较快；（2）财政投放导致财政存款季节性回落，但是企业存款增长缓慢，增量仅相当财政存款减少规模，显示年末企业流动性资金非常紧张。贸易顺差减少和人民币贬值预期引致新增外汇占款减少，也对企业存款的增长产生负面影响。12 月实际负利率的缓解将进一步推动居民储蓄意愿恢复，居民存款有望较快增长。12 月财政投放将使得财政存款出现季节性下降，但企业存款将出现季节性增长。随着存准率下调影响的逐步显现，预计 12 月存款有望实现较快增长。

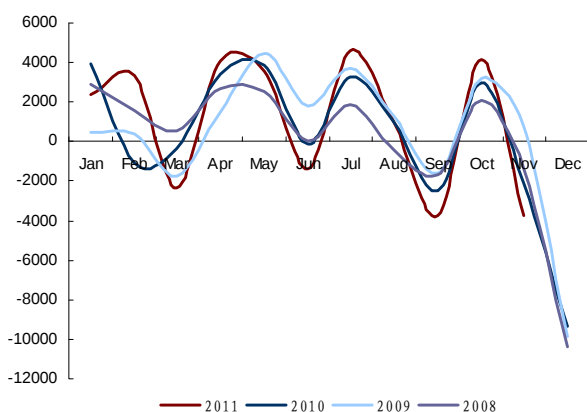
居民存款、企业存款和机关团体存款季节性明显，主要受季末和春节影响。财政性存款季节性明显主要受财政收入和支出时点影响。预计 12 月财政存款负增长，新增居民和企业存款将有较大幅度的增加。

图 7：居民存款季节性明显



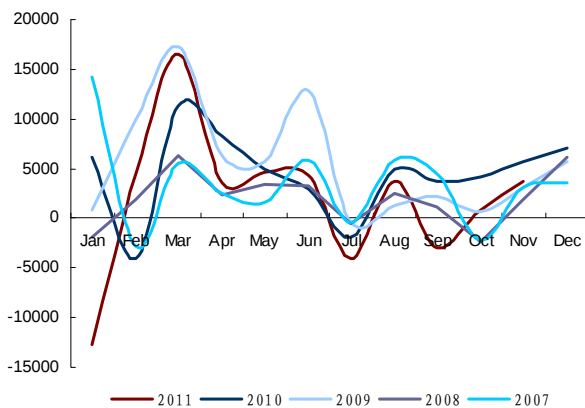
资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

图 9：财政性存款季节性明显



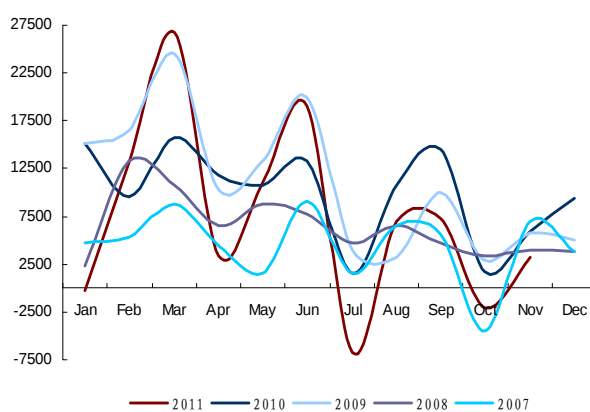
资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

图 8：非金融性企业存款受季节影响



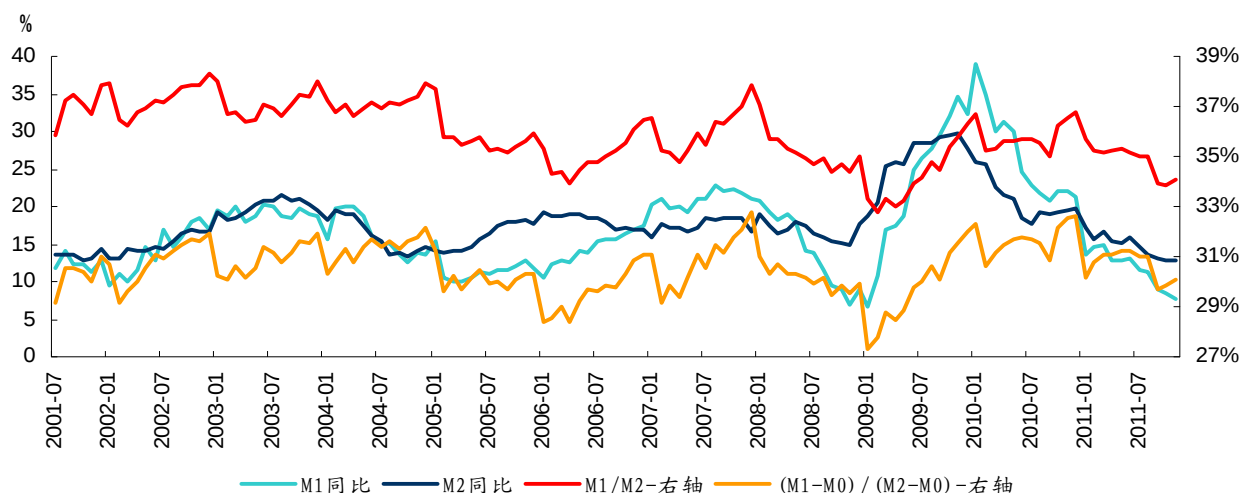
资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

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

11 月货币供应量增速继续降低，我们估算 11 月货币乘数为 3.43，环比略有提升，受存准率下调影响，12 月货币乘数将继续缓慢回升。 $(M1-M0)/(M2-M0)$ 值有所回升说明存款活期化，投资需求较弱，且 M1 增速回落较快，说明经济仍不活跃。由于人民币贬值预期持续并有所强化，且贸易顺差收窄，存准率松绑幅度难以有效抵消基础货币增长放缓的步伐，资金面短期内难现拐点。预计元旦前后存准率仍将继续下调，货币乘数将逐步回升，M1、M2 同比增速将在 12 月形成底部拐点。随着存准率下调的累积效应逐步显现，明年一季度货币供应形势有望好转，资金面将逐步迎来宽松环境。

图 11: $(M1-M0)/(M2-M0)$ 环比上升

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

11 月通胀加速回落，经济下行风险加大，期待存准率继续下调

11 月 CPI 同比加速回落至 4.2%，其中翘尾因素 0.5%，新涨价因素 3.7%。由于食品与房产等标杆价格回落，12 月新涨价因素将继续缩小，而由于不存在翘尾因素，预计通胀将在 12 月份继续回落。通胀加速回落，而经济下行风险加大，保增长逐渐显得比控通胀更为重要。央行本次下调存准率主要是针对前期数量调控过紧引致的资金配置扭曲的被动调整。较低的超储率和年末价高的现金漏损率使得资金面仍然较为紧张，仍有可能继续下调存准率。银行受益于存准率松绑利好，相对收益确定，绝对收益概率较大，但流动性偏紧将限制银行估值的修复。

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）

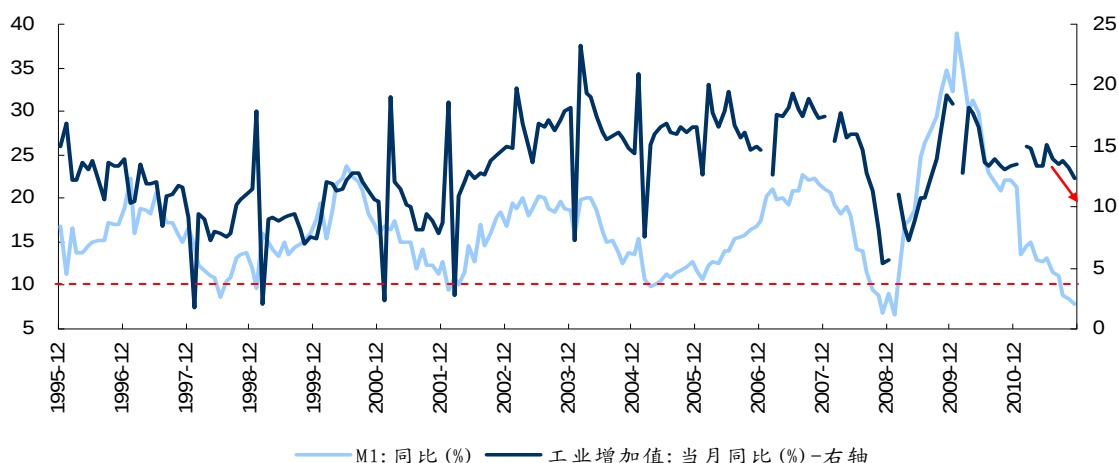
情景三：如果美元大幅升值，热钱流出，且出口增长乏力，外汇占款大幅减少，在央行不进行逆回购操作的情况下，货币供应增速将明显下降，12 月可能出现严重的流动性紧张，危及经济增长。此情况下，央行需尽快调整存准率，增加货币供应，但由于调整时间的滞后，实体经济可能遭遇一段艰苦时期。

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	-250	-500	3,143
净投放	4,540	3,410	-2,700	2,900	2,060	4,100	-110	1,670	2,360	890	1,580	-1,300
估算基础货币	193,130	198,946	200,256	206,226	211,986	218,786	220,872	224,819	229,652	230,292	231,372	233,215
M2	733,895	736,100	756,967	756,849	763,785	781,066	773,052	780,122	787,247	789,901	798,233	804,592
M2 目标增速	17.31%	15.73%	16.47%	15.27%	15.14%	15.90%	14.69%	13.47%	13.03%	12.88%	12.38%	10.86%
货币乘数	3.80	3.70	3.78	3.67	3.60	3.57	3.50	3.47	3.43	3.43	3.45	3.45

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	-250	-500	-200
净投放	4,540	3,410	-2,700	2,900	2,060	4,100	-110	1,670	2,360	890	1,580	-1,300
估算基础货币	193,130	198,946	200,256	206,226	211,986	218,786	220,872	224,819	229,652	230,292	231,372	229,872
M2	733,895	736,100	756,967	756,849	763,785	781,066	773,052	780,122	787,247	789,901	798,233	799,954
M2 目标增速	17.31%	15.73%	16.47%	15.27%	15.14%	15.90%	14.69%	13.47%	13.03%	12.88%	12.38%	10.22%
货币乘数	3.80	3.70	3.78	3.67	3.60	3.57	3.50	3.47	3.43	3.43	3.45	3.48

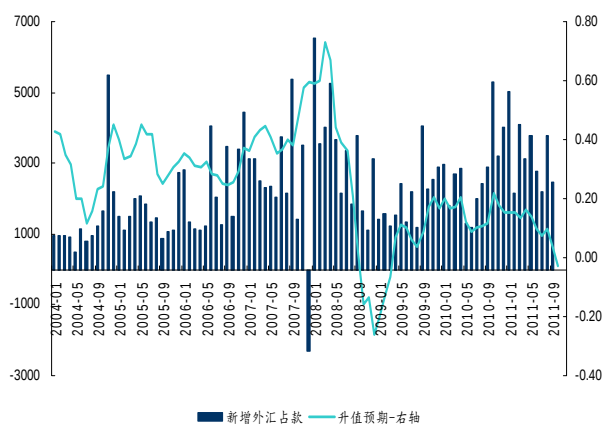
情景三	2011.01	2011.02	2011.03	2011.04	2011.05	2011.06	2011.07	2011.08	2011.09	2011.10	2011.11	2011.12
外汇占款增加	5,016	2,893	4,010	3,070	3,700	2,700	2,196	2,277	2,473	-250	-500	-200
净投放	4,540	3,410	-2,700	2,900	2,060	4,100	-110	1,670	2,360	890	1,580	-1,300
估算基础货币	193,130	198,946	200,256	206,226	211,986	218,786	220,872	224,819	229,652	230,292	231,372	229,872
M2	733,895	736,100	756,967	756,849	763,785	781,066	773,052	780,122	787,247	789,901	798,233	809,149
M2 目标增速	17.31%	15.73%	16.47%	15.27%	15.14%	15.90%	14.69%	13.47%	13.03%	12.88%	12.38%	11.49%
货币乘数	3.80	3.70	3.78	3.67	3.60	3.57	3.50	3.47	3.43	3.43	3.45	3.52

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



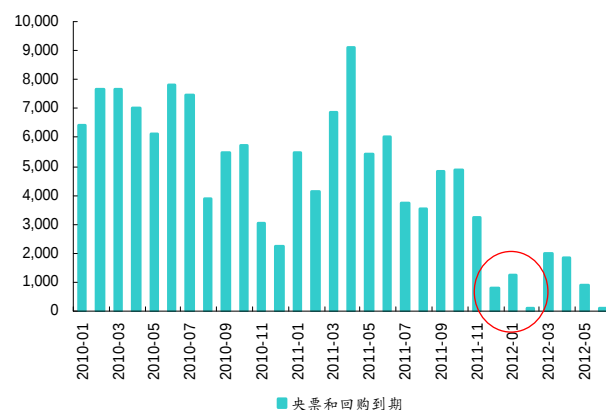
资料来源：人民银行，长江证券研究部

图 16: 货币乘数回升



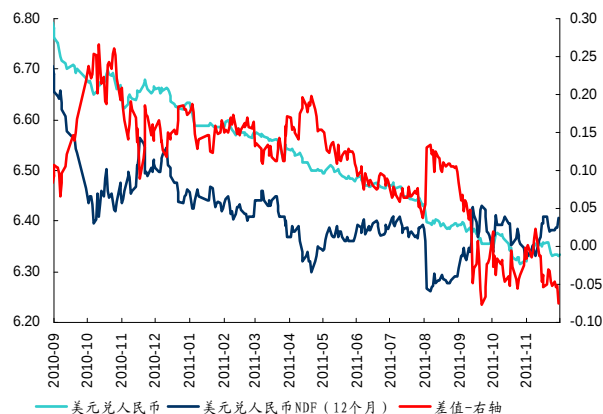
资料来源：人民银行，长江证券研究部

图 15: 未来央票到期情况（亿元）



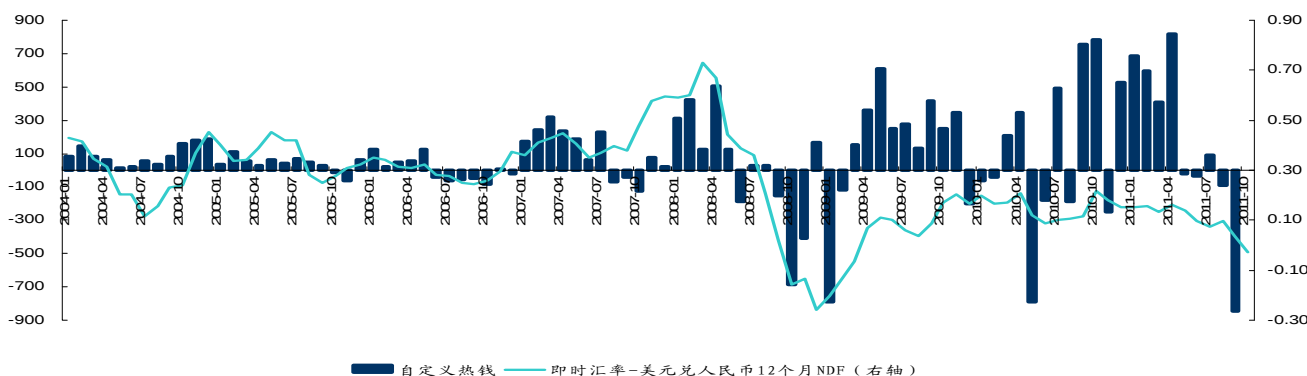
资料来源：Wind，长江证券研究部

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 之差和自定义热线关系图



资料来源：长江证券研究部

注：自定义热线=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线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，热线大量流入；当该值较小时，表示升值预期较为缓和，热线小量流入或流出。

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%	8.66	6.79	5.60	1.73	1.49	1.26	625
建行	135,743	175,117	0.54	0.70	27%	29%	2.85	3.45	21%	22%	8.61	6.67	5.47	1.64	1.35	1.12	426
中行	109,834	137,874	0.37	0.45	29%	26%	2.32	2.64	17%	18%	7.69	6.38	5.24	1.24	1.09	0.96	200
交行	38,807	51,339	0.67	0.75	29%	32%	3.66	3.99	20%	21%	6.89	6.12	4.50	1.26	1.16	0.90	826
农行	94,946	133,996	0.32	0.41	46%	41%	1.69	2.02	21%	22%	7.89	6.16	4.63	1.50	1.26	1.05	390
招行	25,763	35,409	1.23	1.56	41%	37%	6.50	7.77	22%	21%	9.49	7.51	6.90	1.80	1.50	1.28	1,258
中信	21,772	29,444	0.46	0.67	50%	35%	2.61	3.68	19%	19%	8.77	5.95	5.45	1.53	1.09	0.94	100
浦发	19,052	26,558	1.23	1.42	44%	39%	6.74	8.05	20%	19%	7.01	6.04	4.97	1.28	1.07	0.90	800
民生	17,560	26,633	0.66	1.00	45%	52%	3.91	4.67	18%	23%	8.99	5.93	4.62	1.51	1.27	1.07	916
兴业	18,595	24,027	1.80	2.23	41%	29%	8.50	10.42	24%	24%	12.28	5.50	4.49	1.44	1.18	0.95	875
光大	12,748	17,546	0.35	0.43	67%	38%	2.01	2.35	20%	20%	7.97	6.34	4.96	1.37	1.17	0.99	110
深发	6,286	9,270	1.30	2.01	25%	47%	9.66	14.20	23%	15%	12.02	7.74	8.97	1.61	1.10	0.98	339
华夏	5,964	8,842	0.87	1.38	61%	48%	7.18	9.47	18%	18%	12.43	7.82	6.35	1.51	1.14	0.98	297
北京	6,803	9,058	1.09	1.45	21%	33%	7.11	8.35	17%	19%	8.68	6.52	5.34	1.33	1.14	0.96	337
宁波	2,304	3,243	0.91	1.12	58%	41%	5.53	6.46	18%	19%	10.22	8.22	6.61	1.67	1.43	1.22	100
南京	2,332	3,114	1.04	1.05	52%	34%	6.51	7.36	15%	15%	8.78	8.70	6.67	1.40	1.24	1.06	154
行业数据	684,389	903,204	-	-	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	4.09%	4.62%	4.43%	5.00%	4.10	4.65	108.21%	-5.30%	-4.32%
建行	4.28%	4.65%	4.48%	4.86%	4.67	5.48	104.58%	-4.03%	-0.90%
中行	4.85%	5.20%	6.08%	6.52%	2.87	2.81	125.35%	-1.75%	1.81%
交行	4.38%	4.36%	4.76%	4.74%	4.61	5.20	108.80%	-5.45%	-9.25%
农行	3.03%	4.43%	2.86%	4.19%	2.54	3.30	94.46%	-6.25%	-9.34%
招行	1.81%	2.32%	1.70%	2.18%	11.68	15.26	93.93%	-5.57%	-2.80%
中信	2.22%	2.62%	2.50%	2.96%	4.00	4.35	112.85%	-3.97%	-4.40%
浦发	1.75%	1.28%	-	-	8.60	-	-	-	-
民生	0.85%	1.68%	0.92%	1.82%	5.91	6.70	108.25%	0.60%	0.90%
兴业	4.06%	2.78%	-	-	12.26	-	-	-	-
光大	1.27%	2.51%	-	-	2.75	-	-	-	-
深发	-	-	-	-	15.60	-	-	-	-
华夏	1.18%	1.34%	-	-	10.82	-	-	-	-
北京	1.90%	2.30%	-	-	9.48	-	-	-	-
宁波	2.17%	3.33%	-	-	9.25	-	-	-	-
南京	1.09%	1.37%	-	-	9.12	-	-	-	-

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。