

央行第四季度货币政策执行报告点评

进一步确认货币政策微调放松

金融/银行业

优于大势

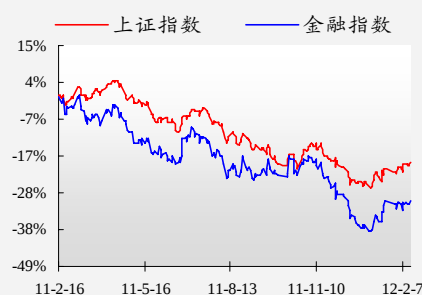
维持评级

发布时间：2012 年 2 月 16 日

投资要点:

- 央行公布 2011 年第四季度货币政策执行报告，报告中，央行提及 2012 年，广义货币供应量 M2 初步预期增长 14% 左右，对于 2012 年货币政策操作的基本思路，央行提及要继续实施稳健的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，密切监测国内外经济金融形势发展变化，增强调控的针对性、灵活性和前瞻性，适时适度进行预调微调。
- 2011 年 12 月末，金融机构的超额准备金率为 2.3%，其中，农村信用社为 7.3%，比 2011 年 6 月末和 9 月末的水平明显恢复，并且超过了年初的水平，银行体系流动性明显恢复。
- 2011 年第四季度末，金融机构的贷款利率出现季度环比回落，但是比年初的水平依旧有明显提高，贷款加权平均利率为 8.01%，比年初上升 1.82 个百分点。比 9 月末环比下滑 5 个基本点。
- 其中主要是票据融资的加权平均利率第四季度单季度出现了明显的下滑，导致贷款加权平均利率出现了轻微的季度环比回落，这其中的主要原因应该是受到第四季度法定存款准备金率下降和整体金融机构流动性明显恢复的影响。
- 银行整体议价能力比年初有了明显提高，但是与 9 月末相比也出现了环比回落。
- 央行提及，未来物价上涨的压力仍然存在。2012 年 1 月份 CPI 涨幅超出市场预期，当前通胀预期还不稳定；整体上，我们认为在 2011 年上半年央行整体在利率工具上还会比较谨慎，要等待通胀预期的进一步稳定以及实际 CPI 的进一步回落，如果确实因为宏观经济因素需要降息，我们判断也要在月度 CPI 稳定在 3% 以下一段时期后再进行。
- 整体一季度，在可能的流动性改善和政策放松的预期（比如法定存款准备金率的可能下降）和银行股良好的业绩表现支持下，我们判断银行股还是有较大可能获得绝对收益的，但是持续获得相对收益的难度正在逐步加大，维持前期重点品种。

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	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)20361165

FAX: (8621)20361159

Email: tangyy@nesc.cn

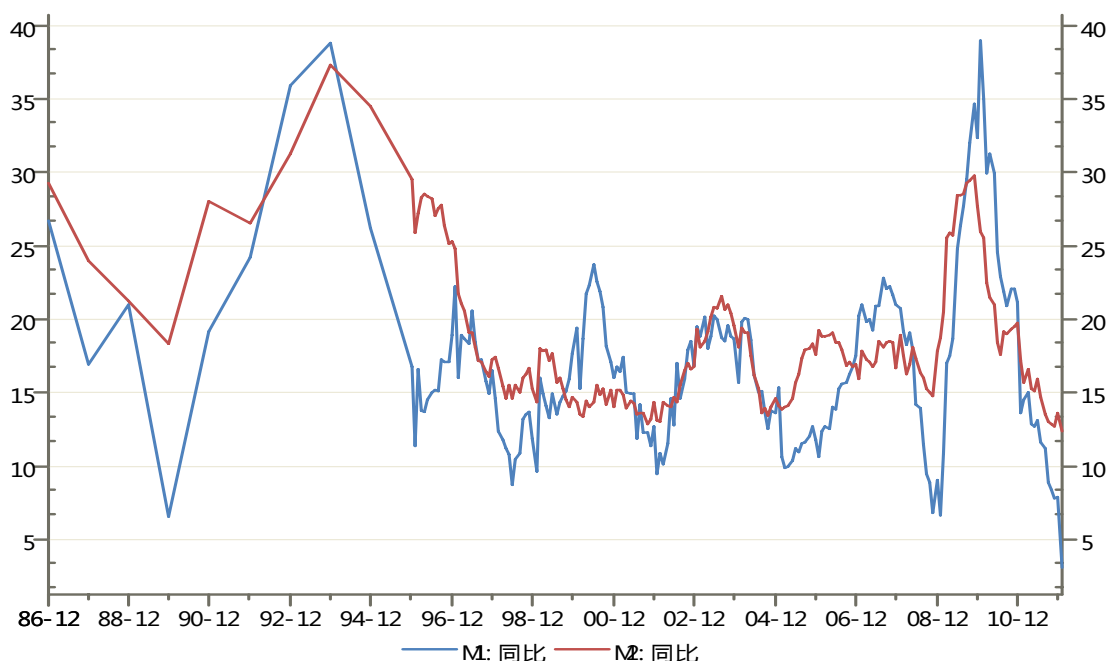
地 址：上海市源深路 305 号

邮 编：200135

昨日，央行公布 2011 年第四季度货币政策执行报告，报告中，央行提及 2012 年，广义货币供应量 M2 初步预期增长 14% 左右，对于 2012 年货币政策操作的基本思路，央行提及要继续实施稳健的货币政策，保持政策的连续性和稳定性，密切监测国内外经济金融形势发展变化，增强调控的针对性、灵活性和前瞻性，适时适度进行预调微调，提高金融服务实体经济的水平，有效防范系统性金融风险，保持金融体系稳定，促进物价总水平基本稳定和经济平稳较快发展；在央行货币政策报告中还有几点值得我们关注。

1、银行体系流动性明显恢复，金融机构整体超额准备金率超过年初水平。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，2011 年 11 月份，央行首次下调了存款准备金率；从金融机构的流动性角度看，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；2011 年 12 月末，金融机构的超额准备金率为 2.3%，其中，农村信用社为 7.3%，比 2011 年 6 月末和 9 月末的水平明显恢复，并且超过了年初的水平，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，从此次央行公布的广义货币供应量 M2 的增长目标看，由于 2012 年 1 月份 M2 仅仅增长 12.4%，未来要达到 14% 的增长目标还具有一定差距，因此我们可以理性判断整体法定存款准备金率的下调还有一定的空间，不过在实施时点上央行还会比较谨慎。具体参见图 1：

图 1：M2 和 M1 增长一览



数据来源：Wind资讯

2、整体银行贷款的盈利水平有所提高，不过比9月末环比有所下降。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，主要收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。

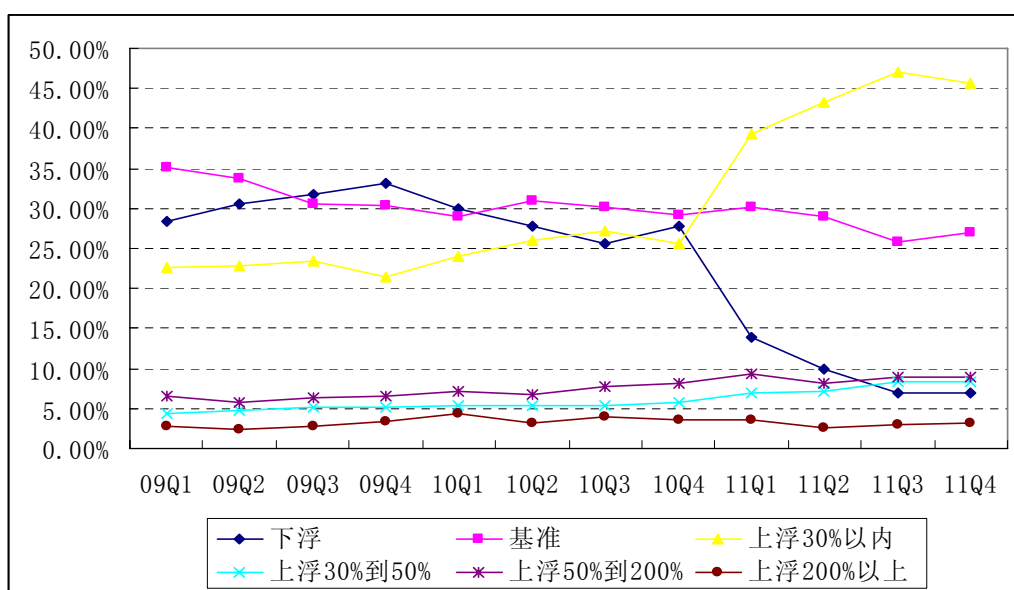
2011年第三季度末，金融机构的贷款利率继续提高，但是月度增幅继续回落；贷款加权平均利率为8.06%，比6月份上升0.77个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为7.80%，比6月份上升0.44个百分点；票据融资加权平均利率为9.55%，比6月份上升2.57个百分点。个人住房贷款利率稳步上升，9月份加权平均利率为7.36%，比6月份上升0.53个百分点；

2011年第四季度末，金融机构的贷款利率出现季度环比回落，但是比年初的水平依旧有明显提高，贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。比9月末环比下滑5个基本点；其中，一般贷款加权平均利率为7.80%，比年初上升1.47个百分点；与9月末持平，票据融资加权平均利率为9.06%，比年初上升3.57个百分点。比9月末环比下滑49个基本点，个人住房贷款利率稳步上升，12月份加权平均利率为7.62%，比年初上升2.27个百分点，比9月末环比上升26个基本点，也就是说票据融资的加权平均利率第四季度单季度出现了明显的下滑，导致贷款加权平均利率出现了轻微的季度环比回落，这其中的主要原因应该是受到第四季度法定存款准备金率下降和整体金融机构流动性明显恢复的影响。整体与三季度的情况类似，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上半年以内基本较小。

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；12月份，执行上浮利率的贷款占比为66.02%，比9月份下降了1.17个百分点。执行下浮和基准利率的贷款占比分别为7.02%和26.96%，比9月份分别上升了0.06个和31.1个百分点，同样我们认为，执行上浮利率的贷款占比已经在三季度达到历史新高，未来在货币政策微调和预调的影响下，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。具体参考图2：

图2：金融机构贷款定价能力一览



资料来源：中国人民银行，东北证券

4、有关未来利率政策。央行在第四季度货币政策报告中提及，前期国家采取的一系列宏观经济政策措施效果已逐步显现，物价涨幅总体保持回稳态势，但对未来通胀风险仍不可掉以轻心。但也要看到，未来物价上涨的压力仍然存在。2012年1月份CPI涨幅超出市场预期，当前通胀预期还不稳定，尤其是存在劳动力等要素供给趋紧的结构性因素，资源性产品价格也有待理顺，都可能会固化通胀预期，并使物价对总需求的变化更为敏感，加之经济内在扩张的压力依然存在，全球流动性宽松格局仍将延续，原油等大宗商品价格存在进一步上涨压力，仍有必要防范未来物价出现反弹。总的来看，价格总水平的基本稳定不会无条件或自动实现，需要宏观政策继续把握好力度和节奏。

但是整体上，我们认为在2011年上半年央行整体在利率工具上还会比较谨慎，要等待通胀预期的进一步稳定以及实际CPI的进一步回落，如果确实因为宏观经济因素需要降息，我们判断也要在月度CPI稳定在3%以下一段时间后再进行。

结论：

整体上央行在第四季度货币政策执行报告中提及了2012年M2的增速目标为14%，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，个人认为在上半年内看到利率下调的可能性都

较低，调低法定存款准备金率最早可能要到一季度的后半段进行，在目前时点上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。

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，整体一季度，在可能的流动性改善和政策放松的预期（比如法定存款准备金率的可能下降）和银行股良好的业绩表现支持下，我们判断银行股还是有较大可能获得绝对收益的，但是持续获得相对收益的难度正在逐步加大。

维持前期重点品种：招商、民生和深发展。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

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。