

推荐（维持）

金融乱象的前世今生

2011 年 10 月 17 日

2011 资金的珍珠棋局第二卷

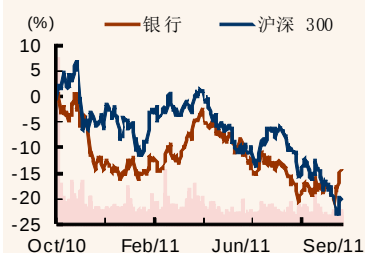
上证指数 2440

行业规模

		占比%
股票家数（只）	16	0.8
总市值（亿元）	38047	16.7
流通市值（亿元）	29179	16.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	4.2	-11.3	-9.5
相对表现	7.1	9.6	8.2



相关报告

- 1、《时间换空间，航母转向静悄悄——2011 年银行业经营动向探究》
2011/09/06
- 2、《流动性不平均下的民间融资盛宴 -2011 资金的珍珠棋局》
2011/08/01

罗毅

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090511030006

肖立强（研究助理）

0755-82960734
xiaolq@cmschina.com.cn

2011 年中国社会的金融乱象与 1992-93 年情况非常相似，其本质都是银行体系资产负债方变化造成的金融秩序混乱。而银行体系资产负债方变化的根本原因，则是政府对前期全社会（特别是地方政府）固定资产投资过度高涨的主动控制。但不同的是，现今中国经济已融入全球化大局，海外经济波动不可避免的影响到经济走势和宏观调控的效果，未来资金的流向也必将更加得复杂。

q 多事之秋，似曾相识？高通胀、银行资金紧张，违规现象频现、民间融资火爆、高利贷泛滥、金融非中介化成风等等，2011 年金融体系可谓乱象四起。但我们回顾历史却发现 1992-1993 年的金融秩序混乱（20%的通胀率，高利贷泛滥成灾、银行违章拆借严重等等）较当下更加严重，当时政府针对乱局的宏观调控和治理手段值得借鉴。

q 金融乱象的本质是银行体系资产负债方之变。长期负利率下银行负债方扩张之困和国家政策对银行资产方的限制是民间融资火爆和银行违规现象频发的本质。进一步，造成银行体系资产负债方变化的根源在于政府对前期过热的政府投资和经济需求进行主动限制，而货币数量控制为主的紧缩调控则使得实体经济利润加大向金融体系转移，吸引众多金融机构分食紧缩红利蛋糕。

q 开放系统下的政策微调。2010 年中国已是世界第二大经济体，中国每月进出口总值是 1993 年初的 20 倍，融入全球化的中国经济与海外经济体联系日益紧密，也使得中国的宏观调控下经济和货币未来演绎更加复杂。我们认为在全球政策向保增长转变趋势下，四季度中国政策也将开始微调。

q 制度红利下的等待与收获。我们认为对银行股的判断没必要那么悲观，因为经济资源不会逆政治体系配置，虽然有诸多不确定因素，对于估值已创历史新低银行而言，货币紧缩下有金融资源红利，政策微调后有流动性助推，无论从绝对收益还是从相对收益角度，都有配置价值，建议积极关注民生、工行、农行、华夏。

q 风险提示：宏观经济下滑程度超出预期。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11 EPS	12EPS	10PE	11PE	B	评级
民生银行	5.85	0.66	1.00	1.24	8.89	5.85	1.3	强烈推荐-A
工商银行	4.15	0.47	0.59	0.69	8.77	7.03	1.6	强烈推荐-A
浦发银行	8.92	1.34	1.76	2.10	6.67	5.07	1.2	强烈推荐-A
深发展 A	16.54	1.80	2.12	2.77	9.17	7.80	1.3	强烈推荐-A
农业银行	2.61	0.29	0.42	0.50	8.93	6.21	1.4	强烈推荐-A
兴业银行	12.86	3.09	2.43	3.00	4.16	5.29	1.3	强烈推荐-A
宁波银行	9.68	0.81	1.12	1.44	12.02	8.66	1.6	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、引言：多事之秋，化繁为简	4
二、金融乱象本质：银行体系资产负债表之变	5
1、负利率下的银行负债之困	5
2、紧额度下的银行资产之变	7
3、银行资产负债表限制下的“非典型”脱媒	7
三、历史镜象：1993-94 年金融秩序、民间高利贷与通胀治理经验	10
四、开放系统下更为复杂的资金困局	13
1、古法可法乎？中国经济现今融入全球化大潮	13
2、如何演绎？悲观路径 OR 乐观路径	15
3、制度红利下的等待与收获	17
附录：1993 年中央 6 号文件-《中共中央、国务院关于当前经济情况和加强宏观调控的意见》	18

图表目录

图 1：本轮存款实际利率为负现象已持续 19 个月	5
图 2：2010 以来存款准备金率不断提高	5
图 3：2010 年以来货币乘数不断下降	5
图 4：2011 年融资渠道中资金供给模式的改变	6
图 5：2011 年每月新增人民币存款量的波动	6
图 6：2009-2011 年 GDP、新增信贷量三年比较（2011 为预测值）	7
图 7：各层级金融机构分食政策紧缩带来的金融资源红利蛋糕	8
图 8：1992-1994 年固定资产投资增速	10
图 9：2009-2010 年固定资产投资增速	10
图 10：2008 年-2010 年固定资产投资施工项目个数	11
图 11：1992-93 年货币供应量大幅增加	11
图 12：2009-2010 年货币供应量也大幅增加	11
图 13：1992-93 年通胀水平高启	11
图 14：2010-2011 年通胀水平高启	11
图 15：宏观调控后的 1994-96 年 GDP 仍保持快速增长	12
图 16：宏观调控后的 1994-96 年失业率没有明显上升	12
图 17：宏观调控后的 1994-96 年 CPI 明显回落	13
图 18：1993-1995 年上证指数呈现盘整走势	13
图 19：1993-1994 年中国进出口贸易规模	14
图 20：2010 年中国进出口贸易规模	14
图 21：经济体结构的复杂化使得货币政策传导效果的决定日益复杂	14
图 22：中国一年期国债收益率	15
图 23：美国、日本一年期国债收益率曲线	15
图 24：欧洲国家一年期国债收益率曲线	15
图 25：未来一年中国经济极度悲观的演绎方式	16

图 26: 未来一年中国经济相对乐观的演绎方式	17
图 27: 银行业历史PEBand	23
图 28: 银行业历史PBBand	23
表 1: 2011 年部分温州民间借贷违约事件	9
表 2: 银行业盈利估值表	24

一、引言：多事之秋，化繁为简

2011 年，银行业颇不平静。自 2010 年四季度以来央行 5 次加息、10 次上调存款准备金率并扩大准备金存款上缴基数，回归常态的货币政策基调下，银行经营异象四起：

- Ø **银行理财产品爆发式增长**：截至 10 月 12 日银行共发行 16871 款理财产品，其中上半年发行 10405 款，三季度发行 6078 款，银行理财产品余额也快速膨胀（根据央行数据，6 月末达 3.57 万亿）。
- Ø **存款紧张，月度大幅波动，总体增长乏力**：2011 年 3 月存款激增 26800 亿元，4 月增幅降至 3377 亿元，6 月激增 19100 亿元，7 月存款大幅减少 6687 亿元，住户存款增长乏力。
- Ø **表外资产增长迅猛**：2011 年上半年委托贷款发放增长 119%，上市公司热情参与。
- Ø **民间融资迎盛宴，影子银行泛滥**：信托产品、小额贷款公司、担保公司、典当行及非正规民间金融机构如雨后春笋，利率高企，高利贷盛行、资金紧张导致风险加大。最典型如 5 月份以来温州连连爆出民间借贷资金链断裂导致企业主出逃事件。
- Ø **银行间市场利率脉冲式新高**：银行资金极度紧张，临近月末同业市场利率往往大幅冲高。
- Ø **票据业务违规频现**：部分银行与信用社合作，通过监管漏洞实现信贷规模腾挪。
- Ø **融资平台个案风险渐显**：云南城投、上海申虹，陕西高速现金流危机事件。

扑天盖地的新闻和报道让人眼花缭乱，为了方便看清这一系列变化对银行业经营和盈利的影响我们将从银行资产方和负债方角度分析资金供求乱局，化繁为简，对这些乱象进行梳理以便更好的预判未来。

回顾历史，当前情形和 1993-94 年情况有许多相似之处：高通胀、银行乱拆借、民间融资和高利贷泛滥、金融非中介化、房地产热等等，可以说当时混乱要更甚于今日。93 年国务院及时出台宏观调控 16 条等一系列措施对经济降温，降通胀、整顿混乱的金融秩序，最终实现经济软着陆，这一成功经验值得借鉴学习。

环顾当下，虽然很多现象发生及其原因与 1992-93 年历史惊人相似（前期投资、货币大幅增长，因通胀高启收紧后资金紧张、金融秩序混乱现象暴露），但我们面临着更加复杂的外部环境。中国经济已然融入全球化浪潮，利率和汇率变化无不是在一个开放系统中运行，因此这也使得未来货币资金的走向更加复杂。

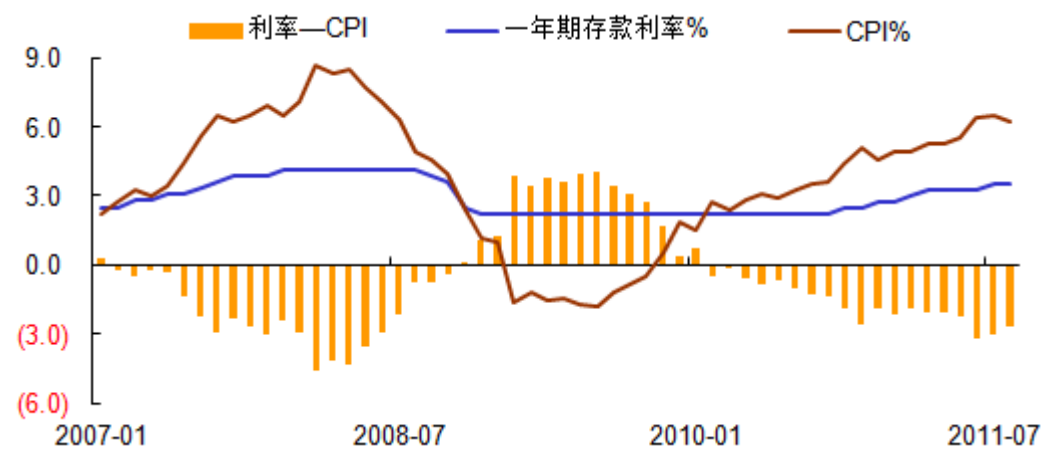
。

二、金融乱象本质：银行体系资产负债表之变

1、负利率下的银行负债之困

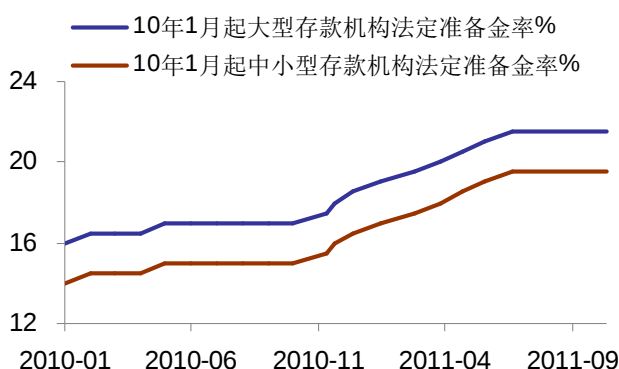
2011 年为什么存款如此紧张？为什么民间融资发展如此迅速？三个因素最为直接：一是通胀抬头下的长期负利率使存款吸引力大减；二是信贷额度紧张和授信流程规范（银监会三个办法一个指引）使存款派生能力下降；三是存款准备金率的不断提高导致货币乘数下降。很明显，负利率持续下的“非典型”脱媒是存款压力的最主要原因。

图 1：本轮存款实际利率为负现象已持续 19 个月



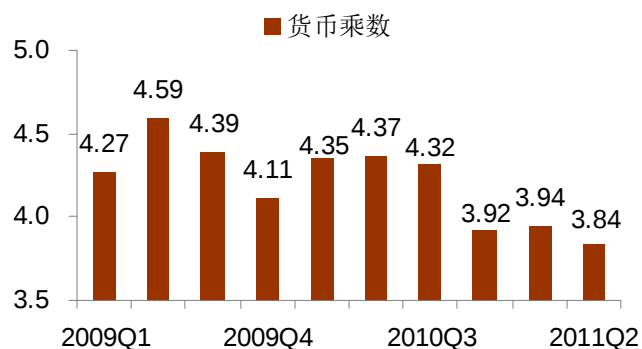
资料来源：Wind，招商证券研发中心

图 2：2010 年以来存款准备金率不断提高



资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心

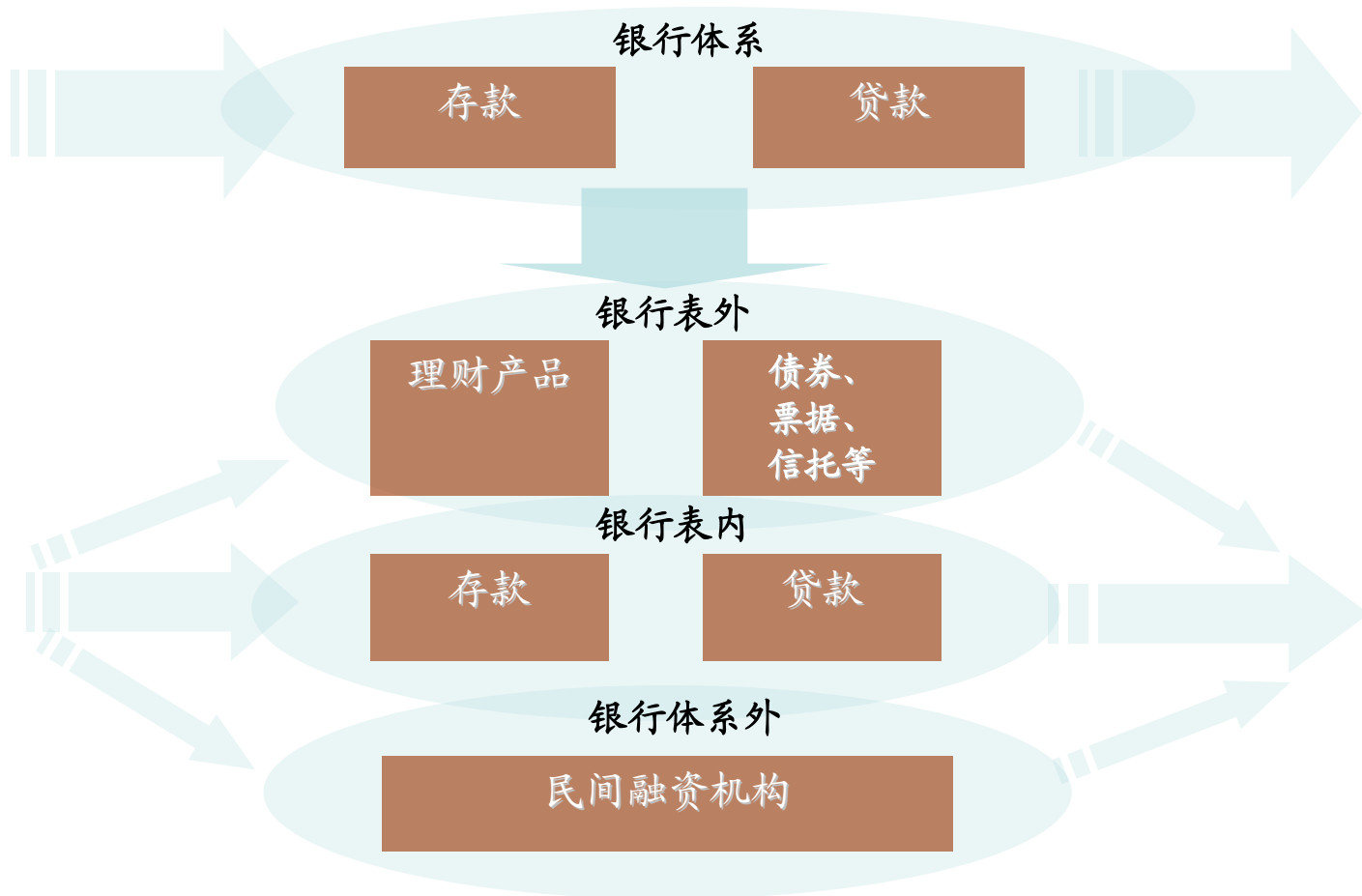
图 3：2010 年以来货币乘数不断下降



资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心

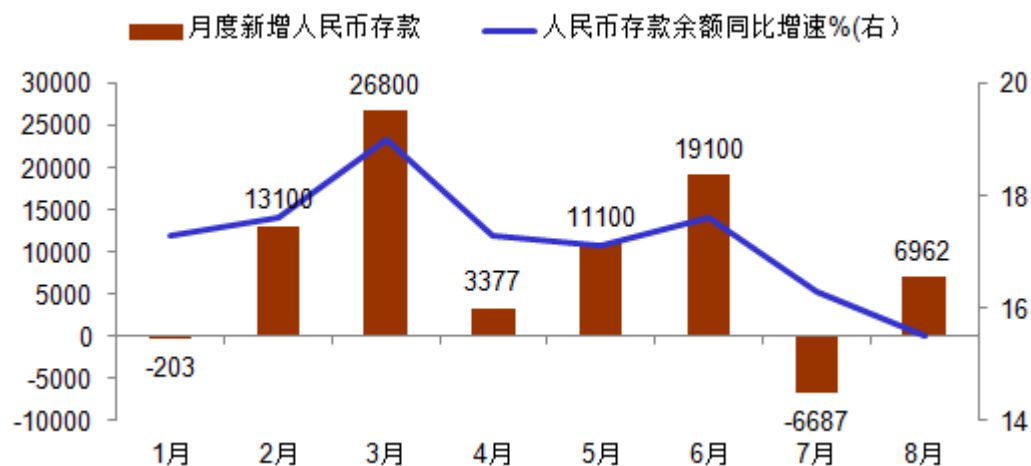
从某种意义上说，今年理财产品火热发行是银行传统意义上存款和贷款的替代，正是因为银行负债方之困难，使得社会资金供给渠道发生了改变。这一改变可总结为两个模式：一是资金供给从银行表内存款转为表外理财产品；二是资金供给直接在银行体系之外的民间金融机构聚集。而存款月间的大幅波动和整体紧张异常则是这两种模式的副效应。

图 4: 2011 年融资渠道中资金供给模式的改变



资料来源: 招商证券研发中心

图 5: 2011 年每月新增人民币存款量的波动

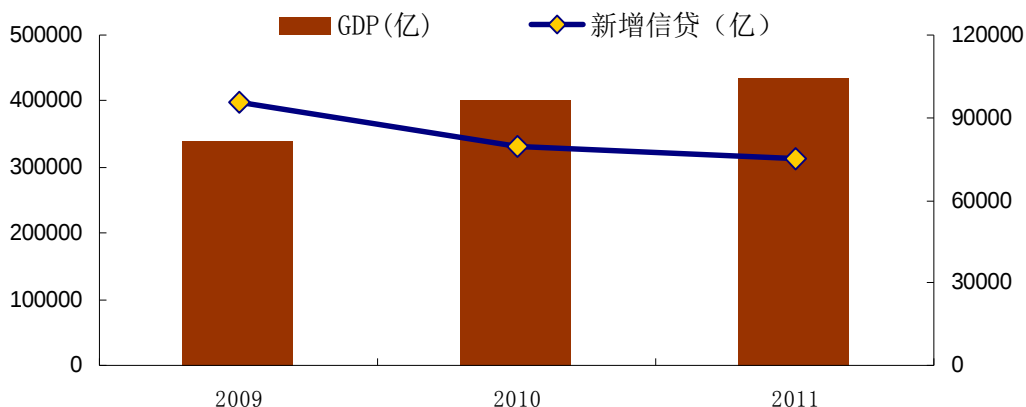


资料来源: 中国人民银行, 招商证券研发中心

2、紧额度下的银行资产之变

2009 年，人民币贷款新增量为 9.6 万亿，M2 增速 32%，2010 年，人民币贷款增量 7.9 亿，M2 增速 21%。巨大的货币增量被认为是投资过热、经济结构失衡加大及 2010 年四季度后 CPI 高启不下的主因。2011 年回归常态的货币政策目标是将 M2 增速降至 16% 以下，银行业新增信贷额度或被压缩至 7 万亿左右，这对于 2011 年 GDP 仍有约 9% 增长的实体经济而言，资金紧张程度可想而知。

图 6：2009-2011 年 GDP、新增信贷量三年比较（2011 为预测值）



资料来源：统计局，中国人民银行，招商证券研发中心

面对信贷资源有限而资金需求旺盛，在盈利的驱使下，一方面银行通过增加表外授信满足融资需求；另一方面，发展为客户大量承销短期债券和中期票据。而在这过程中，银行也严格控制房地产贷款和地方融资平台贷款的增量，中小企业贷款在贷款总额中占比也缓慢提升。

此外，供需矛盾的紧张也促使银行体系出现大量违规操作现象，如通过违规票据操作、同业代付等形式腾挪信贷规模，银行资金被变相投入高利贷牟利、影子银行泛滥，此类由于银行资产方变化引起的现象已被媒体大量报道，不再重复论述。

然而银行体系仍未能满足旺盛的资金需求，于是大量无法获得银行授信的经济实体特别是中小企业的资金紧张催生了民间金融机构迅速发展，而授信可得性的不平等也使得民间资金利率高启，在一定程度上补充中小企业资金缺口的同时风险也在骤然加大。

3、银行资产负债表限制下的“非典型”脱媒

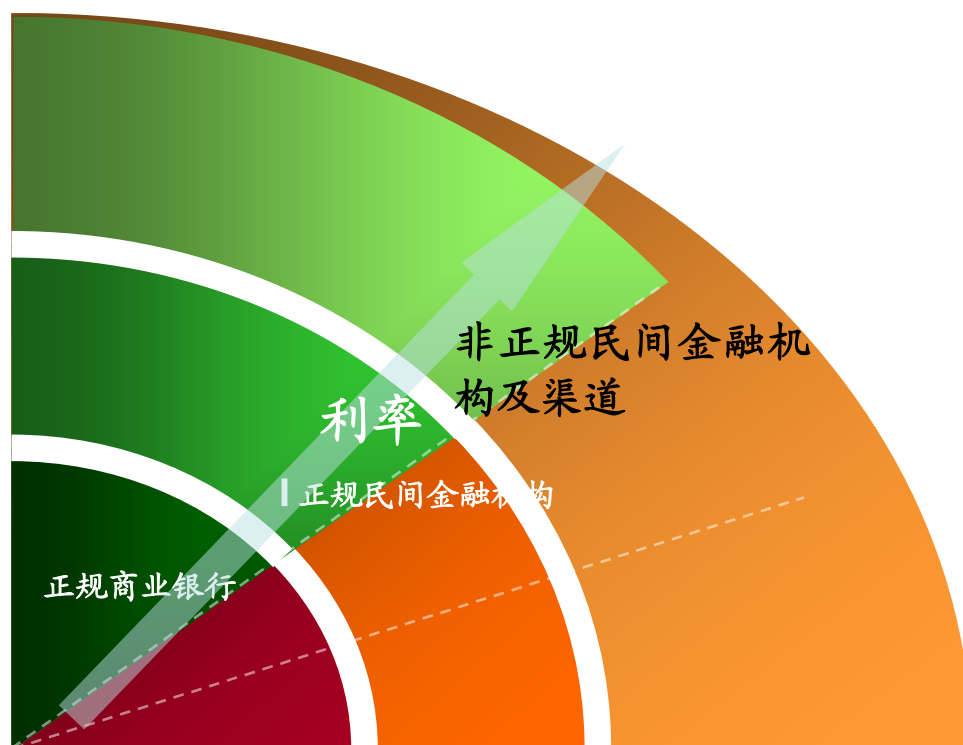
信贷额度紧张和存款分流加大了银行体系之外的资金循环，然而与传统意义上融资活动从银行“脱媒”至资本市场直接融资不同的是，大量资金通过影子银行系统（包括信托公司、正规民间金融机构如小额公司等和非正规民间借贷机构等）仍进行间接融资活动，进入资金困难的中小企业和受政策压制的房地产业。

多层次信贷市场，影子银行分食金融红利蛋糕

正常的银行融资活动促进实体经济发展，而民间借贷在一定程度上是对正式银行借贷的拾遗补缺。在存款利率管制、理财产品承诺高收益受政府监管整顿的背景下，民间金融体系对资金的吸引力与日俱增，民间金融机构（正规的如小额贷款公司、担保公司、典当行；非正规的如地下钱庄）雨后春笋般兴起是必然结果。

然而，由于利率管制和信贷可得性不平等造成资金市场分割，从而出现双轨制利率，信贷市场的分割导致资金流通环节增多，进而对谈判能力越弱的个体收取利率过高（民间融资利率普遍高于大部分企业毛利率），则使企业财务负担过重，造成实体经济利润被动向金融部门转移的结果，这在一定程度上加大了社会整体的交易成本。

图 7：各层级金融机构分食政策紧缩带来的金融资源红利蛋糕



资料来源：招商证券研发中心

弱化宏观调控效果，加大金融风险

货币紧缩的原意是控通胀、防止经济过热，限制产能过剩部门的过度投资以加大经济结构调整。然而信贷市场扭曲情况下影子银行系统的快速膨胀却在一定程度上弱化了宏观调控效果，加大了整体金融风险。

从我们草根调研情况来看，民间借贷资金虽然利率较高，但大部分用于短期资金周转以衔接银行信用，比如用高利率从民间金融机构融资偿还前期贷款，并得到后续贷款。但也有部分资金是变向流入受政策压制的房地产行业，使得国家地产调控效果被弱化。

然而由于金融系统自我膨胀的特性，特别是所受监管约束较小的民间金融体系更容易过

度扩张,使得整体金融风险被放大。因为过快的资金吸收可能导致大量资金空转,并可能进入非法领域。当资金流向的部分实体经济企业无法偿还最终债务时,极易引起链式反应,使风险快速扩散,资金链断裂加大金融体系整体的不稳定性。今年温州的情况就是一个典型的案例。

表 1: 2011 年部分温州民间借贷违约事件

事发时间	公司名称	详细情况
2011 年 4 月初	江南皮革有限公司	董事长黄鹤逃往国外, 传因赌博欠下巨额赌资
2011 年 4 月	波特曼咖啡	老板严勤为出逃, 因公司经营不善向民间借入高息资金, 资金链断裂
2011 年 4 月	三旗集团	老板陈福财出逃, 源于公司资金链出现困境, 企业互保出现问题
2011 年 6 月初	温州铁通电器合金实业有限公司	温州铁通电器合金实业有限公司股东之一范某出逃, 传因涉及千万元民间借贷
6 月中旬	浙江天石电子公司	老板叶建乐出逃, 传因欠下 7000 万巨额债务无法偿还
7 月	恒茂鞋业	老板虞正林出逃, 原因和所涉资金不详
7 月底	巨邦鞋业有限公司	董事长王和霞出逃, 传其参股担保公司出问题, 涉资金 1 亿
8 月 24 日	锦潮电器有限公司	董事长戴列竣出逃, 传其参与经营的担保公司出问题
8 月 29 日	耐当劳鞋材鞋材有限公司	董事长戴志雄出逃, 传因欠下巨额债务
8 月 31 日	部落之神鞋业公司	董事长吴伟华出逃, 原因和所涉资金不详
9 月 1 日	蝶梦儿鞋厂	老板黄杰出逃, 原因和所涉资金不详
9 月 9 日	百乐家电	董事长郑珠莉携款潜逃被警方追捕归案, 共欠现金借款、银行承兑汇票等共 2.8 亿
9 月 13 日	奥米流体设备科技有限公司	董事长总经理等负责人出逃, 公司价值千万精密加工设备不翼而飞
中秋节期间	新耐宝鞋业	董事长出逃, 原因和所涉资金不详
中秋节期间	唐风制鞋	董事长黄伯鹤出逃, 原因和所涉资金不详
中秋节期间	星际鞋业	董事长出逃, 原因和所涉资金不详
中秋节期间	欧霸标准件有限公司	董事长出逃, 原因和所涉资金不详
9 月 15 日	宝康不锈钢制品有限公司	吴保忠失踪, 欠银行贷款 2 亿多, 民间借贷 8000 万, 承兑汇票 5000 万
9 月 19 日	福燕兄弟实业有限公司	董事长出逃, 传其欠上亿高利贷, 资金链断裂后房产被银行转卖
9 月 22 日	龙湾蓝天大药房	董事长出逃, 涉案资金 8000 万
9 月 21 日	浙江信泰集团	董事长胡福林出逃, 所欠款项达 8 亿, 知情人透露实际欠款 20 多亿

资料来源: 媒体报道, 招商证券研发中心

三、历史镜象：1993-94 年金融秩序、民间高利贷与通胀治理经验

“金融形势紧张的根源在于投资规模过大。去年(92 年)全社会固定资产投资达到 7582 亿,比 1991 年增长 37.6%。去年铺开的摊子,现在正是用钱的时候。今年头两个月,固定资产投资继续高速增长,国有单位完成投资 228 亿,比去年同期增长 64.1%...”

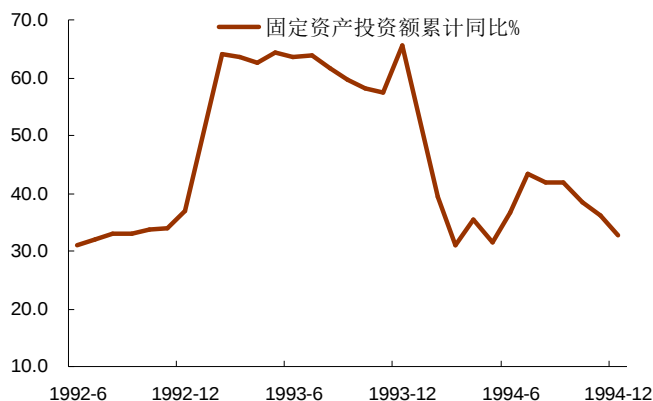
问题还不只是投资规模过大,关键是产业结构没有改善。同时,由于社会总需求增长过快,原有的结构矛盾显得更加突出。”

-----1993 年 4 月朱镕基同志中央经济情况通报会上讲话

回顾历史可知,1993 年经济金融形势与当下颇有几分相似之处。93 年通货膨胀率高达 30%,94 年 25%,生产资料价格和消费品价格同步大涨,全国范围内民间集资盛行高利贷泛滥,银行存款吸收困难、违章拆借现象普遍、金融秩序混乱,部分地区房地产过热等。

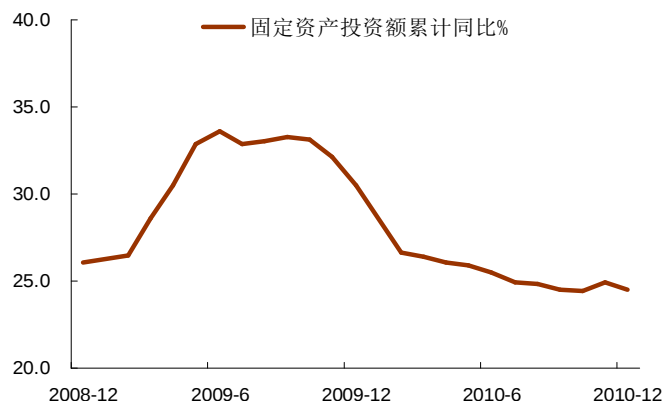
追溯其原因,主要是 92 年开始全社会投资热情高涨,在固定资产投资拉动下货币被动大规模超发,而资金投向的不均衡导致投资需求过度,生产资料和农产品供给相对不足。而相似的是,2009、2010 年也是出现了大规模的固定资产投资与货币超发,通胀升温,2011 年开始紧缩货币后金融乱象四起。

图 8: 1992-1994 年固定资产投资增速



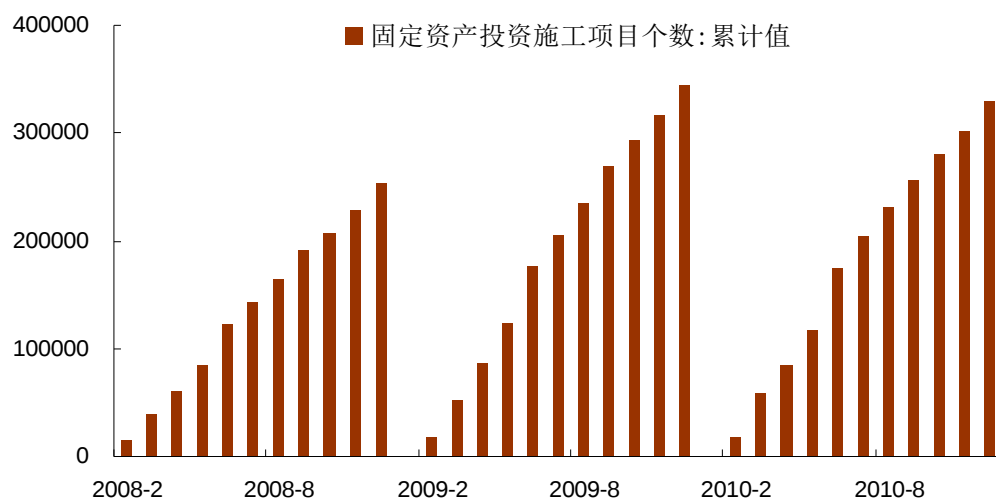
资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图 9: 2009-2010 年固定资产投资增速



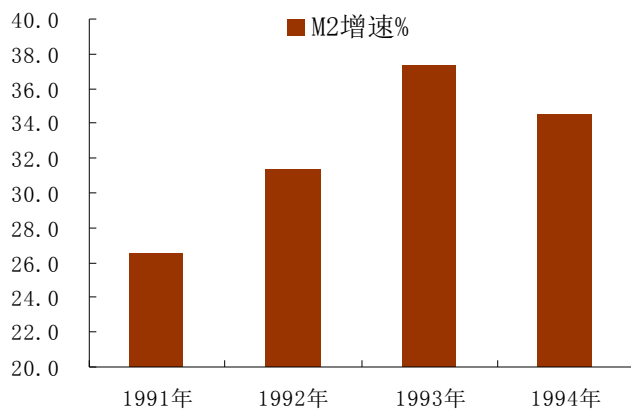
资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图 10: 2008 年-2010 年固定资产投资施工项目个数



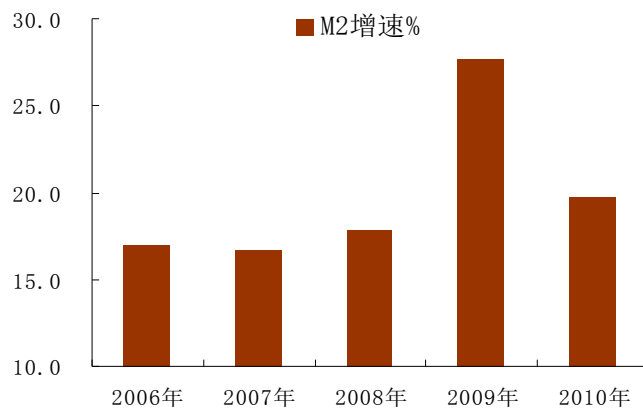
资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图 11: 1992-93 年货币供应量大幅增加



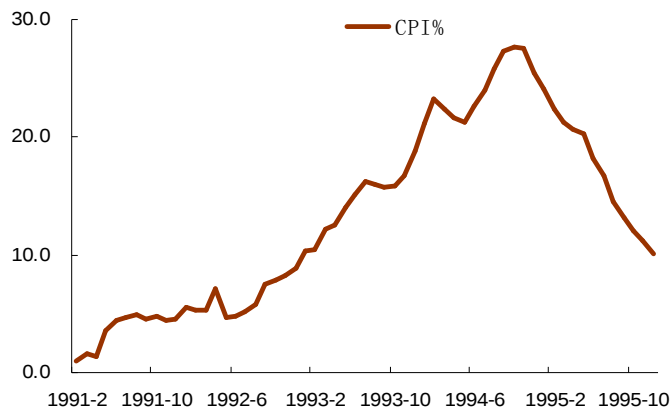
资料来源: 中国人民银行, 招商证券研发中心

图 12: 2009-2010 年货币供应量也大幅增加



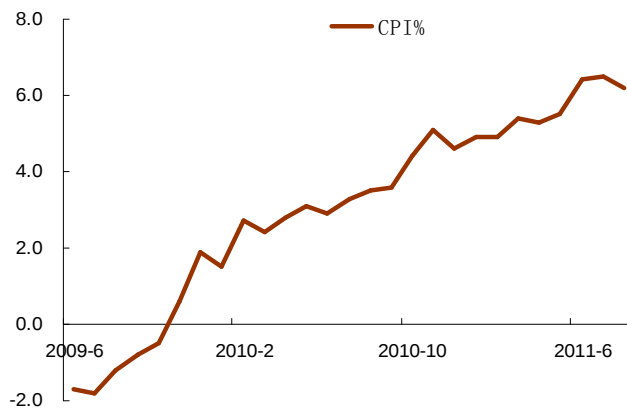
资料来源: 中国人民银行, 招商证券研发中心

图 13: 1992-93 年通胀水平高启



资料来源: 统计局, 招商证券研发中心

图 14: 2010-2011 年通胀水平高启



资料来源: 统计局, 招商证券研发中心

应对社会通胀高企、投资严重过热的局面，政府于1993年6月下发了《中共中央、国务院关于当前经济情况和加强宏观调控的意见》（又称宏观调控16条），主要运用经济手段着手解决，并配合以行政和体制深化改革，最终取得良好效果。这16条措施主要可以从四个方面来解读：

一是从货币数量控制角度出发，严控货币源头（第1条：严格控制货币发行，稳定金融形势，并将此作为宏观调控首要目标；第5条：严格控制信贷总规模）

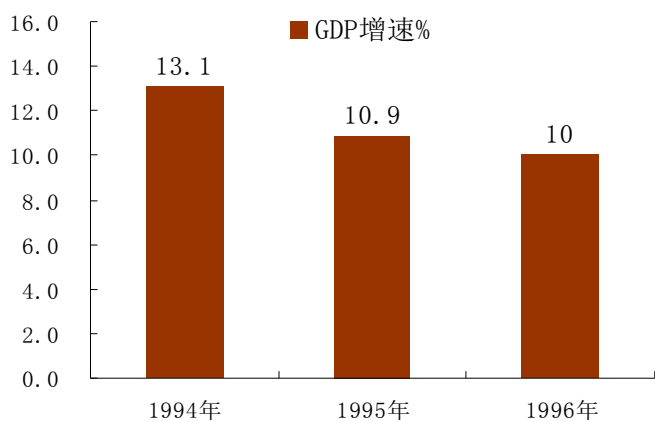
二是大力整顿金融秩序（第2条：坚决纠正违章拆借资金；第3条：灵活运用利率杠杆，增加储蓄存款<后对三年及以上定期存款保值补贴>；第4条：坚决制止各种乱集资）

三是稳定过热的发展领域（第10条：进一步完善有价证券发行和规范市场管理；第11条：改进外汇管理办法，稳定外汇市场价格；第12条：加强房地产市场的宏观管理，促进房地产业的健康发展）

四是财政、投资体制配套金融紧缩，逐步建立银行的商业独立性（第8条：投资体制改革要与金融体制改革相结合，逐步实现政策性金融与商业性金融相分离；第13条：强化税收征管，堵住减免税漏洞；第14条：对在建项目进行审核排队，严格控制新开工项目）

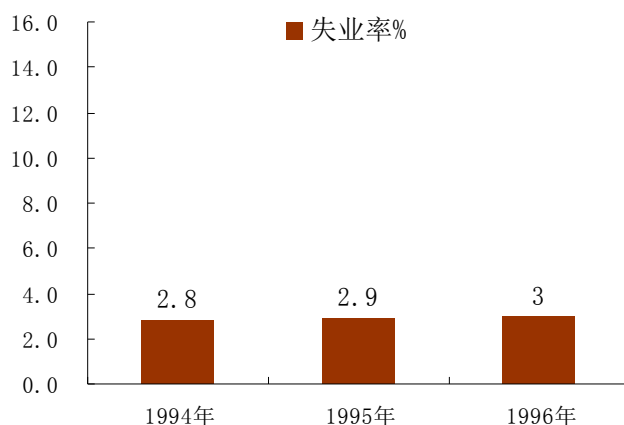
经过历时一年多调整并深化细化各项措施落实的努力，宏观调控终于在1994年末开始收到成效，CPI开始下降、投资过热得到缓解，就业情况保持稳定，基本实现经济的“软着陆”。

图 15：宏观调控后的 1994-96 年 GDP 仍保持快速增长



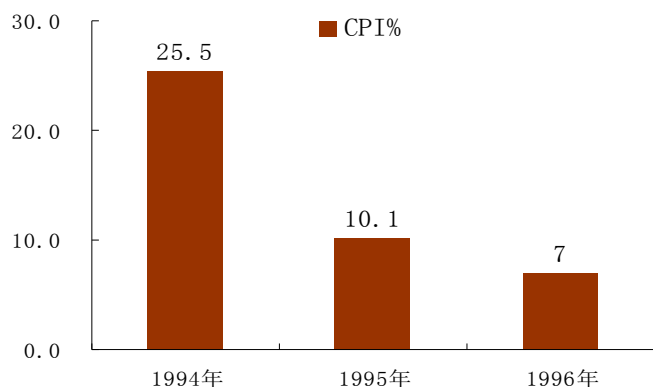
资料来源：统计局，招商证券研发中心

图 16：宏观调控后的 1994-96 年失业率没有明显上升



资料来源：统计局，招商证券研发中心

图 17: 宏观调控后的 1994-96 年 CPI 明显回落



资料来源: 统计局, 招商证券研发中心

图 18: 1993-1995 年上证指数呈现盘整走势



资料来源: Wind, 招商证券研发中心

四、开放系统下更为复杂的资金困局

1、古法可法乎？中国经济现今融入全球化大潮

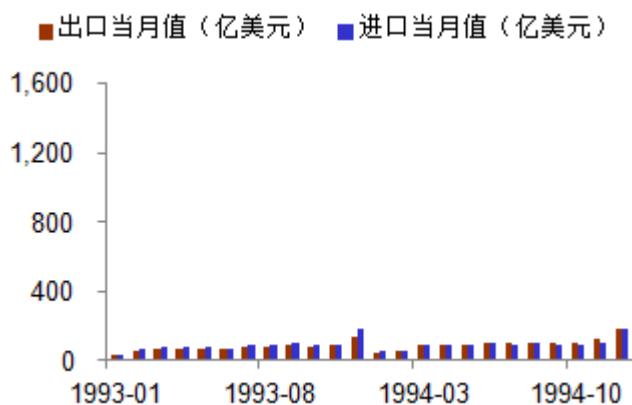
综合分析, 我们看到及时的紧缩调控使得 1992 年开始的通货膨胀和经济过热势头得到了较好的控制。2010 年以来, 同样是面对 2 年的货币高速增长、投资高涨和高企的通胀压力, 政府开始有针对性的宏观调控。主要表现在几个方面:

- Ø 房地产调控: 2010 年 4 月, 房地产“国十条”出台, 之后政策逐步加码;
- Ø 控制地方政府投资过快扩张: 2009 年四季度银监会提出防范融资平台风险; 2010 年 6 月, 国务院发文严查地方融资平台风险, 严控新增地方平台;
- Ø 收紧货币: 10 次上调存款准备金率至历史最高位, 5 次加息, 包括最近扩大准备金存款的存缴基数。严格控制银行新增贷款额度。

其实本轮宏观调控与 90 年代有相似之处, 即都是以货币数量调控为主, 并制定政策对投资过热领域降温。由于现今中国的经济环境与 20 年前已有较大不同, 在新的经济环境下, 这些紧缩政策能否如期实现“软着陆”的目标? 有几个方面值得关注:

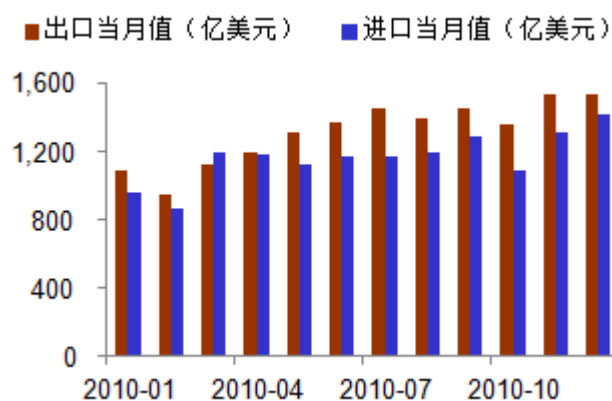
一、中国经济现已融入全球化大潮, 外贸规模和资本流动规模都远非 92 年情况可比, 在相对开放系统下货币和流动性调控面临更复杂的局面。国内经济受全球经济变化的影响也更加明显。

图 19: 1993-1994 年中国进出口贸易规模



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

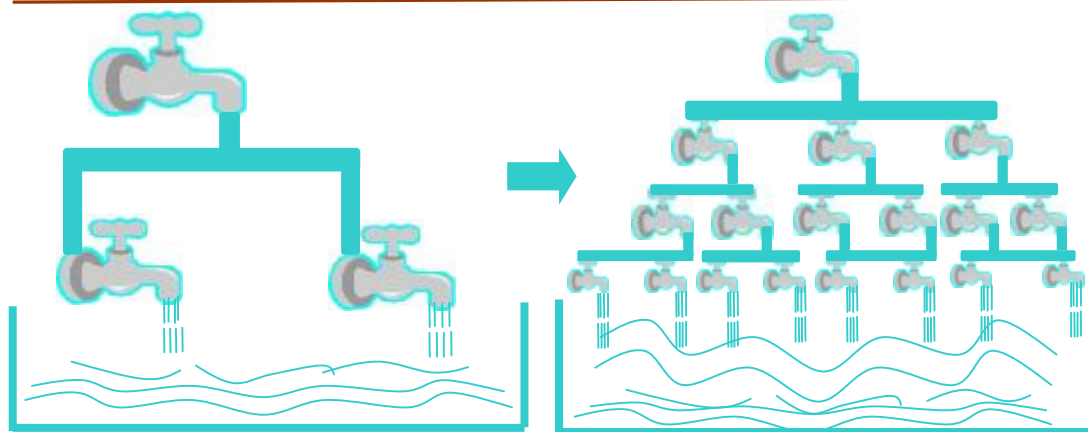
图 20: 2010 年中国进出口贸易规模



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

二、随着经济发展,经济体内部组织结构更加复杂化,这使得货币政策的传导时间和效果的决定也日益复杂化。

图 21: 经济体结构的复杂化使得货币政策传导效果的决定日益复杂



资料来源: 招商证券研发中心

而且我们观察到本轮调控的一个重要不同,即目前为止制定的主要政策都是针对银行资产方的限制,即通过抑制银行资产方快速膨胀来降温经济,然而银行负债方之困却迟迟没有解决,即存款利率特别是定期存款利率没有进一步提高,负利率使得银行存款紧张、民间融资/高利贷盛行,金融秩序混乱、实际利率定价混乱,也不利于通胀的快速回落。

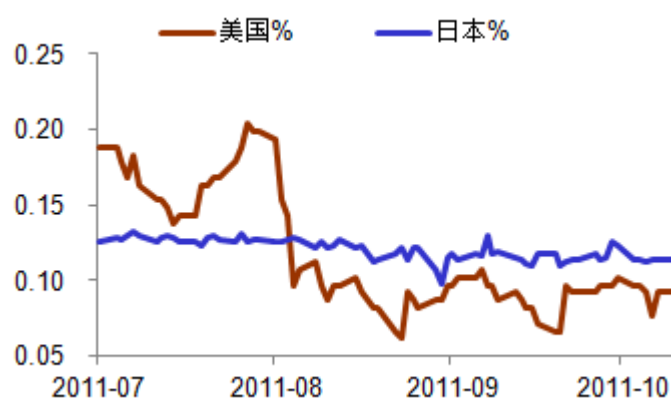
然而存款利率特别是长期存款利率迟迟没有提高,我们估计主要是受两大因素制约:一是为预防更多的外资流入,加大人民币升值压力。目前欧美发达经济体利率都维持在一个极低的水平,其量化宽松政策使得国际市场短期资金充足,中国存款利率如果再实行类似 1993 年的高额保值补贴政策不太现实。二是巴塞尔新资本协议的掣肘。如果单方面提高存款利率(特别是对长期定期存款保值补贴),必然缩小银行利差,影响目前中国银行内生资本补充,使得银行为实现巴塞尔 III 标准的外部融资压力大增,从而增加资本市场和国家财政压力。可见,在全球化开放的系统下,经济和货币政策的决策都更加复杂化。

图 22: 中国一年期国债收益率



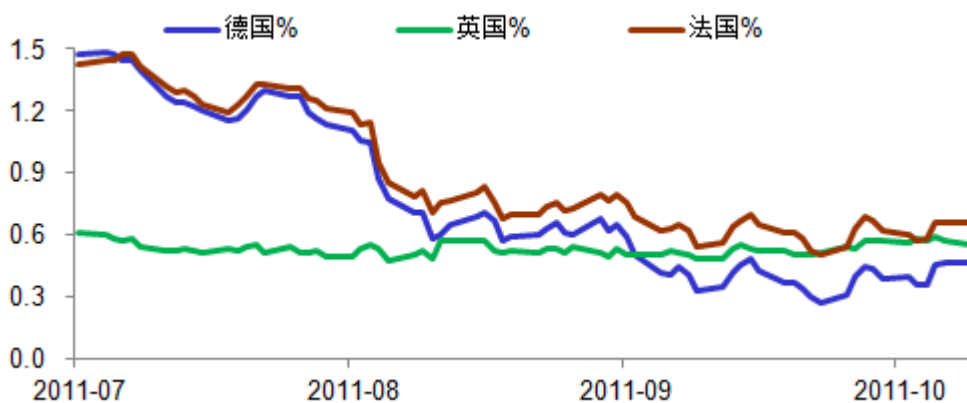
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 23: 美国、日本一年期国债收益率曲线



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 24: 欧洲国家一年期国债收益率曲线



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

2、如何演绎？悲观路径 OR 乐观路径

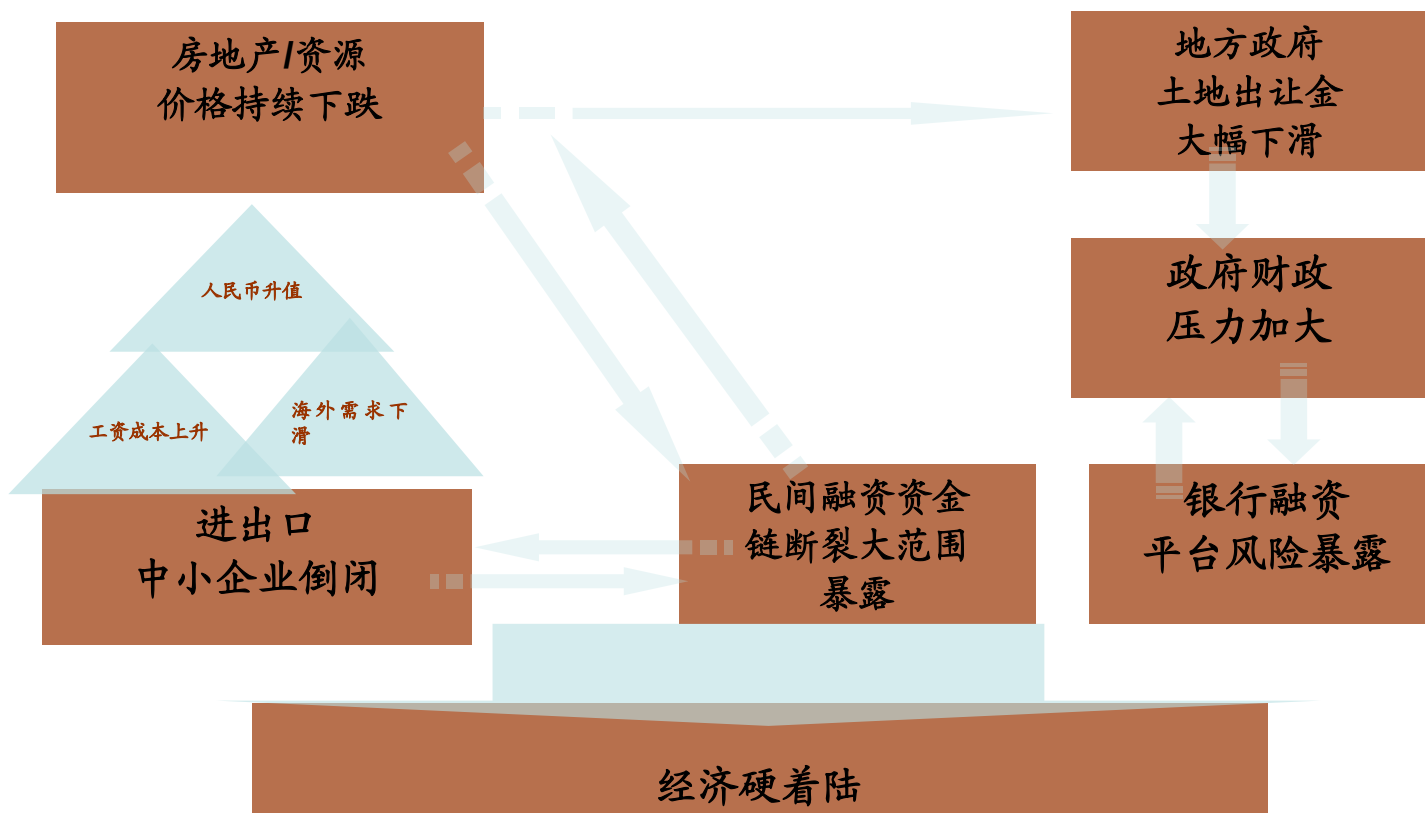
从近几个月的经济指标来看，经济增长已经开始放缓，但 CPI 仍在相对高位，海外经济的动荡则使得未来经济和市场走势更加扑朔迷离。我们不妨从两个极端的方向来猜测一下未来演绎，便于及时准备和调节。

一种是极度悲观的假设：货币继续收紧，民间融资风险加大。我们认为实体经济无法长期承受平均高达 30% 年利率的资金成本，政策持续收紧或使得民间借贷资金链断裂问题在今年年底至 2012 年初（春节资金结算量增加）在更大范围的暴露。而这或将间接影响到银行资产质量，但相对银行贷款的整体规模而言，真正引发坏账的比例较小。

更进一步是监管层对地产信托的严控和民间资金链的可能断裂都将使房地产行业资金来源更加紧张，房地产投资下行。限购令的持续和库存的高企都预示着房价下行似乎只是时间问题，如果房价下行趋势确立并加速，可能引起后续反应如地价下跌，土地出让金收入下降，进而导致地方政府融资平台贷款偿还风险加大。

此外，如果海外经济持续疲弱，未来订单的减少也使得进出口企业在人民币升值和劳动力成本加大的压力下更加困难，若和以上两个因素重叠发生则将加大经济“硬着陆”风险。

图 25：未来一年中国经济极度悲观的演绎方式



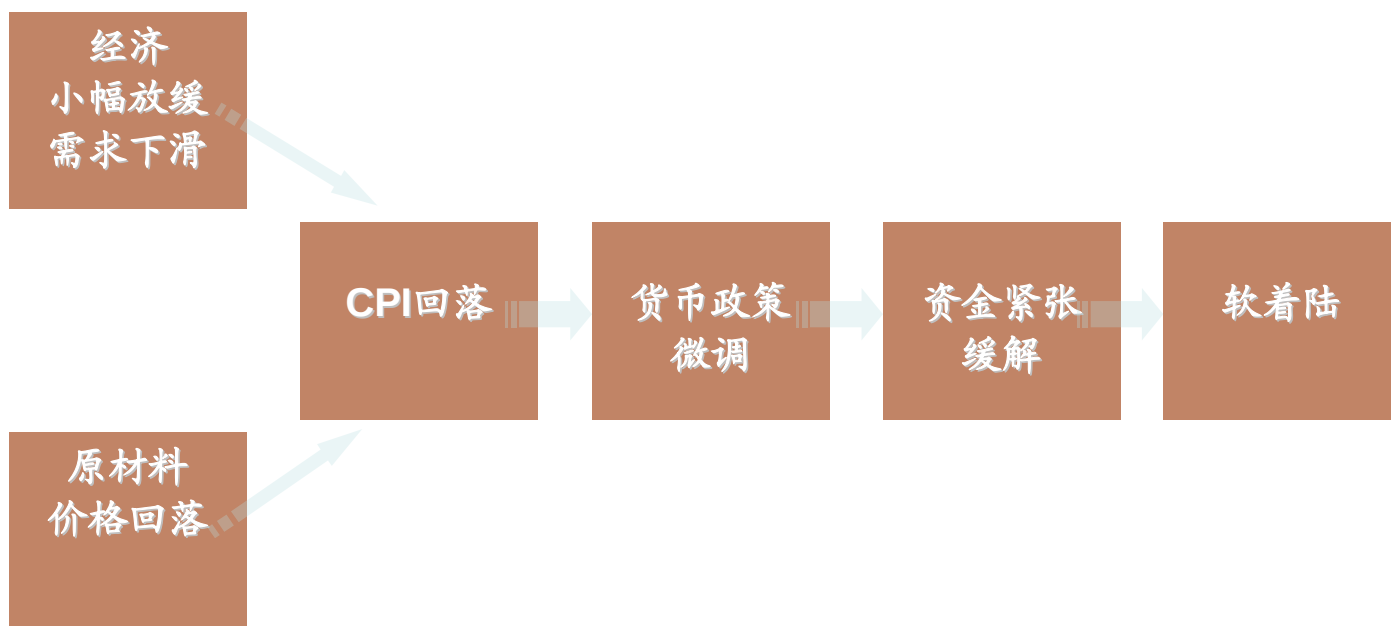
资料来源：招商证券研发中心

然而，或许没有必要那么悲观。随着数量型货币紧缩持续，局部风险暴露的概率在加大，但这不一定是坏事。部分竞争能力低下的中小企业和房地产开发商倒闭或许正是为经济实现软着陆所需要付出的代价。

而 2011 年财政收入仍保持较快速的增长，政府整体债务率（政府债务/GDP）也并不高，即使不排除个别融资平台贷款项目出现偿付困难，不会对银行资产质量造成实质性影响。

当经济减速和需求回落会使得 CPI 持续高位的压力放缓，局部问题爆发（特别是部分地区中小企业的大规模倒闭）必然会影响到政策的力度和节奏，我们预计在四季度，货币政策或财政政策都将以某种形式进行结构上的调整，或加大公开市场资金净投放、或小幅下调存款准备金率、或成立专项基金支持中小企业，或让银行信贷向中小企业进一步倾斜。而这种政策方向的轻微转变，必然将带动市场情绪转暖。

图 26：未来一年中国经济相对乐观的演绎方式



资料来源：招商证券研发中心

3、制度红利下的等待与收获

政策效果总是有时滞的，因此，四季度至明年初或者是紧缩政策对实体经济发生效力集中体现的时期，企业经营困难对银行资产质量影响则更加滞后，部分银行不良贷款的小幅上升在四季度将有所体现，审慎的经营原则下银行在四季度加大拨备计提力度可能性较大。但请注意，现今银行经营风险意识已较上世纪 90 年代有质的飞跃，较高的拨备覆盖率和较好的盈利水平为防范可能的风险提供了较大缓冲空间，我们认为上市银行在四季度信用成本不会大幅上升，对 11 年净利润增速影响不大。

目前银行业 PE、PB 已经反应市场对政策持续紧缩下经济减速、房价下跌预期较为悲观。经济结构失衡、融资平台等问题或将在未来一段时间继续压制银行估值，但这也决定了银行股在下跌过程中会有较好的防御性。我们认为对银行股的判断没必要那么悲观，因为经济资源不会逆政治体系配置，虽然有诸多不确定因素，对于估值已创历史新低银行而言，货币紧缩下有金融资源红利，政策微调后有流动性助推，无论从绝对收益还是从相对收益角度，都有配置价值，建议积极关注工行、农行、民生、招行。

附录：1993 年中央 6 号文件-《中共中央、国务院关于当前经济情况和加强宏观调控的意见》

今年以来,我国经济总的形势是好的。在邓小平同志重要谈话和党的十四大精神鼓舞下,广大干部和群众解放思想,抓住机遇,加快发展的热情高涨。围绕建立社会主义市场经济体制的各项改革和对外开放不断取得新进展,市场机制的作用进一步扩大。整个经济继续保持蓬勃发展的势头,生产、建设、流通和对外经济技术交流全面发展。今年一季度,国民生产总值比去年同期增长百分之十五点一。农业生产虽然粮食播种面积有所减少,但夏粮总产量可望接近或略高于去年的水平。一至五月,全国乡及乡以上工业总产值比去年同期增长百分之二十三点八,企业经济效益有所提高;城乡市场繁荣活跃,社会商品零售总额增长百分之二十点二;对外贸易继续扩大,进出口总额增长百分之十七点二。人民生活继续改善,各项社会事业进一步发展。这些情况说明,今年以来我国改革开放和现代化建设取得的成绩是显著的。

我国经济在继续大步前进中,也出现了一些新的矛盾和问题,某些方面的情况还比较严峻。一是货币过量投放,金融秩序混乱。截止六月二十三日,全国货币净投放×××亿元,比去年同期多投放×××亿元。由于乱集资、乱拆借的影响,居民储蓄增长缓慢,大量资金体外循环,银行正常贷款不能完全保证,有些基层银行出现支付困难。一至五月城乡居民储蓄存款增加×××亿元,比去年同期少增加×××亿元。二是投资需求和消费需求都出现膨胀的趋势。一至五月国有单位固定资产投资比去年同期增长百分之××,银行工资性现金支出和对个人其他现金支出增长百分之××,行政企事业单位管理费现金支出增长百分之××,都大大超过经济增长的幅度。三是财政困难状况加剧。一至五月,国内财政收入比去年同期下降百分之×,而财政支出比去年同期增长百分之××,收支相抵仅结余××亿元,比去年同期少结余×××亿元。四是由于工业增长速度越来越快,基础设施和基础工业的“瓶颈”制约进一步强化。交通运输特别是铁路运输十分紧张,一些干线限制口的通过能力仅能满足需求的百分之三十一—百分之四十。电力、油品供需缺口越来越大,有的地方又出现“停三开四”现象。钢材、水泥、木材等建筑材料由于供需矛盾突出,价格上涨较猛。五是出口增长乏力,进口增长过快,国家外汇结存下降较多。据海关统计,一至五月出口总额比去年同期增长百分之×,进口总额增长百分之××。截止六月十日,国家外汇结存×××亿美元,比去年同期减少××亿美元。六是物价上涨越来越快,通货膨胀呈现加速之势。从去年十月开始,物价上涨幅度逐月加快,到今年一月上漲幅度达到百分之×,三月份开始突破两位数,一至五月平均为百分之××(其中五月份达到百分之××)。加上服务项目涨价较快,全国居民生活费用价格指数上涨幅度已达百分之××。五月份三十五个大中城市生活费用价格指数比去年同月上升百分之××。消费价格上涨已经使部分职工和离退休人员难以承受。一至五月,生产资料价格指数比去年同期上升百分之××,相当一部分企业生产成本上升,建设项目造价大幅度提高,效益下降。农业生产资料价格上涨百分之××,严重影响农民增加农业投入的积极性。

上述情况表明,当前的宏观经济环境已经绷得很紧,有些矛盾和问题还在继续发展,如果不抓住时机,进一步深化改革,抓紧实施宏观调控措施,势必导致社会供需总量严重失衡,通货膨胀进一步加剧,甚至会引起经济大的波动,影响社会安定。

为了保持经济发展的好势头,真正抓住机遇、珍惜机遇、用好机遇,现在必须下决心,解决经济中的突出问题。在解决问题时,需要注意把握以下三点:

一是统一思想认识。今年以来,各地区、各部门对党中央、国务院采取的一系列政策措施是努力贯彻执行,做了不少工作。但是由于对工业速度是否过快、投资规模是否过大、票子和货币供应量是否过多、通货膨胀是否在加剧等问题的看法不完全一致,影响了宏观调控措施的贯彻落实。对这些问题,从局部观察是不容易看清楚的,需要从全局上、宏观经济形势上和未来发展的走势上作出正确判断。为了解决当前经济中的突出问题,首先必须进一步统一思想认识,特别是各级领导干部对当前经济形势要有正确的、清醒的认识。要按照中央四月一日经济情况通报会和最近江泽民同志在华东六省一市经济工作座谈会上的讲话的要求,积极、正确、全面地领会邓小平同志重要谈话和党的十四大精神,把解放思想和实事求是统一起来,切实贯彻“在经济工作中要抓住机遇,加快发展,同时要注意稳妥,避免损失,特别要避免大的损失”的重要指导思想,把加快发展的注意力集中到深化改革、转换机制、优化结构、提高效益上来。坚持从全局出发,从长远的持续发展出发,协调行动步伐,处理好局部与全局的关系。

二是着眼于加快改革步伐。当前经济中出现的矛盾和问题,从根本上讲在于原有体制的弊端没有消除,社会主义市场经济体制尚未形成,那种盲目扩张投资、竞相攀比速度、缺乏有效约束机制等问题没有得到根本解决。在这种情况下,解决当前的问题必须采用新思路、新办法,从加快新旧体制转换中找出路,把改进和加强宏观调控、解决经济中的突出问题,变成加快改革、建立社会主义市场经济体制的动力。在深化改革中,特别要加快金融体制、投资体制和财税体制的改革。

三是主要运用经济办法,也要采取必要的行政手段和组织措施。要强化间接调控,更多地采取经济手段、经济政策和经济立法。通过加强宏观调控,既能有效解决当前经济问题,又有利于继续增强微观经济活力和市场机制作用的充分发挥。对那些主要是由于行政行为导致经济秩序混乱的问题,也要采取必要的行政手段加以解决。特别是在当前经济运行机制不健全的情况下,行政手段更不可缺少。加强宏观调控要注意从实际出发,进行分类指导,不搞“一刀切”。但对防止严重通货膨胀和整顿金融秩序等问题,必须有较强的力度,同时采取必要的组织手段、纪律手段和法律手段,以保证中央政令的通行。

针对当前经济生活中存在的问题,党中央、国务院决定采取以下加强和改善宏观调控的措施:

一、严格控制货币发行,稳定金融形势。全年货币发行量要控制在 $\times\times\times\times$ 亿元,这要作为今年宏观调控的首要目标。首先要把握住基础货币投放这个闸门,严格控制社会需求的过快增长,认真整顿金融秩序,切实加强现金管理。各家银行和金融机构要严格执行现金管理规定,严肃结算纪律。各家银行的大额汇款一律通过电子联行和人民银行联行办理转汇,做到事先清算汇差资金,确保汇入款项的及时解付。

二、坚决纠正违章拆借资金。人民银行要停止对非银行金融机构发放贷款,已经发放的贷款要限期收回。中央银行的资金,用于支持农业生产和确保农副产品的收购,用于增加国家外汇储备和黄金储备,解决中央财政列入国家预算的临时借款,以及铁路等重点建设资金需要。银行之间的正常资金拆借,要严格按照人民银行规定的用途、期限、利率进行。今年内暂停银行对非银行金融机构的资金拆出,严禁非金融机构参与资金拆借。拆借资金只能按规定用于为解决银行正常支付和先支后收的临时头寸调剂,不得变相搞计划外的贷款和投资。各级各类银行要在规定限期内完成全面清理拆借的工作,限期收回不合理的拆借资金。对在今年八月十五日以前,未能收回的违反规定的拆出资金和以拆借名义用于其他方面的资金,要逐笔登记造册,说明原因,提出处理意见。要尽快建立全国统一的、有序的同业拆借市场,使资金拆借纳入规范化的轨道。

三、灵活运用利率杠杆，大力增加储蓄存款。五月十五日提高储蓄存款利率以来，已经收到一些积极效果，但力度还不够，七月上旬将再次提高银行存、贷款利率。同时，对三年、五年和八年期定期储蓄存款实行保值。要加强利率管理，严格执行人民银行公布的法定利率，不得在规定的利率水平和浮动的幅度之外收取手续费或变相提高利率。对违反利率规定的，要认真查处。

四、坚决制止各种乱集资。各地区、各部门对一九九二年以来进行的未经授权部门批准的各种形式集资，要进行一次全面清理，集资利率不得超过国家有关规定。为了规范集资行为，国务院将制定集资管理条例，明确正当集资与乱集资的界限、审批程序、批准权限、利率范围以及风险处理等有关问题。当前要严肃查处几个大的乱集资典型案例，并予公布，对全民进行法制教育和投资风险教育。

五、严格控制信贷总规模。强化中央银行对全社会信贷总规模的宏观控制，各家银行和非银行金融机构要严格按照人民银行总行下达的年度信贷计划执行，未经批准不得突破，并按季监控，按月考核。银行贷款首先要支持农业生产和农副产品收购；支持产品在国内外市场有销路、效益好的国有工业企业的流动资金需要，对于产品无销路、效益不好或挪用资金参与乱集资、炒房地产、炒股票的企业要减少以至停止贷款；积极支持外贸出口的贷款需要，对囤积外汇额度或不按规定及时结汇的外贸公司，要从严控制贷款发放；固定资产投资贷款要集中用于国家计划内的农业、交通通信、能源、重要原材料、水利等国家重点建设项目，特别是铁路建设和今年内可以竣工投产的建设项目。

六、专业银行要保证对储蓄存款的支付。各专业银行和商业银行要建立存款支付责任制，大力组织存款，压缩一般贷款，清理收回不合理贷款和拆借资金，以增强银行的支付能力。各专业银行总行要在全中国范围内统一调度资金，任何地方、部门不准干扰专业银行为保证支付而进行的资金调度。由于不能保证存款支付而出现问题，由当地的专业银行行长和该总行行长负责。

七、加快金融改革步伐，强化中央银行的金融宏观调控能力。中国人民银行要通过深化改革，真正成为对全国信贷、货币进行宏观调控和统一管理各类金融机构的中央银行。贷款规模的调剂权集中到人民银行总行，取消人民银行省级分行百分之七的贷款规模调剂权。为了增强人民银行对信贷资金的间接调控能力，盘活信贷资金存量，调节资金分布，人民银行要切实抓好中央银行融资债券的发行工作。中央银行的再贷款，除用于农副产品收购的再贷款可下达给省级分行外，其余再贷款主要对专业银行总行发放。未经中国人民银行批准，擅自设立的金融机构要限期撤销或并入经批准的金融机构。坚决取缔钱庄、银号等非法设立的金融机构。人民银行、专业银行和商业银行兴办的非银行金融机构和其他经济实体要与银行彻底脱钩，首先在人事、财务和资金方面完全脱钩。人民银行要带头尽快脱钩。

八、投资体制改革要与金融体制改革相结合。从改革投资体制入手，尽快建立政策性银行，逐步实现政策性金融与商业性金融相分离。组建国家长期开发信用银行、出口信贷银行等政策性银行，专门承担政策性投融资和贷款任务。当前，各专业银行也可先采取过渡办法，在内部分设帐户、分别管理，实行政策性和商业性业务分开。过渡期间的财务核算办法，实行单独记帐，统负盈亏。

九、限期完成国库券发行任务。今年发行国库券的利率，随着银行再次提高利率而相应提高。各地区、各部门要认真执行《国务院办公厅关于确保完成今年国库券发行任务和做好兑付工作的通知》，必须在七月十五日以前完成国库券发行任务，这要作为一项政治任务。要广泛动员职工和个体劳动者购买，各专业银行、非银行金融机构也要积极代

销，再用养老保险基金和待业保险基金结余购买一部分。要以省、自治区、直辖市及计划单列市为单位，把完成国库券发行任务与发行有价证券挂钩，只有在完成国库券发行任务后，才可以发行国家计划安排的其他有价证券。

十、进一步完善有价证券发行和规范市场管理。各地区、各部门必须严格执行国家下达的股票、债券等证券发行计划，不得擅自突破（包括股票发行的试点企业个数）。已经批准股票境外上市的上海石化总厂等九个大企业，要继续做好各项准备工作，保证顺利上市。各地区、各部门要严格执行《股票发行与交易管理暂行条例》，对不符合发行、上市条件的股票、债券不予审批。做好股票、债券异地交易的准备工作，保证交易的顺利进行。内部职工持股的定向募集股份有限公司，要继续按照规范要求进行试点，严格执行《国务院办公厅转发国家体改委等部门关于立即制止发行内部职工股不规范做法意见的紧急通知》，股权证要集中托管。要坚决取缔有价证券的黑市交易，维护合法、规范的市场交易活动。

十一、改进外汇管理办法，稳定外汇市场价格。在努力扩大外贸出口的同时，要加强对外出口收汇的监督管理，完善和改进出口收汇核销制度，建立进口付汇核销办法，加强结汇纪律，防止出口不结汇、推迟结汇和境外截留外汇，提高出口结汇率。要完善外汇上缴办法，保证中央必要的外汇需要。要改进和完善外汇留成制度，对实行现汇留成的试点单位加强现汇帐户管理。对留成的外汇额度和现汇，实行限期使用，防止囤积外汇。要采取多种措施控制进口规模，严格按国家规定控制进口减免税。严格对境外投资和其他外汇资本流出的审核监督。严格限制外币在国内市场的流通，取缔炒买炒卖外汇等投机活动。要严厉打击进口走私行为。同时，抓紧研究外汇管理体制改革的。

十二、加强房地产市场的宏观管理，促进房地产业的健康发展。认真执行《国务院关于发展房地产业若干问题的通知》，由建设部牵头组织土地、工商、税务等部门对各类房地产开发经营机构进行一次全面检查，对注册资金虚假、没有开发能力以及偷税漏税的经营单位，要予以查处。抓紧制定房地产增值税和有关税收政策，坚决制止炒房地产获取暴利的行为。在土地增值税出台以前，要严格执行财政部《关于国有土地使用权有偿使用收入征收管理的暂行办法》，把流失的土地收入按规定清缴入库。所有房地产开发公司都要承担百分之二十以上的微利居民住宅建设任务。土地批租后，必须抓紧开发利用，购地后一年内投入的开发资金不足购地费百分之二十五的，要收回土地。金融机构和土地管理部门一律不得开办开发经营房地产的公司，已开办的要限期脱钩。房地产开发投资必须纳入固定资产投资计划，由人民银行和国家计委重新核定今年的房地产信贷规模，并下达到各专业银行。

十三、强化税收征管，堵住减免税漏洞。税务部门要依法治税，在继续做好国有经济单位税收征管的同时，加强对非国有经济单位各项税收和个人收入调节税、所得税的征管工作。各地方超越权限自行制定的减免能交基金、预算调节基金和其他各项减免税政策，一律先停止执行，再由上级税务部门逐项审核，作出处理。各地方如因擅自减免而未完成“两金”上缴任务的，中央财政要相应扣减地方“两金”分成收入。今年内，中央和地方都不再出台新的减免税政策，临时性、困难性的减免税一律暂停审批。对外商投资企业要加强税收征管，防止外商转移利润和逃税、避税。要清理关税和进口工商税的减免。改进出口退税办法，实行出口退税与出口结汇相挂钩，防止虚报冒领。要认真清理欠税，对拖欠税款的，由税务部门通知银行扣缴入库。地方财政预算收支，必须严格执行《国家预算管理条例》，不准打赤字。已经打赤字的地区，要立即重新调整地方预算，确保全年收支平衡。从八月份开始，由国务院组织全国财税大检查，重点检查偷漏税、越权减免税和“两金”等方面的问题。对检查出来应上缴国家的财政收入，银行

要及时划解入库，不得占压应缴国库的财政收入。

十四、对在建项目进行审核排队，严格控制新开工项目。现在建设摊子普遍铺得太大，战线拉得过长，投资结构也不够合理，各地区、各部门必须对所有在建项目进行一次清理、审核排队。对不符合国家产业政策、资金来源不落实、建设条件不具备、市场前景不明的项目，特别是高档宾馆、写字楼、度假村等，要下决心停缓建，腾出资金保国家重点建设项目，保今年计划内项目。各级政府和财政、银行部门，要加强建设资金的调度，保证国家预算内建设资金和银行投资贷款按资金的正确需要比例到位。所有新开工项目，必须是有正当资金来源、产品有市场销路和经济效益好的项目。建设资金供应无保证、条件不具备的项目，都不得批准开工。新开工基本建设大中型项目，必须经国务院批准后方能开工。对于基本建设小型项目，除农业、水利、交通、能源、学校、医院、粮棉仓储设施、城市公用设施、职工住宅以及合同已经生效的利用外资项目外，其他项目今年内也要严格控制新开工。抓紧建立建设项目申报备案制度。各地区要认真贯彻《国务院关于严格审批和认真清理各类开发区的通知》。借用国外商业贷款，要严格按国家计划执行，不得任意突破，特别是不准用商业贷款倒换人民币来扩大建设规模。

十五、积极稳妥地推进物价改革，抑制物价总水平过快上涨。今年内，除按原计划再出台提高铁路货运价和整顿电价外，各地方都不要再出台新的调价项目（包括服务收费项目）。受国家调价影响较大的后续产品，价格调整也要从严掌握。对去年下半年以来一些地区和部门，未经国家批准越权决定出台的提价项目和行政性收费要进行清理，并严格按价格管理条例进行查处。对已经放开的重要商品价格要加强监测，通过立法规范企业价格行为。已经放开粮价的地区，要进一步发挥国有粮食部门稳定市场、稳定粮价的作用。严格执行农业生产资料最高限价。

十六、严格控制社会集团购买力的过快增长。要加强集团购买力的控购管理工作。下半年要严格控制 and 精简各种会议，各地区、各部门会议经费要在年初预算基础上压缩百分之二十。要严格控制过多过滥的出国活动，控制无实际效益的各种招商活动，停办各种无实际意义的办节活动。各行政事业单位要努力节约办公经费，购买办公设备必须严格按预算办事，不得以办公自动化为名要求追加预算。对非生产性的社会集团单位购买小汽车，下半年原则上暂停审批。对行政事业单位和亏损企业，以及拖欠税款和没有自有专用基金的企业，一般要暂停购买小汽车。

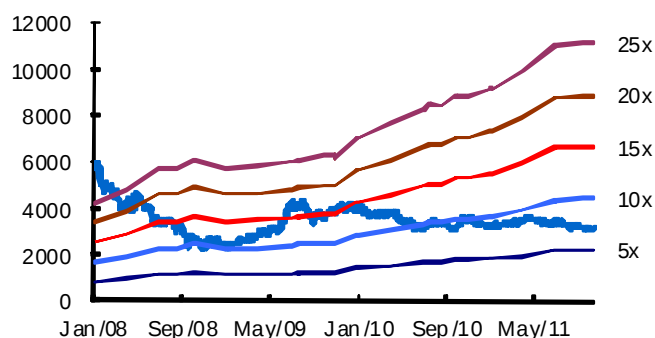
采取上述措施，从全局来说是非常必要的，是积极的。既可以保持经济持续快速发展，又可以为加快改革开放创造必要的宏观环境。当然，实行这些措施，下半年的经济增长速度将要减慢一些，有些生产企业可能减产甚至停产，企业的销售收入会相应减少，有些建设项目要停缓下来，相互拖欠资金会有所增加。但就全国来看，还可以保持较高的增长水平，全年经济增长率不会低于百分之十。基础工业和主要装备工业特别是国有大中型企业的生产经营不至于受太大的影响。如果不采取这些措施或这些措施不能得到有效贯彻，“瓶颈”部门制约将会进一步加剧，资金供求矛盾将更加尖锐，严重通货膨胀局面将难以避免。在这样的局面下，即使今年速度可以更高一些，但明后年将难以支撑，经济有可能发生大的起落。这是我们需要极力避免的。一定要注意瞻前顾后，不仅考虑今年，还要考虑到明后年以至整个九十年代的发展战略目标，保证国民经济持续、快速、健康地发展。

在实施上述措施过程中，必须继续高度重视农业问题，要切实落实党中央、国务院关于稳定和发展农业生产的各项政策措施。当前特别是，一要坚决做到不打“白条”，二要切实减轻农民负担，三要抓紧解决夏收购销、储运中暴露的问题，四要抓好大秋作物播种面积的落实和田间管理。这是关系经济社会全局稳定和经济走势的大事。同时，要大

力开展增产节约、增收节支活动，反对铺张浪费；继续抓好《全民所有制工业企业转换经营机制条例》的落实，进一步强化企业内部经营管理，推进企业的技术进步和扭亏增盈工作。贯彻上述措施，要坚持“两手抓”，抓住一些大案要案，坚决果断处理，推动纠正各种不正之风，反对贪污腐败，改变社会不良风气，使中央的宏观调控措施得到人民群众的拥护和支持。

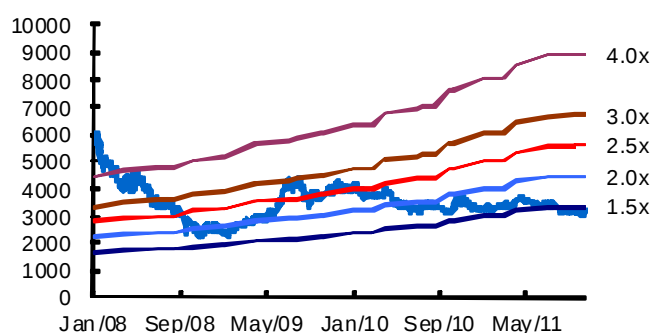
各地区、各部门都要从大局出发，加强组织纪律性，做到令行禁止，坚决维护中央对全国宏观经济调控的统一性、权威性和有效性。自接到文件之日起，必须立即组织贯彻落实，制定出具体的办法和措施。党中央、国务院将组织调查组，深入各地进行督促检查。

图 27: 银行行业历史PEBand



资料来源：招商证券研发中心

图 28: 银行行业历史PBBand



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《时间换空间，航母转向静悄悄——2011 年银行业经营动向探究》2011/09/06
- 2、《流动性不平均下的民间融资盛宴-2011 资金的玲珑棋局》2011/08/01
- 3、《银行业 2011 年中期投资策略-银行的美好时代》2011/06/10
- 4、《金融崛起，36 倍的启示——从南非标准银行成长之路看中国金融的未来》2011/05/18
- 5、《银行业 2011 年二季度投资策略：有多少底部可以重来？》2011/04/06
- 6、《茶杯风波与大象之舞—管窥韩国储蓄银行挤兑危机》2011/03/07
- 7、《银行业 2011 年度策略：带刺的玫瑰？不良贷款压力下的银行投资》2010/11/26

表 2: 银行业盈利估值表

证券代码	证券简称	评级	总股本 (亿)	EPS (元)				BVPS (元)			
				2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E
601398.SH	工商银行	强烈推荐-A	3490	0.39	0.47	0.59	0.69	2.02	2.35	2.66	3.08
601939.SH	建设银行	审慎推荐-A	2500	0.63	0.54	0.69	0.81	2.39	2.80	3.07	3.48
601988.SH	中国银行	审慎推荐-A	2791	0.31	0.39	0.48	0.56	2.15	2.42	2.76	3.04
601288.SH	农业银行	强烈推荐-A	3248	0.25	0.29	0.42	0.50	1.32	1.67	1.84	2.13
601328.SH	交通银行	审慎推荐-A	563	0.61	0.73	0.91	1.08	3.36	3.98	4.43	5.07
600000.SH	浦发银行	强烈推荐-A	187	1.62	1.34	1.76	2.10	7.70	8.57	7.71	8.98
601998.SH	中信银行	审慎推荐-A	468	0.37	0.55	0.69	0.85	2.74	3.19	3.63	4.22
600016.SH	民生银行	强烈推荐-A	267	0.63	0.66	1.00	1.24	3.99	3.94	4.40	5.30
601166.SH	兴业银行	强烈推荐-A	108	2.66	3.09	2.43	3.00	11.92	15.35	9.93	11.99
601818.SH	光大银行	审慎推荐-A	404	0.23	0.32	0.45	0.57	1.44	2.01	2.10	2.50
600015.SH	华夏银行	审慎推荐-A	68	0.75	1.20	1.21	1.54	6.06	7.11	8.90	9.98
000001.SZ	深发展 A	强烈推荐-A	51	1.62	1.80	2.12	2.77	6.59	9.62	12.60	14.49
601169.SH	北京银行	审慎推荐-A	62	0.90	1.09	1.32	1.59	6.03	6.84	8.12	9.26
601009.SH	南京银行	审慎推荐-A	30	0.84	0.78	1.06	1.31	6.62	6.39	6.87	7.69
002142.SZ	宁波银行	审慎推荐-A	29	0.58	0.81	1.12	1.44	3.90	5.51	6.04	6.92
证券代码	证券简称	评级	股价	P/E(X)				P/B(X)			
				2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E
601398.SH	工商银行	强烈推荐-A	4.15	10.78	8.77	7.03	5.98	2.06	1.77	1.56	1.35
601939.SH	建设银行	审慎推荐-A	4.64	7.37	8.60	6.72	5.73	1.94	1.66	1.51	1.33
601988.SH	中国银行	审慎推荐-A	3.01	9.71	7.66	6.27	5.38	1.40	1.24	1.09	0.99
601288.SH	农业银行	强烈推荐-A	2.61	10.44	8.93	6.21	5.22	1.98	1.56	1.42	1.23
601328.SH	交通银行	审慎推荐-A	4.60	7.49	6.30	5.05	4.26	1.37	1.16	1.04	0.91
600000.SH	浦发银行	强烈推荐-A	8.92	5.51	6.67	5.07	4.25	1.16	1.04	1.16	0.99
601998.SH	中信银行	审慎推荐-A	4.44	12.10	8.06	6.41	5.24	1.62	1.39	1.22	1.05
600016.SH	民生银行	强烈推荐-A	5.85	9.29	8.89	5.85	4.72	1.47	1.48	1.33	1.10
601166.SH	兴业银行	强烈推荐-A	12.86	4.84	4.16	5.29	4.29	1.08	0.84	1.30	1.07
601818.SH	光大银行	审慎推荐-A	3.01	13.17	9.51	6.69	5.28	2.09	1.49	1.43	1.20
600015.SH	华夏银行	审慎推荐-A	11.06	14.75	9.22	9.14	7.18	1.83	1.55	1.24	1.11
000001.SZ	深发展 A	强烈推荐-A	16.54	10.21	9.17	7.80	5.97	2.51	1.72	1.31	1.14
601169.SH	北京银行	审慎推荐-A	9.85	10.89	9.01	7.44	6.20	1.63	1.44	1.21	1.06
601009.SH	南京银行	审慎推荐-A	8.52	10.14	10.94	8.07	6.52	1.29	1.33	1.24	1.11
002142.SZ	宁波银行	审慎推荐-A	9.68	16.59	12.02	8.66	6.74	2.48	1.76	1.60	1.40
	大型银行平均			9.57	8.49	6.56	5.58	1.84	1.56	1.40	1.22
	股份制银行平均			9.98	7.96	6.51	5.23	1.73	1.40	1.30	1.11
	城商行平均			12.54	10.66	8.05	6.49	1.80	1.51	1.35	1.19
	上市银行平均			10.36	8.60	6.81	5.55	1.77	1.46	1.33	1.15

资料来源: 招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅，**CFA**：毕业于英国诺丁汉大学Sir Clive Granger（03年诺贝尔经济学奖获得者）

经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年度第二名，2007年度第三名。证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年第三名，2007年度第二名。金融时报（FINANCIAL TIMES）2007年度最佳分析师金融行业第二名。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务业2010年第二名。目前为招商证券金融行业研究董事。

肖立强，中山大学金融学硕士、南京大学管理学学士，两年银行业监管工作经验，2010年加入招商证券，现从事银行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。