

宏观环境有利银行业

景气的宏观经济，企业盈利能力的增强，使银行资产质量得到了明显改善。截至2007年末，银行业不良贷款为12684.2亿元，不良贷款率由年初的6.63%下降至6.17%。其中股份制商业银行和城市商业银行均较年初实现了不良贷款额和不良贷款率的双降。

截至2007年末，银行业金融机构总资产达到52.6万亿元，比上年同期增长19.7%。总负债达到49.6万亿元，比上年同期增长18.8%。其中，国有商业银行总资产同比增长15.6%，股份制商业银行总资产同比增长33.2%，城市商业银行总资产同比增长28.8%。

预计未来几年，五大国有银行的市场份额仍会略有降低，股份制商业银行和城市商业银行正处于资产和业务扩张期，市场份额会继续上升。

人民币升值对银行业利大于弊。人民币升值会使以人民币计价的资产价值得到重估，我国商业银行以人民币为主要经营对象，人民币升值期间银行的价值也会得到提升。同时，长期渐进的人民币升值将持续吸引国外资金流入，银行拥有较充裕的资金，有利于银行各项业务的开展。此外，随着人民币购买能力的增强，投资活跃和财富增加带来了旺盛的金融服务需求，对银行业向中间业务和零售业务的转型带来了机遇。

当然，人民币对美元升值将导致以美元计价的资产负债价值发生变化。我国商业银行的外汇资产普遍大于外汇负债，形成汇率风险正缺口，人民币的持续升值增加了我国银行汇率风险管理的难度，在海外上市的中行、建行、交行和工行，面临的外汇敞口风险较大。不过，由于多数银行美元敞口在资产中的占比都低于1%，因此，总体上银行外汇资产规模仍然较小，人民币升值带来的负面影响有限。

自2006年以来货币供应量快速增长，外汇储备的变化以及由此导致的外汇占款的变化是影响整个金融体系资金供给的重要因素。高额的外汇占款使得央行向市场投入了大量的基础货币。并且，外汇占款项目通过货币乘数的扩大效应，造成货币供应量大幅增长。此外，我国存款尤其是居民储蓄存款的高储蓄率特征，也是造成银行体系流动性过剩的重要原因。而央行的货币政策多属于对冲性质。因此，2008年流动性过剩仍将突出。

2007年频繁出台的紧缩性政策调控，对抑制银行体系流动性过剩起到了一定作用，尤其去年下半年金融机构超额存款准备金呈现逐步下降趋势。国有银行由于规模大，控制风险的能力比较强，资金来源渠道较多，因此超储率比较低。但小银行由于网点少、资金来源渠道少，为了应对央行频繁的上调存款准备金率的政策，只能保留较高的超储率。但总体上看，目前银行体系资金仍然充裕。

由于我国的流动性来自于外部，人民币升值趋势仍将持续，并且美国降息使得资金流入我国压力增大，因此，2008年资金面仍较为宽松，银行体系充裕的资金有利于各项业务的开展。（张景）

两大风险因素

次贷危机进一步恶化风险

席卷全球的美国次贷危机带来的损失到底有多大尚不可知，使得2008年我国的宏观环境面临较大的不确定性。当今世界各国依存度越来越高，目前出口占我国经济增长的比重超过三分之一，对美国的出口约占出口总额的五分之一。如果世界经济下滑，我国出口受到较大影响，将进一步导致企业盈利水平的下降和对金融体系稳定的担忧，引发了我国的银行股出现了大幅下跌。

从银行个体来看，中国银行、工商银行、建设银行持有美国次按债券，国际业务最多的中国银行持有量最大。在2007年三季报中，中行、工行和建行分别对减值准备进行了披露。

由于在2007年第四季度次贷危机进一步恶化，信用等级较高的债券也遭受到了损失，预计三大银行的减值准备仍将增加。但根据我们的计算结果显示，工行和建行的影响很小，中行受到的负面影响也小于市场预期。不过，如果三大银行的次贷资产等级低于计算的标准，或者2008年次贷市场违约率进一步上升导致次贷损失增加，三大银行损失可能会进一步加大。

银行房贷风险

虽然我们认为在我国经济持续向好和房地产调控的背景下，2008年房地产市场发展将更加理性和健康，出现大面积违约的风险可能性不大。但美国次贷危机向我国银行业敲响警钟，应高度重视银行房贷的风险，做到未雨绸缪。银行与房地产市场相关的贷款主要是对房地产企业的开发贷款和个人购房的按揭贷款。

由于我国对房价上涨的预期以及目前低的违约率，各银行纷纷把房贷作为优质资产项目开展。商业银行房地产开发贷款和个人住房按揭贷款之和，在贷款总额中的占比普遍在20%以上。上市银行中，兴业银行和深发展占比最高，分别为36.9%和29%。商业银行实际上直接或间接地承受了房地产市场运行中各个环节的市场风险和信用风险。（张景）

□民族证券 张景

银行业为国民经济各个部门提供信贷资金，在我国金融体系中处于主导地位。在非金融部门融资结构中，80%以上的融资都来源于银行体系，因此银行业是与国民经济关联最为紧密的行业。我国GDP增速连续五年超过10%，经济的快速增长为银行业发展带来了机遇，银行业的规模、质量和盈利能力都有了很大提高。虽然2008年明确提出实行从紧的货币政策，但总体经济的持续向好为银行业的发展奠定了坚实的基础。

2007年以来11次上调存款准备金率后，目前存款准备金率达到15%。上调存款准备金率主要从流动性和盈利性对商业银行产生影响。经测算，最近一次上调存款准备金率0.5个百分点，即使用收益率最高的贷款划拨至存款准备金，对2008年上市银行的平均影响也不超过1%，实际影响应更小。2007年的几次加息都使得商业银行的净利差有所

多重因素助推银行业绩增长

信贷增长更趋平稳

2008年中国经济出现拐点的可能性很小，在宏观经济依然能够保持高速增长的情况下，固定资产投资对商业银行贷款需求形成有力的支撑。

去年一系列对房地产行业的相关调控政策将打击一部分投机性按揭需求，但一定程度上也保障了有效按揭贷款的需求，有望降低资金泡沫所带来的信贷风险的累积。并且，房贷政策并不是要打压房市，对于房地产货币从紧更多的是防止因循环恶性贷款造成房价虚高，国家政策是要房地产业更健康和稳定地成长。在宏观调控下，预计2008年更可能的是房价逐步向理性回归，使之与经济的增长相匹配。同时，我国城市化进程有所加快，带来了巨大的住房需求，房地产贷款仍可实现稳定增长。

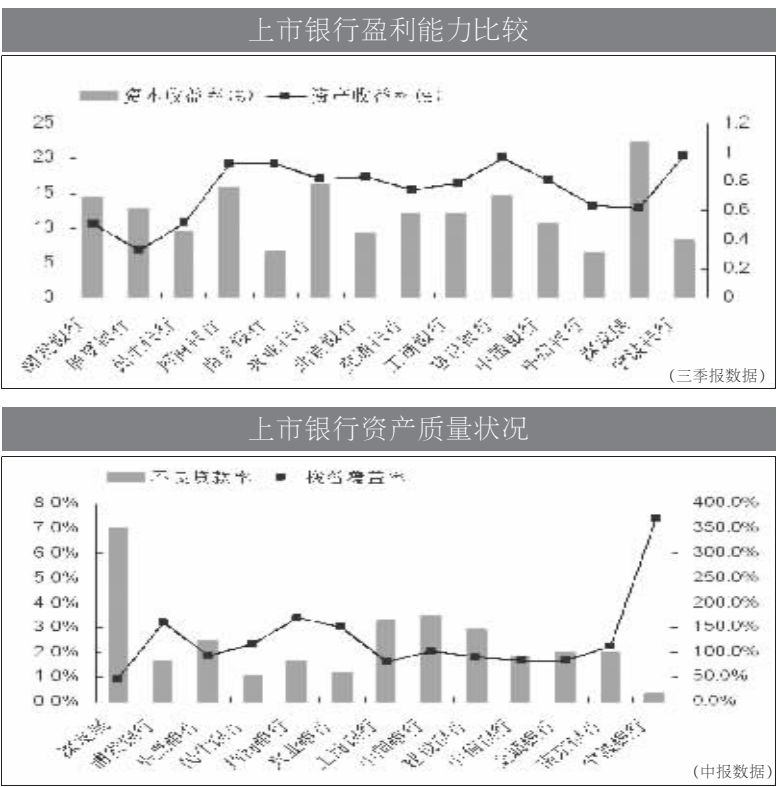
2007年居民贷款规模增速加快，在信贷规模的占比有明显的提高。并且由于房地产业的火爆，居民贷款中长期化明显。在未来几年，居民收入的不断增长成为支撑贷款需求的重要因素。

资金运用更加多元化

当前银行的信贷业务受国家调控政策的影响较大，增加资产运用渠道有利于分散风险，有利于及时根据政策进行调整，避免某一种业务波动对银行造成大的负面影响。

债券投资：债券投资已成为银行进行流动性管理的重要工具。尤其是当前中长期贷款增长较快，央行频繁运用上调存款准备金率的调控手段，这对银行的流动性管理提出了更高的要求，使得商业银行持有债券的意愿增强。

央行多次加息以及其他的货币紧缩政策，使得市场收益率趋于上升。同时，银行的债券投资也面临着公允价值变动损失的风险。但我们看到，上市银行中交易性债券占总资产比重都很小，大部分的债券是归入可供出售或持有到期。交易类债券比重较高的只有南京银行，其交易性债券占债券投资总额



的30%，为上市银行中最高。浦发银行交易性债券占债券总额的16%，其余上市银行所占比重都在10%以下，因此，当市场利率上升时，对它们的当期利润影响较小。

参与资金拆借业务：银行是市场中主要的资金拆出方，当基准利率上升和紧缩政策导致货币市场利率上扬时，商业银行会主动对升息资产进行调整，增加拆出资金量以获得收益。尤其是国有银行，由于资金较为充裕，更积极参与同业拆借业务。这也是国有银行存贷比和超额存款准备金率较低的一个原因。

资产负债调整，利差扩大

商业银行根据加息的特点，积极调整资产负债结构，压缩收益率低的贴现业务，增加收益率高的中长期贷款的比重，从而提高了贷款的平均收益率。同时，商业银行一半的存款都是活期存款，拉低了资金成本，2007年商业银行的利差有所扩大。并且，几次加息对商业银行利差的正面影响在2008年将进一步显现。

由于商业银行的短存长贷的特点，活期存款和三个月的存款占比比较高，因此加息后存款利率上调效果会很快显现出来。而贷款利率的上调则需要一个过程，相对于存款利率的调整存在一个滞后期，2008年银行的利息收入还会从中受益。

税率降低带来实质性利好

2008年内外资企业所得税合一，法定税率降为25%，对商业银行的业绩产生最直接的影响。

多年来，银行业在我国各行业中的所得税赋较高，因此在与外资银行竞争时处于不利的地位。由于银行的拨备计提、员工成本等税前扣除事项与税法规定的差异，我国银行业的实际税率普遍高于法定税率，例如浦发银行的实际所得税率高达51%。我国税法规定，商业银行税前可列支的贷款准备金仅为贷款额的1%，而商业银行提取的贷款准备金远高于此，并且员工工资税前不可

全额列支，这是银行实际税率较高的主要原因。而我国投资国债是免税的，投资国债多的银行往往实际税率较低，例如投资国债较多的南京银行，实际税率最低。2008年内外资所得税统一和员工工资税前抵扣政策实施后，银行业的实际税率会大幅降低，将对上市银行的业绩提升10%以上。

中间业务进入高成长期

传统的存贷业务容易受到宏观经济波动、利率市场化导致的利差收窄及利率波动风险、资金脱媒现象的影响。而中间业务相对较为稳定，对本金的占用、需要的风险拨备均较低，能够平滑和缓冲各类冲击。一个银行的中间业务占收入的比重越高，银行的收入就越稳定，受到宏观经济变化冲击的影响就越小。

我国商业银行开办的中间业务涉及结算、代理、银行卡、担保承诺、资产托管、电子银行等品种，业务种类上仍处于初级阶段。招商银行中间业务的占比最高，达到了16%。建行、中行等国有银行中间业务占比在12%以上。国有商业银行具有庞大的银行网点和广泛的客户资源，与股份制银行相比有一定优势。

2007年商业银行除了传统的中间业务之外，新兴业务收入也实现了快速增长。商业银行的基金托管、代销、理财咨询等业务带动了中间业务的高速增长。在未来几年中，随着资本市场的繁荣，企业、居民多元化金融需求的增强，我国商业银行中间业务有着很大的提升空间。

成本控制能力增强

银行的营业费用主要由员工成本、折旧费和其他三部分组成，其中，员工费用约占一半左右。营业收入的快速增长以及运营效率的提高，使营业净收入增速快于营业费用支出。考虑国内银行正处于业务扩张和业务转型期，我们预测一些银行的2007、2008年成本收入比可能有所提高，但仍可控制在合理水平。（张景）

扩大，以12月21日加息为例，此次利率调整后定期存贷款的利差缩小，而活期存款与短期贷款的利差却在扩大。静态来看，大多数上市银行的存贷款利差有所扩大，对于存款利差扩大的银行，存贷比越高，受到的正面影响越大。

从目前情况来看，2008年各金融机构新增贷款总量将不得超过2007年全年的3.63亿万元，也就是贷款增速不得超过13.86%。虽然2008年对贷款增长实行规模和节奏控制，贷款增速有所放缓，但对银行盈利的影响不必过于悲观。银行对贷款的投放更加谨慎和严格，有利于对贷款质量的控制，进而提高贷款安全性。贷款增速放缓，可以提高银行的议价能力，从而获得更高的收益率。同时，固定资产投资、房地产行业、居民消费贷款仍有着较大的贷款需求。

税率降低带来实质性利好。2008年内外资企业所得税合一，法定税率降为25%，对商业银行的业绩将产生最直接的影响。在内外资所得税统一和

员工工资税前抵扣政策实施后，2008年银行业的实际税率会大幅降低，将对上市银行的业绩提升10%以上。

我国商业银行中间业务有很大的提升空间。目前开办的中间业务涉及结算、代理、银行卡、担保承诺、资产托管、电子银行等品种，业务种类上仍处于初级阶段。招商银行中间业务的占比最高，达到了16%。建行、中行等国有银行中间业务占比在12%以上。

虽然宏观经济和从紧的货币政策带来了一定的不确定性，近期银行股股价下跌正是反映了银行可能遭受到的负面影响。但是，我们认为，人民币长期升值的趋势对银行经营的积极作用是可持续的，商业银行资产质量的提高，中间业务的发展和所得税率的降低等有利因素，提升了我国银行的综合竞争力。我国银行业正处于高成长阶段，对银行股的股价构成了强有力的支撑，维持银行业的“买入”评级，建议重点关注工商银行、招商银行、浦发银行、民生银行、宁波银行。

从紧货币政策

对银行盈利影响有限

2008年实行从紧的货币政策，严格控制信贷投放总量和投放节奏。短期虽然会对我国银行传统的盈利模式带来一定的压力，但长期来看，通过宏观调控可以减少银行经营的风险，使得银行业的经营更加稳健。我们认为，基于银行业在我国经济中的重要地位，并且农行正处于上市前的关键时期，国家在对宏观经济进行调控的同时会兼顾银行的利益，实现银行业的可持续发展。

2007年以来11次上调存款准备金率后，目前存款准备金率达到15%。由于法定存款准备金率的利率只有1.89%，远低于发行央票的利率，因此，央行更倾向于存款准备金率这一工具的使用，这也是央行频繁使用这一工具的原因之一。

由于上半年大量央票到期，1月份和3月份的央票到期量均在5000亿元以上，有着较大的对冲需求。并且，每年的1季度都是信贷投放的高峰期，央行在一个月内两次上调存款准备金率，显示出贯彻从紧货币政策的决心。本次上调后将冻结1950亿元资金，上调0.5%的幅度也小于预期，因此，不会对资金面产生较大影响，只能对冲已经存在的流动性，而不能消除未来的流动性。

重点上市公司

我国银行业正处于高成长阶段，对银行股的股价构成了强有力的支撑，维持银行业的“买入”评级。

工商银行 (601398)

我国资产规模最大的商业银行，拥有广大的客户基础和广泛的分销网络，市场份额远超其他商业银行。公司2007年前三季度贷款增速仅为11.37%，远低于其他上市银行，因此受到贷款规模控制的负面影响较小。工商银行依托自身有利的网络优势和客户基础，大力推进收益多元化战略，理财业务、托管业务、

电子银行等业务发展迅速。手续费及佣金净收入延续了强劲的增长势头，2007年前三季度比上年同期增加了104.7%，在营业收入中占比为13.3%，比中期提高了0.54个百分点，在上市银行中处于领先水平。预计2007、2008年净利润增长率分别为66%和40%，每股收益分别为0.25元、0.35元，维持工商银行“买入”评级。

招商银行 (600036)

股份制银行的排头兵，在盈利能力、资产质量、公司治理等方面位于行业前列。中间业务、零售银行业务在国内享有盛誉，并且有着大量的优质高端客户。在营销和创新方面有着丰富的经验和独特的优势，其信用卡、网上

银行等产品处于业内领先地位。招商银行快速发展的零售业务和中间业务，将继续为其业绩提升提供有力的支撑。2007年盈利预增长110%，预计2007、2008年每股收益分别为1.02元、1.56元，维持招商银行的“买入”评级。

浦发银行 (600000)

资产质量在上市银行中处于较高水平，2007年中期不良贷款率为1.7%，拨备覆盖率高达160%，仅低于宁波银行和招商银行。高的拨备覆盖率使得后续计提压力减小，有利于盈利的进一步释放。2008年两税合一的最大收益者，实际所得税率将得到大幅降低。

民生银行 (600016)

一家综合素质较高的股份制银行，经营机制灵活，富有创新精神。在保持利息收入平稳增长的同时，大力开展资本消耗低的零售银行业务和中间业务，积极推进业务转型。在综合化经营方面领先同业，组建金融租赁公司，收购陕国投进军信托业，拟成立民生加银基金管理公司，金融控

股雏形显现。收购美国联合银行股权，在海外寻找新的利润增长点。民生银行持有海通证券巨额股权，近期公告称董事会通过关于启动处置公司所持部分海通证券股权的决议，可获得不菲投资收益。预计2007年、2008年每股收益分别为0.43元、0.66元，维持“买入”评级。（张景）