

## 价跌量升 拨开银行股护盘迷雾

3月份以来,银行板块多次“盘中护主”,海外银行股上周也出现大幅上涨。银行股能否实现“以量补价”?A股银行股能否追随外围上涨?资产质量到底有无隐忧?面对这些市场疑问,我们选取了影响银行基本面的重要因素,逐一分析。

## 信贷增长要看节奏和结构

可以买下28个迪拜棕榈岛,或者相当于10个比尔·盖茨的净资产,或者等于非洲大国民尼日利亚3年的GDP总和……这些似乎太过夸张和遥远的比较,其价格均在2.7万亿美元左右。

假如你觉得用“天量”来形容前两个月新增贷款还很抽象,那么与上面的参照物对比之后这一庞大的数量则形象许多。

不过市场普遍认为,巨大的信贷规模肯定不可持续,在09年剩下的10个月里,信贷投放的节奏和结构都将发生变化。

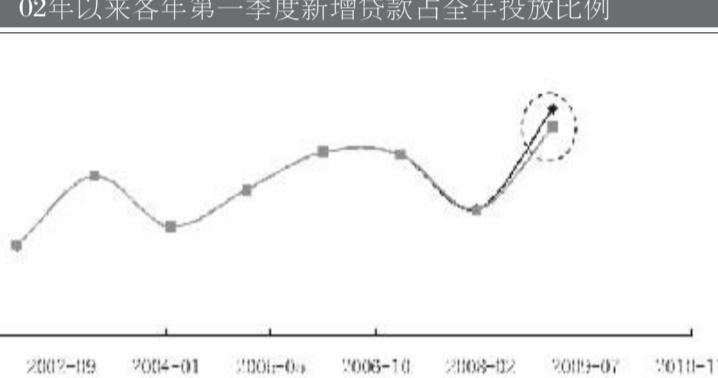
首先是信贷增长的节奏将放缓,往年前高后低的特征今年将格外突出。统计02年以来一季度新增贷款占全年比重,06年和07年这一比例都接近40%,已经是近年来的峰值;而假设今年投放总额为6.5万亿美元,则即使3月份没有一分钱新增贷款,这一比例也达到了44.83%—48.90%。同时这也意味着09年后10个月将分摊2.81—3.31万亿的“蛋糕”,平均下来每月新增贷款2881—3310亿元,08年后10个月中3.8和10三

个月份低于这一水平的下限,因此09年至少有三个月将同比下降。

申银万国认为“前高后低”的原因,是在适度宽松的信贷政策和净利差大幅收窄的背景下,商业银行试图早放贷早收益的动机更明显,同时也有部分银行因为担心信贷政策未来存在变数,而在年初大规模抢占信贷额度的行为。

其次是结构。与节奏相比,信贷投放的结构对银行的盈利影响更大。09年一季度票据融资高增长,扩大了信贷规模但侵蚀了银行的净息差收入,真正能为银行带来效益的中长期贷款比重却下降至35%。不过分析人士预计,随着短期贷款和票据融资缩量甚至负增长,中长期贷款占新增贷款的比重会逐步上升,甚至超过当月新增贷款;而且,随着政府项目加快步伐,银行对基建工程的支持力度也将提高。

当然,各个银行发放贷款的数量还受到贷存比75%上限的约束,从最新财报看,兴业银行贷存比最高,为70.34%,工行较低,为56.68%。(记者丛榕)

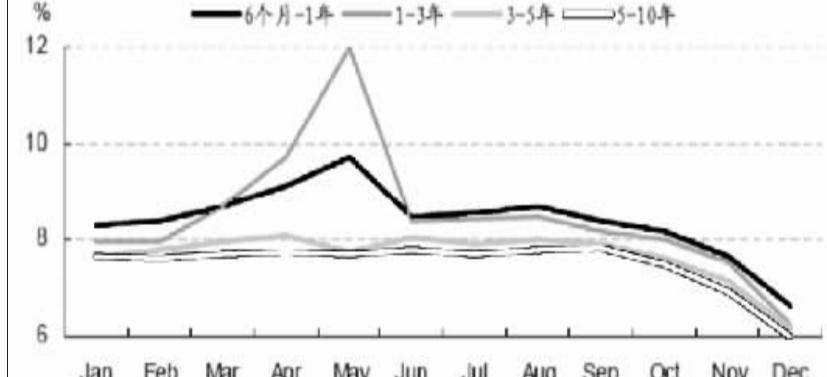


## 大幅降息预期减弱

近期部分经济指标的触底回暖和银行信贷的超预期反弹,减弱了央行大幅降息的动力。

尽管2月份CPI和PPI出现双降,但分析人士称,这其中部分“负翘尾”因素,中国经济没有持续通缩的压力。海通证券分析师范坤祥表示,目前流动性的总量较充裕,只是结构失衡,大量的信贷资源投向了国有或国有控股企业,投向了4万亿相关的基建项目,而真正缺资金的中小企业获得的份额较少。因此引导资金流向,满足实体经济融资需求并激发投资才是未来货币政策首要考虑的目标。由于大企业适用的利率大多下浮,那么降息以应对通缩,减轻实体经济财务成本的要求也就显得不那么迫切。

## 2008年金融机构贷款平均利率



图片来源:国泰君安

## ■ 观察

## 谨慎对待海外银行股上涨

□本报记者 丛榕

近期A股市场中银行股总是扮演盘中护主的角色,然而其动力并不仅仅来自内部,海外市场银行股率先企稳从而带动国内银行股是市场的共识,不过海外分析师对银行股持续上涨的态度还是比较谨慎。

《金融时报》分析,此次反弹没有什么具体的原因,不过分析师和交易员都提到了花旗首席执行官潘伟迪(Vikram Pandit)传阅的一份内部员工备忘录,该备忘录称,今年前两个月花旗实现了盈利;巴克莱银行除了出售资产外,也表示该行今年经历了“开门红”,这与花旗集团(Citigroup)等美国大型银行类似的乐观营运报告相一致。

不过海外的市场分析人士对本轮

由金融股推动的行情还是持谨慎态度。《华尔街日报》称资深市场人士表示,当投资组合配置中至少有小比例的资金投资于风险性资产时,也就是资金不仅流向花旗集团(Citigroup)和美国银行(Bank of America)等受重挫的道琼斯指数成份股时,他们才会感觉更安心。

Capstone Sales Advisors驻纽约的首席投资策略师Scott D. Jacobson在接受《华尔街日报》采访时表示,此次上涨是熊市反弹,一旦几周后公司开始公布第一财季业绩报告,抛压很可能重现。

Jacobson还预计,近来金融类股的涨势可能是暂时性的,因为即便金融公司公布季度盈利,它们的资产负债表上仍很可能堆积着不良信贷证券。“过去三四天并不意味着一切都已经好转。”Jacobson总结。

从目前交行的业务构成看,以息差收入为主,且公司业务处于全面的优势地位,财富管理业务相比同业并没有优势,在整个资本市场热度降低的背景下,其战略转型工作任重而道远。

另外,交行的综合经营在行业内起步早,目前其拥有信托、基金、金融租赁以及香港证券与保险牌照,综合平台构建较完善。(丛榕 整理)

## 提高拨备率 抵抗风险铺垫业绩

尽管目前迅速扩张的信贷规模使银行不良贷款率的上升得以稀释和掩盖,但我国进出口和工业增加值的超预期恶化再度引起市场对商业银行资产质量的关注。有消息人士称,银监会拟将大型银行拨备覆盖率从130%提高到150%,这体现了银监会对于银行资产质量风险逐渐增加的担心。

从2008年三季报来看,拨备覆盖率超过200%的有三家,分别是220.72%的招商银行、215.91%的浦发银行和201.69%的宁波银行。而中行、工行、建行和交行的拨备覆盖率分别为121.49%、121.16%、119.41%和113.84%。不过事实上,大多数上市银行在2008年4季度进行了大幅计提拨备。申银万国分析师指出,截至2008年年底,上市股份制银行和城商行的拨备覆盖率已经达到150%以上,上市国有银行的拨备覆盖率已经达到130%以

上,能够应付未来可能出现的资产质量小幅恶化。假如本次银监会将大型银行的拨备覆盖率提高到150%,那么银行的抗风险能力将继续得到加强。

此外,拨备覆盖率的提高也将降低银行2008年的利润,从而为2009年的业绩增长做好铺垫。

国信证券分析师认为,基于上市银行2008年底提高拨备覆盖率的可能性较高,本次银监会提高国有银行拨备覆盖率监管比例对于大型银行的价值基本没有影响,不过影响上市银行的短期会计利润。分析师测算,假如国有银行将2008年拨备覆盖率提高到150%,并且在2009年继续维持这个比例左右,那么该项调整对于2008年银行业绩增速的负面影响在6—18个百分点,对于2009年业绩影响很小。同时,该政策降低了2008年的利润基数,将使国有银行在2009年基本上实现业绩的正增长。(记者李波)

## 2008年三季度银行股不良贷款及比例

证券代码	证券简称	不良贷款比例(%)	不良贷款(亿元)	归属母公司净利润(亿元)
000001.SZ	深发展A	4.28	11090.55899	33.1699
002142.SZ	宁波银行	0.63	295.22367	11.2673
600000.SH	浦发银行	1.19	7648.781049	98.4397
600016.SH	民生银行	1.22	7703.323024	86.3717
601166.SH	兴业银行	1.06	4819.313638	94.265
601328.SH	交通银行	1.75	22707.685	227.89
601398.SH	工商银行	2.37	104755.5405	927.3
601939.SH	建设银行	2.17	842.34	
601988.SH	中国银行	2.58	84885.8958	592
601998.SH	中信银行	1.37	8932.7288	124.51

数据来源:Wind资讯

## 票据融资高占比降低盈利预期

2月份新增的1.07万亿元贷款中,票据融资达到4870亿元,占比超过45%。分析师称,票据融资的快速增长并不能带来息差的贡献;如果部分企业通过贴现套利的话,在当前的市场环境中甚至可能产生利差损失。

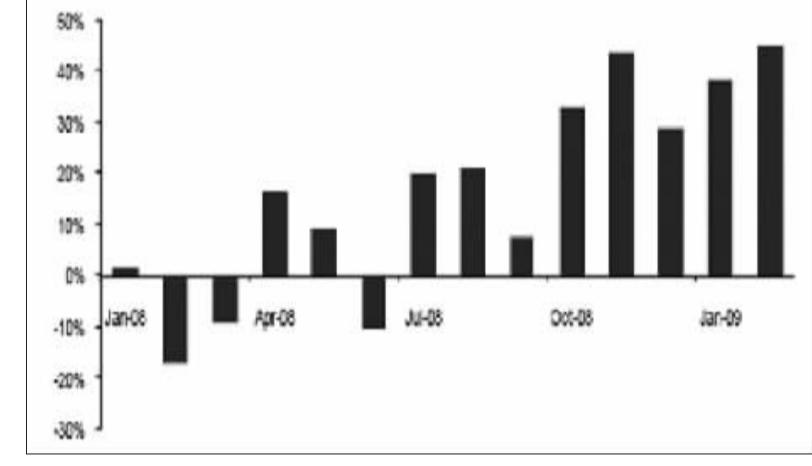
2月贷款新增达到1.07万亿元,继2008年11月、12月、2009年1月的放量投放后继续维持高速增长。其中票据融资占比达到45.5%,而1月份此比例为39%。中投证券分析师陈水祥表示,据了解,目前的直贴(银行对企业)利率在1.5%—1.7%左右(一般比银行间票据市场贴现利率高30—40个基点),已经低于商业银行三个月期的存款利率

(1.71%),因此从微观上看,企业在通过直贴后转存定期的套利机会。分析师认为,从行业的角度上看,贴现资金转化成定期的现象肯定存在的。大规模的票据融资对企业来讲虽然降低了融资成本,但是对于整个银行业来讲,却是降低了利差。

国信证券分析师称,票据高占比进一步降低了上市银行一季度业绩预期。分析师表示,1—2月新增贷款规模中持续的票据融资并不能实现“以量补价”的市场预期效果,甚至会因充裕流动性带来的低价竞争压力进一步下挫息差收入,降低一季度行业整体的盈利预期。

(记者徐效鸿)

单月新增票据融资比重



图片来源:海通证券

## 上市银行净息差收窄

2008年下半年大幅降息以及按揭贷款7折优惠的效果将逐渐显现,加上低收益票据贴现占比高、利率下浮贷款占比明显上升和市场利率大幅下降,分析师预计上市银行2009年净息差将收窄。

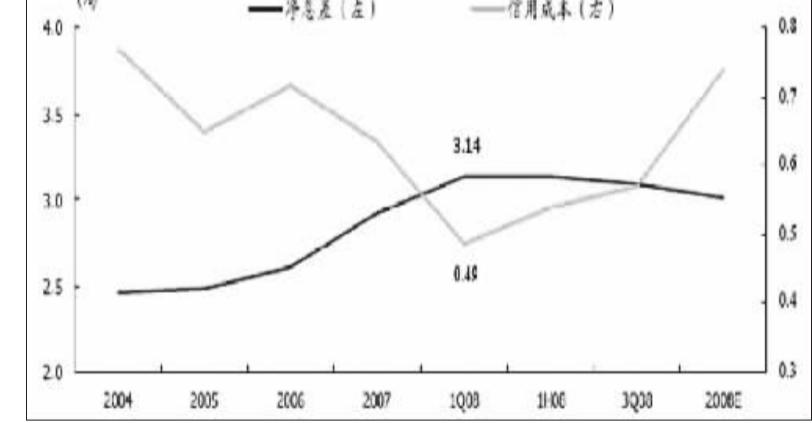
2008年9月以来,中国转入降息周期,短短3个月时间里,存贷款基准利率大幅下降216bp。这令以存贷利差为主要收入来源的商业银行开始面临净息差下降压力。

中金公司分析师毛军华、罗景表示,2008年下半年以来的大幅降息以及按揭贷款7折优惠的效果将在2009年1季度集中体现,加上1—2月高额新增贷款中低收益票据贴现占比较高、利率下浮贷款占比明显上升和市场利率大幅下降,预计上市银行1季度净息差的同比下降将高达42—95bp。

毛军华、罗景认为,一季度并不是商业银行净息差下滑的底部,主要原因是:银行持有的2008年中期的高收益率票据在1季度仍产生收益,而进入2季度后,这些票据已经到期,替换资产的收益率将难以维持在5%左右的高水平;各银行在2008年上半年市场收益率较高时新增的债券在1、2季度仍未到期,再投资风险将主要体现在3季度;按揭7折实际上从2月份才开始执行。

尽管2、3季度净息差仍将延续下降趋势,但是分析师认为2、3季度的环比下降幅度将大幅缩窄。而从贷款、债券和存款的重定价速度来看,贷款重定价最快,存款(剔除活期存款)其次,债券投资的速度最慢。分析师估计贷款重定价将于2009年2季度基本结束,而存款大约在2009年末,此后债券会继续重定价至2011年上半年。因此,季度环比来看,净息差见底可能出现在2009年4季度或2010年1季度。预计2009全年上市银行平均净息差将下滑55bp。而申银万国分析师励雅敏、姚晨曦则预计2009年上市银行净息差将从2008年的3.0%下降至2.49%,收窄51bp。(记者徐效鸿)

2008年一季度净息差处于周期性顶点



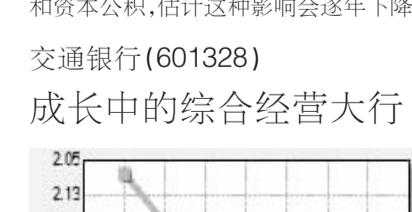
图片来源:中金公司

2009年以来公司加大了贷款投放,2009年1月份票据贴现投放占信贷投放的比重较大,达到80%—90%。受降息等多重因素影响,公司的净利差和净息差收窄较为明显。

招行贷款主要集中在制造业、交通运输、批发零售餐饮业和发电供电行业。08年末政府4万亿经济刺激方案出台以后,公司逐步介入政府项目,参与项目有铁路、核电、电信、中石油等。08年三季度末公司不良贷款余额为91.49亿元,比年初下降12.45亿元,不良贷款比率下降为1.2%,比年初下降0.34个百分点。预计本轮商业银行信贷扩张将会产生一定的不良资产,但是不良贷款的集中暴露时间可能后延,延迟到2010年甚至2011年。

公司在三季报中披露收购永隆银行相关商誉为97.17亿元。以后年份中,公司可能会逐年对收购永隆银行的商誉进行评估,并按比例调整当年净利润和资本公积,估计这种影响会逐年下降。

交通银行(601328)成长中的综合经营大行



华泰证券发布报告认为,总体来看,招商银行可以凭借自身的良好基础,逐步消化种种不利影响,顺利渡过本轮国际金融危机,并有望在下一轮经济繁荣周期中实现较好的成长。维持“推荐”评级。

2008年9月末公司吸收存款11973.62亿元,比年初增长26.90%;发放贷款7799.03亿元,比年初增长19.18%,贷款增速略小于存款增速。

从目前交行的业务构成看,以息差收入为主,且公司业务处于全面的优势地位,财富管理业务相比同业并没有优势,在整个资本市场热度降低的背景下,其战略转型工作任重而道远。

招行贷款主要集中在制造业、交通运输、批发零售餐饮业和发电供电行业。08年末政府4万亿经济刺激方案出台以后,公司逐步介入政府项目,参与项目有铁路、核电、电信、中石油等。08年三季度末公司不良贷款余额为91.49亿元,比年初下降12.45亿元,不良贷款比率下降为1.2%,比年初下降0.34个百分点。预计本轮商业银行信贷扩张将会产生一定的不良资产,但是不良贷款的集中暴露时间可能后延,延迟到2010年甚至2011年。

公司在三季报中披露收购永隆银行相关商誉为97.17亿元。以后年份中,公司可能会逐年对收购永隆银行的商誉进行评估,并按比例调整当年净利润和资本公积,估计这种影响会逐年下降。

经济下行风险中,面临损失风险较大的是关注类与不良贷款,交行这两类贷款的占比低于其他三家上市的大银行,但是其拨备覆盖率较低,预计08年4季度会加大计提拨备的力度。

从目前交行的业务构成看,以息差收入为主,且公司业务处于全面的优势地位,财富管理业务相比同业并没有优势,在整个资本市场热度降低的背景下,其战略转型工作任重而道远。

另外,交行的综合经营在行业内起步早,目前其拥有信托、基金、金融租赁以及香港证券与保险牌照,综合平台构建较完善。(丛榕 整理)

## 谨慎对待海外银行股上涨

由金融股推动的行情还是持谨慎态度。《华尔街日报》称资深市场人士表示,当投资组合配置中至少有小比例的资金投资于风险性资产时,也就是资金不仅流向花旗集团(Citigroup)和美国银行(Bank of America)等受重挫的道琼斯指数成份股时,他们才会感觉更安心。

Capstone Sales Advisors驻纽约的首席投资策略师Scott D. Jacobson在接受《华尔街日报》采访时表示,此次上涨是熊市反弹,一旦几周后公司开始公布第一财季业绩报告,抛压很可能重现。

Jacobson还预计,近来金融类股的涨势可能是暂时性的,因为即便金融公司公布季度盈利,它们的资产负债表上仍很可能堆积着不良信贷证券。“过去三四天并不意味着一切都已经好转。”Jacobson总结。

从目前交行的业务构成看,以息差收入为主,且公司业务处于全面的优势地位,财富管理业务相比同业并没有优势,在整个资本市场热度降低的背景下,其战略转型工作任重而道远。

另外,交行的综合经营在行业内起步早,目前其拥有信托、基金、金融租赁以及香港证券与保险牌照,综合平台构建较完善。(丛榕 整理)