

银行

若出口下滑，对银行资产质量的影响有多大？--3大维度入手，与08年金融危机对比

国内疫情已经基本得到控制，复工复产顺利推进。站在当前时点看，下半年经济的不确定性主要来自于“外需冲击”。本篇报告中，我们从经济结构、政策环境、银行经营情况3个维度入手分析，并与2008年金融危机进行对比。无论从哪一维度来看，当前情况均显著好于2008年，未来即便出口下滑，对银行业资产质量的影响也相对有限。

维度1、经济结构：我国对于出口的依赖度大幅降低。我国出口依存度（出口/GDP）已从31%（2008年）降至17%（2019年）；外贸出口型地区出口依存度下降更为明显，如长三角和珠三角，2008年出口依存度分别为59%和65%，2019年下降至仅为32%和34%，基本减半。未来若出口大幅下降，对经济的负面影响将大幅减弱。我们根据银行分地区信贷投放比例和区域出口依存度进行加权平均简单测算，如经营区域集中在长三角地区的宁波银行，其“出口系数”大幅下降，2019年仅为39%，基本上是2008年一半的水平。

维度2、政策环境：除了基建托底经济之外，也给予中小企业更多的呵护，政策思路更加全面。包括减税降费、引导银行加大对中小企业的金融服务、扩大普惠金融的覆盖面（如要求“大型商业银行普惠型小微企业贷款增速高于40%”）。在引导银行支持实体的同时，也给予银行一定的政策支持，如降低其资金成本，增强其融资便利性：2020年以来3次降准释放资金1.75万亿元；小微金融专项债发行超过2750亿元，超过2019年全年发行量的1.3倍，平均发行利率为2.63%；3批再贷款+再贴现资金额度共1.8万亿元。近期，央行新创两个直达实体经济的货币政策工具：1）4000亿元再贷款额度“购买”地方性法人银行发放的小微信用贷款，按40%的比例测算，可撬动1万亿元；2）对普惠金融贷款采取“应延尽延”原则，并拿出400亿元再贷款资金，将续贷本金的1%作为激励。

政策思路全方位呵护信用环境，利于中小银行资产质量保持稳定：有意思的是，我们发现在2008年金融危机期间，银行的资产质量整体是好转的（老16家上市银行逾期率从2007年末的3.04%下降到2010年末的1.14%），主要受益于当时宏观经济的韧性（GDP增速最低点仍有6.4%），以及“四万亿”投放进一步缓解了不良的暴露。其中，大中型国有银行和股份行整体较为稳健，但城商行和农商行数据略有波动，或与客群分化有关（“四万亿”投入主要以基建等项目为主，对应客户以大型国企央企为主，相对受益）。而本轮政策思路更加全面，除大行外，也利于中小银行资产质量的稳定。

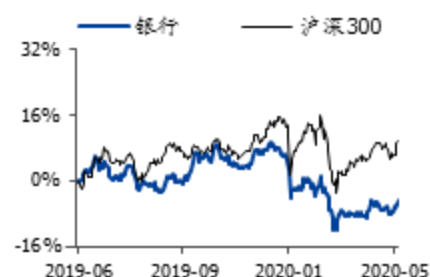
维度3、银行自身经营情况：质量更高，抵御风险能力更强。1) **信贷结构：**老16家上市银行零售贷款占比从19%（2008年）提升至41%（2019年）；外需影响型行业贷款占总贷款的比重已经从23.6%下降到13%左右，信贷结构有所改善。2) **收入结构：**2019年，老16家上市银行非利息收入占营业收入比重已经突破30%，收入来源更加丰富，一定程度上也提升了银行在经济下行时期的抗风险能力。3) **资产质量：**2019年老16家上市银行核销及转出比例高达60%（核销/不良余额），而2008年金融危机期间仅不到15%。此外，商业银行整体拨备覆盖率基本稳定在180%，比2008年高出60个百分点，老16家上市银行更是提升100个百分点，抵御风险能力显著增强。

投资建议：当前银行股的估值水平处于历史低位（0.68x），充分反映市场对未来经济的悲观预期。但是我们看到，政策的呵护力度在不断加大、且政策思路全面的照顾到了各个层次的经营主体。与此同时，我国经济结构中对出口的依赖度越来越低、且银行自身的经营质量不断提升。未来若出口订单回暖，压制银行股估值的因素随即缓解，接下来这段时期，或为较好的配置区间。**个股推荐：**宁波银行、招商银行、常熟银行、邮储银行、工商银行等。

风险提示：海外疫情持续发酵，影响出口，拖累宏观经济表现；国内复工复产推进不及预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

分析师 蒋江松

执业证书编号：S0680519090001

邮箱：jiangjiangsongyuan@gszq.com

相关研究

- 1、《银行：还原拨备，银行的盈利质量如何？--- 换个角度看银行的业绩和估值》2020-05-10
- 2、《【国盛金融】2020 银行业研究框架暨业绩综述：2020 银行业研究框架暨业绩综述：如何看待财务报表、经营情况、识别风险》2020-05-05
- 3、《银行：《小微企业金融服务评价办法》：精细化考核，哪些银行受益？》2020-04-11



内容目录

1、2008 年金融危机下的中国经济表现.....	3
2、为何我们认为本轮“外需冲击”对银行资产质量的影响有限？-基于 3 大维度进行比较	4
2.1 经济结构不同：当前我国经济对外贸的依存度已经大幅下降	4
2.2 政策环境不同：当前政策思路对于中小企业更加呵护	6
2.2.1 2008 年金融危机：“四万亿”拉动下，大中型客户更加受益	6
2.2.2 当前情况：政策面对于中小企业更加呵护，利于中小银行资产质量保持稳定	10
2.3 银行自身：当前银行业经营质量更高	14
风险提示	16

图表目录

图表 1： 2008 年金融危机期间中国和美国 GDP 以及出口增速（%）	3
图表 2： 中美两国出口/GDP 情况	3
图表 3： 当前我国经济对外贸的依存度有所下降	4
图表 4： 东盟 10 国出口占比持续提升	4
图表 5： 仅有东盟地区出口同比增速为正（%）	4
图表 6： 分地区来看，外贸出口型地区出口依存度（出口/GDP）下降更为明显	5
图表 7： 2008 VS 2019 年宁波银行贷款投向分布及对应地区出口依存度数据	6
图表 8： “4 万亿”投资投向构成（亿元）	6
图表 9： 2009 年投资对 GDP 增长的拉动高达 8 个百分点（%）	7
图表 10： 2008-2010 年基建增速处于高位	7
图表 11： 2008-2010 年对公及对公中长期贷款比例明显增加	7
图表 12： 2008 年金融危机期间银行业不良情况	8
图表 13： 2008 年金融危机期间老 16 家上市银行逾期贷款比例情况	9
图表 14： 国有大行和股份行基建类贷款占比高于三家城商行	10
图表 15： 2010-2011 年间，大型企业的营收增速明显高于中小企业	10
图表 16： 2019 年地方政府专项债投向	10
图表 17： 2020 年至今基建领域投向明显提升	10
图表 18： 当前我国针对小微企业、普惠金融的主要政策汇总	12
图表 19： 上市银行信贷行业分布以及不良率情况	13
图表 20： 老 16 家上市银行贷款占比及收入结构	14
图表 21： 老 16 家上市银行资产质量和核销情况	15
图表 22： 老 16 家上市银行核销及转出比例大幅提升	15
图表 23： 近年来商业银行整体拨备覆盖率保持在 180%左右	15
图表 24： 银行板块部分个股估值情况	16

当前时点来看，国内疫情已经基本得到控制，且随着各项呵护政策落地，复工复产顺利推进，经济环境不断改善，逐步走出疫情的影响。而海外疫情还在持续发酵，未见到明显好转。下半年，经济的不确定性主要来自于“外需冲击”，或拖累我国经济表现，这也是目前市场较为担忧的一点，也是对利率环境、银行业基本面方向判断的分歧所在。在本篇报告中，我们通过与 2008 年金融危机期间对比分析发现，目前我国经济结构、政策环境、银行自身经营情况已有较大不同，预计本轮“外需冲击”对经济和银行资产质量影响均相对有限。

1、2008 年金融危机下的中国经济表现

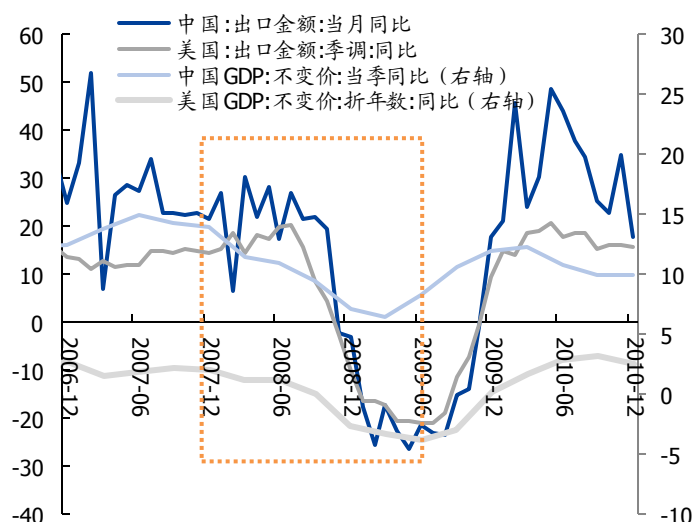
2008 年美国金融危机从 2007 年下半年开始发酵，直到 2009 年 5 月基本结束，历时在 2 年左右。随着危机逐步蔓延，对全球经济产生了一定的负面影响。当时我国出口依存度（GDP/出口）超过 30%，外需走弱拖累出口，进而影响我国经济表现。具体来看，

1) GDP: 美国 GDP 增速从 2007Q4 的 1.97% 持续下降到 2009Q2 的 -3.92%，随后开始反弹，直至 2010Q1 才逐步回升到接近危机前的水平（1.71%）。而中国 GDP 增速从 2007Q4 的 13.9% 快速下降到 2009Q1 的 6.4%，受“四万亿”拉动，比美国早一个季度（从 09Q2 开始）触底回升。

2) 出口方面: 中国受到较大冲击，但由于前期存量在手订单以及危机传导的时滞，单月出口增速自 2008 年 11 月才开始下滑，从 20% 以上下降到 2009 年上半年低于 -20% 的水平，下半年开始逐步反弹，到 2010 年报复性反弹到 30%-40% 以上。

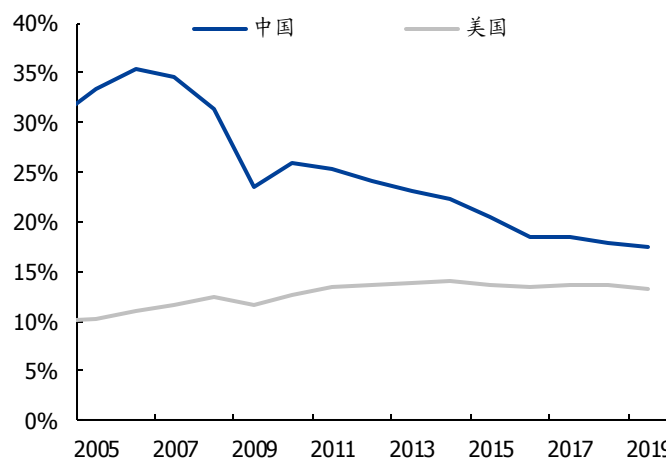
从内部结构来看，当时我国经济对出口依存度较高。2008 年前后，我国出口依存度（出口/GDP）基本在 30% 以上，而美国仅为 12% 左右，因此我国经济受到外需减弱带来的负面影响更大。从消费、投资和净出口三个方面对经济的影响来看，2009 年我国货物和服务净出口对于 GDP 增长率拉低了 4 个百分点，为 1990 年以来的历史低位，但随着“四万亿”入市，2009 年投资对 GDP 增长率拉升了 8 个百分点，对经济增长形成了有力支撑。

图表 1: 2008 年金融危机期间中国和美国 GDP 以及出口增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 中美两国出口/GDP 情况



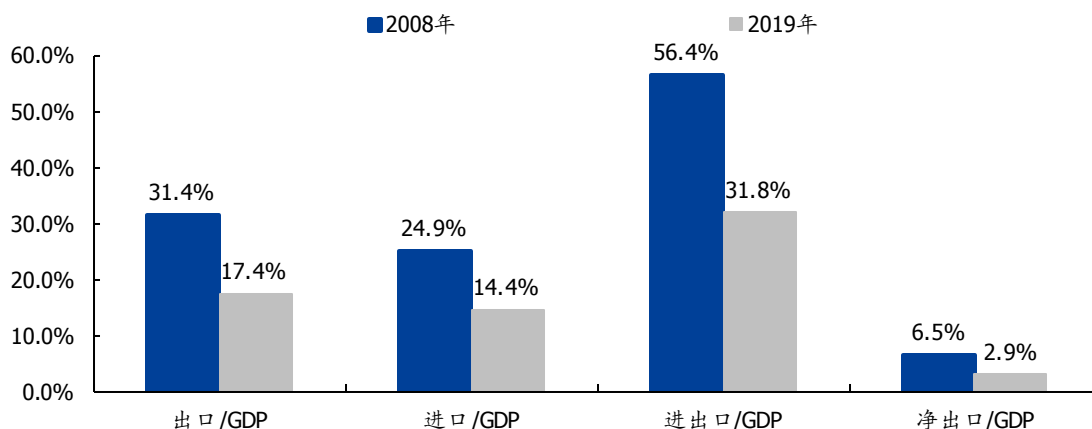
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、为何我们认为本轮“外需冲击”对银行资产质量的影响有限？-基于3大维度进行比较

2.1 经济结构不同：当前我国经济对外贸的依存度已经大幅下降

从整体经济结构来看，当前我国经济中外贸的比例较2008年已经大幅下降。我国“出口/GDP”已从2008年的31%降至2019年的17%；净出口/GDP到2019年下降至仅为2.9%，不到2008年（6.5%）的一半水平。此外，2019年净出口对于GDP增长的拉动仅为0.67个百分点，消费的拉动为3.53个百分点。后续即使外需持续走弱，预计对经济的负面影响仍相对有限。

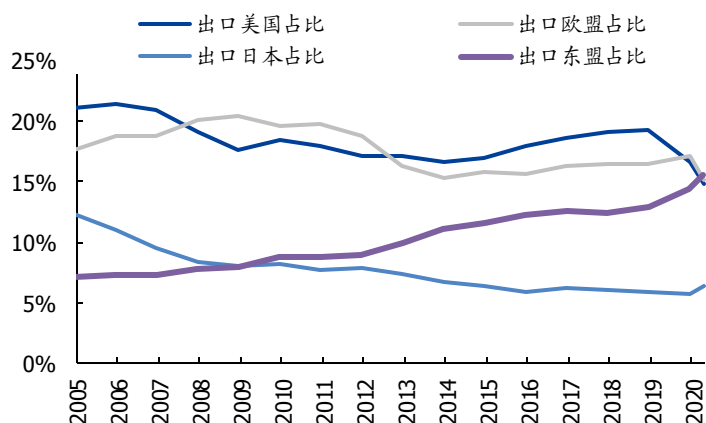
图表3：当前我国经济对外贸的依存度有所下降



资料来源：Wind，国盛证券研究所

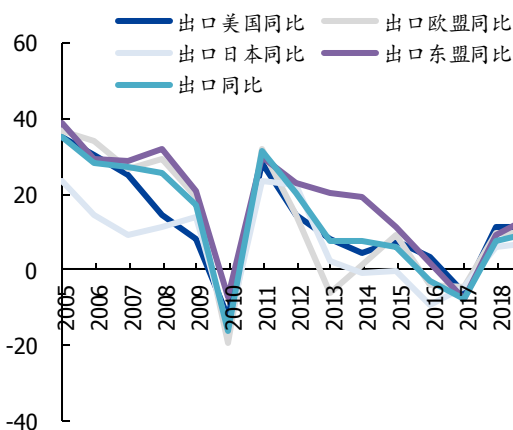
从出口结构来看，亚洲已占半壁江山，考虑到亚洲疫情控制和经济情况普遍好于欧美，对我国出口形成了较强的支撑。2019年以来，受贸易摩擦影响，我国出口美国占比有所下降，叠加疫情冲击，2020年1-4月占比仅不到15%，出口欧盟占比也仅为15.2%。而随着与一带一路国家的合作逐渐深入，出口亚洲占比已经提升至50.8%，其中，出口东盟（文莱、柬埔寨、印度尼西亚、老挝、马来西亚、缅甸、菲律宾、新加坡、泰国、越南）占比不断提升至15.63%，2020年以来东盟取代欧盟成为我国最大的贸易伙伴，且2020年以来出口仍为正增长。据国际货币基金组织估计，2020年亚洲经济将实现零增长，而全球GDP将下降3.0%，美国将下降5.9%，欧元区将下降7.5%，亚洲经济状况将好于欧美。当前我国在出口方面对于美欧的依赖程度已经大幅下降，贸易重心正向亚洲集中的趋势增强。

图表4：东盟10国出口占比持续提升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表5：仅有东盟地区出口同比增速为正（%）



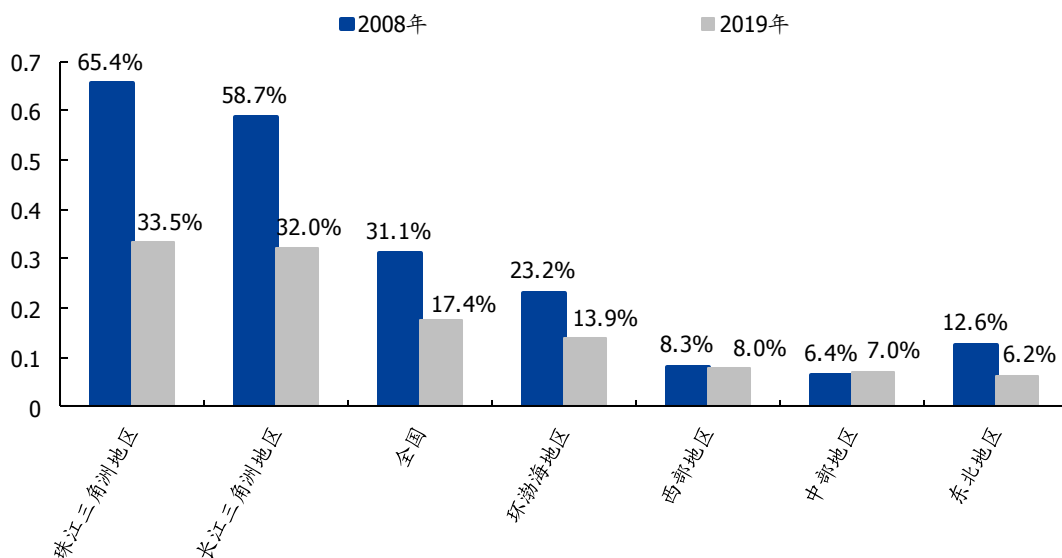
资料来源：Wind，国盛证券研究所

从区域看，外贸出口型地区的出口依存度（出口/GDP）下降更为明显。如长三角和珠三角，2008 年出口依存度分别为 59%和 65%，2019 年下降至仅为 32%和 34%，几乎为 2008 年金融危机当时一半的水平。渤海和东北地区也下滑至仅为 14%和 6%，而中部和西部地区由于本身绝对值较低，出口依存度基本保持不变，在 7%-8%左右。

备注：出口依存度各地区统计口径如下：

- 1、长江三角洲地区：上海市、浙江省和江苏省；
- 2、环渤海地区：北京市、天津市、山东省和河北省
- 3、珠江三角洲地区：广东省、福建省和海南省
- 4、东北地区：辽宁省、黑龙江省、吉林省、内蒙古自治区
- 5、中部地区：河南省、安徽省、湖南省、湖北省、江西省、山西省
- 6、西部地区：四川省、重庆市、贵州省、云南省、陕西省、甘肃省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区、广西壮族自治区、青海省和西藏自治区
(统计区域不包含港澳台地区)

图表 6：分地区来看，外贸出口型地区出口依存度（出口/GDP）下降更为明显



资料来源：Wind，国盛证券研究所

不同区域银行受到外需冲击的影响不同。不同类型银行的牌照限制了其业务经营范围，国有大行、股份行可以在全国范围内经营业务；而城商行、农商行的经营范围则更加集中在本地，资产质量与当地企业的经营情况息息相关，更容易受到区域经济的影响。我们以宁波银行为例进行说明，根据分地区信贷投放比例和对应出口依存度进行加权平均的情况简单测算，宁波银行对应“出口系数”为 39%，基本上仅为 2008 年一半的水平。

原因主要在于宁波银行区域出口依存度下降以及信贷投放的多元化。其投放比例最大的宁波市，其出口/GDP 从 2008 年的 81%下降到 2019 年的 50%；浙江省整体也从 50%下降到 37%。此外，2008 年金融危机爆发时，宁波银行的贷款近 90%投向浙江（其中宁波地区约 83%），但到 2019 年，宁波银行信贷除了 63%投向浙江（宁波地区下降至 41%），也投向江苏（22.63%）、上海（6.54%）、北京（3.76%）、广东（4.12%）等地，信贷多元化分布，风险也更分散。

值得注意的是，以上仅为一种相对简单粗略的算法，仅供参考。除区域外，各家银行的信贷结构也有非常大的调整，经过这么多年，风控能力也有了很大的提升。且疫情以来，政策的思路也跟 2008 年不尽相同，我们在后文将进行进一步深入的分析。

图表 7: 2008 VS 2019 年宁波银行贷款投向分布及对应地区出口依存度数据

	2008年		2019年	
	投放比例	区域出口依存度	投放比例	区域出口依存度
北京市		35.9%	4.3%	14.6%
天津市		43.5%		21.4%
上海市	7.0%	83.6%	6.6%	36.0%
江苏省	3.4%	53.4%	22.6%	27.3%
南京市		43.0%		21.4%
除南京外		54.8%		28.3%
浙江省	89.5%	49.9%	63.0%	37.0%
宁波市	83.2%	81.2%	40.8%	49.8%
除宁波外	6.3%	42.9%	22.2%	34.0%
广东省		76.3%	3.5%	40.3%
山东省		20.9%		15.7%
陕西省		5.1%		7.3%
湖南省		5.0%		7.7%
其他	0.1%	31.1%		17.4%
出口系数	78.0%		38.5%	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 政策环境不同: 当前政策思路对于中小企业更加呵护

相比于 2008 年主要以“四万亿”拉动经济, 本轮政策除了基建托底经济之外, 监管也给予中小企业更多的呵护, 整体政策思路更加全面, 客群以中小企业为主的城商行和农商行资产质量受到的影响将大幅减弱。

2.2.1 2008 年金融危机: “四万亿”拉动下, 大中型客户更加受益

2008 年金融危机中: 经济刺激主要依托“四万亿”的基建投资带动, 大中型客户更加受益。2008 年 11 月随着“四万亿”政策出台, 基建投资迅速发力, 固定资产投资中的基建投资累计增速从 2008 年底的 20% 左右迅速提升到 2009 年一季度的 45% 以上, 而国家铁路投资累计增速在 2009 年 1 月提升至 179% 的高位, 1-7 月均保持在 100% 以上。此外, 基建投资占固定资产投资的比重也在 2009-2010 年间达到 27%-28% 左右的高位, 此后一路下降。

2009Q1 基建发力, 二季度我国 GDP 同比增速即出现反弹, 充分体现了政策的力度和有效性。2009 年全年, 投资对于 GDP 增长的拉动高达 8 个百分点, 而消费和净出口的拉动为 5.4% 和 -4%。

图表 8: “4 万亿”投资投向构成 (亿元)

重点投向	资金测算	占比
总计	40000	100.00%
廉租住房、棚户区改造等保障性住房	4000	10.00%
农村水电路气房等民生工程和基础设施	3700	9.25%
铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造	15000	37.50%
医疗卫生、教育文化等社会事业发展	1500	3.75%
节能减排和生态建设工程	2100	5.25%

自主创新和产业结构调整

3700

9.25%

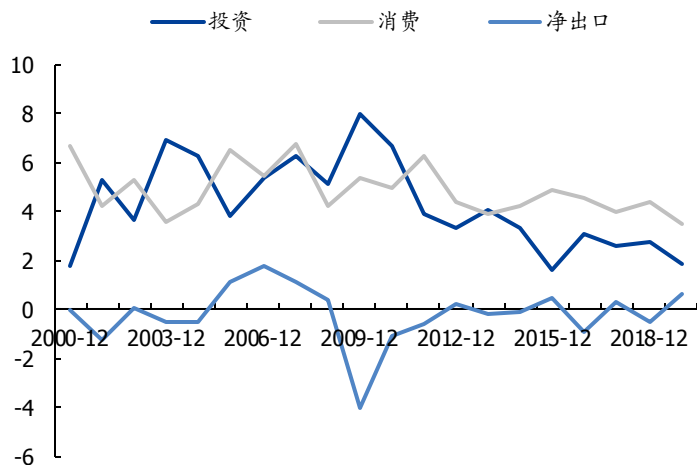
汶川地震灾后恢复重建

10000

25.00%

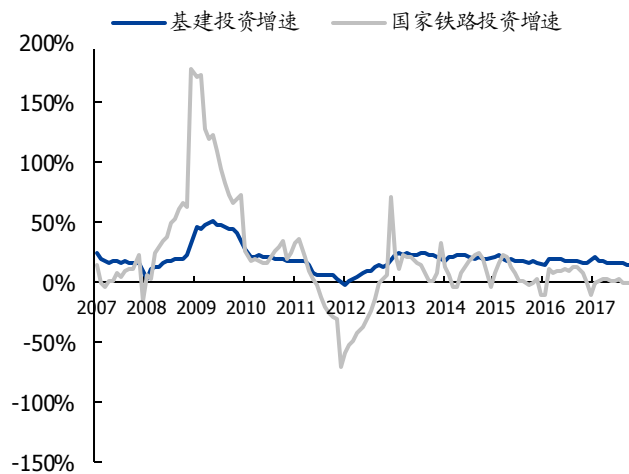
资料来源：发改委，国盛证券研究所

图表 9: 2009 年投资对 GDP 增长的拉动高达 8 个百分点 (%)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

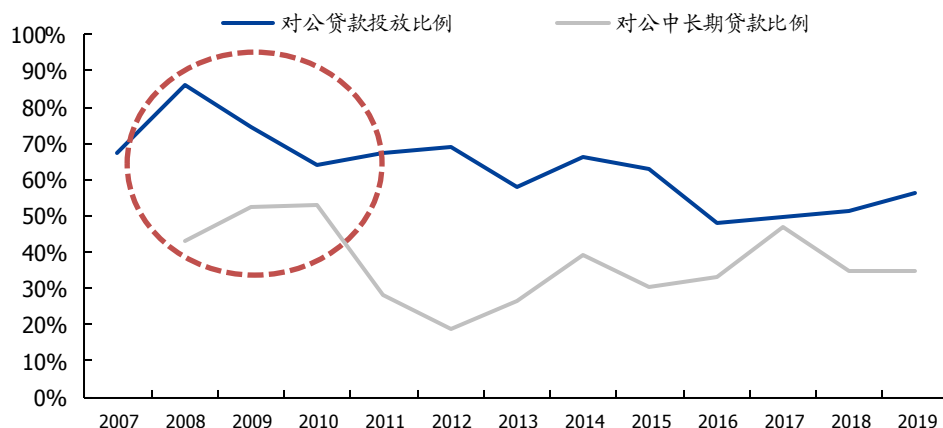
图表 10: 2008-2010 年基建增速处于高位



资料来源：Wind，国盛证券研究所

反映到信贷投放上，基建等对公贷款增长强劲。2008 年对公贷款占新增人民币贷款的比例高达 86%，其中，以中长期贷款为主，占整体新增贷款的比例超过 50%，均处于历史高位水平。从老 16 家上市银行分行业的信贷投放数据来看，我们统计的政府基建类贷款¹占贷款整体的比例基本在 17% 左右，随后逐年下降。

图表 11: 2008-2010 年对公及对公中长期贷款比例明显增加



资料来源：Wind，国盛证券研究所

¹ 受口径披露限制，我们主要统计电力、热力、燃气及水生产和供应业和交通运输、仓储和邮政业作为基建行业贷款；但交通运输、仓储和邮政业对应客群在不同银行间有所分化，在国有大行和股份行中主要对应大型国企和央企，而城商行等中小行客户主要是中小企业，并非为基建等相关行业贷款。因此，我们在统计时，国有大行和股份行的交运相关行业贷款中计入“基建”，而将 3 家城商行的数据剔除。此外，由于农业银行和光大银行于 2010 年上市，数据口径将其剔除。

资产质量方面:

从行业角度来看, 2008 年金融危机期间对于银行业资产质量的影响相对有限, 不良率和逾期率均呈现下降的趋势。商业银行整体不良率从 2007 年末的 6.17% 下降到 2010 年末的 1.1%。其中, 农行在 2008 年按账面价值剥离不良资产 8157 亿元, 导致当年不良率数据大幅下降, 但此后行业整体不良率仍从 2008Q4 的 2.4% 下降到 2010Q4 的 1.1%。

从分类别银行来看, 大中型的国有大行和股份行整体表现好于城商行、农商行等中小银行。不良率上, 1) 国有大行: 为了剔除掉农行剥离不良资产的影响, 我们统计了工、建、中、交四家银行当时季度不良情况, 四家大行不良贷款余额在 2008 年下半年增加了 116 亿元 (幅度仅为 4%), 但不良率整体仍下降 2bps 至 2.32%;

2) 股份行与城商行: 不良贷款余额季度间有所波动, 但不良率持续保持下降的趋势, 股份行从 2.15% 下降到 0.7%, 城商行从 3.04% 下降到 0.9%;

3) 农商行: 在各类银行中波动最大, 2008Q3 和 2009Q3-Q4 不良余额分别增加 87 亿元和 72 亿元, 除了经济下行带来的影响之外, 当时正处于农信社向农合行、农商行逐步改制阶段, 也有可能是在改制过程中因资产重组带来风险暴露, 加剧不良余额的提升。

逾期率上: 为了避免不良认定的扰动, 我们通过上市银行的逾期率指标从更加客观的角度来观察资产质量的变化。且 2007-2010 年间上市银行核销及转出率仅为 12% 左右 (2015 年后基本保持在 40% 以上), 当时银行业核销力度相对较小, 逾期率的变化基本上反映了实际资产质量的风险情况。

老 16 家上市银行整体逾期率从 2007 年末的 3.04% 下降到 2010 年末的 1.14%。个股来看, 工行、中信、民生、兴业、南京和宁波银行短期内逾期率有所提升, 其余仍保持下降的趋势, 大中型银行资产质量表现更为稳健。其中, 两家城商行南京银行和宁波银行波动较大, 主要与两家银行经营区域在以外贸为主的长三角有关, 短期内受金融危机的冲击资产质量有一定波动, 但绝对值仍处于老 16 家上市银行较低水平。

图表 12: 2008 年金融危机期间银行业不良情况

	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	走势图
不良贷款余额 (亿元)														
商业银行	12,684	12,457	12,425	12,654	5,603	5,495	5,181	5,045	4,973	4,701	4,549	4,354	4,336	
国有行	11,150	10,934	11,032	11,174	4,208	4,040	3,764	3,642	3,627	3,400	3,248	3,087	3,125	
国有行(工、建、中、交)	3,084	2,907	2,898	2,911	3,014	2,958	2,794	2,685	2,604	2,446	2,352	2,261	2,254	
股份制银行	860	849	731	732	657	674	672	655	637	610	592	587	566	
城商行	512	509	502	501	485	509	485	477	377	366	361	339	326	
农商行	131	130	122	209	191	197	193	198	270	266	288	284	271	
不良率														
商业银行	6.17%	5.78%	5.58%	5.49%	2.40%	2.04%	1.77%	1.66%	1.58%	1.40%	1.30%	1.20%	1.10%	
国有行	8.05%	7.55%	7.43%	7.35%	2.80%	2.30%	1.99%	1.86%	1.80%	1.59%	1.46%	1.35%	1.30%	
国有行(工、建、中、交)	2.73%		2.34%		2.32%		1.75%		1.51%		1.23%		1.11%	
股份制银行	2.15%	2.01%	1.65%	1.59%	1.30%	1.17%	1.03%	0.99%	0.95%	0.86%	0.80%	0.76%	0.70%	
城商行	3.04%	2.90%	2.72%	2.54%	2.30%	2.17%	1.85%	1.70%	1.30%	1.19%	1.11%	1.00%	0.90%	
农商行	3.97%	3.68%	3.26%	4.44%	3.90%	3.59%	3.20%	2.97%	2.76%	2.47%	2.34%	2.16%	1.90%	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 2008 年金融危机期间老 16 家上市银行逾期贷款比例情况

	07A	08H	08A	09H	09A	10H	10A
工商银行	3.69%	3.74%	3.25%	2.49%	1.99%	1.82%	1.51%
建设银行	2.78%	2.70%	2.29%	2.08%	1.54%	1.31%	0.99%
农业银行	23.13%		2.80%		1.89%	1.78%	1.53%
中国银行	3.39%	3.10%	2.97%	2.13%	1.57%		1.11%
交通银行	2.42%	2.41%	2.21%	1.66%	1.41%	1.12%	0.93%
招商银行	2.03%		1.67%	1.24%	1.02%	0.98%	0.85%
中信银行	1.86%	1.95%	1.67%	1.33%	1.01%	1.00%	0.84%
浦发银行	1.39%	1.33%	0.87%	0.81%	0.65%	0.55%	0.44%
民生银行	1.97%	2.19%	2.23%	1.27%	1.09%	0.95%	0.76%
兴业银行	1.07%	1.32%	1.05%	0.85%	0.70%	0.66%	0.55%
光大银行	5.31%		3.00%		1.79%		1.28%
华夏银行	3.05%	2.36%	2.24%	1.98%	1.58%	1.22%	0.82%
平安银行	6.52%	6.07%	1.93%	1.63%	1.15%	1.15%	1.04%
北京银行	2.32%	2.07%	1.72%	1.20%	1.03%	0.79%	0.66%
南京银行	1.77%	1.47%	0.79%	1.14%	0.91%	0.96%	0.49%
宁波银行	0.34%	0.37%	0.77%	0.58%	0.85%	0.85%	0.63%
老 16 家上市银行	3.04%	2.93%	2.55%	1.93%	1.57%	1.40%	1.14%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

备注: 2007 年农行正处于不良剥离阶段, 因而计算老 16 家整体时对其剔除处理; 平安银行 2008 年下半年进行了大额核销, 逾期率下降较快

整体来看, 金融危机期间银行资产质量并未受到太大影响, 且大中型银行整体表现好于中小城商行和农商行。主要有几个原因:

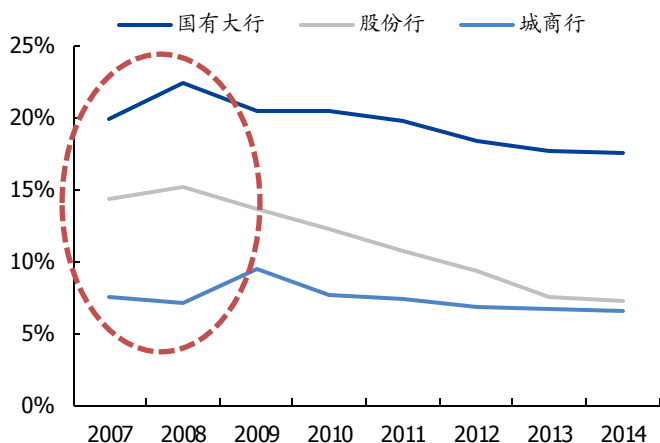
1) 当时我国经济仍有较强的韧性: 金融危机期间我国经济增长虽有放缓, 但整体动能仍相对强劲 (期间 GDP 同比增速最低仍有 6.4%), 反弹后的 GDP 增速仍保持 10% 左右的双位数增长, 形成了较强的支撑, 是我们看到资产质量并未出现恶化的基础;

2) 资产质量暴露的滞后性受到“四万亿”的对冲, 带动企业经营情况好转: 由于在手订单以及公司现有资金流的支撑, 企业从受到出口冲击到经营情况恶化产生不良贷款仍有半年左右的时滞, 得益于当时我国“四万亿”的及时性和有效性, 出口下滑仅半年就出现反弹趋势, 经济较快出现改善, 带动企业盈利能力好转。因此, 我们看到当时银行即使出现不良余额的波动, 幅度也不大, 且后续持续保持改善趋势。

此外, 随着“四万亿”的出台, 贷款投放力度加大, 2009 年全年社融中的新增人民币贷款高达 9.6 万亿元, 仅一季度就投放了一半, 大约为 4.5 万亿元。分母持续增加, 带动行业整体不良率和逾期率一路向下。

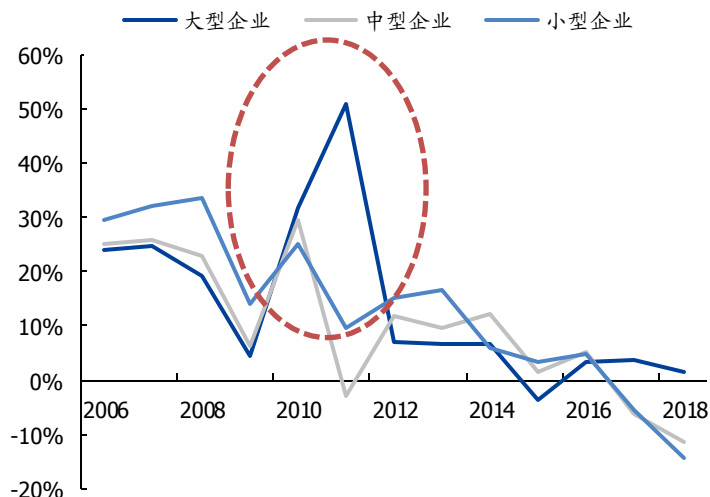
3) 大型银行的客群集中在央企、国企等大型周期性企业, 受益程度更高, 因此资产质量表现更好: “四万亿”带动的基建等相关领域, 一般是以大中型国企、央企客户为主, 此方面国有大行和部分依托于强大股东背景的股份行具有一定优势。2010 年-2011 年间, 大型企业的营收增速明显高于中小企业, 此前, 大型企业增速最低。从银行的角度来看, 当时国有大行的基建类贷款占比超过 20%, 股份行也在 15% 左右的水平, 远高于 3 家城商行 10% 以下的水平, 国有大行在项目资源上的优势明显。

图表 14: 国有大行和股份行基建类贷款占比高于三家城商行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 2010-2011 年间, 大型企业的营收增速明显高于中小企业



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

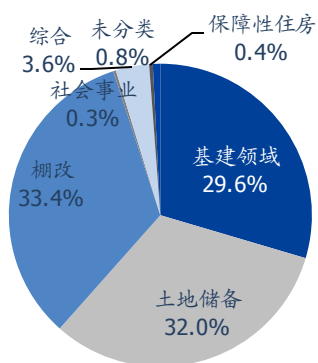
2.2.2 当前情况: 政策面对于中小企业更加呵护, 利于中小银行资产质量保持稳定

从当前情况来看, 除了基建托底经济之外, 监管对中小企业也更加呵护。

1、地方政府专项债发行提速, 基建仍是托底经济的有效支撑: 2020 年以来专项债共发行 2.15 万亿元 (截止 5 月 29 日), 达到 2019 年全年发行量。从投向来看, 基建领域占比高达 71% (2019 年全年占比仅为 30%)。由于 2020 年专项债不得投向土地储备与棚户区改造项目 (此两项在 2019 年投向比例分别高达 32% 和 33%), 预计全年专项债投向基建的比例仍将显著高于 19 年, 以更好地发挥专项债对基建的引导撬动作用。

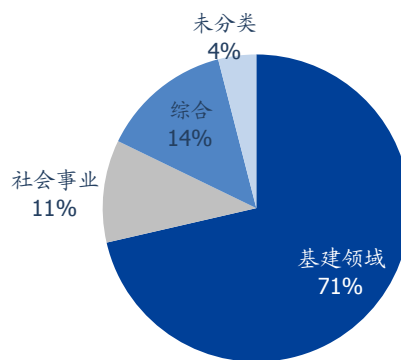
根据两会政府工作报告, 今年财政政策将进一步加码, 地方政府专项债券从 2019 年的 2.15 万亿元进一步扩容至 3.75 万亿元 (按此数据计算, 当前发行量已经达到全年额度的 57% 以上)。重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设: 1) 新型基础设施建设。包括发展新一代信息网络, 拓展 5G 应用, 建设充电桩, 推广新能源汽车, 激发新消费需求、助力产业升级; 2) 加强新型城镇化建设。大力提升县城公共设施和服务能力, 以适应农民日益增加的到县城就业安家需求。其中, 新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个; 3) 加强交通、水利等重大工程建设。增加国家铁路建设资本金 1000 亿元。

图表 16: 2019 年地方政府专项债投向



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 2020 年至今基建领域投向明显提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、监管更加注重对中小企业的呵护：相比于 2008 年的“四万亿”下大中型企业更加受益，本轮政策除了基建托底经济之外，监管也给予中小企业更多的呵护，整体政策思路更加全面。具体来看，除了常规的引导银行加强中小企业信贷支持和金融服务之外，监管也加强中小企业的稳就业和减税降费的支持。

1) 稳就业：人社部联合其他部委积极扩大中小微企业稳岗返还政策的受益面，规定 30 人以下的参保企业裁员率不超过参保职工总数 20% 的，可以申请失业保险稳岗返还政策；2020 年全国两会政府工作报告也提出“今年要优先稳就业保民生”。

2) 减税降费：政府工作报告中，延长减税降费政策期限到 2020 年底（此前为 6 月末），包括免征中小微企业养老、失业和工伤保险单位缴费，减免小规模纳税人增值税，免征公共交通运输、餐饮住宿、旅游娱乐、文化体育等服务增值税，减免民航发展基金、港口建设费。预计全年为企业新增减负超过 2.5 万亿元。

3) 加强金融服务：本轮政策中，监管在引导银行“支持实体”的同时，也给予银行一定的政策优惠，如给予其低成本资金支持。A、银行层面的资金支持，在常规的降准、小微专项债、再贷款再贴现等基础上，央行创新推出了两个直达实体经济的货币政策工具：一个是普惠小微企业贷款延期支持工具，央行提供 400 亿元再贷款资金，通过特定目的工具（SPV）与地方法人银行签订利率互换协议的方式，将地方法人银行的续贷本金的 1%，作为对其的“补贴”，预计可以支持地方法人银行延期贷款本金约 3.7 万亿元；进一步测算，400 亿元的“补贴”相当于 2019 年地方城商行+农商行净利润（1.3 万亿元）的 3% 左右。

另一个是普惠小微企业信用贷款支持计划。6 月起，央行将提供 4000 亿元再贷款资金，用于购买 3 月到 12 月期间发放的，最近一个季度评级在 1 级-5 级的地方性银行发放的，期限在 6 个月以上的普惠小微信用贷款（按 40% 的比例看，最多可撬动 1 万亿元小微信用贷款投放）。旨在鼓励银行加大小微企业信用类贷款的投放，贷款由银行收取利息，同时银行自身承担风险，相当于央行为银行提供 4000 亿元的“免息”资金。

常规的资金支持上，2018 年以来，央行 12 次下调存款准备金率，共释放长期资金约 8 万亿元。仅 2020 年至今就已经通过 3 次降准释放资金 1.75 万亿元，而 2018 年和 2019 年也分别释放资金 3.65 万亿元（4 次），2.7 万亿元（5 次）；小微专项债方面，根据 Wind 统计，今年以来至 5 月 28 日，共有 23 家银行合计发行了 30 单小微专项金融债，合计发行规模达 2752.8 亿元，已经完成了全年目标的 90% 以上（目标 3000 亿元），超过去年全年发行量的 1.3 倍，平均发行利率为 2.63%；此外，央行先后提供 3 批再贷款、再贴现资金，额度共 1.8 万亿元。

B、引导银行支持中小企业：如引导银行加大对小微企业“首贷”“续贷”拓展力度。4 月《小微企业金融服务评价办法》的出台，将大行、股份制统计口径放宽至 3000 万，且考核首贷户指标；银保监会也继续表示从“增量、降价、提质、扩面”四个方面继续发力对小微企业的支持力度。此外，政府工作报告提出，对于 2020 年底前到期的中小微企业贷款本金及相关利息，还本付息日期最长可延至 2021 年 3 月底（此前为 6 月末）。央行进一步明确，只要普惠小微企业在申请延期的同时承诺保持就业岗位基本稳定，银行即对普惠小微企业贷款本息进行延期，做到“应延尽延”。预计延期政策可覆盖普惠小微企业贷款本金约 7 万亿元。

值得注意的是，除了中小银行之外，监管也积极引导大行加强对小微企业的金融支持，**整体支持力度更大。**央行等 8 部委发布《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》，继续保持大型银行小微贷款“量增价降”的要求。价降，明确全国性商业银行内部 FTP 定价优惠力度要不低于 50 个基点；量增，明确 5 家大型国有商业银行普惠型小微企业贷款增速高于 40%（此前要求为 30%）。2019 年五大行普惠型小微企业的贷款余额为 2.6 万亿元，按照 40% 的增速来看，2020 年继续投放超过 1.04 万亿元。大行对于小

微企业的支持力度明显增强。

图表 18: 当前我国针对小微企业、普惠金融的主要政策汇总

类别	主要政策
核心要求	“两增两控”： “两增”：单户授信总额1000万元以下（含）小微企业贷款同比增速不低于各项贷款同比增速，贷款户数不低于上年同期水平； “两控”：即合理控制小微企业贷款资产质量水平和贷款综合成本；突出对小微企业贷款量质并重、可持续发展的监管导向。
“量”增	除“两增两控”外，单独提出： 1) 明确5家大型国有商业银行普惠型小微企业贷款增速高于40%（此前要求为30%）。 2) 在风险可控的前提下，力争实现新发放信用贷款占比显著提高。督促商业银行提高首次从银行体系获得贷款的户数。允许将符合条件的小微企业续贷贷款纳入正常类贷款，鼓励商业银行加大中长期贷款投放力度，力争2020年小微企业续贷比例高于上年。 3) 在前期已经设立3000亿元疫情防控专项再贷款的基础上，增加再贷款再贴现专用额度5000亿元，以及面向中小银行的1万亿元再贷款再贴现额度，共计1.8万亿元低成本资金。同时，下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点至2.5%。其中，支农、支小再贷款额度分别为1000亿元、3000亿元，再贴现额度1000亿元。 4) 允许符合一定条件的中小微高新技术企业在等值500万美元额度内自主借用外债。 5) 加大小微企业信用贷款支持力度。实施普惠小微信用贷款支持方案，通过创新货币政策工具，支持符合条件的地方法人银行业金融机构新发放普惠小微信用贷款，支持银行业金融机构提高信用贷款占比。 6) 鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷。
“价”控	1) 明确要求国有大行普惠型小微企业贷款综合融资成本要再降0.5个百分点。 2) 全国性商业银行内部FTP定价优惠力度要不低于50个基点。 3) 20年湖北普惠型小微企业综合融资成本力争下降1个百分点以上。 4) 用好专项再贷款政策，支持银行提供优惠利率贷款，由财政再给予一半的贴息，确保企业贷款利率低于1.6%。 5) 20年6月底前，对地方法人银行新发放不高于LPR加50个基点的普惠型小微企业贷款，允许等额申请再贷款资金。
创新货币政策工具	1) 普惠小微企业信用贷款支持计划：6月起，央行将提供4000亿再贷款额度，用于购买3月到12月期间发放的，新评级在1级-5级的地方性银行发放的，期限在6个月以上的普惠小微信用贷款，预计信用贷款支持可带动地方法人银行新发放普惠小微企业信用贷款约1万亿元。（相当于央行对银行提供4000亿元的“免息”资金） 2) 普惠小微企业贷款延期支持工具：提供400亿元再贷款资金，通过特定目的工具（SPV）与地方法人银行签订利率互换协议的方式，向地方法人银行提供激励，激励资金约为地方法人银行延期贷款本金的1%，预计可以支持地方法人银行延期贷款本金约3.7万亿元。（相当于提供400亿元的“补贴”）
差异化货币政策	1) 对大中型银行：创设定向中期借贷便利（TMLF，期限可长达3年，利率仅3.15%）； 2) 对中小金融机构：增加再贷款和再贴现额度、差异化降准（已将多数县域农商行存准率降至8%）、进一步研究中小行更低的存准率框架； 3) 对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。
风险权重优惠	1) 在权重法下适用75%的优惠风险权重，在内部评级法下比照零售贷款适用优惠的资本监管要求。 2) 研究放宽小微企业贷款享受风险资本优惠权重的单户额度限制。
支持银行资本补充	1) 加快商业银行资本补充债券工具创新，支持通过发行无固定期限资本债券、转股型二级资本债券等创新工具补充资本。 2) 股东人数累计超过200人的非上市银行，在满足发行条件和审慎监管要求的前提下，将无须在“新三板”挂牌即可直接发行优先股。 3) 推动中小银行补充资本和完善治理，更好服务中小微企业。
利息收入的增值税减免	从18年9月1日至2020年底，将符合条件的小微企业贷款利息收入免征增值税单户授信额度上限，由100万元提高到500万元。
债券市场融资支持	1) 引导公司信用类债券净融资比2019年多增1万亿元，释放更多信贷资源支持小微企业。 2) 支持金融机构2020年发行小微专项金融债券3000亿元，专门用于发放小微企业贷款。
组织机制、银行定位	1) 要求国有大行设立普惠金融事业部，支持区域性银行在小微企业集中的地区设立村镇银行。 2) 通过评估体系，要求农商行准确把握自身在银行体系中的差异化定位，完善适合小法人和支农支小定位的公司治理机制，专注服务本地、服务县域、服务社区，专注服务“三农”和小微企业。 3) 推进“六项机制”建设：各项小微企业金融服务政策，强化利率风险定价机制、独立核算机制、高效审批机制、激励约束机制、专业人员培训机制和违约信息通报机制等。
调整MPA参数	合理调整商业银行宏观审慎评估参数，以鼓励金融机构增加民营企业、小微企业信贷投放。
不得盲目抽贷	加大对受疫情影响严重的行业和地区信贷支持，简化银行办理小微企业首贷、续贷流程，不得盲目抽贷、断贷、压贷，特别要下调贷款利率，让利于企业。
增信	1) 设立国家担保基金，小微担保金额占比不低于80%；20年新增再担保业务规模不得低于4000亿元；大幅拓展政府性融资担保覆盖面并明显降低费率：要求政府性融资担保行业减半收费，将综合融资担保费率降至1%以下，确保2020年新增的支农支小业务占比不得低于80%。 2) 20年将新增支持100万个人创业者、1万家小微企业，增长的幅度会比上年增长50%以上。 3) 发挥应收账款融资服务平台作用，促进中小微企业2020年应收账款融资8000亿元。 4) 改进政府性担保机制。提高政策性融资担保机构放大倍数，扩大融资担保规模，弱化盈利考核要求，降低担保费率和反担保要求。鼓励地方建立风险补偿“资金池”，用于小微企业应急转贷、政府性融资担保机构资本补充等。 5) 坚持下沉一线，更好地发挥放大效应，推动国家融资担保基金加快开展股权投资，力争2020年投资10家支小支农成效明显的地市级政府性融资担保机构。
纳入MLF担保品范围	不低于AA级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA级公司信用类债券（优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券），单户授信1000万元及以下的小微企业贷款和绿色贷款。
贷款期限	推广无还本续贷，支持银行业金融机构合理提高无还本续贷业务在小微企业贷款中的比重。
扩展融资渠道	支持企业扩大债券融资。鼓励金融机构创新大额存单、可转换票据、集合债券等产品，引导更多社会资金投向小微企业，拓宽直接融资渠道。深入开展“信易贷”支持中小微企业融资。
提高不良贷款容忍度与推进尽职免责	1) 推进尽职免责外，小微不良率容忍度为“不高于各项贷款不良率3%”。 2) 实施临时性延期还本付息安排，免收罚息，不下调贷款风险分类、不影响征信记录；对受疫情影响导致不良贷款、形成损失的，鼓励银行业金融机构适当地简化内部认定手续，加大自主核销力度。 3) 增加信用贷款和中长期贷款的方式，支持企业尽快复工复产。 4) 决定提高普惠金融考核权重和降低中小银行拨备覆盖率：将普惠金融在银行分支行综合绩效考核指标中的权重提升至10%以上，鼓励加大小微信贷投放。
丰富信贷资产流转	1) 支持银行业金融机构通过多种方式盘活小微企业信贷资产。鼓励符合条件的银行业金融机构一次注册、自主分期发行，开展小微企业贷款资产证券化业务。 2) 对商业银行政策性金融工具支持小微企业信贷资产流转和收益权转让相关产品，按银监会有关规定在银行业信贷资产登记流转中心完成转让和集中登记的，相关资产不计入非标准化债权资产统计。 3) 进一步拓宽小微企业不良资产处置渠道。在不良资产证券化试点框架下，鼓励试点金融机构发行小微企业不良贷款资产支持证券。
稳就业	1) 扩大中小微企业稳岗返还政策的受益面，30人以下的参保企业裁员率不超过参保职工总数20%的，可以申请失业保险稳岗返还政策。企业在目前的停工期间、疫情的恢复期间，组织职工参加各类线上线下培训的，可以纳入现有的补贴类培训范围。 2) 降低创业担保贷款申请条件：小微企业当年新招用符合条件创业担保贷款申请条件的人数与企业现有在职职工人数的占比，由20%下降为15%，超过100人的企业下降为8%；全力支持重点群体创业就业：符合条件的人员最高可申领创业担保贷款额度由15万元提高至20万元；适当放宽创业担保贷款借款人条件，提高贷款额度上限，创业担保贷款上年到期还款率达到90%以上的，本年可适当提高放大倍数至担保基金存款余额的10倍。
减税降费	1) 2020年底前免征中小微企业养老、失业和工伤保险单位缴费，减免小规模纳税人增值税，免征公共交通运输、餐饮住宿、旅游娱乐、文化体育等服务增值税，减免民航发展基金、港口建设费。预计全年为企业新增减负超过2.5万亿元。 2) 小微企业、个体工商户所得税缴纳一律延缓到明年。 3) 延长中小微企业贷款延期还本付息政策。对于2020年底前到期的中小微企业贷款本金、2020年底前到期的中小微企业贷款应付利息，还本付息日期最长可延至2021年3月底，金融机构对普惠型小微企业贷款要应延尽延，对其他困难企业贷款协商延期。预计延期政策可覆盖普惠小微企业贷款本金约7万亿元。 4) 地方各级政府性融资担保、再担保机构2020年全年对小微企业减半收取融资担保、再担保费，力争将小微企业综合融资担保费率降至1%以下。 5) 2020年力争新增再担保业务规模4000亿元。与银行业金融机构开展批量担保贷款业务合作，提高批量合作业务中风险责任分担比例至30%。对合作机构单户100万元及以下担保业务免收再担保费，2020年全年对100万元以上担保业务减半收取再担保费。

资料来源：Wind，国盛证券研究所

在经济下行周期中，中小企业自身体量较小，抵御风险能力相对较弱，更多是因现金流断裂进而影响后续的生产经营。当前政策全面支持经济发展，不仅从大的基建项目托底经济，对于“毛细血管”的中小企业也做了一定呵护，流动性和信用环境对于中小企业均较为友好。有利于银行资产质量相对稳定，减弱不同银行之间资产质量的分化。在此情况下，我们通过对各家银行分行业不良情况进行梳理和假设，进而测算各家银行资产质量受到的影响。

我们统计 2019 年各家上市银行贷款结构，并做简单分类：

- 1) **基建类贷款**：包括电力、热力、燃气及水生产和供应业、水利、环境和公共设施管理业、租赁和商务服务业、交通运输、仓储和邮政业（大行和股份行）；
- 2) **受外需影响较大的行业**：包括制造业、批发和零售业、交通运输、仓储和邮政业（城商行和农商行）。我们在前文曾提到，交运子行业中，铁路、民航、物流行业集中度相对较高，主要以大型国企和央企等龙头公司为主，对应国有大行和股份行的相应客群，可划分到“基建类”；而道路运输主要以个体运输户为主，主要是小微企业，对应城商行和农商行的客群，粗略划分到“受外需影响较大的行业中”。

进一步假设，本轮“外需冲击”下，各家银行分行业贷款中：

- 1) 基建类贷款：不良余额保持不变；
- 2) 受外需影响较大的行业：不良余额上升 30%；
- 3) 其他行业：不良余额提升 15%的情况下，带动整体不良余额提升的情况。

静态测算下，可以发现，位于长三角地区的南京和宁波银行由于自身存量资产质量较好，不良率仅提升 19bps 和 16bps，其中，宁波、南京和邮储银行不良提升幅度在披露数据的上市银行中最低。

值得关注的是，当前小微企业受到政策扶持的情况下，我们的假设略为悲观，资产质量实际受到的影响或更小；此外，由于各家银行风控、所处地区以及战略客户受到外需冲击的影响不同，实际情况更为复杂，在此仅为粗略测算。

图表 19：上市银行信贷行业分布以及不良率情况

银行	对公贷款（含票据）				零售贷款占比	不良率19A	不良率提升幅度
	整体占比	基建类贷款占比	外需影响行业占比	其他对公贷款			
工商银行	61.91%	32.84%	13.08%	15.99%	38.09%	1.43%	0.29%
建设银行	56.28%	26.34%	11.93%	18.02%	43.72%	1.42%	0.27%
农业银行	59.43%	31.17%	12.58%	15.68%	40.57%	1.40%	0.27%
中国银行	61.27%	29.54%	12.88%	18.85%	38.73%	1.37%	0.20%
交通银行	66.92%	21.46%	15.51%	29.95%	33.08%	1.47%	0.29%
邮储银行	44.70%	17.42%	7.59%	19.69%	55.30%	0.86%	0.17%
招商银行	47.39%	16.01%	9.45%	21.92%	52.61%	1.16%	0.22%
中信银行	56.71%	21.01%	10.12%	25.58%	43.29%	1.65%	0.32%
浦发银行	57.82%	15.75%	11.76%	30.30%	42.18%	2.05%	0.41%
民生银行	59.49%	20.00%	13.24%	26.25%	40.51%	1.56%	0.28%
兴业银行	57.88%	19.50%	17.23%	21.15%	42.12%	1.54%	0.33%
光大银行	57.32%	20.82%	14.13%	22.37%	42.68%	1.56%	0.32%
华夏银行	73.14%	27.05%	18.05%	28.03%	26.86%	1.83%	0.40%
平安银行	41.58%	2.72%	9.00%	29.85%	58.42%	1.65%	0.31%
北京银行	69.24%	22.77%	18.30%	28.16%	30.76%	1.40%	-
南京银行	69.83%	30.47%	18.37%	20.99%	30.17%	0.89%	0.19%
宁波银行	66.04%	25.57%	26.66%	13.81%	33.96%	0.78%	0.16%
上海银行	66.91%	14.34%	14.12%	38.45%	33.09%	1.16%	0.27%
贵阳银行	78.64%	15.21%	20.33%	43.10%	21.36%	1.45%	0.27%
杭州银行	61.66%	32.80%	12.18%	16.68%	38.34%	1.34%	0.22%
江苏银行	63.87%	19.62%	21.89%	22.36%	36.13%	1.38%	-
成都银行	71.80%	36.89%	12.06%	22.86%	28.20%	1.43%	0.28%
郑州银行	69.58%	15.00%	22.60%	31.98%	30.42%	2.37%	0.56%
长沙银行	60.82%	19.86%	14.68%	26.28%	39.18%	1.22%	-
青岛银行	68.45%	16.18%	21.94%	30.33%	31.55%	1.65%	0.44%
西安银行	64.34%	19.23%	15.11%	30.00%	35.66%	1.18%	-
无锡银行	83.48%	25.72%	34.09%	23.67%	16.52%	1.21%	-
常熟银行	46.21%	9.46%	26.04%	10.71%	53.79%	0.96%	-
江阴银行	84.85%	11.58%	48.64%	24.63%	15.15%	1.83%	-
苏农银行	78.93%	7.78%	48.34%	22.82%	21.07%	1.33%	-
张家港行	64.14%	14.22%	32.12%	17.81%	35.86%	1.38%	-
紫金银行	75.15%	22.21%	20.39%	32.56%	24.85%	1.68%	-
青农商行	74.45%	14.24%	24.68%	35.52%	25.55%	1.46%	0.31%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

备注：平安银行由于分行业贷款分类与其他银行略有差异，因此统计数据或存在一定误差；“-”为未披露分行业不良数据。

2.3 银行自身：当前银行业经营质量更高

1、资产结构：贷款结构中，零售贷款占比大幅提高，对公贷款占比降低，且外需影响型行业占比显著下降。对比 2019 年老 16 家上市银行资产结构与金融危机期间对应的 2008 年来看，零售贷款占比从 2008 年的 19% 提升至 2019 年的 41%，其中占比最高的平安银行和招商银行，零售贷款占贷款总额比重已经突破了 50%。而零售贷款整体资产较好，披露数据的银行 2019 年零售贷款不良率一般不超过 1.5%，其占比提升有助于带动银行整体资产质量向好。此外，外需影响型行业贷款占总贷款的比重已经从 2008 年的 23.6% 下降到 2019 年仅为 13% 左右的水平。

从资产结构整体来看，2019 年老 16 家整体贷款占比 56%，较 2008 年的 49% 有所提升，但部分银行，如民生银行和宁波银行，其 2019 年的贷款占比相比 2008 年分别下降 10pc 和 7pc 左右，对应投资类资产比例提升，两家整体资产结构更加多元。

2、业务结构：银行非利息收入占比显著提升，收入来源更加丰富。2019 年，老 16 家上市银行非利息收入占营业收入比重已经突破 30%，较 2008 年提升 14pc，银行的轻型化运营能力正在逐步提升，低资产消耗、高附加价值的业务不断发展。收入来源更加丰富，对于传统息差的依赖程度降低。

图表 20：老 16 家上市银行贷款占比及收入结构

上市银行	2008					2019				
	贷款总额占比	零售贷款占比	对公贷款占比	外需影响型行业贷款占比	非息收入占比	贷款总额占比	零售贷款占比	对公贷款占比	外需影响型行业贷款占比	非息收入占比
工商银行	46.9%	18.6%	81.4%	20.7%	15.1%	55.7%	38.1%	61.9%	13.1%	29.0%
建设银行	50.2%	21.7%	75.2%	20.2%	15.9%	58.9%	43.7%	56.3%	11.9%	27.6%
农业银行	44.2%	15.0%	85.0%	-	8.2%	53.6%	40.6%	59.4%	12.6%	22.4%
中国银行	47.4%	24.4%	75.6%	22.5%	28.6%	57.2%	38.7%	61.3%	12.9%	31.9%
交通银行	49.6%	15.4%	84.6%	32.4%	14.4%	53.5%	33.1%	66.9%	15.5%	38.0%
招商银行	55.6%	26.6%	73.4%	25.0%	15.2%	60.5%	52.6%	47.4%	9.5%	35.8%
中信银行	56.0%	13.2%	86.8%	31.9%	10.1%	59.2%	43.3%	56.7%	10.1%	32.2%
浦发银行	53.3%	15.5%	84.5%	34.9%	8.8%	56.7%	42.2%	57.8%	11.8%	32.4%
民生银行	62.4%	16.5%	83.5%	19.6%	13.2%	52.2%	40.5%	59.5%	13.2%	45.7%
兴业银行	48.9%	25.8%	74.2%	22.4%	11.9%	48.2%	42.1%	57.9%	17.2%	43.2%
光大银行	55.0%	20.2%	79.8%	-	9.6%	57.3%	42.7%	57.3%	14.1%	23.3%
华夏银行	48.6%	10.9%	89.1%	42.4%	23.4%	62.0%	26.9%	73.1%	18.1%	23.8%
平安银行	59.8%	26.0%	74.0%	24.5%	13.2%	59.0%	58.4%	41.6%	9.0%	34.8%
北京银行	46.3%	9.1%	90.9%	21.2%	9.9%	52.8%	30.8%	69.2%	18.3%	21.5%
南京银行	42.9%	11.6%	88.4%	28.0%	19.5%	42.3%	30.2%	69.8%	18.4%	34.1%
宁波银行	47.6%	26.5%	73.5%	39.0%	15.1%	40.2%	34.0%	66.0%	26.7%	44.2%
平均	48.8%	19.4%	80.0%	23.6%	15.9%	55.8%	40.7%	59.3%	13.0%	30.58%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

备注：2008 年建设银行对公贷款占比与零售贷款占比不足 100%，是由于其将海外业务单列出来未做零售或对公区分；2008 年农业银行、光大银行未上市，故无法获得分行业贷款明细。

3、资产质量：核销比例加大，拨备覆盖率提升，抵御风险能力增强。

1) 从不良认定的角度来看，2019 年老 16 家上市银行不良/逾期 90 天以上贷款占比在 144% 左右，而 2008 年也基本处于 150% 左右的水平，两段时期不良认定均处于较为严格的状态。

2) 从核销比例来看，2019 年老 16 家上市银行整体核销及转出金额超过 7700 亿元，占利润总额比重超过 41%。核销及转出比例高达 60%（核销/上一年不良余额），而金融危机期间仅不到 15%。近年来，银行对于不良资产处置力度加大，自从 2015 年后，核销

及转出比例就达到 40%以上，且基本逐年提升，资产质量存量包袱减轻，银行有能力消化新增不良。此外，当前不良资产处置方式也更加多元化，包括资产证券化（ABS）、债转股等。

3) 从拨备覆盖率上看，虽然在 2013 年后，随着银行业风险暴露，银行业拨备覆盖率有所下降。当前，商业银行整体拨备覆盖率基本稳定在 180% 的合理水平，高于警戒线 150%，相比 2008 年仅不到 120% 的水平，已经提升 60pc；上市银行提升更多，2019 年老 16 家上市银行整体拨备覆盖率达到 214%，较 2008 年提升 100pc。行业风险抵御能力较强，当前资产质量的安全垫较金融危机时更加充足。

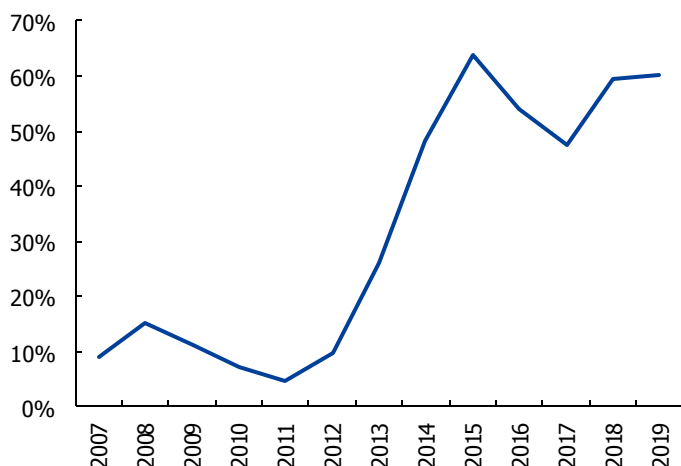
图表 21: 老 16 家上市银行资产质量和核销情况

上市银行	2008				2019			
	不良/逾期 90天以上	核销比例	核销/利润 总额	拨备覆盖 率	不良/逾期 90天以上	核销比例	核销/利润 总额	拨备覆盖 率
工商银行	118.9%	13.3%	10.3%	130.2%	129.7%	41.5%	24.9%	199.3%
建设银行	142.1%	15.8%	11.2%	131.6%	170.9%	42.0%	25.8%	227.7%
农业银行	288.2%	-	-	63.5%	167.3%	37.1%	26.4%	288.8%
中国银行	147.8%	6.3%	6.5%	121.7%	178.6%	50.9%	33.9%	182.9%
交通银行	121.6%	10.8%	6.8%	116.8%	126.7%	59.7%	49.1%	171.8%
招商银行	117.7%	7.3%	2.8%	223.3%	117.6%	60.1%	27.5%	426.8%
中信银行	119.7%	11.8%	5.7%	150.0%	131.9%	94.8%	107.3%	175.3%
浦发银行	171.6%	29.1%	15.3%	192.5%	156.3%	99.8%	97.4%	133.7%
民生银行	87.0%	19.8%	12.8%	150.0%	113.6%	94.5%	78.7%	155.5%
兴业银行	144.2%	18.8%	6.1%	226.6%	127.2%	79.2%	49.0%	199.1%
光大银行	129.0%	-	-	151.2%	124.5%	105.2%	89.5%	181.6%
华夏银行	102.4%	29.9%	51.4%	151.2%	115.9%	122.8%	132.8%	141.9%
平安银行	85.0%	85.0%	1338.2%	105.1%	121.8%	136.6%	131.6%	183.1%
北京银行	113.4%	9.5%	4.4%	180.2%	167.0%	54.5%	39.9%	224.7%
南京银行	240.5%	18.1%	5.7%	170.1%	116.3%	120.5%	34.6%	417.7%
宁波银行	309.2%	27.3%	2.3%	152.5%	108.5%	57.0%	12.6%	524.1%
平均	152.7%	15.1%	11.5%	115.5%	144.3%	60.2%	41.2%	214.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

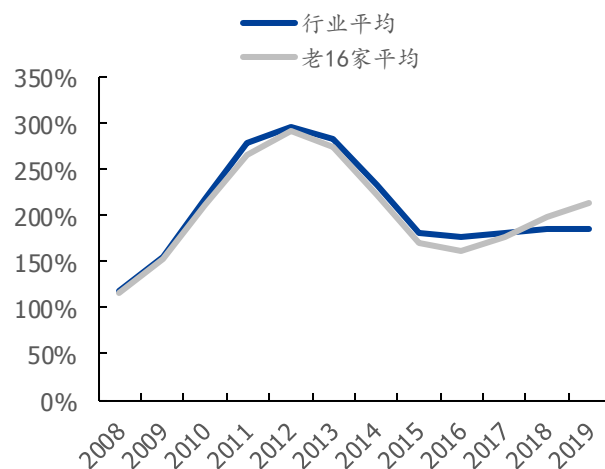
备注: 平安银行 2008 年进行了特别大额核销，绝大部分为 2005 年以前发放的历史不良贷款，金额相对较大。

图表 22: 老 16 家上市银行核销及转出比例大幅提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 近年来商业银行整体拨备覆盖率保持在 180% 左右



资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所

图表 24: 银行板块部分个股估值情况

证券简称	PB		股息率	AH 溢价率	过去 5 年历史分位数	
	2019	2020E			PB	AH 溢价率
工商银行	0.75	0.69	4.83%	10.11%	3.7%	36.5%
建设银行	0.77	0.70	4.76%	11.12%	3.4%	22.5%
农业银行	0.69	0.63	5.08%	16.91%	3.3%	38.5%
中国银行	0.62	0.59	5.26%	31.16%	2.5%	85.4%
交通银行	0.56	0.51	5.78%	16.93%	3.3%	43.5%
邮储银行	0.89	0.81	3.70%	16.77%	15.9%	12.2%
招商银行	1.54	1.34	2.67%	2.83%	54.6%	19.0%
中信银行	0.57	0.51	4.51%	61.20%	1.1%	90.9%
浦发银行	0.64	0.58	3.27%	--	4.7%	--
民生银行	0.56	0.51	5.98%	15.24%	2.6%	5.9%
兴业银行	0.70	0.63	4.23%	--	3.7%	--
光大银行	0.64	0.58	4.17%	31.54%	4.8%	66.1%
华夏银行	0.48	0.44	2.70%	--	1.5%	--
平安银行	0.96	0.84	1.07%	--	44.6%	--
北京银行	0.55	0.49	5.80%	--	3.3%	--
南京银行	0.86	0.88	4.92%	--	20.4%	--
宁波银行	1.79	1.61	1.47%	--	84.4%	--
上海银行	0.74	0.66	5.53%	--	2.6%	--
贵阳银行	0.74	0.68	5.13%	--	4.0%	--
江苏银行	0.63	0.53	5.67%	--	3.1%	--
杭州银行	0.87	0.89	2.75%	--	54.7%	--
常熟银行	1.23	1.15	2.37%	--	20.4%	--
无锡银行	0.86	0.79	3.50%	--	6.9%	--
苏农银行	0.69	0.63	2.29%	--	1.0%	--
江阴银行	0.79	0.72	1.21%	--	2.2%	--
张家港行	0.96	0.85	2.77%	--	2.9%	--
银行（申万）	0.68		4.05%	--	5.0%	--

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 历史分位根据历史每日股价, 按频率计算结果, 如招商银行 PB 历史分位数为 54.6%, 意味着当前估值高于 54.6% 的历史水平。

风险提示

- 1、国内疫情已经基本得到控制, 但海外疫情仍在持续发酵, 若对我国出口的影响超预期, 将拖累我国经济表现;
- 2、国内复工复产进度不及预期, 将会影响企业盈利情况, 进而拖累资产质量表现。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com