

曾经的高坏账率难以复返

——90年代后期不良贷款成因考察

行业评级

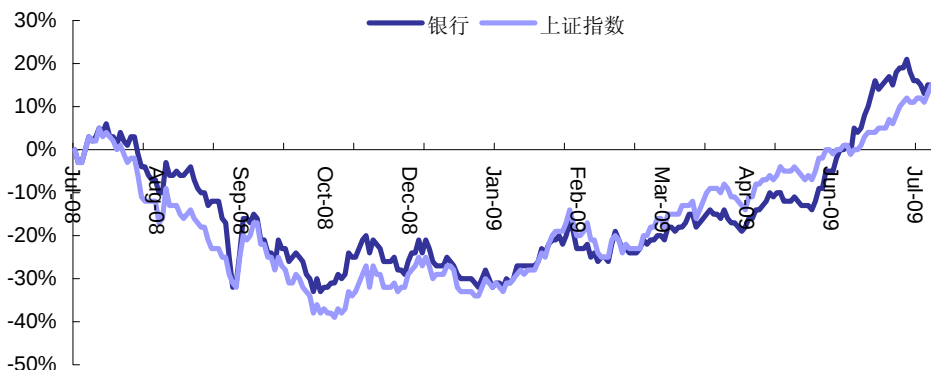
增持/ 维持评级

相关研究

《短可攻，长慎守》2008/09/10
 《静而后动，危中有机》2008/12/10
 《估值仍然偏低》2009/02/09
 《M1 环比下降主要源于春节因素影响》2009/02/13
 《由传闻 2 月份新增贷款超万亿想到的》2009/03/05
 《一样的花，不一样的果——银行业分析方法新视角》2009/04/16
 《寻寻觅觅——银行业的估值》2009/04/22
 《货币政策如若微调，或利大于弊》2009/05/21
 《IPO 放行，或导致存款活期化》2009/06/12
 《低杠杆，弱周期——银行业 09 下半年策略》2009/06/12
 《个贷保持旺盛，货币活跃程度有所提高》2009/06/15
 《波澜不惊——近期事件及传闻点评》2009/06/26
 《是小波，还是大浪？——评货币政策的可能微调》2009/07/09

- 在这篇报告中，我们尝试考察 90 年代后期中国银行业不良贷款生成的原因。我们倾向于认为，97 年的亚洲金融危机，对于我国巨额不良贷款的影响，更多是引起了问题的关注，而不是造成问题的根源。
- 90 年代巨额的不良贷款，是原有计划经济向市场化转型中，国家信用向个体信用转变的必然产物。在原有制度下，企业、银行、财政一家，国家信用支撑着整个体系的运行，结果必然是企业对于信用和银行对于风险的淡漠，而转型的摩擦最终导致风险的暴露。
- 直到 98 年之前，银行很大程度仍承担着财政的角色，负责政府各种经常性转移与补贴的任务。因此，与其说 90 年代后期爆发的是大量的银行不良，也许说是大量的财政赤字更为确切。进一步，与其说是政府为银行买单，或许说是政府归还原有的赤字更为合理。
- 这篇报告的创新之处，在于通过考察实体部门的变化，包括盈利能力、经营效率、资产负债表及流动性，进而寻找银行资产质量变动的证据。产业部门的考察之所以重要，在于他们的偿债能力将直接决定着银行贷款的资产质量。
- 我们的发现：1) 90 年代企业税前 ROE 长期大幅低于贷款利率，其结果是，巨额不良贷款的生成不可避免；2) 2000 以后，企业盈利能力、资产负债表及流动性均大幅改善，目前偿债能力处于高位，短期大幅出现不良的可能性较小，即使企业部门业绩回落明显。
- 对盈利的分解显示，企业盈利提升的一个重要来源是经营效率的改善，资产周转率相比 10 年前几乎提高了一倍。考察 GDP 中存货增加值占比的变动，可以发现同样的证据。效率的大幅改善，是我们判断企业盈利在可预见的时间内不会重蹈 90 年代覆辙的重要原因。
- 我们重申对于银行业低杠杆和弱周期的定位，并维持行业的“增持”评级。

最近 52 周股价表现



分析师
 吴松凯
 +755-82492207
 wusongkai@lhqz.com

分析师
 周俊 FRM
 +755-82492212
 zhoujun@lhqz.com

目 录

第一部分 “低杠杆，弱周期”，所无法回避的问题.....	3
第二部分 97 金融危机，罪魁祸首，还是导火线?	3
1、2008 年，更严重的危机	3
2、罪魁祸首，还是导火线?	4
第三部分 制度转型的必然产物	5
1、国家信用向个体信用转变	5
2、与其说银行不良，不如说政府赤字	5
第四部分 此时不与彼时同：来自产业部门的证据	6
1、工业企业盈利能力大幅提升	6
2、驱动因素分析：利润率和周转率的双重影响.....	8
3、实体部门资产负债表及流动性改善明显	10
第五部分 主要结论	12

第一部分 “低杠杆，弱周期”，所无法回避的问题

与普遍的认识不同，我们在6月份发布的09年下半年策略报告（《低杠杆，弱周期——银行业 09 年下半年策略》2009/06/12）中，将中国银行业定位为低杠杆和弱周期的行业。

“我们认为，整体而言，当前阶段的中国银行业更多属于弱周期行业。从驱动因素方面看，不良的周期性表现可能小于传统认识，而规模在一定程度上甚至表现出逆周期特征，只有息差具有一定的周期性。由于较大的调节空间，经营成本某种程度上也具有逆周期平滑的作用。”

“从撬动宏观风险的角度看，中国银行业更多属于低杠杆行业。由于贷款集中在几乎1%的大客户群中，且大量贷款的抵质押率只有60%左右，银行对于宏观风险存在极大的缓冲。这也是为什么，我们在实体部门业绩大幅下滑的05和08年，都没看到银行不良的大量生成和业绩的大幅波动。”

对于银行业给出这样的定位，我们无法回避的问题是：1）为什么境外银行爆发如此大危机的情况下境内银行却能安然无恙？2）90年代中后期曾经发生过的事情，难道不正是中国银行业高风险的一个佐证吗？

对于第一个问题，我们在4月份的报告（《寻寻觅觅——银行业的估值》2009/04/22）中进行过详细的探讨，我们的结论是，简单的拿境内银行和美国银行进行比较，不论是估值水平，还是风险水平，可能都是不合适的。有兴趣的读者，可以查阅我们前期的报告。

在这篇报告中，我们将就第二个问题，提供一些我们的理解。必须承认的是，我们给出的答案肯定不够完善，逻辑上的推理也可能不尽严密，读者对此可以持不同意见。

资本市场一个吸引人的地方，正在于我们有权利对于任何结论给出怀疑的态度或否定的意见。我们不敢奢望读者同意我们的结论，我们只是希望能够抛砖引玉，引起读者对于这段历史的更多思考，而不是简单地将其套用到现在。

第二部分 97 金融危机，罪魁祸首，还是导火线？

1、2008 年，更严重的危机

1997 年，亚洲金融危机爆发，备受推崇的亚洲经济神话被打破。货币贬值与资本流出相互加强，各国金融体系与实体经济都遭受了重创。

普遍的理解是，由于资本市场没有开放，中国金融系统侥幸躲过了一劫。不过即便是如此，当时中国的银行体系，技术上也已经破产。

根据披露，1998 年银行贷款不良率达到 30%以上，而日本 90 年代资产泡沫破灭之后，不良率也远没这么高。

当时的另一个情况是，由于危机只发生在亚洲新兴经济体，对于美国和其它 OECD 经济体的冲击有限。结果是，发展中国家大量的剩余产能得以向发达经济

体输出，所以我们也得以看到 1997 和 1998 年我国外贸顺差的大幅提升（详见图 7）。

当前的情况则是，危机爆发于全球经济的中心——美国，迅速向其他 OECD 经济体蔓延，进而演化为全球性危机。

结果是，我们无法再像 1997 年那样，将大量过剩产能出口给 OECD 经济体。所以，我们的贸易数据，不论是净出口，还是进出口，都面临着远比 97 年严重的压力。

换言之，这一次的金融危机，无论是本身的严重程度，还是对我国外贸的影响程度，都远甚于 97 年的那一次。

2、罪魁祸首，还是导火线？

既然 1997 年的亚洲金融危机导致了如此严重的银行资产质量问题，为什么这一次规模更大，影响更广的全球金融危机，中国的银行业却可以幸免于难？许多人对此显然心存疑问。

一种看法是，银行业隐瞒了大量的不良贷款，而且风险正在以更快的速度积累。虽然现在看似风平浪静，但平静下面可能隐藏着巨大的危机，只是爆发的时间还未到来。

如果 1998 年巨额的不良贷款，确实来自于 1997 年的金融危机，那么这种担忧显然是合理的，毕竟这一次的危机远甚于 1997 年的那次。

不过，问题的关键是，始于 1997 年的亚洲金融危机，究竟是不是中国银行业巨额不良贷款的罪魁祸首？

我们对此持保留态度。我们的看法是，1997 年的金融危机，对于中国银行业的资产质量问题，或许仅仅只是导火线。更进一步，或许算不上不良爆发的导火线，而只是引起大家正视不良贷款问题的导火线。

事实上，银行业的大量不良贷款并非始于 1998 年，也不是 1997 年。在 1993 年《金融企业会计制度》发布以后，1994 年首次公布的贷款不良率便已达到 20%。

也就是说，其实中国银行业 1994 年便已经技术性破产，远非一些专家所说的 1998 年。1997 年的金融危机，只是通过亚洲许多国家金融体系的崩溃和国民经济的重创，让我们不得不开始正视这个问题。

值得一提的是，对于过往几年银行业不良贷款率的持续下降，不少人认为主要得益于经济的持续改善，而与银行自身经营和风险管理的提升无关。

对于前半部分，我们是赞同的，资产质量的持续改善确实极大受益于经济的向好；对于后半部分，我们则持保留意见，事实上，1994 年中国经济的增速同样很高，可为什么贷款不良率却达到了 20%？

换言之，虽然我们无法证明银行业的风险管理是否已经提高到了世界一流水平（当然，我们也不敢抱有这样的奢望），但我们至少可以看到银行业过去 10 年所做的努力及取得的进步。

第三部分 制度转型的必然产物

1、国家信用向个体信用转变

在上面的论述中，我们提到了 1994 年贷款不良率 20%，这是我们所能找到的关于贷款不良率的最早数据。事实上，直到 1993 年发布的《金融企业会计制度》，才开始明确定义了逾期贷款。

也就是说，直到 90 年代早中期，管理当局才意识到需要了解银行贷款的质量问题。不是监管、也不是稽查，只是简单的给出了定义。而且“逾期贷款可单独设置会计科目进行核算，也可在有关贷款科目下进行明细核算。”，规定相当的宽松。

这也可以理解，在更早的时候，财政、银行、企业其实都是一家。那个时候，大家都在国家的统一计划下运作。

国家就像一个巨大的清算中心，互相往来都在这里进行扎差，剩下的国家支付。国家作为一个巨大的信用体，支撑着整个体系的运行。在这种体制下，所有交易都是以国家信用作为支撑，无所谓个体信用。

随着企业、银行与财政的逐渐分开，国家信用慢慢淡出，企业开始作为独立的信用主体出现。亦即，国家信用逐渐向着个体信用转变。

这时候，由于原有制度下形成的企业对于信用和银行对于风险的漠视，信用风险不可避免开始出现。

说起信用风险，我们大多想到的是 90 年代后期的银行信用风险问题，其实，中国信用风险的爆发，早在 90 年代初期，当时主要是发生在企业之间，即非常著名的企业“三角债”问题。

2、与其说银行不良，不如说政府赤字

正如前面所述，财政、银行、企业一家，其结果就是企业对于信用和银行对于风险的漠视。

如果这种大一统的机制继续运行，那么银行的资产质量也不会是个问题。不过，这种情况在 90 年代初期逐渐面临打破，随着政府对于经济市场化改革的逐步深入。

问题是，在转型的过渡期，政府一方面要求企业和银行独立承担风险，另一方面则对于银行贷款的干预不断。事实上，上面提到的“三角债”问题，最后一个很重要的办法，就是通过银行注资解决。

所以，不可避免的结果便是，在那个时候，企业和银行自身（当然，还有各地的政府官员，甚至是普通的民众），都习惯把银行继续当作财政，而银行贷款则是财政拨款。企业根本没想到借款要还，而银行也不曾考虑贷款是否可以收回。

当时的储户和银行，或许更像这样的关系：居民将钱借给政府（对于许多人来说，至少理解中是这样，存到银行无异于借给政府），政府任意使用这些钱，或者用于清还“三角债”，或者用于亏损企业的工资发放。

所以，我们最终看到的这些银行不良，从更普遍的意义讲，或许更像是财政赤字。政府将大量居民的钱进行经常转移，导致了大量无法归还的赤字。

更进一步的，1999 年之后政府对于银行大量不良资产的剥离，与其说是政府为银行买单，或许说是政府归还原有的赤字更准确一些。

当然，我们并不认为那个时候的银行管理没有问题。但我们认为，那个时候银行的问题，是当时背景下企业普遍存在的问题。我们在后面对于实体部门的数据分析中，可以看到这一点。

第四部分 此时不与彼时同：来自产业部门的证据

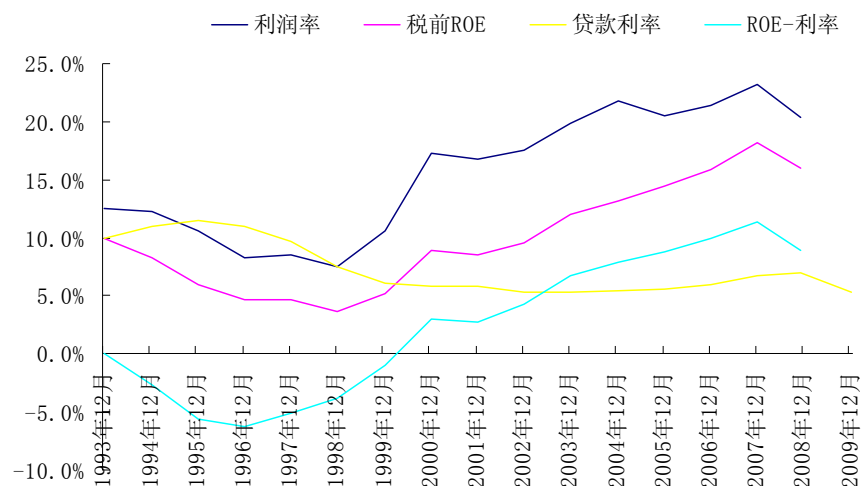
在这一部分，我们将重点考察实体部门的一些变化，包括盈利能力、经营效率、资产负债表及流动性。之所以考察产业部门的这些变化，是因为它们将直接决定着企业的偿债能力，进而决定着银行的资产质量。

我们的发现：1) 90 年代企业税前 ROE 长期大幅低于贷款利率，其结果是，巨额不良贷款的生成不可避免；2) 2000 以后，企业盈利能力、资产负债表及流动性均大幅改善，目前偿债能力处于高位，短期大幅出现不良的可能性较小，即使业绩回落明显。

受限于数据，我们的盈利能力及经营效率的分析，主要选取了工业企业数据。不过，制造业贷款构成了银行贷款的很大一部分，而且也是风险的主要来源。因此，将工业企业作为代表，应该大致上是合适的。

1、工业企业盈利能力大幅提升

图 1、工业企业盈利能力大幅抬升



数据来源：CEIC，联合证券研究所。
说明：利润率：税前利润/工业增加值

图 1 显示，90 年代中后期，工业企业税前利润占工业增加值的比例，大概只有 10%，其中最高的 93 年只有 12.5%，最低的 98 年则只有 7.5%。

值得一提的是，我们之所以选取工业增加值而不是销售收入作为利润率的分

母，主要是为了剔除交叉销售的影响，更好地考察增加值在政府、居民和企业之间的分配关系。

该比例在 1998 - 2000 年有比较明显的抬升，而之后持续走高，最高达到 2007 年的 23.2%。2008 年相比 2007 年虽有所回落，但仍保持在 20% 的较高水平。

1998-2000 年的突然抬升，主要来自当时实行的国有企业 3 年脱困政策，而之后的持续走高，我们在后面将有更为详细的分析。

与工业企业增加值利润率大幅抬升对应的，是企业税前 ROE 的大幅提高，从整个 90 年代平均的 6%，提高到了 2000 年以后 13% 的水平。最高的 2007 年到了 18%，2008 年虽有所回落，但仍为 16%。

在企业利润水平大幅抬升的同时，银行贷款利率的中枢水平则出现了比较明显的下降。90 年代贷款利率的平均值为 9.5%，2000 年以后的平均值则下降为 5.9%。

由于贷款利率处于较高水平，而工业企业盈利能力较弱，1993-1999 年，企业税前 ROE 均低于贷款利率，1995-1997 年，差距甚至在 500BP 以上，而在最高的 1996 年，差距达 630BP。

在这样的情况下，我们怎么能期望资产质量的稳定呢？

更甚的是，在这种情况下，企业仍然保持着旺盛的贷款需求，而银行贷款积极性也一直居高不下（我们无法获得当时贷款的具体数据，但从货币存量增加 2.5 倍的情况判断，贷款增长大致应在 2 倍以上）。

究其原因，是当时企业信用的缺乏，借钱也是为了给工人发工资，而未必是利益导向。而银行，对于风险也相当的漠视，或正如我们上面分析的，可能更多把自己当成财政了。

而当前的情况是，随着 ROE 的持续走高和贷款利率的持续下降，ROE 与贷款利率的差，由 90 年代中期的 -500BP 上升到了近 1000BP。换言之，抛开信用因素，单从企业的盈利角度考察，90 年代的巨额不良也是顺理成章的事，而当前的情况则是企业的盈利对银行的不良形成了较大的缓冲。

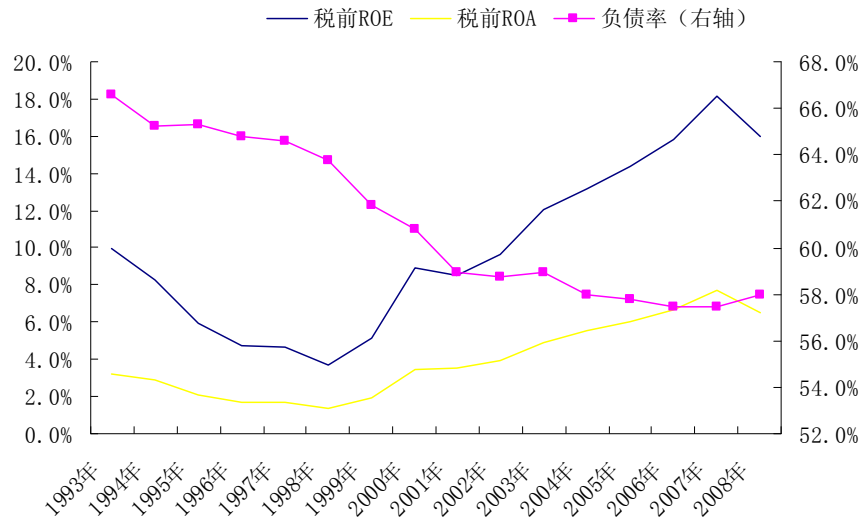
这也是我们从 2008 年，就一直反复强调的，即这一波的经济波动，对于不良的影响可能将小于预期。市场需要有充分的预期：如果银行不良大量爆发，对应企业盈利的下滑应该到了什么幅度。企业盈利下滑 50%，银行不良可能也不会太大幅度的爆发。

而考虑到银行本身盈利能力的大幅提升，不良即使爆发，影响也未必有大家想象的大（详见我们的报告《低杠杆，弱周期——中国银行业的重新定位暨 09 下半年策略》2009/06/12）。

另外，我们感兴趣的是，企业盈利改变的根本原因是什么，短期因素还是长期因素？银行利率中枢水平会否再次回到 90 年代的高度？毕竟，这些因素将决定企业 ROE 与银行贷款利率之差，进而对银行资产质量起着关键的作用。

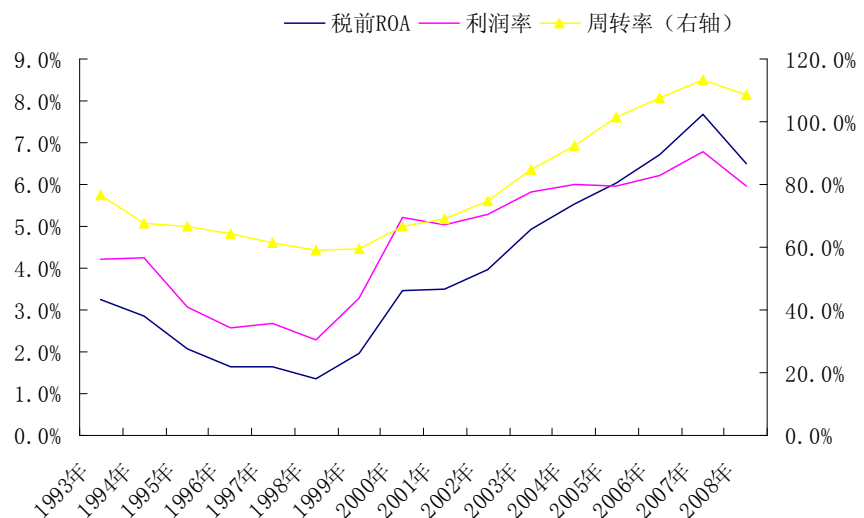
2、驱动因素分析：利润率和周转率的双重影响

图 2、ROE 提升得益于 ROA 的提高，负债率持续下降



数据来源：CEIC，联合证券研究所。

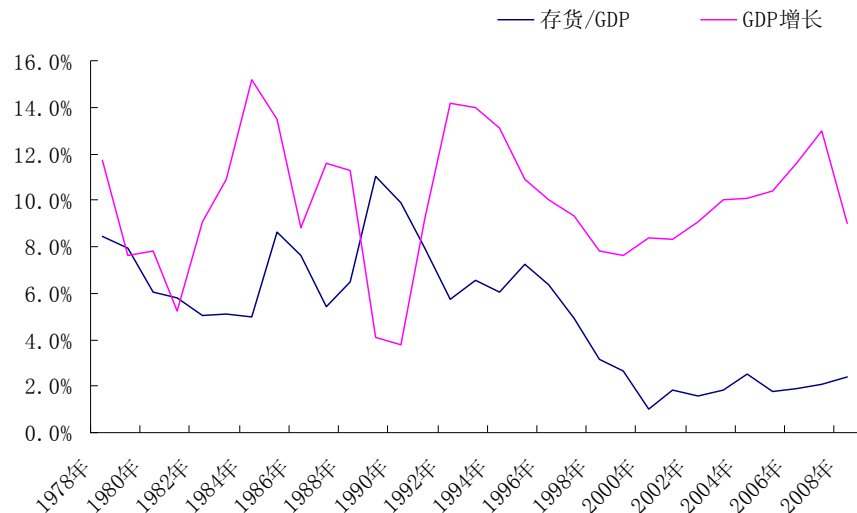
图 3、ROA 提高得益于利润率和周转率双重因素



数据来源：CEIC，联合证券研究所。

说明：这里利润率的定义，是税前利润/营业收入，与图 1 利润率的定义不同，主要是为了更好的与 ROA 和周转率配比。

图 4、存货周转效率大幅提升



数据来源：CEIC，联合证券研究所。

说明：存货指存货增加值。

我们将 ROE 分解为 ROA 和负债率，以便考察 ROE 上升的原因，更多是承担风险的提高，还是盈利能力的增强。图 2 显示，在过去 15 年中，企业 ROE 的上升，更多是真实盈利能力的提高，与此同时，风险杠杆实际上持续降低。

ROA 从 1998 年的 1.3% 上升到了 2008 年的 6.5%，或者说从 90 年代的 2.1% 上升到了 2000 年以后的 5.4%。与此同时，资产负债率则从 1993 年的 67% 下降到了 2008 年的 58%，下降了将近 10 个百分点，或者说 15%。

进一步的问题是，ROA 提高的原因又是什么？

图 3 显示，企业利润率在 1998-2000 有了比较明显的抬升，从 2.3% 上升到了 5.2%。主要原因，应该是当时政府推行的企业 3 年脱困计划，即帮企业甩掉历史包袱。

在 2000 年之后，利润率的提升则缓慢得多，ROA 的上升，更多来自资产周转率的提高，从 1999 年的 60% 上升到了 2008 年的 109%，几乎翻了一番。

相比利润率，周转率的上升是我们更乐于见到的，原因是这更多体现企业营运效率的提高。利润率的提高，更多是对于过往不正常的低利润水平的纠正，而在回到正常水平之后，进一步的大幅提高显然也是不合理的，体现的是 GDP 盈余向企业的过度倾斜。

从图 4 中，我们可以进一步看到我国工业体系营运效率提高的证据。1997 年之前的 20 年里，我国存货增加值占 GDP 的比例，平均为 6.9%，虽然波动明显，但基本都在 5% 以上。

一个值得关注的特点是，存货波动通常与 GDP 波动反向，即 GDP 上行的时候存货增加值显著下降，而 GDP 下行的时候存货增加值显著上升。

其中一种解释是，当时的企业，并不是主要以效益为导向，更多是为了生产

而生产。在恒定的生产计划下，经济下行则存货持续增加，而经济上行，则存货持续减少。

另一种解释，则并不是企业不愿调整存货，而是存货调整的步伐太慢，而当时的经济波动又太过频繁，结果是企业看到需求下降之后，经过很长时间才开始下调生产，而刚开始下调生产的时候，经济已经好转。这样周而复始，每次的决定总是导致错误的结果，也就导致了 we 看到的存货增加值和经济波动明显反向波动的关系。

就像农民的种植决策一样，今年的丰收会导致粮食价格的下跌，从而影响之后的种植积极性，进而影响明年的粮食产量，而这又会使得明年的价格上涨，而这又会刺激明年的种植积极性。周而复始，它们并不是不愿调整自己的决策，只是这种调整老是导致更坏的结果。

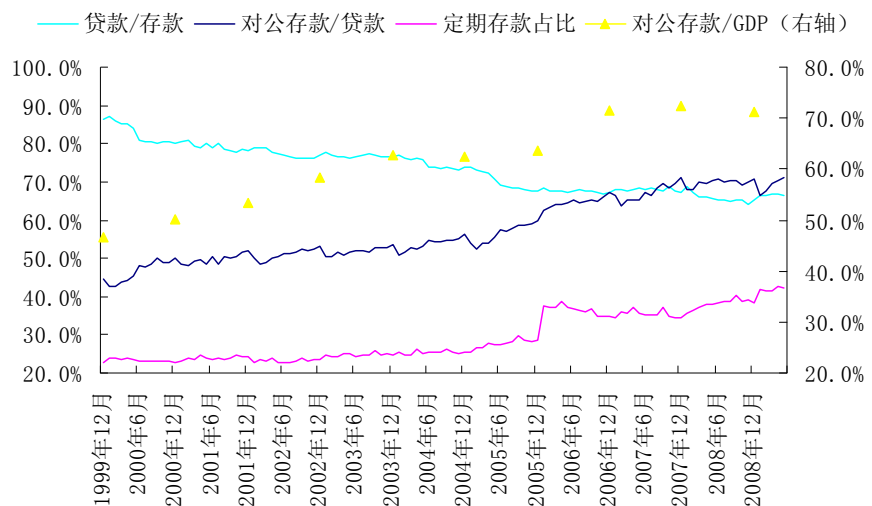
不管原因是哪一种，起码反映的都不算是好事。第一种解释反映的是当时整个经营导向的扭曲，而第二种解释反映得则是经营决策和经营效率的低下。而在这种情况下，当时的负债率则在 80% 甚至更高，对于银行信贷资金的安全，实在是极高的考验。

从 1997 年开始，这种情况得到了明显的改善。一是存货增加值占 GDP 的比例大幅下降，平均值由 1997 年之前 6.9% 下降到 2000 年之后的 1.9%。二是比较典型的逆周期现象也得到比较显著的改变。

这些变化，或多或少表明了企业经营意识和经营效率的提高。

3、实体部门资产负债表和流动性改善明显

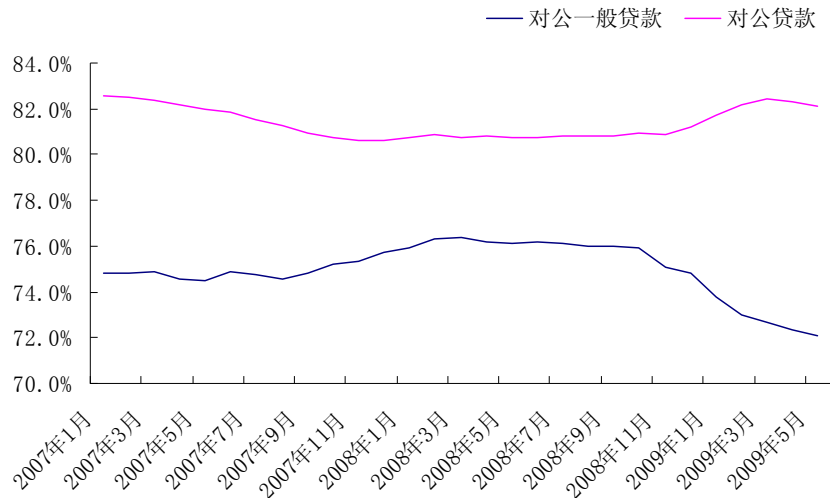
图 5、流动性指标持续改善



数据来源：CEIC，联合证券研究所。

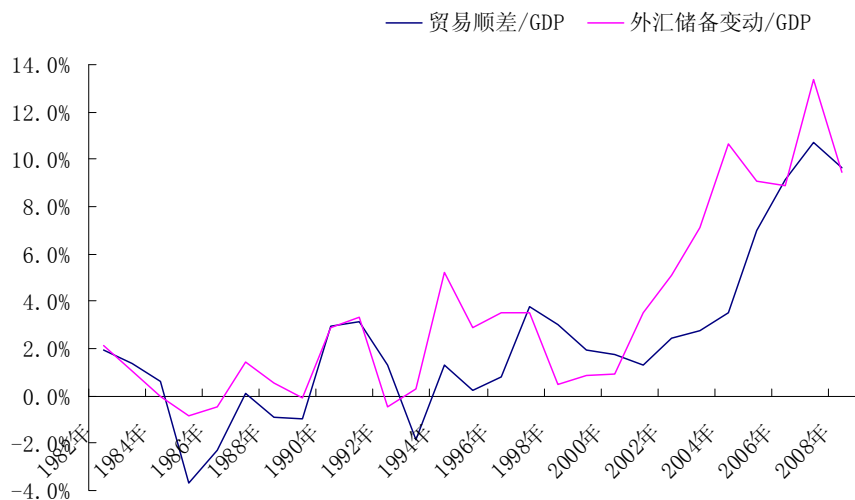
说明：定期存款占比指对公定期存款占对公存款的比例。

图 6、贷款中对公贷款的占比



数据来源：CEIC，联合证券研究所。
说明：对公一般贷款指扣除票据融资的对公贷款。

图 7、贸易顺差在 2000 之后大幅攀升



数据来源：CEIC，联合证券研究所。

图 5 显示,在过去 15 年中,银行贷存比从 1993 年的 86%下降到当前的 66%,下降了 20 个百分点,或者说四分之一。

贷存比的大幅下降,从狭义上讲,是银行流动性的大幅改善,银行贷款投放能力的增加;从广义上讲,是社会整体流动性的提高,实体部门(包括企业和居民户)资产负债表的改善和偿债能力的增强。

另一个含义是,大幅增加的流动性,将导致利率中枢的长期下降。亦即,在未来很长一段时间,我们或许将难以再看到 90 年代早中期的高利率水平。

抛开居民户,企业的情况又怎样呢?由图 5 可以看到,对公存款与贷款之比,由 1999 年的 45%上升到了当前的 71%,而对公存款与 GDP 之比,大致也经历

了相似的变化。表明企业流动性改善也十分明显。

不过，这可能不足以表明企业流动性改善的真正程度。图 6 显示，当前的贷款构成中，对公贷款占比大概 82%，如果刨开票据业务，则只有 72%。换言之，如果将对公存款与主要用于对公业务的贷款相比，大概是 100%，即如果刨开账上存款，作为一个整体，企业的银行负债几乎为零。

与存贷比大幅上升相对应的，是企业定期存款的大幅增加，也就是说，企业相对闲置的资金大量增加。1999 年，企业定期存款占比为 23%，2009 年，该比例上升到了 42%。该比例的大幅提高，同样表明了企业流动性的改善。

企业流动性改善的同时，居民户的流动性状况并没有显著恶化。究其原因，可能主要是大量顺差带来的流动性。

图 7 显示，贸易顺差在 2000 之前的整体中枢较低，而在 2000 年之后持续走高。2000 之前的平均值为 0.8%，2000 年之后的平均值则为 5.8%。

外贸带来的大量储备，可以有两种处理方法：一是用于境外资产的投资，在这种情况下，对应的是境外资产的增加，而对于境内流动性不会有太大的改变；二是将外汇最终卖给央行，即用于结汇，结果是本币存款和流动性的大量增加。

从图 7 显示的外汇储备变动和外贸顺差相互关系的情况看，大部分顺差偏向于第二种选择。结果是，企业存款与贷款之比大幅度提高，而同时居民户的资产负债表并没有显著恶化。

关于外贸顺差的结汇，可以换一个角度理解，看作是央行向境外客户发放了贷款，而这些贷款被用于购买境内商品和服务。由于贷款的发放方是央行，不是境内商业银行，所以我们看到商业银行贷存比的下降（贷款没变，存款上升），即商业银行流动性的改善；贷款的客户不是境内企业，所以我们也看到企业存款与贷款之比持续走高（同样是贷款没变，存款上升），表明企业流动性也同样大幅改善。

第五部分 主要结论

通常的看法是，1997 年的亚洲金融危机导致了中国银行业巨额的不良贷款，虽然资本没有对外开放而侥幸躲过一劫，但中国银行业在 1998 年已经技术性破产。

我们的观点是，97 年的亚洲金融危机，并不是中国银行业不良贷款的罪魁祸首，甚至算不上引起这次不良贷款的导火线，而仅仅只是引起大家正式不良贷款问题的导火线。

事实上，早在 1994 年，《金融企业会计制度》给出逾期贷款定义的第二年，逾期贷款便已达到 20%。从这个角度看，中国银行业实际上在 1994 年，甚至是更早，便已经是技术性破产。

关于中国银行业 90 年代后期暴露出来的问题，我们认为更多是那个时代的必然产物，由统一计划逐渐向市场经济转型过程中的必然产物。在计划经济下，国家作为一个巨大的信用体，支撑着整个体系的运行，没有所谓的个体信用，也

就没有所谓的信用问题。

随着市场化改革的逐渐深入，国家作为统一信用主体的时代逐渐过去，企业作为独立的信用主体逐渐出现。但由于原有大一统制度安排导致的企业对于信用和银行对于风险的淡漠，信用风险开始显露。

90 年代早期的企业“三角债”问题，是企业之间信用风险的集中爆发；而 90 年代后期银行业的巨额不良贷款，则是银行和企业之间信用风险的集中体现。

由于政府大量的干预，事实上，直到 1998 年之前，银行很大程度上仍然承担着政府财政的角色。因此，与其说 90 年代后期的问题是巨额的银行不良贷款，或许说是大量的政府财政赤字更加确切。所以，与其说是政府为银行买单，或许说是政府归还原有的赤字更准确一些。

对于实体部门的数据考察，同样支持我们的结论。1993-1999 年，企业税前 ROE 长期低于贷款利率，在最高的 1995-1997 年，这种差距达到 500BP 以上。

上述数据引申的结论：1) ROE 长期低于贷款利率，不良贷款的大量生成是必然的结果；2) 更重要的是，在企业根本不可能还得起贷款的情况下，大量的借贷行为，或印证了我们前面所讨论的企业对于信用和银行对于风险的淡漠。

2000 年之后，情况发生了比较大的改观：1) 企业盈利能力大幅提升，加上贷款利率中枢的下降，企业税前 ROE 与贷款利率之差近 1000BP；2) 企业资产负债表及流动性大幅改善，一是负债率明显下降，二是存款几乎等于贷款（即净负债率几乎为零），三是存款中近 50% 的定期（表明闲置资金较多）。

对盈利来源的分解发现，盈利的提升来自：1) 销售利润率的上升，纠正企业原来过重的社会负担；2) 周转率的提高，表明企业经营效率的提升。与此同时，负债率是持续下降的，即风险杠杆趋于降低。

总而言之，当前的情况，和 90 年代中后期可能不具可比性。1998 年的巨额不良贷款，是过往 20 年风险累积的结果，而在 1998 年之后的 10 年，至少是在 2008 年 4 季度以前，银行更多是在去风险（或称去杠杆）。

进一步的结论是，源于企业盈利的大幅提升、资产负债表及流动性的大幅改善，偿债能力处于高位，银行短期内大量爆发不良的可能性较小。

换个角度看，如果银行不良较为严重，则必然对应企业盈利能力、资产负债表和流动性的大幅恶化，而且是远超预期的恶化，市场对此需有正确预期。

有鉴于此，我们重申对于银行业低杠杆的定位（《低杠杆，弱周期——银行业 09 下半年策略》2009/06/12），并维持行业的“增持”评级。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。