

研究所

证券分析师：宁宇 S0340511060002
0755-83704282 ningy@ghzq.com.cn

风险不足惧，前途尤可期

——银行业深度研究报告

投资要点：

■ **我国银行业的功能和定位** 一直以来，我国银行业尤其是国有银行经常承担“类财政”的职能，实际上仍扮演着第二财政和宏观调控工具的角色。因此，一方面，我国银行体系承担公共服务所造成的隐性亏损实际上是准财政赤字，而非传统意义上的不良贷款；另一方面，由于我国商业银行所承担的财政职能，政府也将承担起与之相应的扶持和救助责任。

■ **对行业风险的再回答** 关于地方债务风险，在一般均衡分析的框架下，我们发现地方债务面临并非“违约风险”，而是“流动性风险”，如果债务能够适当展期或者增加其他融资渠道以维持流动性，则不但可以缓解其偿还债务的压力，也可以缓解财政紧缩压力，有利于增加民生支出和减少中国经济的下行风险。关于房地产调控带来的资产质量风险，国际经验显示安全垫厚度是关键，银监会和 IMF 披露的房贷压力测试结果显示，房地产贷款对银行业经营整体影响较小。根据我们的草根调研，房地产信托项目的整体风险较小。此外，种种迹象表明，在维持经济稳定增长和防范系统性风险的政策取向下，我国的银行业正迎来久违的政策拐点。

行业发展前途在何方 从国外经验来看，我国银行提供的国内信用占 GDP 的比重还有充裕的上升空间。事实上，经济转型和银行发展其实是相辅相成而非互为矛盾的，在间接融资为主的背景下，无论扩内需还是发展新兴产业都为银行业的继续繁荣提供了广阔天地。关于利率市场化问题，在面临经济和金融风险加大的背景下，我们认为此时快速推进利率市场化的条件不成熟；并且，从国外经验来看，也许短期内利率市场化会导致银行息差下降，但通过产品类型、贷款品种和服务地区等方面实现多元化发展，我国银行业也是有可能会提高净息差和利润水平的。此外，测算结果显示存款保险对上市银行净利润的影响约在 2%-4% 之间。

■ **投资策略：维持“推荐”评级** 由于银行资产质量和发展前途好于预期，行业政策出现向好拐点，上市银行的业绩增长和估值修复具备坚实的基础，因此再次强调银行业的“推荐”评级，投资窗口主要在上半年。个股选择上，我们推荐受益行业监管环境放松、弹性较大、业绩增长较高的浦发银行（600000）、兴业银行（601166）、民生银行（600016）和招商银行（600036）。

■ **风险提示** 宏观经济超预期下滑带来的系统风险；房地产调控风险；利率市场化进程超预期。

股票代码	股票名称	股价（元）	EPS			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
600000.SH	浦发银行	9.27	0.94	1.46	1.69	9.9	6.3	5.5
600016.SH	民生银行	6.42	0.66	1.07	1.32	9.7	6.0	4.9
601166.SH	兴业银行	14.13	3.28	2.37	2.85	4.3	6.0	5.0
600015.SH	华夏银行	11.50	1.20	1.24	1.57	9.6	9.3	7.3
601009.SH	南京银行	9.61	0.90	1.03	1.30	10.7	9.3	7.4
000001.SZ	深发展A	16.68	1.91	2.03	2.52	8.7	8.2	6.6
601398.SH	工商银行	4.37	0.48	0.61	0.73	9.1	7.2	6.0
600036.SH	招商银行	12.69	1.23	1.67	2.02	10.3	7.6	6.3

目 录

1、我国银行业的功能和定位.....	3
1.1、第二财政的功能	3
1.2、宏观调控的工具	3
2、对行业风险的再回答.....	4
2.1、对地方债务风险的再思考	4
2.1.1、一般均衡下的债务风险压力测试.....	4
2.1.2、日本的经验.....	8
2.2、对房地产调控风险的再思考	9
2.2.1、国际经验：安全垫是关键.....	9
2.2.2、其他压力测试.....	10
2.2.3、房地产信托风险.....	10
2.3、对政策风险的再思考	10
2.3.1、2012 年经济工作指导思想.....	10
2.3.2、政策拐点已显.....	11
3、行业发展前途在何方	12
3.1、经济转型的发动机.....	12
3.1.1、城镇化发展空间巨大.....	12
3.1.2、新兴产业资金需求强劲.....	13
3.1.3、个人消费信贷增长迅速.....	14
3.2、利率市场化的前景	14
3.2.1、利率市场化与银行危机.....	15
3.2.2、利率市场化的条件.....	15
3.2.3、存款保险制度的影响.....	16
3.3、银行业“暴利”与否？	17
4、投资策略.....	18
5、风险提示.....	19

1、我国银行业的功能和定位

在深化经济体制改革、转变经济发展模式的背景下，由于对我国银行业在经济发展和宏观调控中的地位和功能认识不清，目前市场对银行业的政策环境和发展前途产生许多疑惑。因此有必要认清我国银行业在目前政策环境下所处的地位和所承担的职能。

1.1、第二财政的功能

一直以来，我国银行业尤其是国有银行经常承担“类财政”的职能，实际上仍扮演着第二财政的角色：政府利用金融体系的资金为非商业性的公共开支提供资金，而这些公共开支本应由预算承担，从而以较小的国家预算规模支撑起大量公共服务的职责。

自 04、05 年以来，虽然我国银行业实施了一系列旨在摆脱双重预算软约束的股份化、商业化改制，但由于我国金融机构的控股权掌握在政府手中，为股东服务就是服从政府的经济调控需要，因此我国金融机构不能完全脱离“第二财政”的角色，未来仍将需要继续承担财政性功能，典型如“加大对薄弱领域的金融支持”、“重点支持经济结构调整、节能减排、环境保护和自主创新，特别要加快解决农村金融服务不足、小型微型企业融资难问题”。而在市场化的环境中，商业银行发展战略和经营策略本应由其公司股东和管理层决定，持续经营的目的是为股东利益服务而不是为外部企业服务，这是市场经济下企业经营的基本商业伦理。

从第四届金融工作会议来看，会议并没有在“利率市场化、汇率自由化、人民币国际化”等长远性根本性问题上着力，而是强调金融业服务实体经济的需要。会议指出目前“信贷政策与产业政策结合得还不够紧密，对实体经济的支持还不够及时有力”，提出“从多方面采取措施，确保资金投向实体经济，有效解决实体经济融资难、融资贵问题”，这实际上就是要求商业银行继续承担第二财政的部分功能，确保其信贷投向服务于我国经济转型和宏观调控的需要。

无论是上世纪末为国企脱困提供信贷，还是 08 年为摆脱经济危机而实施的“四万亿”，以及最近强调为经济转型和实体经济服务，都体现了我国银行业一脉相承的财政化职能。因此，一方面，我国银行体系承担公共服务所造成的隐性亏损实际上是准财政赤字，而非传统意义上的不良贷款；另一方面，由于我国商业银行所承担的财政职能，政府也将会承担起与之相应的扶持和救助责任。

1.2、宏观调控的工具

除了承担财政职能，我国银行业尤其是全国性商业银行同时也充当了宏观调控工具的角色：纵观改革开放以来我国经济发展历程，政府为了熨平经济的波动，宏观经济政策平均每隔几年要进行一次方向相反的操作，其轨道大同小异：新一届地方政府为了刺激经济增长，掀起一轮固定资产投资的高潮，银行信贷投入显著增加，此时银行进入享受政策红利期；之后经济过热导致物价上涨，银行信贷风

险增加，于是中央政府进行治理整顿，而银行也不可避免的承担了宏观调控的成本。

例如，我国银行在享受了 08 年末至 09 年中期以“四万亿投资”为背景的信贷扩张红利后，就陷入了消化扩张成本的时期，而为了防范金融风险而陆续出台的监管政策以及由此衍生出来的再融资问题、地方政府债务问题和房地产调控风险问题，就成为 09 年中期以来困扰我国银行业的问题，也因此成为抑制 A 股银行板块估值的主要因素。

依同样的逻辑，为避免宏观经济“软着陆”，保证保障房、水利建设等民生基础建设和国家重点项目工程建设，鼓励银行服务实体经济，就必须保持银行业继续充当调控工具的弹性空间。

2、对行业风险的再回答

对银行资产质量的担忧是目前压抑银行估值的关键因素之一，剪不断理还乱，尤其在国内外经济面临更为复杂的环境之时。为了深入探讨这个问题，我们按照中国银行业现阶段所面临的主要风险，分别进行研讨。

2.1、对地方债务风险的再思考

从国际经验尤其是欧洲债务危机的情况来看，发生财政危机的国家并不都是政府债务率或赤字率最高的国家，财政危机更多发生在偿债能力枯竭之时。

2.1.1、一般均衡下的债务风险压力测试

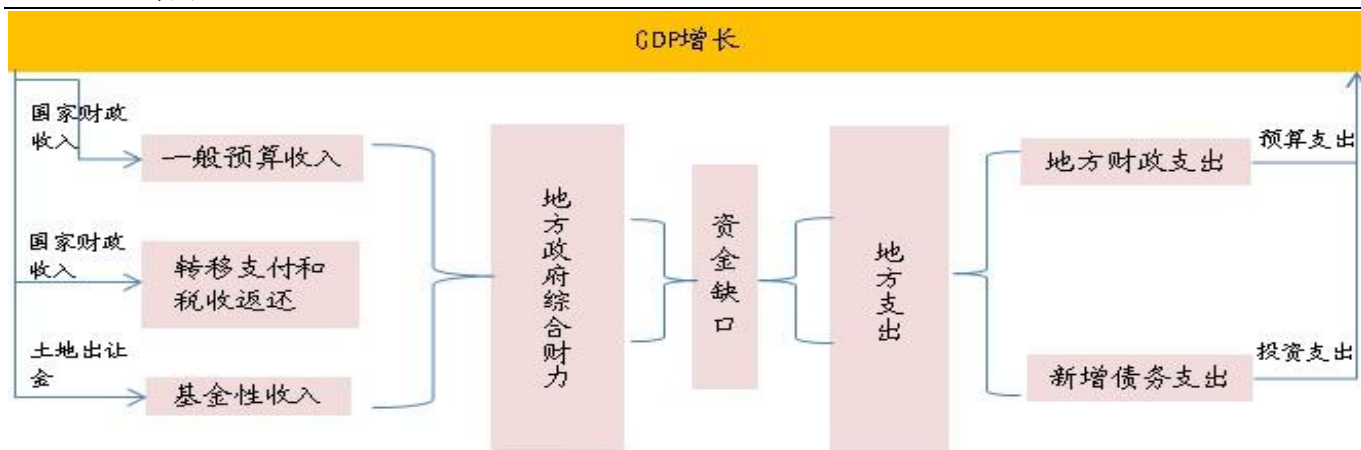
目前市场的注意力更多放在了分析现有地方债务水平的问题上，而忽略了地方债务是否具有可持续性的问题，或者虽然意识到了后者的问题，但却忽略了经济增长对新增地方债务的依赖性和现实性，即为维持一定的 GDP 增速，地方债务不可能是一成不变的，而很可能是继续增加的，进行债务压力测试时不应忽略此要素。因此，在纳入地方债务对经济增长的约束下考察地方债务率的走势更具现实意义。

总体思路

为纳入新增债务规模对经济增长的约束，我们的模型从经济增长率出发，假定政府的预算收入和基金性收入（主要是土地出让金）取决于 GDP 增长率，同时，GDP 增长率又部分取决于新增债务中用于投资支出的部分。当期偿债能力则取决于当期地方政府综合财力与地方支出的比较。

根据费希尔和易斯特利的政府预算约束模型，通过假定未来年份需用债务弥补的公共部门赤字、利率和经济增长率，就可以测算政府债务率的基本走势。

图 1、地方债务可持续性压力测试总体框架

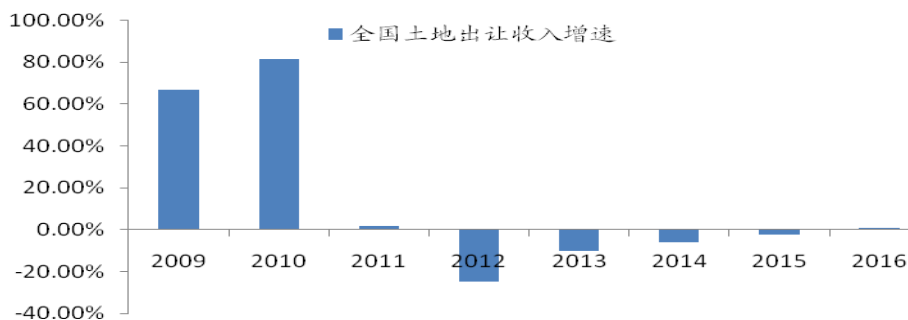


资料来源：国海证券研究所

假设条件：

1. 十二五期间名义 GDP 复合增速 10.5%；十五、十一五时期分别为 11.0%、13.2%。
2. 十二五期间全国财政收入占 GDP 比重提高 200bp；十五、十一五时期分别为 200bp 和 280bp。
3. 全部贷款利息以本轮加息周期（2008 年 11 月-2011 年 7 月）内的 3 年期贷款基准利率的平均值计算，即 5.95%。
4. 假设 2011、2012 年原有债务偿还额的 5 成展期一年。
5. 为保守起见，假设地方融资平台中可依项目现金流还款约占 26%，而不是依据现金流覆盖比率，从上市银行披露的情况看，后者一般达到 80%以上。
6. 假设 2011 年起新增债务用于项目建设，建设期 3 年，建设期满后 5 年等额偿还本金。
7. 全国土地出让金收入增速假设

图 2、全国土地出让收入增速假设（%）



资料来源：WIND，国海证券研究所

基本分析

以审计署公布的截至 2010 年底的地方债务数据为基准，我们分别假设情景分析 1 中地方债务余额没有增加，而在情景分析 2 中则根据维持 GDP 增长率的需要设置相应的地方债务新增量。同时，在每个情景分析中又分别测试了是否存在 3% 赤字率约束的子情景。测试结果如下：

情景 1：2010 年后没有新增地方债务

表 1、地方债务可持续性压力测试：情景 1-1

情景 1-1：不控制赤字率							
		2011	2012	2013	2014	2015	2016
年初债务余额	a	107,175	94,052	71,727	50,331	40,390	32,377
当年新增债务额	b	0	0	0	0	0	0
当年本金偿还额	c	13,123	22,324	21,396	9,941	8,012	3,238
利息	d	5,986	4,932	3,631	2,699	2,165	1,830
未覆盖到期偿还额	e=(c+d) × 74%	14,141	20,170	18,520	9,354	7,531	3,750
年末债务余额	f=a+b-c	94,052	71,727	50,331	40,390	32,377	29,140
增速%		-0.4%	-6.7%	-3.8%	8.1%	9.1%	12.3%
地方政府综合财力	g=h+i+j	121,076	131,285	145,601	164,257	187,591	216,189
一般预算收入	h	50,729	60,894	70,364	81,627	95,067	111,157
转移支付和税收返还	i	37,310	46,805	54,084	62,741	73,071	85,438
地方政府性基金收入	j	33,037	23,585	21,153	19,889	19,454	19,594
其中：土地出让金收入		28082	20048	17980	16906	16535	16655
增速%		-0.4%	-28.6%	-10.3%	-6.0%	-2.2%	0.7%
地方财政支出	k1	87,144	105,528	125,104	147,632	173,416	202,766
地方可支配盈余	m1=g-k1	33,932	25,757	20,497	16,625	14,176	13,423
资金缺口	n1=m1-e	19,791	5,587	1,976	7,271	6,645	9,673
国家财政赤字	o1	-5,190	-12,509	-18,412	-24,487	-30,364	-35,503
财政赤字 1/GDP	p1	-1.1%	-2.4%	-3.1%	-3.6%	-3.9%	-4.0%
地方政府偿债率	q1=(c+d)/g	15.8%	20.8%	17.2%	7.7%	5.4%	2.3%

资料来源：国海证券研究所

表 2、地方债务可持续性压力测试：情景 1-2

情景 1-2：控制赤字率在 3% 以内							
		2011	2012	2013	2014	2015	2016
年初债务余额	a	107,175	94,052	71,727	50,331	40,390	32,377
当年新增债务额	b	0	0	0	0	0	0
当年本金偿还额	c	13,123	22,324	21,396	9,941	8,012	3,238
利息	d	5,986	4,932	3,631	2,699	2,165	1,830
未覆盖到期偿还额	e=(c+d) × 74%	14,141	20,170	18,520	9,354	7,531	3,750
年末债务余额	f=a+b-c	94,052	71,727	50,331	40,390	32,377	29,140
增速%		-0.4%	-6.7%	-3.8%	8.1%	9.1%	12.3%
地方政府综合财力	g=h+(i-ii)+j	121,076	134,014	145,269	161,014	181,942	209,138
一般预算收入	h	50,729	60,894	70,364	81,627	95,067	111,157
转移支付和税收返还	i	37,310	46,805	54,084	62,741	73,071	85,438
转移支付减少额	ii	0	-2729	332	3243	5650	7051
地方政府性基金收入	j	33,037	23,585	21,153	19,889	19,454	19,594
其中：土地出让金收入		28082	20048	17980	16906	16535	16655
增速%		-0.4%	-28.6%	-10.3%	-6.0%	-2.2%	0.7%
地方财政支出	k2	91,033	111,539	130,133	153,368	182,566	219,486
地方可支配盈余	m2=g-k2	87,144	105,528	125,104	147,632	173,416	202,766
资金缺口	n2=m2-e	33,932	28,486	20,165	13,382	8,526	6,372
国家财政赤字	o2	19,791	8,316	1,644	4,029	995	2,622
财政赤字 /GDP	p2	-5,190	-15,921	-17,997	-20,433	-23,302	-26,689
地方政府偿债率	q2=(c+d)/g	-1.1%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
		15.8%	20.3%	17.2%	7.9%	5.6%	2.4%

资料来源：国海证券研究所

情景 2： 2010 年后地方债务继续增加

表 3、地方债务可持续性压力测试：情景 2-1

情景 2-1：不控制赤字率							
		2011	2012	2013	2014	2015	2016
年初债务余额	a	107,175	106,731	99,584	95,820	103,536	113,003
当年新增债务额	b	12,679	15,178	17,631	20,194	23,051	26,241
当年本金偿还额	c	13,123	22,324	21,396	12,477	13,584	12,335
利息	d	6,364	6,138	5,813	5,931	6,442	7,137
未覆盖到期偿还额	e=(c+d) × 74%	14,420	21,062	20,135	13,622	14,819	14,410
年末债务余额	f=a+b-c	106,731	99,584	95,820	103,536	113,003	126,909
增速%		-0.4%	-6.7%	-3.8%	8.1%	9.1%	12.3%
地方政府综合财力	g=h+i+j	121,076	131,285	145,601	164,257	187,591	216,189
一般预算收入	h	50,729	60,894	70,364	81,627	95,067	111,157
转移支付和税收返还	i	37,310	46,805	54,084	62,741	73,071	85,438
地方政府性基金收入	j	33,037	23,585	21,153	19,889	19,454	19,594
其中：土地出让金收入		28,082	20,048	17,980	16,906	16,535	16,655
增速%		0	0	0	0	0	0
地方财政支出	k1	87,144	105,528	125,104	147,632	173,416	202,766
地方可支配盈余	m1=g-k1	33,932	25,757	20,497	16,625	14,176	13,423
资金缺口	n1=m1-e	19,512	4,695	362	3,003	-643	-987
国家财政赤字	o1	-5,190	-12,509	-18,412	-24,487	-30,364	-35,503
财政赤字/GDP	p1	-1.1%	-2.4%	-3.1%	-3.6%	-3.9%	-4.0%
地方政府偿债率	q1=(c+d)/g	16.1%	21.7%	18.7%	11.2%	10.7%	9.0%

资料来源：国海证券研究所

表 4、地方债务可持续性压力测试：情景 2-2

情景 2-2：控制赤字率在 3% 以内							
		2011	2012	2013	2014	2015	2016
年初债务余额	a	107,175	106,731	99,584	95,820	103,536	113,003
当年新增债务额	b	12,679	15,178	17,631	20,194	23,051	26,241
当年本金偿还额	c	13,123	22,324	21,396	12,477	13,584	12,335
利息	d	6,364	6,138	5,813	5,931	6,442	7,137
未覆盖到期偿还额	e=(c+d) × 74%	14,420	21,062	20,135	13,622	14,819	14,410
年末债务余额	f=a+b-c	106,731	99,584	95,820	103,536	113,003	126,909
增速%		-0.4%	-6.7%	-3.8%	8.1%	9.1%	12.3%
地方政府综合财力	g=h+(i-ii)+j	121,076	134,014	145,269	161,014	181,942	209,138
一般预算收入	h	50,729	60,894	70,364	81,627	95,067	111,157
转移支付和税收返还	i	37,310	46,805	54,084	62,741	73,071	85,438
转移支付减少额	ii	0	-2,729	332	3,243	5,650	7,051
地方政府性基金收入	j	33,037	23,585	21,153	19,889	19,454	19,594
其中：土地出让金收入		28,082	20,048	17,980	16,906	16,535	16,655
增速%		-0.4%	-28.6%	-10.3%	-6.0%	-2.2%	0.7%
地方财政支出	k2	91,033	111,539	130,133	153,368	182,566	219,486
地方可支配盈余	m2=g-k2	87,144	105,528	125,104	147,632	173,416	202,766
资金缺口	n2=m2-e	33,932	28,486	20,165	13,382	8,526	6,372
国家财政赤字	o2	19,512	7,424	30	-239	-6,293	-8,038
财政赤字/GDP	p2	-5,190	-15,921	-17,997	-20,433	-23,302	-26,689
地方政府偿债率	q2=(c+d)/g	-1.1%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
		16.1%	21.2%	18.7%	11.4%	11.0%	9.3%

资料来源：国海证券研究所

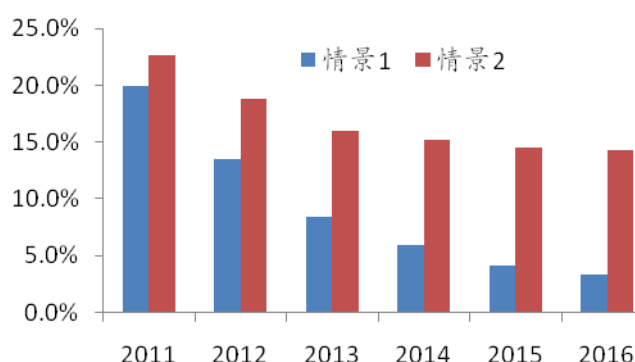
主要结论

从情景 1 的分析中可以看到，在没有新增地方债务的假设下，由于名义 GDP 增

长的稀释作用，地方政府偿债率从 2012 年约 20% 的高点快速下降到 2016 年的 2.3% 或 2.4%。在情景 2 的分析中，为维持约 10% 的名义 GDP 复合增长率，需要假定相应地方债务新增量，从而使得从 2014 年起地方债务余额重返正增长轨道，但地方政府偿债率从 2012 年约 21%-22% 的高点快速下降到 2016 年的 9% 左右。

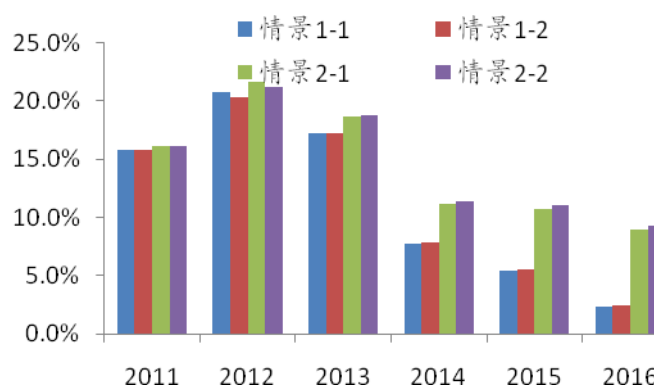
因此我们认为：1) 地方债务面临并非“违约风险”，而是“流动性风险”，如果债务能够适当展期，则违约风险将被大大降低。2) 如果允许地方政府发债、中央增加转移支付，或者增加其他融资渠道以维持流动性，则不但可以缓解其偿还债务的压力，也可以缓解财政紧缩压力，有利于增加民生支出和减少中国经济的下行风险。

图 3、期末债务余额与 GDP 之比



资料来源：国海证券研究所

图 4、地方政府偿债率



资料来源：国海证券研究所

2.1.2、日本的经验

从日本的情况来看，虽然债务率长期居高不下，但却没有发生债务危机。主要原因在于日本的债务结构有其特殊性：首先，其主权债务具有内部消化的特点，日本的政府债务几乎全部由日本居民和国内机构持有；其次，日本的储蓄长期大于投资，多年来经常账户持续出现大量盈余，偿付能力较强。实质上，日本的债务问题不在于其规模和增长速度，而是主要受制于经济发展情况，只要经济发展超过债务增长，其债务负担的内部性和贸易盈余就为此提供了充分的安全冗余。

同样的，我国政府的债务也具有内部消化的特点，持续的贸易盈余也有利于维持市场信心，只要经济实现可持续性增长，就不必过度担忧偿债能力。

表 5、政府债务总额与经常账户余额占 GDP 比重的国际比较

	日本	美国	法国	德国	英国	意大利	加拿大
政府债务总额占 GDP 比重 (%)							
2006	151.30	46.44	68.26	43.49	47.34	109.65	44.03
2007	149.59	46.71	67.10	40.76	48.13	104.84	40.15
2008	157.77	55.21	72.78	43.14	57.85	107.64	44.95
2009	174.37	67.43	83.54	47.62	73.23	118.99	53.14
经常账户余额占 GDP 比重 (%)							
2006	3.91	-5.99	-0.57	6.45	-3.38	-2.58	1.41
2007	4.82	-5.11	-1.00	7.61	-2.60	-2.44	0.84
2008	3.21	-4.66	-1.91	6.73	-1.65	-3.42	0.43
2009	2.80	-2.68	-1.93	4.89	-1.11	-3.17	-2.85

资料来源：THD WORLD BANK，国海证券研究所

2.2、对房地产调控风险的再思考

2.2.1、国际经验：安全垫是关键

首先，我们应该注意到本轮地产调控导致开发商资金紧张和房价初步下滑是政府主动调控的结果，调控的方向和力度基本在政府的掌控之下，而调控的目的显然不是让这个市场陷入崩溃的风险。

其次，从亚洲金融危机的经验来看，银行体系本身是否健全将是抵御房地产信贷风险的关键。香港和新加坡银行持有的房地产信贷占资产的 30%-55%，却能在资产价格大幅缩水时安然无恙，因为他们自身抵御风险的能力强，其资本比率达 15%-20%，不良资产率低于 2%，LTV 较低。遭受重创的韩国、菲律宾和泰国银行，虽然房地产信贷占比较低，但不良贷款率较高，同时资本充足程度提供的风险缓冲较小，因此房地产价格的波动使这些国家的银行业陷入了深渊。

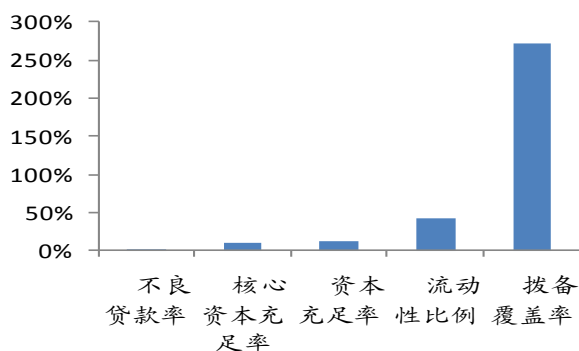
表 6、97 年各国家和地区的房地产信贷情况

国家和地区	不动产风险暴露	抵押率	不良率	资本充足率
韩国	15%-25%	80%-100%	16%	6%-10%
印度尼西亚	25%-30%	80%-100%	11%	8%-10%
马来西亚	30%-40%	80%-101%	8%	8%-14%
菲律宾	15%-20%	70%-80%	6%	15%-18%
泰国	30%-40%	80%-100%	15%	6%-10%
新加坡	30%-40%	70%-80%	2%	18%-22%
中国香港	40%-55%	50%-70%	2%	15%-20%

资料来源：公司数据

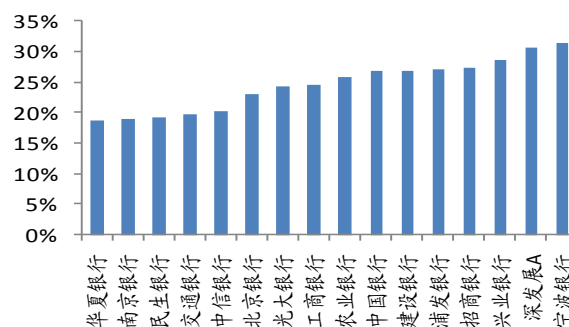
截至三季度末，我国商业银行的不良贷款率为 0.9%，资本充足率为 12.3%，核心资本充足率为 10.1%，拨备覆盖率 270.7%；我国银行业房地产贷款余额达到 10.46 万亿元，占各项贷款余额的比重约 19.76%。与 97 年东南亚金融危机爆发前相关地区银行业的水平相比，我国银行业的房地产相关贷款相当甚至略低一些，不良贷款比例则大幅低于上述国家或地区银行业的水平，在资本充足程度基本相当的情况下，我国银行业的安全垫更理想。

图 5、2011 年 3 季度监管指标



资料来源：银监会、国海证券研究所

图 6、2011 年中期房地产类贷款占比



资料来源：公司公告、国海证券研究所

2.2.2、其他压力测试

银监会和 IMF 披露房贷压力测试结果显示，房地产贷款对银行业经营整体影响较小。在房价有限下调的条件下，资产质量具有相当可控度，房贷不良率上升程度较轻微。

银监会压力测试结果。截至 2011 年 8 月，当房价下跌 50%，银行的贷款覆盖仍能达到 100%；约 98% 的个人按揭贷款“贷款房价比”低于 80%，开发贷款的平均抵押品比例也达到 189%

IMF 压力测试：虽有风险，但总体稳健。IMF 和中国政府共同对全国最大的 17 家商业银行进行的压力测试结果显示，根据 2010 年底数据，如果房地产价格下跌 30%，那么金融机构的资本充足率将下跌约 1%（约 4088 亿，而截至三季度末商业银行拨备总额约为 11038 亿）。如果地方政府融资平台贷款损失 15%，仅会导致两家小型股份制商业银行的资本充足率低于监管最低要求。

IMF 认为，只有在最坏假设下，金融体系才会遭遇较大系统性风险，25% 的银行系统的资本充足率将低于最低监管标准。这些假设包括：GDP 增长降至 4%、M2 增长约 10%、地产价格暴跌近 26%、存贷款利率变化 95 个基点；其内在涵义是在房价和宏观经济遭遇断崖式下跌的情况下，政府仍大幅紧缩货币，我们认为这几乎是不可能成立的。

2.2.3、房地产信托风险

根据我们的草根调研，截至 11 年三季度末，房地产信托余额大约 6798 亿元，其中大约有 2000-3000 亿于年内到期，到期时间集中在三月份，大约 300-500 亿。由于这些抵押率一般只有 30-40%，安全边际较高，而且目前折价项目转让的市场比较活跃，因此可以认为整体风险较小。

小案例：“中信盛景星耀地产基金集合信托计划”安全垫较高

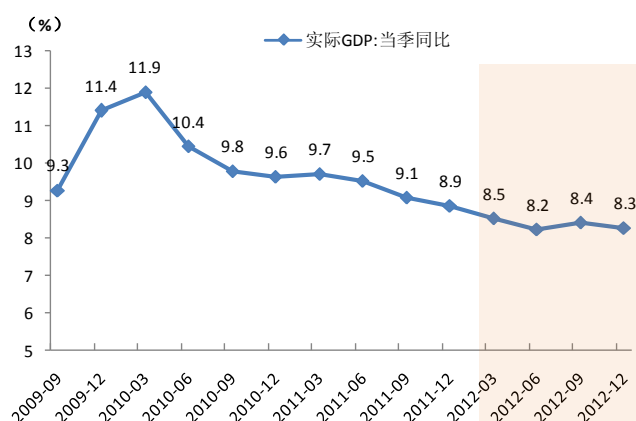
——中信盛景星耀地产基金集合信托计划为投资者设置了三重安全垫：1）三级受益权：投资者享有优先受益权；2）在预计将面临偿付时点现金流不足的风险时，受托人中信信托可向中信地产或具有收购实力的第三方出让星耀五洲项目股权，为投资者按时足额获得本息收益提供流动性保障；3）以星耀投资持有的天嘉湖地块作为抵押，抵押率 18.28%）。

2.3、对政策风险的再思考

2.3.1、2012 年经济工作指导思想

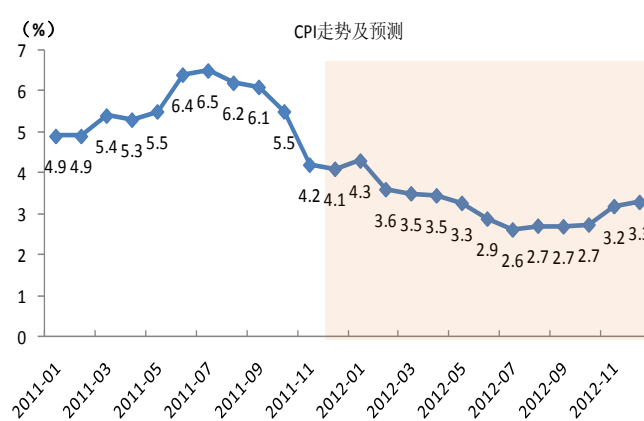
今年经济工作的总体思路是“稳”中求进，而本届金融工作会议则指出了金融业“服务实体经济”的政策取向。我们认为，“稳”即意味着防范和化解财政金融风险，“进”则说明必须确保经济增长的资金供给，而服务实体经济就说明银行业监管政策需要服从调控宏观经济大局的需要。

图 7、GDP 当季同比增速预测



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 8、CPI 同比增速走势预测



资料来源：WIND、国海证券研究所

2.3.2、政策拐点已显

种种迹象表明，在维持经济稳定增长和防范系统风险的政策取向向下，我国的银行业正迎来久违的政策拐点。银行体系作为作为经济增长发动机以及保障房、水利、铁路等重点基础建设的主要资金来源，保持银行体系的稳健、防止地方债务风险向金融体系蔓延、避免不同风险的叠加效应，比经济繁荣期更具重要性和紧迫性。因此，维持银行业的稳定就成为今年政策的取向。

表 7、银行业面临的政策环境向好

	主要内容
总基调	2011年中央经济工作会议确定了今年“稳中求进”的工作总基调 2012年1月第四次全国金融工作会议强调金融业必须服务实体经济，强化银行充当第二财政的功能，要求守住不发生系统性、区域性金融风险底线
地方债务	国务院批准，2011年上海市、浙江省、广东省、深圳市开展地方政府自行发债试点。 1月4日审计署12年第1号公告提到国务院正在研究制订加强地方政府性债务管理、切实防范化解财政金融风险的意见，拟对妥善处理地方政府存量债务、继续规范地方政府融资平台公司、建立规范的地方政府举债融资机制等工作作出全面部署。 银监会在2012年大型银行监管工作会议上提出将重点推进存量平台贷款的风险缓释和整改增信，平台贷款“控新降旧”。 近期媒体报道存量地方平台贷款或将有条件延期处理，显示政策可能对地方债务还款约束有所松动
监管政策	原定于2012年1月1日正式实施的银行业监管新标准被推迟 有媒体报道，银监会经适度放松即将实施的新资本监管要求，包括考虑商业银行将超额损失准备计入风险资本缓冲，同时将个人经营性贷款的风险权重从100%下调至75%，将小微企业贷款风险权重从75%下降至50%。
银行再融资	银监会主席撰文《准确把握银行业改革重点》指出资产扩张而倒逼资本补充的现象不可持续，要求强化资本约束和实现资本占补的动态平衡 近期媒体报道汇金可能降低其持股大型银行分红比例5个百分点
资本市场制度改革	证监会主席撰文鼓励社保基金、企业年金、保险公司等机构投资者增加对资本市场的投资比重，积极推动全国养老保险基金、住房公积金等长期资金入市 《2012年社会保险基金监督工作要点》指出人社部将研究养老保险基金投资运营问题，促进基金保值增值

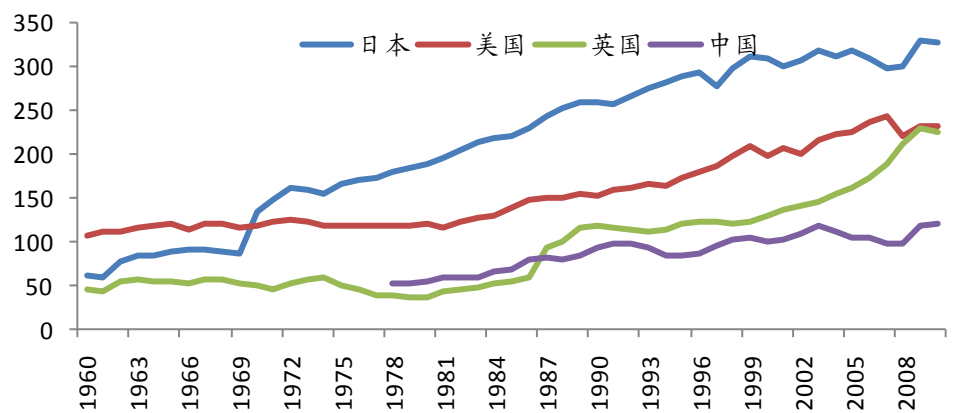
资料来源：政府部门网站，公开媒体，国海证券研究所

3、行业发展前途在何方

除了资产质量问题，市场对银行业的另一个担忧集中在行业发展前途上：在经济转型的大方向下，经济增长的驱动力将由投资拉动转向内需推动，由重资本的固定资产投资转向轻资本的服务业和新兴产业等，银行资产增长的空间将受到明显制约。

从国外经验来看，无论是文化背景和经济发展模式与我国类似的日本，还是市场化程度较高、直接融资发达的美国和英国，其银行部门提供的国内信用占 GDP 的比重都远高于我国目前的水平。

图 9、银行部门提供的国内信用占 GDP 比重（%）



资料来源：THD WORLD BANK, WIND, 国海证券研究所

3.1、经济转型的发动机

事实上，经济转型和银行发展其实是相辅相成而非互为矛盾的，在间接融资为主的背景下，无论扩内需还是发展新兴产业都为银行业的继续繁荣提供了广阔天地。

3.1.1、城镇化发展空间巨大

本次世界性经济危机使得促进内需成了中国一项更紧迫的任务，尤其是在对外开放领域的改革红利似乎已经达到顶点之时，改革相对比较落后的城镇化建设可能被赋予更重要的使命，以促进经济的持续强劲增长。

我们注意到，城镇化已经被政府视为作为扩大内需的长效机制和最大的潜力，这将对信贷增长提供广阔的空间。

表 8、关于“城镇化”建设的相关文件和中央领导谈话

2009年，中央经济工作会议提出：要以扩大内需特别是增加居民消费需求为重点，以稳步推进城镇化为依托，优化产业结构，努力使经济结构调整取得明显进展。

2010年，《中共中央国务院关于加大统筹城乡发展力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》的中央一号文件，又进一步把城镇化升格为保持经济发展的持久动力。

2010年，在政府工作报告中，温家宝总理提出了推动城镇化发展的新战略与新思路。

2010年8月，国务院副总理李克强在服务业发展改革工作座谈会上讲话时指出，城镇化推进的过程也是服务

2010年11月，李克强副总理在《求是》发表署名文章《关于调整经济结构促进持续发展的几个问题》，提出把城镇化作为扩大内需的战略重点，拓展持续发展空间；最大的内需在城镇化，最雄厚的内需潜力在

2011年3月，温家宝总理在政府工作报告中指出，十二五期间“积极稳妥推进城镇化，城镇化率从47.5%提高到51.5%，完善城市化布局和形态，不断提升城镇化的质量和水平”。

2011年11月，李克强在国务院发展研究中心调研时强调凝聚“各方智慧实施好十二五规划”，“扩内需的最雄厚潜力在城镇化，今后几年还有几千万农村人口将进入城镇，会对消费和投资形成强大的带动作用，从

2011年11月，新任中国证监会主席郭树清2011财新峰会指出要“努力促进公共资源在城乡之间的均衡配置，努力推动生产要素在城乡之间的自由流动”。

2011年12月15日，李克强副总理在贯彻落实中央经济工作会议精神的“全国发展和改革工作座谈会”上强调“扩大内需的最大潜力在城镇化……城镇化既可增加投资，又能拉动消费，是中国经济发展的重要引擎”。

资料来源：国海证券研究所

截至2010年，我国的城镇化率为47.5%，假设保持现有的速度，预计到2015年城市化率将提高到53.5%，城镇固定资产投资将从2010年的24万亿元增加到2015年的73万亿元，复合增速达20.2%。

表 9、城市化建设对城镇固定资产投资的拉动作用

年度	城市化率 (%)	城市化增长率 (%)	拉动投资增长 (%)	城镇固定资产投资 (亿元)
2010	47.5	2.1	3.5	242624
2011	48.8	2.3	3.8	296001
2012	49.9	2.3	3.9	364081
2013	51.1	2.4	4.4	453281
2014	52.3	2.4	4.5	571134
2015	53.5	2.3	4.7	731052

资料来源：《我国城市化建设的投资空间》，国海证券研究所

3.1.2、新兴产业资金需求强劲

发展新兴产业并不意味着资金需求萎缩，根据我们统计的部分行业“十二五”规划的投资规模，其总体资金需求依然巨大。参考日本、韩国、台湾等东亚经济体在经济发展过程中的经验，其经济转型和产业升级期间，社会融资体系依然以间接融资为主；在类似的经济增长路径和文化背景下，我国的融资体系发展也不会脱离这一路径，银行信贷将是新兴产业发展的主要资金来源。

表 10、部分新兴产业“十二五”计划投资规模

行业	投资规模
信息产业	4-5万亿
保障房	4.7万亿
环保	3.24万亿
高速铁路	2.8万亿
电网	2.2万亿
文化产业	2万亿
水利	1.8万亿
海洋工程装备	0.25万亿

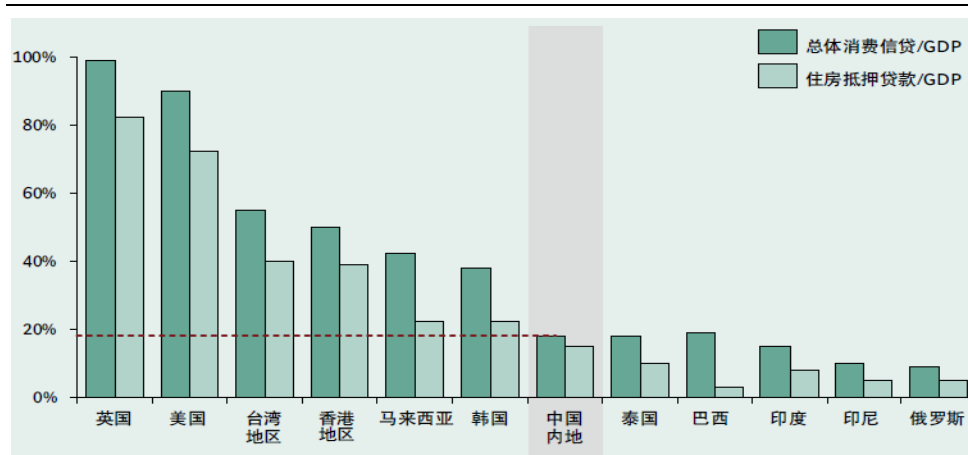
资料来源：国海证券研究所

3.1.3、个人消费信贷增长迅速

从国际银行业资产构成来看，个人消费信贷是其利润的主要来源之一。根据波士顿咨询公司统计，截至 2009 年，我国的消费信贷占 GDP 比重仅有 19%，远低于其他发达国家以及台湾和香港的水平。

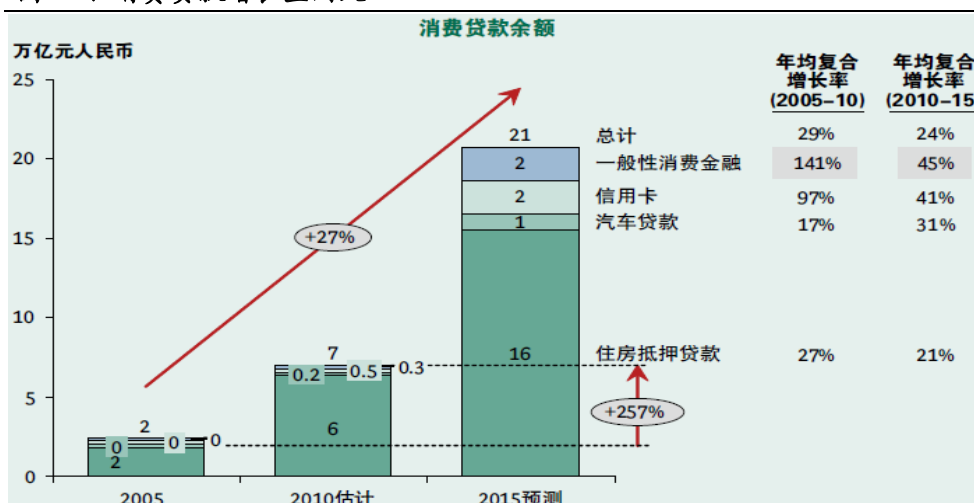
但近年来在政府政策支持下，我国的消费信贷市场快速发展，在各个方面蕴含着巨大的增长潜力。从 2005 年到 2010 年中国的消费贷款余额以平均每年 29% 的速度增长，波士顿咨询公司预计未来五年复合增速为 24%，到 2015 年总计为 21 万亿元人民币。

图 10、总体消费信贷渗透率（2009 年）



资料来源：BCG 分析（2011），国海证券研究所

图 11、消费贷款增长空间大



资料来源：《中国统计年鉴》，BCG 分析（2011），国海证券研究所

3.2、利率市场化的前景

一般认为，利率市场化比如放宽存款利率上限或贷款利率下限可能会导致国内银行业经营不稳定，银行为了吸储和争取优质贷款客户而面临较大价格竞争压力，

从而使得以公司银行为核心业务的国内银行受到不利影响。

我们认为在面临经济和金融风险加大的背景下，此时快速推进利率市场化的条件不成熟；并且，从国外经验来看，也许短期内利率市场化会导致银行息差下降，但通过产品类型、贷款品种和服务地区等方面实现多元化发展，我国银行业也是有提高净息差和利润水平的。

3.2.1、利率市场化与银行危机

利率市场化虽然可能带来纠正资金价格失真、提高资源配置效率的正面效应，但也可能带来通货膨胀、加大经济波动等不利影响。从国际经验来看，由于逆向选择（如存款流向利息最高而非经营效率最高的银行）和道德风险（吸储成本高企导致银行倾向高风险高收益业务）的副作用，利率市场化往往导致经济或金融危机。

表 11、利率市场化与银行危机

国家	利率市场化开始时间	银行危机发生时间
阿根廷	1977	1980, 1985, 1989, 1994
智利	1980-1995	1981-1987
巴拉圭	1990-1995	1995
印尼	1983-1995	1992-1994, 1997
印度	1991-1995	1991-1994
意大利	1980-1995	1990-1994
日本	1985-1995	1992-1994
韩国	1984-1988, 1991-1995	1997
马来西亚	1980-1995	1985-1988, 1997
挪威	1985-1995	1987-1993
葡萄牙	1994-1995	1986-1989
瑞典	1980-1995	1990-1993
美国	1980-1995	1980-1992

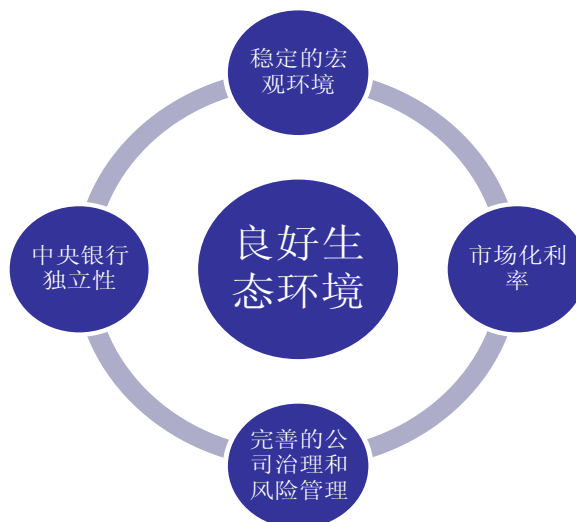
资料来源：Demirguc-Kunt&Detragiache,1998;Weller,1999；国海证券研究所

3.2.2、利率市场化的条件

从国际经验来看，发展中国家成功推进利率市场化改革，除了循序渐进外，还需要具备良好的生态环境：宏观面上，具备稳定的经济大环境、完善的法治和信用环境；微观面上，需要独立行使调控职能的中央银行、高度市场化的基准利率形成机制，商业银行真正建立完善的公司治理机制、可靠的风险计量与控制体系、多元化收入结构等。

而目前我国经济金融体系仍面临一定的系统性风险，商业银行仍然承担财政功能、容易受到地方政府的干预，其公司治理和风险控制机制也欠缺成熟稳健。比如第四届金融工作会议指出，我国“金融机构...（在）公司治理和风险管理仍存在不少问题...金融体系有待进一步完善，一些领域风险隐患比较突出”。此外，考虑到国际利率环境、保证一定的利差以扶持中小金融企业等情况，短期内放开放开存款利率上限的条件尚未成熟。

图 12、利率市场化的条件



资料来源：国海证券研究所

3.2.3、存款保险制度的影响

虽然完全实现利率市场化的时机尚未成熟，但并不影响存款保险制度的推出。我们在覆盖率 40%、50% 的假设下，分别测试了不同费率对上市银行净利润的影响情况。从测算结果来看，在覆盖率 50%、费率 0.08% 的中性假设下，存款保险对上市银行 2010 年净利润的影响约在 2%-4% 之间。

表 12、存款保险制度对银行费用的影响

	费用（亿元）					
	费率 0.05%		费率 0.08%		费率 0.1%	
	覆盖率 40%	覆盖率 50%	覆盖率 40%	覆盖率 50%	覆盖率 40%	覆盖率 50%
	2010	3Q2011	2010	3Q2011	2010	3Q2011
深发展A	1.13	2.08	1.80	3.33	2.25	4.16
宁波银行	0.29	0.43	0.47	0.68	0.58	0.85
浦发银行	3.28	4.42	5.24	7.08	6.55	8.85
华夏银行	1.54	1.98	2.46	3.17	3.07	3.96
民生银行	2.83	3.84	4.53	6.14	5.67	7.68
招商银行	3.79	5.23	6.07	8.36	7.59	10.45
南京银行	0.28	0.40	0.45	0.64	0.56	0.80
兴业银行	2.27	3.17	3.62	5.07	4.53	6.33
北京银行	1.12	1.55	1.78	2.47	2.23	3.09
农业银行	17.78	24.26	28.44	38.82	35.55	48.52
交通银行	5.74	7.91	9.18	12.65	11.47	15.82
工商银行	22.29	30.36	35.67	48.58	44.58	60.72
光大银行	2.06	2.84	3.30	4.54	4.12	5.68
建设银行	18.15	24.34	29.04	38.94	36.30	48.68
中国银行	15.08	19.93	24.13	31.88	30.16	39.85
中信银行	3.46	4.67	5.54	7.48	6.92	9.35

资料来源：国海证券研究所

表 13、存款保险制度对银行净利润的影响

	影响净利润					
	费率 0.05%		费率 0.08%		费率 0.1%	
	覆盖率 40% 2010	覆盖率 50% 3Q2011	覆盖率 40% 2010	覆盖率 50% 3Q2011	覆盖率 40% 2010	覆盖率 50% 3Q2011
深发展A	1.41%	2.11%	2.25%	3.38%	2.82%	4.22%
宁波银行	0.99%	1.36%	1.58%	2.18%	1.98%	2.72%
浦发银行	1.30%	1.69%	2.07%	2.71%	2.59%	3.38%
华夏银行	1.92%	2.28%	3.07%	3.64%	3.83%	4.55%
民生银行	1.24%	1.37%	1.99%	2.19%	2.48%	2.74%
招商银行	1.14%	1.41%	1.82%	2.25%	2.28%	2.81%
南京银行	0.99%	1.40%	1.58%	2.24%	1.97%	2.80%
兴业银行	0.94%	1.28%	1.51%	2.05%	1.89%	2.57%
北京银行	1.30%	1.55%	2.08%	2.48%	2.59%	3.10%
农业银行	1.47%	1.86%	2.36%	2.97%	2.95%	3.71%
交通银行	1.15%	1.60%	1.84%	2.56%	2.30%	3.20%
工商银行	1.04%	1.43%	1.66%	2.29%	2.08%	2.86%
光大银行	1.20%	1.50%	1.93%	2.40%	2.41%	3.00%
建设银行	1.04%	1.35%	1.66%	2.16%	2.08%	2.70%
中国银行	1.11%	1.59%	1.78%	2.55%	2.23%	3.18%
中信银行	1.22%	1.43%	1.95%	2.29%	2.44%	2.87%

资料来源：国海证券研究所

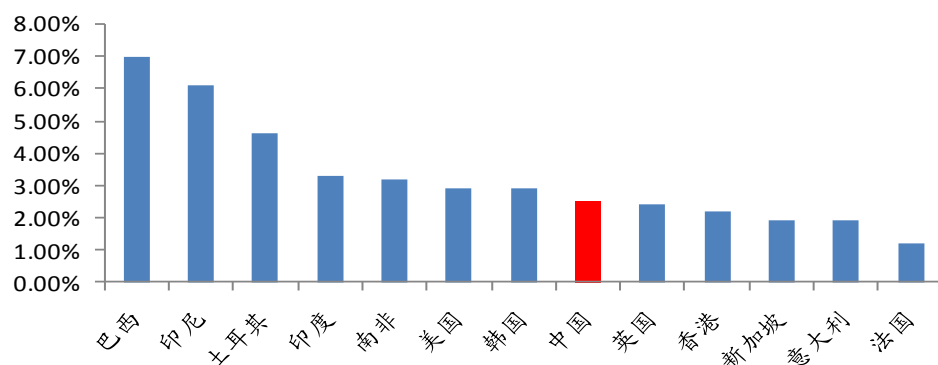
3.3、银行业“暴利”与否？

近期市场对于银行业存在“暴利”从而导致政策压制有所担忧。但事实上，我国银行业的净息差不但低于巴西印度南非等新兴市场国家，也低于美国韩国等发达国家，在国际上处于中等水平。

其次，从中信一级行业指数来看，银行业的资产报酬率较低，虽然其净资产报酬率较高，但这主要是由于银行业天然的杠杆率较高所致。而且由于我国银行资产扩张收到存贷比和业务创新的限制，其杠杆率相对国际同业处于较低水平。

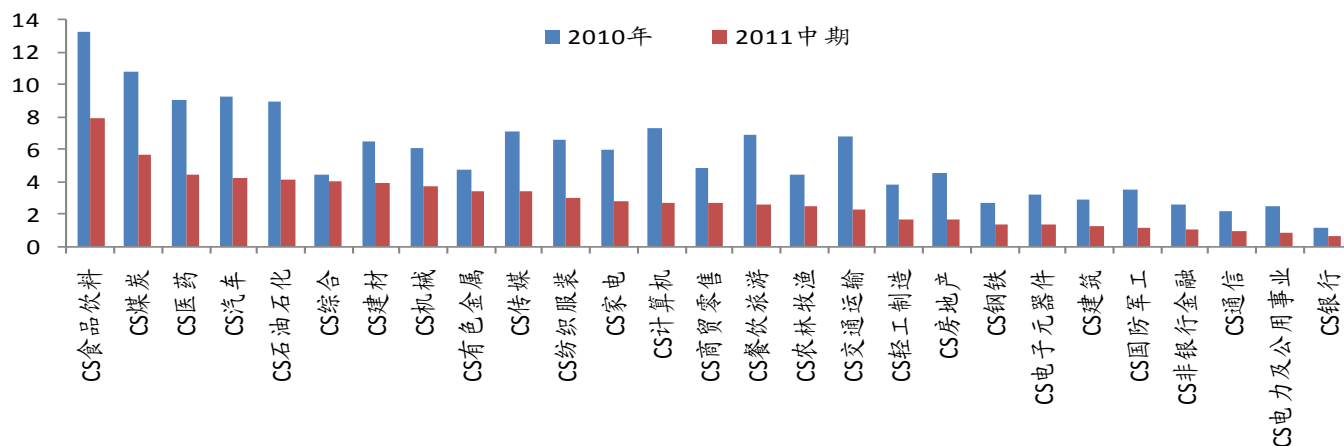
此外，由于银行业集中度较高，导致上市银行资产占全行业总资产比重居高不下，而其他行业上市公司占比相对较低。

图 13、2010 年各国净息差比较



资料来源：BLOOMBERG，国海证券研究所

图 14、中信一级行业 ROA 比较 (%)



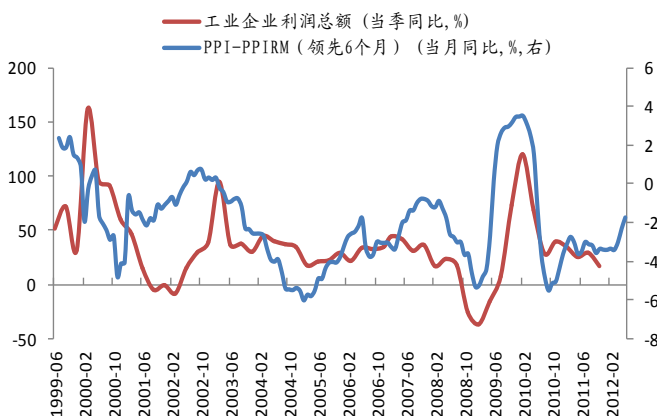
资料来源：WIND，国海证券研究所

4、投资策略

由于 PPI 同比与工业企业收入增速趋于一致，而 PPI 环比领先同比约 5 个月，预计 PPI 同比在 2012 年二季度触底；同时，PPI-PPIRM 领先工业企业利润增速约 6 个月，而 PPI-PPIRM 于 2011 年 10 月触底，也意味着工业企业利润增速在 2012 年二季度才触底。由于在此之前非金融企业可能面临戴维斯双杀困境，而银行盈利平稳，风险逐渐明朗化，估值修复的动力就较为强劲。中小板和创业板股票的估值反映了市场中相对较高的风险偏好，而低估值的银行板块则反映了市场中相对较高的风险厌恶。在二季度末 GDP 和货币出现拐点之前，避险需求将驱动银行板块更容易获得超额收益。

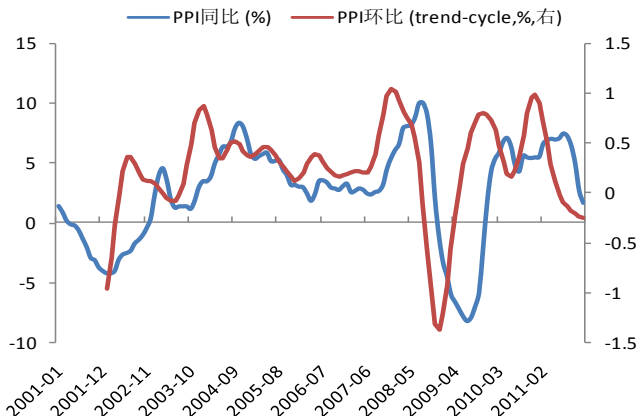
由于银行资产质量和发展前途好于预期，行业政策出现向好拐点，上市银行的业绩增长和估值修复具备坚实的基础，因此再次强调银行业的“推荐”评级，投资窗口主要在上半年。个股选择上，我们推荐受益行业监管环境放松、弹性较大、业绩增长较高的浦发银行（600000）、兴业银行（601166）、民生银行（600016）和招商银行（600036）。

图 15、PPI-PPIRM 领先工业企业利润 6 个月



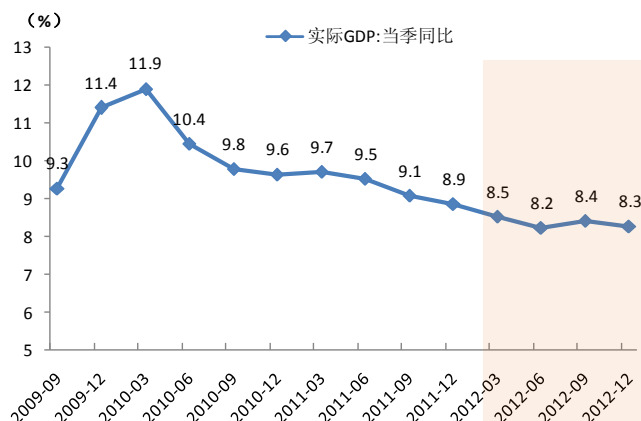
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 16、PPI 环比领先 PPI 同比约 5 个月



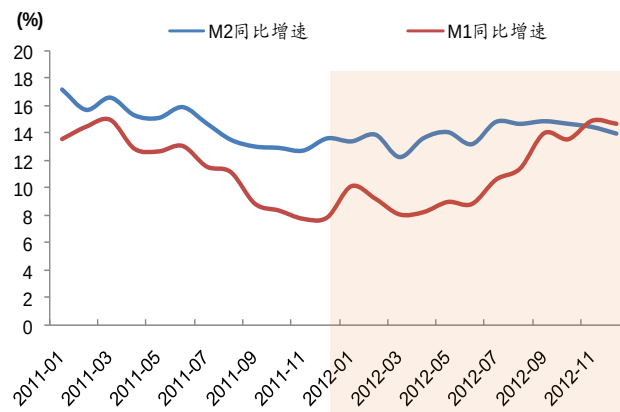
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 17、GDP 当季同比预测



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 18、M1、M2 同比增速预测



资料来源：WIND、国海证券研究所

5、风险提示

宏观经济超预期下滑带来的系统风险；房地产调控风险；利率市场化进程超预期。

【分析师承诺】

宁宇，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。