



2

中国经济政策转向， 中资银行2009年喜忧参半

——STANDARD & POOR'S 2009年1月7日

2008年内大部分时间，中国人民银行都在推行紧缩政策，实现控制经济增速过快和通货膨胀的目标。在2008年9月全球金融危机开始彰显威力之前，中国政府的主要关注目标一直是经济过热和通货膨胀威胁（参见2008年6月22日发布于RatingsDirect的名为《中国人民银行继续紧缩货币政策，境内小型银行及银行资产质量风险上升》的文章）。

但这是风云莫测的一年。最近数月中国人民银行正式宣布转向宽松货币政策。自2008年9月起，中国人民银行逐步取消对各家银行的信贷额度控制、下调利率和存款准备金率，并将2009年广义货币供应量（M2）增幅目标设定在16%-17%（与最近几年保持一致）。另一方面，中国政府在11月初出台4万亿元人民币（约合5,860亿美元）的财政刺激计划。中国政府意在通过上述一揽子政策，挽救诸多饱受高存货成本与需求萎缩双重打击的行业，从而再度激活快速降温的经济。这一针对宏观经济大幅放缓所作出的政策转变与全球央行近期的类似举措交相呼应。

标准普尔评级服务认为，中国的企业部门面临的挑战日益加剧，上述扩张性措施应能在一定程度上减轻企业压力，但无法从根本上消除。鉴于大型中资银行的财务指标目前相当稳健，我们并不认为因企业部门受压而给银行带来的挑战足以导致银行评级下滑。不过，这一判断的前提是中国政府不过分干预商业银行的信贷政策。标准普尔已将对中国银行业的展望由谨慎正面调整为稳定，反映了我

们认为银行业最近几年强劲的评级改善动力将在2009年大幅减弱。

2009年的主要信用风险

标准普尔预计2009年中国企业违约率将上升，特别是对出口企业及其他产能过剩但需求急剧萎缩的行业而言尤为如此。因此，2009年中资银行或将面临资产质量下降、不良贷款增加与利润大幅减少的局面。

由于中资银行的财务指标具有很强的顺周期特征，因此过去几年间，中资银行评级上调在相当程度上是由于它们在风险管理和公司治理等方面进行持续性内部改革（见表一，转下页）。如果上述方面出现严重倒退，则不仅会加重银行所面临的信用风险，而且将削弱我们对银行在这些方面所取得的进步的信心。

贷款质量将恶化

尽管过去5年中资银行贷款质量大幅改善，但贷款质量仍为中资银行风险状况中的一个重要组成部分；而且其重要性会随着全球信用持续紧缩而日益上升。虽然截至2008年第三季度，大型银行的财务表现依旧强劲，贷款质量继续改善，但全球性金融危机最终开始对中资银行的信贷质量产生压力。日益增多的中国出口商面临海外订单或取消、或急剧减少的局面，并导致出现连锁反应：私有企业

过去4年中资银行评级变动情况(表一)

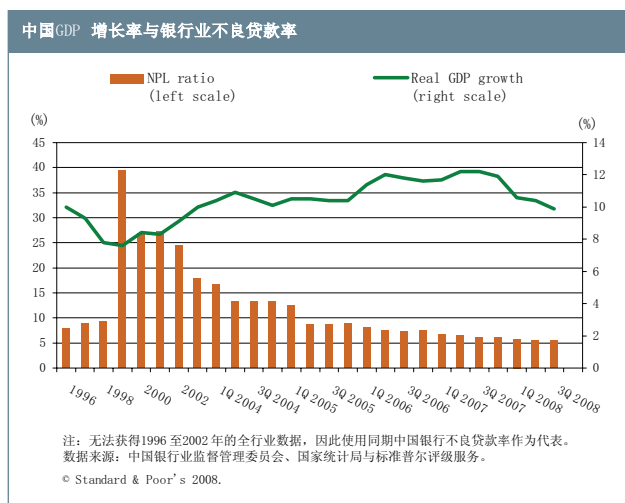
	2005	2006	2007	目前
中国工商银行股份有限公司	BBB+/稳定/A-2	BBB+/正面/A-2	A-/正面/A-2	A-/正面/A-2
中国建设银行股份有限公司	BBB+/稳定/A-2	BBB+/正面/A-2	A-/稳定/A-2	A-/稳定/A-2
中国银行股份有限公司	BBB+/稳定/A-2	BBB+/正面/A-2	A-/稳定/A-2	A-/稳定/A-2
交通银行股份有限公司	BBB-/稳定/--	BBB/稳定/--	BBB/正面/--	BBB+/稳定/--
招商银行股份有限公司	BB (公共信息评级)	未评级	BBB-/正面/A-3	BBB-/稳定/A-3

注: 截至2009年1月7日

资本支出意愿大幅减弱以及资本品需求萎缩, 表现在中国11月份生产者价格指数由上月的6.6%暴跌至2.0%。

标准普尔已将2009年中国国内生产总值(GDP)增长率预期由8.8%降至7.3%, 远低于2008年的9.5%。由于历史数据显示中国GDP增长与银行业贷款状况存在相关性, 因此预期的GDP增幅下调无疑将对中资银行在未来12个月内能否保持目前较低的不良贷款率蒙上一层阴影(见图一)。

(图一)



隐含企业不良贷款率或将上升204个基点

中国政府近期公布的刺激政策涉及新建基础设施投资、提高出口产品的退税率以及大幅下调利率与存款准备金率。毋庸置疑, 这些措施将暂时提振GDP并在一定程度上减轻边际借款人的财务负担, 从而防止中资银行不良贷款率大幅上升。基于中国上市公司2008年上半年财务数据, 经过我们测算, 在其他环境因素不变的情况下, 如果平均贷款利率下降300个基点, 则隐含的企业不良贷款率(定义为息税及折旧摊销前利润与净现金头寸之和对债务利息覆盖比率低于1)下降222个基点。尽管扩张性政策能

够帮助企业节省财务成本, 但我们认为企业2009年收入与利润率可能下降, 其负面影响远超上述积极影响, 因此今年银行业不良贷款率将上升。我们的基准情景假设息税及折旧摊销前利润率下降50%, 贷款平均利率下降300个基点, 在此情形下, 隐含的企业不良贷款率将上升204个基点(见表二转下页)。

另一方面, 贷款增速的放缓或将进一步推高中资银行的不良贷款率。中国银行业过去六年的贷款增速保持在年均14.6%左右的强劲水平, 从而有助于摊薄不良贷款率。但随着经济增长迅速下滑, 国内银行的惜贷情绪正在蔓延, 而质量较高的借款人(特别是杠杆性较低的居民部门)对借贷的意愿日益降低。政府财政刺激政策涉及的项目会给银行带来一定的放贷机会, 但我们认为只要全球经济依旧没有起色, 就不足以完全抵消较低风险私人信贷减少带来的冲击。

如果边际借款人利用宽松的货币政策环境继续通过借债进行经营, 而不是有序地对资产负债进行去杠杆化, 则银行长期资产质量可能也将恶化; 而且如果银行仅仅基于基础设施项目的发起人, 而不是在对项目可行性与财务承受能力进行适当评估后做出贷款决策, 则将对银行资产质量产生较大的长期影响。

政策风险较高: 建设信用文化的难度增大

中国银行业一直面临的深层次挑战是通过制度化公司治理措施和内部控制, 建立信用文化。中资银行始终面临在商业决策与实现经济和社会目标之间寻找合理平衡点的要求。在面临经济压力(类似眼下的情况)之时, 这一点突出为重要的问题。

过去几年, 由于中国经济保持高速增长, 因此中国政府对商业银行贷款政策的直接干预并未成为重要问题。但在目前营运环境艰难并可能进一步恶化的情况下, 此举的

(表二)

不同情景下隐含不良贷款率

	息税及折旧摊销前利润率降幅(%)				
利率降幅(基点)(由参考水平的降幅)*	0%	20%	30%	50%	60%
0	6.14	9.14	10.90	19.78	24.03
(100)	5.97	7.92	9.15	18.39	22.58
(200)	5.65	6.12	7.89	11.09	19.46
(300)	3.92	5.80	6.09	8.18	14.98
(400)	2.98	3.91	5.78	7.88	8.21

影响程度将放大。我们相信，如果GDP 增长放缓产生一系列的社会不稳定问题，如何在社会问题管理（如失业率的上升）与实现银行业现代化和商业化承诺之间取得平衡将成为对中国政府的考验。

地方政府目前也在集中精力保持经济增长与创造就业，因此商业银行可能很难维护与地方政府的控制信用风险。这对小型地区性的城市与农村银行及其他基层金融机构而言尤为明显，因为它们的所有权普遍掌握在地方政府手中；而且与中央政府相比，地方政府面临资金短缺的压力。

盈利能力或将降低

尽管中资银行到目前为止的盈利能力保持较高水平，但2009 年可能会降至一个更可持续的水平，甚至不排除大幅降低。这是因为过去几年间净利差不断扩大的趋势已经出现逆转，信贷拨备成本预料上升，而手续费收入的增长可能进一步放缓。

2004 年以来中资银行的盈利能力持续、稳步改善，这要得益于利差丰厚的贷款业务高速发展、非利息收入业务的迅猛增长以及过去几年非常有利的信贷环境。截至

2008 年第三季度末，由于净利差维持在良好水平，加上手续费业务尽管放缓，但依旧保持高速增长，足以抵消因结构融资产品和破产海外金融机构投资所带来的有限损失，因此大型银行的利润状况持续强劲（见表三）。

我们认为近期的降息将对中资银行的净利差造成负面影响。去年9 月以来中国人民银行连续数次下调利率，基准的1 年期贷款与存款利率分别累计下降216 和189 个基点，至5.31%和2.25%。如果在静态基础上进行考量，由此给银行造成的负面影响似乎可控。取决于银行的资产和负债规模以及各自的期限状况，我们预期净利差下降区间在30 至60 个基点不等（以总资产计算）。但如果考虑到降息可能令银行存款组成结构产生的动态变化，我们认为实际影响要大于上述预期。

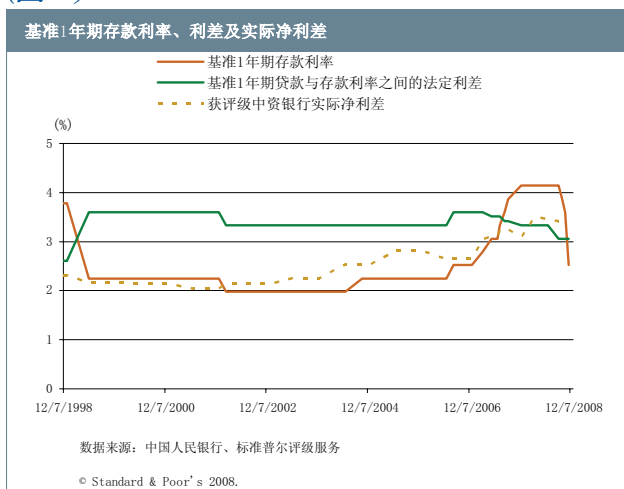
由于市场普遍预计存款利率将继续下降以及存款人投资渠道有限，因此银行的存款组合正从活期存款转向定期存款，短期存款转向长期存款。因此，银行融资成本的降幅可能小于预期。历史上看，基准存款利率的下降在经过一个较短的滞后期后，通常伴随着中资银行实际净利差的收窄，反之亦然。（见图二 转下页）

(表三)

2008 年前9 个月获评级中资银行盈利能力（折合成年率）

(%)	中国工商银行股份有限公司	中国建设银行股份有限公司	中国银行股份有限公司	交通银行股份有限公司	招商银行股份有限公司
净利息收益与平均资产之比	2.89	3.21	2.59	2.90	3.35
非利息营业利润与平均资产之比	0.53	0.60	1.18	0.43	0.63
其中净费用利润与平均资产之比	0.51	0.57	0.67	0.39	0.55
贷款损失准备金与平均资产之比	0.50	0.42	0.56	0.34	0.20
平均资产利润率	1.37	1.61	1.32	1.32	1.78

(图二)



此外，中国人民银行近期允许将住宅抵押贷款利率的下限降低至基准贷款利率的70%，而此前为85%。这也可能进一步降低银行的净利差。此项政策的推出旨在激活房地产市场，但截至目前对住宅销售的影响有限。

由于净利差必将下降，信贷成本或将成为中资银行未来2年整体财务表现的主要决定因素。由于企业借款人财务状况的快速恶化对资产质量造成负面影响，因此信贷成本不可避免地上升。但目前很难预计信贷成本的上升幅度，部分源于政府继续出台刺激国内需求与减轻边际借款人财务负担的政策，部分因为银行在过去几年提取了令人满意的拨备准备。截至2008年9月底，获评级中资银行贷款损失准备金对不良贷款的平均覆盖率远高于100%。

希望犹存 市值重估所得尽在掌握

尽管2009年中资银行盈利能力面临压力，但由于基准存款利率下调与银行间市场流动性依旧过剩，可能推动债券价格持续走高（见图三），因此至少在2009年上半年，各银行国内债券投资的未实现市值重估所得应继续上升。

(表四)

获评级中资银行对问题结构融资产品的净投资额			
(百万美元)	股东权益	对问题结构融资产品的	净投资额该净投资额占总资本之比
中国工商银行	85,834	1,216	1.42%
中国建设银行	70,330	539	0.77%
中国银行	69,813	9,032	12.94%
交通银行	20,859	可忽略不计	0.00%
招商银行	13,202	0	0.00%

注：汇率为1美元兑6.8183元人民币 数据来源：各银行截至2008年9月30日的财务报告

(图三)



2008年前三个季度，尽管大多数大型中资银行的海外债券投资继续录得重估损失，但国内投资组合的重估收益颇佳。我们相信，这应能继续帮助银行在一定程度上抵消净利差和信贷成本的压力。

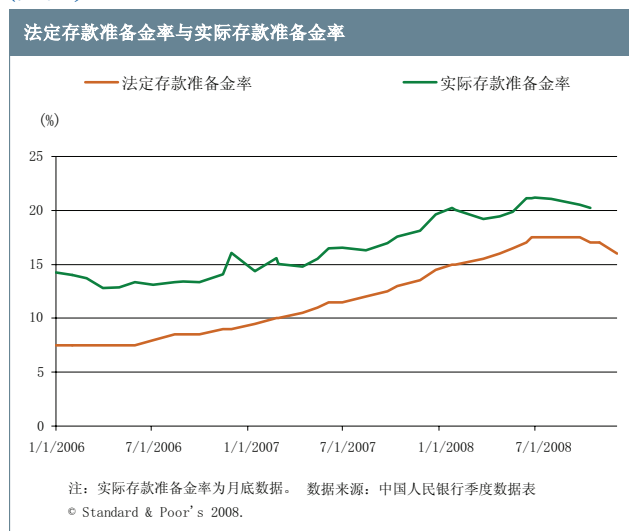
与中资银行国内投资组合的潜在市值重估收益相比，它们在海外投资组合上的重估损失应微不足道。整体来看，由于中资银行以国内业务为主，因此在海外债券市场的涉足规模较小（参见2008年2月20日发布于RatingsDirect的名为《中资银行所面临国内信用风险甚于次贷危机的威胁》的文章）。中国银行股份有限公司（A-/稳定/A-2）可能是一个例外，因为在大型中资银行之中，该行的海外债券投资组合规模最大（见表四）。但即便是中国银行，其海外问题结构融资产品投资依然不足其股东权益总额的13%。到目前为止，相关减计支出/重估损失未对其盈利造成重大影响。

流动性风险有限

总体来看，由于中国监管机构对银行贷存比率设定上限（目前为75%）以及中国储蓄率较高，因此中资银行的流动性状况依旧强劲。截至2008年11月底，银行业实际贷存

比率为65.94%。中国存款准备金率波动性较大，在今年6月份曾一度升至17.5%，但自2008年12月25日起降至15.5%（对大型存款类金融机构）和13.5%（对其他中小型存款类金融机构）（见图四）。这种波动性尽管可能不时给中资银行的资产负债管理造成暂时性压力，但很难对中资银行的流动性状况造成实际威胁。

(图四)



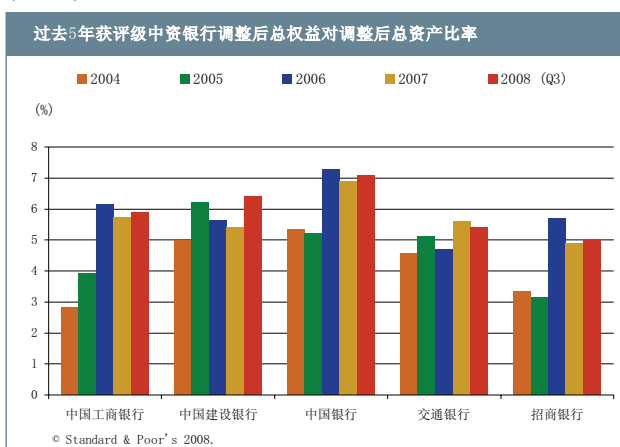
2008年9月以来，包括城市与农村商业银行在内的中资小型银行的法定存款准备金率一直低于大型银行。我们并不认为小型银行存款准备金率降幅较大意味着其现在陷入困境，而认为这更多反映了政策制定者希望它们扩大中小企业贷款规模。但如果它们此后出现大量的信贷损失，由于中国目前仍未能建立明确的存款保险制度，我们预计可能会发生存款搬家现象。

资本状况仍以支持目前评级

我们相信获评级银行的资本状况应能在未来1至2年内抵御信贷质量和盈利能力面临压力的影响。受益于中国政府主导的资本重组和首次公开发行，中国三大上市银行——中国银行、中国工商银行股份有限公司（A-/正面/A-2）、中国建设银行股份有限公司（A-/稳定/A-2）——资本比率处于适当水平（见图五）。它们大幅改善的盈利能力也对增强资本实力有所裨益，这一点可以从其资产负债表内留存收益的快速增长中得到印证。此外，由于中资银行已发行混合资本债规模不大，因此随着此类债券发行规模的扩大，它们的资本状况有望进一步增强。

我们对中资银行的资产快速增长一直持谨慎态度。尽管在中国经济强劲之时，它们强劲的盈利能力多少足

(图五)



以支持这种增长速度，但鉴于预计它们财务表现将出现下滑，因此如果保持过去几年的增长速度，则中资银行的资本实力未来可能遭到削弱。此外，如果银行通过并购等激进方式扩大资产负债表规模，则对其资本实力将造成严重影响。如果并购规模较大，甚至会给其目前的评级带来压力。如果银行信用风险状况或盈利状况的恶化程度又超出我们目前的预期，那么这种压力将进一步加大。

行业展望现为稳定

目前愈演愈烈的全球性金融危机不仅仍在打击西方银行业，而且中资银行也不能独善其身。尽管大型中资银行的财务指标依旧稳健，迄今基本未受明显影响。但随着信用危机恶化为全球经济下滑，中资银行也将面临更为严峻的考验。保持信贷质量将成为它们面临的主要挑战。

如果中国对大型银行的贷款流程不进行过多干预，我们预期它们的财务状况将足以承受2009年可能出现的冲击。在我们看来，中国政府的扩张性政策可能会影响部分银行的审贷标准，同时会对银行的盈利能力和资本实力造成负面影响。但另一方面，中国人民银行货币政策的调整也有助于减轻部分边际借款人的压力，从而防止不良贷款今年出现大幅增长。鉴于对银行的影响有弊有利，我们目前已经将对中国银行业的展望由谨慎正面调整为稳定。