银行业点评

以史为鉴，出口下滑对江浙银行影响多大？

超配

◆ 公司研究·公司快评 ◆ 银行 ◆ 投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：	田维韦	021-60875161	tianweiwei@guosen.com.cn	执证编码：S0980520030002
证券分析师：	王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	执证编码：S0980518070002
证券分析师：	陈俊良	021-60933163	chenjunliang@guosen.com.cn	执证编码：S0980519010001

事项：

国信银行观点：通过回顾 2013-2016 年以及 2018-2019 年两轮出口下滑周期中江浙区域银行经营情况，预计此轮出口下滑周期中江浙区域优质中小银行业绩仍将维持较好增长，景气度上行态势延续。维持行业“超配”评级，建议关注常熟银行、瑞丰银行、张家港行、苏农银行等。

（1）第一轮出口下滑期间浙江省银行业基本面有一定恶化，江苏省银行业基本面小幅下行。第二轮出口下滑期间江浙银行业基本面均保持稳定，实现了较好增长。2013-2015 年浙江省金融机构不良率、贷款扩张以及 34 家城农商行整体净利润增速均有所恶化，但 2016 年各指标开始改善；2013-2016 年江苏省金融机构各经营指标小幅回落。2018-2019 年浙江省和江苏省金融机构不良率下行，贷款扩张稳定，浙江省 65 家城农商行以及江苏省 50 家城农商行整体净利润都实现了较好增长。同时，我们分析了宁波市、绍兴市、苏州市和无锡市城农商行在两轮出口下滑周期中的表现，仅第一轮出口下滑期间宁波市和绍兴市城农商行基本面有一定恶化。第一轮出口下滑周期中浙江省银行业基本面表现弱于江苏省银行业，主要是浙江省对外贸依存度更高且第一轮出口下滑周期中浙江省小微企业联保互保现象较为突出。

（2）以史为鉴，宏观经济整体才是影响银行经营的核心因素。2013-2015 年除了出口下滑，我国经济内需也面临较大压力，由于消化前期刺激政策带来的负面影响，经济整体处在下行周期，因此银行业整体面临较大经营压力。2016 年我国出口延续大幅下行，但随着刺激政策负面影响的消化，以及房地产去库存等政策效果的显现，我国经济进入企稳复苏阶段，江浙银行业基本面也随之好转。2018-2019 年我国经济正处在复苏阶段，因此出口下滑并没有改变中小银行景气度。可见，最根本的决定因素仍然是宏观经济，不必过度放大单一外需因素的影响。

展望 2023 年，我国出口面临较大下行压力，但随着疫情防控政策放开以及房地产利好政策加码，内需将逐步恢复，经济整体呈现温和复苏态势，与 2019 年的环境更为相似。同时，由于江浙区域经济对出口依存度已大幅降低，且江浙区域中小银行信贷投放结构和区域更加分散，因此我们预计此轮出口下行并不会改变优质中小银行景气度持续上行态势。

评论：

◆ 历史上两轮出口下滑周期中江浙银行业经营情况

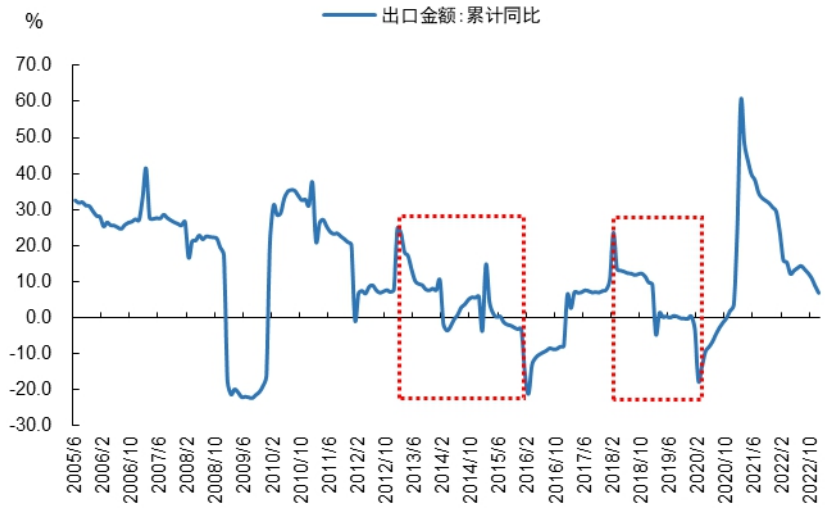
伴随欧美经济持续回落，我国今年外需面临较大下行压力。长三角经济对出口依赖度相对较高，市场担忧出口回落会对长三角区域银行带来比较大的冲击。因此我们主要回顾了历史上我国最近两轮出口下滑周期中江浙区域银行的表现，以史为鉴来预判此轮出口下滑对江浙区域银行业绩的影响。

我国历史上最近的两轮出口下行周期分别是 2013-2016 年和 2018-2019 年（2020 年全球受疫情扰动，分析时不考虑）：

✓ 第一轮：2013-2016 年。我国出口金额累计同比增速由 2013 年 1 月的 25%降至 2016 年 2 月的-21%，2016 年全年下降了 7.8%。

✓ 第二轮：2018-2019 年。我国出口金额累计同比增速由 2018 年 2 月的 23.7%降至 2019 年末的 0.5%。

图1：2013-2016 年、2018-2019 年我国出口明显下滑



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

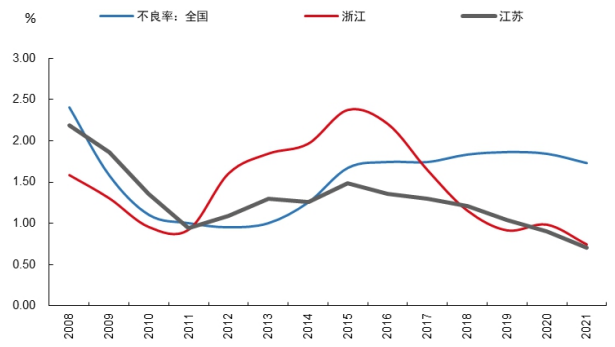
■ 浙江银行业基本面在第一轮出口下滑期间有所恶化

从浙江省和江苏省金融机构不良率、贷款扩张和净利润增速来看，2013-2016 年出口下滑期间浙江的银行业基本面有所恶化，但江苏省银行业基本面仅小幅下行，基本保持稳定。2018-2019 年出口下滑期间浙江省和江苏省银行业基本面均保持稳定，实现了较好增长。

✓ 第一轮出口下滑周期（2013-2016 年）：2013-2015 年浙江省金融机构不良率、贷款扩张速度均有所恶化，34 家城农商行净利润增速也有所下降，但 2016 年各经营指标有所改善。2013-2016 年江苏省金融机构各经营指标相对较为稳定，仅小幅下行。（1）不良情况：2015 年末浙江省和江苏省金融机构不良贷款率分别为 2.37%和 1.49%，较 2012 年末分别提升了 77bps 和 40bps，同期全国商业银行不良率提升了 72bps 至 1.67%。但 2016 年末浙江省和江苏省金融机构不良贷款率分别降至了 2.20%和 1.36%。主要是 2013-2015 年我国经济内需也面临较大压力，主要是消化前期刺激政策带来的负面影响，银行业不良大幅暴露。2016 年我国出口虽大幅下行，但随着前期刺激政策负面影响逐步消化，以及房地产去库存等政策效果的显现，我国经济进入企稳复苏阶段，因此江浙银行业不良率随之下行。（2）规模扩张：金融机构贷款增速自 2010 年开始大幅回落，2009 年末全国、浙江省和江苏省贷款增速分别为 31.74%、32.43%和 36.10%，但 2016 年末已分别回落至 13.5%、7.0%和 14.5%，其中浙江省金融机构贷款扩张回落幅度最大。（3）业绩增速：我们主要选取区域部分城农商行作为样本。2015 年浙江省 34 家城农商行整体净利润同比增长 6.0%，较 2013 年增速回落了 3.2 个百分点；2015 年江苏省 30 家城农商行整体净利润同比增长 7.4%，较 2013 年回落了 2.5 个百分点。2014-2015 年浙江省和江苏省业绩增速虽然都有所回落，但降幅明显低于全国商业银行降幅。另外，2016 年浙江省和江苏省样本银行净利润增速则分别提升至 10.9%和 10.8%。

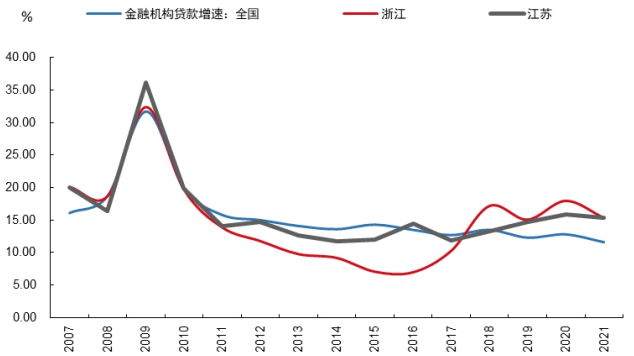
✓ 第二轮出口下滑周期（2018-2019 年）：浙江省和江苏省不良率有所下行，贷款扩张速度和业绩增速稳定。2019 年末浙江省和江苏省金融机构不良贷款率分别是 0.91%和 1.04%，较 2017 年分别下降了 73bps 和 26bps，同期全国商业银行不良贷款率提升了 12bps 至 1.86%。2018-2019 年浙江省 66 家城农商行整体净利润分别增长了 14.8 和 14.2%，江苏省 50 家城农商行整体净利润分别增长了 12.5%和 13.6%，业绩增速稳定在较好水平。

图2：第一轮出口下行期浙江省不良率上升较快



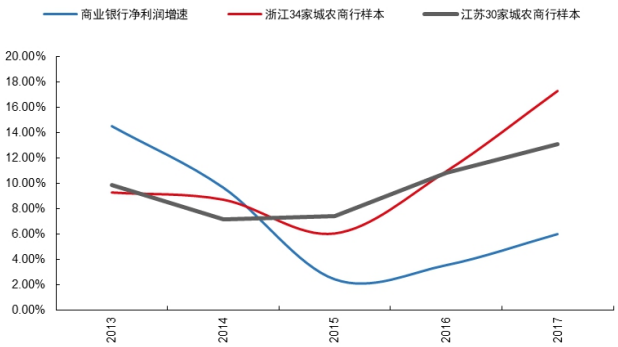
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图3：第一轮出口下行期浙江省贷款增速回落幅度较大



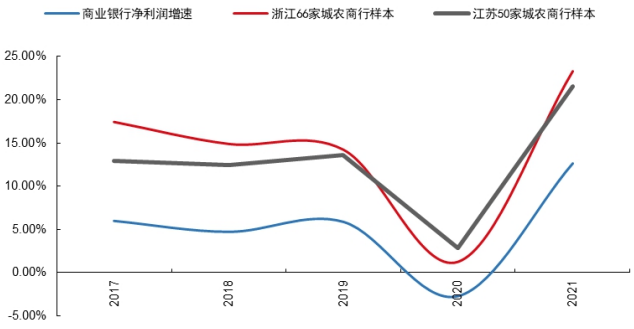
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图4：2013-2016 年江浙城农商行业绩增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图5：2018-2019 年江浙城农商行业绩增速



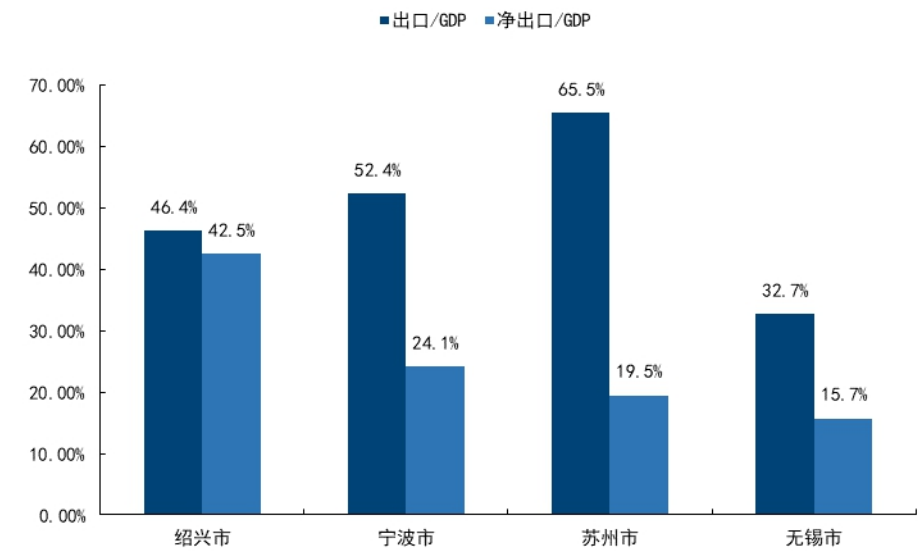
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

■ 江浙四市城农商行在过去两轮出口下滑周期中的表现

当前浙江省上市银行分布在宁波市、绍兴市和杭州市，江苏上市银行分布在南京市、苏州市和无锡市，考虑到杭州市和南京市上市城农商规业务聚焦当地政务以及大企业，与出口景气度关联度相对较低。因此我们主要聚焦宁波市、绍兴市、苏州市和无锡市，分析其经济出口依赖度以及前两轮出口下滑对本地银行的影响。

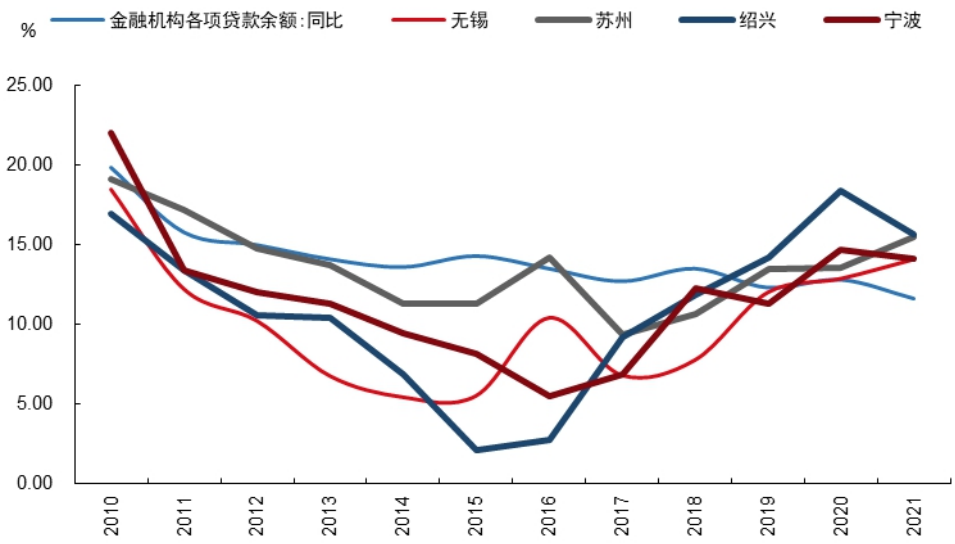
从 2022 年“出口/GDP”比重来看，绍兴市、宁波市、苏州市和无锡市该比值分别为 46.4%、52.4%、65.5%和 32.7%，从 2022 年“净出口/GDP”比重来看，绍兴市、宁波市、苏州市和无锡市该比值分别为 42.5%、24.1%、19.5%和 15.7%。因此，绍兴市和宁波市经济对外贸依赖度较高，苏州市和无锡市经济对外贸依赖度相对处在较低水平。

图6：江浙四个市对出口的依赖度



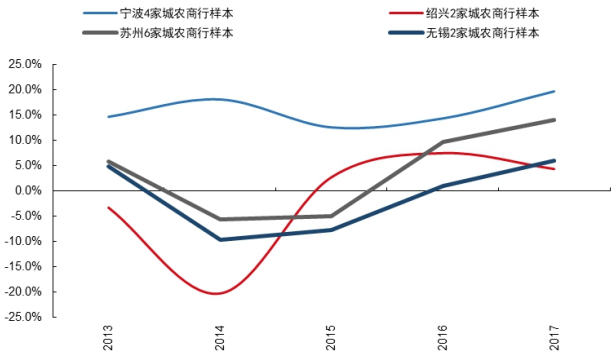
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图7：宁波和绍兴在第一轮出口下行周期中贷款增速明显回落



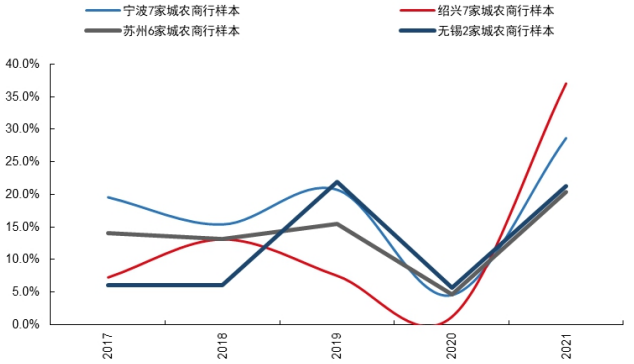
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图8：四市城农商行 2013-2017 年净利润增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图9：四市城农商行 2017-2021 年净利润增速



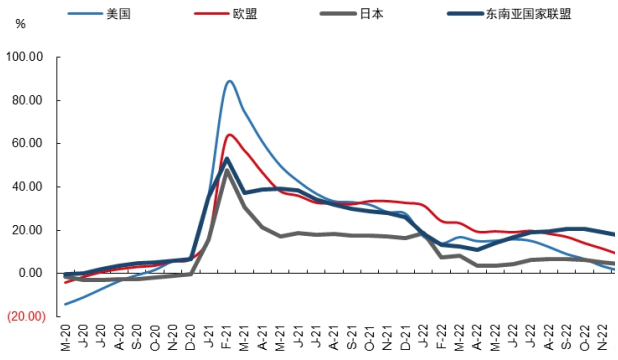
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

◆ 预计该轮出口下滑不改变优质中小银行景气度上行的态势

■ 预计此轮对东南亚出口韧性较强；内需大幅发力下经济企稳复苏

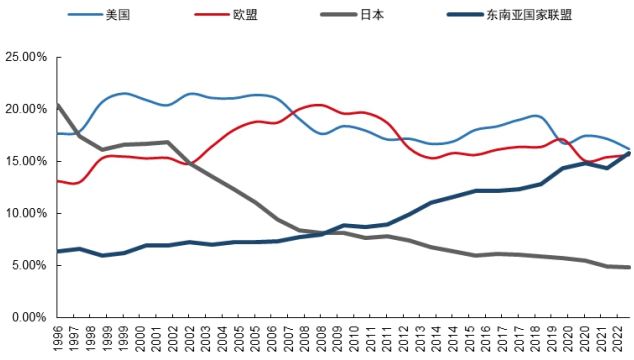
欧美日出口大概率负增，但东南亚预计仍能保持较好增长。伴随欧美经济持续回落，我国对欧美日的出口自今年 7 月以来呈现持续大幅下降的态势，预计 2023 年增速进一步回落至负增长。同时，地缘政治风险也会对出口带来冲击。但近年来我国东南亚出口一直保持强劲，占我国出口总额的比重已提升至约 16.0%的水平。预计 2023 年东南亚出口仍将保持韧性，部分对冲欧美出口的大幅下降。

图10：我国东南亚出口仍保持了较强韧性



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图11：我国出口东南亚份额持续提升



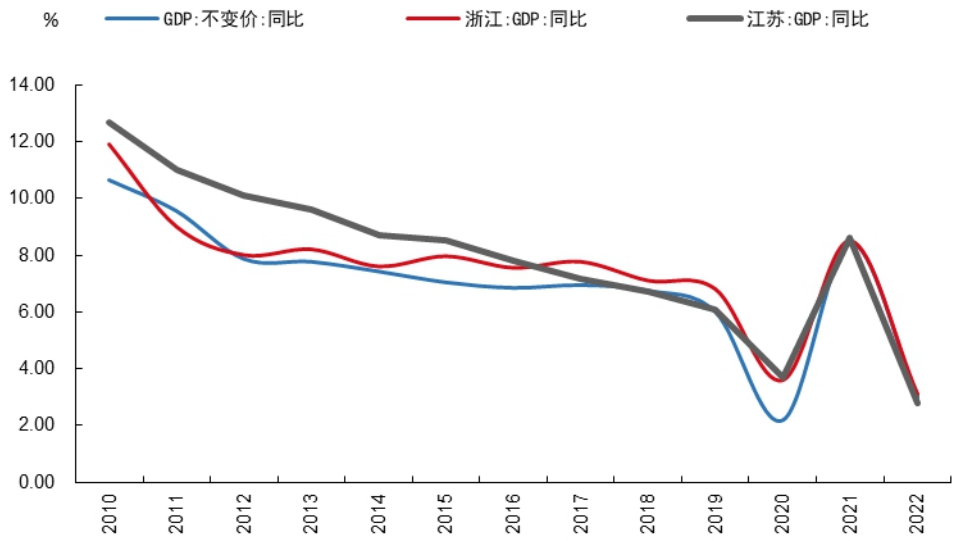
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

宏观经济整体才是影响银行业经营的核心因素。第一轮出口下滑周期江浙银行业基本面均有所下行，但第二轮出口下滑周期江浙银行业基本面保持稳定，均实现了较好增长。核心原因是，第二轮出口下滑周期我国经济正处在缓慢复苏阶段。第一轮出口下滑周期我国经济整体处在下行周期，由于消化前期刺激政策带来的负面影响，我国内需也面临较大压力，因此银行业整体面临较大的下行压力。2016 年我国出口仍在大幅下行，但随着刺激政策负面影响的消化，以及房地产去库存等政策效果的显现，我国经济进入企稳复苏阶段，江浙银行业基本面随之好转。因此，我们认为宏观经济整体才是影响银行业经营的核心因素，出口这一单一因素对银行业影响微乎其微。

2023 年出口虽然面临较大下行压力，但随着疫情防控政策放开以及房地产利好政策加码，居民消费将逐步恢复，房地产对经济的拖累大幅减弱；同时，财政政策持续发力，基建将维持高增。因此，2023 年预计我

国经济呈现温和复苏态势，出口下行难以改变优质中小银行景气度上行态势。

图12：2011-2015 年我国经济处在持续下行周期

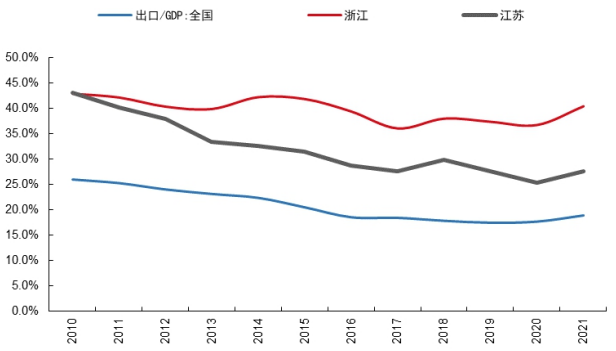


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

■ 江浙经济对外贸依赖度逐步降低

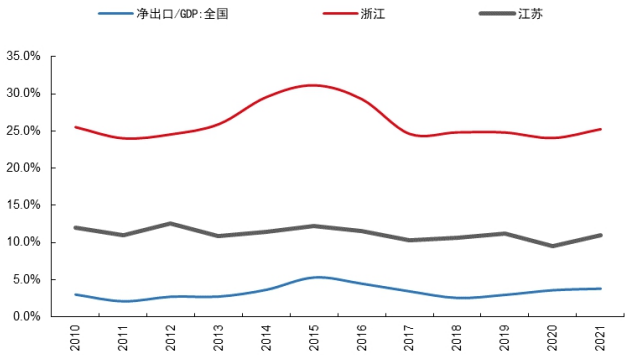
江浙经济对外贸出口依赖度近年来持续下降，意味着出口对区域中小银行影响逐步减弱。2019 年浙江省和江苏省“出口/GDP”比值分别为 37.4%和 27.6%，较 2010 年分别下降了 5.5 个和 15.4 个百分点，疫情以来虽然有所提升但仍明显低于 2015 年以前的水平。

图13： 江浙出口/GDP 比值持续下降



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图14：江浙净出口/GDP 比值不高



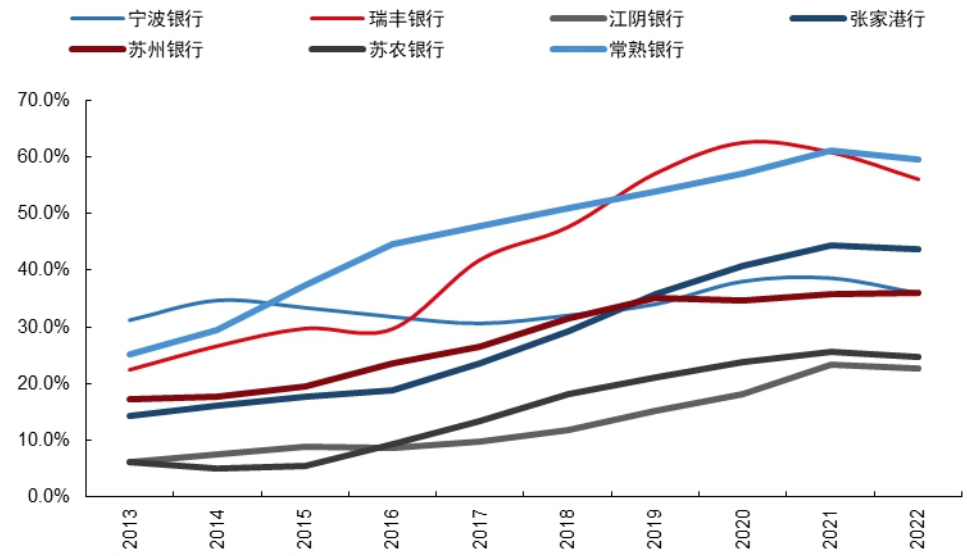
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

■ 江浙上市银行信贷投放结构和区域分布都更加分散

近年来各家银行个人贷款占贷款总额比重持续提升，个人贷款风险相对更分散，且逆周期属性强于对公贷款。同时，部分银行信贷投放区域也更加分散。以宁波银行为例，宁波银行信贷投向宁波市的比重从 2013 年末的 51.95%降至 2022 年 6 月末的 42.04%，加大了江苏、上海、广东、北京和安徽等区域的投放。瑞丰

银行近年来也大力进军义乌市场。苏州银行、张家港行、常熟银行等也是持续加大异地信贷投放。由于信贷投放结构和区域更加分散，我们预计出口下滑对其经营的冲击也会有所减弱。

图15：个人贷款占贷款比重持续提升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表1：宁波银行贷款投放区域分布

单位：%	2013-12-31	2016-12-31	2019-12-31	2022-06-30
浙江省	63.80	61.32	62.99	65.78
其中，宁波市	51.95	43.26	40.82	42.04
江苏省	18.15	23.35	22.56	21.86
上海市	9.18	7.33	6.60	4.26
广东省	5.10	4.80	3.52	3.61
北京市	3.77	3.20	4.33	3.48
安徽省				0.66
其他境内地区				0.35

资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：瑞丰银行贷款投放区域分布

单位：%	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31
绍兴地区	95.34	92.99	92.3	92.03
其中:柯桥	NA	NA	76.6	75.36
义乌地区	4.66	7.01	7.70	7.97

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：

2023 年我国经济确定性温和复苏，维持行业“超配”评级。个股方面，建议关注与实体经济活动关联性强、以中小微民企为主要客群的小微银行，江浙出口下滑并不改变中小优质银行景气度上行态势，重点推荐常

熟银行、瑞丰银行、张家港行、苏农银行等。

◆ **风险提示：**

若宏观经济大幅下行，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策宽松对净息差的负面影响、企业偿债能力超预期下降对银行资产质量的影响等。金融政策发生重大不利变化。

相关研究报告：

《《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》点评-细节调整有紧有松，整体影响不大》 ——2023-02-19
《经济复苏中的优质中小银行》 ——2023-02-19
《银行理财 2022 年年报点评-刚兑打破后的首份答卷》 ——2023-02-19
《行业点评-实体经济复苏，关注农商行》 ——2023-02-12
《《商业银行金融资产风险分类办法》点评-关注风险实质而非账面数字》 ——2023-02-12

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032