

2018 年 06 月 04 日

结构性存款做真，龙头券商大机遇

看好

证券分析师

王丛云 A0230516090001
wangcy@swsresearch.com
谢云霞 A0230517120002
xieyx@swsresearch.com

研究支持

李晨 A0230118010010
lichen2@swsresearch.com
郑庆明 A0230117080003
zhengqm@swsresearch.com
华天行 A0230117120002
huatx@swsresearch.com

联系人

李晨
(8621)23297818×7363
lichen2@swsresearch.com

本期投资提示：

- 作为保本理财的“继承者”，结构性存款或将迎来自上而下的全面监管环境。结构性存款是普通存款与金融衍生品的二合一，当前市场上不乏对结构性存款真实性的讨论，但目前尚无真、假结构性存款的准确定义。我们认为，所谓的“真、假结构性存款”并非是指内嵌期权不真实，而是指其行权条件“失真”导致的结构不真实，“真期权、假结构”是当前结构性存款的普遍特征，保底收益率过高是其主要问题。目前大多银行结构性存款由于其行权条件“失真”而导致实际保底收益率已变相关突破存款利率自律机制上浮上线，其主要原因在于一直以来结构性存款以保本理财名义上报监管，央行口径下的保本理财实为狭义保本理财与结构性存款之和，由于保本理财已被资管新规禁止，因此我们判断今年新增应以结构性存款为主。为了使结构性存款更加“真实”，预计结构性存款将迎来一轮自上而下的监管潮流，唯有“假结构”时代的终结，真结构性存款方能傲然而面。
- 展望一：真结构性存款时代，保底收益率不超过甚至必须低于同期限一般存款利率上浮上限是较为合理的监管方向，银行负债成本压力得到一定缓解。目前“假结构”赋予的保底收益率普遍在 4% 以上，行权条件失真使得触发行权条件的可能性大大降低，这是银行绕过利率自律机制、高息揽储的一大手段。展望未来，我们判断结构性存款的整体性监管要求不再局限于合规和流程监管，将假结构做真、回归其高收益的“或有”本质将是监管重点，严格约束保底收益率上限是做实结构的根本出发点。目前一年期存款基准利率为 1.5%，根据利率自律机制最大上浮比例 50% 测算也仅为 2.25%。最悲观情况下，假设以上浮上限 2.25% 为最高保底收益率，叠加 2% 左右的期权费率，结构性存款实际最高成本也仅为 4.25%。考虑到大部分结构性存款期限均小于 1 年，同时我们判断保底收益率将显著低于存款利率上浮上限，因此真结构性存款的实际成本应显著低于当前的假结构性存款，对银行缓解负债成本压力带来直接利好。
- 展望二：长期看，预计结构性存款规模不会下降。资管新规落地后，打破“刚性兑付”成为未来银行理财的转型重点，在此进程中，风险偏好较低的投资者在银行主要大类产品中的选择将逐渐回归表内存款类产品。在今年存款竞争激烈的背景下，结构性存款作为一种变相的“保本保收益”的产品，成为各家银行高息揽存的主要手段。而当结构性存款规范为“真结构”后，因徒困境打破，真正“保本保收益”的产品将不复存在，与银行存款、大额存单、净值型理财、货币基金产品相比，结构性存款“起存点不高、保证本金、纳入存款保险且存在较高的或有收益率”的特点使得其仍具备一定吸引力，我们预计其规模并不会下降。
- 展望三：还“假”归“真”，券商大有可为。（1）一方面，当前结构性存款嵌套的期权交易更多是在银行间市场进行，券商对结构性存款创设的参与度并不高。正如正文所提及，我们预计今年新增的 2.2 万亿保本理财规模绝大部分均为结构性存款，相较于此，场外股指期货名义本金仅为 1000 亿（详见正文推算）。目前大多结构性存款行权条件“失真”，银行就无需担忧行权带来的高成本。但从长期来看，未来结构性存款结构做真、期权触发概率做实、期权提供方可能承担较高的或有收益率，预计银行继续作为期权提供方的意愿将有所下降，银行体系对结构性存款挂钩期权的需求将部分迁移至券商。（2）另一方面，券商的优势在于权益类衍生品定价和交易，目前权益类衍生品包括场内的三个股指期货和上证 50ETF 期权，以及场外的股指和个股期权，相较汇率和黄金等基础资产，权益类期权存在个股和指数组合的巨大灵活性，只能由券商提供的权益类期权将在真结构性存款时代迎来更大需求。
- 再迎龙头集中新时代，龙头券商成为最大受益者。由于券商在今年 2 万亿的结构性存款中仅参与 1 千亿，在未来真结构性存款时代，期权费率较当前假结构将有显著提升，假设为 2%，按照 60% 对冲成本估算，若能获得 5 千亿期权挂钩结构性存款规模，则期权费收入 100 亿、考虑对冲成本后营业收入 40 亿；若能获得 1 万亿结构性存款规模，则期权费收入 200 亿、营业收入 80 亿。对于高度卖方市场的场外期权而言，绝大部分收入将集中于龙头券商。叠加目前个股期权仍采用一、二级交易商的管理方式，因此具有一级交易商牌照的龙头券商最为受益。
- 投资建议：（1）银行：近期信用债违约扰动板块走势，但不存在系统性风险预期，行业息差回升、不良改善的核心逻辑从未改变，重申银行“龙头搭台、拐点唱戏”策略：拐点首选上海银行、中信银行、平安银行和南京银行；龙头银行推荐招商银行、建设银行、工商银行和宁波银行。（2）证券：市场对未来结构性存款新规带来的场外期权业务爆发式增长预期认识严重不足，这将成为龙头券商中长期成长性的重要支撑。当前龙头券商业绩层面的 alpha 属性已经非常明显，可持续的业绩 alpha 终将体现到估值逻辑上，从业绩 alpha 到估值 alpha 是我们坚定看好龙头券商的根本原因，重申中信证券为大金融组合首推标的。



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 揭开结构性存款的真假面纱	4
1.1 结构性存款成为资管新规后保本理财的“继承者”	5
1.2 结构性存款挂钩四类资产、保底收益率偏高	5
1.3 当前流行结构性产品“真、假”分析	6
2. 结构性存款新政下，龙头券商最为受益	8
2.1 展望之一：约束保底收益率还原真结构，迈向高质量发展	8
2.2 展望之二：长期来看结构性存款规模不会下降	10
2.3 展望之三：券商将大有可为	11
2.4 目前部分银行已经在向“真结构”转型	13
3. 大金融组合首推中信证券	14

图表目录

图 1：保本理财：央行口径 VS 理财报告口径.....	5
图 2：A 银行挂钩美元 3 个月 LIBOR 的结构性存款的收益率为 4.70%或 5.70%. 7	
图 3：B 银行挂钩沪深 300 指数的 3 个月结构性理财的收益率为 3.2%-8.8%.....	8
图 4：过去十年 3 个月美元 LIBOR 最高点也不及 5%	10
图 5：18 年来人民币外汇期权成交额累计达 1.3 万亿元.....	12
图 6：民生银行“真结构”存款产品（左） VS “假结构”存款产品（右）对比	13
表 1：结构性存款会计处理等同一般存款，剔除准备金后资产端用于投放信贷，同时计提拨备和风险资本	4
表 2：2018 年以来上市银行发行结构性存款一览表	6
表 3：某银行挂钩 LIBOR 的结构性存款示例	9
表 4：投资者可选择的主要产品特点总结	11
表 5：上市银行整存整取、大额存单起存点与利率情况	11
表 6：券商股指期权收益对名义本金和期权费的敏感性分析	12
表 7：券商股指期权占用资金对名义本金和股指期货保证金比例的敏感性分析 ...	13

1. 揭开结构性存款的真假面纱

从 16 年资管新规内审稿流出到 18 年 4 月正式稿落地，资管新规对于“打破刚兑”、回归“受人之托，代客理财”本源的精神始终如一。然而，大部分投资者风险偏好并不高，短期打破刚兑并非易事。因此，在居民理财刚性需求叠加银行“负债荒”的供需失衡情况下，结构性存款已然成为银行保本理财在过渡期内的替代产品与弯道吸储的主要手段。

结构性存款，顾名思义是将存款嵌入结构性产品的另一创新形式。按照央行《存款统计分类及编码标准(试行)》的相关规定，结构性存款是指金融机构吸收的嵌入金融衍生工具的存款，通过与利率、汇率、指数等的波动挂钩或与某实体的信用情况挂钩，使存款人在承担一定风险的基础上获得更高收益的业务产品。之所以赋予“结构性”之称是因为结构性存款收益呈现结构性特点，重点涵盖两大部分：一是等同于普通存款，银行将该部分投资于低风险产品（如信贷或国债等固收类产品）产生的固定收益；二是将部分资金投资于与利率、汇率、黄金等挂钩的金融衍生品，收益与挂钩标的资产的价格走势直接相关，投资者在承担一定风险的基础上可获得更高收益率。

万变不离其宗，结构性存款本质上依然是存款，仅是形式有别，视同存款管理。《中国银行业理财市场报告（2016）》明确指出：保本理财产品实为国际通行的结构性存款、其在法律关系、业务实质、管理模式、会计处理、风险隔离等方面与非保本理财产品“代客理财”的资产管理属性存在本质差异，已纳入银行表内核算，视同存款管理，相应纳入存款准备金和存款保险基金的缴纳范围，相关资产已按银监会规定计提资本和拨备。因此，结构性存款在财务报表负债端的体现等同于“客户存款”，相应地反映在资产端两个科目：一是向央行缴纳的准备金体现“现金及存放央行款项”科目；二是扣除准备金后将其大部分计入“发放贷款及垫款”。银行出于流动性方面等考虑，也会将其小部分投资国债产品，体现在投资类资产科目，即：交易性金融资产/以公允价值计量的金融资产、可供出售金融资产或持有至到期投资。

表 1：结构性存款会计处理等同一般存款，剔除准备金后资产端用于投放信贷，同时计提拨备和风险资本

其资金对应资产端的运用				计入负债端			
科目	结构性存款	保本理财	非保本理财	科目	结构性存款	保本理财	非保本理财
现金及存放中央银行款项	√			存款	√	○	
发放贷款及垫款	√			交易性金融负债		○	
交易性金融资产	√	○		其他负债		○	
持有至到期投资	√	○					
可供出售金融资产	√	○					
应收款项类投资		○					
未纳入表内			※				※

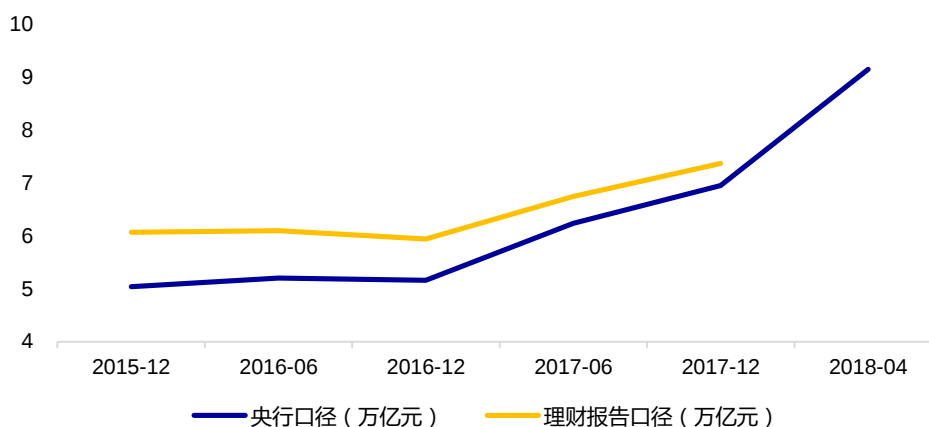
资料来源：申万宏源研究

注：表中“资产端”表示结构性存款在资产端的匹配项，即结构性存款计入存款后其资金在资产端的运用。

1.1 结构性存款成为资管新规后保本理财的“继承者”

今年央行口径下新增的 2.2 万亿预计大部分来自结构性存款。由于银行理财的投资者风险偏好并不高，投资者教育仍在进行时，短期内直接打破刚兑并非易事，因此资管新规征求意见稿发布以来各家银行保本理财的主要转型形式为结构性存款。一直以来，结构性存款是以保本理财名义上报监管的，这也是其能够变相突破利率自律机制的主要原因。所以今年以前，央行口径和理财报告口径下的保本理财规模一直相差无几，二者均统计了狭义保本理财与结构性存款（央行报表科目名称为结构性存款）。截至 2017 年底，央行口径与理财报告口径分别为 6.95 和 7.37 万亿，仅相差 4000 亿左右。截至 18 年 4 月，央行口径该科目较年初增长 2.2 万亿至 9.15 万亿，较年初显著增长 32%，增速明显加快。我们判断，今年之前该科目的增长以狭义的保本理财为主，而由于保本理财已被资本新规禁止，各家银行开始用结构性存款来替代保本理财，因此今年新增的 2.2 万亿规模大部分是结构性存款，央行口径与理财报告口径统计数据将在今年出现明显背离。

图 1：保本理财：央行口径 VS 理财报告口径



资料来源：Wind，《中国银行业理财报告》，申万宏源研究

1.2 结构性存款挂钩四类资产、保底收益率偏高

挂钩四大类基础资产，结构性存款保底收益率普遍偏高。如表 2 所示，我们汇总了主要上市银行近期发行的结构性存款产品的基本信息，不难发现汇率、商品（以黄金为主）、利率和股指是结构性存款挂钩的四大基础资产。我们需要注意的是：

(1) 结构性存款保底收益率大多超过 4%，平安银行更是高于 5%。结构性存款成为银行绕过利率自律机制、高息揽储的一大手段，一年期存款基准利率 1.5%，根据利率自律机制最大上浮比例为 50%，即 2.25%，远低于当前 4% 以上的结构性存款保底收益率。

(2) 从挂钩基础资产来看，由于我国衍生品市场尚未推出利率期权，因此挂钩利率的结构性存款一般以 LIBOR 为标的；其次，商业银行表内自营资金不能投资权益类资产，这是全球商业银行的通行法则，在此背景下，挂钩股指的结构性存款则是以券商为交易对手，

这也为后期券商发展在结构性存款新政下大有可为打造良好契机；而以汇率、黄金为基础资产的结构性存款普通出现在银行间市场。

表 2：2018 年以来上市银行发行结构性存款一览表

银行	挂钩标的	平均保底收益率 (%)
工商银行	汇率：欧元/美元汇率、美元/日元汇率	3.81
农业银行	汇率：欧元/美元汇率	3.95
中国银行	汇率：澳元/美元汇率、欧元/美元汇率、英镑/美元汇率	3.91
交通银行	利率：3个月 SHIBOR	4.30
招商银行	商品：伦敦金市下午定盘价	4.15
中信银行	利率：3个月 LIBOR	4.64
兴业银行	商品：上海黄金交易所上海金上午基准价	4.59
民生银行	股票：沪深300指数；恒生指数；国泰国证医药卫生行业指数基金等 利率：3个月 LIBOR 商品：上海黄金交易所Au999黄金现货	4.42
华夏银行	股票：沪深300指数	4.66
平安银行	股票：沪深300指数； 利率：3个月 LIBOR	5.12
上海银行	利率：3个月 LIBOR	4.20
杭州银行	商品：上海交易所黄金价格	4.37

资料来源：银行官网，申万宏源研究

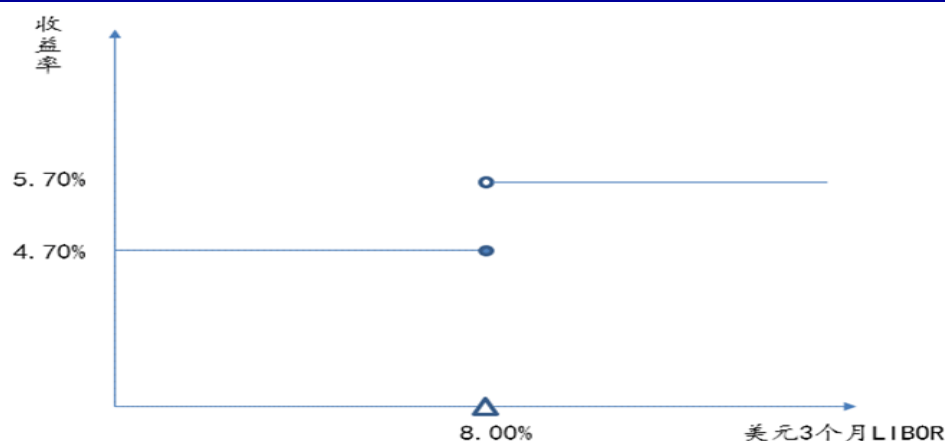
1.3 当前流行结构性产品“真、假”分析

从结构性产品“真、假”结构的角度来看，当前流行的结构性理财产品结构更“真”。结构性存款和结构性理财最大的差异主要体现为保底收益率及浮动空间，结构性存款的保底收益率更高，国有行在 4%左右、股份行在 4.5%左右，与或有收益率之间的浮动区间较小；而结构性理财的保底收益率普遍偏低，约在 2%左右，或有收益率更高（普遍在 7-10%区间），收益率浮动区间更大。另外，挂钩基础资产的衍生工具结构与结构性理财差异较大，结构性存款挂钩的衍生品触发概率远低于结构性理财，而由于触发概率更加合理，结构性理财衍生工具结构更“真”。

我们分别以 A 银行发行的结构性存款和 B 银行发行的结构性理财为例，通过测算衍生品触发概率来说明银行结构性产品的“真”“假”结构。

(1) A 银行挂钩美元 3 个月 LIBOR 的 91 天结构性存款

此款结构性存款的保底收益率为 4.70%，或有收益率为 5.70%，挂钩美元 3 个月 LIBOR 利率，产品起息日为 2018 年 6 月 4 日，到期日为 2018 年 9 月 3 日，观察日为 2018 年 8 月 30 日，若观察日“美元 3 个月 LIBOR 利率”小于或等于 8.00%，则产品收益率为 4.70%；若观察日“美元 3 个月 LIBOR 利率”大于 8.00%，则产品收益率为 5.70%。

图 2：A 银行挂钩美元 3 个月 LIBOR 的结构性存款的收益率为 4.70%或 5.70%

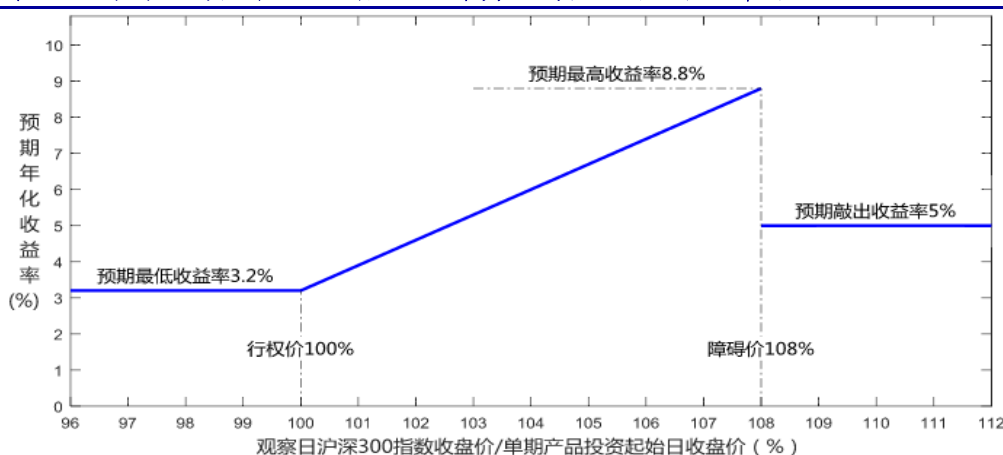
资料来源：申万宏源研究

一般银行会嵌入衍生工具来对冲收益率上浮的风险，那么我们可以通过计算衍生工具触发的概率来判断结构的“真”“假”。根据我们测算，1998 年至今美元 3 个月 LIBOR 利率的对数收益率标准差为 1.0%，91 天的标准差为 7.6%，起息日美元 3 个月 LIBOR 利率估计在 2.32% 左右（6 月 1 日为 2.32%），若观察日美元 3 个月 LIBOR 利率为 8%，则与起息日相比的对数收益率为 124%，假设美元 3 个月 LIBOR 的对数收益率服从正态分布，则触发衍生工具的概率基本为 0，那么此款结构性存款有几乎 100% 的概率会实现 4.70% 的收益率，因此我们认为此款结构性存款的衍生工具为“假”结构。

（2）B 银行挂钩沪深 300 指数的 3 个月结构性理财

此款结构性理财的保底收益率为 3.2%，或有收益率为 8.8%，挂钩沪深 300 指数收盘价，产品起息日为 2018 年 5 月 31 日，到期日为 2018 年 8 月 29 日，观察日为 2018 年 8 月 24 日，若观察期内沪深 300 指数收盘价/起始日收盘价大于 108%，则触发敲出期权，产品收益率为 5%；若观察期内沪深 300 指数收盘价/起始日收盘价小于 108%，且观察日沪深 300 指数收盘价低于起始日收盘价，则产品收益率为 3.2%；若观察期内沪深 300 指数收盘价/起始日收盘价小于 108%，且观察日沪深 300 指数收盘价高于起始日收盘价，则收益率处于 3.2%-8.8% 之间。

图 3：B 银行挂钩沪深 300 指数的 3 个月结构性理财的收益率为 3.2%-8.8%



资料来源：申万宏源研究

为对冲产品收益率上浮的风险，银行一般会买入敲出期权，因此通过计算敲出期权不行权的概率可以判断期权结构的“真、假”。根据我们测算，每日沪深 300 指数的对数收益率标准差为 1.7%，3 个月的标准差为 13.1%，若观察期沪深 300 指数上涨超过 8%，则敲出期权不行权，假设沪深 300 指数对数服从正态分布，则敲出期权不行权的概率为 27.76%，那么此款结构性理财有 72.24% 的概率会实现 3.2%-8.8% 的收益率，有 27.76% 的概率会实现 5% 的收益率，即行权的条件较为合理，所以我们认为此款结构性理财的敲出期权为“真”结构。

2. 结构性存款新政下，龙头券商最为受益

2.1 展望之一：约束保底收益率还原真结构，迈向高质量发展

从银行的角度出发，银行所需承担的实际成本包括普通存款对应的保本收益率以及期权多头支付的期权费。基于目前银行现有的结构性存款结构，银行将本金投资于定期存款，将定期存款的全部或部分利息投资于期权市场来获得投资收益。如果达到触发条件，客户可以获得额外的浮动收益，反之所损失的也仅是充当期权费的利息，不影响客户本金。当前市场上不乏对结构性存款真实性的讨论，但目前监管层并没有对真、假结构性存款给出明确定义，也缺乏统一的评判标准。我们需要强调的是，所谓的真、假结构性存款并非是指内嵌期权不真实，而是指其触发条件“失真”导致的结构不真实。基于可行性考虑，我们认为以触发概率大小来断定真假结构性存款并不科学：一方面内嵌期权是客观存在，行权概率大小取决于标的资产的市场价格走势，不行权并不代表期权没有价值，即使是深度虚值期权也仍有时间价值。另一方面，从规范性角度，早在 2011 年银监会已经发布 1 号文《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》，只要银行严格遵照《办法》执行，具备完整的管理体系并严格计提风险准备，则是“真期权”。相反，区分真假结构性存款的关键在于保底收益率，真结构性存款必然是约束保底收益率。

因此，我们判断未来结构性存款保底收益率大概率不超过甚至显著低于同期限一般性存款利率上浮上限。以某一银行挂钩美元 3 个月 LIBOR 的结构性存款产品为例，若在标的观察日伦敦时间上午 11 点美元 3 个月 LIBOR 利率小于或等于 8%，则产品年化收益率为 4.7%；相反，若美元 3 个月 LIBOR 利率大于 8%，则可获得年化收益率 5.7%。对此，我们观察 2008 年以来 3 个月 LIBOR 历史走势，可以清楚地看到 LIBOR 都没有高于 8%，事实上也就保证了 4.7% 的最低收益率。虽然目前大多银行结构性存款均明确将预期收益率划分为保底收益和投资浮盈，但其触发条件往往“失真”（如：3 个月 LIBOR 难以突破 8%），其保底收益率已远远超过一般性存款利率上浮上限，成为银行变相揽存的核心手段。当前一年期定期存款基准利率为 1.5%，按照 50% 的上浮比例测算上限也仅为 2.25%。为了使结构性存款还原更加“真实”的结构，未来银行结构性存款新政的最核心要点便在于约束保底收益上限，极大概率将低于或不超过同期限一般性存款利率上浮上限。

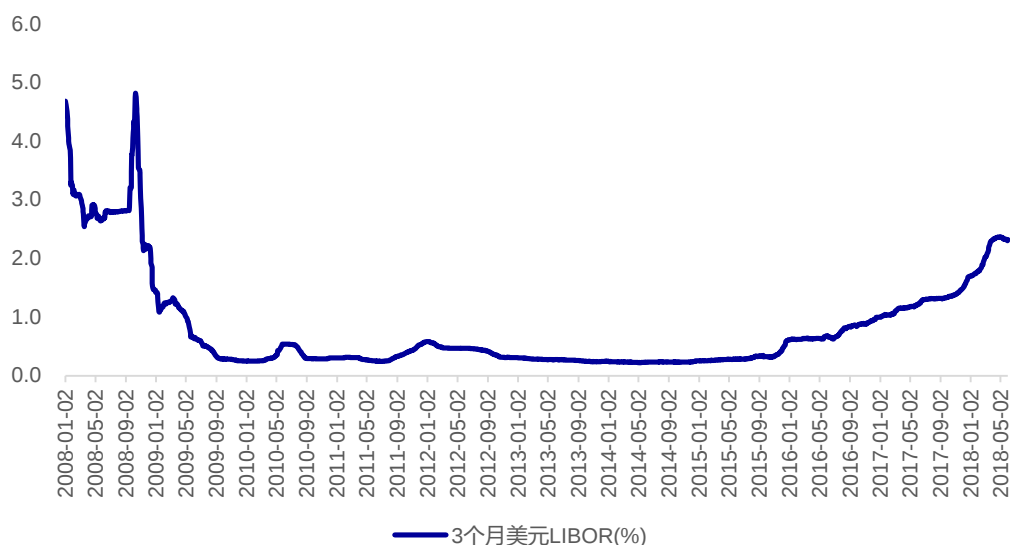
从长期来看，我们判断在约束保底收益率的真结构性存款时代，当前银行负债成本压力将得到一定缓解，行业迈向高质量发展。用上述例子，我们通过修正触发条件来还原真实结构，由 3 个月 LIBOR 大于 8% 改为大于 2.5%，若观察日 3 个月 LIBOR 大于 2.5% 而不是 8%，即满足触发条件，可给予较高收益率；若到期观察日 3 个月 LIBOR 低于或等于 2.5%，则给予投资者不超过同期限一般性存款利率上浮上限 1.65%（3 个月）。由于大多时刻 3 个月 LIBOR 均低于 2.5%，因此实际上其保底收益率的最高上限等同于 1.65%。正如本节首段所说，除保底收益率外，银行结构性存款成本还应包括支付对手方的期权费，一般情况下期权费率为结构性存款名义本金的 2%-3%，其总成本应为保底收益率 1.65% 加上期权费率 2%-3%，这实际上远远小于此前“假结构”下 4.70% 的保底收益和期权费率。因此，当未来结构性存款新政逐步去“假”还“真”后，其触发条件更加切合实际、保底收益率也将受到约束，从而直接利好银行压降负债成本，经营低成本恰恰是银行高质量发展的显著特征之一。

表 3：某银行挂钩 LIBOR 的结构性存款示例

产品名称	某银行人民币结构性理财产品
产品类型	保本收益型
收益计算天数	91 天
募集期	2018 年 5 月 28 日到 2018 年 6 月 3 日
计划募集金额	100 亿人民币
认购起点	初始认购金额不低于 5 万元人民币，超出 5 万元以 1 万元的整数倍增加
挂钩标的	伦敦时间上午 11 点的美元 3 个月 LIBOR
联系标的观察日	2018/8/30，如遇英国节假日，则调整至前一个英国工作日
预期收益率	1. 如果在联系标的观察日伦敦时间上午 11 点，挂钩标的“美元 3 个月 LIBOR 利率”小于或等于 8.00%，产品年化收益率为 4.70%； 2. 如果在联系标的观察日伦敦时间上午 11 点，挂钩标的“美元 3 个月 LIBOR 利率”大于 8.00%，产品年化收益率为 5.70%
收益起计日	2018 年 6 月 4 日
到期日	2018 年 9 月 3 日
费用	无认购费、无销售费用、无托管费，超过本理财产品年化收益率以上部分为投资管理费。

资料来源：结构性存款说明书，申万宏源研究

图 4：过去十年 3 个月美元 LIBOR 最高点也不及 5%



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2 展望之二：长期来看结构性存款规模不会下降

日益旺盛的财富管理需求给资产管理行业带来巨大发展前景，但不同风险偏好将匹配不同产品。过去几年在银行理财产品隐形“刚性兑付”的背景下，银行理财规模快速扩张，为风险偏好较低的投资者带来稳定安全且相对高的收益，与此同时也在无形中拉高了社会无风险收益率的中枢。资管新规落地后，打破“刚性兑付”成为未来银行理财的转型重点。在银行理财产品净值化转型的进程中，风险偏好较低的投资者（包括规定投资稳定收益类的企业投资者）在银行主要大类产品中的选择将逐渐回归表内存款类产品。

在结构性存款规范后，从当前市场提供给投资者的大类产品对比来看，起存点不高、存在较高或有收益率且纳入存款保险的结构性存款具备较大吸引力，预计其规模不会下降。如上文分析，今年快速增长的结构性存款更多是“假结构”，保底收益率较高（远高于存款利率上浮上限 2.25%），浮动收益部分挂钩某一期权，但期权执行概率较低，因此投资者可以确定性地获得较高的保底收益率。在今年存款竞争激烈的背景下，结构性存款作为一种变相的“保本保收益”的产品，成为各家银行高息揽存的主要手段。而当结构性存款规范为“真结构”后，因徒困境打破，真正“保本保收益”的产品将不复存在，与银行存款、大额存单、净值型理财产品相比，结构性存款“起存点不高、保证本金、纳入存款保险且存在较高的或有收益率”的特点使得其具备较高吸引力，我们预计其规模并不会下降。我们对比了主要投资产品的特点：**1）定期存款：**门槛低、利率上限有约束、收益率较低、纳入存款保险；**2）大额存单：**门槛高、利率上限无约束、收益率高于定期存款（3 年期年化收益率约为 4%）、纳入存款保险；**3）结构性存款：**门槛不高（低于大额存单高于定期存款）、存在或有较高收益率、保证本金、纳入存款保险；**4）理财产品：**净值化后更适合风险偏好较高的投资者，属于不保本浮动收益型。**5）货币基金：**门槛很低，“T+0 赎回”且收益率高于定期存款，但 18 年 6 月 1 日起央行、证监会共同规定对货币基金实施单一基

金销售机构单日不高于 1 万元的“T+0 赎回提现”的额度管理，货币基金前期“活期属性较高收益率”的优势被打破。综合对比，结构性存款的“或有较高收益率”对于风险偏好较低的投资者来说吸引力十足，因此我们判断在结构新存款规范后，结构性存款规模不会下降。

表 4：投资者可选择的主要产品特点总结

	定期存款	大额存单	结构性存款	理财	货币基金
购买起点	50 元起	20 万起	5/10/20 万起	5 万起	1 元
收益率	利率上限有约束、收益率较低	利率上限无约束、收益率高于定期存款	存在或有较高收益	净值型	利率上限无约束、收益率高于定期存款
存款保险	纳入	纳入	纳入	不纳入	不纳入
类型	保本保收益	保本保收益	保本浮动收益	不保本浮动收益	风险相对较低

资料来源：申万宏源研究

表 5：上市银行整存整取、大额存单起存点与利率情况

整存整取								大额存单							
	起存点 (元)	3个月	6个月	1年	2年	3年	5年	起存点 (万元)	1个月	3个月	6个月	1年	2年	3年	5年
工商银行	50	1.35%	1.55%	1.75%	2.25%	2.75%	2.75%	20	1.58%	1.60%	1.88%	2.18%	3.04%	3.85%	
建设银行	50	1.35%	1.55%	1.75%	2.25%	2.75%	2.75%	20/30	1.53%	1.54%	1.89%	2.10%	2.94%	3.85%	
农业银行	50	1.35%	1.55%	1.75%	2.25%	2.75%	2.75%	25	1.60%	1.56%	1.89%	2.18%			
中国银行	50	1.35%	1.55%	1.75%	2.25%	2.75%	2.75%	20	1.54%	1.54%	1.82%	2.10%	2.84%	3.85%	3.85%
交通银行	50	1.35%	1.55%	1.75%	2.25%	2.75%	2.75%	20	1.65%		1.95%	2.25%	3.15%	3.85%	
招商银行	50	1.35%	1.55%	1.75%	2.25%	2.75%	2.75%	20	1.60%	1.60%	1.89%	2.22%	3.05%	4.13%	4.18%
中信银行	50	1.50%	1.75%	2.00%	2.40%	3.00%	3.00%	20	1.55%	1.55%	1.82%	2.10%	2.95%	3.85%	
民生银行	50	1.50%	1.75%	2.00%	2.45%	3.00%	3.00%	20							
浦发银行	50	1.95%			2.40%	2.80%	2.80%	20	1.55%		1.84%	2.13%	2.95%	3.85%	
兴业银行	50	1.40%	1.65%	1.95%	2.70%	3.20%	3.20%	20	1.62%	1.62%	1.92%	2.21%	3.09%	4.05%	4.05%
光大银行	50	1.40%	1.65%	1.95%	2.41%	2.75%	3.00%	20	1.53%	2.10%			2.95%	3.85%	
华夏银行	50	1.43%	1.69%	1.95%	2.52%	3.08%	3.25%	20	1.56%		1.85%	2.13%	2.98%	3.91%	
平安银行	50	1.40%	1.65%	1.95%	2.50%	2.80%	2.80%	20							
北京银行	50	1.51%	1.77%	2.03%	2.50%	3.15%	3.15%	20		1.56%	1.84%	2.13%	2.98%	3.90%	
南京银行	50	1.40%	1.65%	1.90%	2.52%	3.15%	3.30%	20/30	1.65%	1.67%	1.98%	2.28%	3.19%	4.18%	4.18%
江苏银行	50	1.40%	1.67%	1.92%	2.52%	3.10%	3.15%	20			2.28%		3.19%	4.18%	
上海银行	50	1.50%	1.75%	2.00%	2.40%	2.75%	2.75%	30	1.56%		1.85%	2.13%	2.98%	3.58%	

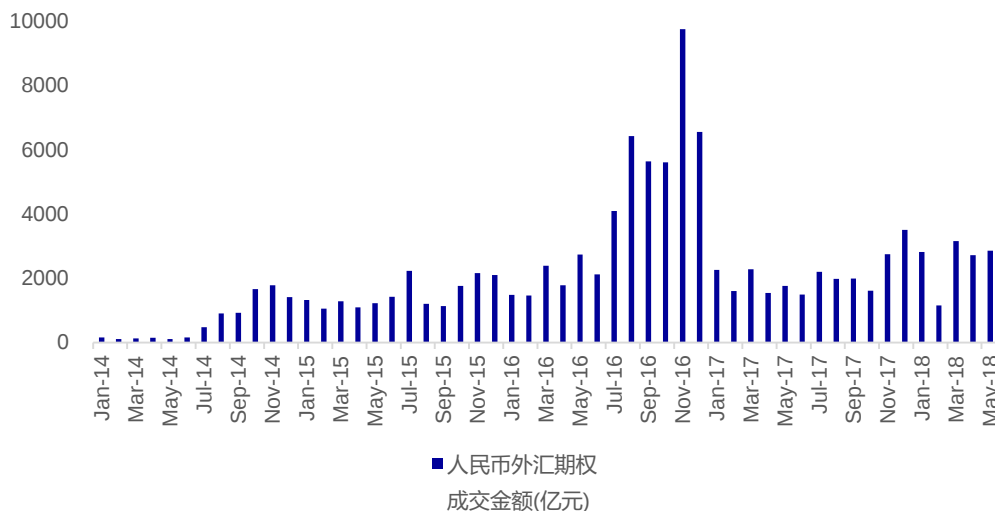
资料来源：银行官网，申万宏源研究

2.3 展望之三：券商将大有可为

还“假”归“真”，券商便是最大受益者。根据证券业协会每月披露场外金融衍生品数据，2018 年以来证券公司场外期权名义本金规模在 2000-2300 亿，其中估计股指期货期权规模占比在 45%-50%，因此我们估算目前场外股指期货期权名义本金仅约为 1000 亿，相较于 1.1 节提到的结构性存款规模，不难看出券商对银行结构性存款创设的参与度并不高，换言之，结构性存款嵌套的期权交易更多是在银行间市场进行，截至 2018 年 5 月末，银行间市场人民币外汇期权规模达 2864 亿元。银行之所以会选择在银行间市场寻找交易对手，正是因为目前结构性存款大多为“假结构”，期权形同虚设，行权条件“失真”，在这种情况下，银行就无需担忧行权带来的高成本。但从长期来看，未来结构性存款监管必然促使“假结构”不断出清，如果银行继续选择以同业作为期权对手方，那么行权后银行所需承

担的成本仅是银行体系内的传导并未真正剥离。结构做实、期权触发概率做实、期权提供方可能承担较高的或有收益率，预计银行继续作为期权提供方的意愿将有所下降，银行体系对结构性存款挂钩期权的需求将部分迁移至券商。

图 5：18 年来人民币外汇期权成交额累计达 1.3 万亿元



资料来源：《中国货币市场》，中国外汇交易中心，申万宏源研究

与银行在利率和外汇类衍生品交易具有优势不同，券商的优势在于权益类衍生品定价和交易，目前权益类衍生品包括场内的三个股指期货和上证 50ETF 期权，以及场外的股指和个股期权。相较汇率和黄金等基础资产，权益类期权存在个股和指数组合的巨大灵活性，只能由券商提供的权益类期权将在真结构性存款时代迎来更大需求。此外，由于个股期权仍采用一、二级交易商的管理方式，因此具有一级交易商牌照的龙头券商最为受益。

我们中性假设挂钩股指的结构性存款规模为 1 万亿，股指期货年化期权费为 2.0%，对冲成本占期权费的比重为 60%，则券商从事股指期货业务的收益为 80 亿，占 2017 年营业收入的比重为 2.6%；假设平均股指期货保证金比例为 20%，以平值期权为主，则初始 Delta 为 0.5，初始占用券商资金为 1000 亿，则股指期货业务的收益率约为 8%，远高于券商自营业务的投资收益率。若业务规模持续增长，券商杠杆倍数提升至 6 倍，有望提高 ROE 水平至 15%-20%。

表 6：券商股指期货收益对名义本金和期权费的敏感性分析

		股指期货名义本金（亿元）				
		5000	8000	10000	12000	15000
期权费	2.5%	50	80	100	120	150
	2.2%	44	70	88	106	132
	2.0%	40	64	80	96	120
	1.8%	36	58	72	86	108
	1.5%	30	48	60	72	90

资料来源：申万宏源研究

表 7：券商股指期货占用资金对名义本金和股指期货保证金比例的敏感性分析

		股指期货名义本金（亿元）				
		5000	8000	10000	12000	15000
股指期货保证金比例	15%	375	600	750	900	1125
	20%	500	800	1000	1200	1500
	25%	625	1000	1250	1500	1875
	30%	750	1200	1500	1800	2250

资料来源：申万宏源研究

2.4 目前部分银行已经在向“真结构”转型

目前部分银行发行的结构性存款已经在向“真结构”转型，挂钩标的以股票型产品居多，保底收益率明显低于“假结构”产品，与或有收益率之间的浮动区间变大。以民生银行为例，最近出售的结构性存款产品真假结构两类并发。如下图所示，我们可以看到“真结构”存款产品以挂钩股票型标的为主，如：沪深 300 指数、合赢全球资产轮动指数、国泰国证医药卫生行业指数基金等；保底收益率在 2.1-3.5% 区间，低于“假结构”存款产品（4.6% 左右），甚至部分产品低于存款利率上浮上限（2.25%）；与或有收益率的浮动区间明显拓宽至 3-5%，而“假结构”则小于 2% 甚至仅为 0%。尽管目前来看“真结构”存款产品接受度低于“假结构”，但如上文分析当结构性存款均规范为“真结构”后，因徒困境打破，真正“保本保收益”的产品将不复存在，真结构性存款“起存点不高、保证本金、纳入存款保险且存在较高的或有收益率”的特点使得其具备较高吸引力。

图 6：民生银行“真结构”存款产品（左） VS “假结构”存款产品（右）对比

FSCA18912A	聚赢系列挂钩沪深300指数结...	2.1%~7.1%	182 天 10万起购 本周五起息	预期年化收益	剩余额度84%	保本	定期投资
FSCA18633A	聚赢系列挂钩合赢全球资产轮动...	3.5%~7%	363 天 100万起购 本周五起息	预期年化收益	剩余额度99%	保本	定期投资
FSCA18630A	聚赢系列挂钩国泰国证医药卫生...	3%~6%	129 天 10万起购 本周五起息	预期年化收益	剩余额度67%	保本	定期投资
FSCA18631A	聚赢系列挂钩黄金结构性存款产...	4%~6%	92 天 10万起购 本周三起息	预期年化收益	产品已经售罄	保本	定期投资
FSCA18079A	稳赢系列挂钩利率结构性存款产...	4.65%	185 天 5万起购 本周五起息	预期年化收益	产品即将售罄	保本	定期投资
FSCA18820A	中国民生银行挂钩利率结构性存...	4.65%	185 天 5万起购 本周五起息	预期年化收益	产品即将售罄	保本	定期投资
FSCA18078A	稳赢系列挂钩利率结构性存款产...	4.60%	94 天 5万起购 本周五起息	预期年化收益	产品已经售罄	保本	定期投资

资料来源：民生银行，申万宏源研究

3. 大金融组合首推中信证券

银行：板块短期走势不改看好行业的核心逻辑，重申银行“龙头搭台、拐点唱戏”策略。前期中美贸易战等海外因素以及持续发酵的信用债违约事件，持续扰动板块走势。但从基本面来看，我们依然维持全年贷款量价齐升驱动息差回升、不良改善的核心判断不变。一方面，当前 PPI 仍然维持在正数震荡区间，而 5 月 PMI 再次站在去年 10 月以来的最高点，这对银行而言是较为舒适的外部环境；另一方面，一季度已经强化不良改善的核心逻辑，尽管近期信用债违约引发不少投资者对银行资产质量重新提出质疑，但需要强调的是这轮信用债违约与 2015 年过剩产能行业由于“资不抵债”引发的违约逻辑并不相同，而我们也看到央行已扩大 MLF 担保品范围缓释信用债市场的恐慌情绪。从估值来看，当前板块估值水平已重回底部，对应 18 年 0.88X PB，重申银行“龙头搭台、拐点唱戏”策略：1) 拐点首选上海银行、中信银行、平安银行和南京银行；2) 龙头银行推荐招商银行、建设银行、工商银行和宁波银行。

证券：重申中信证券大金融组合首推标的，市场对未来结构性存款新规带来的场外期权业务爆发式增长预期认识严重不足，这将成为龙头券商中长期成长性的重要支撑。当前龙头券商业绩层面的 alpha 属性已经非常明显，可持续的业绩 alpha 终将体现到估值逻辑上，从业绩 alpha 到估值 alpha 是我们坚定看好龙头券商的根本原因。1) 长期来看，无论从国家培育有竞争力的龙头券商还是由间接融资转向直接融资服务于实体经济的角度来看，都需要以多层次资本市场体系作为基础，则证券公司做市交易和产品创设业务将快速成长，龙头券商凭借资金、定价、风控和客户资源等方面的领先优势，将率先通过提高杠杆倍数来提升 ROE 水平；2) 短期来看，受益于资管新规下银行结构性存款快速发展，券商场外业务短期有望出现新的增量贡献，同时，5 月场外期权业务新规出台，业务门槛提升以及分级管理均使得业务向资金实力和风控能力更强的龙头券商倾斜；3) 估值方面，目前板块 PB 估值 1.37 倍，处于历史绝对低点，大券商 PB 估值在 1.0 倍-1.4 倍，处于历史估值底部，安全边际较高，且龙头券商估值溢价并不显著，建议积极布局。推荐标的：中信证券、广发证券和海通证券。

附表 1：上市银行估值比较表（收盘价日期：2018 年 6 月 4 日）

上市银行	代码	收盘价 (18/6/4)	流通市值 (亿元)	P/E (X)		P/B (X)		ROAE		ROAA		股息收益率	
				18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E
工商银行	601398.SH	5.70	15,368	6.70	6.07	0.91	0.84	14.3%	14.4%	1.14%	1.17%	4.5%	4.9%
建设银行	601939.SH	7.17	688	6.88	6.31	0.95	0.85	14.5%	14.2%	1.15%	1.18%	4.4%	4.8%
中国银行	601988.SH	3.79	7,988	6.19	5.62	0.75	0.71	12.6%	13.1%	1.00%	1.04%	4.8%	5.3%
交通银行	601328.SH	6.05	2,375	6.24	5.73	0.68	0.63	11.4%	11.5%	0.81%	0.82%	4.8%	5.2%
招商银行	600036.SH	29.25	6,034	9.26	7.91	1.48	1.31	16.9%	17.6%	1.25%	1.34%	3.2%	3.8%
中信银行	601998.SH	6.37	2,169	6.81	5.96	0.79	0.72	12.1%	12.7%	0.80%	0.83%	4.4%	5.0%
民生银行	600016.SH	7.72	2,281	5.31	4.91	0.67	0.59	13.4%	12.7%	0.88%	0.86%	3.1%	3.4%
浦发银行	600000.SH	10.75	3,155	5.82	5.51	0.72	0.64	13.0%	12.3%	0.89%	0.87%	3.4%	3.6%
兴业银行	601166.SH	16.01	3,326	5.57	5.13	0.75	0.65	14.9%	13.7%	0.93%	0.94%	4.5%	4.9%
光大银行	601818.SH	3.99	1,588	6.96	6.42	0.73	0.67	12.1%	11.0%	0.79%	0.78%	4.3%	4.7%
华夏银行	600015.SH	8.39	1,076	5.43	5.11	0.65	0.58	12.7%	12.1%	0.79%	0.78%	3.7%	3.9%
平安银行	000001.SZ	10.27	1,763	7.46	6.86	0.78	0.69	11.1%	10.7%	0.72%	0.71%	1.5%	1.6%
北京银行	601169.SH	6.62	1,400	6.59	5.73	0.83	0.76	13.1%	13.9%	0.90%	0.92%	4.5%	5.2%
南京银行	601009.SH	8.26	701	7.66	6.43	1.10	1.00	14.9%	15.0%	0.96%	1.03%	3.9%	4.7%
宁波银行	002142.SZ	17.43	884	8.42	6.88	1.60	1.47	21.8%	22.5%	1.03%	1.13%	2.5%	3.1%
上海银行	601229.SH	15.75	1,229	7.64	6.54	0.85	0.75	12.0%	12.3%	0.92%	0.99%	3.6%	4.2%
贵阳银行	601997.SH	13.38	308	5.56	4.67	1.05	0.87	22.6%	20.5%	1.11%	1.15%	3.0%	3.6%
常熟银行	601128.SH	6.23	138	8.97	7.27	1.21	1.11	14.1%	15.9%	1.04%	1.16%	4.3%	5.3%
张家港行	002839.SZ	7.09	128	15.12	13.25	1.49	1.43	10.0%	11.0%	0.77%	0.78%	1.7%	2.0%
A 股板块平均				6.79	6.09	0.89	0.80	13.8%	13.8%	0.99%	1.02%	4.2%	4.6%

资料来源：Wind，申万宏源研究

附表 2：证券行业重点覆盖公司估值比较表

简称	股票代码	所属行业	评级	股价	EPS			PE			PB
				2018/06/04	17A	18E	19E	17A	18E	19E	
中信证券	600030.SH	证券 II	买入	18.69	0.94	1.09	1.26	20	17	15	1.49
海通证券	600837.SH	证券 II	增持	10.62	0.75	0.81	0.88	14	13	12	1.03
国泰君安	601211.SH	证券 II	增持	16.74	1.13	1.24	1.37	15	14	12	1.16
广发证券	000776.SZ	证券 II	增持	14.20	1.13	1.20	1.35	13	12	11	1.26
光大证券	601788.SH	证券 II	增持	12.20	0.65	0.76	0.85	19	16	14	1.14
招商证券	600999.SH	证券 II	增持	15.55	0.86	0.94	1.06	18	17	15	1.30
长江证券	000783.SZ	证券 II	增持	6.29	0.28	0.33	0.39	22	19	16	1.25
东方证券	600958.SH	证券 II	增持	10.56	0.51	0.50	0.57	21	21	19	1.41
兴业证券	601377.SH	证券 II	增持	5.82	0.29	0.34	0.40	20	17	15	1.16

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。