



## 强于大市

# 从美国经验看存款管制放开

## 并轨恰逢其时，行业影响分化

目前银行板块估值对应19年0.82xPB，绝对估值仍处市场低位，安全边际高，存配置吸引力，随着海外增量资金的持续流入将利好银行，重视板块长期配置价值。个股方面关注受益政策放松、边际改善延续的股份行以及业绩领先的优质个股（招商银行和宁波银行）。

### ■ 时代背景：金融创新叠加利率上行倒逼管制放松

在70年代金融创新加快叠加市场利率不断走高的背景下，银行的存款利率在Q条例的约束下难以匹配，导致银行在揽储端压力较大，在此背景下，倒逼监管从美国70年代后期到80年代开始对于利率管制的放松。

### ■ 影响分析：“双轨”趋近，银行风险偏好被动抬升

通过观察美国存款管制放开后期的表现能够看到，存款利率与市场利率逐步趋近，相较于管制时期，两者的相关性明显增加，但利差空间依然存在，在绝大部分时间内，存款综合利率低于市场利率100-200BP，只有在2008金融危机后的零利率时期，出现过存款利率与市场利率趋同甚至高于市场利率的情况。

而在市场利率大幅攀升以及存款管制不断放松的背景下，美国的银行业将保持盈利能力的稳定摆在更突出位置，寄希望于通过抬升资产端收益率来维持息差的稳定。然而，银行风险偏好在此背景下被动抬升，使得整个行业脆弱性上升，尤其是抗风险能力本就较差的小型储贷机构。最后由于80年代中后期内外部经济环境的恶化，最终导致银行不良率的大幅攀升以及盈利水平的恶化，以中小金融机构的倒闭潮而告终。

### ■ 经验借鉴：“双轨并轨”恰逢其时，行业影响分化

从美国存款利率管制放开的历程能够了解到，在市场利率下行期间正是推进存款利率管制放开的有利时机。而目前国内市场利率正值下行期，在此背景下推进利率“双轨并轨”恰逢其时。从目前来看，我们认为存款基准利率及自律机制等软性约束的完全放开对国内银行业的影响较小，行业整体大幅提升存款上浮比例的可能性较低。

但鉴于大小行揽储能力的差异，存款管制放开对小行负债端产生的影响更大。预计大中型银行仍然会保持存款挂牌利率的稳定，通过结构性存款、大额存单等补充产品来实现边际获客，但对相对吸储能力较弱的部分小行而言，出于存款竞争的压力仍可能会出现突破利率浮动上限的情况，长期来看，未来在存款利率自由定价模式下，银行业的竞争将对银行的负债管理能力提出新的更高挑战。

**风险提示：经济下滑导致资产质量恶化超预期，中美贸易战影响。**

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

金融：银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517110001

\*熊颖为本报告重要贡献者



## 目 录

一、时代背景：金融创新叠加利率上行倒逼管制放松.....	6
1.1 美国存款利率上限放开的背景.....	6
1.2 美国存款利率上限放开进程 .....	8
二、影响分析：“双轨”趋近，银行风险偏好被动抬升 .....	10
2.1 存款定价与市场利率走势相关性增强.....	10
2.2 近几年美国重新进入加息周期后存款利率的变化.....	11
2.3 管制放松有利于存款规模的稳定.....	13
2.4 行业风险偏好被动提升，经济危机导致中小行经营脆弱性暴露.....	13
三、经验借鉴：“双轨并轨”恰逢其时，行业影响分化 .....	18
3.1 利率下行期更有利于存款管制放开，“双轨并轨”恰逢其时 .....	18
3.2 预计利率全面提升上浮比例的概率较低，但个体行为会有分化.....	19
3.3 长期影响：行业集中度提升，吸储能力差异的影响将被放大 .....	23
3.4 行业应对：产品创新式的局部利率结构调整.....	24
投资建议.....	27
风险提示.....	28
附录：美国存款产品简介 .....	29



## 图表目录

图表 1. 货币市场基金规模快速增长 .....	6
图表 2. 货基增速与联邦基金利率相关性强 .....	6
图表 3. 美国联邦基准利率多次快速上行 .....	7
图表 4. 60 年代后期到 70 年代美国经济陷入滞胀 .....	7
图表 5. 美国存款增速下行对应市场利率上升期 .....	7
图表 6. 存款在负债中的占比快速下降 .....	7
图表 7. 三类存款占比变化图 .....	8
图表 8. 不付息存款规模占比 .....	8
图表 9. 美国存款利率管制放开进程主要节点梳理 .....	9
图表 10. 美国存款利率放松与市场利率的相关性逐步增强 .....	10
图表 11. 近十年美国联邦基金利率变动情况 .....	12
图表 12. 富国银行存款结构, 2017 .....	12
图表 13. 大额定期存单利率变动趋势 .....	12
图表 14. 非大额定期存单利率变动趋势 .....	12
图表 15. Savings 账户的利率变动趋势 .....	13
图表 16. Money Market 账户利率变动趋势 .....	13
图表 17. 存款利率管制放开完成后存款占比开始趋于稳定 .....	13
图表 18. 管制放开后存款增速总体呈回升态势 .....	13
图表 19. 贷款在生息资产中的占比提升 .....	14
图表 20. 1980 年后贷款利率降幅小于联邦基金利率 .....	14
图表 21. 不动产抵押贷款占比提升 .....	14
图表 22. 1990 年以前不同规模银行投资商业地产的占比均有提升 .....	14
图表 23. 管制放开对银行存贷利差影响不大 .....	15
图表 24. 存款利率管制放开后银行息差稳中有升 .....	15
图表 25. 存款利率管制放开对银行资产质量的影响 .....	15
图表 26. 不同规模银行贷款损失 (charge-off) 变动情况 .....	15
图表 27. 净利润增速受到 GDP 波动的影响 .....	16
图表 28. ROE 受到两次石油危机的冲击 .....	16
图表 29. 大型银行 ROE 降幅更小 .....	16
图表 30. 大型银行利润为正占比高于社区银行 .....	16
图表 31. 1986 年后美国银行业进入倒闭潮 .....	17
图表 32. 银行破产倒闭潮小型银行受到的冲击更大 .....	17
图表 33. 美国市场利率和存款利率保持合理利差 .....	18



图表 34. 国内“双轨”呈靠拢趋势.....	18
图表 35. 市场资金利率保持下行.....	19
图表 36. 货币基金利率收益下行.....	19
图表 37. 货币基金与居民存款增速此消彼长.....	19
图表 38. 货币基金增速快于银行存款.....	19
图表 39. 余额宝规模增速放缓.....	20
图表 40. 余额宝收益随市场利率逐步下行.....	20
图表 41. 理财产品规模同比增速快速下降.....	21
图表 42. 18 年以来保本型理财产品占比下降.....	21
图表 10. 主要上市银行存款牌价上浮比例.....	21
图表 43. 存款成本提升对主要上市银行息差和净利润的影响.....	22
图表 43. 存款成本提升对主要上市银行息差和净利润的影响.....	23
图表 43. 银行业资产规模增速放缓.....	23
图表 44. 上市银行规模增速逐步放缓.....	23
图表 45. 大行网点存绝对规模优势 (2017 年).....	24
图表 46. 大行、招行零售/活期存款占比高.....	24
图表 47. 大行及招行手机银行 APP 活跃用户排名靠前.....	24
图表 48. 招行掌上生活 APP 不断完善.....	24
图表 49. 大额存单的产品特点.....	25
图表 50. 2017 年下半年以来结构性存款迅猛增长.....	26
图表 51. 中小行结构性存款增速超大行.....	26
图表 52. 存款利率管制放开期间主要存款产品.....	29
附录图表 53. 报告中提及上市公司估值表.....	30

引言：自 2018 年以来，央行已多次提及将进一步推进利率市场化改革，而在 2019 年初央行工作会议中，再次明确了“稳妥推进利率两轨并一轨，完善市场化的利率形成、调控和传导机制”是今年需要落地的重点工作之一。虽然我国对于存贷款利率的名义管制在 2015 年已经完全放开，但监管部门的软性约束使得国内利率双轨的情况依然存在，这也成为市场对于银行基本面的担忧因素之一。尤其在存款利率的定价上，考虑到目前银行存款利率依然明显低于市场利率，投资者普遍担忧存款管制的放开会导致银行存款端成本上行以及息差的收窄，导致盈利能力下降。

本文由此出发，希望通过借鉴美国在存款利率管制放开进程中的历史经验，为未来我国存款管制放开的可能影响以及银行行为的变化提供一些借鉴参考。

## 一、时代背景：金融创新叠加利率上行倒逼管制放松

### 1.1 美国存款利率上限放开的背景

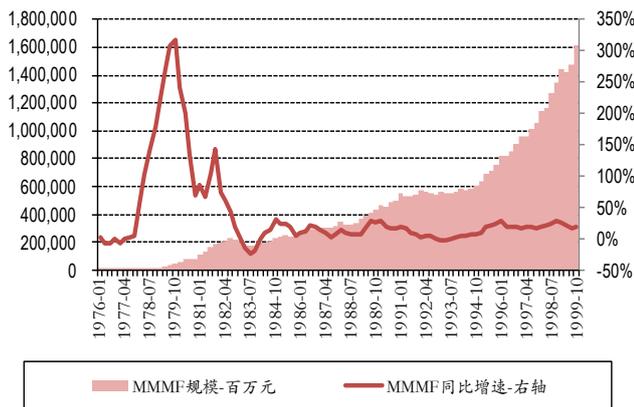
#### ■ 技术进步推动金融创新加快，存款替代产品涌现

美国在 20 世纪 60-70 年代经历了新一轮的技术进步，尤其是互联网的诞生，对推动当时金融创新的发展也起到了重要作用。在这波金融创新浪潮中，货币市场基金(Money Market Mutual Fund, 简称 MMMF) 于 1971 年孕育而生。同现在中国国内的货币产品类似，MMMF 通过投资于包括国库券、商业票据等货币市场产品为投资者提供收益。对当时的美国银行存款有很强的替代性，MMMF 的优势在于：

- 1) 利率浮动，更多取决于市场利率的情况，而银行存款利率在当时的美国依然受到严格管制。
- 2) 流动性优异，账户允许签发不低于 500 美元的支票，相较之下，当时美国仅有不付息的 demand 账户存款才具有交易功能。

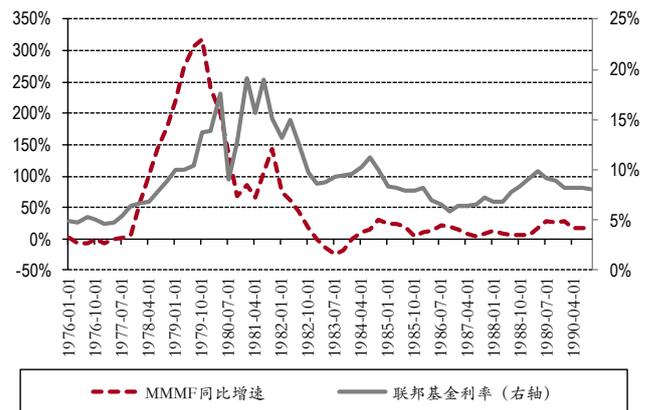
在此背景下，MMMF 从推出伊始便受到市场的热烈追捧，叠加 70 年代美国市场利率的大幅上行更是使其收益率上的优势进一步凸显，规模大幅增长，短短 10 年间规模便从无到有增长至 6 万亿美元，对银行存款带来一定分流压力。

图表1.货币市场基金规模快速增长



资料来源：FDIC, 中银国际证券

图表2.货基增速与联邦基金利率相关性



资料来源：FDIC, 中银国际证券

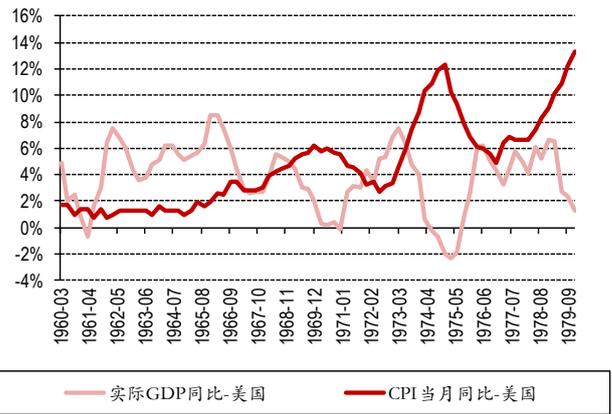
#### ■ 经济大幅波动，导致利率水平急剧攀升

时间进入到 20 世纪 60 年代末，美国经济在经历了二战后近 20 年的快速发展后增长动能逐步衰退，经济增速放缓，与此同时，包括 70 年代初的美元危机、70 年代中期及后期两次石油危机的冲击也导致当时国内通胀压力的大幅抬升。

为对抗通胀压力，美联储被迫实施紧缩政策，从而带来了市场利率在短期内的大幅上行，在三次危机期间内，联邦基金利率多次突破 10% 的水平，甚至在 1980 年突破 20%。在此背景下，居民及企业对高收益资产的配置意愿显著增强。

**图表3.美国联邦基准利率多次快速上行**


资料来源: FDIC, 中银国际证券

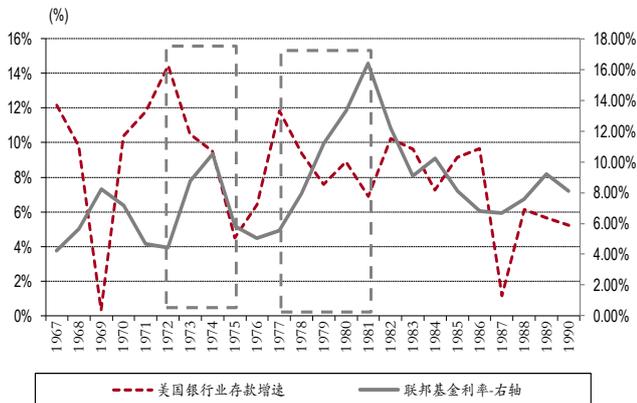
**图表4.60年代后期到70年代美国经济陷入滞胀**


资料来源: FDIC, 中银国际证券

### ■ 利率管制背景下银行存款增长乏力

在70年代市场利率不断走高的背景下, 银行的存款利率难以匹配。当时银行的存款利率依然受到Q条例的管制(在Q条例约束下, 美国商业银行禁止向活期存款支付利息, 与此同时, 针对储蓄存款和定期存款的也分别设置了利率上限) 难有大幅抬升, 银行存款对于储户的吸引力大幅削弱。

可以看到, 美国银行业存款增速在70年代的大部分时期都呈现下行态势, 其中增速下滑尤其突出的分别在两次石油危机期间, 在市场利率大幅飙升的背景下, 银行存款在定价上的劣势被进一步放大, 叠加经济增速放缓, 资产规模下行, 存款增速也同步放缓。同时, 存款在银行负债结构中的占比也逐年降低, 从1960年代95%以上的水平, 到70年代末已经滑落至80%左右。

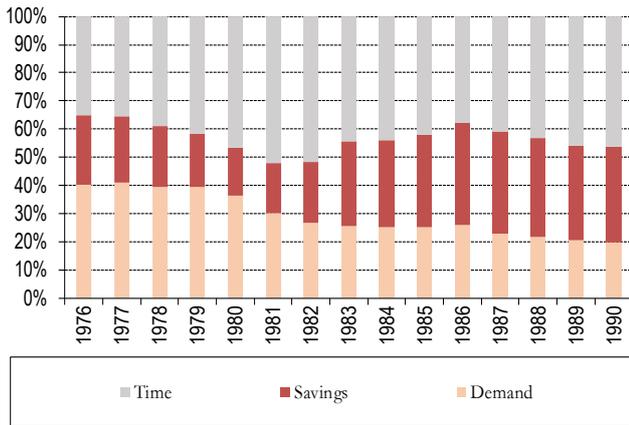
**图表5.美国存款增速下行对应市场利率上升期**


资料来源: FDIC, 中银国际证券

**图表6.存款在负债中的占比快速下降**


资料来源: FDIC, 中银国际证券

具体拆分存款结构来看, 不付息存款部分下降最为明显, 从1976年占比40%到1990年时下降至20%, 银行整体存款呈现明显的定期化趋势。商业银行存款端压力的加大对行业正常经营带来负面影响, 这也倒逼监管机构不得不加快对于存款利率管制放开。我们认为这也一定程度解释了美国在70-80年代加快利率管制放松的原因。

**图表7.三类存款占比变化图**


资料来源: FDIC, 中银国际证券

**图表8.不付息存款规模占比**


资料来源: FDIC, 中银国际证券

## 1.2 美国存款利率上限放开进程

1933年,美国颁布《格拉斯-斯蒂格尔法案》规定,禁止银行向活期存款支付利息,当年11月又制定Q条款,规定储蓄存款(savings)、定期存款(Time)利率上限为2.5%,标志美国利率管制时代的开始。因此,美国存款利率管制放开的过程基本就是逐步废除Q条例的过程。普遍认为美国存款利率管制放开开始于1970年,美国总统尼克松成立了金融结构与管制委员会,对存款利率管制放开等内容进行政策讨论,并放开了90天以内大额存单的利率管制。1970-1980年期间都是美国存款利率管制放开的政策准备和尝试阶段,但事实上在这10年间,存款的利率上限已经在个别机构、地区和产品上被逐步提高或废除。存款利率管制放开取得实质性的进展在1980年,国会召开会议并颁布《1980年银行法》,正式宣布将在6年时间内逐步废除对存款利率的管制,截止1986年美国存款利率管制完全放开。我们把美国历时16年的存款管制放开的主要时间截点梳理如下:

**图表 9. 美国存款利率管制放开进程主要节点梳理**

时间	改革内容
1970.6	美国总统尼克松成立了“金融结构与管制委员会”，实行了 10 万美元以上，3 个月以内的短期定期存款的利率自由化，同时允许 90 天以内的大额可转让定期存单（CDs）的利率市场化
1973	尼克松提出“美国金融制度改革建议”并递交国会。5 月规定 10 万美元以上存款不受“Q 条例”规定的利率限制， <b>并取消所有大额存单的最高利率限制</b> ，7 月取消 1000 万美元以上、期限 5 年以上的定期存款利率上限
1978.6	6 个月 1000 美元以上的货币市场存单利率上限可随六个月短期国债浮动
1978.11	纽约州创设 NOW 账户，存款可以从储蓄账户自动转到支票账户进行支付
1979.6	储蓄账户的利率上限提高到 5.25%；无金额限制的 30 个月以上的 small saver certificate 利率上限可以随 2 年半国债浮动，商业银行最高为 11.75%，储蓄机构最高为 12%
1980.2	<b>1980 年国会通过了《解除存款机构管制和货币管理法案》，简称《1980 年银行法》，标志着利率市场化的正式推行。新的银行法规定在今后 6 年内，将“Q 条例”所规定的利率上限逐步予以提高，至 1986 年 3 月底，分阶段取消“Q 条例”对于一切存款机构持有的定期和储蓄存款的利率限制；设立“存款机构放松管制委员会”，由该委员会根据经济情况和金融机构的安全性及健全性，决定利率提高的幅度和实施的时间等</b>
1980.3	通过“1980 年存款机构放松管制和货币控制法”，成立存款机构放松管制委员会(DIDC)。规定全国开始开设面向消费者和非营利组织的 NOW 账户和 ATS 储蓄账户和支票账户的自动转账服务
1981.1	<b>全国开始设立 NOW 账户，NOW 账户和 ATS 的利率上限为 5.25%</b>
1981.8	取消 small saver certificate 的 12% 和 17.75% 的利率上限，利率上限随两年半国债利率浮动
1981.12	一年半以上 IRA/Krogh 账户合法化，没有最小存款的限制，没有利率上限
1982.5	通过《1982 存款机构法》，该法案准许存款金融机构开办货币市场存款账户（MMDA，1982 年 12 月起）及超级可转让支付账户（SuperNOW，1983 年 1 月起）两种类型的存款
1983.1	取消 2500 美元以上的 NOW 账户任何利率上限，也没有转账次数的限制
1983.4	小额储蓄存款最短期限减少到 18 个月
1983.10	<b>“存款机构放松管制委员会”取消了 31 天以上的定期存款以及最小余额为 2500 美元以上的极短期存款利率上限。取消所有定期存款的利率上限</b>
1984.1	<b>储蓄账户利率上限提高到 5.5%。除了储蓄账户和 NOW 账户，所有利率上限取消</b>
1985.1	无利率上限的 SNOW 账户和 MMDA 账户最小金额减少到一千美元
1986.1	超级 NOW 账户和货币市场储蓄账户最小金额限制取消。取消了所有存款形式对最小余额的要求，同时取消了支付性存款的利率限制
1986.4	<b>管理当局设定存款利率上限的权力到期，标志着利率市场化的完成</b>

资料来源：FDIC, 中银国际证券

总结来看，美国监管在逐步放开存款利率管制的过程中体现出以下特点：

- 1) 存款管制的放开并不仅仅是对存款利率上限的放开，同时对于银行负债端的金融创新也在逐步开放，由于整个 70 年代美国金融业的创新加快，“类存款”产品不断涌现，因此对银行而言，金融创新的放开对于银行存款端的实际影响更大。
- 2) 从时间截点来看，虽然 1986 年是存款利率管制完全放开的时点，但实际上在 1980 年-1982 年，随着《1980 年银行法》的颁布以及 NOW 账户产品和 MMDA 账户产品的出现，银行实际上的存款约束已被打破，因此可以说大部分存款利率管制在 1982 年以后已经基本解除。

## 二、影响分析：“双轨”趋近，银行风险偏好被动抬升

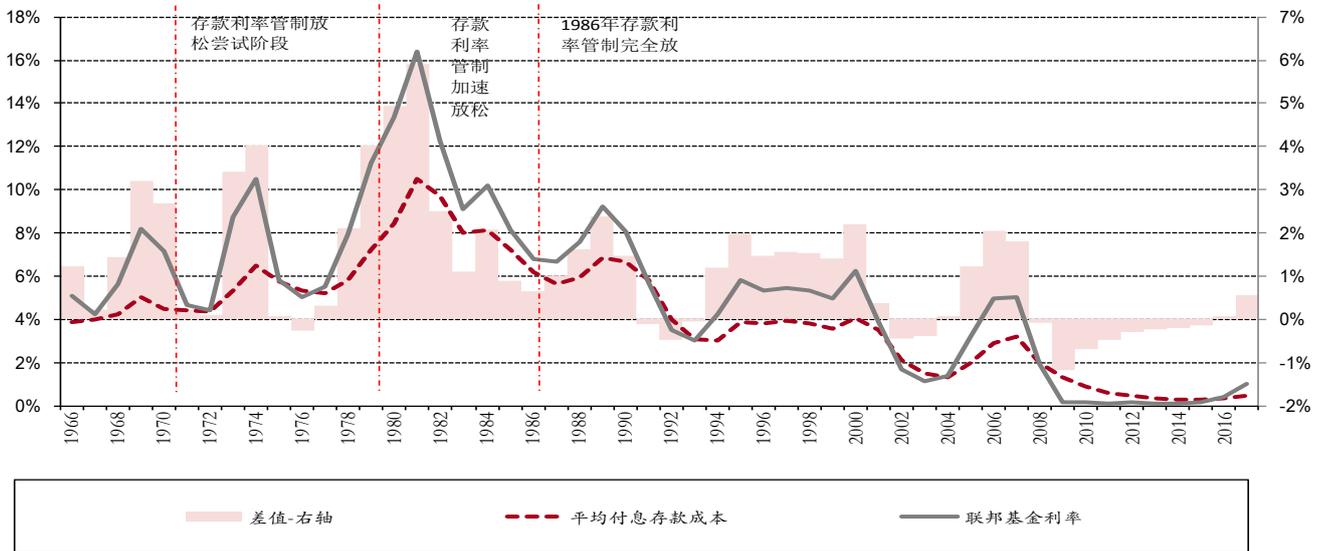
通过观察美国存款管制放开后的表现能够看到，存款利率与市场利率逐步趋近，相较于管制时期，两者的相关性明显增加，但利差空间依然存在，在绝大部分时间内，存款综合利率低于市场利率100-200BP，只有在2008金融危机后的零利率时期，出现过存款利率与市场利率趋同甚至高于市场利率的情况。

在市场利率大幅攀升以及存款管制不断放松的背景下，美国的银行业将保持盈利能力的稳定摆在更突出位置，寄希望于通过抬升资产端收益率来维持息差的稳定。然而，银行风险偏好在此背景下被动抬升，使得整个行业脆弱性上升，尤其是抗风险能力本来就较差的小型储贷机构。最后由于80年代中后期内外部经济环境的恶化，最终导致银行不良率的大幅攀升以及盈利水平的恶化，以中小金融机构的倒闭潮而告终。

### 2.1 存款定价与市场利率走势相关性增强

本部分我们通过比较美国过去50多年市场利率与存款利率的变化趋势来对存款管制放开前后银行存款定价上受到的影响来进行分析。基准利率我们选取美国联邦基金利率，而存款利率则通过测算每年全行业的付息存款平均利率得到。由于美国存款管制放开的时间跨度很长，因此，我们根据关键的时间节点分成四个阶段，即管制阶段、管制放松准备阶段、管制放松加速阶段和管制完全放开阶段。

图表10.美国存款利率放松与市场利率的相关性逐步增强



资料来源：FDIC, 中银国际证券

#### ■ 管制阶段（1970年以前）

在管制阶段内，可以看到美国银行业整体的存款利率水平几乎不受市场利率变化的扰动，在市场利率大幅波动的时期亦是如此。以1968-1970年为例，当时正值美元危机爆发，市场利率从此前4%-5%的水平大幅上升至8%以上，但当时行业整体的存款成本在4%-5%区间波动，峰值与平均水平的偏离不到1个百分点。

### ■ 管制放松准备阶段（1970-1980年）

如第一部分中提及，当时由于美国国内经济增长陷入低谷叠加第一次石油的爆发，导致通胀率居高不下，市场利率大幅抬升，而货币市场基金的出现对银行吸储带来挑战，倒逼监管对存款管制进行放松。

监管机构开始试探与摸索，期间内放开管制的存款类型主要是金额大于10万和大于1000万美元以上的定期存款，与此同时，部分地区的银行也开始对于存款产品创新的尝试，与市场利率挂钩的存款账户开始出现，但仅限于局部地区。因此从全行业层面来看，存款利率的突破有限。从数据上也能够看到，期间内，存款利率的波动有所加大，1980年曾一度达到过8%以上的水平，较区间内低点高出近4个百分点，但与此同时，市场利率的波动幅度更大，1980年峰值一度突破13%。可以说随着管制的一定放开，银行存款利率本身的波动加大，但在当时的市场环境中，市场利率与银行存款间的利差呈进一步走阔的趋势。

### ■ 管制放松加速阶段（1980-1986年）

1980年《存款机构放松管制和货币控制法》的落地，美国存款管制的正式放开拉开帷幕，在这一阶段除了对于各类期限存款利率上限的不断打开外，更为重要的是对于银行存款金融创新的放松，在此背景下，81-82年间，NOW账户、MMDA账户（关于账户的具体介绍在文末附录中会有详细解释）等与市场利率挂钩的存款产品陆续出现，可以说实质上的利率管制已经放开，而到1986年，随着规定的时间表到期，名义上的利率上限也被完全放开。

因此，可以说这一阶段才是美国存款利率管制放开的核心阶段，因为实质上随着新型存款产品的出现，银行存款利率已经能够跟随市场利率自由浮动。从数据上也能够看到，在此阶段中，尤其是1981-1983年，市场利率与银行存款利率间的利差快速收窄，从1981年峰值时接近6个百分点的差异，收窄至1%-2%。需要注意的是，由于当时正处于市场利率下行期，因此存款管制的放开并没有伴随存款利率的抬升，而是与市场利率同步下行，只是下行的幅度慢于市场利率，从而导致了“两轨”的趋近。通过美国的经验可以看到，在利率下行期放开利率管制有利于缓解银行存款成本抬升的压力。

### ■ 管制完全放开阶段（1986年以后）

1986年后，美国的存款利率管制完全放开。通过对这一阶段的观察能够看到：在长达30年的时间里，绝大部分情况下，银行的综合存款利率并未与市场利率完全趋同，而是维持了一定的利差空间，大约低于市场利率100-200BP。只有在部分市场利率快速下行期，亦或是2008年金融危机后的零利率时期，出现过存款利率与市场利率趋同甚至高于市场利率的情况。我们认为这背后的原因也不难理解，毕竟对于储户而言，银行为其提供的金融服务并不仅限于存款利息，还包括支付、结算、咨询等综合化的服务，因此除非是在市场利率极度高企的情况下（类似于美国70-80年代），银行对存款的定价都存在较大的调节空间和一定的议价能力。

## 2.2 近几年美国重新进入加息周期后存款利率的变化

美国经济自2008年遭遇金融危机以后，不断下调联邦基金利率，利率一直保持在接近0%左右的较低水平。随着经济的复苏和稳定增长，考虑到就业和通胀情况，美国从2015年开始逐步进入了加息周期。截止最新，美国联储（Federal Reserve）在18年12月19日下午决定加息25个基点，将联邦基金利率区间调整至2.25%到2.50%，这是年内第四次、也是自2015年底开启加息周期以来的第九次加息。

通过观察美国市场利率和存款利率的变动情况我们可以发现，尽管美国存款利率的管制已完全放开，但存款利率的变动较市场利率有明显的滞后性，并未跟随市场利率同步变动。美国利率在2008年遭遇经济危机后迅速下行，截止2009年已经降至接近0的水平，但各类存款平均利率在2009年仍然高于基准利率，缓慢下行，在2013年才开始降至和市场利率相当的水平。

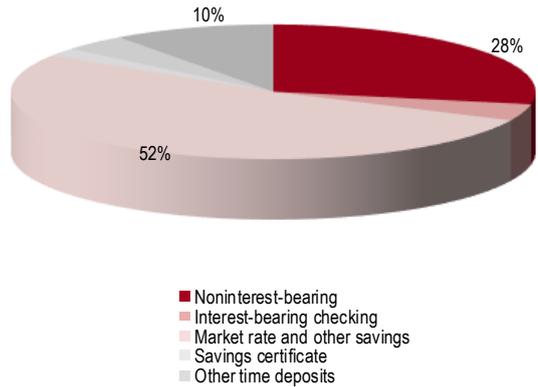
从2015年开始，市场基准利率逐步上行，但观察美国主要几类存款产品利率表现，平均存款利率一直维持在较低水平，直到2016年底才开始缓慢提升，利率的上行要远滞后于市场利率的变动。从变动幅度上来看，截止2018年末，市场基准利率较2014年末加息周期开启前提升了2.08个百分点。但主要存款产品利率上行幅度均未超过1个百分点，剔除掉大额定期存款外，平均存款利率上浮不超过0.5个百分点。以美国富国银行为例，存款结构上占比最大的 Money Market 和 Savings 账户存款（占比52%）平均利率自2014年末以来仅上涨0.11和0.03个百分点。

图表11.近十年美国联邦基金利率变动情况



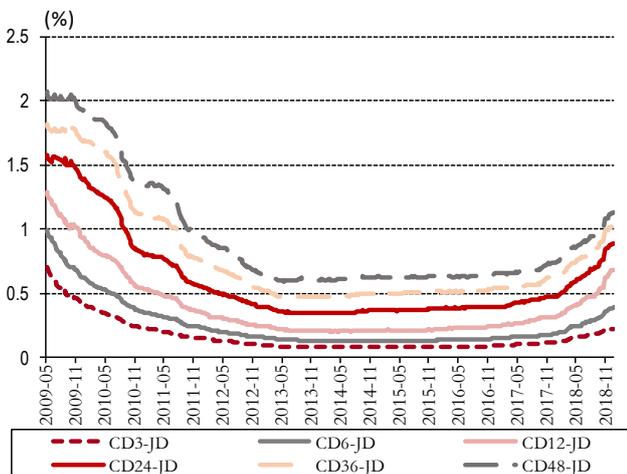
资料来源：FDIC, 中银国际证券

图表12.富国银行存款结构，2017



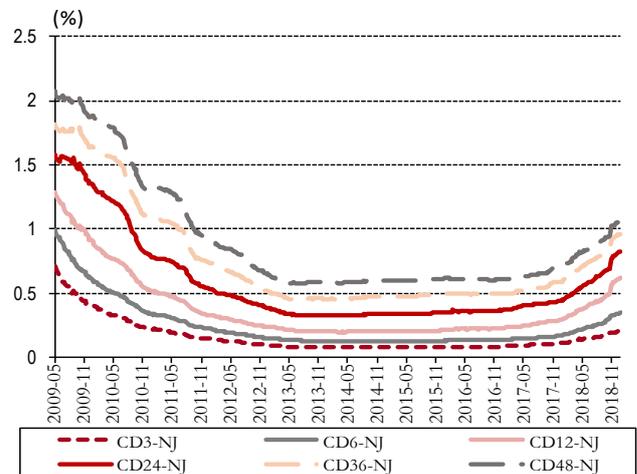
资料来源：富国银行年报, 中银国际证券

图表13.大额定期存单利率变动趋势

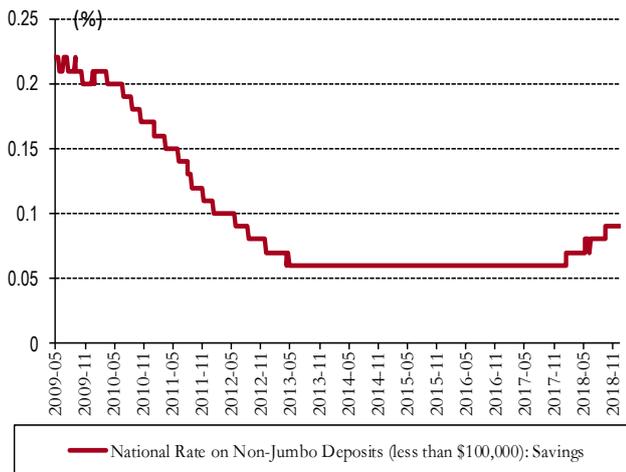


资料来源：FDIC, 中银国际证券

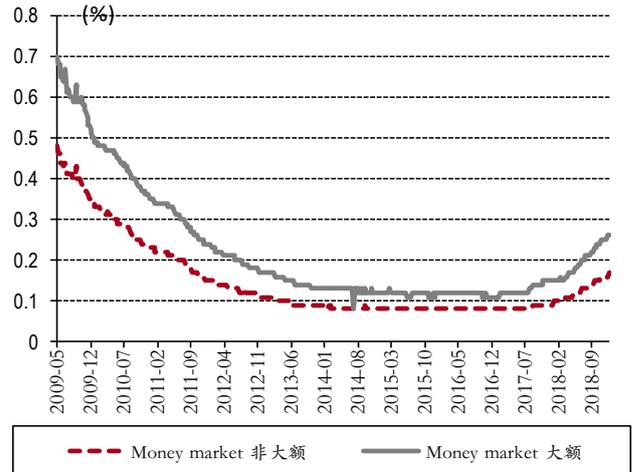
图表14.非大额定期存单利率变动趋势



资料来源：FDIC, 中银国际证券

**图表15.Savings 账户的利率变动趋势**


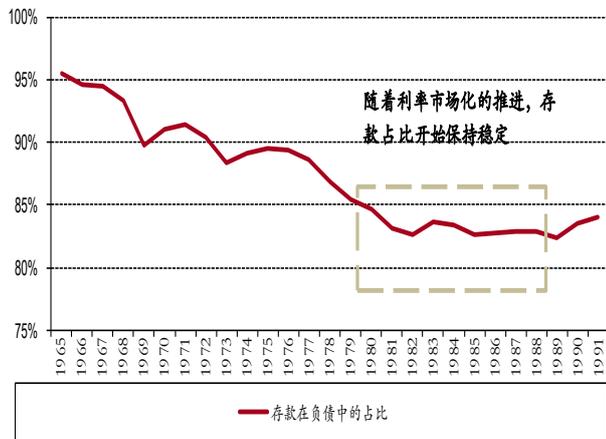
资料来源: FDIC, 中银国际证券

**图表16.Money Market 账户利率变动趋势**


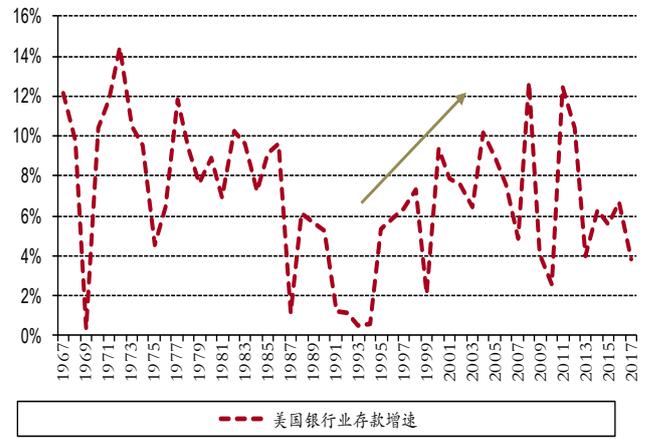
资料来源: FDIC, 中银国际证券

### 2.3 管制放松有利于存款规模的稳定

可以看到随着 1980 年后各种利率管制逐步放开, 银行存款在整个负债结构的占比开始保持稳定, 不再继续下行, 存款增速也在波动中逐步回升, 可见存款利率管制放开的确对存款的稳定增长起到了重要的作用。

**图表17.存款利率管制放开完成后存款占比开始趋于稳定**


资料来源: FDIC, 中银国际证券

**图表18.管制放开后存款增速总体呈回升态势**


资料来源: FDIC, 中银国际证券

### 2.4 行业风险偏好被动提升, 经济危机导致中小行经营脆弱性暴露

在市场利率大幅攀升以及存款管制不断放松的背景下, 美国的银行业将保持盈利能力的稳定摆在更突出位置, 寄希望于通过抬升资产端收益率来维持息差的稳定。然而, 银行风险偏好在此背景下被动抬升, 使得整个行业脆弱性上升, 尤其是抗风险能力本就较差的小型储贷机构。最后由于 80 年代中后期内外部经济环境的恶化, 最终导致银行不良率的大幅攀升以及盈利水平的恶化, 以中小金融机构的倒闭潮而告终。

## ■ 商业银行提升风险偏好以保持息差稳定

为了应对在存款管制放开过程中存款成本上行的挑战，银行将维持息差的稳定作为更重要的考核目标，在此过程中，资产端的风险偏好明显抬升。主要可以体现在以下方面：1) 加大对于信贷的投放力度，可以看到在1970-1990年间，美国银行业整体贷款在总资产中的占比从存款利率管制放开前的64%提升至存款利率管制放开完成后的70%左右。

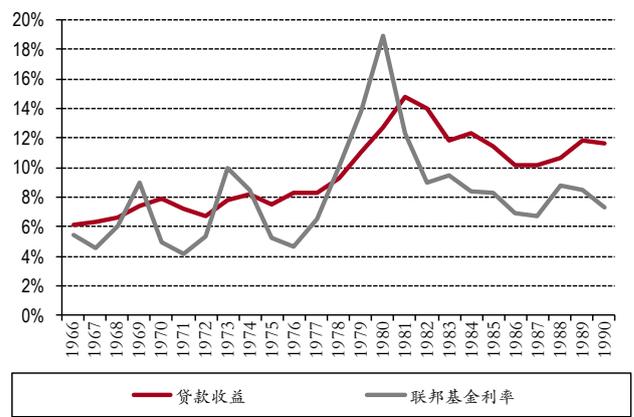
2) 为提升贷款收益率，银行在贷款结构上加大对于相对风险更高的商业地产、并购贷款等高风险资产的配置。结构上，尤其是小型储贷机构的投资行为尤为激进，随着1982年国会通过加恩—圣·杰曼(Garn—St. Germain)法案，批准储贷协会可以开展除按揭贷款外的商业贷款以及垃圾债券的投资，绝大部分的小型储贷机构都大幅增加了对于上述高收益资产的投资。

图表19. 贷款在生息资产中的占比提升



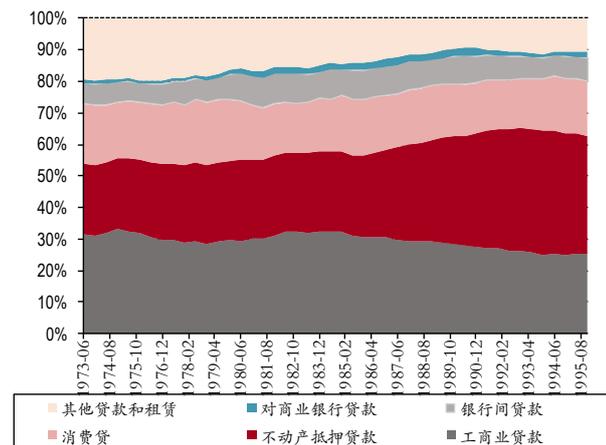
资料来源：FDIC, 中银国际证券

图表20. 1980年后贷款利率降幅小于联邦基金利率



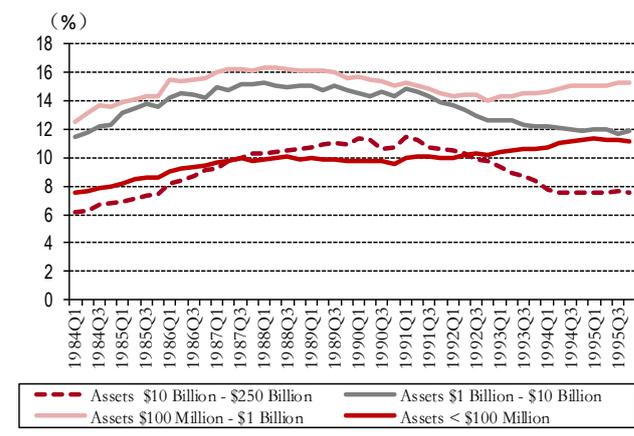
资料来源：FDIC, 中银国际证券

图表21. 不动产抵押贷款占比提升



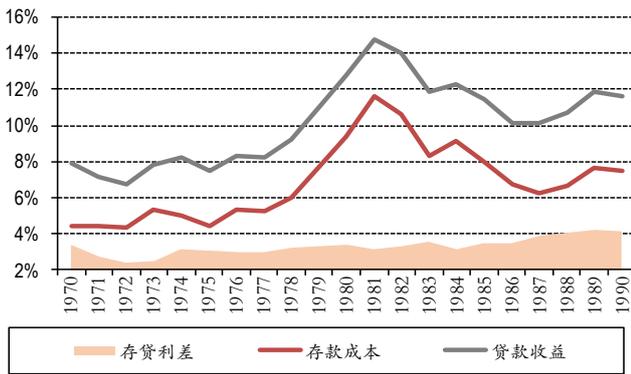
资料来源：万得，中银国际证券

图表22. 1990年以前不同规模银行投资商业地产的占比均有提升



资料来源：FDIC, 中银国际证券

因此能够看到在70年代后期到80年代初期，伴随利率管制的放开，虽然存款利率大幅波动，但贷款利率降幅要低于市场利率和存款利率，存贷利率差和净息差小幅走阔，受存款利率管制放开的影响不大。

**图表23.管制放开对银行存贷利差影响不大**


资料来源: FDIC, 中银国际证券

**图表24.存款利率管制放开后银行息差稳中有升**

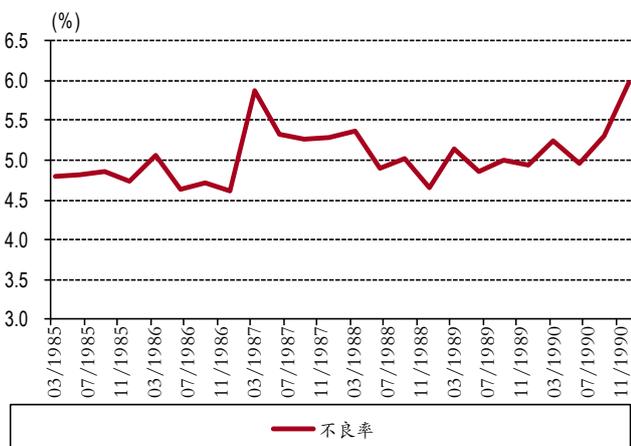

资料来源: FDIC, 中银国际证券

### ■ 银行业脆弱性凸显导致危机爆发, 间接提升行业集中度

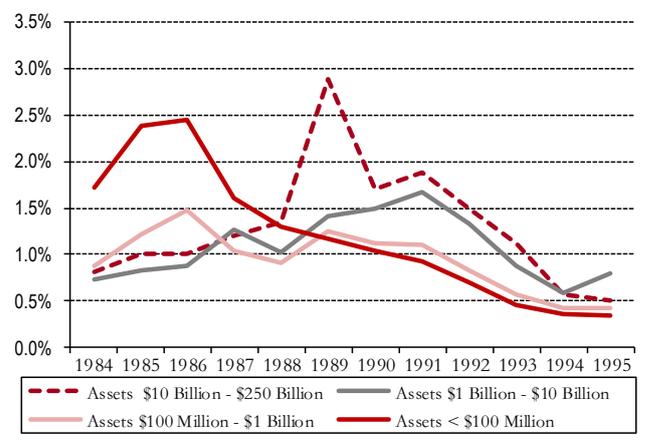
风险偏好抬升背景下, 银行业金融机构的经营脆弱性问题凸显。一旦当外部经济环境恶化时, 银行业的资产质量就会受到了不小的冲击。70年代末-80年代是美国经济调整时期, 部分地区经济衰退严重。从70年代末美国经济进入滞涨阶段, 经济发展停滞但物价严重上涨, 两次石油危机演变而来的经济危机使得大量企业破产倒闭, 侵蚀银行利润。

随着1986年国际石油市场的震荡以及1987年美国股灾等事件性冲击, 美国地产泡沫同步破裂, 对银行业的资产质量带来大幅冲击, 80年代价格高涨的房地产、石油和农产品使得大量贷款涌入这三个行业, 信贷过度扩张, 但在80年代末三类资产价格下行导致许多企业贷款无力偿还, 产生坏账。

通过美联储公布的不良率我们可以看到, 从1986年开始银行的不良率开始了大幅攀升。1986至1987年, 一年之间行业不良率就上升了0.22个百分点, 1986—1990年之间, 行业平均不良率最高时达5.36%。结构上小行的资产质量问题最先爆发, 我们从另一个反映资产质量的指标贷款损失率 (charge-off) 可以看到, 小规模银行在利率市场化完成初期贷款损失率明显上行, 大型银行在1989年底开始受到储贷危机蔓延、东北地区房地产崩盘、拉美债务危机等事件的叠加冲击, 资产质量问题才逐步显露, 贷款损失率迅速提升。

**图表25.存款利率管制放开对银行资产质量的影响**


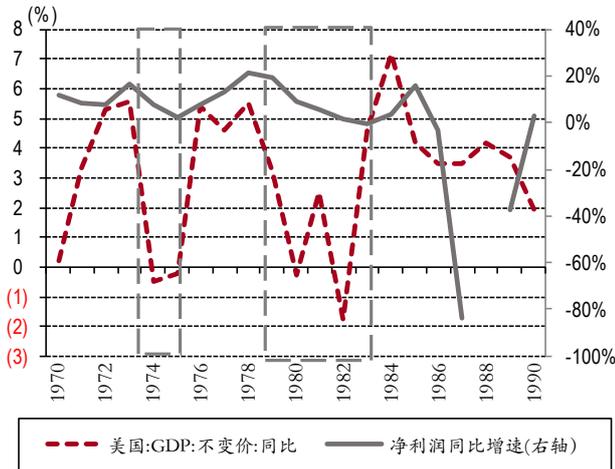
资料来源: 美联储, 中银国际证券

**图表26.不同规模银行贷款损失 (charge-off) 变动情况**


资料来源: FDIC, 中银国际证券

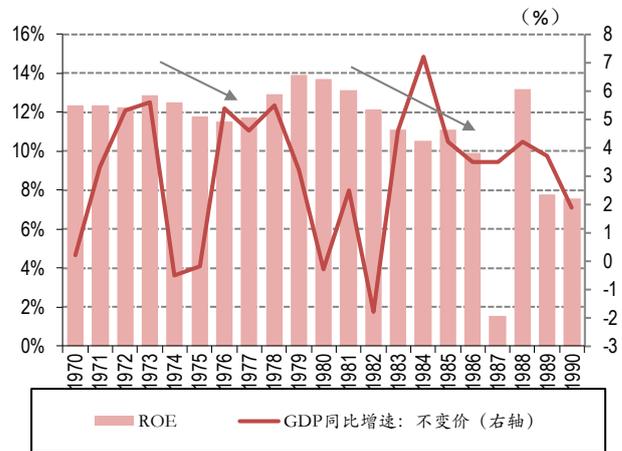
不良的爆发对银行业的利润形成了严重的侵蚀，在此期间行业净利润和 ROE 都明显下降，1987 年叠加股市暴跌影响，行业净利润同比增速一度降至-89.1%。拆分银行结构来看，其中小型银行抗风险能力更弱，受到的冲击尤为明显，1984-1987 年间中小规模银行 ROE 明显呈下行趋势，后续随着 1988-1990 经济增速的又一轮下行，储贷危机的传导，大行的盈利能力也开始调整回落。

图表27.净利润增速受到 GDP 波动的影响



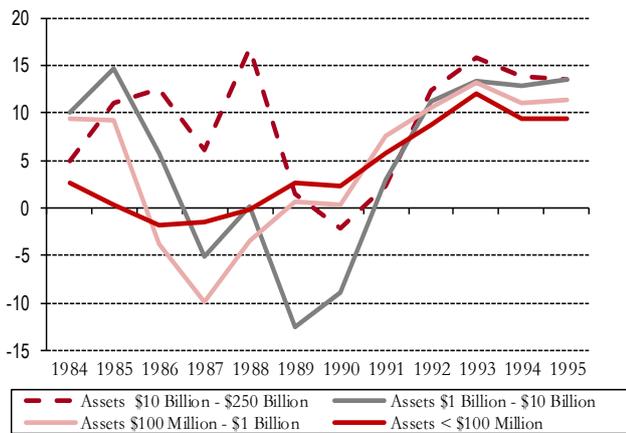
资料来源：万得，中银国际证券

图表28.ROE 受到两次石油危机的冲击



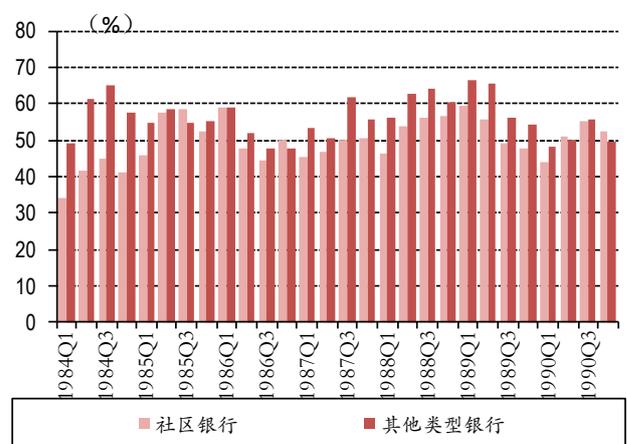
资料来源：万得，中银国际证券

图表29.大型银行 ROE 降幅更小



资料来源：FDIC，中银国际证券

图表30.大型银行利润为正占比高于社区银行

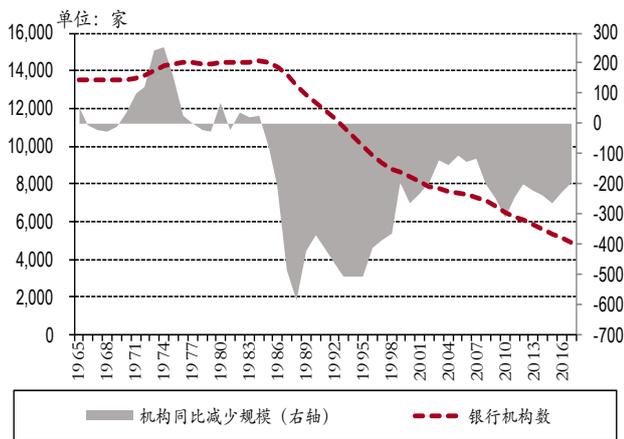


资料来源：FDIC，中银国际证券，社区银行为服务本地的小型银行

与此同时，银行业机构数从 1986 年开始急剧减少，1986—1990 年之间平均每年有 400-500 家银行金融机构倒闭，行业集中度快速提高。并且行业集中度提升的趋势自 1986 年起一直持续至今，1986 年美国共有银行金融机构 14210 家，截止到 2017 年，仅有 4918 家。

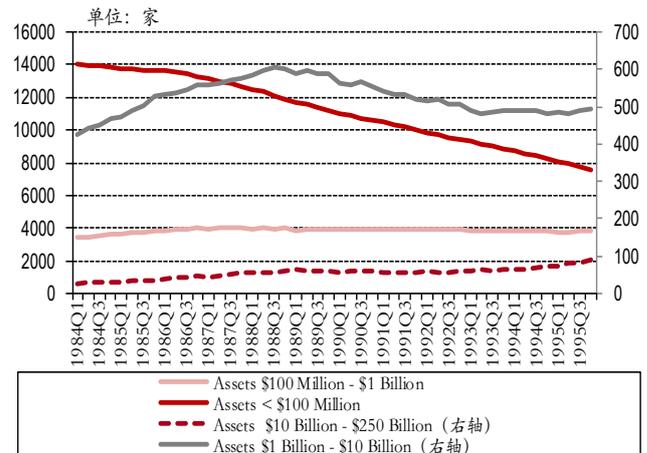
具体拆分银行结构来看，由于美国奉行“大而不倒”制，对系统重要性银行的保护要多于小型银行，且为小型银行存款提供保险的联邦储贷保险公司(FSLIC)的保险基金于 1987 年耗尽，因此倒闭潮中受到影响最大的还是规模较小的银行。从图 32 可以看出，自 1986 年起的起小型银行的规模数呈明显下降趋势，规模较大银行则较为稳定，小型银行无论是在资产负债能力、业务地域分散性还是风险管理能力方面都弱于大行，因此在宏观经济下行、存款利率化改革等内外部因素的共同作用下大量破产倒闭，美国银行业逐步走上集中度提升通道。

图表31.1986年后美国银行业进入倒闭潮



资料来源: 美联储, 中银国际证券

图表32.银行破产倒闭潮小型银行受到的冲击更大



资料来源: FDIC, 中银国际证券

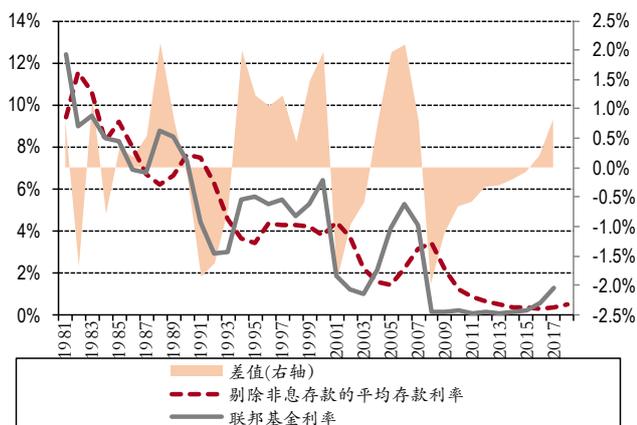
### 三、经验借鉴：“双轨并轨”恰逢其时，行业影响分化

从美国存款利率管制放开的历程能够了解到，在市场利率下行期间正是推进存款利率管制放开的有利时机。而目前国内市场利率正值下行期，在此背景下推进利率“双轨并轨”恰逢其时。从目前来看，我们认为存款基准利率及自律机制等软性约束的完全放开对国内银行业的影响较小，行业整体大幅提升存款上浮比例的可能性较低，预计大中型银行仍然会保持存款挂牌利率的稳定，通过结构性存款、大额存单等补充产品来实现边际获客，但对相对吸储能力较弱的部分小行而言，出于存款竞争的压力仍可能会出现突破利率浮动上限的情况，长期来看，未来在存款利率自由定价模式下，银行业的竞争将对银行的负债管理能力提出新的更高挑战。

#### 3.1 利率下行期更有利于存款管制放开，“双轨并轨”恰逢其时

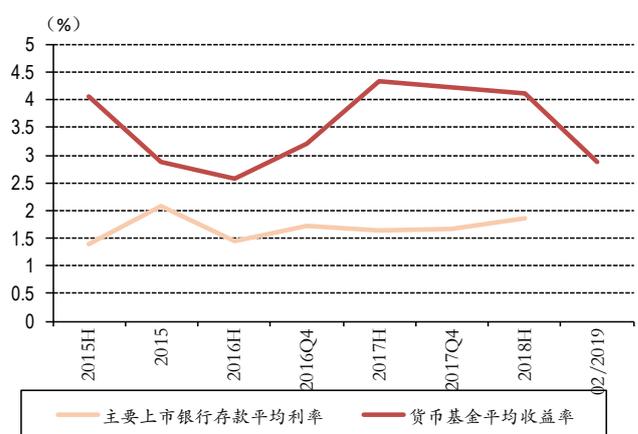
美国存款利率管制放开的经验告诉我们，存款利率管制放开并不会使两轨完全并拢，只是变动趋势的逐渐同步和差值的相对稳定。以美国为例，在存款利率管制放开刚完成的1986-1990年，市场利率仍相对较高，存款和市场利率平均利差为77BP；从1986年至今，两者的平均利差为100BP-200BP左右。从国内情况来看，截止2019年2月货币基金平均利率已下降至2.88%左右，截止2018H我国主要上市银行的平均存款成本为1.86%，即使不考虑行业整体存款成本在吸储竞争激烈背景下或将有所上升，我国“两轨”利差大约100BP，与当时美国利率管制放开后期的情况较为类似。

图表33. 美国市场利率和存款利率保持合理利差



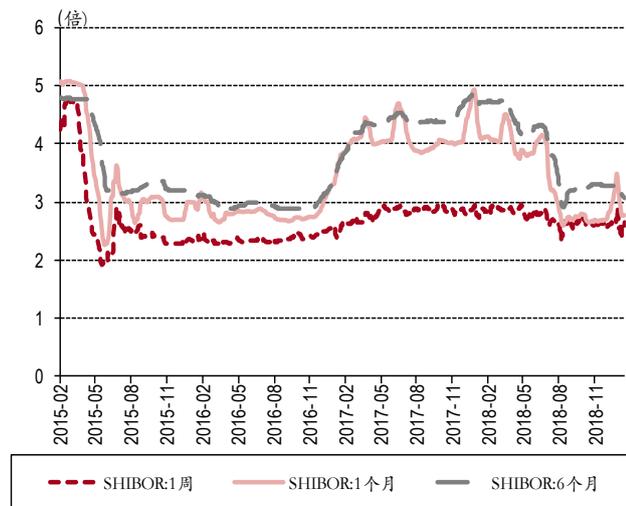
资料来源：FDIC，中银国际证券

图表34. 国内“双轨”呈靠拢趋势

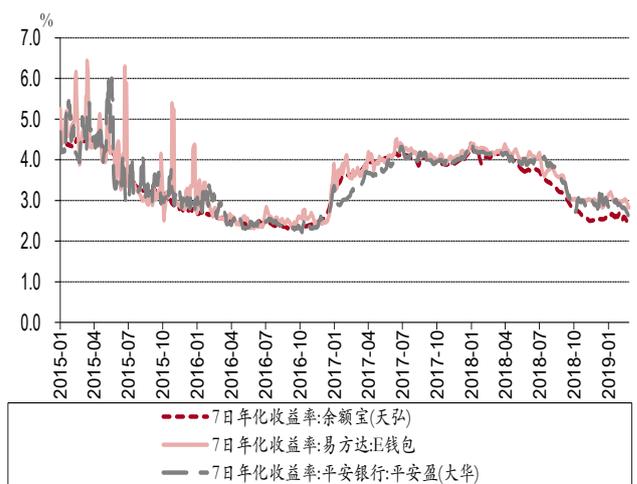


资料来源：万得，中银国际证券，货币基金平均利率为几类主要货币基金产品的利率均值。

目前中国利率“双轨”的变动趋势和美国1980存款利率管制放开正式开始后的情况非常相似：市场利率已经下行，目前中国金融市场资金面在央行“合理充裕的”的政策引导下保持宽松，市场资金利率已下行至2016年左右水平，截止2019年3月8日7/30/60天shibor价格较2018H分别下降了47BPP/132BP/137BP至2.39%/2.71%/2.85%。但由于行业主动负债受阻和金融去杠杆带来的存款派生减少，存款竞争较为激烈，2017年以来银行存款利率正逐步提升。总结而言，目前上下两轨正呈逐步靠拢趋势。借鉴美国存款利率管制放开经验，在市场利率下行期间推动存款利率限制的放开有利于减轻银行负债端压力，减轻对银行业冲击，印证了监管在当前提出推动“两轨并一轨”目标的合理性。

**图表35. 市场资金利率保持下行**


资料来源：万得，中银国际证券

**图表36. 货币基金利率收益下行**


资料来源：万得，中银国际证券

### 3.2 预计利率全面提升上浮比例的概率较低，但个体行为会有分化

尽管过去两年银行业存款成本呈缓慢上行趋势，但从目前情况来看，我们认为存款的增长压力正在边际减轻，即使存款隐形约束完全取消，主流银行大幅调整利率牌价的可能较低，部分高成本存款和美国一样将通过丰富产品体系来实现，例如目前的结构化存款和大额存单等。主要的原因来自以下几个方面：

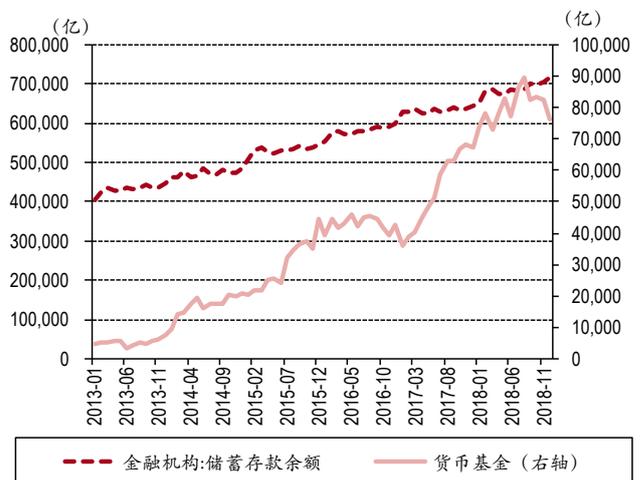
#### 1) 我国泛资管化产品对存款增长的替代效应有所减弱

##### ■ 监管趋严利率下行，货币基金增长受限

美国存款利率管制放开改革前存款的流失伴随着与市场利率挂钩的货币基金规模的快速增长。和美国相似，随着中国金融业和互联网技术的迅猛发展，金融的创新和变革也逐步活跃。2013年6月蚂蚁金服公司推出一款活期资金管理类产品：余额宝，迅速受到了市场的欢迎。余额宝在使用功能上对传统银行存款具有很强的替代性，其收益还远高于银行活期存款因而规模快速增长。截止2018年6月30日，余额宝规模1.86万亿，总规模首次超过“四大行”的个人活期存款。受到余额宝的影响，市场上同时出现了大量类余额宝的“宝宝类”产品。2013-2017年间货币基金快速增长，分流银行存款，银行金融脱媒的现象对银行业存款的增长提出了挑战。

**图表37. 货币基金与居民存款增速此消彼长**


资料来源：万得，中银国际证券

**图表38. 货币基金增速快于银行存款**


资料来源：万得，中银国际证券

但从2018年起，货币基金对银行业的冲击正逐渐减弱。一方面18年开始一系列促进货币基金规范发展的监管新规出台，在保护消费者权益，防范流动性风险的同时也一定程度上使货币基金的快速增长受限。例如2017年8月底证监会发布《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》，规定同一基金管理人所管理采用摊余成本法进行核算的货币市场基金的月末资产净值，合计不得超过该基金管理人风险准备金月末余额的200倍，不达标者，将把风险准备金计提比例从10%提升至20%。规模较大和新成立的货币基金公司都将面临风险准备金计提压力，不再能继续快速扩张；同时，风险准备金的计提也影响发展货币基金当期的管理费用收入，从而制约了基金公司在超过风险管理费之外去快速发展货币基金规模的能力。2018年6月1日，央行和证监会联合发布了《关于进一步规范货币市场基金互联网销售赎回相关服务的指导意见》，其中对提现金额、垫资服务、宣传推广等方面做出了较为严格的推定，并规定非银行支付机构不得提供以货币市场基金份额直接进行支付的增值业务，使得货币性基金的支付属性进一步减弱。可以看到，货币基金将逐渐回归自身投资属性，对存款的替代性进一步减弱。

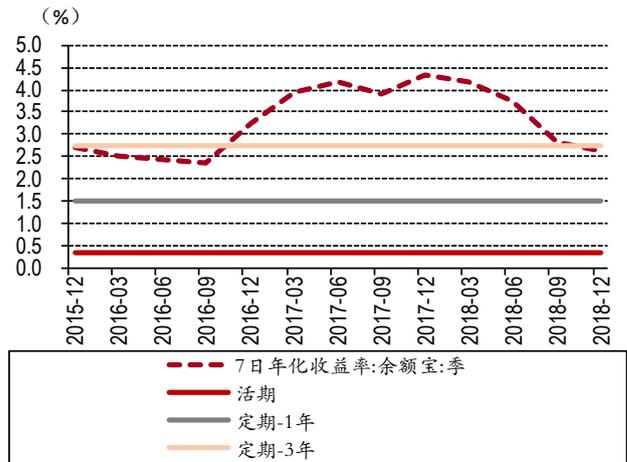
另一方面，18年以来受金融市场流动性充裕的影响，货币基金的投资收益也逐步下行，和存款之间的利差呈收窄趋势，货基在投资收益方面的吸引力逐步减弱。综合而言，货币基金规模增长受限、支付属性弱化，投资收益下行，在宽信用时期对银行存款的分流作用将逐步减弱。以货币基金的代表余额宝为例，从2017年年底开始，余额宝的规模同比增速快速下行，从2017年末的95%下降至2018年6月的2%。因此我们认为中国银行业目前来自货基的威胁要远小于70年代末美国银行业所受到的冲击，因而主动提高存款成本的动力不足。

图表39.余额宝规模增速放缓



资料来源: 万得, 中银国际证券

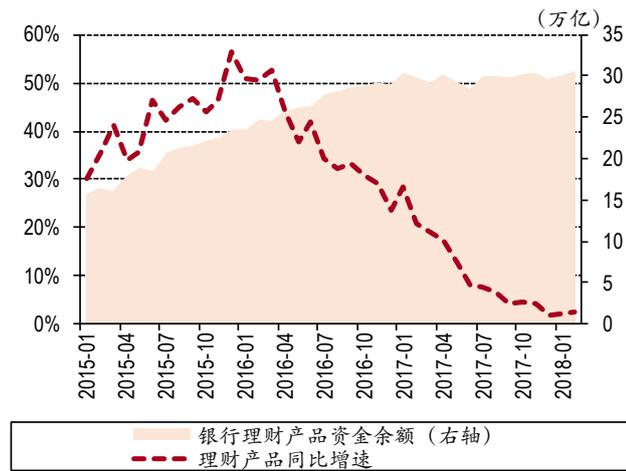
图表40.余额宝收益随市场利率逐步下行



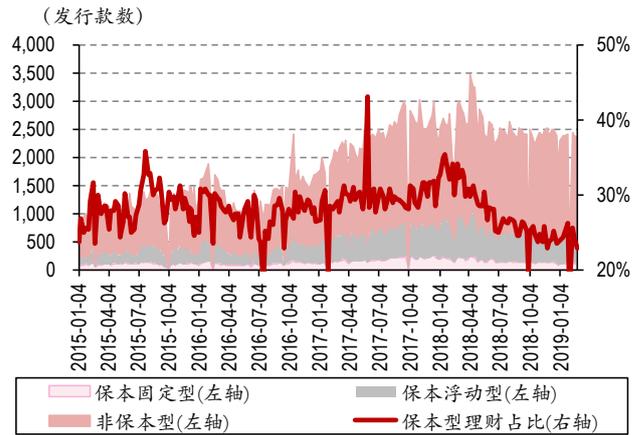
资料来源: 万得, 中银国际证券

### ■ 资管新规打破理财刚兑，理财“类存款”属性减弱

除货币基金以外，随着人们理财意识的觉醒，理财产品的发展也一度对银行存款造成了很大的冲击。一部分是保本型的理财产品，一部分是资管新规以前非保本理财产品实际上往往也是刚性兑付的，因此理财产品成为一类收益远高于存款又安全可靠的“类存款”产品，对银行存款也形成了很大的分流作用，变向提升了银行的负债成本。但我们看到，2018年4月底资管新规出台，禁止表内资管业务的开展，要求打破刚兑推行表外理财产品净值化转型。监管政策导向的转变使得保本理财在银行理财中的占比开始逐步下行，老百姓理财投资的理念逐步开始转变，理财产品对银行存款的影响也将逐步减弱。因此我们可以看到理财产品余额同比增速从2017年开始转为个位数，且2018年以来保本型理财产品在发行理财中的占比开始下行，截止2019年2月末保本型理财产品占比22.9%，较18年初下降了9.8个百分点。

**图表41.理财产品规模同比增速快速下降**


资料来源：万得，中银国际证券

**图表42.18年以来保本型理财产品占比下降**


资料来源：万得，中银国际证券

## 2) 银行出于自身盈利考量，不会“一刀切”提升存款利率

首先，从目前银行牌价定价我们可以发现，上市银行，尤其是大行和股份行的存款牌价基本都没有“一浮到顶”，超过基准的1.5倍。结构上来看，大小行由于揽储压力的不同，上浮比例存在差异，大行普遍在基准利率的基础上普遍上浮1.1-1.2倍，股份行和中小行上浮1.3-1.4倍之间，大行在存款吸纳方面更具竞争优势。

**图表 10.主要上市银行存款牌价上浮比例**

上市银行	活期	3个月	6个月	1年	2年	3年
工行	0.86	1.23	1.19	1.17	1.07	1.00
农行	0.86	1.23	1.19	1.17	1.07	1.00
中行	0.86	1.23	1.19	1.17	1.07	1.00
建行	0.86	1.23	1.19	1.17	1.07	1.00
交行	0.86	1.23	1.19	1.17	1.07	1.00
招行	0.86	1.23	1.19	1.17	1.07	1.00
中信	0.86	1.27	1.27	1.30	1.14	1.09
民生	0.86	1.27	1.27	1.30	1.12	1.02
兴业	0.86	1.27	1.27	1.30	1.29	1.16
浦发	0.86	1.27	1.27	1.30	1.14	1.02
光大	0.86	1.27	1.27	1.30	1.15	1.00
华夏	0.86	1.27	1.27	1.30	1.14	1.13
平安	0.86	1.27	1.27	1.30	1.19	1.02
北京	0.86	1.27	1.27	1.30	1.19	1.15
南京	1.00	1.27	1.27	1.27	1.20	1.15
宁波	0.86	1.40	1.40	1.40	1.24	1.13
上海	0.86	1.27	1.27	1.30	1.14	1.00
江苏	0.86	1.27	1.28	1.28	1.20	1.13
贵阳	1.09	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35
杭州	0.86	1.27	1.28	1.28	1.20	1.13
成都	1.10	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40

资料来源：万得，中银国际证券

同时，需要知道对于存款利率的整体性调整牵一发而动全身，当存款管制放开，负债端成本上行，考虑两种情形：

一是资产端定价可根据市场情况相应提升，在此情形下息差有望保持稳定，但对银行的风险管理和信贷定价能力提出了更高的要求，特别是在经济下行周期中，银行如何做好风险和收益的平衡值得关注，否则将有可能出现美国利率市场化完成后，小型银行大量倒闭，行业集中度提升的情况。

二是在当前政策背景下，监管引导银行要大力支持实体经济的发展，特别是对小微企业要尽量做到“保本微利”，贷款端利率难有提升空间，在此情形下银行的息差和盈利将受到较为明显的冲击。根据我们静态测算，若各家上市银行将存款上浮比例较当前水平提升 10%，则息差平均收窄 4BP，净利润增速下降 3.42%。若银行存款上浮比例提升 20%，则息差平均收窄 8BP，净利润平均收窄 6.84%，会对银行净息差造成较大的侵蚀作用，因此银行对于存款牌价的同时提升一定会非常谨慎。

**图表 43.存款成本提升对主要上市银行息差和净利润的影响**

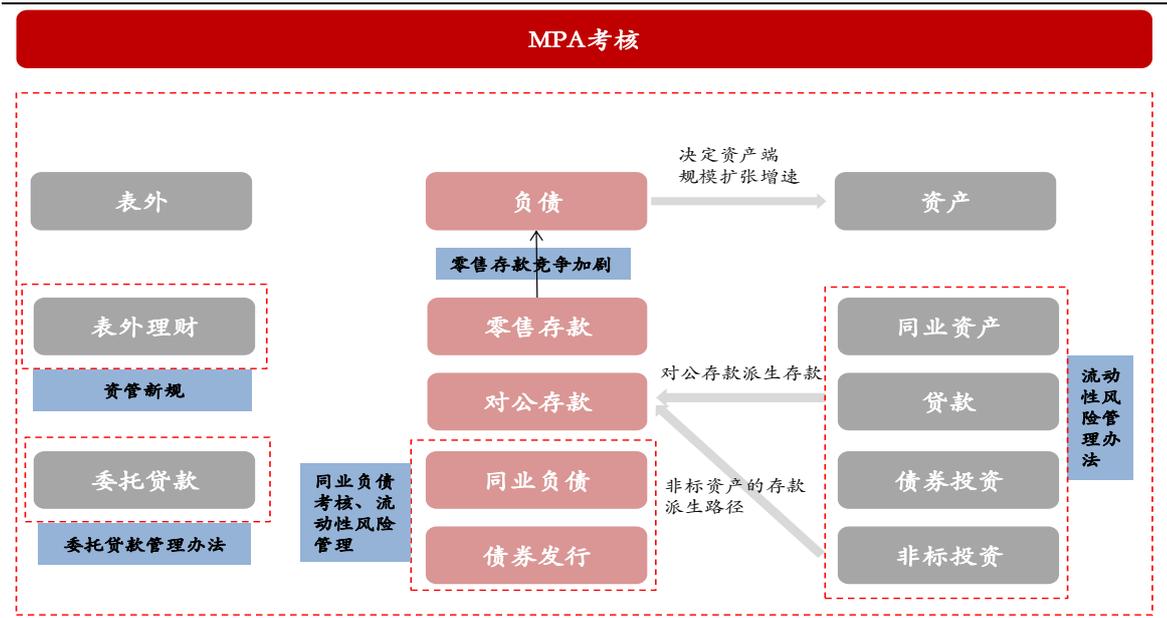
主要上市银行	净息差 (2018H)	当前存款上浮比例			上浮比例提升10%		上浮比例提升20%	
		3个月	6个月	1年	对息差的 影响	对净利润的 影响	对息差的影 响	对净利润的 影响
工行	2.30%	1.23	1.19	1.17	-0.05%	-3.2%	-0.10%	-6.4%
建行	2.34%	1.23	1.19	1.17	-0.04%	-2.7%	-0.08%	-5.4%
中行	1.88%	1.23	1.19	1.17	-0.05%	-3.8%	-0.09%	-7.6%
农行	2.35%	1.23	1.19	1.17	-0.04%	-3.1%	-0.08%	-6.2%
交行	1.41%	1.23	1.19	1.17	-0.04%	-3.7%	-0.08%	-7.5%
招行	2.54%	1.23	1.19	1.17	-0.03%	-1.8%	-0.06%	-3.6%
中信	1.90%	1.27	1.27	1.30	-0.04%	-3.5%	-0.07%	-7.1%
民生	1.64%	1.27	1.27	1.30	-0.04%	-3.3%	-0.08%	-6.5%
兴业	1.78%	1.27	1.27	1.30	-0.04%	-2.8%	-0.07%	-5.7%
浦发	1.77%	1.27	1.27	1.30	-0.04%	-2.8%	-0.07%	-5.5%
光大	1.63%	1.27	1.27	1.30	-0.04%	-3.6%	-0.08%	-7.2%
华夏	1.86%	1.27	1.27	1.30	-0.03%	-2.9%	-0.06%	-5.8%
平安	2.26%	1.27	1.27	1.30	-0.06%	-5.3%	-0.11%	-10.6%
北京	1.82%	1.27	1.27	1.30	-0.04%	-3.3%	-0.07%	-6.6%
南京	1.89%	1.27	1.27	1.27	-0.06%	-4.6%	-0.12%	-9.3%
宁波	1.81%	1.40	1.40	1.40	-0.04%	-3.0%	-0.08%	-6.0%
上海	1.55%	1.27	1.27	1.30	-0.04%	-3.0%	-0.08%	-6.1%
江苏	1.57%	1.27	1.28	1.28	-0.05%	-4.7%	-0.09%	-9.4%
贵阳	2.34%	1.35	1.35	1.35	-0.04%	-2.7%	-0.08%	-5.4%
杭州	1.72%	1.27	1.28	1.28	-0.04%	-4.4%	-0.07%	-8.7%
成都	2.16%	1.40	1.40	1.40	-0.05%	-3.5%	-0.09%	-6.9%
<b>行业平均</b>	<b>1.93%</b>				<b>-0.04%</b>	<b>-3.42%</b>	<b>-0.08%</b>	<b>-6.84%</b>

资料来源：万得，中银国际证券

### 3) 冲规模动力减弱，行业步入高质量发展期

银行业经过前些年的快速发展，已经度过了规模快速扩张的粗放型增长阶段。同时央行MPA考核体系自16年推出以来不断调整和完善，考核体系中资本和杠杆情况考核对各家银行广义信贷增速的约束力很强，广义信贷增速越快的银行将面临更严格的资本约束。此外MPA自2017年第一季度评估时起将表外理财纳入广义信贷指标范围，在2018年第一季度把同业存单纳入同业负债占比指标，监管体系已经囊括了银行表内外大部分业务，过去几年扩张较快的同业投资、表外投资受到明显制约，行业规模增速也逐步放缓。我们认为随着中国经济的转型升级，经济增速目标的淡化，银行业也将步入更加注重发展质量的新阶段，银行对规模增长的冲动将逐步减弱，因此未来对存款增长的迫切性也会相应减弱，在存款竞争压力不足的情况下不会直接提升存款牌价利率以提升负债端成本。

图表 43. 存款成本提升对主要上市银行息差和净利润的影响



资料来源：万得，中银国际证券

图表 43. 银行业资产规模增速放缓



资料来源：万得，中银国际证券

图表 44. 上市银行规模增速逐步放缓

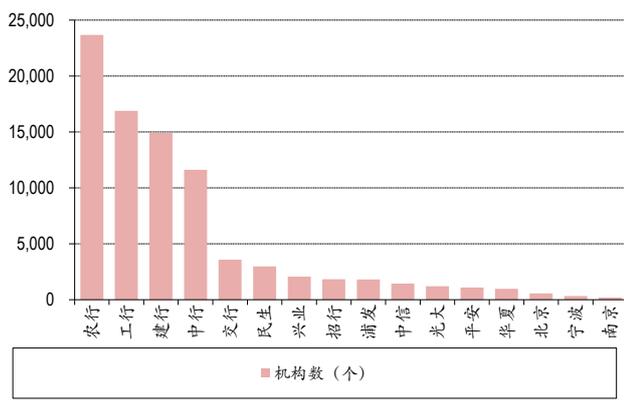


资料来源：万得，中银国际证券

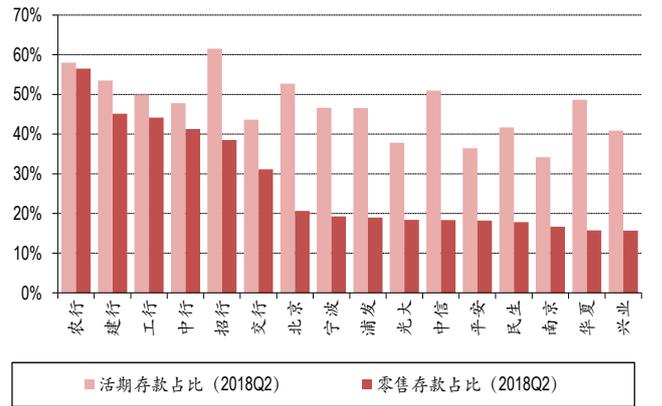
### 3.3 长期影响：行业集中度提升，吸储能力差异的影响将被放大

长期来看，随着存款利率管制的突破，我们认为各家银行间吸储能力的差异将被进一步放大，吸储能力更强的银行将在资负两端的竞争中具有优势，因此增强吸储能力成为了银行长期竞争力培育的关键，相比于高息揽储的模式，我们认为客户资源禀赋、渠道、综合化服务能力都将更为重要。

1) 从客户资源禀赋的角度来看，存款网点布局广及客户黏性高的银行、具有区域资源禀赋优势的地方银行有望脱颖而出。从网点布局来看，大行较中小银行具备规模优势，固然使银行拥有较为可观的线下客户数量。而对于中小银行来说，在线下获客点有限的情况下，增强线下客户粘性、充分挖掘客户需求更为重要。零售客户存款的沉淀在一定程度上能够反映用户粘性，从这个维度来看，大行和招行在客户粘性上表现的更好。另外，部分地方银行存在品牌优势，并且业务精耕当地，掌握区域核心的客户资源。

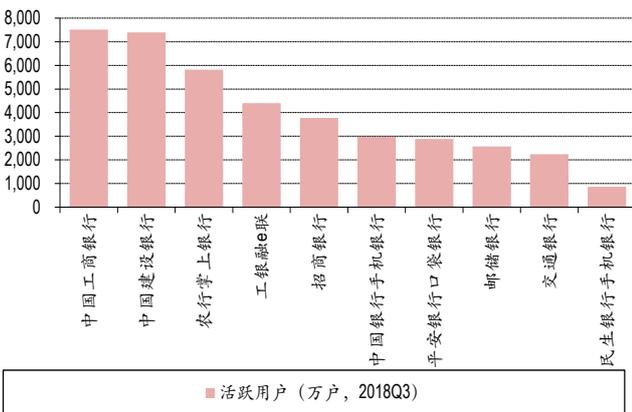
**图表45. 大行网点存绝对规模优势 (2017年)**


资料来源: 万得, 中银国际证券

**图表46. 大行、招行零售/活期存款占比高**


资料来源: 万得, 中银国际证券

2) 从渠道拓展角度来看, 中小行传统物理网点数量落后于大行是客观事实, 短期内难以改变。因此, 获客渠道的多元化成为中小行弥补短板的重要途径。金融科技领先的银行具备线上获客优势。根据易观银行服务应用 APP 月度活跃用户数统计, 大行以及招行的活跃用户数排名靠前。以招行为例, 公司加强 App 运营, 围绕客户体验, 聚焦核心场景, 从而实现客户活跃度的提升。公司提出聚焦“移动优先”战略, 致力于将传统的产品和服务与移动金融结合, 挖掘潜在的客户价值及拓宽获客渠道。

**图表47. 大行及招行手机银行 APP 活跃用户排名靠前**


资料来源: 易观数据, 中银国际证券

**图表48. 招行掌上生活 APP 不断完善**


资料来源: 招商银行年报, 中银国际证券

3) 从客户综合化服务来看, 金融牌照齐全的银行能够发挥协同效应, 实现客户资源共享的同时加强客户粘性。大行均拥有证券、投行、保险、租赁、基金牌照, 股份行中, 平安银行、中信银行、光大银行的牌照较为齐全。多牌照的银行能够以客户为中心形成一体化账户, 淡化机构痕迹将大幅提高便捷性和客户体验, 进行信贷、证券、资产管理、保险业务的交叉销售。

### 3.4 行业应对: 产品创新式的局部利率结构调整

出于盈利增长的目的, “一刀切”提升存款成本对银行息差和净利润都有较大的侵蚀作用, 对于部分吸储能力强的个体而言也没有必要, 但在主动负债受限的情况下, 为使得负债端保持平稳增长, 我们认为国内银行应当借鉴学习美国经验, 通过产品创新的方式提供差异化的存款产品, 有针对性的提升部分存款的利率以稳定存款增长。目前国内创新类的存款产品如结构性存款、大额存单等规模从去年开始保持较快增长。

根据 2015 年 6 月央行制定的《大额存单管理暂行办法》规定，大额存单是指由银行业存款类金融机构面向非金融机构投资人发行的、以人民币计价的记账式大额存款凭证，是银行存款类金融产品，属一般性存款。大额存单类产品最早产生于 60 年代的美国，被银行用作突破 Q 条例利率限制的手段，通常来讲定价都高于普通存款，不少国家在存款利率管制放开过程中，都曾以发行大额存单作为推进改革的重要手段。

我国最早在 1986 年就尝试过可转让定期存单的发行，是我国大额存单的前身，但由于缺乏统一的转让市场和利率优势不明显而逐步停滞，直到我国存款利率管制放开改革的逐步推进，存款端定价上限的不断扩大，2015 年央行制定《大额存单管理暂行办法》，大额存单又重新登上历史舞台。目前国内大额存单利率普遍在基准利率上浮 40%--50%，在理财新规出台后相信未来会在替代银行传统保本理财、丰富负债端产品体系方面发挥积极作用。

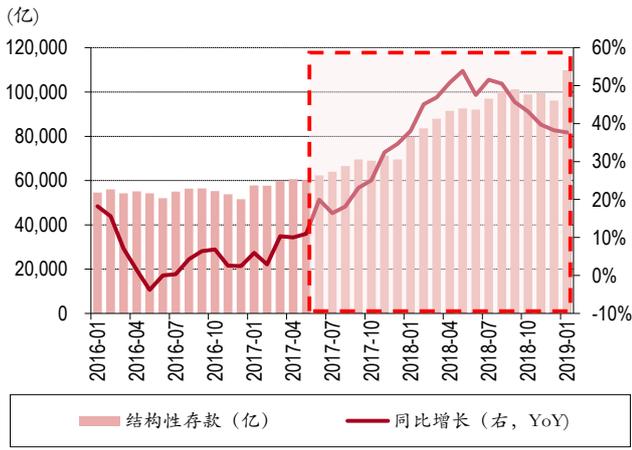
**图表49. 大额存单的产品特点**

大额存单产品特点总结	
要素	规定
发行人	存款类金融机构，且为全国性市场利率定价自律机制成员单位
发行对象	非金融类投资机构，公司和个人投资者均可购买
发行形式	电子化、标准期限：包括1个月、3个月、6个月、9个月、1年、18个月、2年、3年和5年共9个品种
起购金额	个人投资人认购金额不低于30万元，机构投资人认购金额不低于1000万元
利率确定方式	市场化利率确认原则，分为固定和浮动两类，浮动利率存单以上海银行间同业拆借利率（Shibor）为浮动利率基准计息
其他条款	1. 允许转让、提前支取和赎回，需提前约定 2. 大额存单可以用于办理质押业务，包括但不限于质押贷款、质押融资等

资料来源：万得，中银国际证券

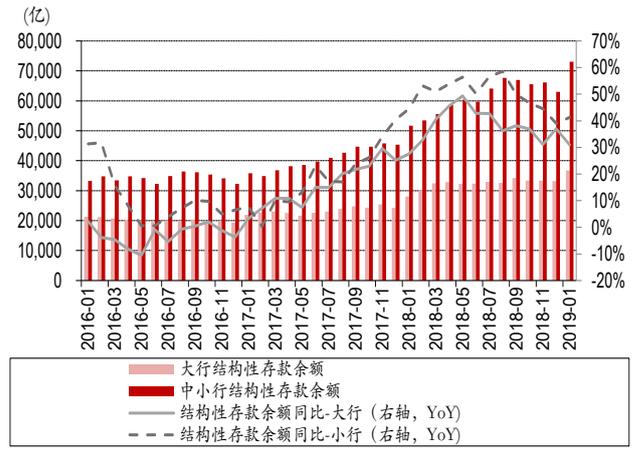
结构性存款是嵌入衍生品工具的存款类产品，由于部分资金和衍生产品相挂钩往往能够获得较高的收益，在结构性存款监管规则尚不明确背景下，往往能够保本保息，相当于提供了一种原保本理财的替代类产品，因此在理财产品受到净值化监管后开始快速发展。从 2017 年 6 月起，结构性存款余额同比增速从 19.96% 提升至 2018 年 5 月的 53.9%。从结构性来看，由于中小银行的负债端调整压力相对更大，因此中小行的结构性存款同比增速从 2017 年下半年开始明显超过大行。但总的来说，目前结构性存款在大行存款规模中的占比仅为 5%，在中小行中的占比为 8%，所以即使存款成本高于平均存款成本，也不会对整体负债产生太大影响。我们判断，未来银行业在面临存款压力较大时期，应该会有更多类型的创新类产品来结构性调整负债端利率，以实现更好的资产负债管理目标，保证负债端成本的稳定。

图表50.2017年下半年以来结构性存款迅猛增长



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表51.中小行结构性存款增速超大行



资料来源: 万得, 中银国际证券

## 投资建议

通过梳理美国存款利率管制放开进程我们可以发现，美国的存款利率管制放开是通过产品的创新，分账户、分金额逐步打开利率上限的过程，从时机选择上来看正式开始于市场利率下行周期。管制放开后存款利率和市场利率关联性增强，但两者之间始终存在着一定合理利差，存款规模开始保持稳定。对行业基本面的影响来看，在市场利率大幅攀升以及存款管制不断放松的背景下，美国的银行业将保持盈利能力的稳定摆在更突出位置，寄希望于通过抬升资产端收益率来维持息差的稳定。然而，银行风险偏好在此背景下被动抬升，加之外部经济环境的恶化使得大量小型银行破产倒闭，最终推动行业集中度上升。

目前中国的存款利率在竞争激烈背景下保持上行，市场利率下行，两者的利差已不超过1个百分点，实际已经和美国的双轨平均利差（100BP左右）较为接近，正是推进存款利率管制放开的恰当契机。但我们认为由于中美情况的差异，国内银行不会采取“一刀切”上调存款牌价的方式，而是通过多元化的创新型产品，结构性地调整存款利率以应对管制放开的挑战，同时大小行比较而言，吸储能力更强的大行在利率管制放开后竞争优势将更加明显。

目前银行板块估值对应19年0.82xPB，绝对估值仍处市场低位，安全边际高，存配置吸引力。同时，海外增量资金的持续流入也将利好银行，重视板块长期配置价值。个股方面关注受益政策放松、边际改善延续的股份行以及业绩领先的优质个股（招商银行和宁波银行）。

## 风险提示

- 1、经济下行导致资产质量恶化超预期。**银行作为顺周期行业，行业发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行业的资产质量存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。目前中美贸易摩擦持续，宏观经济存不确定性，后续仍需密切关注经济的动态变化。
- 2、金融监管超预期。**2017年以来银行业严监管持续，已实现对银行表内外业务监管的全覆盖，行业规模增长放缓、“去杠杆”进程提速。同时，银监会和保监会合并将增强监管的统一性和协调性，提升监管有效性，各类监管细则文件有望加速落地。如果严监管超预期趋严，行业的业务发展可能受限，从而影响净利润增速。
- 3、中美贸易战进一步升级。**中美贸易战发展方向摇摆不定，进一步增加了投资者对国内经济前景的担忧。

## 附录：美国存款产品简介

和中国比较来看，美国的存款产品种类比较丰富，特别是在存款利率管制放开过程中又涌现出了很多新的产品来突破存款利率的管制。我们将美国主要的产品种类及其内涵归纳总结如下：

图表52.存款利率管制放开期间主要存款产品

存款名称	含义
Demand	近似于国内的活期存款，可以随意支取不限次数，不用提前7天告知，但不给付利息。
Savings	它的灵活性次于Demand存款，一般而言如果存款能保持在规定额度以上，则能获得利息，但对交易（转账）次数有限制，支取也需提前通知。
Time	类似于国内的定期存款，存款在一开始就规定了固定的期限，会给付较高的利率，往往投资门槛也高于Demand和Savings
Now 账户 (Negotiable Order of Withdrawal Accounts)	是demand的一种，但支付利息，如果存款额度没有达到规定金额就会变成常规的demand账户。取款要提前告知，不限支付次数，和Demand一样属于M1。1980在全国执行、1986年放开5%的利率天花板。
MMA or MMDA	money market account (MMA) or money market deposit account (MMDA) 是一种支付利率基于当下货币基金市场利率的银行账户，属于Savings的一种。可以用支票和银行卡来使用里面的钱，但对支票支付次数，支付金额、转账次数都有限制。1982年被创立，没有利率上限，没有最低到期日。美联储不要求此类存款缴纳存款准备金。
Certificate of Deposit (CD)	是定期存款 (Time deposits) 的一种，能获得联邦基金利率的保障，期限和利率一般都是比较固定的。一般有最低的存款要求，越大额利率越高。一般来说10万美元起存的大额可转让存单支付的利率是最高的。

资料来源：万得，中银国际证券

**附录图表 53. 报告中提及上市公司估值表**

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (十亿元)	每股收益(元/股)		市净率(倍)		最新每股净 资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
601988.SH	中国银行	未有评级	3.81	1,122	0.59	0.63	0.80	0.74	5.02
601288.SH	农业银行	买入	3.74	1,309	0.55	0.59	0.97	0.81	4.43
600036.SH	招商银行	买入	32.03	808	2.78	3.18	1.81	1.61	19.49
601998.SH	中信银行	未有评级	6.40	313	0.87	0.93	0.86	0.79	7.95
600000.SH	浦发银行	增持	11.55	339	1.85	1.91	0.86	0.76	14.49
601818.SH	光大银行	买入	4.18	219	0.60	0.66	0.81	0.75	5.32
600015.SH	华夏银行	未有评级	8.35	128	1.29	1.32	0.87	0.77	12.55
601169.SH	北京银行	增持	6.32	134	0.89	0.96	0.85	0.78	8.02
601009.SH	南京银行	增持	7.96	68	1.14	1.30	1.17	1.07	7.64
002142.SZ	宁波银行	增持	20.10	105	1.79	2.15	2.08	1.65	11.78
601229.SH	上海银行	增持	12.18	133	1.40	1.65	1.05	0.96	12.62
600919.SH	江苏银行	未有评级	7.17	83	1.03	1.10	0.91	0.82	8.63
600926.SH	杭州银行	增持	8.86	45	0.89	1.04	1.09	0.98	8.94
002807.SZ	江阴银行	未有评级	6.58	12	0.45	0.47	1.30	1.27	5.41
600908.SH	无锡银行	增持	6.77	13	0.54	0.61	1.35	1.24	5.38
601128.SH	常熟银行	买入	7.89	18	0.56	0.66	1.71	1.57	5.17
603323.SH	吴江银行	增持	7.95	13	0.45	0.52	1.55	1.45	6.16
002839.SZ	张家港行	未有评级	7.11	13	0.42	0.49	1.55	1.44	4.95

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 3 月 19 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371