

## 银行

## 专题！银保监 23 号文： 防风险基调不变，假结构性存款监管加强

**评级：增持（维持）**

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师：邓美君

执业证书编号：S0740519050002

电话：

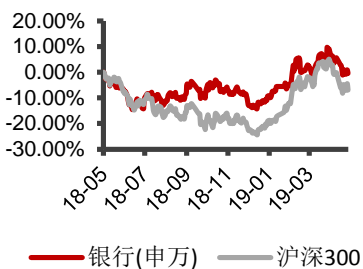
Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

研究助理：贾靖

Email: jjj@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

上市公司数	32
行业总市值(百万元)	9,484,967
行业流通市值(百万元)	6,349,251

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

&lt;&lt;银保监会 19 年 1 季度数据点评：规模驱动业绩增速走高，息差与资产质量平稳&gt;&gt;2019.05.12

&lt;&lt;银行：大型银行具有防御性-银行业周报（2019 年 05 月 第 2 期）&gt;&gt;2019.05.12

&lt;&lt;银行角度看 4 月社融数：高波动的原因，未来社融会平稳&gt;&gt;2019.05.09

**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PE G	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
工商银行	5.57	0.79	0.82	0.86	0.90	7.05	6.77	6.48	6.17	-	增持
建设银行	6.92	0.96	1.01	1.05	1.10	7.17	6.82	6.58	6.28	-	增持
农业银行	3.61	0.58	0.57	0.59	0.63	6.22	6.38	6.09	5.74	-	增持
招商银行	33.3	2.78	3.19	3.54	3.97	11.98	10.43	9.41	8.38	-	增持
宁波银行	22.4	1.80	2.10	2.42	2.91	12.49	10.66	9.28	7.72	-	增持

备注：

**投资要点**

- **23 号文“巩固治乱象成果 促进合规建设”防风险基调不变。**23 号文与 17 年初的“三三四”、18 年初的 4 号文，以及 19 年 5 月的“金融风险资产分类”等监管内容一脉相承，从内容上看并无超预期的地方，但从发文频率看，显示监管防风险基调始终不变，预计执行力度平稳。
- **结构性存款监管趋势：假结构面临强监管，相关政策待完善。**很多中小银行业跟风发行“假结构性存款”以实现高息揽储、变相刚兑，未来一定会面临严监管；叠加 2 月票据与结构性存款同步高增，引发监管对套利与资金空转的担忧。预计未来针对结构性存款的专门性监管政策会逐步出台，引导商业银行向保本理财-假结构性存款-真结构性存款的方向过渡。
- **结构性存款的现状：1、基本为假结构；强监管+高基数背景下增速放缓。2、产生背景：负债压力的驱使。**2017 年以来对同业空转、非标通道等业务严监管，大幅削弱了银行存款派生能力；主动负债利器同业存单也纳入了同业负债合计占比不超总负债 1/3 的监管，而在部分融资需求回表，表内信贷高增背景下，负债荒凸显，银行不得不通过发力结构性存款支撑负债。**3、未来：利率市场化的过渡产品，“真结构性存款”难发展。**
- **结构性存款监管，对行业整体存款压力具有边际改善。**结构性存款，大发展或者大萎缩，对流动性影响不大，更多的是存款在不同科目的转移。所以监管趋严后，对存款总量没有影响；套利的结构存款减少后，表内低利率的存款的替代压力边际减少。**银行间的存款分化会加剧。**未来存款分化将加大，存款的竞争更倚重银行的综合吸储能力，存款更多依靠银行客户关系、渠道和品牌获取，包括对企业客户提供结算服务、现金管理，对个人客户提供的综合理财投资服务等，而不只是高收益的套利产品。
- **投资建议：**银行的核心投资逻辑是宏观经济，尤其是中长期的宏观经济。外部环境不确定性，给经济带来不确定。我们还是推荐偏防御的组合。
- **风险提示事件：**经济下滑超预期。金融监管超预期。

## 一、23号文“巩固治乱象成果 促进合规建设”：防风险基调不变

- 23号文与17年初的“三三四十”、18年初的4号文，以及19年5月的“金融风险资产分类”等监管内容一脉相承，从内容上看并无超预期的地方，但从发文频率看，显示监管防风险基调始终不变，预计执行力度平稳。
- **监管文件制定背景：**巩固2017、2018年整治工作成果，防止乱象反弹回潮。**19年全年的目标：**削减违规存量问题与遏制违规增量问题。**全年重点整治任务：**银行机构从股权与公司治理、宏观政策执行、信贷管理、影子银行和交叉金融业务风险、重点风险处置等五个方面开展整治。另这是第一次在文件中提到对结构性存款的监管，指出结构性存款不真实，通过设置“假结构”变相高息揽储，在此我们在下文详细阐述结构性存款的相关内容。

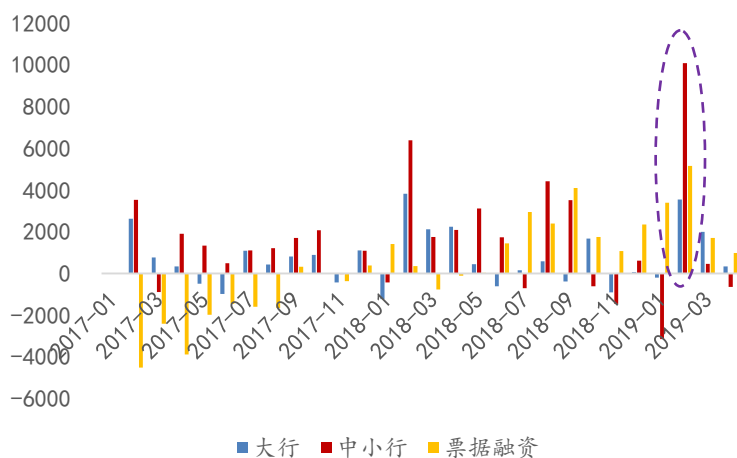
图表：监管文件比较

17年初 “33410”	18年初“4号文”	19年5月 “金融风险 资产分类”	19年5月“23号文”
三违反、三套利、四不当、十风险	8个维度、22个方面 公司治理不健全、违反宏观调控政策、影子银行和交叉金融产品风险、侵害金融消费者权益、利益输送、违法违规展业、案件与操作风险、行业廉洁风险	风险分类资产范围、逾期天数与风险分类挂钩	股权与公司治理、宏观政策执行、信贷管理、影子银行和交叉金融业务风险、重点风险处置

资料来源：银保监会，中泰证券研究所

## 二、结构性存款监管趋势：假结构面临强监管，相关政策待完善

- **假结构性存款会面临强监管：**我们在一年前的报告《解开“结构性存款”的“面纱”：假结构会被强监管》已提及很多中小银行业跟风发行“假结构性存款”以实现高息揽储、变相刚兑，未来一定会面临严监管；叠加2月票据与结构性存款同步高增，引发监管对套利与资金空转的担忧。预计未来针对结构性存款的专门性监管政策会逐步出台，引导商业银行向保本理财-假结构性存款-真结构性存款的方向过渡。

**图表：当月新增结构性存款与票据融资（亿元）**


资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 针对结构性存款的监管政策还有待完善：**自 2005 年以来针对结构性存款的定义、名称规范、发行资格以及销售等相关规定在逐步完善，但结构性存款的管理还存在许多问题，如会计科目的核算，有的银行放在“存款”科目，有的放在“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债”科目，以及产品相关信息披露指引等。

**图表：上市银行结构性存款报表科目分类情况**

	结构性存款负债端科目	备注（2018，规模-百万元）
建行	公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	结构性存款：42,133 保本理财：351,369
中行	存款	结构性存款：584,924（含保本理财）
光大	存款	结构性存款：482,458
华夏	存款	结构性存款：101,905

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：结构性存款相关监管规定

日期	文件	监管点	主要内容
2005.9.24	商业银行个人理财业务管理暂行办法（2005年第2号）	基础资产与衍生交易分离，基础资产按存款业务管理，衍生交易按金融衍生品业务管理	商业银行销售的理财计划中包括结构性存款产品的，其结构性存款产品应将基础资产与衍生交易部分相分离，基础资产应按照储蓄存款业务管理，衍生交易部分应按照金融衍生产品业务管理。
2009.7.6	关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知	银行或受托管理人应具备衍生品交易资格	理财资金用于投资金融衍生品或结构性产品，商业银行或其委托的境内投资管理人应具备金融机构衍生品交易资格，以及相适应的风险管理能力。
2011.10.10	商业银行理财产品销售管理办法	理财产品名称的规范	对挂钩性结构化理财产品，名称中含有挂钩资产名称的，需要在名称中明确所挂钩标的资产占理财资金的比例或明确是用本金投资的预期收益挂钩标的资产。
2018.9.28	商业银行理财业务监督管理办法	对结构性存款定义、核算管理、衍生品交易资格以及销售进行规定	<p>商业银行已经发行的保证收益型和保本浮动收益型理财产品应当按照结构性存款或者其他存款进行规范管理。</p> <p>本办法所称结构性存款是指商业银行吸收的嵌入金融衍生产品的存款，通过与利率、汇率、指数等的波动挂钩或者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相应收益的产品。</p> <p>结构性存款应当纳入商业银行表内核算，按照存款管理，纳入存款准备金和存款保险保费的缴纳范围，相关资产应当按照国务院银行业监督管理机构的相关规定计提资本和拨备。衍生产品交易部分按照衍生产品业务管理，应当有真实的交易对手和交易行为。</p> <p>商业银行发行结构性存款应当具备相应的衍生产品交易业务资格。</p> <p>商业银行销售结构性存款，应当参照本办法第三章第二节和本办法附件的相关规定执行。</p>
2019.5.17	“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知（银保监发〔2019〕23号）	假结构性存款高息揽储	结构性存款不真实，通过设置“假结构”变相高息揽储。

资料来源：银保监会，中泰证券研究所

### 三、结构性存款的现状

#### 3.1 当前表现：基本为假结构；强监管+高基数背景下增速放缓

- 目前市场上大部分结构性存款的收益都是“确定的”：假结构性存款在期权部分设置了不可执行的行权条件，通过提高内部转移价格将结构性

存款转化成“类固收产品”，从而使客户获得较高无风险收益；或者给到的保底收益较高，无论是否触发行权，客户都能拿到比较高的收益。

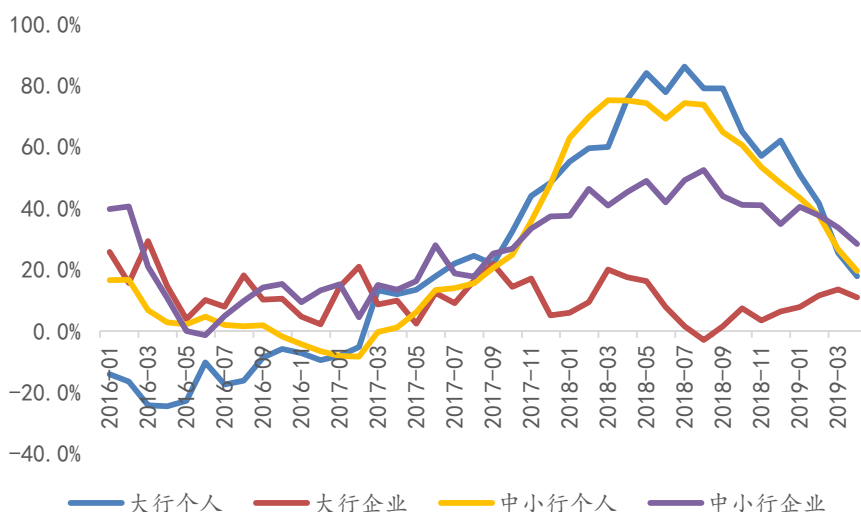
**图表：假结构性存款的两种模式**

	假结构性存款 1：期权不可触发	假结构性存款 2：期权触发与否则差别不大
	A 银行	B 银行
收益类型	保本浮动收益	保本浮动收益
期限	364 天	91 天
收益率	<p>根据挂钩标的价格的表现，向客户支付浮动理财收益率，该收益率在 2.00%（年化）到 8.25%（年化）之间</p> <p>若股票指数价格在观察期内从未大于障碍价格，则预期年化收益率（年化）= 2.00% + Max(期末价格/期初价格-100.0%, 0)*参与率</p> <p>若股票指数价格在观察期内曾经大于障碍价格，则预期年化收益率（年化）= 3.80%</p> <p>障碍价格=期初价格+1027 点</p>	<p>如果在联系标的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 4.00%，结构性存款年化收益率为 3.80%；</p> <p>如果在联系标的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 4.00%，结构性存款年化收益率为 4.10%。</p>

资料来源：公司官网，中泰证券研究所

- 强监管+高基数背景下，结构性存款增速放缓：**各类型银行的结构性存款同比增速基本在 2018 年 9 月即拐头向下，有去年同期高基数的原因，但监管影响预计更大，2018 年 9 月《商业银行理财业务监督管理办法》指出“商业银行发行结构性存款应当具备相应的衍生产品交易业务资格”，大部分中小银行不具备该资格，而拥有业务资格的大行在政策指导下即停止了结构性存款增量通道业务，同时在中小行因新增业务暂停从而对其存款分流压力减缓背景下，预计大行也主动放缓了结构性存款业务步伐。

**图表：结构性存款同比增速放缓**

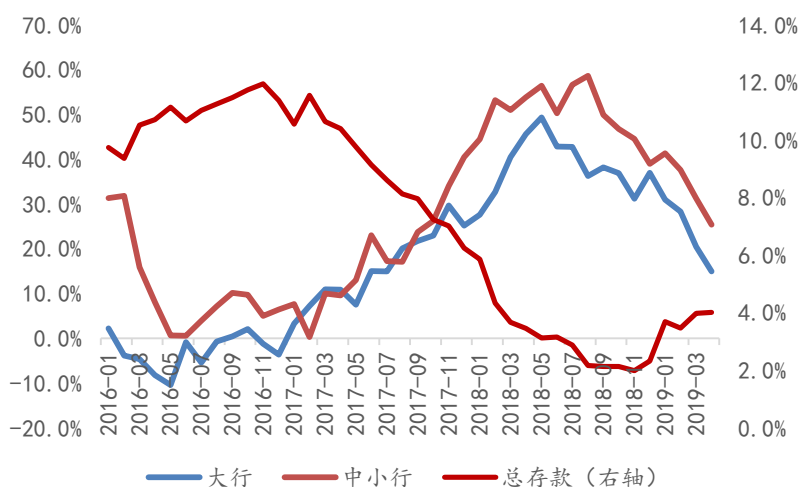


资料来源：Wind，中泰证券研究所

### 3.2 产生背景：负债压力的驱使

- 负债荒压力使银行不得不通过结构性存款高息揽储：**2017 年以来对同业空转、非标通道等业务严监管，大幅削弱了银行存款派生能力；主动负债利器同业存单也纳入了同业负债合计占比不超总负债 1/3 的监管，而在部分融资需求回表，表内信贷高增背景下，负债荒凸显，银行不得不通过发力结构性存款支撑负债；另一方面，由于保本理财的整改，银行为了留存客户，也会通过较为相近的结构性存款承接这部分客户的投资需求。

图表：负债荒压力驱使银行通过结构性存款高息揽储



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 流动性指标改善：**纳入存款科目的结构性存款能够较大程度的改善流动性指标考核，如对全部银行进行考核的流动性匹配率（=加权资金来源/加权资金运用），分子 3-12 个月定期存款的折算系数 70% 远高于同期的同业存款 30%。

**图表：流动性匹配率项目表**

项目	折算率（按剩余期限）		
	≤3 个月	3-12 个月	>1 年
<b>加权资金来源</b>			
1. 来自中央银行的资金	70%	80%	100%
2. 各项存款	50%	70%	100%
3. 同业存款	0%	30%	100%
4. 同业拆入及卖出回购 <sup>1</sup>	0%	40%	100%
5. 发行债券及发行同业存单	0%	50%	100%
<b>加权资金运用</b>			
1. 各项贷款	30%	50%	80%
2. 存放同业 <sup>2</sup> 及投资同业存单	40%	60%	100%
3. 拆放同业及买入返售	50%	70%	100%
4. 其他投资	100%		
5. 由银行业监督管理机构视情形确定的项目	由银行业监督管理机构视情形确定		

注：1、卖出回购、买入返售均不含与中央银行的交易。

2、7天以内的存放同业、拆放同业及买入返售的折算率为0%。

资料来源：银保监会，中泰证券研究所

### 3.3 未来：利率市场化的过渡产品，“真结构性存款”难发展

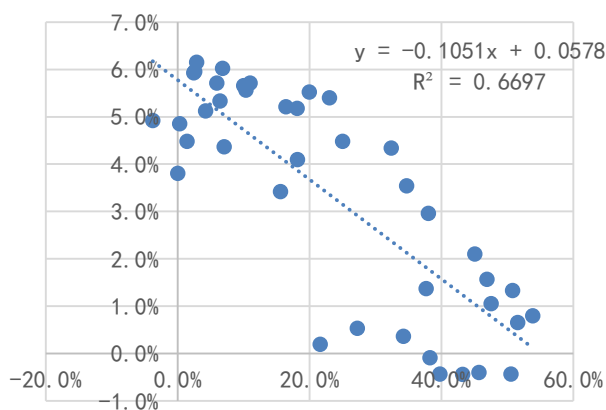
- 预计结构性存款更多作为利率市场化过渡期产品，真正的结构性存款难迎来大发展，且利率市场化完成后可替代品会有很多：1、真正的结构性存款对银行的投研能力以及客户的金融知识要求较高，短期内行业生态很难有大的突破。2、假结构性存款以起购金额低、收益率确定且高替代了大额存单成为了利率市场化过渡期的产品，假结构性存款严监管及利率市场化完成后，预计客户投资需求将被普通存款替代，届时普通存款上浮将不再有上限约束；大额需求也会有相应更为透明、标准化的产品满足。

## 四、结构性存款严监管对银行的影响

- 结构性存款监管，对行业整体存款压力具有边际改善。结构性存款，大发展或者大萎缩，对流动性影响不大，更多的是存款在不同科目的转移。所以监管趋严后，对存款总量没有影响；套利的结构存款减少后，表内低利率的存款的替代压力边际减少。
- 银行间的存款分化会加剧。未来存款分化将加大，存款的竞争更倚重银行的综合吸储能力，存款更多依靠银行客户关系、渠道和品牌获取，包

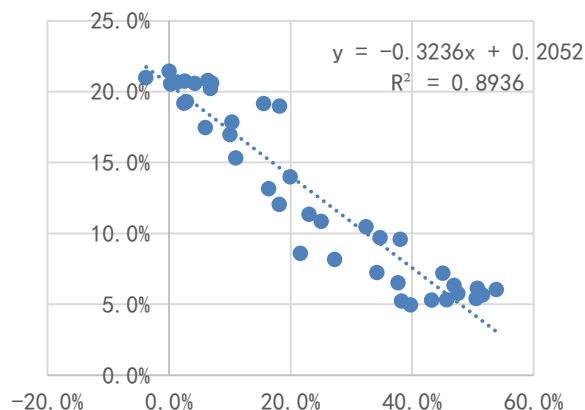
括对企业客户提供结算服务、现金管理，对个人客户提供的综合理财投资服务等，而不只是高收益的套利产品。相对有利于存款端稳定的大行(招行)，以及某区域深耕的小银行(中小行个人+企业存款与结构性存款同比增速负相关关系强于大行，预计结构性存款对存款的替代作用更强，假结构性存款严监管以后，对于存款的留存考核加大)。

图表：大行个人+企业存款与结构性存款同比增速相关关系



资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表：中小行个人+企业存款与结构性存款同比增速相关关系



资料来源：Wind，中泰证券研究所

## 附：结构性存款介绍

- **结构性存款的设计一般为“存款+期权”**，基于嵌入的衍生品工具可划分利率、汇率、商品、股票、信用等挂钩型产品，形成“低风险低收益+高风险高收益”资产组合。收益可分为两部分，一部分是存款所产生的固定收益，另一部分是与标的资产的价格波动挂钩的收益，能够使存款人在承受一定风险的基础的前提下，在基础收益之上获得较高投资收益。



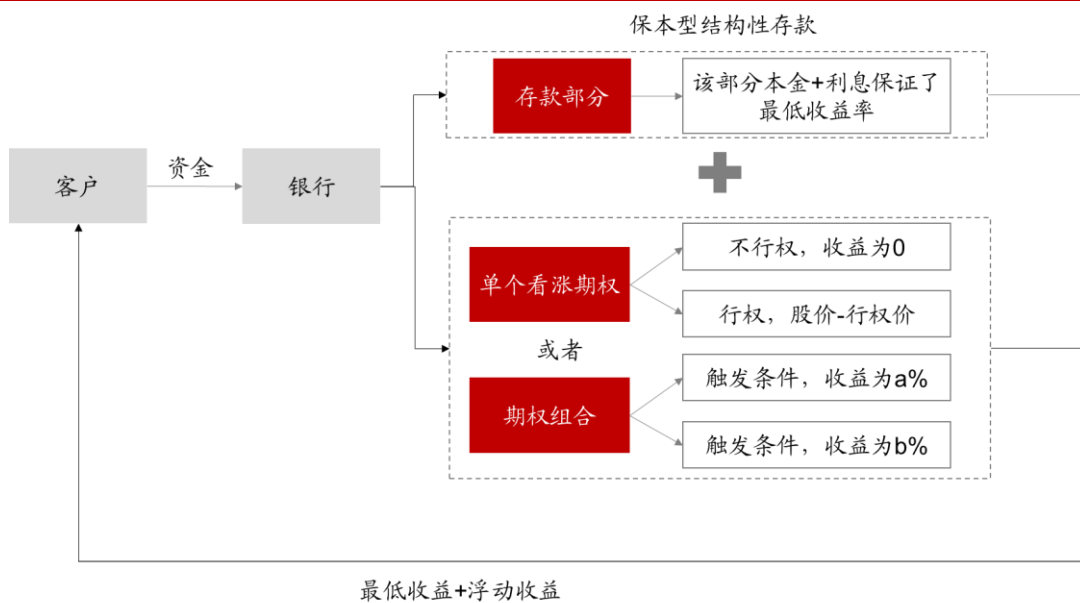
**图表：现有结构性存款可挂钩标的资产类型**

标的资产类型	产品特点	典型产品
利率	推出最早、最典型。一般与 Libor 挂钩，根据计息方式不同，又可以分为收益递增型、浮动利率收益封顶型、固定利率和浮动利率相结合型、利率区间型。	中国银行“汇聚宝”部分系列产品
汇率	2005 年集中出现，存在挂钩汇率值、汇率波动区间、人民币升值幅度多种产品类型，多为 3 个月期限品种，也有少数 12 个月以上长期产品。	中信实业银行推出的“7 年期亚太货币篮子汇率挂钩”的，美元理财产品，其“亚太货币”篮子由日元、新加坡元、澳元、港币、韩币组成，各占 20%。
股票	以某一只股票、一篮子股票组合或某一股价指数作为风险因素，该类结构性存款一般为保本收益型，若股票反向波动较大，投资者不会损失本金，仅损失利息。期限跨度多在 1-5 年。	渣打银行“道琼斯指数挂钩投资产品”
商品	与黄金、原油、农产品等商品期权挂钩，可作为对冲商品价格波动的工具，一般将大部分本金投资于固定收益产品，其余小部分本金和利息进行远期、期货、期权、互换等衍生品交易。期限多在 3-7 年。	荷兰银行 2005 年 9 月推出的国际商品指数挂钩结构性存款，与罗氏国际商品指数 (RICI) 挂钩。
信用	挂钩于某一信用实体的信用事件，存期内，若无信用事件发生，投资者将获得高于市场回报的收益率，若发生信用事件，投资者则将获得低回报甚至亏损。对于银行来说，该类产品可在吸收存款的同时分散银行的信用风险，	

资料来源：《结构性存款的特点及其在我国的运用》，中泰证券研究所

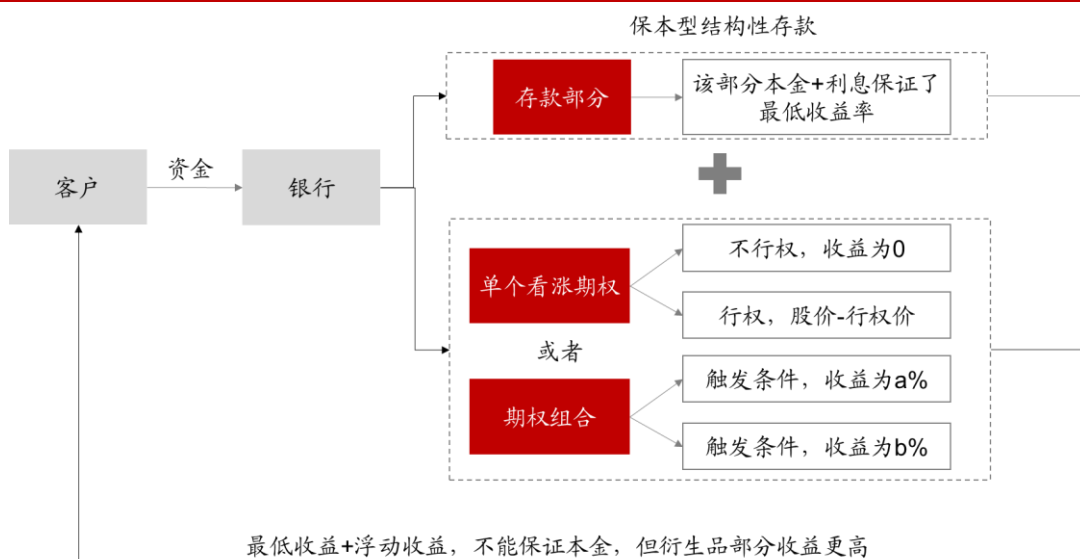
- 结构性存款根据收益类型可以分为保本型和非保本型，期权部分的风险和收益均由客户承担。**一般而言保本型结构性存款投资存款的比例较大，客户承担来自衍生品部分的风险较小。衍生品部分可以根据客户需求设计成单个期权或者组合期权的模式，收益为随股价波动的连续型收益或离散型收益。非保本型结构性存款投资衍生品的比例较大，客户承担风险较高，但相对应的收益也会更高。

图表：保本型结构性存款产品设计示意图



资料来源：中泰证券研究所

图表：非保本型结构性存款产品设计示意图



资料来源：中泰证券研究所

- **风险提示：**经济下滑超预期。金融监管超预期。

**图表：银行估值表**

银行估值表（交易价格：2019-05-17）

	P/B		ROE		股息率
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E
工商银行	0.80	0.73	12.7%	12.1%	4.70%
建设银行	0.84	0.76	12.9%	12.5%	4.63%
农业银行	0.73	0.67	12.2%	11.9%	5.04%
中国银行	0.66	0.61	11.1%	10.7%	5.17%
交通银行	0.62	0.57	10.5%	10.1%	5.26%
招商银行	1.48	1.31	15.9%	15.9%	3.26%
中信银行	0.66	0.61	10.4%	10.3%	4.19%
浦发银行	0.68	0.61	11.7%	11.1%	1.06%
民生银行	0.60	0.54	11.5%	10.9%	2.92%
兴业银行	0.77	0.69	13.2%	12.7%	3.97%
光大银行	0.65	0.59	10.8%	10.7%	3.55%
华夏银行	0.53	0.49	9.6%	9.3%	1.89%
平安银行	0.87	0.79	10.8%	10.5%	1.27%
北京银行	0.66	0.60	10.9%	10.8%	3.75%
南京银行	0.91	0.79	15.3%	15.3%	3.60%
宁波银行	1.52	1.29	15.5%	16.1%	2.29%
江苏银行	0.74	0.66	11.6%	11.7%	2.99%
贵阳银行	1.28	1.10	16.6%	17.4%	2.42%
杭州银行	0.82	0.73	10.1%	10.0%	3.07%
上海银行	1.01	0.90	12.1%	12.5%	3.33%
成都银行	0.88	0.77	16.5%	16.8%	4.07%
江阴银行	0.93	0.88	7.5%	7.6%	1.60%
无锡银行	0.98	0.91	10.7%	11.1%	2.93%
常熟银行	1.17	1.04	13.4%	14.2%	3.48%
苏农银行	0.96	0.88	9.2%	9.6%	1.92%
张家港银行	1.10	1.02	9.2%	9.9%	1.92%
<b>上市银行平均</b>	<b>0.88</b>	<b>0.79</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>3.12%</b>
<b>国有银行</b>	<b>0.73</b>	<b>0.67</b>	<b>11.9%</b>	<b>11.5%</b>	<b>4.96%</b>
<b>股份银行</b>	<b>0.78</b>	<b>0.70</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.4%</b>	<b>2.76%</b>
<b>城商行</b>	<b>0.98</b>	<b>0.85</b>	<b>13.6%</b>	<b>13.8%</b>	<b>3.19%</b>
<b>农商行</b>	<b>1.03</b>	<b>0.94</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.5%</b>	<b>2.37%</b>

来源：公司财报，中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。