

银行

专题！利率政策思路已较清晰：基准利率如何变？

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：

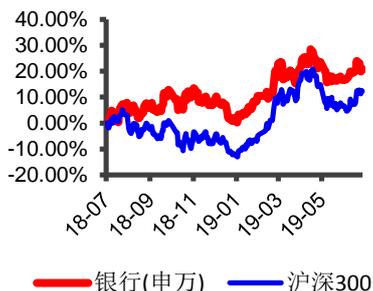
Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

研究助理：贾靖

Email: jiajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	33
行业总市值(百万元)	9,796,689
行业流通市值(百万元)	6,562,184

行业-市场走势对比

相关报告

<<苏州银行:服务社区、中小企业的“工匠”银行>>2019.06.18

<<专题!包商银行,政策是如何积极应对的?效果会怎样?>>2019.06.18

<<信用利差分化,偏防御-银行业周报(2019年06月第2期)>>2019.06.17

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2015	2016E	2017E	2018E	2017	2018	2019E	2020E		
工商银行	5.89	0.79	0.82	0.86	0.90	7.45	7.16	6.87	6.54	-	增持
建设银行	7.44	0.96	1.01	1.05	1.10	7.71	7.34	7.08	6.75	-	增持
农业银行	3.60	0.58	0.57	0.59	0.63	6.21	6.36	6.07	5.72	-	增持
招商银行	35.9	2.78	3.19	3.54	3.97	12.9	11.26	10.17	9.06	-	增持
宁波银行	24.2	1.80	2.10	2.42	2.91	13.4	11.52	10.02	8.34	-	增持

备注

投资要点

- **基准利率政策的目标基本确定：“两轨并一轨”+结构性降低融资成本。**6月26日国常会强调深化利率市场化改革、进一步降低小微企业实际融资成本，表明政策层面已明确利率市场化方向。
- **预计利率市场化的推进方式：贷款端先行，存款端缓行，变相降息。**1、贷款（银行资产端）采取“两轨并一轨”模式，淡化基准利率，引入LPR（主要银行的最优贷款利率），并与金融市场利率挂钩；2、存款（银行负债端）利率市场可能今年不推进，在外部和内部不确定背景下（中美、包商），需要保持银行负债和经营的稳定；3、市场化价格形成机制是个缓慢的过程：LPR预计初期会指导，本质变相降息。
- **基准利率改革的时点：经济压力比较大时。**1、央行“货币箱”里的工具其实不多。货币政策现在是有约束条件的，有双重目标：保经济是第一位的，但同时防范系统风险增长和调结构。2、基准利率改革，等于变相指导降息；是央行“货币箱”里的重要工具；央行会在关键时刻使用，预计要在经济压力比较大时。
- **风险提示事件：经济下滑超预期。金融监管超预期。中美协商进度不及预期。**

内容目录

一、贷款基准利率“两轨并一轨”模式，变相降息.....	- 3 -
二、存款利率化：预计今年不推进.....	- 4 -
三、价格传导机制：初期是指导价格，形成是缓慢过程.....	- 6 -
四、在货币工具不多的背景下，央行会在关键时刻使用.....	- 9 -
附：美、日、德利率市场化及 LPR 的传导机制	- 10 -
1、美国利率市场化：逐步放开，先贷款后存款.....	- 10 -
2、日本利率市场化：渐进式改革，与美国路径具有相似性	- 14 -
3、日本最优惠利率：商业银行自主定价，头部引领	- 16 -
4、德国利率市场化：改革较早，一步到位	- 17 -

一、贷款基准利率“两轨并一轨”模式，变相降息

- **贷款基准利率“两轨并一轨”模式，变相降息。** 1、贷款（银行资产端）采取“两轨并一轨”模式，淡化基准利率，引入 LPR，并与金融市场利率挂钩。具体理解：LPR 是指金融机构对其最优质客户执行的贷款利率，引入 LPR（最优贷款基础利率）作为新发放的贷款定价基准；通过降低金融市场利率（逆回购、MLF 政策利率）引导 LPR 降低，从而达到利率市场化降息目标。2、对期于存量合同而言，企业贷款由于期限短，很快收益于降息；按揭合同，期限长，政策要结构性控制，则需要观察。
- **目前我国 LPR 的报价机制。**我国央行于 2013 年启动贷款基础利率(LPR)集中报价和发布机制。贷款基础利率是商业银行对其最优质客户执行的贷款利率,其他贷款利率可在此基础上加减点生成。**其具体报价机制为:**
 - 1) **指定发布人:** 全国银行间同业拆借中心。
 - 2) **报价行:** 2013 年央行公布的首批报价行共 9 家(工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、中信银行、浦发银行、兴业银行和招商银行), 市场利率定价自律机制将按年对报价行的报价质量进行监督评估,LPR 报价银行团现由 10 家商业银行组成(加入民生银行)。
 - 3) **LPR 确定:** 每个工作日在各报价行报出本行贷款基础利率的基础上, 剔除最高、最低各 1 家报价后, 将剩余报价作为有效报价, 以各有效报价行上季度末人民币各项贷款余额占所有有效报价行上季度末人民币各项贷款总余额的比重为权重, 进行加权平均计算, 得出贷款基础利率报价平均利率, 于每个工作日通过上海银行间同业拆放利率网对外公布。
 - 4) **现行利率:** 运行初期向社会公布 1 年期贷款基础利率, 现行 1 年期 LPR 为 4.31%。

图表：我国 LPR 报价机制

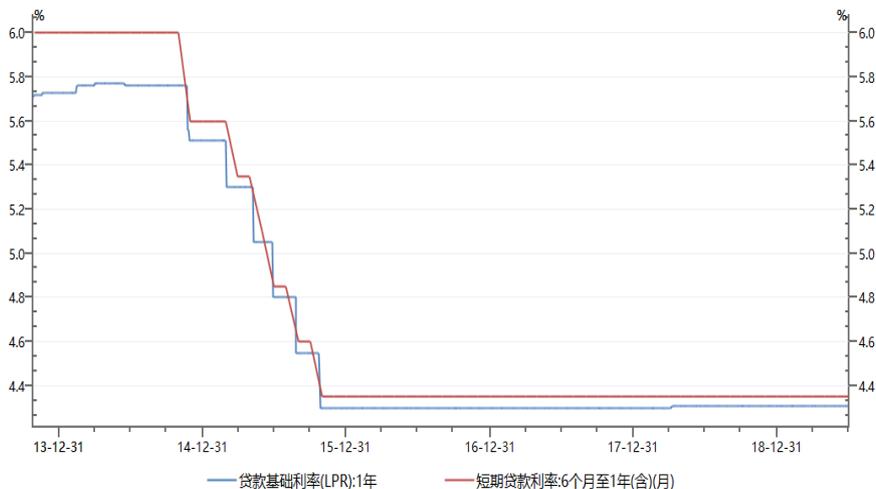


资料来源：全国银行间同业拆借中心,中泰证券研究所

- **目前 LPR 价格走势:** 与贷款基准利率基本一致, 且大小银行报价呈现一定分化。1) 自 LPR 发布以来的历史走势基本和贷款基准利率保持一致, 并未对现行的贷款利率定价机制起到补充或改进。2) 从报价看, 五大行报价相对较低, 股份行报价相对较高。这一点较类似香港地区的大小 P 报价格局。香港金管局公布汇丰、恒生、中银香港(大 P)指定的最优贷款利率, 渣打银行、东亚银行及其他中小型银行指定的最优贷款利率另行公布。从 2005 年 9 月至今, 小 P 一直保持较大 P 有 25bp

左右的利差。

图表：我国 LPR 利率走势与贷款基准利率基本一致



资料来源：Wind, 中泰证券研究所

- **我国 LPR 的应用的特点。**具体来看,我国 LPR 在应用初期有以下特点:
1) 以短期对公贷款为主。2) LPR 报价行是应用 LPR 的主力军, 中小型、地区性银行尚未开展相关工作。3) 目前 LPR 报价仍以一年期 LPR 报价为主, 尚有银行未建立期限溢价曲线, 基于 LPR 确定中长期贷款利率比较困难。

图表：各类型银行机构 LPR 应用情况

银行类型	家数	了解并关注 LPR		参照 LPR 进行贷款定价		贷款合同中列示 LPR 相关条款		把 LPR 相关条款纳入定价制度文件		基于自身情况制定本行的 LPR	
		家数	占比 (%)	家数	占比 (%)	家数	占比 (%)	家数	占比 (%)	家数	占比 (%)
政策性银行	3	1	33	0	0	0	0	1	33	1	33
国有商业银行	5	5	100	5	100	4	80	5	100	5	100
股份制商业银行	12	12	100	5	42	3	25	2	17	4	33
城市商业银行	11	11	100	1	9	1	9	1	9	1	9
村镇银行	10	8	80	0	0	0	0	0	0	0	0
外资银行①	24	14	58	1	4	1	4	1	4	0	0
北京法人银行	11	9	82	1	9	1	9	0	0	1	9
汇总	76	60	79	13	17	10	13	10	13	12	16

资料来源：《关于贷款基准利率应用情况的国际经验及实践问题研究》，中泰证券研究所

二、存款利率化：预计今年不推进

- **存款利率市场可能暂时不推进。**存贷款利率市场化的思路一直是先贷款

后存款。目前在外部和内部都有不确定性：中美贸易纠纷背景下，经济发展有不确定性，贸易到金融的纠纷发展有所显现（三家银行传票事件），包商银行事件对中小银行负债端的压力会是缓慢但持续的（详见我们四份专题和两次银行专家电话会议）。这种背景，下保持银行负债和经营的稳定是必须的。我们认为推进利率市场化是一个渐进过程，预计今年只推进贷款利率市场化。银保监会 23 文中加强对结构性存款和智能存款的监管，就是这种信号。

- 我国利率市场化改革的整体思路是：先外币后本币，先贷款后存款，先长期大额后短期小额；与之相对应的利率市场化三个阶段：同业利率市场化、信贷利率市场化、存款利率市场化。以 1996 年放开同业存款为起点，2015 年存款利率上限完全放开为终点，我国的渐进型利率市场化改革进程长达 19 年，与其他国家 10~20 年的利率市场化改革进程相比，我国利率市场化改革耗时更长。

图表：中国利率市场化进程

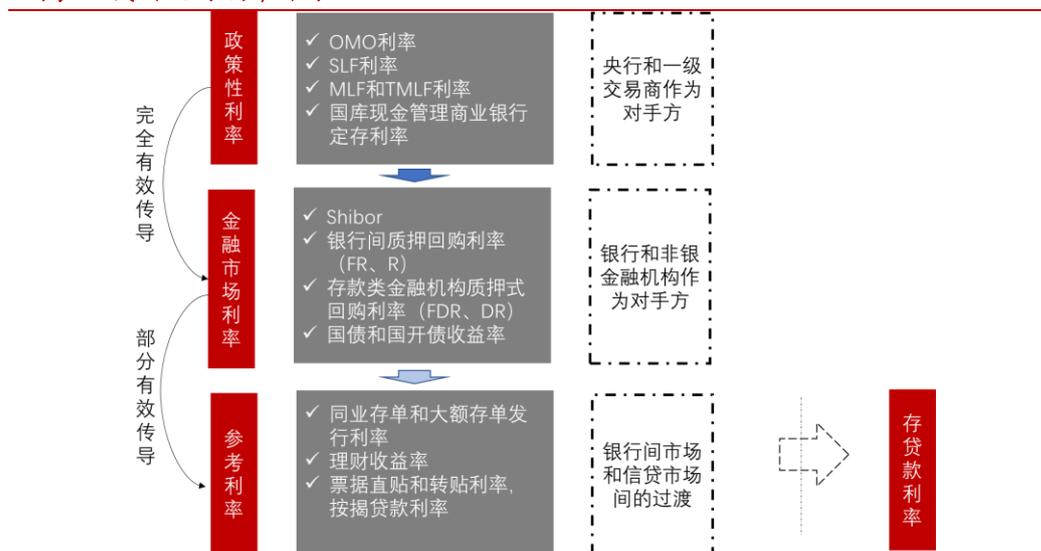
时间	措施
同业利率	
1996	中国人民银行取消了拆借利率管制，实现了同业拆借利率市场化
1997	债券回购利率实现市场化
1998	金融债券利率实现市场化
2007	推出上海银行间同业拆借利率 Shibor
贷款利率	
2000	放开外币贷款利率
2004	放开金融机构人民币贷款利率上限
2006	扩大商业性个人住房贷款利率浮动范围
2012	贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的 0.7 倍
2013	全面放开金融机构贷款利率管制
存款利率	
2000	放开 300 万美元以上的大额外币存款利率
2003	放开部分外币小额存款利率管理
2004	取消一年期及以上外币小额存款利率管理
2012	存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的 1.1 倍
2014	存款利率浮动区间的上限调整至基准利率的 1.2 倍
2015.3	存款利率浮动区间的上限调整至基准利率的 1.3 倍
2015.5	实行存款保险制度，为存款利率进一步市场化奠定基础
2015.6	推出市场化定价的大额存单
2015.8	放开 1 年期以上定期存款利率浮动上限；活期存款及 1 年期以下（含 1 年期）定期存款利率浮动上限不变（基准利率 1.5 倍）
2015.10	对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限

资料来源：中泰证券研究所

- 目前我国利率体系特点：利率分层，两轨并行。目前我国现行利率体系存在一定的分层，政策利率能够有效传导到金融市场利率，但对于存款利率的传导仍有一定失效。1) 货币市场和债券市场的利率基本由市场资金供求决定，央行仅通过公开市场操作间接调控，实现了政策利率到市场利率的有效传导。2) 存款和贷款利率并未实现市场化定价，中国人民银行公布的存贷款基准利率基本决定了信贷市场的利率。虽然现阶段存贷款利率的上下限均已经放开，但行业有价格自律委员会，目前自律委员会要求是大行存款利率上浮的上限是基准利率的 1.3 倍，中小银行

是 1.4 倍。从政策利率到信贷市场利率的传导，仍有一定阻碍。

图表：我国现行利率体系



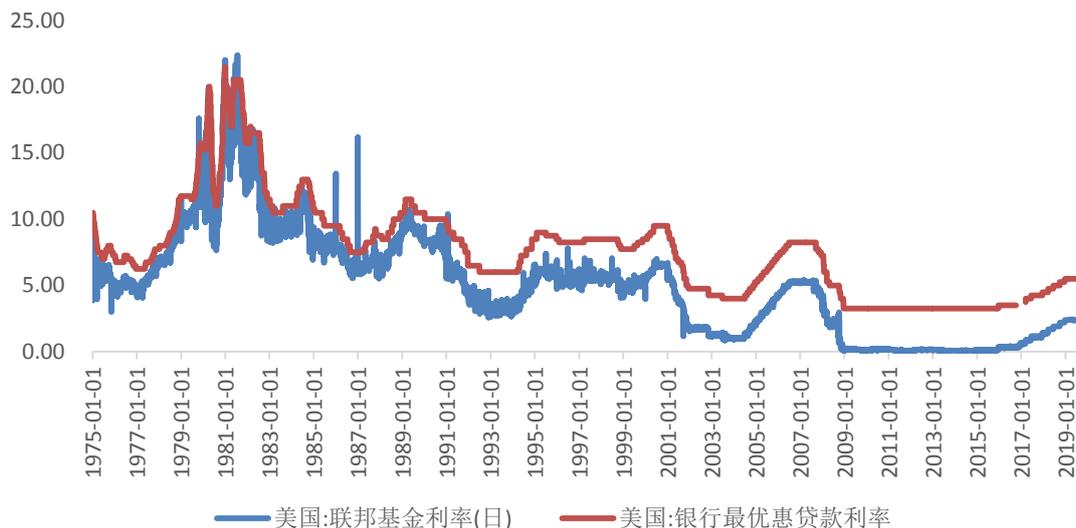
资料来源：博瞻智库,中泰证券研究所

三、价格传导机制：初期是指导价格，形成是缓慢过程

- **指导价格，本质是降息。**利率政策的核心目标是结构性降低企业的融资成本，尤其是缓解小微企业融资难融资贵问题。贷款利率“两轨并一轨”模式，其实是变相降息。LPR 利率表明上是工农中建等 10 家做市商银行对市场上信用风险最低主体的报价利率，央行预计开始会指导，本质还是指导价格。
- **市场化传导机制形成在中国有较多约束条件。**1、**市场主体的约束。**我国商业银行大多数是国有银行，“财务软约束”的情况较普遍，利率价格的参与主体的行为不市场化，传导机制就容易扭曲。2、**汇率价格的约束。**利率和汇率都是资金的价格，汇率市场化的实现还有较长的路要走，传导机制就会复杂。3、**监管政策的约束。**银行作为中国金融的核心，肩负了太多宏观调控的责任：监管政策的持续性和稳定性，是市场化传导机制形成的保障。
- **对比美国 LPR（最优贷款利率）传导机制。**美国利率传导机制分为三个阶段：第一，美联储三大货币政策工具对货币政策操作目标，即联邦基金利率（短期利率）产生影响；第二，联邦基金利率变化对长期利率产生影响；第三，长期利率影响最终目标的实现。
- **美国最优贷款利率的报价经历了两个阶段。**1) 2008 年底前，《华尔街日报》调整最优贷款利率的规则是：当选定的 30 家银行中有 23 家调整最优贷款利率时，最优贷款利率则相应进行调整。2) 2008 年 12 月 16 日，调整规则改为：改为在全美资产最高的 10 家报价银行中，如有 7 家进行变动，则进行最优贷款利率调整。

- **美国最优贷款利率直接与联邦基金目标利率挂钩，利差始终保持在300bp。**自1994年中以来，《华尔街日报》公布的最优贷款利率一直和美联储联邦基金利率保持300bp的利差（所有报价行均以此报价）。其中，联邦利率是商业银行短期资金融入成本，300bp的利差可以视为风险溢价和贷款成本。

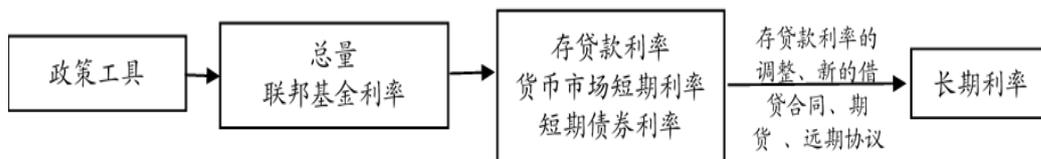
图表：美国最优贷款利率直接与政策利率挂钩



资料来源：Wind, 中泰证券研究所

- **美国 LPR 利率传导第一阶段：通过政策工具影响短期利率。**美国的存款准备金、公开市场业务和再贴现三大货币政策工具首先主要影响以联邦基金利率为基准利率的短期市场利率（金融机构同业拆借利率、货币市场利率、短期存贷利率、短期债券利率等）。通过对短期利率的影响调节市场货币供应量（如通过存款准备金影响贷款规模），调节短期筹融资成本，进而实现对市场流动性的调节。
- **美国 LPR 利率传导第二阶段：短期利率影响长期利率。**短期利率对长期利率的传导途径：1) 通过短期筹融资成本以及市场流动性传导至长期利率。短期利率的变化会影响投资和消费等社会主要经济变量，进而会引起金融市场的多元波动。短期利率引起的资本价格变动是短期利率向长期利率传导的主要方式。2) 通过信号作用影响长期利率的变化。

图表：美国利率传导



资料来源：中泰证券研究所

- **美国 LPR 利率传导第三阶段：长期利率影响最终目标的实现。**长期利率的变动会进一步传导至投资、生产、消费和再投资等各个领域，引起价格、产出等长期经济变量和主要经济变量的长期波动。同时，长期利率的变动会通过业内传导以及跨业传导的方式向其他经济领域扩散，并起到调控经济和影响经济走向的最终目的。
- **美国最优贷款利率的应用：多用于小企业和零售贷款。**1) LPR 推出初期主要用于 3-5 年信誉良好的商业、农业浮动利率贷款。20 世纪 70 年代中期前，LPR 应用于几乎全部的浮动利率贷款。2) 随着商业票据等企业融资工具的发展，信誉良好的大型企业客户融资出现短期化趋势，商业银行对于大型企业贷款定价主要采用在 Libor 等货币市场基准利率基础上加点的形式。3) 目前美国最优贷款利率主要应用范围为中小企业贷款和零售客户消费贷款、信用卡的定价。
- **国际上美、日、德、欧利率传导机制对比。**1) **美国-政策利率挂钩的最优贷款利率：**通过公开市场操作进行利率调控，设定调节联邦基金目标利率，头部商业银行基于此进行短期 LPR 报价（均为联邦基金利率上浮 300bp 左右），其余银行进行跟进，最后短端利率带来长端利率的变化。与政策利率完全挂钩的 LPR 报价能够使得货币政策完美传导，但一旦政策利率和市场利率存在分歧，会引发商业银行息差波动。2) **日本-市场利率挂钩的最优惠利率：**与美国类似，但其 LPR 报价是基于政策利率结合各银行综合成本，不一定与政策利率完全挂钩（详见下文附注）。3) **德国/欧洲-利率走廊调控模式。**德国是最早进行利率走廊实践的国家。1985 年前，市场利率是在再贴现利率和伦巴德利率构成的利率区间中浮动。1985 年后，回购利率取代伦巴德贷款利率成为指导市场短期利率的主要工具（详见下文附注）。后欧洲在借鉴德国经验的基础上，构建了稳定有效的非对称利率走廊，以央行向商业银行提供抵押贷款的融资利率（边际贷款便利利率）为上限，以商业银行在央行的准备金存款便利利率为下限。

图表：欧洲利率走廊

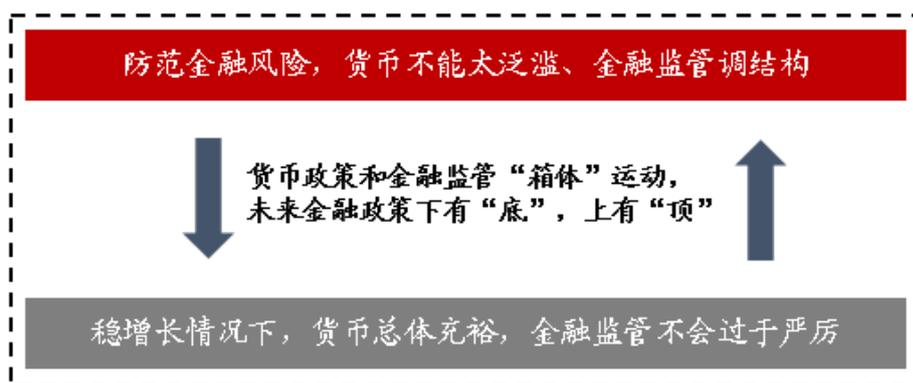


资料来源：Wind，中泰证券研究所

四、在货币工具不多的背景下，央行会在关键时刻使用

- 央行“货币箱”工具其实不多。我们的理解，货币政策现在是有约束条件的，有双重目标：保经济是第一位的，但同时防范系统风险增长和调结构。所以未来的货币政策都是“下有底、上有顶”的状态：**1、货币政策核心现在是“稳经济”，这是“下有底”。2、同时政策要降低金融系统性风险，这是金融政策的“上有顶”。**

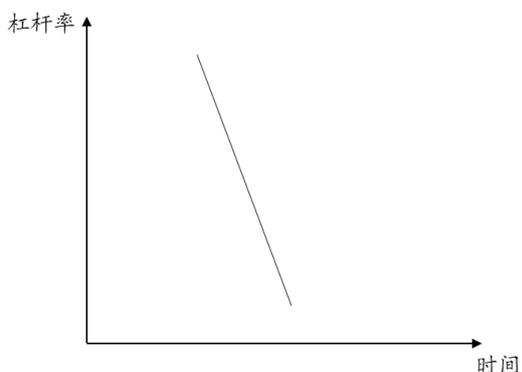
图表：金融和货币政策未来在“箱体”运动



资料来源：中泰证券研究所

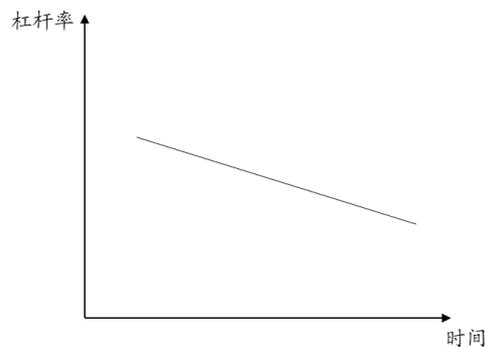
- 这是央行“货币箱”里的重要工具，会在重要时刻使用。基准利率改革，等于变相指导降息；是央行“货币箱”里的重要工具。在工具不多的情况下，央行会在关键时刻使用；预计要在经济压力比较大时，才会较快推出。
- 经济是面临缓慢下行的压力。经济去杠杆的模式是“时间换空间”。在金融监管、货币政策未来在“箱体”运动的背景下，包括宏观经济下降是缓慢的，斜率会比较平缓；但政策不强刺激，下滑的趋势不会改变。我们经济去杠杆还在路上，模式是“时间换空间”：下滑斜率缓慢，同时见底的时间就比较漫长。

图表：美国去杠杆模式（07-08年）



资料来源：中泰证券研究所

图表：中国去杠杆模式（未来）



资料来源：中泰证券研究所

附：美、日、德利率市场化及 LPR 的传导机制

1、美国利率市场化：逐步放开，先贷款后存款

- 美国利率市场化改革背景：通胀上行，利率管制下银行爆发经营危机。**美国大萧条后实施 Q 条例，对存款利率进行管制，即银行对活期存款不得公开支付利息，对储蓄存款和定期存款的利率设置最高限度。Q 条例的实施对上世纪 30-50 年代美国经济增长起到了一定推动作用，但随后弊端显现：1) 通胀率高时“金融脱媒”现象严重。73-78 石油危机期间，货基对公众吸引力增加，资金进入货币市场。2) 银行放贷能力被削弱，信贷资金难以满足投资需求，制约经济增长。3) 金融机构为谋求自身发展开始产品创新，使得利率管制失效，货币政策传导受阻。

图表：美国利率市场化的五个阶段



资料来源：中泰证券研究所

- 在此背景下，美国开始利率市场化改革，前期经历了十年的准备阶段。**1970 年美国尼克松总统命名设立“金融结构与管制委员会”，要求对金融管制利弊进行详细论证。1971 年“亨特报告”指出自由竞争和少加管制的存款机构能促进资金的最佳分配，并有助于建立一个稳定的金融货币体系。随后美国政府提出多项利率市场化改革方案，但均未被国会通过。1979 年美国卡特总统提交的《金融制度改革方案》或国会通过及随后《1980 法案》、《1982 法案》国会顺利通过，美国利率市场化开始进入实质化推进阶段。

图表：美国利率市场化前期立法准备

时间	立法进程	国会意见
1970 年	尼克松命名成立“金融结构与管制委员会”，要求对金融管制利弊进行详细论证	-
1971 年	“亨特报告”对 Q 规则的不良后果做了有说服力的论证，建议取消 Q 规则对储蓄及定期存款的利率限制	-
1973 年	尼克松起草“美国金融制度改革建议”，随后金融结构与管制委员会随后提出《1973 年金融制度改革方案》	未通过
1975 年	在众议院银行通货住宅委员会主席和金融机构监督管制保险委员会主席发表《金融机构与国民经济讨论纲要》后，再度提出《1975 年金融改革法案》，均明确提出撤销利率管制	未通过
1979 年 5 月	总统卡特提出《金融制度改革法案》	通过
1980 年 3 月	《存款机构管制及货币控制法》	通过
1982 年 10 月	《1982 年存款机构法案》	通过

资料来源：中泰证券研究所

- 美国利率市场化进程：逐步放开贷款利率管制-大额长期存款利率上限-小额短期存款利率上限。**实际推进过程中，呈现以下四个特点：**1）以金融产品创新为突破口**，其中可转让存单为重点推进领域。**2）设立专门机构，负责组织实施。**美国政府在《1980 法案》后新设立“存款机构解除委员会”（DIDC），专门监督执行取消 Q 条例和其他有关事项，同时也明确该委员会撤销时间为 1986 年 3 月。**3）明确利率市场化时间表和基本原则。**明确规定截止 1986 年 3 月 31 日止，取消 Q 规则对于一切存款机构持有的定期和储蓄存款的利率限制。在此期间，活期存款不得支付利息的限制继续有效，利率市场化前仍维持商业银行和储蓄金融机构的利率差距（0.25%-0.5%）。**4）在改革成效不理想情况下，及时通过金融创新加快改革进程。**《1980 法案》出台后 2 年多时间里，资源配置仍然失衡。1980 年底-1982 年 11 月，货币市场互助基金会的存款额从 766 亿美元增加到 2140 亿美元，“金融脱媒”现象并未得到根治。随后推出《1982 法案》推出新的金融产品，推进利率市场化进程。

图表：美国利率市场化实施主要进程

时间	进程	备注
1970年6月	取消10万美元、90天以内大额可转让存单利率限制	
1973年5月	取消90天以上、10万美元以上大额可转让存单利率限制	
1973年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。	
1980年3月	准许全国存款金融机构开办可转让存单账户（付息支票账户，NOW账户）	NOW账户可签发支票，允许支付利息，但参加者仅限于个人及非盈利机构，利率受到最高限制，属于利率局部市场化
1980年3月	废除各州政府对政府保险的存款金融机构存款利率限制	
1982年12月	准许存款金融机构开办货币市场存款账户（MMDA）	无最低存款期限和最高利率方面的限制，个人、非营利机构和营利机构均可参加，每月签发支票不超过3次
1983年1月	准许存款金融机构开办超级可转让存单账户（Super Now），支付、转移、支付签发无次数限制	支票账户利率实质上全面放开
1983年4月	取消商业银行及储蓄金融机构期限在2.5年以上的定期存款利率上限	基本遵循“先长期后短期，先大额后小额”的思路
1983年10月	取消31天以上定期存款及最小余额为2500美元以上的极短期存款利率上限	
1986年1月	取消所有存款形式对最小余额的要求，取消NOW账户利率上限	
1986年4月	取消存折储蓄账户利率上限	利率市场化进程结束

资料来源：中泰证券研究所

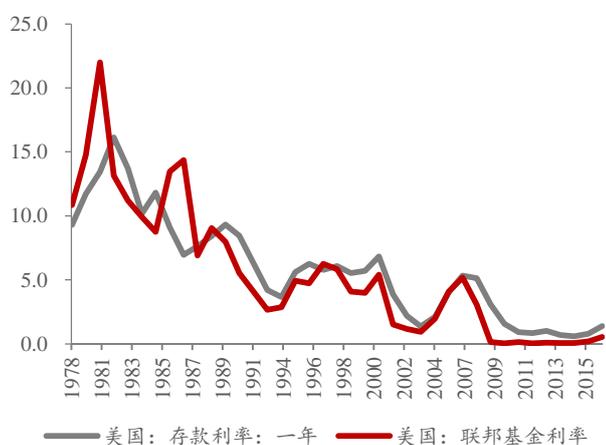
- 利率市场化后货币政策：数量调控转为价格调控。**1979-1982年间美国处于“滞胀”时期，美联储货币政策目标是稳定物价，强调以M1为中介目标。1982年10月随着通胀被抑制，美联储重新将货币政策中介目标定为联邦基金利率。1994年，美联储正式宣布将联邦基金利率看做公开市场操作短期目标，标志基准利率的成功建立。

图表：美国利率市场化实施过程中配套货币政策与贷款利率政策

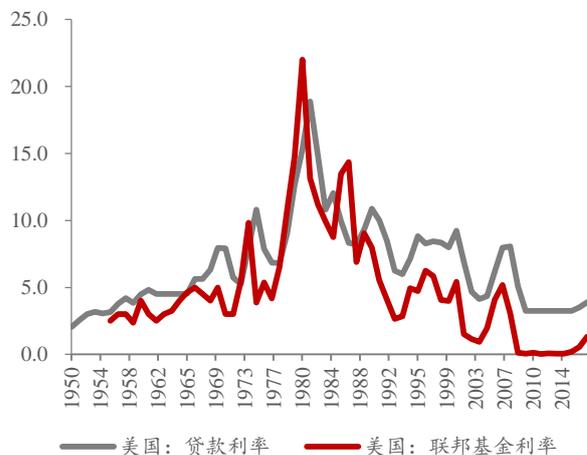
货币政策	1970年10月	美联储决定策略重点由控制利率指标转向控制货币供应量指标
	1980年2月	美联储宣布修正衡量货币供应量的官方标准，扩大了货币范围，把可转让存单、自动转账账户、政府债券赎卖协议、货币市场互助基金存单、信贷联社存款支票、旅行支票以及欧洲美元存款等新型金融产品全部纳入。
	1980年2月	存款准备金的规定扩大到非联邦储备体系银行以及非银行存款机构，并重新规定联邦储备系统与成员银行和非成员银行的关系。
贷款利率及政策	《1980法案》	永久取消州政府对住宅抵押贷款（包括活动住宅贷款）的利率限制；在一定条件下，超过25000美元的商业或农业贷款不受州政府贷款利率最高限的限制，经政府保险存款的金融机构所发放的其他贷款不受州政府贷款利率最高限的限制；联邦信贷联社发放贷款的利率最高限自12%提高到15%，在某些情况下可提高到15%以上。
	《1982法案》	允许储蓄与贷款协会在不超过资产60%的限度内可以发放三种商业贷款。

资料来源：中泰证券研究所

- 利率市场化完成后存贷款利率逐步与政策利率挂钩。**
 - 存款利率：**1980-2010年，美国1年期存款利率的平均利率与联邦基金利率的走势一致。2010年后美国施行大规模量化宽松，联邦基金利率降至0%，存款利率也维持在低位。
 - 贷款利率：**利率市场化前，贷款利率调整相对基准利率较为滞后，利率市场化后与基准利率高度同步。1960年联邦利率大幅下行1个百分点，贷款利率则维持相对刚性。1970-1990利率市场化初期，贷款利率和市场利率关联性增强。利率市场化完成后，贷款利率与联邦基准利率的价差基本维持在3个百分点左右的稳定水平。

图表：美国存款利率与基准利率


资料来源：CEIC, Wind, 中泰证券研究所

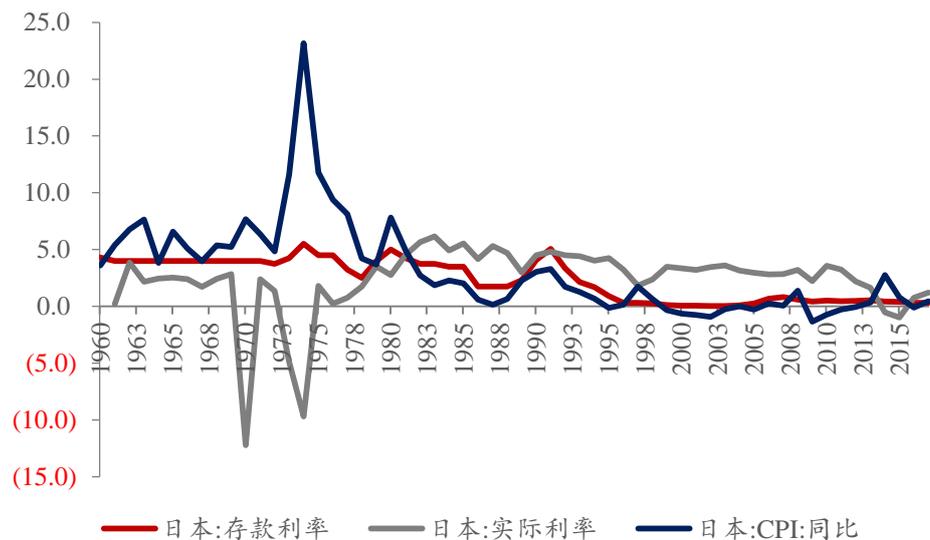
图表：美国贷款利率与基准利率


资料来源：CEIC, Wind, 中泰证券研究所

2、日本利率市场化：渐进式改革，与美国路径具有相似性

- 日本利率市场化的背景：通胀上行，同时受到美国利率市场化的影响。**日本从 1947 年《临时利率调整法》开始利率管制，规定政府有权决定全国银行的存贷款利率最高限。这一时期，存款利率之低与通货膨胀率之高形成了鲜明的对比，使得日本实际利率水平在 20 世纪 40 年代后期至 50 年代期间长期为负。1977 年，日本开始推行利率市场化改革，以国债利率自由化为突破口。

图表：日本利率市场化中的利率表现



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 日本利率市场化过程：逐步放开国债发行利率-银行间利率-贷款-存款的渐进式过程。**日本利率自由化改革始于 1977 年，持续至 1994 年结束，进程表现出以下特点：1) 从国债市场到银行间市场再到存贷市场。2) 先丰富交易品种再利率改革。3) 先长期利率后短期利率。4) 先大额交易再小额交易。5) 伴随着金融管制的逐步放松和金融国际化的推进。1979 年日本首次发行 CDs (大额可转让定期存单)，1985 年 10 亿日元以上的定期存款利率市场化标志着存款利率市场化改革开始，同年引入 MMC。1989 年三菱银行引进短期优惠贷款利率，贷款利率市场化改革启动。1994 年 10 月，利率完全自由化，至此日本利率市场化划上了句号。

图表：日本利率市场化实施主要进程

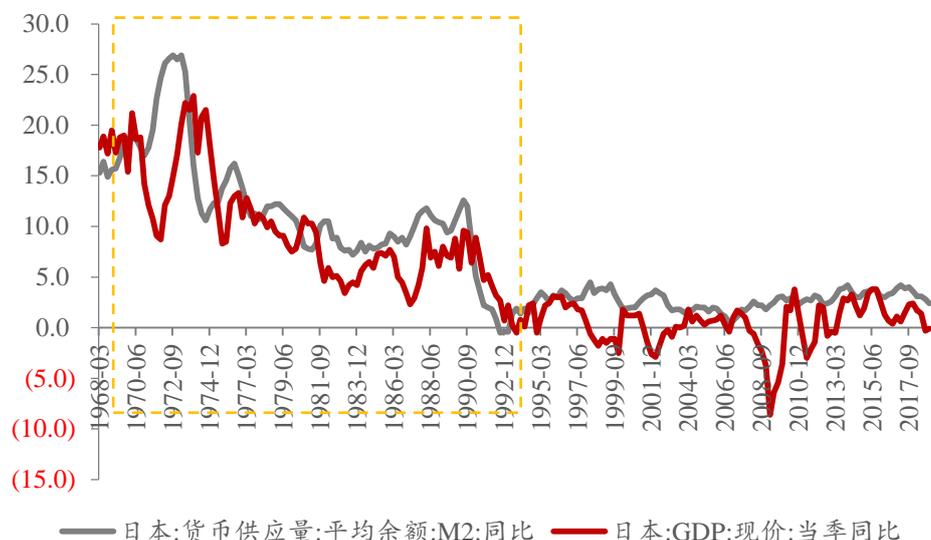
时间	利率市场化进程
1977	大藏省批准商业银行承购的国债可以在持有一段时间后上市销售，允许以流通市场利率为参考决定国债发行利率。
1978	4月，允许银行拆借利率弹性化。6月，允许银行间票据买卖利率市场化。开始采用投标的方式发行中期国债。
1979	2月，取消对非居民购买日元债券的有关规定；5月，废除不准非居民加入债券市场的规定；5月，首次发行CDs，发行单位为5亿日元，存入期限3~6个月。
1980	修订《外汇与外贸管理法》，取消外汇管理。
1981	将政府短期债券由银行认购改为在金融市场销售。5月，规定银行可以经营证券业务。
1982	4月，《新银行法》规定经大藏省批准，银行可经营新发行债券的窗口买卖，并可经营已发行国债的买卖。
1983	4月，银行开始办理长期付息国债。10月，银行开始办理中期付息国债和贴现国债。
1984	1月，CDs发行单位降为3亿日元。5月，日美达成了《日美日元委员会报告书》。允许外国发行5年以上的欧洲日元浮动利率债券。
1985	6月，开设银行承兑票据市场，营业范围面向世界各国。9月，签署“广场协议”。
1986	4月，5亿日元以上的定期存款利率市场化。6月，金融债中折扣债的发行条件与小额MMC利率连动。9月，3亿日元以上的定期存款利率市场化。2月，在市场上销售短期国债。
1987	MMC限额降至1000万日元。6月，设立第一个股票期货市场。11月，创设国内商业票据市场（日本货币市场结构基本形成）。
1988	4月，CDs单位降为5000万日元，存入期限为2星期~2年。
1989	1月，三菱银行引进短期优惠贷款利率。金融期货市场建立。
1990	金融债中折扣债利率由各金融机构自行决定。11月，MMC限额降为300万日元。5月，开始进行债券期权交易。
1991	4月，MMC降为50万日元，期限延至1年；长期贷款使用新长期优惠利率。7月，日本银行停止“窗口指导”的实施；11月，300万日元以上定期存款利率市场化（至此，定期存款利率市场化基本实现）。
1992	6月，启动流动性存款（普通活期存款、支票存款、通知存款）利率市场化。即引入新型储蓄存款，使流动性存款的支付职能与储蓄职能分离，让具有储蓄职能部分的利率市场化，具有支付职能的部分无息化。
1993	6月，定期存款利率市场化。10月，流动性存款利率市场化。4月，金融体系改革法实施，允许银行建立证券和信托子公司。
1994	10月，利率市场化改革完成。

资料来源：Wind，中泰证券研究所

- **日本利率市场化后货币政策：数量型转为价格型。**利率市场化前，日本央行最初以M1作为货币政策中介目标，在1979年引入CDs后，货币

中介目标转为 M2+CD。利率市场化完成后，日本央行逐步转向以价格目标为货币政策的中介目标，货币供应量和经济增速之间的相关性减弱。

图表：利率市场化后 M2 和 GDP 增速相关性减弱

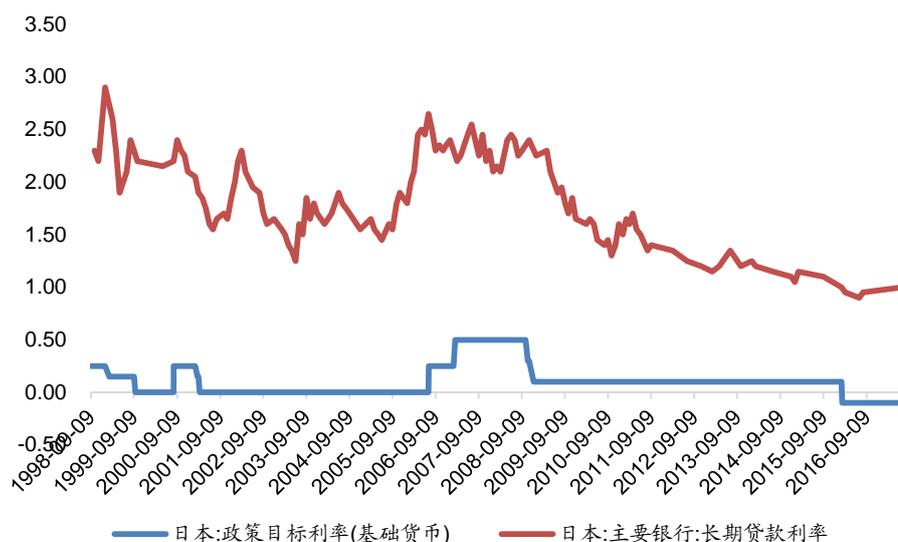


资料来源：Wind，中泰证券研究所

3、日本最优惠利率：商业银行自主定价，头部引领

- **早期日本的最优惠利率也是与政策利率挂钩。**1959年3月日本设立类似最优贷款利率的标准利率制度，即在法定最高限度内，和官定利率平行变动，作为企业发放贷款的利率下限。
- **现有的日本最优贷款利率的报价则是基于银行筹资成本，由“领头银行”率先进行变更，其他银行则后续跟进。**1989年开始，日本各大商业银行按照本行综合资金成本和管理费用，自主决定短期最优贷款利率。银行根据四类资金来源（流动性存款、定期存款、可转让存款、同业拆借存款）的利率水平加权计算得到总体融资成本，在此水平上加 1% 的银行费用，得到短期最优贷款利率。日本央行再其网站上公布瑞穗银行等 6 家银行短期 LPR 的最高、最低和平均值。

图表：日本长期贷款利率和政策目标利率



资料来源：Wind, 中泰证券研究所

- **日本 LPR 与政策利率之间相关性逐步减弱，变为与市场利率挂钩。**1989年前，日本短期最优贷款利率和再贴现利率挂钩，二者保持同步变动，1981年前利差稳定在 25bp，后扩大至 50bp。1989年后，最优惠利率与政策利率之间的关联性减弱：1) LPR 通常随日本央行隔夜拆借目标利率调整变动，但同时存在隔夜拆借目标利率调整但短期 LPR 不变的情况。2) LPR 和隔夜拆借利率之间的利差不固定，基本在 1%-1.5%之间变动。
- **日本最优贷款利率的应用。**1) 同美国一样，短期最优贷款利率多用于中小企业和消费贷款。大型企业由于在金融市场直接融资机会较多，且银行间竞争较为激烈，因此大型银行多采用 Libor、Tibor 确定利率。2) 短期最优贷款利率实际上是日本商业银行短期贷款利率的下限，一般贷款利率由各家银行根据贷款对象信用度高低和与银行交易关系的密切度在短期 LPR 的基础上加点。3) 对于长期贷款，日本商业银行采用短期最优贷款利率加期限溢价对长期贷款进行定价。

4、德国利率市场化：改革较早，一步到位

- **德国利率市场化改革开始时间较早，这为其利率市场化的宏观背景奠定了独特性。**1) 利率市场化改革实际较早：德国早在 20 实际 60 年代初期便开始推动利率市场化改革，通过对各类存款利率逐步放松限制，1967 年全面放开利率管制。2) 宏观背景：经济和通胀平稳，汇率体系稳定。德国推行利率市场化时整体宏观经济平稳，并未面临高通胀，同时 20 世纪 70 年代前，以美元为中心的国际固定汇率制度并未瓦解，马克和美元实现固定双边汇率，利率市场化面临的国际汇率环境也较为稳定。

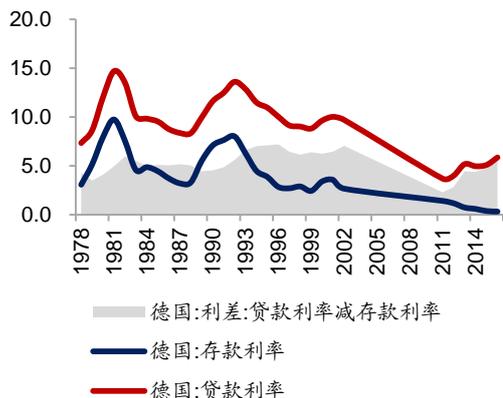
图表：德国利率市场化是一步到位的

	步骤
1962 年	修改《信用制度法》，缩小利率限制对象
1965 年 3 月	对 2.5 年以上定期存款利率放开管制
1966 年 7 月	对 100 万马克以上、期限在 3 个半月以上大额存款利率放开管制
1967 年 4 月	全面放开管制，存款利率仍实施金融业同业组织协商制定的标准利率制
1967 年 7 月	定期存款标准利率制废止
1973 年 10 月	储蓄存款标准利率制废止，完全实现利率自由化

资料来源：《德国利率市场化改革的特点及其金融业发展》，中泰证券研究所

- **形式上全面利率市场化后，短期内德国施行利率约束，之后才逐步放开。** 1967 年 4 月废除利率管制后，德国央行规定对于以一般大众为存款人的利率实施标准利率制，即由各金融业同业组织相互协商，制定存款的标准利率并向其所属的金融机构建议。目的在于引导金融机构对市场的利率水平形成共同的认识，另一方面也是防止金融机构间的过度竞争（类似我国行业自律协会）。标准利率约束随后逐步放开，1967 年 7 月定期存款的标准利率被废止，1973 年 10 月，储蓄存款的标准利率制被废止，德国在形式和实质上实现了利率自由化。
- **稳定的宏观环境使得德国利率市场化能够一步到位，同时利率市场化过程中的市场表现也呈现特殊性：** 1) 期间没有明显的金融创新。德国利率市场化实施期间通胀率较低，大众寻求更高利率的存款替代金融工具的内在需求不强烈。同时德国实施的是“全能银行制”，银行可同时经营长短期金融业务及证券业务。2) 利差整体呈现平稳。利率市场化后，德国实际利率经历了一个明显上升的过程，存贷利差极短时间内收窄，之后整体平稳。3) 金融机构没有集中破产危机。德国金融业实施的是全能银行体系，银行业务对环境变化的抵御能力较强，没有出现欧美银行集中倒闭危机。4) 间接融资占比在企业部门仍是主导。利率市场化改革后，德国直接融资规模有所扩大，但银行贷款在非金融部门融资中仍居主导地位；德国住户部门的金融资产结构发生显著变化，银行资产占比从 60 年代的 56.5% 下降到 90 年代的 32.8%，主要转变为保险资产和证券资产。

图表：德国利率市场化后的利率表现



资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表：德国利率市场化后企业部门仍以间接融资为主

	非金融部门		住户部门	
	银行存款/总资产	银行贷款/总负债	银行存款/总资产	银行贷款/总负债
1970	51.5	55.2	52.4	51.3
1975	51.8	55.8	54.5	51.6
1980	50.2	59.1	52.4	54.9
1985	44.3	53.5	46.1	51.1
1990	41.8	54.9	44.5	54.5
1995	37.9	52.8	39.9	56.2

资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 货币政策以利率政策为主，形成利率走廊的调控模式。**德国货币政策通过利率政策工具调节货币市场利率，进而改变银行流动性。其利率政策工具主要是：再贴现率、伦巴德贷款利率（中央银行向商业银行的贷款利率）、回购协议利率。对市场利率的调节通过利率走廊进行调控：1985年前，货币市场利率是在再贴现利率和伦巴德利率构成的利率区间中浮动。1985年后，德国将调控重点转向为公开市场操作，采用有价证券回购协议的方式，使回购利率取代伦巴德贷款利率成为指导市场短期利率的主要工具。

图表：德意志联邦银行再贴现率和伦巴德贷款利率

	再贴现率	伦巴德贷款利率	浮动区间		再贴现率	伦巴德贷款利率	浮动区间
1965	4.0%	5.0%	1.0%	1979	6.0%	7.0%	1.0%
1966	5.0%	6.3%	1.3%	1980	7.5%	9.0%	1.5%
1967	3.0%	3.5%	0.5%	1981	7.5%	9.0%	1.5%
1968	3.0%	3.5%	0.5%	1982	5.0%	6.0%	1.0%
1969	6.0%	9.0%	3.0%	1983	4.0%	5.5%	1.5%
1970	6.0%	7.5%	1.5%	1984	4.5%	5.5%	1.0%
1971	4.0%	5.0%	1.0%	1985	4.0%	5.5%	1.5%
1972	4.5%	6.5%	2.0%	1986	3.5%	5.5%	2.0%
1973	7.0%	9.0%	2.0%	1987	2.5%	4.5%	2.0%
1974	6.0%	8.0%	2.0%	1988	3.5%	5.5%	2.0%
1975	3.5%	4.5%	1.0%	1989	6.0%	8.0%	2.0%
1976	3.5%	4.5%	1.0%	1990	6.0%	8.5%	2.5%
1977	3.0%	3.5%	0.5%	1991	8.0%	9.8%	1.8%
1978	3.0%	3.5%	0.5%	1992	8.4%	9.5%	1.2%

资料来源：《德意志联邦银行：联邦德国的中央银行制度及货币政策》，中泰证券研究所

- **风险提示事件：**经济下滑超预期。金融监管超预期。中美协商进度不及预期。

图表：银行估值表

银行估值表（交易价格：2019-06-28）

	P/B		ROE		股息率
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E
工商银行	0.85	0.77	12.6%	12.1%	4.43%
建设银行	0.90	0.82	12.9%	12.5%	4.30%
农业银行	0.73	0.67	12.2%	11.9%	5.06%
中国银行	0.66	0.61	11.1%	10.7%	5.16%
交通银行	0.64	0.59	10.5%	10.1%	5.13%
招商银行	1.60	1.41	15.9%	15.9%	3.02%
中信银行	0.68	0.62	10.4%	10.3%	4.07%
浦发银行	0.70	0.63	11.7%	11.1%	1.02%
民生银行	0.62	0.57	11.5%	10.9%	2.80%
兴业银行	0.77	0.69	13.2%	12.7%	3.97%
光大银行	0.64	0.58	10.8%	10.7%	3.61%
华夏银行	0.55	0.50	9.6%	9.3%	1.84%
平安银行	0.97	0.87	10.8%	10.5%	1.15%
北京银行	0.66	0.60	10.9%	10.8%	3.73%
南京银行	0.90	0.78	15.3%	15.4%	3.61%
宁波银行	1.64	1.40	15.5%	16.1%	2.12%
江苏银行	0.74	0.66	11.6%	11.7%	3.01%
贵阳银行	1.28	1.10	15.5%	15.4%	2.42%
杭州银行	0.83	0.74	10.1%	10.0%	3.03%
上海银行	1.05	0.94	12.1%	12.5%	3.19%
成都银行	0.90	0.79	16.5%	16.8%	3.97%
江阴银行	0.90	0.85	7.5%	7.6%	1.66%
无锡银行	0.94	0.87	10.7%	11.1%	3.05%
常熟银行	1.24	1.10	13.3%	14.2%	3.25%
苏农银行	0.82	0.76	9.2%	9.6%	2.23%
张家港银行	1.01	0.94	9.2%	9.9%	2.08%
上市银行平均	1.00	0.90	11.8%	11.9%	2.85%
国有银行	0.76	0.69	11.9%	11.5%	4.81%
股份银行	0.82	0.73	11.7%	11.4%	2.68%
城商行	1.10	0.97	12.7%	13.0%	2.76%
农商行	1.22	1.12	10.4%	10.8%	2.21%

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。