

银行

行业点评

超配

(维持评级)

2019年12月03日

降融资成本政策重心转向存款

证券分析师：王剑 021-60875165 wangjian@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070002
 证券分析师：陈俊良 021-60933163 chenjunliang@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519010001

近几年来，政策当局多管齐下，想方设法降低实体经济融资成本，以维稳经济增长。但从最新数据来看，银行贷款利率下降并不明显，政策效果低于预期。我们分析后认为，银行负债利率刚性是导致贷款利率难降的主因，而存款利率刚性又是负债成本刚性的主因。展望后续，我们认为降融资成本的政策重心将转向存款，这可能会加剧银行业内部分化。

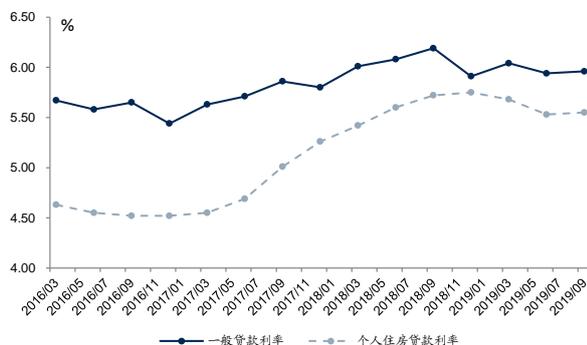
存款利率刚性阻碍融资成本下行

降融资成本政策效果不彰

为降低实体融资成本，2018年底以来，央行实施了较为宽松的货币政策，银行间市场利率保持低位运行，同时还实施了定向降准、TMLF、差异化准备金率等结构性货币政策。2019年8月，央行还出台了新LPR机制，由18家报价行产生新的LPR，并逐步将贷款合同实现锚定LPR，打破贷款定价的隐形下限，引导贷款利率逐步下行。

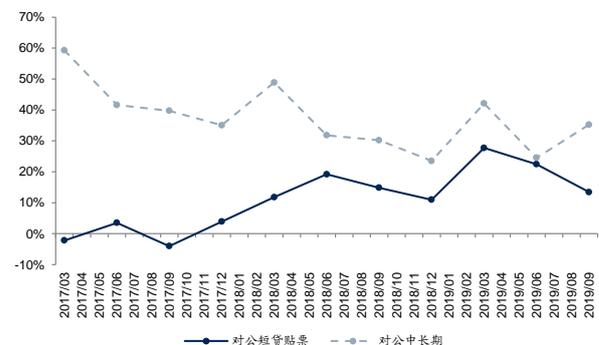
但从央行披露的一般贷款平均利率数据来看，实体经济融资成本下行效果尚不明显。2018年9月，公布的一般贷款（即不包括票据贴现、个人住房贷款）的平均利率达到近年顶部6.19%，而后回复有回落，在6%左右徘徊，未见持续下行。尤其是2019年9月，一般贷款的平均利率较6月还反弹了2BP，主要是因为新发贷款中对公中长期贷款占比提高所致。如果剔除结构调整因素，我们估计同类贷款的利率也下行不多，未达到预期的政策效果。

图 1：平均贷款利率回落并不明显



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：2019年3季度对公长贷占比提高，抬升整体利率

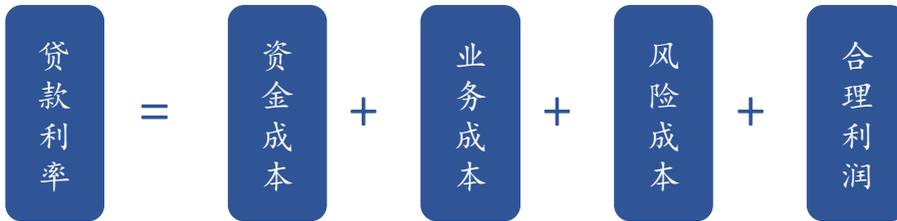


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

贷款利率过于刚性是目前政策难点之一。我们在此前关于利率市场化的报告《详解利率市场化的进程与影响》（2019年4月7日）中，详细阐述了利率传导的理论模型。在这一理论模型中，银行负债成本是决定银行贷款定价的重要因素之一。贷款定价的方法很多，以最为典型的成本加成法为例，银行对客户的贷款定价，要考虑自身的负债成本、业务成本、

风险成本、合理利润（资本成本），逐一相加而成。

图 3：典型的成本加成法贷款定价



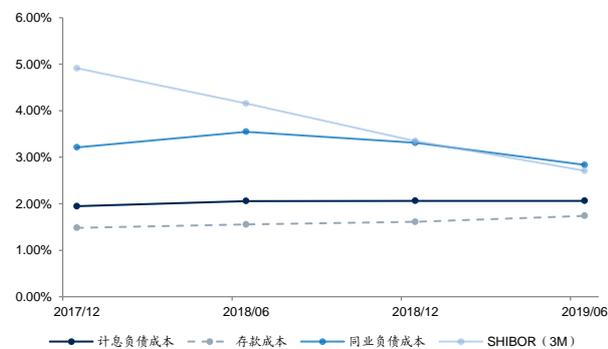
资料来源：国信证券经济研究所整理

当然，上述各项成本相加形成初步定价后，还会到市场上去参与市场竞争，和客户讨价还价，最终和客户确定贷款利率，并签订合同。

从经验上看，负债成本无疑是各项成本中占比最高的部分。比如，目前行业平均贷款利率接近 6%，合理利润 1% 左右（参考 ROA），风险成本 1% 以内（参考信用成本率），业务成本在 1-2% 左右（经验值），因此剩下 2% 以上是资金成本（接近行业的计息负债付息率），占比最大。

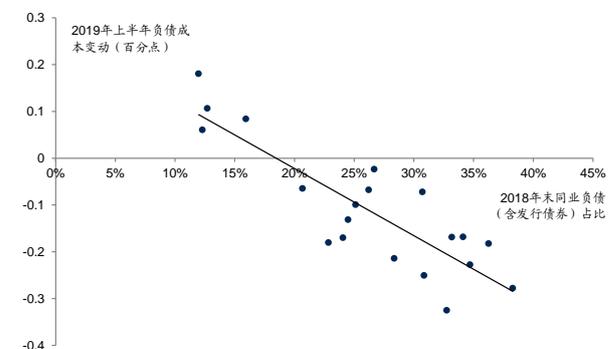
而银行的负债中，存款的占比又是最高的，存款成本是决定整体负债成本的核心因素。2019 年以来的情况便是，银行间市场利率下行驱动了银行的同业负债利率下降，但由于银行间市场利率对存款利率的传导效果不佳，导致存款利率较为刚性，甚至还缓慢上行。最终，银行整体负债成本并未出现明显下行，只有部分同业负债占比较高的银行，还能观察到负债成本下行，有些存款占比较高的银行则完全体现不出负债成本下降的效果。因此，贷款定价也很难显著下行。

图 4：货币市场利率下行无法传导至存款利率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（SHIBOR 为季末值，其余值为 20 家上市银行季度均值的合计）

图 5：同业负债占比越高负债成本下降越多



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（图中样本为 20 家上市银行）

存款利率传导一时难以通畅

银行间市场利率向存款利率传导效果不佳，原因包括多个方面。

最直接的原因是一些对负债结构的具体监管要求（比如，同业负债不得超过总负债的 1/3，以及在计算 LCR 等指标时对存款和同业负债的不同权重设置），会导致存款、同业负债之间并不具备完全同质性、可替代性，因此很难实现理论上的“一价定律”。因此，即使银行间市场利率很低，哪怕低于部分存款品种，银行也不得不为了监管指标要求，去主动获取高成本存款。

此外，即使监管部门完全取消上述所有负债结构要求，情况会有所改善，但也很难彻底实现“一价定律”，这是由银行内部机制决定的。孙国峰、段志明在《中期政策利率传导机制研究——基于商业银行两部门决策模型的分析》（2016）中指出，在银行内部资产负债部（或司库、资金中心）、金融市场部各自管理存贷款资金、金融市场投融资资金的情况下，短期市场利率（主要由金融市场部操作，但现实中不同银行也有所差别）很难向中长期传导，因此对信贷决策影响有限。

我们调研发现，银行的资产负债部作为全行“神经中枢”，名义上负责统筹全行的资产负债配置，但现实中由于经营效率问题，不可能随时灵活调整配置，金融市场部自己的证券投资或融资业务有一定独立性。而资产负债部将存款指标或任务下达给分支机构之后，也与金融市场之间关联度下降。因此，市场利率与存款利率之间关联性并不强，并且这一现状一时很难改变。

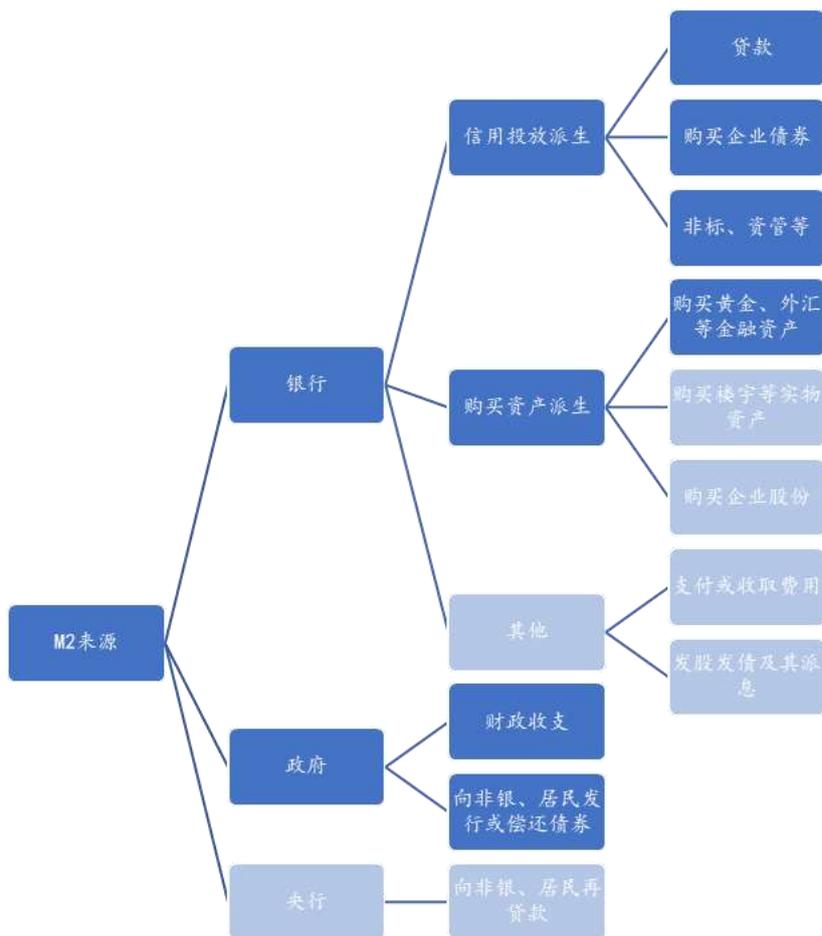
因此，政策当局将有效降低贷款利率作为目标，受上述存款利率传导不畅的现实约束，我们预计后续的政策重心将转向如何降低存款成本。决定银行存款成本的因素很多，首先要考虑全国存款总体增长情况，然后再考虑不同银行争夺这些存款时的竞争情况。

全国存款增量相对既定

存款构成 M2 的主体，存款总量的分析与 M2 分析较为相近。但本报告所谓的存款，通常是指银行的一般存款，即不包括非银金融机构或产品在银行的存款。因此，我们先从经典的货币银行学理论出发，分析 M2 增速或增量，然后从 M2 中剔除非银存款、货币市场基金和 M0，剩下的即为一般存款。

众所周知，M2 主要来源是银行表内资产业务的派生，此外还有一部分来自财政净支出、外汇占款的投放。此外还有一些其他零星的投放渠道，不构成主流，我们暂忽略之。

图 6: M2 派生来源



资料来源：国信证券经济研究所整理

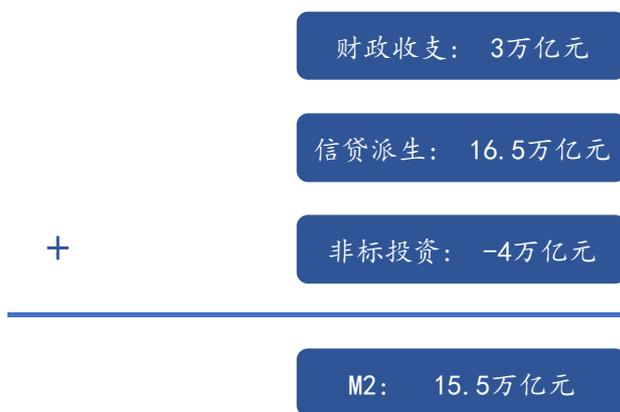
近年的 M2 派生来源分析变得简单，一是由于外汇占款变化值变小，不再构成 M2 投放的主体，也可忽略；二是财政收支投放受赤字率约束，可预期性很强。同时，央行又会大致设定 M2 增长目标，因此全年大致的 M2 增速、增量是大致

既定的。以下大致粗略地估测 2020 年的 M2 增长情况（目前暂未掌握详细预测数据，因此只是初步预测，我们在未来会及时更新预测值）。

首先，我们使用的是剔除了货币市场基金的 M2 口径，即老 M2 口径，数据均来自央行。2018 年末，老 M2 余额为 179.29 万亿元。假设 2019 年、2020 年 M2 增速为 8.2%、8.0%，那么 2019 年、2020 年末老 M2 余额分别为 194 万亿元、210 万亿元。其中，2020 年的 M2 增量为 15.5 万亿元。

然后，我们分析 M2 来源。2020 年全年增量为 15.5 万亿元，其中，财政收支投放 3 万亿元以上，所以银行资产业务派生 M2 总额为 12.5 万亿元。而 2020 年全年信贷总规模也将在 16.5 万亿元左右（较 2019 年略增），将派生相同金额的 M2，这也意味着银行表内的信用债投资、非标投资将继续回笼 4 万亿元左右，以便将 M2 的总派生量维持在合理水平。这意味着严监管将继续导致非标投资收缩。

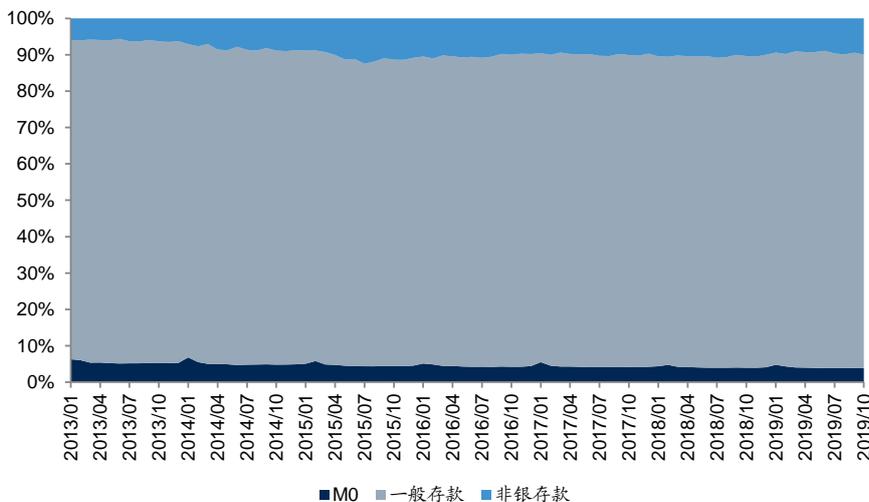
图 7：2020 年 M2 派生来源初步估计



资料来源：国信证券经济研究所整理

最后，我们还要将老 M2 余额划分为 M0、一般存款、非银金融存款三部分。其中只有一般存款才是银行平常所关注的存款，由分支行经营（非银存款一般由银行的金融市场部、同业部经营）。按照近期的经验值，老 M2 中 M0、一般存款、非银金融存款分别占比 4%、86%、10%。在不发生重大监管政策调整的情况下，我们假设这一比例结构将延续至 2020 年。那么，2020 年底一般存款余额为 180 万亿元，全年增 13.3 万亿元。

图 8：老 M2 余额中各类成分占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

因此，这 13.3 万亿元的一般存款增量，便是全国 4000 多家银行需要拼抢的“总蛋糕”。

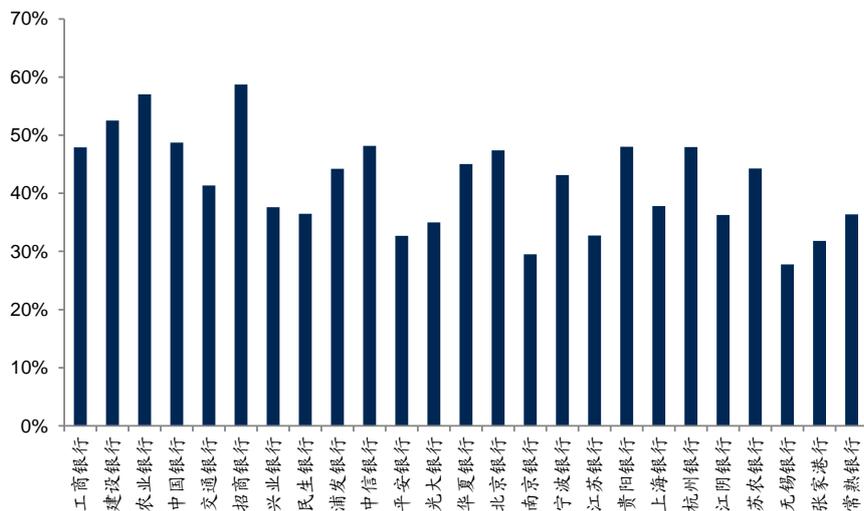
同业竞争导致存款利率高企

同业竞争的主要手段

全行业拼抢的便是这 13.3 万亿元的一般存款“总蛋糕”。银行获取或争抢存款，一般分为两大基本方式：一是以优质的产品与服务争取活期结算存款（利率不敏感），二是以较好的利率争取利率敏感型的定期存款等品种。显然，第一种方法是利率最为低廉的，但还要付出其他产品和服务的成本（比如人员维护客户的成本、开发各种产品的成本、网点运营成本等），即使考虑了其他成本，总成本也不会特别高。而第二种方法面向利率敏感型存款，利率偏高，是拉高全行业存款利率的主要原因。

一般来说，具备网点渠道、产品服务等优势，能够吸引个人或企业客户来本行开立结算账户，并将该账户用于自身的日常支付结算，即基本户。一家银行掌握的客户基本户多了之后，我们便称之为客户基础优异，这些基本户的日常结算会沉淀下来大量的活期存款，成本低廉。一般来说，大型国有银行、在某些产品或服务上有特殊优势的银行、在当地有特殊本土化优势的小银行，客户基础优异，多以这种方式获取大量活期存款，使自身存款中活期存款的占比较高，从而保持整体存款成本较低。

图 9：客户基础较好的银行往往活期存款占比高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

理论上，若不考虑主动争抢存款，那么通过银行资产业务派生出来的存款，会被借款人支付出去，开始在社会上流通，然后沉淀到各个支付环节中的账户中。比如，借款人向供应商支付货款，那么存款就到了供应商的账户中，供应商再支付工资，那么存款就到了员工工资账户中，如此不断循环。因此，只有获得足够多的结算账户（基本户），才是获取存款的根本途径。当然，存款到了这些账户，有些存款会被接着继续支付出去，有些则可能存款人暂时不用钱，因此将资金存为定期存款，或用于其他投资（比如转入证券保证金账户，形成非银金融存款），有少部分甚至会被提取为现金。因此，派生的存款最后会分化为现金、活期、定期、非银金融存款等，各类占比大致稳定。

而不具备上述优异客户基础的银行，往往只能通过提高利率的手段获取存款，比如无网点渠道优势的一些银行。用利率手段争抢的存款往往是利率敏感型的，比如定期存款。又由于一般的定期存款利率受行业自律限制，不能过度提高，因此市场上还开发出来了各种名目的存款产品，包括结构性存款（准确的讲是“伪结构性存款”）、“智能存款”（种类繁多，无统一名称，名义为定期存款但设置了可转让机制）等。或者开发出来其他理财产品，招揽客户，然后在客户交易过程中形成存款沉淀。这些存款产品的成本都偏高，也是这类银行从其他银行争抢存款的主要手段。被争抢存款的银行有时也不得不开发出类似产品，加入这种竞争，从而导致整个市场的存款利率居高不下。

重点遏制高息揽存产品

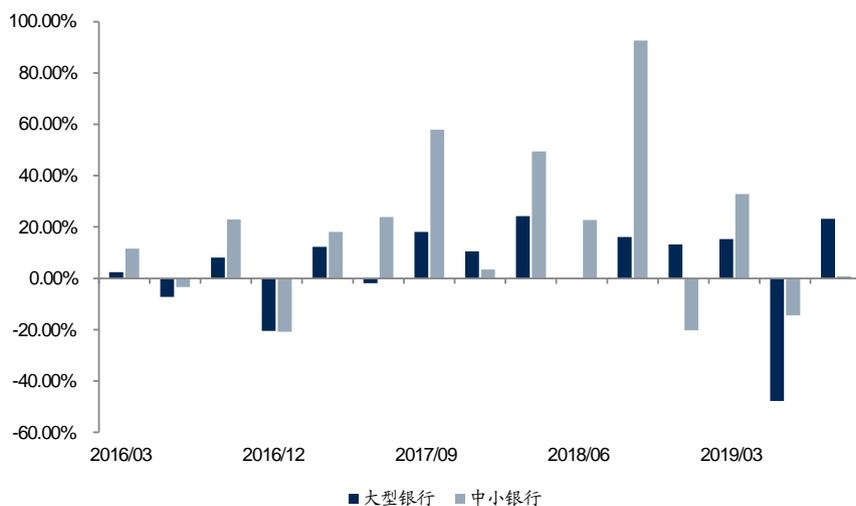
综合上述分析，银行间市场利率无法有效传导至存款，而存款利率又因为业内争抢而导致利率居高不下，我们预计，政

策当局不得不选择直接干预存款市场,控制存款成本成为了引导贷款利率下行的重点。而其中,抬高存款成本的“伪结存”、“智能存款”等品种,将成为重点整治对象。

(1) 治理“伪结构性存款”

2019年10月18日,银保监会发布了《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》,开始整治结构性存款市场。此前,市场上出售的一些结构性存款,实质上是“伪结存”,即通过嵌入一个大概率触发(或大概率不触发)的金融衍生产品(就是所谓的“结构”),或者干脆就没真正嵌入任何结构,以此实质上为客户保证了一定的收益率。部分存款基础较差的银行,以此规避了存款利率的行业自律机制上限,实现了高息揽存。从2017年开始,中小银行(央行信贷收支表定义的中小银行是除八大行之外的银行)每季新增的存款中,结构性存款(包括个人、对公)占比非常高,可见结构性存款已经是中小银行获取存款的主要方式。相比之下,客户基础良好的大型银行(即八大行)该占比就低很多。

图 10: 中小银行的季度新增存款中结构性存款占比较高



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

事实上,对伪结存的治理早已开始。比如,2019年5月17日,银保监会发布了《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》,里面就提到了将“结构性存款不真实,通过设置‘假结构’变相高息揽储”作为检查对象。此外,一些地方银保监局也有相关的措施。但是,一直没有针对结构性存款的出台专门文件。在最新的监管要求下,此类“伪结存”将被取缔,银行需要严格按照监管要求设计、销售结构性存款,而真正的结构性存款的收益是有一定不确定性的,因此很难再充当高处揽存的工具。

(2) 治理“智能存款”

“智能存款”没有明确定义,也没有通行的名称,种类繁多。大致有几类:一是通过设置可转让机制,让一笔定期存款能够在到期前能以一定机制转让,但持有期仍然享受年化的定期存款利率;二是按活期存款账户中的金额或持有期限靠档计息,比如持有期越长,享受的利率便越高。一般是存款基础较弱的银行,通过此类产品吸收存款。目前未发现监管部门对此出台正式文件,但据媒体报道,2019年5月监管部门已责令清理整顿这类存款,预计后续将持续收缩。

(3) 规范现金管理类理财产品

现金管理类理财产品,与货币市场基金较为类似,主要投资于高等级短期债券,因此一般也被俗称为“类货基”,但在监管细节上与货币市场基金有一些区别。央行等部委于2018年4月发布了“资管新规”后,类货基并不完全符合新规要求。央行办公厅又于7月发布了《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》,允许过渡期内银行的现金管理类产品在严格监管的前提下,暂参照货币市场基金的“摊余成本+影子定价”方法进行估值。即在过渡期内,给类货基开了“口子”。因此,银行类货基的发行难度比真正净值型的理财产品要小,银行发行的积极性较高,发行量较大。类货基本身并不是存款,但是银行可以借此招揽客户,而在客户交易过程中,沉淀部分存款。

未来,随着过渡期接近尾声,预计监管部门会出台整改措施,将存量的类货基整改为完全符合“资管新规”的产品,或完全

参照货币市场基金监管要求。届时，类货基的发行难度增加，吸引客户更难。

上述措施的出台，虽然并非一刀切取缔这些利率偏高的存款品种，但会增加银行经营这些品种的难度，因此也增加了银行以价格手段获取一般存款的难度。它带来的结果，一方面会缓解业内通过价格手段争抢存款的行为，使全行业存款利率趋于平稳甚至略有下降。但另一方面，这也对存款不佳的银行提出了新的挑战，如何在新的监管约束下完善自己的资产负债管理。如果它们无法获得更好的负债来源，那么有可能对其经营带来较大压力。

因此，这些直接利好于存款基础良好的“守方”的银行，使它们的存款相对优势进一步扩大。这一点完全不同于 2018-2019 年，即银行间市场利率下行，那么同业负债占比高的银行获得更为明显，存款基础好的银行作为同业市场的资金拆出方，反而受损。

投资建议

在银行间市场利率向存款传导仍然不畅的背景下，为进一步引导贷款利率下行，政策当局料将重心转向高息存款品种的治理，包括对“伪结存”、“智能存款”、类货基等。这些政策不会影响全行业的整体存款规模，但会影响客户基础弱的银行争抢存款的手段，增加它们争抢存款的难度。最后的结果，是会使存款利率上行压力减轻，甚至不排除存款利率出现稳中略降，但客户基础弱的银行存款压力更大，行业内部分化加大，客户基础强的银行“强者恒强”。在全行业景气度不出现重大变化的情况下，全行业各项经营指标和盈利增速均较保持在与 2019 年相近的水平，但重点关注行业内部分化。

我们坚持推荐优质银行，包括客户基础优异的大型银行，以及形成差异化经营特色，在部分领域具备较大优势的特色中小银行。即工商银行、农业银行、邮储银行，外加宁波银行、常熟银行的大小银行“哑铃组合”。

风险提示

宏观经济出现超预期下行，银行业经营指标受此影响，出现意外恶化；

监管政策推行或处置不当，造成意外风险。

表 1: 重点个股估值表

收盘日:	港元汇率	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
2019/12/2	0.8976													
601398.SH	工商银行	5.81	13.7%	13.0%	12.5%	4.1%	5.0%	5.1%	0.92	0.84	0.77	7.1	6.7	6.4
601288.SH	农业银行	3.62	13.4%	12.5%	12.2%	5.1%	5.8%	5.5%	0.80	0.73	0.67	6.4	6.0	5.7
601988.SH	中国银行	3.62	12.0%	11.3%	11.1%	4.5%	3.9%	4.9%	0.70	0.65	0.60	6.2	5.9	5.6
601328.SH	交通银行	5.49	11.5%	11.2%	10.6%	4.9%	4.5%	2.8%	0.64	0.59	0.55	5.7	5.5	5.3
1658.HK	邮储银行	4.56	13.2%	12.9%	13.3%	9.7%	14.7%	12.9%	0.87	0.79	0.72	6.9	6.4	5.6
—														
600036.SH	招商银行	36.11	16.6%	16.6%	16.9%	14.8%	14.3%	14.4%	1.80	1.59	1.40	11.5	10.1	8.8
601166.SH	兴业银行	18.92	14.2%	13.8%	13.4%	6.0%	8.6%	8.2%	0.89	0.80	0.72	6.6	6.1	5.6
600016.SH	民生银行	6.17	13.0%	12.2%	11.7%	1.0%	3.9%	4.8%	0.66	0.60	0.55	5.2	5.0	4.8
600000.SH	浦发银行	11.87	13.0%	12.8%	12.4%	3.1%	10.7%	6.6%	0.79	0.71	0.64	6.4	5.8	5.4
601998.SH	中信银行	5.96	11.2%	10.5%	10.1%	4.6%	4.2%	3.1%	0.73	0.67	0.62	6.8	6.5	6.3
000001.SZ	平安银行	15.36	11.4%	11.3%	10.6%	7.0%	14.2%	10.1%	1.35	1.10	1.00	12.4	10.9	9.8
601818.SH	光大银行	4.19	11.7%	11.4%	11.1%	6.7%	6.0%	5.6%	0.75	0.69	0.64	6.8	6.4	6.1
600015.SH	华夏银行	7.43	12.3%	10.1%	9.1%	5.2%	0.9%	1.2%	0.58	0.53	0.49	5.7	5.7	5.6
—														
601169.SH	北京银行	5.55	11.6%	11.2%	11.1%	6.8%	6.2%	6.9%	0.67	0.62	0.57	6.1	5.7	5.3
601009.SH	南京银行	8.26	16.9%	16.6%	16.8%	14.5%	13.2%	13.0%	1.03	0.91	0.81	6.6	5.8	5.1
002142.SZ	宁波银行	26.22	19.0%	17.3%	16.9%	19.9%	18.5%	16.4%	2.23	1.74	1.51	13.5	11.3	9.7
600919.SH	江苏银行	6.95	12.4%	13.1%	13.5%	10.0%	15.5%	13.6%	0.78	0.71	0.65	6.7	5.7	5.0
—														
603323.SH	苏农银行	4.97	9.2%	8.6%	8.8%	9.7%	15.9%	13.7%	0.98	0.78	0.72	11.2	9.6	8.5
601128.SH	常熟银行	8.15	13.3%	11.8%	12.3%	17.5%	18.6%	19.4%	1.74	1.35	1.24	15.0	12.7	10.6
	平均		13.2%	12.6%	12.4%	8.0%	9.5%	8.7%	0.99	0.86	0.78	8.0	7.2	6.6

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

相关研究报告:

- 《银行业 2020 年投资策略：结构比周期重要》 ——2019-11-21
 《专题研究：互联网银行深度解析：原理与实例》 ——2019-11-06
 《银行业 2019 三季报综述：息差小幅反弹，不良指标改善》 ——2019-11-01
 《央行标债认定规则（征）点评：世间再无非非标》 ——2019-10-13
 《2019 年 10 月银行业投资策略暨三季报前瞻：预计三季报业绩增速平稳》 ——2019-10-10

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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