

2012 年 6 月 25 日

我国存款利率仍有上行空间

——宏观日报 2012.06.25

相关研究

通货膨胀压力继续减轻——宏观日报 2012.06.21

5 月份外汇占款转正，但热钱仍在流出——宏观日报 2012.06.20

相比 OT2.5，冲销式 QE3 可能性更大——宏观日报 2012.06.19

大选结果初定，希腊退出欧元区风险降低——宏观日报 2012.06.18

阶梯电价：CPI 影响不大，电力企业受益明显——宏观日报 2012.06.15

项目先行，资金正在跟进——宏观日报 2012.06.14

预计 6 月份 CPI 涨幅将回落到 2.6%——宏观日报 2012.06.13

分析师

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

孟祥娟 A0230511090004

mengxi@swsresearch.com

研究支持

张承启

zhangcq@swsresearch.com

徐有俊

xuyj@swsresearch.com

谢伟玉

xiewy@swsresearch.com

联系人

吉灵浩

(8621)23297336

jilh@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

om

- 6 月 8 日的降息给市场带来的最大的“震撼”就是允许存款利率上浮 10% 的规定。此规定正式宣告我国利率市场化由逐步放开贷款利率限制的阶段发展到逐步放开存款利率限制的新阶段。在我国的利率市场化过程中，最令人关注的问题之一就是我国市场化的存款利率应该是多少。我们试图从两个方面寻找这个问题的答案。
- 首先，我们看其他国家的利率市场化经验，试图寻找他们是否存在比较一致的规律，是否大多数国家在利率市场化初期都会出现存款利率大幅上升的现象。从各国的经验来看，市场化后的实际利率都有一定的上升，名义利率也会有所上升。主要原因还在于利率市场化往往导致更加激烈的市场竞争，由此市场存款利率上升，贷款利率下降，商业银行利润空间被挤压，转向非价格竞争等等。
- 其次，我们用当前市场上的理财产品利率与存款利率对照。虽然前者是有风险利率，后者是无风险利率，二者性质截然不同，但是不管是我国经验还是国际经验，实际上几乎所有的利率市场化进程背后都有形形色色的理财产品推动的因素。目前一年期固定收益类产品的平均收益率为 3.9%。从这个标准看，当前一年期定期存款利率 3.575% 有一定的上升空间。
- 其他关注：1、促外贸出口退税政策再调整 2、大中型钢企财务费用涨，年内仍有降息必要和可能

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；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上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

1、我国存款利率仍有上行空间

6月8日的降息给市场带来的最大的“震撼”就是允许存款利率上浮10%的规定。此规定正式宣告我国利率市场化由逐步放开贷款利率限制的阶段发展到逐步放开存款利率限制的新阶段。这一新规，给了银行一定的自由度，由原先只能按照基准利率吸收存款，到拥有一定自由度——一年期定存利率可以在3.25%到3.575%之间选择。虽然这个区间不大，但也恍如一颗小石子投入风平浪静的池塘，荡起层层涟漪。从事后的发展看，不同银行间的博弈似乎经过了大致一周的时间才算尘埃落定。依据公开媒体整理的信息，工农中建交等大型银行动作相当一致，在央行发出降息公告次日即保持一年期定存利率3.5%不变，民生、光大等股份制银行则出现了有趣的博弈过程，央行公告次日，这些银行一致选择了存款利率区间下限3.25%，接着很快就上浮到与工农中建统一水平的3.5%，然后在离降息近一周的时间内，这些银行再次提高利率到区间上限3.575%。

此前，我国的贷款利率放开幅度已经很大，因此贷款利率可以认为已经比较接近于市场利率。于是，在我国的利率市场化过程中，最令人关注的问题之一就是我国市场化的存款利率应该是多少。现在市场上出现两个一年期存款利率，一是工农中建等大行的3.5%，二是民生、光大等股份制银行给出的3.573%。如果前者是均衡下的市场化存款利率，那么意味着即使存款利率上限继续放开也不会有太大的影响，如果后者更接近于均衡下的市场利率，则意味着利率市场化进程继续推进的结果就是存款利率进一步提高，银行资金成本继续上升，最终将不同程度地侵蚀银行利润和提高企业贷款成本。

我们试图从两个方面寻找这个问题的答案。首先，我们看其他国家的利率市场化经验，试图寻找他们是否存在比较一致的规律，是否大多数国家在利率市场化初期都会出现存款利率大幅上升的现象。其次，我们用当前市场上的理财产品利率与存款利率对照。虽然前者是有风险利率，后者是无风险利率，二者性质截然不同，但是不管是我国经验还是国际经验，实际上几乎所有的利率市场化进程背后都有形形色色的理财产品推动的因素。因此我们从理财产品收益率的发展趋势大致可以得到对“纯市场化的”存款利率的一些感性的认识。

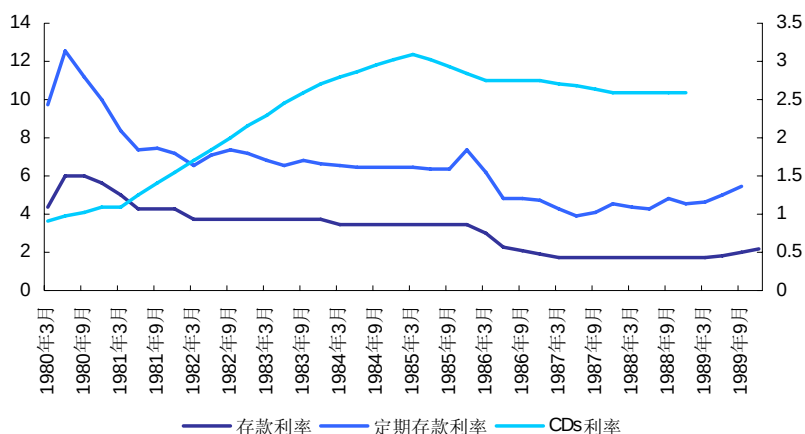
表 1、各国利率市场化前后的实际存贷款利率

国家地区	实际存款利率		实际贷款利率	
	市场化前平均	市场化后平均	市场化前平均	市场化后平均
澳大利亚	1.7	5.6	4.8	11.5
印尼	-1.1	9.7	0.1	13.6
日本	0.5	0.8	3.7	4.3
韩国	1.3	5.5	3	3.9
马来西亚	3.6	3.7	4.7	5.8
菲律宾	-3.5	3.9	0.6	10.3
中国台湾	3.4	4.7	5.2	5.8
泰国	5.3	6.3	10.8	11.8

资料来源：Lynchi（1996），申万研究

从各国的经验来看，市场化后的实际利率都有一定的上升，名义利率也会有所上升，主要原因还在于利率市场化往往导致更加激烈的市场竞争，由此市场存款利率上升，贷款利率下降，商业银行利润空间被挤压，转向非价格竞争等等。但是也存在一些例外，例如日本利率市场化之后，存款利率大幅下降，贷款利率不断上升。其中的原因存款利率市场化途径紧密相关。日本的存款利率市场化期间不断放宽存款利率，同时伴随着金融市场的不断开放以及金融工具的多样化和可得性，最终消除了银行体系和证券交易商之间的经营界限。结果，以盈利为目标的商业银行会制定较高的贷款利率和较低的存款利率，或者尽量放缓贷款利率的下降和存款利率的上升，以扩大存贷利差。

图 1：日本利率市场化期间存款利率下降



资料来源：CEIC, Papa N'Diaye (2010), 申万研究

我国当前并不具有日本当时那样的环境：CDs 等非存款类产品利率很低。而且从机制上来讲，也不会出现日本那样的情况，因为现在银行也没有试图通过降低存款利率以扩大利差。所以，我们认为出现在我国出现日本那样比较特殊的情形可能性非常低，因此在利率市场化进程中，存款利率很可能就进一步上升。

图 2：一年期固定收益率理财产品收益率



资料来源：Wind, 申万研究

我们从 Wind 中整理了 2004 年以来固定收益率的一年期（期限在 350 天到 370 天之间）产品的月平均收益率（以产品的销售起始日计）。6 月份产品的平均收益率在 3.9% 左右。这个收益率比较特别，虽然它是风险利率，但是由于协议中银行承诺了固定收益，因此相当于银行信用下的收益率，而当前我国银行基本不存在违约的风险，因此，市场上的均衡存款利率应该略低于但很接近这个理财产品的收益率，从这个标准看，当前一年期定期存款利率 3.575% 有一定的上升空间，但是几乎不可能超过 3.9% 的限制。

2、促外贸出口退税政策再调整

财政部和国家税务总局近日发布公告，于今年 7 月 1 日起调整出口退税政策，主要通过扩大退税范围和简化退税申报程序，为国内出口企业营造宽松环境。对于出口退税的具体政策上主要侧重扩大生产企业收购货物出口退税的范围，增加了视同自产的与本企业生产、经营活动相关的货物；将部分出口货物由征税调整为免税；放宽企业申报退税的期限。虽然 5 月进出口贸易超出市场预期，但能否持续仍有待观察，随着欧债危机问题反复和全球经济复苏放缓，并带动新兴经济体发展放缓，使得我国下半年的对外贸易压力依旧很大，而通过调整出口退税相关政策可以增加国内企业出口水平，以确保我国出口和经济平稳发展，从而实现 2012 年全年出口贸易目标增速达到 10% 的水平。

3、保监会发文鼓励和支持民间资本投资保险业

日前，保监会出台《中国保监会关于鼓励和支持民间投资健康发展的实施意见》，支持民营资本通过发起设立、受让股权、认购新股等多种方式投资保险公司，并首次明确民营股东单一持股比例可适当放宽至 20% 以上。保险是我国未来重要的金融产业，在鼓励民间资本进入相关领域时，主要支持民间资本投资设立各类保险专业中介机构，特别是大型保险代理公司；鼓励民企为行业提供数据维护、软件开发、翻译、咨询等专业化外包服务。意见强调要出台优惠政策鼓励民间资本在中西部和东北地区投资设立保险机构，加大对农村保险市场的投入力度，参与农村保险合作社的试点，提高对“三农”的服务水平和能力。实施意见尤其指出要支持民营保险企业发展，其实我国民营保险企业具有补位大型保险公司空白和供给不足的优势，可以采取差异化策略、进行市场细分，满足市场多元化客户的保险需求。在补充民营保险企业资本机制上，支持符合条件的民间保险公司采取发行债券或上市融资等方式进行多渠道的资本补充。

4、大中型钢企财务费用涨，年内仍有降息必要和可能

据中钢协副秘书长屈秀丽表示，今年前 4 个月大中型钢厂财务费用同比上涨近 40%，主要的原因是银行向企业私自收取贷款咨询费、专家顾问费等不明不白的费用和银行自主上调利率等非正常因素所导致。根据央行的数据，今年 1 季度金融机构贷款中，贷款利率为基准利率上浮的部分占 70.43%，比去年 4 季度上升了 4.4 个百分点，虽然从 2011 年开始，中国经济持续下行，但是金融机构贷款中利率上浮的占比持续上升，这一方面与银行资金成本居高不下有关，另一方面经济下行导致银行放贷的风险提高，银行通过各种手段保证收益水平。而贷款利率的居高不下将进一步打压经济，这也是央行选择降息的原因，但是降息后，银行的存款利率变化不大，甚至有小幅上行，这可能导致贷款利率难以有效下行，年内仍有降息的可能和必要。

5、发改委项目跟踪：

端午小长假前发改委网站又更新了一批项目审批与核准的信息，由此 6 月 20 日发改委公布核准的项目达到 101 项。新更新的项目主要是能源，尤其是热电项目。投资有关的项目主要是热电厂的“上大压小”型的投资，本次一共公布了六条“上大压小”投资项目。

信息披露

证券分析师承诺

李慧勇，孟祥娟：经济。

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。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。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。

市场有风险，投资需谨慎。

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。

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。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。