

利差管制放开将推动银行 ROE 回归平均

事件：货币当局首次全面阐述利率市场构想。17 日，周小川行长首次对利率市场化构想做出了全面阐述。他认为，十二五期间利率市场化将会取得“明显进展”。我们注意到，央行此次对于利率市场化的表态并非孤立事件。事实上，2008 年开始监管层就已经透露出推行利率市场化的信息，而从 2010 年下半年开始，决策层的吹风明显增加。由此判断，十二五规划期间推出利率市场化相关措施为大概率事件，这将超出市场预期。

研究结论

7 月 31 日我们曾发布《如果长期内我们尚未死去》一文，对长期内利率市场化、非息收入成长、监管去杠杆等因素对银行业 ROE 造成的影响进行了探讨。大部分客户反馈认为中短期内中国推行利率市场化的可能性非常有限。但最近的信息显示，利率市场化的进程可能会快于预期。

- 在此也将我们对利率市场化的一些零散想法与投资者进行交流。杂想之一：当前利差保护与经济转型矛盾日益突出。我们认为，利率管制对银行信贷投放构成了不当激励。大客户存贷利差最受益于利差保护，因此造成中国当前大中型客户资金高度富余，而小型企业资金极度缺乏的歧视性金融环境。这种融资激励机制与当前经济结构转型环境的矛盾日益突出。
- 杂想之二：已无必要继续为银行输送利润。利差保护一度是合理的，因为银行承担了大量的改革成本。在利差保护之下，银行获得了明显偏高的 ROE。但目前银行业已经完全消化了巨额不良贷款历史包袱，即使和经济危机之前的美国银行业相比，中国银行业当前的不良率也毫不逊色。
- 杂想之三：存贷利差有收窄要求。我们认为，市场化之后银行存贷利差会明显收窄，使得银行的 ROE 回落到正常水平（15%以下）。市场目前关于利率市场化影响的一些乐观观点是缺乏依据的。
- 杂想之四：美国并非合理的对比样本。中美银行业客户基础和业务模式的不同决定了财务模式上的差异。我们的观点是，在相同的市场竞争结构下，（存贷利差+中间业务收入-信用成本率-费用率-经济资本占用）这个净值应该是相同的。换言之，社会资本要求相同的回报率。我们在《如果》和《银行股已经明显低估》两份报告中，从不同角度得出相似的结论，即银行业的 ROE 将回归至 15%以下的社会平均水平。
- 杂想之五：负债方交易型账户和储蓄存款资源比例更高的银行，存款成本上升压力会更小，而大型客户的贷款收益将是受冲击最明显的群体。
- 结论：利率市场化将对银行股估值构成长期压制。利率市场化改革更可能是在较长的一段时期内逐步推进，这会持续压低银行业的净息差、市场预期和估值。目前银行股已经明显低估，但很遗憾，A 股市场是一个看趋势的市场，近年来私募日益占据主导权的市场主体结构变化更进一步强化了这种特征。持续的负面催化剂将可能使得银行股长期处于合理价格之下。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

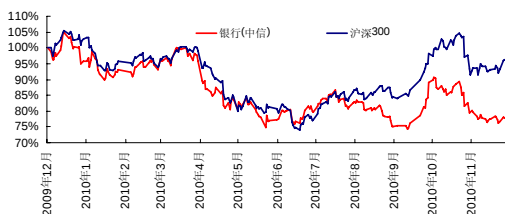
银行业高级分析师
8621-63325888 × 6084
jinlin1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209120209

王鸣飞

银行业分析师
8621-63325888 × 6085
wangmingfei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860109051253

行业评级	看好 中性 看淡（维持）
国家/地区	中国/A 股
行业	银行
报告日期	2010 年 12 月 20 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-3.62	2.14	-23.28
相对表现 (%)	-7.55	-10.59	-18.38

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	09EPS	10EPS(E)	11EPS(E)	股价	评级
招商银行	0.95	1.21	1.45	13.13	买入
南京银行	0.84	0.83	1.02	10.00	买入
兴业银行	2.66	3.02	3.57	24.24	买入
北京银行	0.90	1.02	1.15	11.64	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

银行股已经明显低估	2010-12-6
如果长期内我们尚未死去	2010-7-31

目 录

0、报告起因	3
1、 监管层表示利率市场化将“取得明显进展”	3
1.1 事件：货币当局首次全面阐述利率市场构想	3
1.2 此前决策层已经多次透露出利率市场化信号	4
1.3 结论：利率市场化可能性正在明显增大	4
2、 杂想之一：当前利差保护与经济转型矛盾日益突出	4
3、 杂想之二：已无必要继续为银行输送利润	6
4、 杂想之三：存贷利差有收窄要求	7
5、 杂想之四：美国并非合理的对比样本	9
6、 杂想之五：利率市场化影响的个股差异	11
7、 结论：利率市场化将对银行股估值构成长期压制	12

图表目录

图 1：大客户存贷利差最受益于利率管制	5
图 2：银行的 ROE（2010Q3）明显高于其他行业	6
图 3：中资银行的历史不良已经充分化解	7
图 4：与利率市场化国家相比，中国的存贷利差仍有不小的下降空间	8
图 5：1980 年 Q 条款取消前后美国银行业净息差没有明显收窄	8
图 6：Q 条款取消前并未让美国银行业的存贷利差受益	9
图 7：美国银行业消费贷款年均损失率（charge-off rate）超过 2.3 个百分点	11
表 1：美国银行业个贷占比明显偏高，服务零售客户的特征更明显	10

0、报告起因

7月31日我们曾发布《如果长期内我们尚未死去》一文，对长期内利率市场化、非息收入成长、监管去杠杆等因素对银行业ROE造成的影响进行了测算，结论是在上述因素影响下，银行业ROE长期内将下降至14%左右的水平。但是当时我们对利率市场化的时点、具体催化剂和动态影响都没有做出判断。相反，在我们与客户交流的过程中，绝大部分的观点虽然都非常肯定我们《如果》一文的探讨，但也认为中短期内中国就推行利率市场化的可能性非常有限。某些买方甚至认为，可见的中期之内都不可能推行利率市场化。

但最近的信息显示，利率市场化的进程可能会快于预期。12月17日，周小川行长首次全面阐述了利率市场化的构想。加上此前决策层释放出来的一些信号，使得我们认为，市场对于利率市场化的推行时点所保持的乐观观点可能需要修正。同时，我们也把我们关于利率市场化的一些“杂想”与投资者分享。关于利率市场化的学术研究已经汗牛充栋，我们也不奢望在这方面提供理论上的贡献，仅是将我们一些相对零散的观点贡献出来。相对粗浅，贻笑大方。

1、监管层表示利率市场化将“取得明显进展”

1.1 事件：货币当局首次全面阐述利率市场构想

央行行长周小川、银监会主席刘明康在《财经》年会上分别做出了利率市场化可能加速的表态，其中周行长的讲话是央行官方层面首次对利率市场化构想的全面阐述。

据新浪财经报道，周小川称：“十二五期间逐步推进利率市场化有特殊意义”，并认为十二五期间利率市场化将会取得“明显进展”。他认为，十二五期间利率市场化有五大原因，分别是：（1）利率市场化是反应资源配置优化的效果，是市场机制建立一个非常重要的价格，也是很多其他产品所参照的一个价格。（2）中国改革的过程中，要尊重企业的自主权，主要是定价权，金融机构目前是按照企业运行的，反应企业经营自主权的一个重要的内容就是定价权。（3）选择客户的选择权，银行客户中有居民也有企业，他们应有市场选择权，对提供金融服务的企业表示满意或不满意，有权选择不同价格的产品。（4）利率市场化是反应差异性多样性的要求，利于对风险的判断。（5）利率市场化是反应宏观调控的需要，宏观调控包括中央银行的货币政策，要有一个机制反应市场价格和市场价格产生必要的影响。

刘明康则认为，在我国现有和今后十年中仍以银行间接融资为主的融资格局下……今后我国银行业将面临着挑战与机遇并存的局面。讲话中提及，除了当前贷款在行业结构、期限结构和客户结构上有过分集中的风险，以及流动性风险管理难度将上升之外，“随着利率市场化和人民币汇率形成机制改革以及经济金融对外开放的不断推进，银行业市场风险越来越突出”。同时也指出了银行业改革发展面临四方面的机遇：（1）社会财富不断积累，内需潜力逐步释放，人口老龄化逐渐加深，要求银行业进一步丰富个人金融服务，提高财富管理水平和不断满足人民群众日益增长的多样化金融服务需求。（2）城乡统筹发展特别是城镇化和社会主义新农村建设积极稳妥推进，要求银行业继续提供城乡基础设施建设以及城镇吸纳农村转移人口所需的住房、就业、就学等相关金融服务空间很大。

（3）产业结构调整持续推进，传统产业加快改造提升，低碳经济理念方兴未艾，高附加值、高技术的战略性新兴产业不断涌现，现代服务业蓬勃发展，要求银行业继续调整优化信贷结构，大力支持产业

结构优化升级。(4) 经济社会全面协调可持续发展,要求银行业继续加大对“三农”、中小企业、就业、消费、节能环保、科技创新等重点领域和薄弱环节的支持,促进区域协调以及经济、社会、环境协调发展。在这样的大环境下,银行业有望在更高平台上实现与国民经济的良性互动和协同发展。

1.2 此前决策层已经多次透露出利率市场化信号

我们注意到,央行和银监会此次对于利率市场化的集体表态,并非一次孤立事件。事实上,2008年开始监管层就已经透露出推行利率市场化的信息,而从2010年下半年开始,决策层对于利率市场化的探讨和吹风明显增加。我们粗略地梳理如下:

- 2008年12月,《金融国九条》表示将“增强贷款利率下浮弹性”。在《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》中,决策层表示将“发挥市场在利率决定中的作用,……增强贷款利率下浮弹性”。2009年初,央行也曾有过表态“正在研究允许商业银行扩大贷款利率下浮弹性,推动利率的市场化”。但此后未有相关政策举措推出。
- 2010年8月底,央行沈阳分行行长盛松成称,争取允许东北率先开展存款利率上浮试点,分阶段逐步扩大存款利率上浮幅度。目前盛松成已经升任央行调统司司长。
- 2010年9月,银监会副主席王华庆表示,中国利率市场化的进程将会加速。他表示,银行利率市场化将是未来的必然趋势,银行的存贷款利差将收窄,银行依靠传统“吃利差”的方式盈利将行不通。“为此,拓展更多元化的盈利模式将是商业银行未来发展的趋势。”
- 2010年10月公布的《十二五规划》总纲中,涉及“深化金融体制改革”部分共有8个层面的内容,其中第二大点的首条就是“稳步推进利率市场化改革”。对照《十一五规划》,虽然同样也有“推进利率市场化改革”的表述,但只是放在第三大点的第三条(最后一条)。

1.3 结论:利率市场化可能性正在明显增大

我们认为,监管层政策的推出有着成熟的模式,即先通过半官方的研究机构或基层官员吹风的方式试探各方面观点,条件成熟后由决策者宣布表态,之后推出具体措施。决策者对外宣布表态基本意味着决策层决心已定,方案计划已经明确。我们认为,央行行长近期的讲话意味着利率市场化试点目前已经处于第二阶段,十二五规划期间甚至2011年推出利率市场化相关措施为大概率事件。

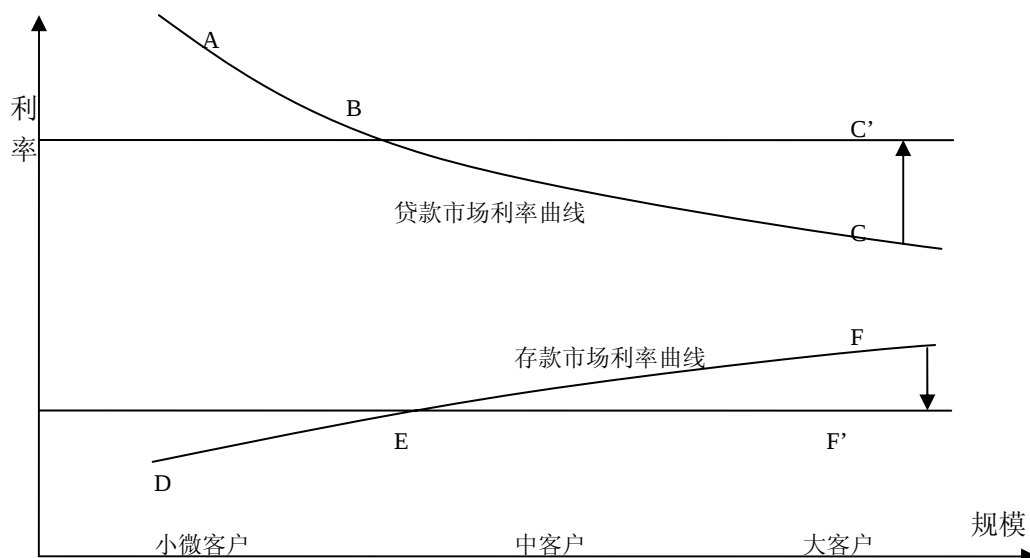
2、杂想之一:当前利差保护与经济转型矛盾日益突出

我们认为,当前存贷利差保护体制对银行信贷投向的不当激励已经与经济转型的要求日益背离,而这正是造成银行持续“垒大户”、大型客户占比不断上升的原因,也是监管层近年来不断督促银行扩大对小微企业贷款的支持力度的原因。

如图1,完全市场化竞争环境下贷款利率与规模之间的关系形成曲线ABC的负相关关系,存款利率则相反,形成曲线DEF的正相关关系。因此,市场利率环境下,大企业客户的存贷利差将是最低的。但当前利率管制环境下,存款利率上限管理和贷款利率下限管理使得贷款和存款利率曲线发生弯曲,分别变为ABC'和DEF',大客户业务的存贷利差因此最大幅度地从中受益。这种利差管制

环境就更激励银行对大型客户进行放贷，而风险偏大、收益提升有限的“三农贷款”、私营企业贷款和小企业贷款等业务则在商业银行的业务体系中被日益边缘化。

图 1：大客户存贷利差最受益于利率管制



资料来源：东方证券研究所

利差保护环境弱化了商业银行转型的激励，强化了银行固守传统大中型对公客户的惰性，造成大中型客户资金高度富余，而小型企业资金极度缺乏因此不得不大量依赖高利贷的歧视性金融环境。这一方面使得银行大量信贷资产配置在资金密集型的房地产和重工业相关贷款上，信用风险高度集中；另一方面造成对结构转型和提升经济创新能力至关重要的小企业基础发展明显滞后。

当然，我们也看到在监管层大力推动下，2009年以来银行业的小企业贷款业务实现了快速发展，民生、招行、宁波等银行已经开始在小企业贷款领域真正着力，逐步形成了自己的业务特色。但目前大企业与小企业金融资源的两极分化状况仅仅是稍有缓解，远谈不上改观。这反映在目前民间借贷利率与贷款平均利率之间的差异基本没有出现收窄的迹象。

因此我们的结论是，存贷利差保护所造成的金融资源错配，已经明显损伤到了中国经济的健康。这造成了金融资源分布的高度不均衡，也是郎咸平所言“民企近年来生存状况明显恶化”的制度原因之一。在此基础上，我们可以理解利率市场化有利于理顺利率的价格信号，从而帮助更好地引导信贷资源的配置。

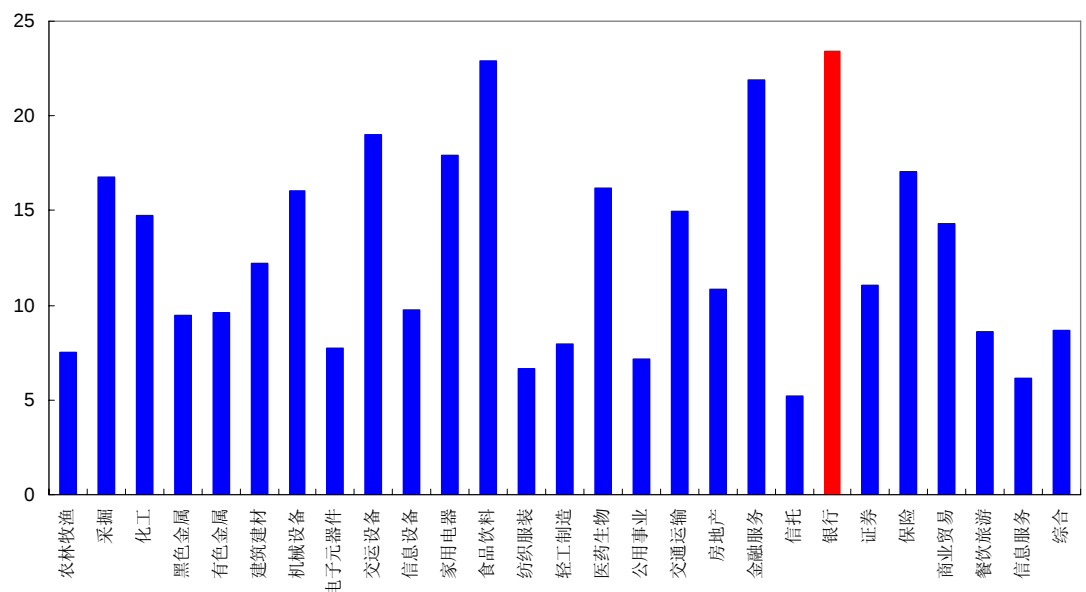
3、杂想之二：已无必要继续为银行输送利润

利差保护曾经在中国银行业改革过程中起到了非常重要的作用。20 世纪 90 年代之后，在银行业财政化的背景下，国企改革和财政体制改革曾经给银行业留下了巨额的坏账，四大国有银行不良贷款率被认为曾一度达到 20% 甚至 30% 以上，银行业当时面临技术上的破产困境。

为了挽救银行业、化解巨额金融风险，监管当局做出了一系列的重大努力，包括不良资产剥离、国有股东增资、股改上市等。而保持利率管制，通过向银行输送利润以帮助化解存量不良贷款，同样是一个重要的举措。

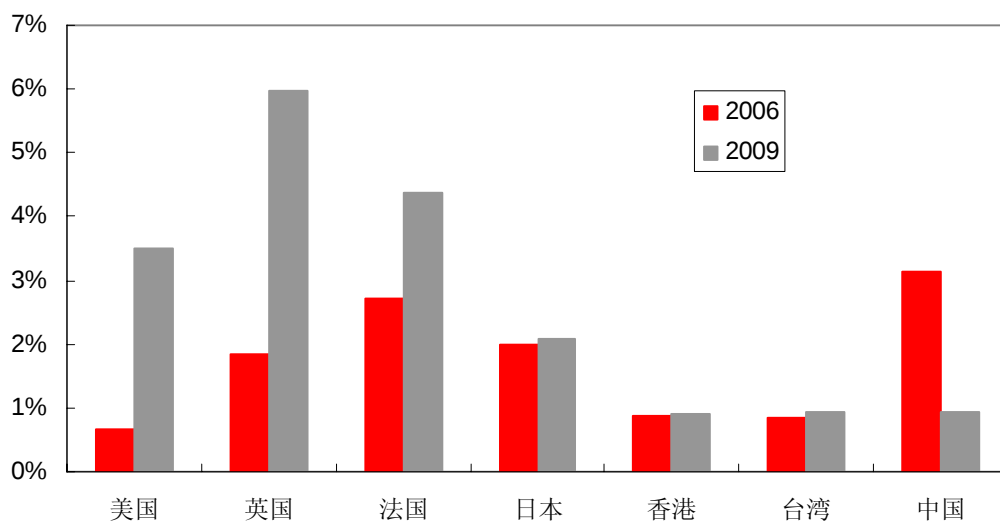
在利差保护之下，银行获得了明显高于其他行业的 ROE。2004-2008 年即使银行大力计提拨备来弥补历史不良（信用成本率平均在 70BP），银行仍然获得了平均超过 17% 的 ROE。2010 年前 3 季度，银行的 ROE 高于 A 股全部 1 级行业。银行板块的净利润和净资产分别占 A 股的 43.50% 和 30.41%，这意味着 A 股银行整体的 ROE 是除银行之外其他 A 股股票的平均水平高出 1.76 倍。存贷利差保护（再加上金融牌照限制）正是银行享受高 ROE 的主因。

图 2：银行的 ROE（2010Q3）明显高于其他行业



资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

但在享受了多年的高 ROE 之后，银行业已经完全消化了巨额不良贷款历史包袱。2010 年 3 季度末，上市银行整体法来看的不良率为 1.18%，算术平均的不良率更低，为 0.94%。即使和经济危机之前处于高度繁荣期的美国银行业相比，中国银行业当前的不良率也已经毫不逊色了。

图 3：中资银行的历史不良已经充分化解


注：中国银行业第二列数据为 2010 年 Q3

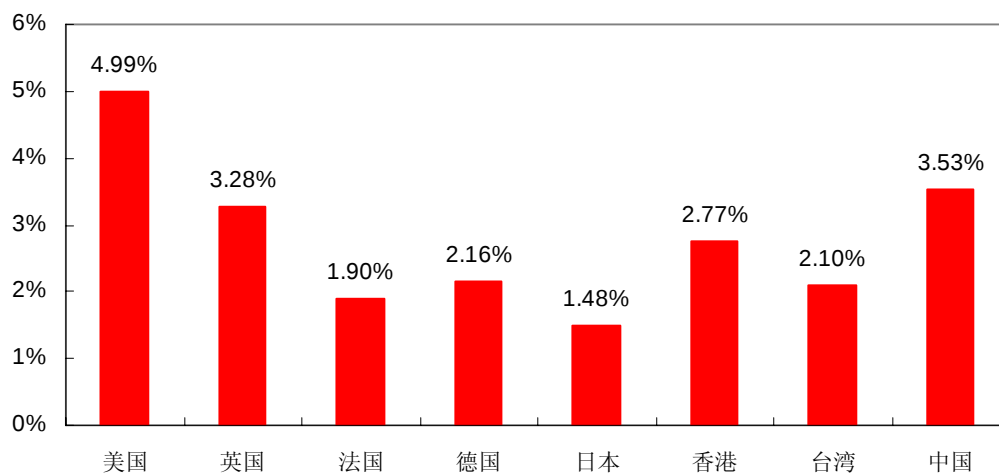
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

正是因为已经没有必要继续为银行业输送利润，监管层利用银行利润来调控经济的“工具化”行为倾向可能性日益增大。在农行上市完成、银行业改革收官之后，货币当局压缩银行利润来调控经济的迹象越来越明显。这一迹象首先体现在 2009 年初，当时为了支持经济复苏，货币当局认真考虑过扩大贷款利率下浮弹性以降低市场融资成本、促进投资，后因银行贡献了巨额信贷增量而作罢。而在目前通胀压力沉重、人民币面临升值压力的背景下，“扩大存款利率上浮弹性”的提议也是对加息的一种替代，只不过牺牲的是银行利润。同时我们也注意到，央行最近一次加息选择了更大的存款加息幅度因此对净息差影响中性，而通常加息对净息差影响正面。

4、杂想之三：存贷利差有收窄要求

利率市场化对银行的盈利有何影响？我们认为，市场化之后银行存贷利差会明显收窄，从而通过压缩净息差，使得银行的 ROE 回落到正常水平（15%以下）。

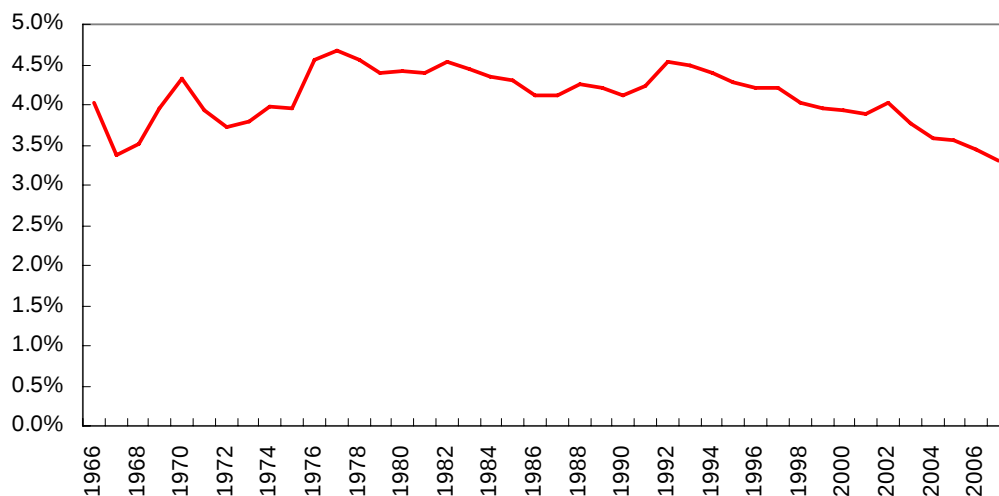
因为，与经营同类业务的银行相比，中国银行业的存贷利差明显偏高。与主要的利率市场化国家相比，中国的存贷利差（2009 年为 3.53%，2010 年上半年为 3.57%）明显偏高。即使不考虑长期低利率的日本，以及银行业过度竞争的台湾，与香港相比中资银行的利差仍然有 80BP 的收窄空间。是的，读者也一定注意到美国的高利差情况。但美国银行业和中国银行业做的是不同的业务，遵循的是不同的财务模式，很遗憾我们如果将二者的存贷利差进行直接比较是不恰当的。后文我们对此有专门展开。

图 4：与利率市场化国家相比，中国的存贷利差仍有不小的下降空间


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

市场上某些乐观的观点我们并不赞同，这些观点认为利率市场化并不会明显压缩银行的存贷利差。这些观点的逻辑是（1）与美国以及一些发展中国家相比，中国的净息差并不算高。因此，或者利率市场化对存贷利差没有影响，或者目前处于周期低点的中资银行利差会先反弹，然后在利率市场化影响下小幅下降，但仍不低于当前水平。对此，我们认为第四部分的讨论能够帮助读者理清思路：我们做的事情和美国人不一样。

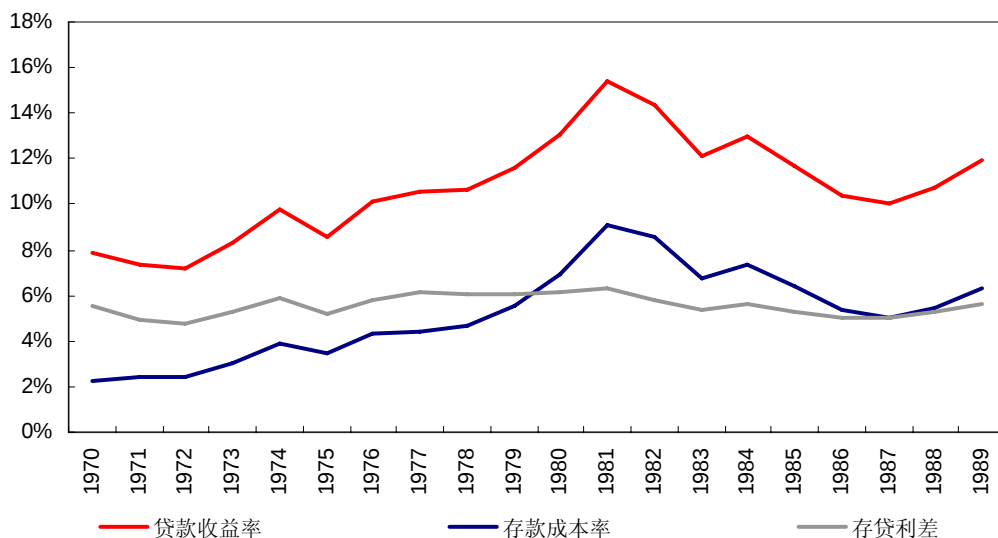
（2）美国 70 年代末的“利率市场化”并没有造成净息差的下降。70 年代后半段，第二次石油危机造成美国高通胀和高利率，但由于 Q 条款限制了美国银行业向储户支付竞争力的利率，因此大量储蓄资金流入货币市场基金。美国银行业者的抱怨推动《1980 年银行法》废除了 Q 条款，规定从 1980 年 3 月起分 6 年逐步取消对定期存款和储蓄存款的最高利率限制。但是 1980 年前后美国银行业的存贷利差和净息差并没有明显收窄。

图 5：1980 年 Q 条款取消前后美国银行业净息差没有明显收窄


资料来源：FDIC，东方证券研究所

对此我们的理解是，即使在 Q 条款保护下，美国银行业仍然是基本自由化的利差竞争环境，因此根本不是一个适宜的利率市场化研究样本。只要贷款端还能够自由竞争，市场竞争压力就会压低贷款利率从而使得存贷利差处于市场充分竞争的均衡水平。仔细研究一下美国银行业的存贷水平我们就会发现，1980 年取消 Q 条款之前并不存在着“贷款收益上升了而存款成本无法上升，因此存贷利差扩大”的现象。换言之，此前银行的存贷利差就并未从 Q 条款保护中受益。那么自然，Q 条款的取消也不会让美国银行业存贷利差受损。

图 6：Q 条款取消前并未让美国银行业的存贷利差受益



资料来源：FDIC，东方证券研究所

那么，可供借鉴的观测样本是什么？我们认为可以是 2009 年初按揭贷款利率下限由 85 折下调为 7 折。虽然当时银行都在抱怨与 5 年期存款利率相比，7 折利率已经使得银行做按揭贷款“不赚钱”了，但所有银行仍然对按揭客户给予了 7 折优惠，甚至对存量客户批量优惠。原因很简单，因为做 7 折按揭仍然是赚钱的，市场自由竞争的均衡存贷利差，在当前水平之下。

5、杂想之四：美国并非合理的对比样本

或许由于美国是最领先、规模最大的国家，也是国家竞争中中国的最大对手，大量的国际比较通常以美国作为参考样本。但事实上，就银行业比较而言，美国并不是一个合理的对比样本，因为中美银行业服务的客户、做的业务以及在此基础上遵循的盈利模式都是不同的。

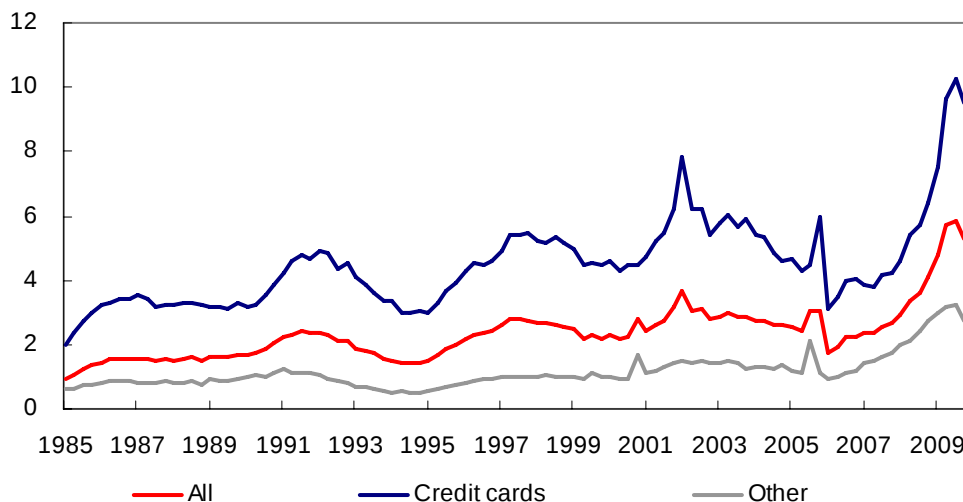
研究制造业的同事都很明白，一家公司做广告与否必然导致一些财务指标异化。例如立邦漆与多乐士，两家拥有相似的产品，但后者规模更大的广告投入，意味着多乐士需要拥有更高的毛利率。如果我们单纯比较毛利率这个指标，可能有些人会认为立邦漆的毛利率和 ROE 有提升要求，但这显然与事实不符。

银行业的故事也是这样。中美两国银行服务的是不同的客户，做的是不同的业务，因此自然拥有不同的财务指标体系。美国银行业的客户基础主要是小企业客户和消费者。美国银行业个人贷款占比明显高于其他国家。而且美国的零售贷款走的是高收益覆盖高风险的路子，授信门槛低、产品设计宽松，消费贷款年均损失率超过 2.3 个百分点。这使得美国银行业的信用成本率明显偏高，周期平均为 100BP，而其他国家的信用成本率普遍分布在 40-50BP。而且美国银行业资产的资本占用（资产风险系数）也明显偏高。此外，零售业务的成本收入比会更高。如此一来，拥有高的存贷利差以补偿贷款损失、资本占用和高费用就是非常正常的事情。相比之下，中国现在的客户基础以大中型企业客户为主，风险小且费用节约，按揭贷款的发放条件也都非常谨慎（首付 3 成，月还款不得超过收入的 1/2 等），这样的业务模式怎么能与经营高风险的美国银行业就某个局部指标进行直接对比？

表 1：美国银行业个贷占比明显偏高，服务零售客户的特征更明显

		2009	2008	2007	2006	2005	2004
美国	美国银行	64.16%	63.20%	62.90%	65.92%	61.95%	62.84%
	花旗银行	71.69%	69.34%	76.13%	75.52%	77.91%	74.01%
	摩根大通	54.94%	52.90%	58.97%	61.97%	59.93%	61.55%
	美国合众银行	46.06%	45.32%	47.81%	47.89%	47.21%	45.27%
	富国银行	57.02%	54.91%	58.06%	59.66%	63.18%	64.28%
英国	巴克莱银行	45.58%	40.44%	43.31%	44.96%	52.89%	40.10%
	劳埃德银行	61.46%	57.41%	59.24%	62.28%	62.88%	65.54%
	苏格兰皇家银行	24.99%	22.34%				
法国	法国兴业银行	37.30%	35.98%	38.09%	39.12%	36.91%	35.68%
	德意志银行	32.77%	30.74%	35.33%	38.62%	40.75%	41.15%
德国	德国商业银行	37.88%	33.47%	35.03%	35.93%	34.60%	34.10%
	德国邮政银行	69.89%	72.09%	76.23%	74.26%	57.74%	49.22%
	柏林银行	36.28%	35.62%	34.77%	33.69%	35.09%	34.54%
	奥登堡州立银行	63.19%	63.95%	64.62%			
日本	三菱日联	26.57%	27.67%	31.58%	29.68%	19.91%	19.99%
	住友信托	20.31%	20.57%	19.04%	16.91%		
香港	渣打银行	40.28%	38.66%	43.90%	47.62%	51.67%	43.33%
	中银香港	30.49%	32.17%	33.61%	36.55%		
	东亚银行	36.92%	37.86%	45.01%	51.04%	51.78%	54.39%
	永亨银行	47.17%	45.12%	47.41%	49.48%	86.75%	87.95%
台湾	彰化银行	35.00%	30.91%	31.36%	30.77%		

资料来源：银行年报，东方证券研究所

图 7：美国银行业消费贷款年均损失率（charge-off rate）超过 2.3 个百分点


资料来源：美联储，东方证券研究所

我的观点是，在相同的市场竞争结构（买方结构、卖方结构、竞争机制）下，（存贷利差+中间业务收入-信用成本率-费用率-经济资本占用）这个净值应该是相同的。也就是说，经营高风险客户、付出高员工成本的美国银行业拥有高存贷利差是完全可以理解的。相反，经营低风险客户、费用节约的中资银行，目前拥有的存贷利差水平是在均衡水平之上的。

以上观点还可以进一步演绎为：相同的市场竞争结构导致相同的 ROE，不论从事何种业务、遵循何种财务模式。换言之，社会资本要求相同的回报率。因此，我们在《如果》一文中通过整体法的视角，对银行 ROE 拆解和分项目分析，预测长期内银行业的 ROE 将回落到 14%。而我们近期的另一份研究报告《银行股已经明显低估》则通过将利率市场化等相关假设做入银行的财务模型，得出的财务预测结果也显示，在悲观和中性假设情景下，上市银行的 ROE 将普遍回落到 15% 以内。这里再多嘴一句：即使是享受高净息差的美国银行业，平均 ROE 也不过 15% 左右，而且这还是 2007 年危机前的数据。

6、杂想之五：利率市场化影响的个股差异

若推行利率市场化，对哪些银行有更大的影响？我们认为需要分资产和负债两方面来分析。

负债方交易型账户和储蓄存款资源比例更高的银行，存款成本上升压力会更小。所谓交易型账户，就对公客户而言主要指的是处理日常经营和交易活动的基本户，就对私客户而言，主要指工资账户和完成主要服务功能的结算账户。这类账户满意度主要依赖于服务功能的完成，对资金回报不敏感。

同样的，一般认为居民和小微企业客户主要关注服务的便利和可获得性，对于存款利率不敏感。同时此类客户对银行议价能力也偏弱，未来存款利率放开后成本上升将比较有限。

交易型账户和储蓄存款比例较高的银行主要包括四大国有银行、交行、招行和某些城商行。

在资产方面，大型客户的贷款收益将是受冲击最明显的群体。这些客户有更多的融资选择，更大的规模同时也意味着更高的议价能力。目前这些客户的贷款利率普遍处于下限——基准下浮 10%，

一旦放开贷款利率，银行在这些客户上的收益率会明显下降。由于类似的原因，中型客户贷款利率也会承受较大的压力。相反，小微对公客户受到的冲击会比较小。但同样是零售贷款，按揭贷款面临的压力可能要比小微贷款更大，原因是按揭贷款的风险更小，银行可以承担更低的贷款收益。2009 年按揭 7 折放开就是一个例子。

目前上市银行的贷款业务都主要依赖大中型客户，其中大银行依赖度更高。相对而言，宁波、南京、民生这些客户基础更“小”的银行具有一定防御价值。

因此，总体来说利率市场化之下，大银行未必有良好的防御能力。目前仍然专注于对公业务的中型银行也难以幸免，考虑到这些银行大多有着较高的存贷比则更是如此。相比之下，某些城商行受到的冲击可能较小。

7、结论：利率市场化将对银行股估值构成长期压制

因此，我们的结论是利率市场化将使得中资银行的存贷利差与净息差收窄，从而推动银行业 ROE 回归社会平均水平，在长期内下降至 15% 以内。

我们认为利率市场化改革不会在很短的时间内一蹴而就，而更可能是在较长的一段时期内逐步放开管制。这意味着这些改革举措会持续压低银行业的净息差、市场预期和估值。

目前银行股已经明显低估。但很遗憾，A 股市场是一个看趋势的市场，即使在公募基金占据主导的 2005-2007 年也是如此，近年来私募日益占据主导权的市场主体结构变化更进一步强化了这种特征。虽然低估，但一直存在的负面催化剂将可能使得银行股面临长期处于合理价格之下的困境。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn