

若利率市场化启动预计将对银行估值构成长期压力



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)
国家/地区 中国/A 股
报告发布日期 2011 年 02 月 16 日 星期三

金麟 银行业高级分析师
执业证书编号: S0860209120209

联系人 王鸣飞
021-63325888-6085
wangmingfei@orientsec.com.cn

事件:《China Daily》于 2 月 15 日报道,“权威消息人士近日透露,中国人民银行正在包括招商银行在内的数家银行进行中短期存款利率市场化的初步试点。该试点项目已启动至少两月。……试点项目的重要工作之一是形成五年内中短期存款利率的报价竞价系统,以推广到其他经央行批准可自由浮动存款利率的金融机构。目前该项目主要针对保险公司和其他通常有固定的银行大额存款的大型公司。”但日内招行随后回应称,“并未收到关于短期存款利率市场化初步试点的通知”。(具体新闻内容请参考<http://finance.sina.com.cn/china/jrxw/20110215/15519377609.shtml>)

我们的观点:

我们推测分析:当前确实存在推进利率市场化的可能性。(1) 结构转型的经济环境需要加大对中小企业的金融支持,但在利率保护体制下银行对大客户的存贷利差受益最大,因此利率保护其实削弱了银行投放小企业贷款的激励。(2) 政策制定者已经多次表态将会推进利率市场化。2010 年下半年至今,央行原沈阳分行行长、现任总行调统司司长盛松成多次建言推进利率市场化,周小川则已表态“十二五”期间利率市场化将取得明显进展。(3) 当前环境下推进存款利率市场化是符合调控需要的。存款利率适度放开类似于存款加息,有利于控制通胀不断走高背景下社会资金的活化,相反,若提高贷款利率下浮弹性则与货币政策取向相背离。固然货币当局曾提出过“先贷款后存款”的市场化次序,但具体选择当依据宏观经济环境而定,在此方面市场不应一味纠结于既有观念。(4) 可控的存款利率市场化不会危及金融安全。政策制定者可以通过控制存款利率放开的适用品种、上浮空间等属性来严格控制对银行机构的冲击。例如,若规定银行仅能对 1000 万以上的存款给予基准上浮 10% 的利率,则银行大部分存款的成本都不会受到明显影响。

利率市场化的过程将是银行业 ROE 回归社会平均水平的过程。此前我们曾多次发布报告,从不同角度得到类似的研究结论,即在考虑到利率市场化等因素的长期内,银行业 ROE 将从目前的 20% 左右下降至 15% 以内的社会平均水平。若银行继续经营当前的客户群,净息差的下降是可以预期的,长期内存贷利差有 80BP 的收窄要求。

利率市场化若启动,预计将对银行估值构成长期压力。(1) 合理的利率市场化将是一个长期过程。大多数国家的利率市场化都经历了超过 10 年的时间,而 2-3 年内快速市场化的拉美国家承受了巨大的负面冲击。(2) 受控制的利率市场化过程是一个净息差不断寻底的过程。因为特别是在初期和中期,每次扩大存贷款利率弹性的行为都会有效降低银行业的存贷利差,市场将需要不断猜测净息差的底部在何种水平,这种不确定性将持续抑制投资热情。类似的案例中我们看到了券商不断下降的佣金率对券商股的估值水平产生的压力。(3) 利率市场化将凸显银行战略上的优劣差异。银行盈利模式将多元化,固守传统大中型对公业务的银行将受到最大冲击。具体来说,大银行在负债端将表现稳定,但贷款收益面临大客户强议价能力的不断挑战。大部分的中型银行将面临负债和资产端的双重压力,除了招行在负债上有优势,而民生在资产端有保证。由于主要面对小企业客户,除了北京银行之外的城商行预计将有相对稳定的表现。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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,不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附图：相关上市公司近期资金流向





注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

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 12 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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

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