

行业专题报告：揭开银行理财产品的面纱

行业深度研究

年初以来，银行理财产品的爆发式增长引起广泛关注。一方面，负利率下银行存款面临来自非银行金融机构的激烈竞争；另一方面，银行体系内部，大行存款也面临来自中小银行的争夺。存款利率的非市场化使理财产品发行成为银行参与存款竞争的最重要方式。理财产品发行规模剧增，并对银行本身的经营和货币环境产生显著影响。

◆银行理财产品惹关注：发行规模剧增，结构悄然转变

理财产品发行数量和规模迅猛增长同时，结构悄然变化：（1）保本型产品向非保本型转变，这意味着新发产品多数在表外；（2）理财产品委托期限短期化，3个月以下短期理财产品占比达2/3；（3）主流理财产品收益率明显提升，中等收益产品为主导；（4）基础资产结构明显转变：投向债券、利率和票据类产品占比较大，股票和信贷资产类产品占比环比下降；（5）人民币产品仍处主导地位。

◆理财业务高增长是银行对宏观、监管、行业环境挑战的积极应对

理财产品爆发式增长及其结构转变背后反应的是银行发挥自身渠道和客户优势，对变幻的宏观和行业环境的积极应对：一是顺应宏观环境。高通胀和利率管制下，实际利率转负促发存款外流，银行通过理财产品发行完胜激烈的存款争夺赛。二是适应监管环境。偏紧货币政策以及严厉的资本拨备监管制约了表内扩张，信贷类银信合作业务也受到监管限制。三是顺应行业趋势。面对利率市场化和金融脱媒的挑战，银行积极拓展中间业务收入，而理财业务成为中间业务收入新的增长点。

◆两个维度的影响：表外扩张与利息收入非息化并存；对短期M2形成扰动

理财业务高增长对银行的经营方式及货币环境产生了不容忽视的影响：一是非保本型理财产品大量发行使资产负债双重“出表”，银行体系呈现利息收入非息化趋势。存款竞争引致的隐形成本亦并未充分反应至息差，实际息差表现或好于预期。二是大量理财产品游离表外，加大了存款月度波动，短期M2指标对整体流动性的指向意义下降，应更多关注社会融资总量变化。

◆行业景气度高，估值低，维持“买入”

银行凭借绝对的渠道和客户资源优势，对经营环境变化有极强的适应能力。目前行业景气度和盈利能力处较高水平，估值显著偏低。我们对银行板块持积极看法，这个位置应考虑低吸，并静待下阶段催化剂。首选中型股份银行（浦发、民生、招行、华夏），大银行也可做适当配置。

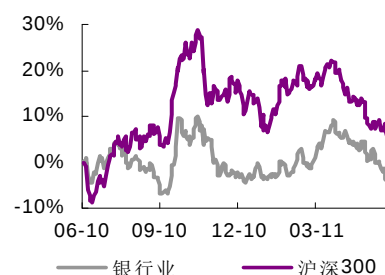
证券代码	公司名称	股价	EPS			投资评级
			10A	11E	12E	
600000	浦发银行	10.00	1.03	1.41	1.79	买入
600016	民生银行	5.97	0.66	0.87	1.10	买入
600036	招商银行	13.16	1.19	1.62	2.07	买入
600015	华夏银行	10.97	0.87	1.33	1.77	买入

买入（维持）

分析师

沈维 (执业证书编号：S0930510120026)
021-22169121
shenwei@ebcn.com

行业与上证指数对比图



目录

一、银行理财产品惹关注，规模爆发式增长.....	3
二、理财产品结构悄然转变.....	4
2.1 保本型向非保本型转变，呈现表外化趋势.....	4
2.2 委托期限短期化，三个月以内产品占 2/3	5
2.3 整体收益率水平提升，中等收益产品为主导.....	6
2.4 基础资产结构转变：固定收益类占比扩大，信贷和权益类占比下滑.....	6
2.5 人民币产品仍处主导地位.....	7
三、变幻的环境，积极的应对.....	8
3.1 顺应宏观环境：负利率促发存款外流，银行积极应对竞争.....	8
3.1.1 负利率促发存款外流.....	8
3.1.2 银行完胜激烈的存款竞争.....	9
3.2 适应监管环境：表外扩张动机与信贷类理财限制.....	11
3.2.1 偏紧货币政策和监管标准趋严制约表内扩张.....	11
3.2.2 银信合作规模制约信贷类理财增长.....	12
3.3 顺应行业趋势：转型中间业务，应对利率市场化和金融脱媒.....	13
四、两个维度的影响：银行经营与货币环境.....	13
4.1 表外扩张与利息收入非息化并存.....	14
4.1.1 资产负债双重出表.....	8
4.1.2 利息收入非息化趋势明显.....	9
4.2 存款竞争成本并未充分反应至息差.....	15
4.3 理财游离表外：加大存款波动，对短期 M2 形成扰动.....	16
五、行业观点及股票组合.....	18

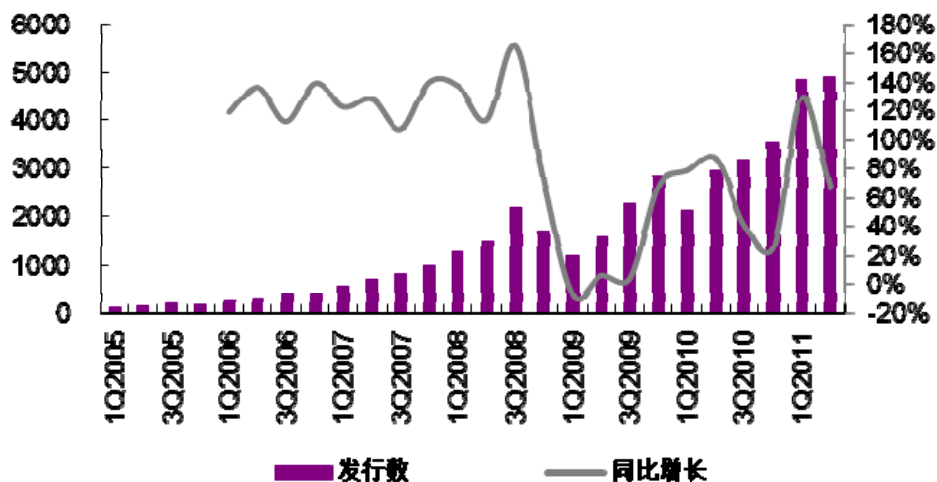
年初以来，银行理财产品的大规模发行引起了市场的广泛关注。理财产品发行数量和规模迅猛增长的同时，结构亦悄然发生变化，并体现了银行对新的宏观和监管环境的积极适应。本报告旨在系统梳理银行理财产品发行概况及结构特征的演变，并对其大规模扩张的背景进行介绍，同时分析其对宏观货币环境以及银行经营产生的影响。第一部分简述了理财产品发行背景和概况。第二部分从收益类型、委托期限、收益水平以及基础资产等方面详细分析近年来理财产品的结构演变。第三部分则分析了理财产品规模结构变化的宏观、行业和政策背景。第四部分从银行体系和货币环境两个层面分析了理财市场爆发式增长的微观和宏观影响。

一、银行理财产品惹关注，规模爆发式增长

2011 年存款竞争异常激烈。一方面，当前负利率环境下，银行存款面临来自非银行金融机构的激烈竞争。另一方面，在银行体系内部，由于严格贷存比监管，大行存款也面临来自中小银行的争夺。由于存款利率的非市场化，大量发行理财产品成为银行参与存款竞争的最重要方式，银行纷纷加大了对理财产品的发行和推广力度。

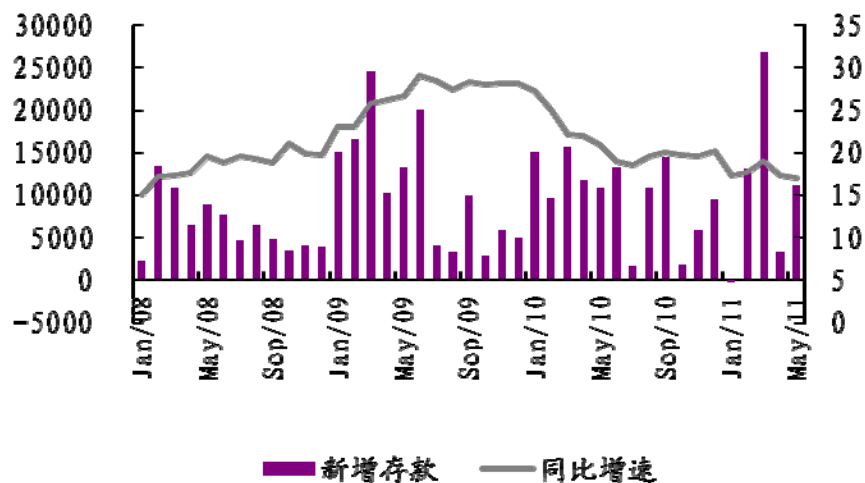
据 wind 数据统计，1 季度发行理财产品数量 4811，同比增长 127.3%，环比增长 36.7%，截止 6 月 26 日，上半年已发行理财产品数量 9772，同比增长 97.8%，占去年全年发行数量的 82.8%。目前并无官方口径披露的理财产品总规模数据，但据第三方研究机构普益财富的不完全统计，2011 年一季度银行理财产品发行规模约达到 4.3 万亿元，截止 6 月 21 日的预估发行规模已达到 8.25 万亿元，超过了去年全年 7.05 万亿的发行规模。而今年前五个月金融机构新增人民币存款为 5.4 万亿，同比减少 14.0%。由于三个月以内的短期理财产品约占今年新发行理财产品数量的 2/3，多数理财产品为滚动发行，实际存量发行规模可能远小于该累计发行规模数据，但仍足以对宏观货币环境及银行经营方式产生显著影响。

图 1：上半年银行理财产品迅猛增长



资料来源：wind、光大证券研究所

图 2：上半年新增存款同比回落



资料来源：wind、光大证券研究所

二、银行理财产品结构悄然转变

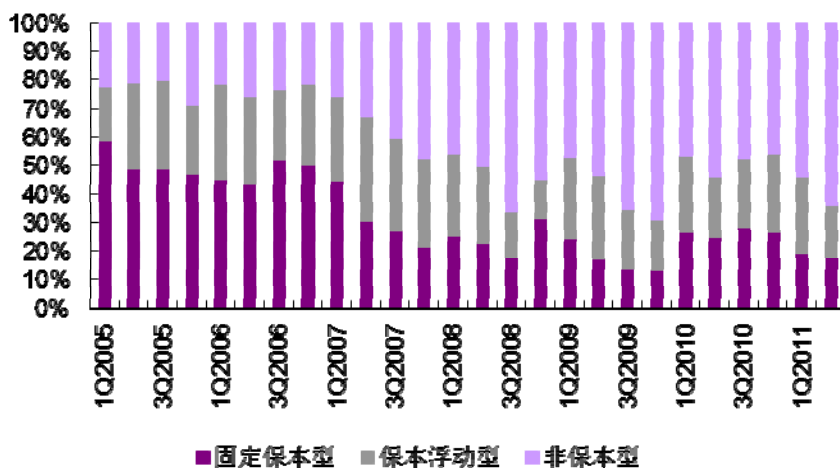
年初以来，银行理财产品发行数量和规模迅猛增长的同时，产品结构发生了较为显著的变化。以 2005 年至今数据观察，理财产品发行结构呈现出以下几个明显特征：（1）保本型产品向非保本型转变，这意味着新发产品多数在表外；（2）理财产品委托期限短期化，3 个月以下短期理财产品占比达 2/3；（3）主流理财产品收益率明显提升，中等收益产品为主导；（4）基础资产结构明显转变：投向债券、利率和票据类产品占比显著增加，而连接股票和信贷资产的产品占比环比下降；（5）人民币产品仍处主导地位。

2.1 保本型向非保本型转变，呈现表外化趋势

从产品收益类型看，2005 年至今，理财产品逐渐由保本型向非保本型转变。2005 年一季度发行的理财产品中保本型理财产品数量占高达 77.5%，而非保本型占比仅为 22.5%。但是截止 6 月 26 日，2011 年上半年新发行的理财产品中非保本型占比达到 59.0%。二季度非保本型理财产品比重上升至 63.8%，环比 1 季度上升了 9.7 个百分点。

保本和非保本型理财产品的会计处理有显著不同，保本型理财产品仍作为存款留存在银行体系，而非保本型理财产品因银行并不承担相应风险而计入表外。非保本型理财产品占比提升使理财产品呈现表外扩张态势。

图 3: 收益类型由固定保本型向非保本型转变



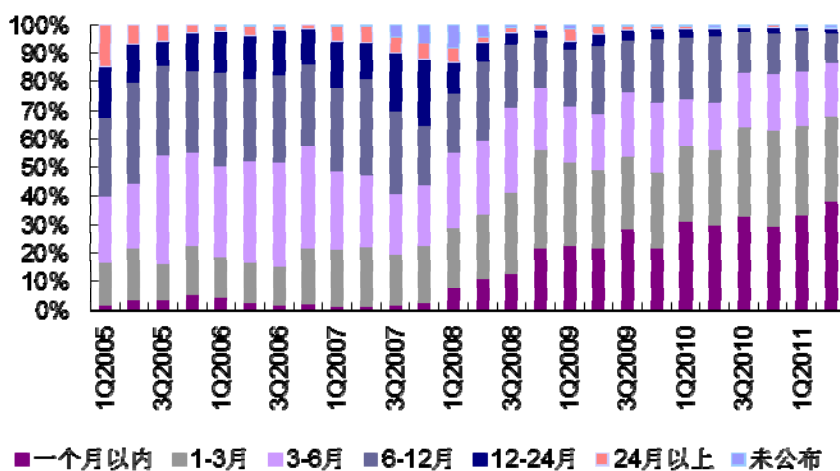
资料来源: wind、光大证券研究所

2.2 委托期限短期化，3个月以内短期产品占 2/3

从理财产品的委托期限看，产品的短期化趋势越来越明显。截止 6 月 26 日，2 季度期限在“一个月以内”的产品数量就有 1872 支，占全部新发行理财产品的 38.1%，期限在 1 至 3 月份的产品有 1467 支，占比为 29.9%。上半年三个月以内的短期理财产品数量合计已占 2/3。而 05 年一季度这两种期限的理财产品的比重仅为 1.8%和 15.3%。与此同时，期限在一年以上的理财产品数量占比则从 05 年的 32.4%下降至今年二季度的 2.9%。

由于理财产品委托期限短期化，大部分产品存在到期滚动发行。尽管第三方研究机构预估的理财产品累计发行规模上半年已突破 8 万亿，但实际存量规模可能不足此预估规模的一半。

图 4: 理财产品短期化趋势明显



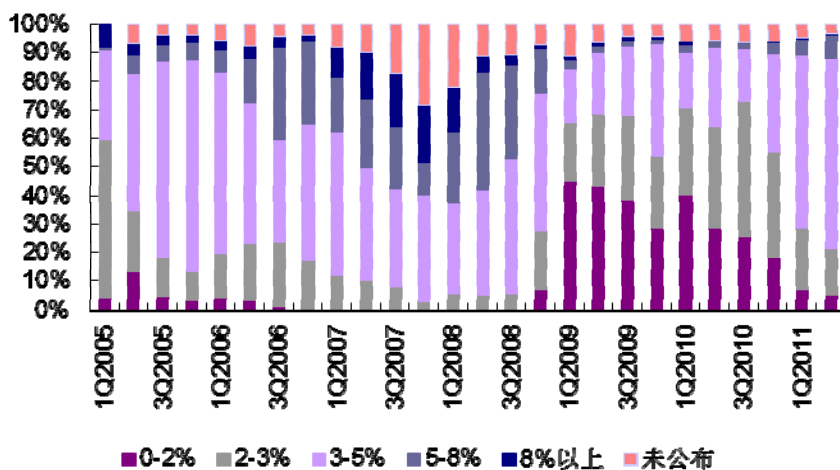
资料来源: wind、光大证券研究所

2.3 整体收益率水平提升，中等收益产品为主导

从预期年化收益率看，受去年至今4次加息的影响，理财产品整体的年化收益率明显提升，其中收益率在3%~5%之间的产品逐渐成为市场的主流，而低收益和高收益产品占比均有下滑。数据显示，截止6月26日，今年上半年收益率在3%~5%之间的产品数量占比达到63.7%，收益率低于3%的占比为25.0%。而2010年这两类收益率的产品占比分别为25.5%和65.2%。

值得注意的是，因信贷和权益类理财产品占比减少，年化收益率在5%以上的产品并非主流，其发行数量不足10%。但因今年高企的CPI数据以及异常激烈的存款竞争，收益率5%以上产品占比环比有所上升。今年发行的年化收益率5%以上产品数量占比为11.3%，略高于去年全年的9.2%。

图 5：中等收益产品成为市场主流



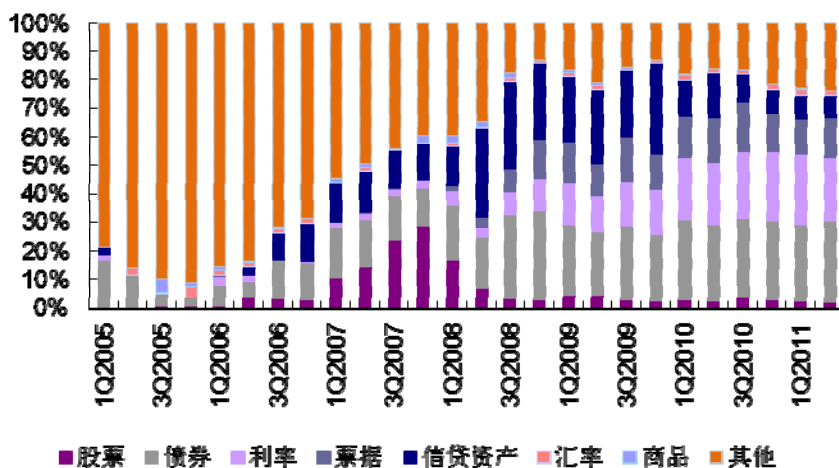
资料来源：wind、光大证券研究所

2.4 基础资产结构转变：固定收益类占比扩大，信贷和权益类下滑

从基础资产类别看，债券、利率和票据等稳健收益类产品的占比较大，股票、信贷类产品占比则环比下降。股票类理财产品占比在2007年4季度曾达到高峰，为28.4%。而随后伴随着市场低迷，股票型理财产品占比持续下降。今年上半年新增理财产品中股票型占比仅为2.4%。信贷类理财产品在2008和2009年曾一度成为市场主流，占比分别达到26.4%和26.9%。随后在2010年由于面临监管限制，信贷类理财产品占比开始明显下降，今年上半年以贷款为基础资产的理财产品仅占8.3%。

目前债券、利率、票据类资产逐渐成为市场主流，上半年占新增理财产品的比重分别是28.1%、22.5%和14%，合计占比已达到65%。而07年4季度时这三类资产占比仅分别为13.6%、3.1%和0.3%，合计不足20%。

图 6：债券、利率、票据类产品逐渐成为主导

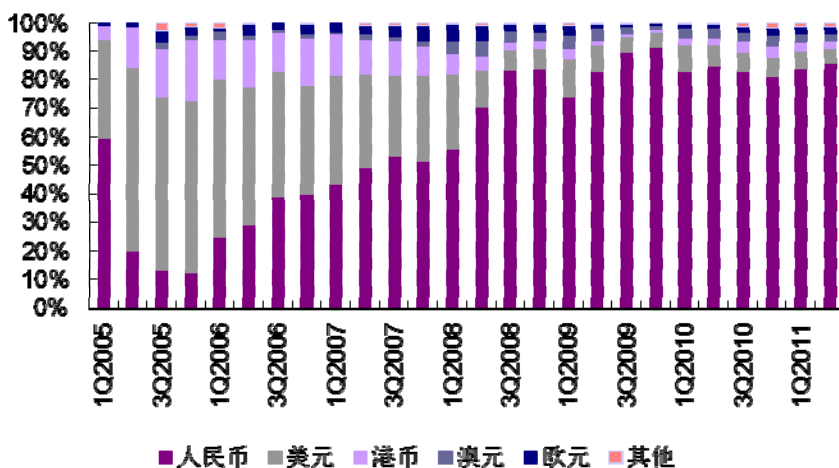


资料来源：wind、光大证券研究所

2.5 人民币产品仍处主导地位

分币种看，2007 年以后，人民币产品一直处在主导地位。截止 6 月 26 日，今年一、二季度人民币产品占新增理财产品比重分别是 84.2% 和 86.1%，同期美元产品比重仅为 5.8% 和 5.0%。而 2005 年 2 季度至 2006 年 1 季度美元产品占比一直超过 50%，季度占比最高达到 64.3%。从绝对数量上看美元产品数量也增长缓慢。相比 05 年上半年，今年上半年美元产品数量增长 4 倍，而人民币产品数量增长已高达 90 倍。

图 7：2007 年以后人民币产品处绝对主导地位



资料来源：wind、光大证券研究所

三、变幻的环境，积极的应对

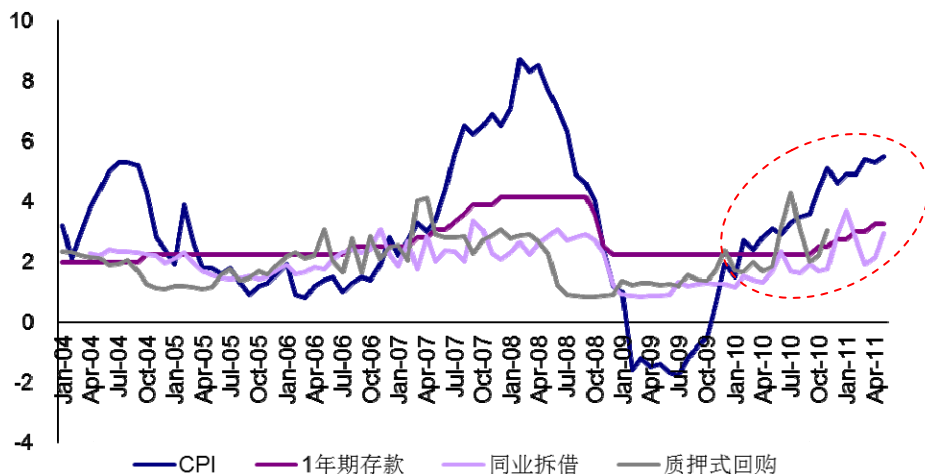
理财产品爆发式增长及结构演变背后有其特殊的宏观和行业背景，反映的是银行充分发挥自身客户和渠道优势，对经营环境变化的积极应对。我们将从如下三个方面进行分析：第一是适应宏观环境。高通胀和存款利率管制下，实际利率转负促发存款外流；理财产品发行成为银行参与存款竞争的最重要方式。第二是适应监管环境。偏紧货币政策以及日趋严厉的监管标准制约了银行资产负债表内扩张，信贷类银信合作业务也受制于监管约束。第三是顺应行业发展趋势。利率市场化和金融脱媒是银行业中长期面临的挑战，银行积极拓展中间业务收入，内部考核权重明显加大，理财业务成为中间业务收入新的增长点。

3.1. 顺应宏观环境：负利率促发存款外流，银行积极应对竞争

3.1.1 负利率促发存款外流

去年至今，随着物价水平的不断攀升，货币政策已明显由“促增长”转为“控通胀”。存款准备金率自去年开始已累计调整了 12 次，最近一次上调后大型金融机构存款准备金率已达到 21.5%，创历史新高。基准利率累计上调 4 次，一年定期存款利率由 2.25% 提高到 3.25%，但仍显著低于同期的 CPI 水平。今年 1 至 5 月 CPI 同比分别为 4.9%、4.9%、5.4%、5.3% 和 5.5%，而市场化预计 6 月 CPI 同比增速超过 6%。

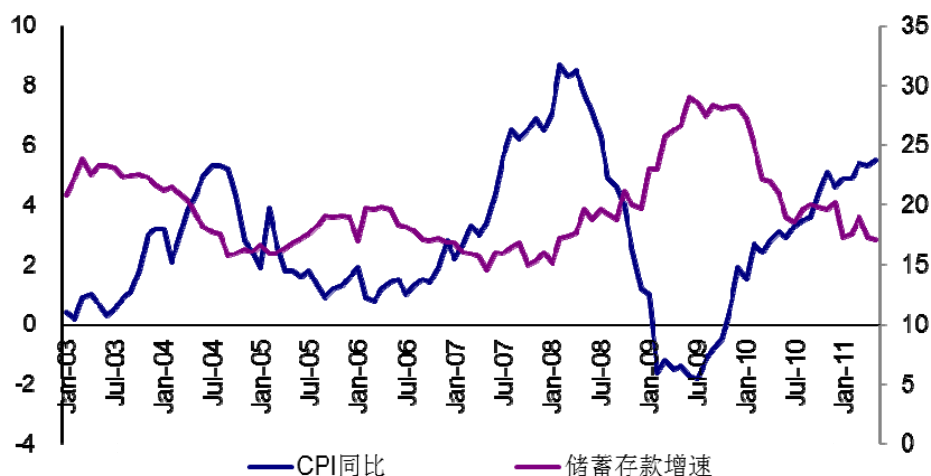
图 8：自去年 2 月负利率持续至今



资料来源：wind、光大证券研究所

从历史数据观察，储蓄存款增速与通胀水平之间存在明显、稳定的负相关关系。这一方面是由于货币政策通常滞后于物价变动，控通胀措施会引致货币供应的收缩；另一方面则是储蓄替代品吸引力增强使存款有流出银行体系的冲动。储蓄存款同比增速由 10 年末的 20.2% 下降至今年 5 月的 17.1%。

图 9：通胀刺激储蓄搬家



资料来源：wind、光大证券研究所

3.1.2 银行完胜激烈存款竞争

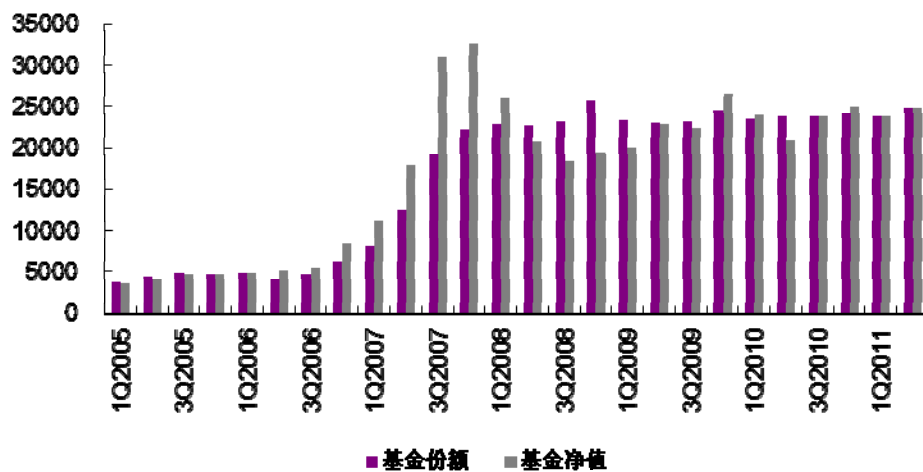
资金在负利率环境下流向了储蓄替代品，银行面对来自公募基金、券商理财、阳光私募、信托等各类资产管理业务的竞争。银行理财产品几乎在这场竞争中完胜：一方面是地产调控和股市低迷降低了相关基础资产的吸引力，基金、券商理财和阳光私募产品发行缓慢。另一方面，得益于银行绝对的渠道和客户资源优势，银行加大了对理财产品的发行推广力度，银行理财市场呈现爆发式增长。

近 2 年股市持续低迷，上证综指和深证成指去年累计下跌 14.31% 和 12.51%，今年截止 6 月 26 日累计下跌 1.78% 和 2.76%，权益类投资吸引力下降。而银行理财产品因其低风险和稳健回报颇具吸引力。基金、券商理财以及阳光私募发行节奏明显放缓。仅信托产品发行规模呈现快速增长，这与银行表内信贷收缩不无关联。

基金净值表现不佳，发行节奏缓慢。据 wind 统计的 943 支基金中，截至 6 月 26 日，今年总回报在 3% 以上的基金仅有 7 支，总回报为正数的基金 182 支，仅占有所有统计的基金中的 19.3%。业绩的不佳导致近 2 年基金发行份额和基金净值均增长缓慢，甚至在部分季度出现小幅下滑。截至 6 月 26 日，今年一、二季度基金份额同比增长仅 1.5% 和 3.9%，远低于银行理财产品增长幅度。

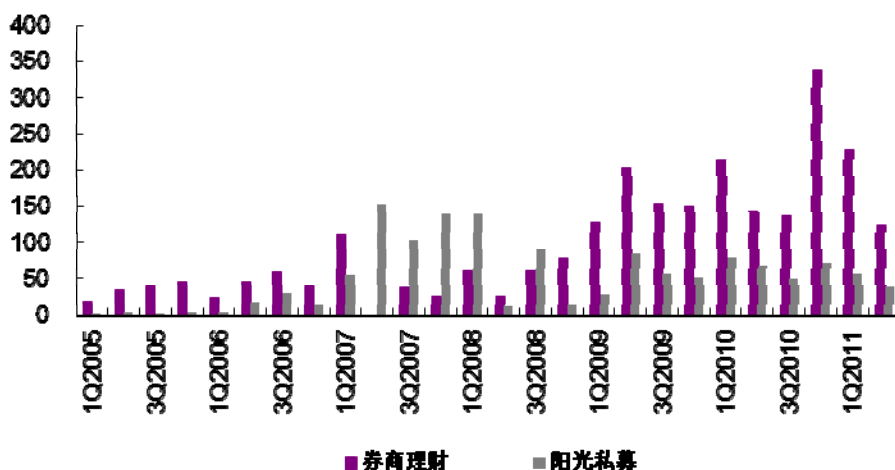
券商理财和阳光私募发行亦放缓。同样受制于市场低迷，券商理财和阳光私募发行份额近 2 年也增长缓慢。Wind 数据显示，今年一季度券商理财新发行份额同比仅增长 7%，环比下降 32%，截止 6 月 26 日，二季度同比下降 11%，环比下降 45%。而阳光私募新发行规模下降更为严重，今年 1 季度阳光私募发行规模同比下降 28%，环比下降 21%，截止 6 月 24 日发行规模同比下滑 42%，环比下降 31%。

图 10: 近 2 年基金净值增长缓慢 (单位: 亿元)



资料来源: wind、光大证券研究所

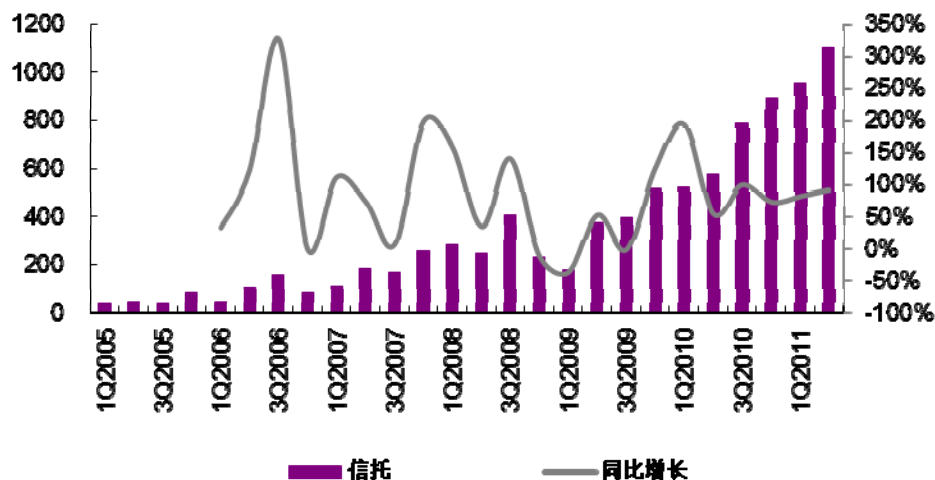
图 11: 券商理财和阳光私募新增规模增长缓慢 (单位: 亿份)



资料来源: wind、光大证券研究所

信托产品发行规模快速增长。信托产品发行规模近 2 年出现快速增长，这与银行表内信贷收缩不无管理。今年以来的快速增长则与房地产信托关系密切。1 季度信托产品发行规模同比增长 83%；截止 6 月 26 日，二季度已同比增长 92%。据用益信托工作室不完全统计，今年前 5 个月集合信托产品投向房地产行业的资金规模达人民币 1168 亿元，占信托资金总量的 45%。5 月份单月投向房地产领域的规模达到 256 亿元，刷新单月最高规模纪录。但目前银监会已要求信托公司控制房地产信托业务发展节奏和规模，预计信托产品发行规模短期或会受到一定抑制。

图 12: 近 2 年信托发行规模增长迅速 (单位: 亿元)



资料来源: wind、光大证券研究所

3.2 适应监管环境: 表外扩张动机与信贷类理财限制

3.2.1 偏紧货币政策和监管标准趋严制约表内扩张

货币政策的延续, 对银行表内资产负债扩张形成抑制。随着货币政策逐渐回归常态, 今年上半年货币增速持续回落, 新增信贷明显放缓。1 至 5 月 M2 同比增速由年初的 17.2% 下降至 15.1%, 已在监管层 16% 的全年调控范围以内。新增贷款合计 3.55 万亿, 与去年同期相比少增 4680 亿。目前 CPI 依然高企, 短期通胀的不确定依然较大, 央行抗通胀政策尚未发生根本转向。

此外, 日趋严格的监管标准同样限制了银行表内资产的扩张。今年 5 月银监会发布了《中国银行业实施新监管标准指导意见》, 明确了资本充足率、杠杆率、流动性、贷款损失准备的四大监管指标 (见下表 2)。在该指导意见中, 确立了微观审慎和宏观审慎相结合的金融监管新模式, 并大幅度提高了商业银行资本监管要求。其后银监会又就《商业银行杠杆率管理办法》征求意见, 规定商业银行并表和未并表的杠杆率均不得低于 4% 的目标。此外据悉银监会在 6 月改变存贷比月末监管模式, 开始对银行存贷比情况进行“日均”监管。

表内扩张受到抑制同时, 银行表外扩张冲动加强。非保本型理财产品的大量发行成为主要渠道之一。但由于基础资产类别已发生明显转变, 债券和权益类产品占比下降, 债券、利率和票据等稳健收益型产品成为主流, 隐形风险并未有明显扩大。

表 1: 银行监管措施日趋严格

监管措施	内容
资本充足率	核心一级、一级和总资本充足率最低要求分别为 5%、6% 和 8%; 系统重要性银行和非系统重要性银行 CAR 分别不低于 11.5% 和 10.5%;
杠杆率	一级资本占调整后表内外资产余额的比例不低于 4%;
流动性	引入多项流动性监管指标, 其中流动性覆盖率、净稳定融资

	比例不得低于 100%;
贷款损失准备	贷款拨备率不低于 2.5%，拨备覆盖率不低于 150%；并根据经济周期、贷款质量和盈利状况，对贷款损失准备监管要求进行动态化和差异化调整；
日均存贷比	传于 6 月进行存贷比日均监管，不得低于 75%；
房地产贷款相关	控制房地产贷款增长；差别化住房信贷政策；加强对保障性住房的信贷支持；控制房地产信托；
地方融资平台贷款	设立五级分类标准；按现金流覆盖比例给予不同风险权重；
银信合作	融资类业务余额占银信理财合作业务余额的比例不得高于 30%；2011 年底前将银信理财合作业务表外资产转入表内；

资料来源：wind、光大证券研究所

3.2.2 银信合作规范措施出台制约了信贷类理财产品增长

信贷类理财产品发行数量自 08 年开始出现迅猛增长，07 年信贷类理财产品新发行数量 481 支，仅占当年总发行的 13.4%。08 年，信贷类理财产品新发行 2261，增长 3.7 倍，占当年新发行理财产品的 26.4%，这与 08 年偏紧货币政策和信贷额度管控有关。09 年为了应对金融危机的影响，商业银行的信贷投放创下历史记录，较 08 年大幅增长 95.3%，信贷类理财产品在此背景下全年新发行 3451 支，占全部新发行产品的 26.9%，其中 09 年四季度该比例达到 31.8%。

10 年开始信贷类理财产品占比大幅下降，全年新发行信贷类理财产品 2936 支，同比减少 14.9%，占当年新发行理财产品的比例下降至 11.2%。截止 6 月 26 日，今年一、二季度该比例进一步下降至 8.7%和 7.9%。这主要是由于银监会自 09 年底开始，连续出台措施规范银信合作业务（见下表 3）。这些措施出台背景是防止商业银行通过信贷类理财产品把信贷资产打包而转出表外，这不仅影响当前货币政策的执行效果，同时过多的信贷资产扩张也增加了商业银行自身经营风险。银信合作监管日趋严格制约了信贷类理财产品扩张，取而代之的是稳健性的债券与货币市场类理财产品（见上文 2.4 基础资产结构转变）。

表 2：信贷资产型理财产品监管政策越趋严格

时间	政策	效果
09 年 12 月	《中国银监会关于进一步规范银信合作有关事项的通知》	禁止银行通过信贷类理财产品转出自身存量信贷资产
10 年 1 月	《关于规范信贷资产转让及信贷资产类理财业务有关事项的通知》	详细的对信贷资产转让和信贷资产理财产品提出要求
10 年 7 月	银监会口头叫停银信合作业务	
10 年 8 月	《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》	信托公司融资类银信理财合作实行余额比例管理，融资类业务余额占银信合作业务余额的比例不得高于 30%
10 年 9 月	《信托公司净资本管理办法》	信托公司净资本管理办

11 年 1 月	《关于进一步规范银信理财合作业务的通知》	法 要求各商业银行在 2011 年底前将银信理财合作业务表外资产转入表内
----------	----------------------	---

资料来源: wind、光大证券研究所

3.3. 顺应行业趋势: 转型中间业务, 应对利率市场化和金融脱媒

去年末至今年初, 监管层频提加快利率市场化改革。加快利率市场化是大势所趋, 未来的关键步骤是存款利率上限和贷款利率下限的放开, 这将使银行享受的利差保护不复存在。从其他已成功实施利率市场化改革的国家或地区的实践经验看, 银行中长期将面临息差收窄和更为严重的金融脱媒, 这是对银行传统依靠存贷利差的盈利模式的巨大挑战。过去“做大规模吃息差”旧盈利模式的不可持续迫使银行向新的赢利模式转型, 其中增加中间业务收入就是转型的方向之一。

目前银行已加大了对中间业务收入考核比重, 中间业务收入快速增长。一季度上市银行手续费及佣金收入同比大幅增长 41.4%, 环比增长 39.3%, 手续费及佣金收入占总收入比重上升 1.5 个百分点至 20.0%。中间业务收入呈现出新兴业务与传统业务齐头并进的格局 (见表 3 中间业务收入主要构成)。理财产品已成为中间业务的主要部分。根据上市银行 2010 年年报, 工商银行、光大银行、华夏银行、中信银行理财业务收入占手续费与佣金收入的比重已达到 19.0%、18.7%、13.1% 和 12.2%, 预计在今年理财产品迅猛发展下, 其占比将会进一步增长。我们预计 2011 年全年手续费与非息收入增速同比增 45%, 行业手续费与佣金收入占比将达到 20%。

表 3: 中间业务收入主要构成 (加粗为新兴业务)

中间业务收入主要构成		
现金管理	投行和财务顾问	对公理财
资产托管	担保及承诺	代理业务
个人理财和私人银行	银行卡	结算与清算

资料来源: wind、光大证券研究所

四、两个维度的影响: 银行经营与货币环境

银行理财业务的迅猛增长对银行自身经营方式以及整体货币环境都产生了不容忽视的影响。这一部分, 我们试图从两个维度对这种影响进行分析: 一是对银行体系的影响。非保本型理财产品大量发行使资产负债双重“出表”, 利息收入非息化趋势显现。同时, 存款竞争引致的隐性成本并未全部反应至息差,

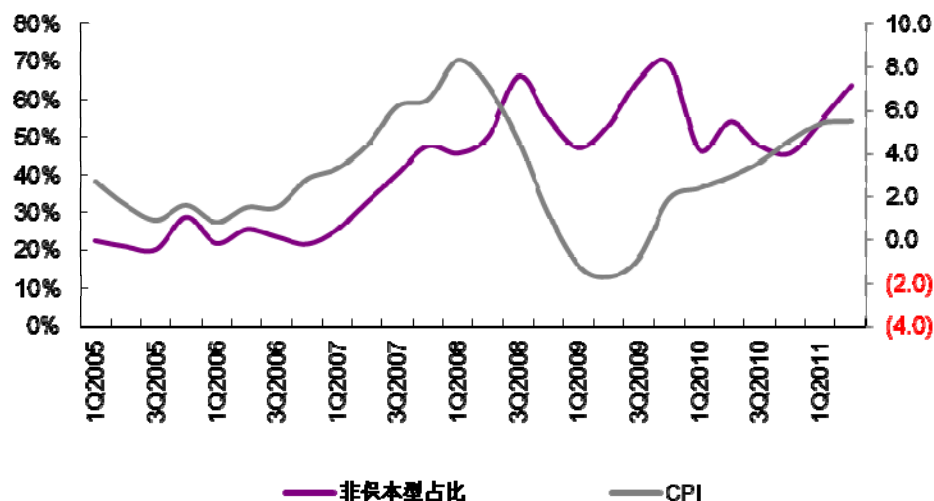
息差实际压力小于预期。二是大量理财游离表外，使存款月度波动加大，短期 M2 指标对整体流动性的指向意义下降，应更多关注社会融资总量变化。

4.1 表外扩张与利息收入非息化并存

4.1.1 非保本型理财产品大量发行：资产负债双重“出表”

我们在第二部分分析过，银行理财产品的收益类型逐渐由保本型向非保本型转变。今年上半年非保本型理财产品占全部新发行理财产品数量的比重达到 59.0%，二季度新发行理财产品中有 64% 为非保本型。而这一数据在 2005 年仅略超 20%。对于非保本型理财产品，由于银行并不承担相关收益和风险，会计处理上通常是放在表外的，相关存款已经出表；而购买保本型理财产品的资金仍作为存款留在银行资产负债表内。07 年以来非保本型理财产品对表内保本型理财产品产生了明显替代效应，这一现象在通胀高企的时期尤为突出。

图 13: CPI 促使非保本型占比增加



资料来源：wind、光大证券研究所

由理财产品发行带来的资产负债双重出表与当前的负利率环境以及偏紧的货币信贷政策关系密切。一方面，存款负利率使银行面临来自其他非银行金融机构的激烈竞争，而传统理财产品收益率亦难以满足客户需求。另一方面，银行信贷额度管控，同时资本和拨备监管日趋严格，资产负债表内扩张受到政策和监管环境的制约。由此，通过理财产品的发行，银行在表外将资产负债业务进行了匹配。一方面更好满足了两端客户需求，另一方面也创造了中间业务收入。

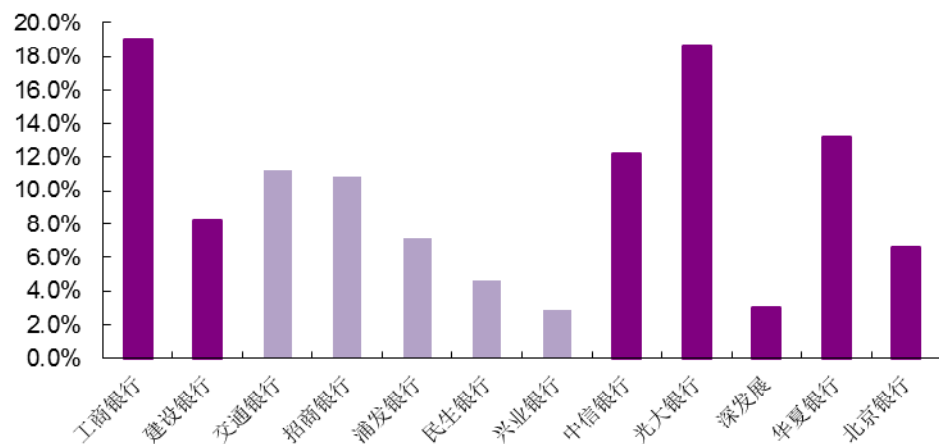
4.1.2 非保本型理财产品大量发行：利息收入非息化显现

表外理财主要体现为银行的理财业务收入，这实际上是一个利息收入非息化的过程，是银行积极应对资金脱媒调整业务策略的方式。这类似于银行让渡了一部分低成本存款和盈利资产间的利差，并将其转化了理财业务手续费和佣金收入。目前理财业务已成为银行中间业务收入的主要增长点之一。

以 2010 年年报统计，工商银行、光大银行、华夏银行、中信银行理财业务收入

入占手续费与佣金收入的比重已分别达到 19.0%、18.7%、13.1%和 12.2%。而随着今年理财产品市场的爆发式增长，我们预计其占比将会进一步增长。

图 14：部分银行理财业务贡献手续费收入的近两层



注：深紫色为上市公司年报披露数据，浅紫色根据其他类预估

资料来源：wind、光大证券研究所

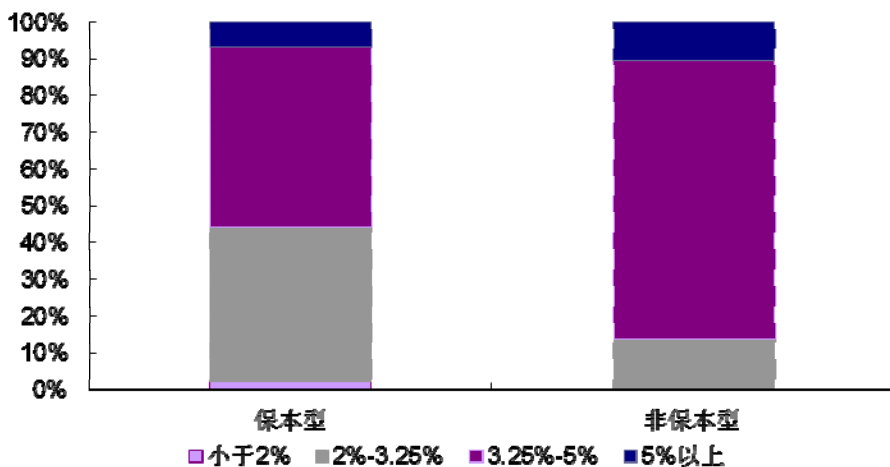
4.2 存款竞争成本并未充分反应至息差，息差压力或小于预期

由于大部分理财产品预期年化收益率大于一年期定存利率，市场曾预期这种存款竞争方式会对银行息差构成较大下行压力。而实际上，一方面由于表外的非保本型理财产品今年对表内理财产生了较强的替代，另一方面，非保本型理财产品中收益率大于一年期定存的比例更高，银行负债成本的隐形压力并未充分体现在息差中。

今年发行的理财产品中，年化收益率在 3% 以内的产品占比快速减少，3%~5% 的产品是主流。目前一年期存款利率为 3.25%，今年上半年预期年化收益率大于一年期存款的占比达 69.4%。而实际上，仅计入表内的保本型理财产品成本会体现在息差中，但这部分产品发行受到表外产品的替代，对息差向下的压力应小于预期。

此外，非保本型理财产品中收益率大于一年期定存 3.25% 的占比达到 86.3%，远高于保本型中 55.5% 的占比，这意味着多数高收益理财产品计入表外。得益于贷款议价能力大幅提升、债券及同业业务收益率上升，预计全年行业息差水平仍能保持稳中有升的态势。

图 15: 上半年主流理财产品收益率高于存款利率

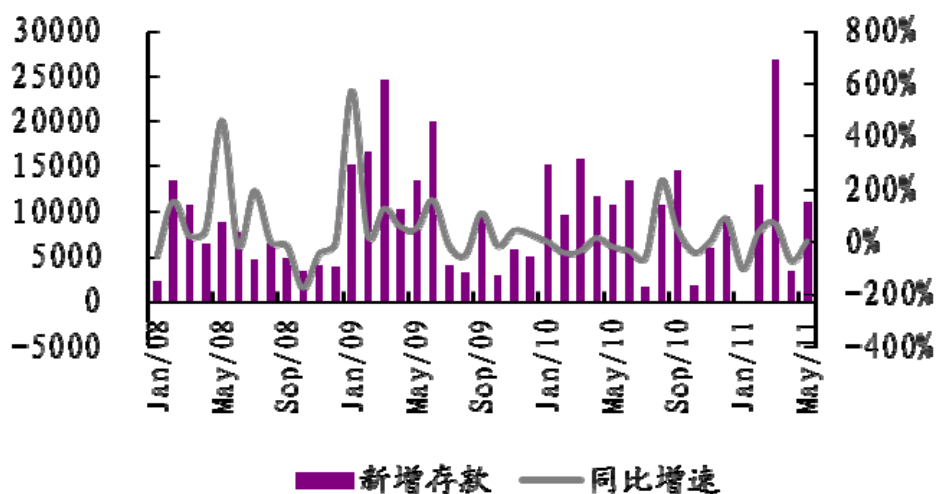


资料来源: wind、光大证券研究所

4.3 理财游离表外: 存款剧烈波动, 短期 M2 指向意义下降

年初以来, 我们观察到存款的大幅波动, 这与理财产品大量发行及其结构变化不无关联。一方面, 非保本型表外理财逐渐占主导地位且委托期限趋于短期化, 存款阶段性“出表”和“入表”频繁。另一方面, 受制于严格的贷存比考核, 银行通常将理财产品到期日集中安排在月末或者季末, 这也加剧了存款的波动。今年 1 至 5 月新增存款分别为-203 亿、1.3 万亿、2.68 万亿、3377 亿和 1.11 万亿, 同比增速分别为-101.3%、36.6%、70.7%、-71.4%和 2.8%。

图 16: 存款波动剧烈



资料来源: wind、光大证券研究所

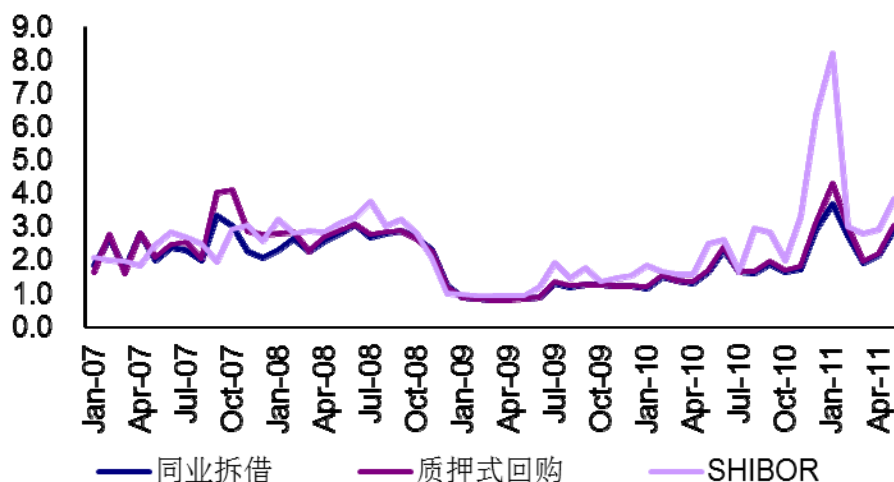
由于表外理财并未纳入货币供应量指标 M2 的统计范畴，短期 M2 对于整体流动性的指向意义有所下降，而社会融资总量则是更为全面的指标。M2 的变动主要由信贷和外汇占款的波动引起，其中信贷具有乘数效应。今年以来新增信贷受到严格控制，与此同时，不断上调的准备金率已基本对冲掉同期的外汇占款增量。今年 1 至 5 月 M2 同比增速分别为 17.2%、15.7%、16.6%、15.3% 和 15.1%，如期控制在管理层 16% 的调控目标位以内。然而，上半年银行体系资金面并不像 M2 显示的那样紧张，这与大量理财资金游离表外有关。由于基础资产挂钩债券与同业资产的产品增加，同业市场头寸多数时候相当充裕，银行间市场回购利率仅现阶段性紧张。

图 17: M2 如期控制在管理层 16% 的调控目标位附近



资料来源: wind、光大证券研究所

图 18: 银行间市场资金仅阶段性紧张

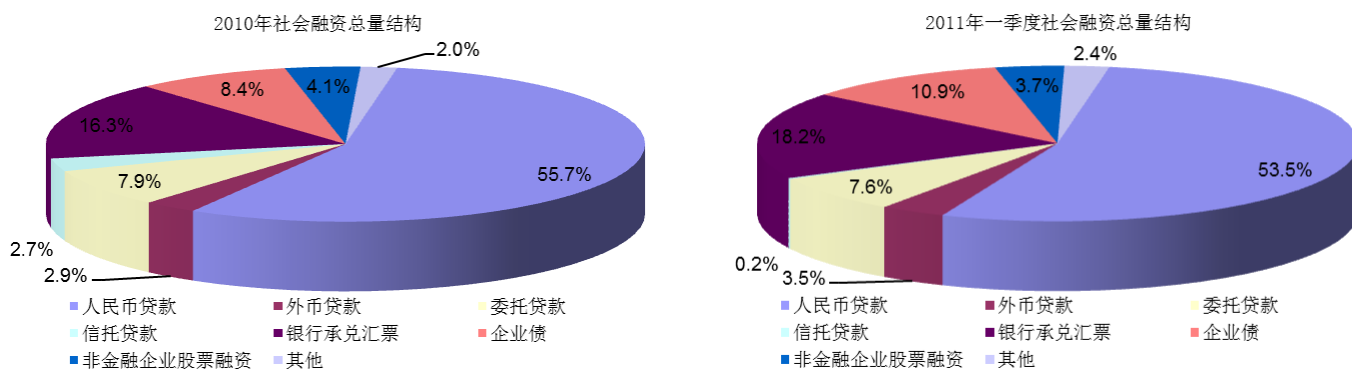


资料来源: wind、光大证券研究所

M2 对整体流动性的指向意义有所下降，“社会融资总量”则是更为全面的参考指标。根据央行定义，“社会融资总量=人民币各项贷款+外币各项贷款+委托贷款+信托贷款+银行承兑汇票+企业债券+非金融企业股票+保险公司赔偿+保险公司投资性房地产+其他。”央行数据显示 2002 年人民币信贷占社会融资总量 92%，而 2010 年人民币贷款仅占社会融资总量的 55.7%，2011 年 1 季度下滑至 53.5%。

但银行通过表外业务(委托贷款+信托贷款+银行承兑汇票)提供融资量占 27%。此外，银行亦大量参与企业债的承销及交易。银行直接和间接参与比例占社会融资总量 90%以上，并反映至银行利息收入和非息收入的成长。

图 19：社会融资总量结构变迁



资料来源：wind、光大证券研究所

五、行业观点及股票组合

银行业凭借绝对的渠道和客户资源优势，对经营环境变化有极强的适应能力。目前行业景气度和盈利能力处较高水平，而估值显著偏低。我们对银行板块持积极看法，这个位置应考虑低吸，并静待下阶段催化剂：一是中报盈利继续靓丽，我们预计中报同比增 31%。二是下月短期资金面趋紧格局缓解。三是伴随通胀见顶和实体经济回落过程，我们判断偏紧货币政策不会加码。且一旦政策拐点到来，银行股跟随大势会产生估值修复。

首选中型股份银行（浦发、民生、招行、华夏），大银行也可做适当配置。

表 4: 上市银行估值表 (截止 2011-6-28)

		EPS (元)			BVPS (元)			P/E (X)			P/B (X)			
		股价	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
A 股														
国有大银行														
601398	工商银行	4.50	0.47	0.61	0.74	2.35	2.80	3.31	9.57	7.38	6.08	1.91	1.61	1.36
601939	建设银行	4.99	0.54	0.69	0.85	2.78	3.20	3.71	9.24	7.23	5.87	1.79	1.56	1.35
601988	中国银行	3.19	0.37	0.48	0.58	2.31	2.64	3.04	8.62	6.65	5.50	1.38	1.21	1.05
601288	农业银行	2.79	0.33	0.37	0.47	1.67	1.92	2.20	8.45	7.54	5.94	1.67	1.45	1.27
601328	交通银行	5.60	0.69	0.85	1.00	3.97	4.43	5.03	8.12	6.59	5.60	1.41	1.26	1.11
中小股份制银行														
600036	招商银行	13.16	1.19	1.62	2.07	6.22	7.83	9.88	11.06	8.12	6.36	2.12	1.68	1.33
600000	浦发银行	10.00	1.03	1.41	1.79	6.59	7.49	8.55	9.70	7.10	5.58	1.52	1.33	1.17
600016	民生银行	5.97	0.66	0.87	1.10	3.90	4.79	5.71	9.05	6.86	5.43	1.53	1.25	1.05
601166	兴业银行	13.70	1.82	2.11	2.64	8.52	10.69	13.14	7.53	6.49	5.19	1.61	1.28	1.04
601998	中信银行	4.75	0.55	0.60	0.74	3.08	3.44	3.88	8.64	7.92	6.42	1.54	1.38	1.22
601818	光大银行	3.38	0.32	0.34	0.44	2.01	2.63	3.00	10.56	9.94	7.68	1.68	1.29	1.13
000001	深发展 A	17.04	1.80	2.34	3.00	9.63	10.97	12.73	9.47	7.28	5.68	1.77	1.55	1.34
600015	华夏银行	10.97	1.20	1.33	1.78	7.13	9.34	10.75	9.14	8.25	6.16	1.54	1.17	1.02
城商行														
601169	北京银行	9.98	1.09	1.46	1.86	6.83	7.73	8.90	9.16	6.84	5.37	1.46	1.29	1.12
601009	南京银行	9.00	0.90	1.04	1.32	6.22	6.85	7.84	10.00	8.65	6.82	1.45	1.31	1.15
002142	宁波银行	10.78	0.88	1.16	1.48	5.47	6.22	7.15	12.25	9.29	7.28	1.97	1.73	1.51
国有行									8.80	7.08	5.80	1.63	1.42	1.23
股份制银行									9.39	7.75	6.06	1.66	1.37	1.16
城商行									10.47	8.26	6.49	1.63	1.45	1.26
A 股银行									9.41	7.63	6.06	1.65	1.40	1.20
H股 人民币														
大型银行														
1398	工商银行	4.88	0.47	0.61	0.74	2.35	2.80	3.31	10.38	8.00	6.59	2.08	1.74	1.47
0939	建设银行	5.35	0.54	0.69	0.85	2.78	3.20	3.71	9.91	7.76	6.30	1.93	1.67	1.44
3988	中国银行	3.18	0.37	0.48	0.58	2.31	2.64	3.04	8.60	6.63	5.49	1.38	1.21	1.05
1288	农业银行	3.37	0.33	0.37	0.47	1.67	1.92	2.20	10.23	9.12	7.18	2.02	1.76	1.53
3328	交通银行	6.19	0.69	0.85	1.00	3.97	4.43	5.03	8.97	7.28	6.19	1.56	1.40	1.23
中小股份制银行														
3968	招商银行	15.82	1.19	1.62	2.07	6.22	7.83	9.88	13.30	9.77	7.64	2.54	2.02	1.60
1988	民生银行	6.09	0.66	0.87	1.10	3.90	4.79	5.71	9.23	7.00	5.54	1.56	1.27	1.07

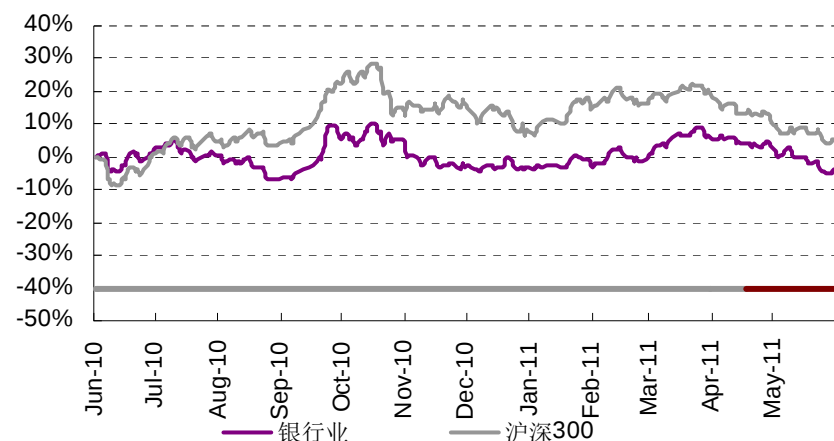
资料来源: wind、光大证券研究所

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

银行业



资料来源：光大证券研究所

日期	评级
2011-05-08	买入
2011-05-11	买入
2011-05-12	买入
2011-05-15	买入
2011-05-22	买入
2011-05-29	买入
2011-06-06	买入
2011-06-12	买入
2011-06-14	买入
2011-06-19	买入

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com