

2011-07-11

证券研究报告

行业研究 / 深度研究

银行

增持/维持评级

分析师

戴志锋 CFA

SAC 执业证书编号:S1000510120056

(0755)8212 5150

daizf@mail.htlhsc.com.cn

林媛媛

SAC 执业证书编号:S1000510120010

(0755)8236 4427

linyy@mail.htlhsc.com.cn

联系人

张立山

(0755) 82704951

zhangls@mail.htlhsc.com.cn

银行理财、流动性及银行业绩

——银行理财产品专题研究

- **银行理财产品现状介绍。**预计目前银行理财产品平均余额 3 万亿—3.5 万亿元，11 年新增理财产品平均余额 8000 亿-1 万亿元。预计理财产品资产池中，30%左右是债券、30%左右是票据类，35%左右是信贷类资产，信贷类资产 11 年增长平稳。测算表明，上半年理财产品利差在 1.8%左右。
- **银行理财产品运作原理和驱动因素。**银行理财运作原理是资产池和资金池的匹配，分别对应银行表外资产方和负债方。满足贷款规模以外的融资需求成为资产方迅速膨胀的主要驱动力；资金方主要驱动因素是负利率下理财需求和银行对存款获取等。理财产品收益来源于融资收益和期限错配收益。
- **银行理财产品对流动性影响。**资产方，银行理财资产池提供的融资占新增银行表内外融资 5%-6%，占新增贷款 8%-9%。负债方，银行理财资金池具有类货币性质，快速膨胀会拉低 M2/M1 增速，预计今年对 M2 影响在 1%左右；理财产品发展对货币乘数影响不大。
- **引申的一个问题：贷款等资产方规模控制是管不住流动性的。**银行理财产品只是银行提供非贷款融资的重要通道之一。银行有很强的创新动力，有闲余资金，就会创造各种新通道，将资金融出去，获取融资收益。所以，银行负债端的可用资金规模对市场流动性影响更大。预计未来流动性监管方向：负债方管理，全资产业务管理。
- **银行理财产品对银行业绩影响。**静态看，理财产品直接收入对银行业的营业收入贡献为 2%左右，对净利润贡献在 2.5%以上；同时还有其他综合收益。动态看，如果快速增长，高成本资金池对存款产生替代，对存量存款付息率压力，会对银行业绩偏负面。大型银行在理财产品上具有明显优势，其战略决定理财产品发展速度。
- **银行理财未来的判断。**预计未来融资类的资产方增速会受限，银行有可能控制理财产品推广力度；预计理财产品不会持续膨胀性增长。日前对理财规范不会影响其对流动性的支持，在管理层容忍范围内；但未来难继续提供大规模融资支持；会出现新的渠道实现融资功能。对银行业绩而言，理财直接收益的增速可能放缓，对业绩影响不大。理财产品发展等于市场自发推进的利率市场化，以理财等金融创新为主导力量的我国利率市场化，对银行业绩负面影响是较缓慢和渐进的。
- **投资建议：**行业中长期观点：安全边际高，长期看好。短期建议加仓银行股，逻辑见正文。长期看好招行、民生；近期关注华夏、浦发、兴业。

目 录

银行理财产品情况介绍.....	4
银行理财产品运作原理、增长驱动因素和收益来源.....	7
运作原理：资产池和资金池匹配.....	7
理财产品为什么会快速增长？.....	8
理财产品的收益来源.....	9
银行理财对流动性的影响.....	10
银行理财对资产方和负债方的影响.....	10
理财产品是银行表外融资的重要渠道之一.....	12
引申的一个问题：贷款规模控是不够的.....	12
银行理财对银行业绩的影响.....	13
静态看，银行理财对银行业绩正面贡献，贡献营业收入 1.6%-2.5%.....	13
动态看，银行理财发展对银行业绩偏负面.....	14
理财产品市场竞争中，大型银行占优.....	15
银行理财未来发展判断：不会持续膨胀性增长.....	16
资产池中融资类的快速膨胀阶段过去.....	16
资金池快速增长取决于银行拓展力度.....	16
推断：理财产品不会持续膨胀性增长.....	17
对未来流动性的影响.....	17
对银行未来业绩影响.....	17
投资建议.....	19
风险提示.....	20

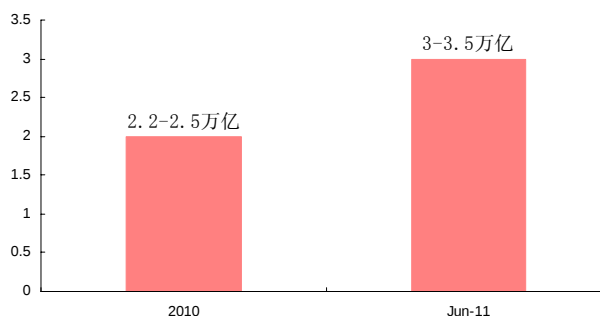
图表目录

图 1 推断的银行理财产品余额（万亿）	4
图 2 银监会公布的个人理财产品余额（万亿）	4
图 3 银行理财产品发行量（万亿）	4
图 4 银行理财产品发行数	4
图 5 银行理财产品资产池余额的类别分布	5
图 6 银信合作的规模（包括信贷类及其他）	5
图 7 理财产品发行的期限比例（发行个数为分子分母）	6
图 8 理财产品余额在各家行的分布	6
图 9 银行理财的资产池和资金池的匹配	7
图 10 理财产品资金池的动态平衡	7
图 11 负利率长时间持续	8
图 12 近期股市表现平淡	8
图 13 近期房屋价格平稳	8
图 14 央行持续回收流动性	9
图 15 银行间资金压力抬升	9
图 16 融资需求大于贷款规模控制	9
图 17 贷款收益率持续上升	10
图 18 票据收益率持续上升	10
图 19 银行理财产品通过期限错配带来收益	10
图 20 银行理财资金池对 M1/M2 同比增速产生扰动	11
图 21 09 年以来，承兑汇票快速增长与贴现下滑的背离	12
图 30 银行有动力创新各种渠道和方式将闲余资金融借出去	13
图 31 大型银行银行网点优势明显	15
图 32 PMI 走势表明未来经济增长不容乐观	16
表 1 上半年银行理财产品利差测算	6
表 2 银行理财资产方对融资支持的估算	11
表 3 理财产品直接收入对营业收入贡献的敏感性测试	14
表 4 银行理财产品替代效应对收入负面影响的敏感性测算	14
表 5 客户选择理财产品最看重的五大要素	15
表 6 美国利率市场化和金融创新的路径	18
表 7: 亚洲国家（地区）利率化路径	18
表 8: 发展中国家激进型利率市场化的路径	19

银行理财产品情况介绍

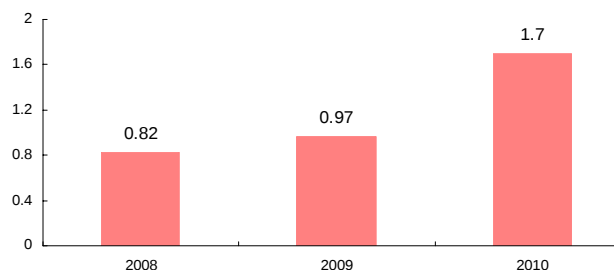
银行理财产品余额和增量。根据草根调研推断出，估计截止6月底银行理财产品平均余额3万-3.5万亿元，预计11年余额增量为8000亿—1万亿。由于理财产品公开数据为发行量和发行数（见表1），由于产品期限差异，可比性较差，所以我们更关注理财产品平均余额（剔除冲时点影响）。根据银监会年报数，08、09和10年的银行个人理财产品余额分别为0.82万、0.97万和1.7万亿元。银行理财包括个人理财和公司理财，理财年末数由于银行考核机制原因低于平均数，根据各方面信息，我们推断目前银行理财产品平均余额3万-3.5万亿元。

图1 推断的银行理财产品余额（万亿）



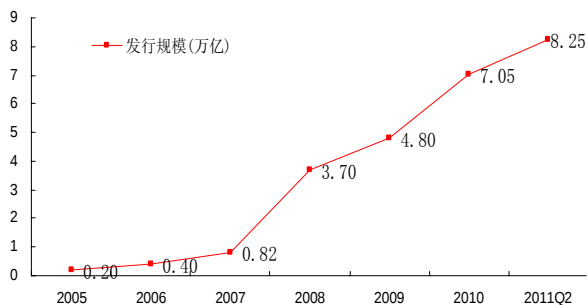
资料来源：华泰联合证券研究所

图2 银监会公布的个人理财产品余额（万亿）



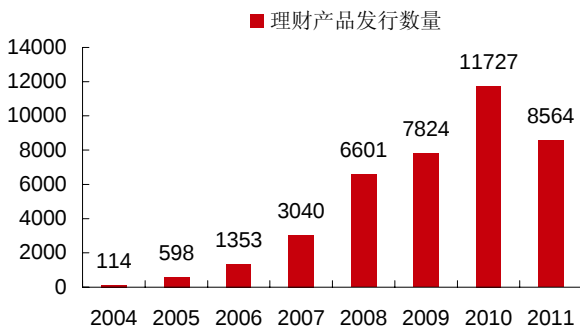
资料来源：华泰联合证券研究所 银监会

图3 银行理财产品发行量（万亿）



资料来源：华泰联合证券研究所 WIND

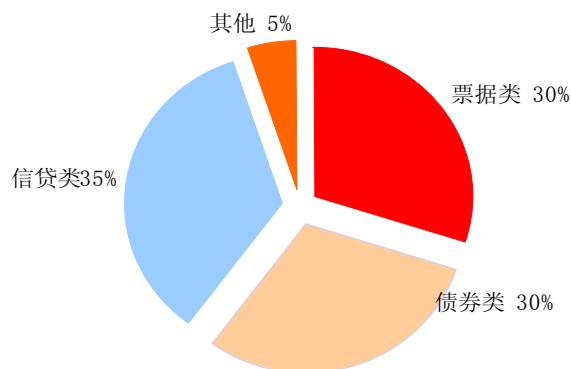
图4 银行理财产品发行数



资料来源：华泰联合证券研究所 WIND

银行理财对应的资产池结构。我们估计资产池余额中，30%左右是债券、30%左右是票据相关类（直接购买票据；购买转贴现），35%左右是信贷类相关资产，5%左右是其他资产（如股权、外汇、结构性产品等）。

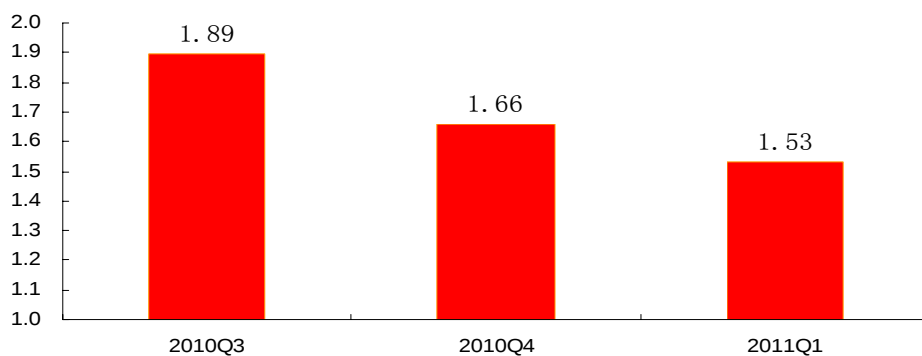
图 5 银行理财产品资产池余额的类别分布



资料来源：华泰联合证券研究所

增量主要来源于票据相关类和债券，信贷类资产保持平稳。我们判断，今年银行理财对应资产池的，类信贷的保持平稳。银信合作规模 10 年底为 1.66 万亿，媒体报道其中信贷类的 1.07 万亿（监管部门要求逐季转回表内）；我们推断目前银行理财购买的信贷类资产余额为 1.05 万亿-1.25 万亿左右，11 年信贷类资产保持平稳，主要信贷类资产类型发生转换。

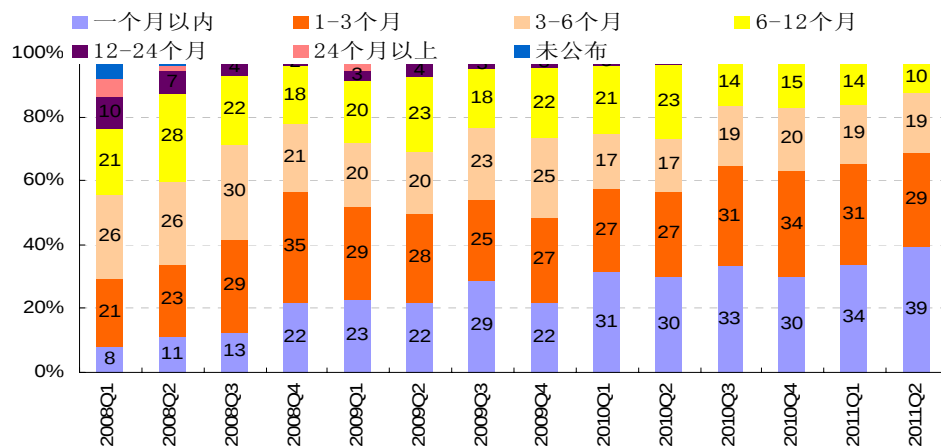
图 6 银信合作的规模（包括信贷类及其他）



资料来源：华泰联合证券研究所 信托业协会

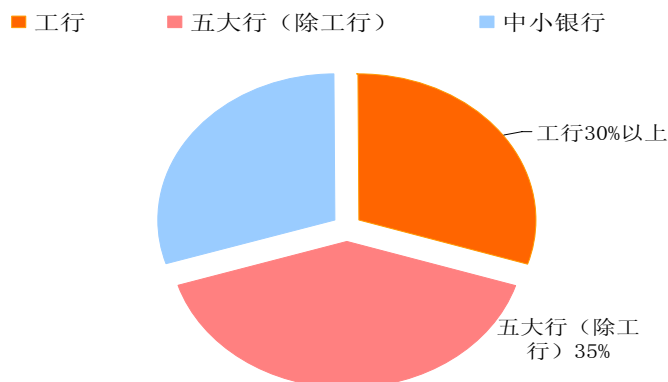
期限缩短趋势和大银行主导。从 2 季度发行个数统计，1 个月内占 37%，1-3 个月占 30%，以短期理财为主。总体上看，理财产品有期限缩短的趋势，理财产品期限错配收益在增加，流动性风险在加大。大银行在理财产品占有主要地位，预计五大行占市场份额的 65% 以上，其中工行占 30% 以上。股份制中，招行和光大较突出。

图7 理财产品发行的期限比例（发行个数为分子分母）



资料来源：华泰联合证券研究所 WIND

图8 理财产品余额在各家行的分布



资料来源：华泰联合证券研究所

上半年理财产品利差在 1.8%左右。我们用上半年理财产品的平均发行利率作为资金池付息率；用资产池各类资产上半年收益率与其比例相乘推算其资产池收益率；两者之差为理财产品的利差。

表1 上半年银行理财产品利差测算

理财产品 实际年化 收益率	一般贷款 1 季度平 均利率	上半年票 据平均利 率	1 年期国 债平均到 期收益率	其他资产 类（估计）	资产池收 益率	理财产品 利差	
收益率	3.59%	7.10%	5.78%	3.04%	5.50%	5.40%	1.81%

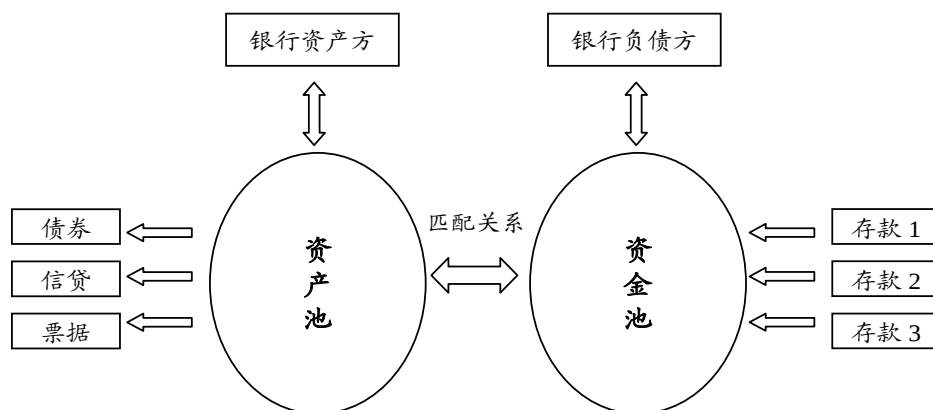
资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

银行理财产品运作原理、增长驱动因素和收益来源

运作原理：资产池和资金池匹配

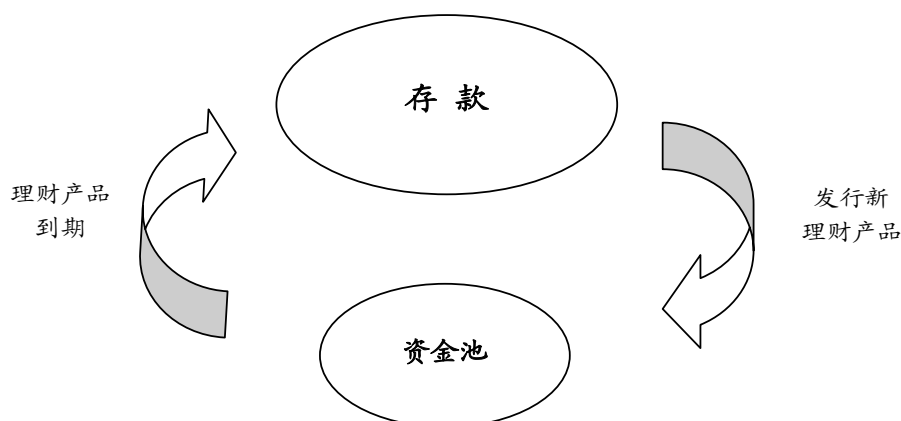
银行理财产品运作，简单的说，银行通过发行理财产品募集形成资金池，用该资金池购买银行设计的资产池，形成资产池和资金池的匹配。资金池与资产池的关系就像“鸡和蛋”的关系：也可以先构造资产池，再募集资金。资金池和资产池不反映在银行资产负债表内。当理财产品到期后，资金池资金转入银行负债类；资产池有可能转为银行资产方，但绝大多数资产池仍留在表外，与新的资金池匹配。

图 9 银行理财的资产池和资金池的匹配



资料来源：华泰联合证券研究所

图 10 理财产品资金池的动态平衡

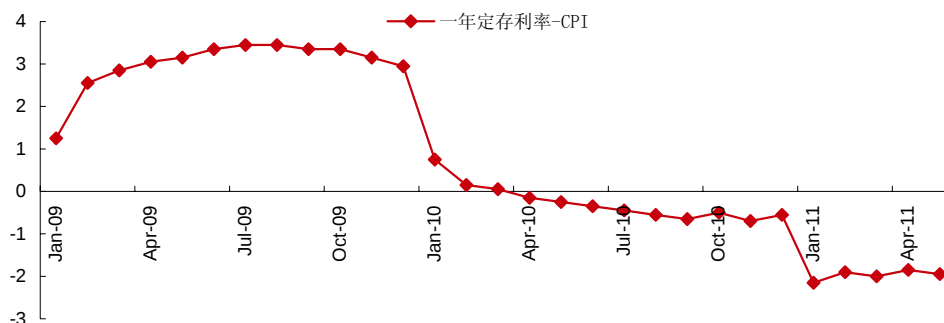


资料来源：华泰联合证券研究所

理财产品为什么会快速增长？

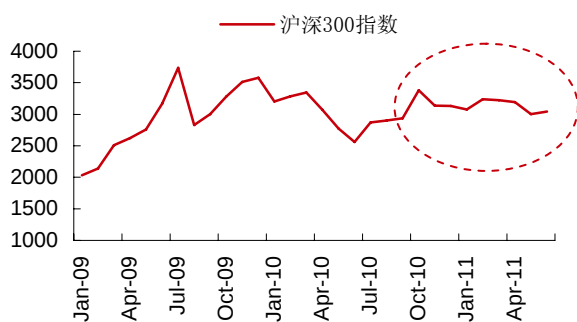
资金池方的驱动因素。1) **需求在快速增加。**负利率、股市和房产等其他渠道投资收益率低背景下，收益率稳定且较高的银行理财产品成为新宠。居民对银行理财产品的需求在快速增加。2) **理财产品成为银行获取或争夺存款的来源之一。**在准备金率高企、贷存比考核趋严等背景下，银行在存款方面的压力较大。银行发行理财产品的主动性加强，以获取更多资金来源，缓解流动性和监管考核的压力。3) **一些银行战略发展的需要。**一些银行在理财产品方面具有较强优势，通过积极发展该项业务，以获取更多存款份额，在银行间竞争中保持强势；另一方面，通过发展银行理财，能蚕食其它金融机构的市场份额，为未来的利率市场化和金融自由化做准备，避免在“脱媒”背景下损失较大。

图 11 负利率长时间持续



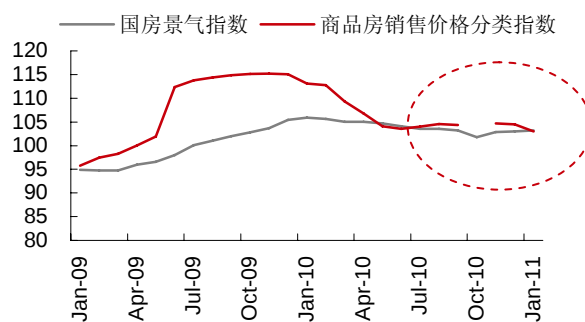
资料来源：华泰联合证券研究所

图 12 近期股市表现平淡



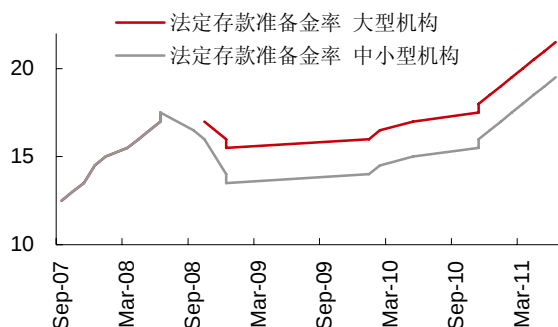
资料来源：华泰联合证券研究所

图 13 近期房屋价格平稳



资料来源：华泰联合证券研究所

图 14 央行持续回收流动性



资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

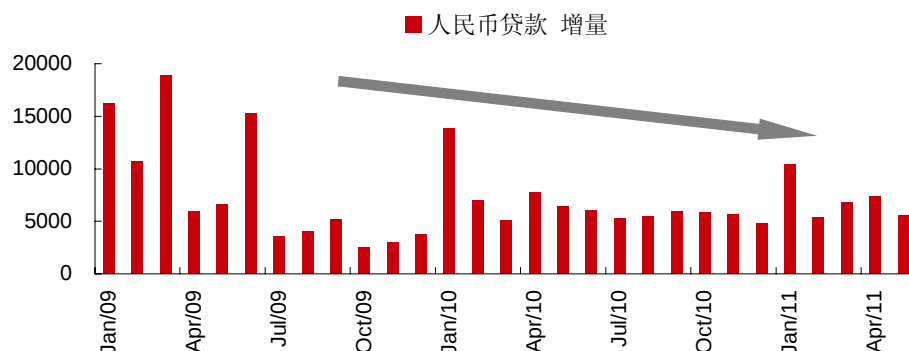
图 15 银行间资金压力抬升



资料来源: 华泰联合证券研究所

资产池方的驱动因素。1) 融资需求大于贷款规模控制，资产池能部分满足融资需求。通胀背景下，贷款规模控制严格，而融资需求仍较旺盛，理财产品对应的资产池能部分满足实体经济的融资需求，同时不在贷款规模控制之内。这是资产池方迅速做大的主要动因。**2) 满足银行业务发展的需要。**资产池在银行资产负债表外，不计风险加权资产权重，对资本无消耗。资产池业务也使银行的资产业务更多样化。

图 16 融资需求大于贷款规模控制



资料来源: 华泰联合证券研究所

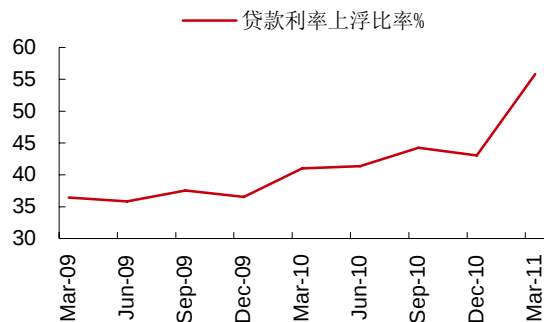
理财产品快速增长源于双驱动。资金池方和资产池方都具有快速增加的驱动因素，使得银行理财产品快速增长。

理财产品的收益来源

理财产品的收益来源主要来自融资收益和期限错配。

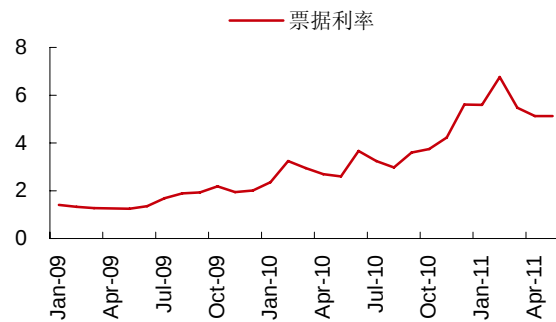
融资收益。理财产品中的票据相关类和信贷相关类资产都是向实体经济提供资金融出，相应的获取融资收益。随着贷款利率上浮和票据贴现收益率的上升，该方面的收益率保持在高位。同时，在贷款规模控制背景下，理财产品提供的融资功能获取或留住更多的客户，获取客户更多的综合收益。

图 17 贷款收益率持续上升



资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

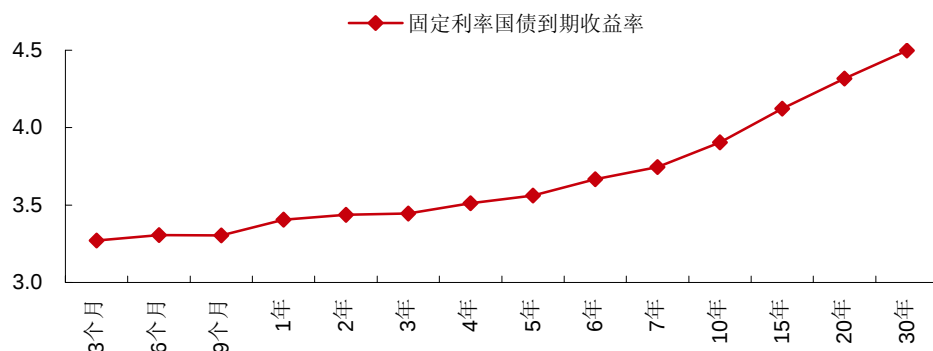
图 18 票据收益率持续上升



资料来源: 华泰联合证券研究所

期限错配带来收益。上文所述, 银行理财产品大多为短期, 但如果理财产品能不断续发, 则资金池的总量保持稳定, 与其匹配的资产池就可以购买期限较长的资产, 从而获得期限错配带来的收益。当然, 这对银行整体的流动性风险和利率风险管理的要求会更高。

图 19 银行理财产品通过期限错配带来收益



资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

银行理财对流动性的影响

银行理财对资产方和负债方的影响

资产方, 银行理财资产池提供的融资占新增银行表内外融资 5%-6%, 占新增贷款 8%-9%。11 年新增方面, 资产池类新增的票据类 3000 亿-5000 亿, 新增的信贷类 0-1000 亿, 预计占银行表内外融资 (贷款+银行表外融资) 的 5%-6% 左右, 预计占新增贷款 9% 左右。

我们估计 09-10 年两年间理财产品新购买的票据和信贷类资产约为 1.2-1.5 万亿, 同样占 09-10 年银行表内外融资的 5%-6%; 占期间新增贷款 8% 左右。

余额方面, 理财产品对实体提供 1.05-1.2 万亿的信贷类支持, 以及 1 万亿以上的票据融资支持。相对于 54 万亿的贷款余额以及余额更高的社会融资总量, 占比不高。

表 2 银行理财资产方对融资支持的估算

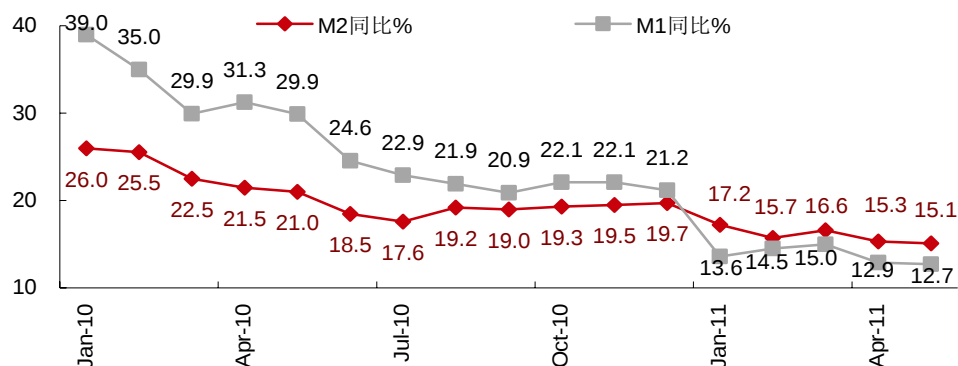
单位: 亿元	社会融资 总量	银行表内 外融资	人民币贷 款增量	理财产品 提供的融 资类	在银行表 内外融资 占比	与新增人 民币贷款 比
2009-2010	283522	242832	175241	13500	5.56%	7.70%
2011-6 月	83800	69560	44800	4000	5.75%	8.93%

资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

负债方, 银行理财资金池具有类货币性质, 对 M2 增速分析产生扰动在 1% 左右。银行理财资金池可以轻易转换为居民和企业的现金和存款, 具有类货币性质。资金池由于出银行报表, 不在 M1/M2 的统计口径内。理财产品资金不断大规模出表和入表, 干扰了 M1/M2 的增速分析, 使得今年的 M1/M2 的变动较大。由于某些理财产品是用于冲规模, 其资金池余额的时点数差别较大, 资金池月底数低于平均额, 季度底余额更低。

预计 11 年目前的理财产品平均增量为 8000 亿—1 万亿, 考虑时点因素, 资金池增量替代存款对 M2 同比增速影响在 1% 左右, 即拉低 M2 同比增速 1% 左右。对 M1 同比影响, 则需要了解资产池对现金和企业存款替代的比例。(这也可以部分解释, 4 月、5 月 M2 同比增速 15.3% 和 15.1%, 低于 16% 的调控目标, 而央行认为增速是合适的。)

图 20 银行理财资金池对 M1/M2 同比增速产生扰动



资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

对货币乘数影响小。由于资金池不用计提存款准备金, 会不会影响货币乘数? 答案是影响较小。理财产品购买资产池后, 货币资金又进入银行体系, 未来货币派生同样要缴保证金。理财产品第一次派生存款不用缴保证金, 未来的多次派生同样需要上缴, 所以对货币乘数影响小。

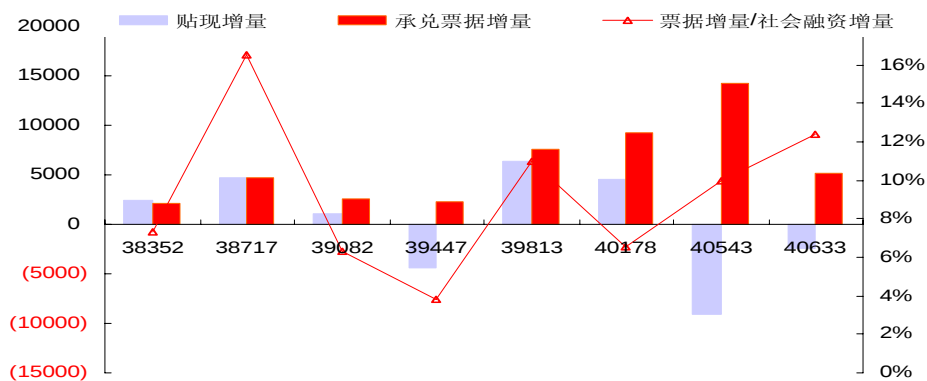
理财产品是银行表外融资的重要渠道之一

资产池与社会融资总量关系。资产池中的债券和票据是与社会融资总量统计范畴以内，而某些信贷类资产没有在社会融资总量统计范畴，如银信合作。去年下半年以来，信贷类资产余额保持平稳，银信合作被规范后，该类资产监管相对较严，预计未来难有快速增长。资产池与社会融资总量关系是交集的关系，资产池大部分是包含于社会融资总量范畴以内。

银行承兑票据成为近两年表外融资的重要工具。

承兑汇票快速增长与贴现下滑的背离。09年、10年和11年1季度银行承兑汇票分别增长9000亿、1.5万亿和5000亿，而同期的票据贴现增长缓慢、甚至是负增长。票据增长和贴现下滑出现背离，部分可能由于银行信用（票据）对资金的替代；我们更倾向认为，票据通过其他渠道实现融资功能。

图 21 09 年以来，承兑汇票快速增长与贴现下滑的背离



资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

票据通过理财产品、同业资产负债等渠道实现融资功能。如上文所述，银行理财产品购买票据类产品，实质是通过票据为实体经济提供的资金支持，而不列入贷款规模考核范畴。通过票据转贴现等方式，银行通过同业资产、负债实现资金贷出，而不列入贷款规模。

引申的一个问题：贷款规模控是不够的

银行闲余资金增加，会通过各种渠道满足经济的融资需求。2000年以来，银行的贷存比持续下降，表明银行的闲置资金增加。闲置资金除满足流动性要求以外，如果要获取较高收益，对银行而言，就是把其融出去。所以近几年银行如火如荼的金融创新，如银行理财、银信合作和同业业务等，其实质就是将银行的闲钱融出去，获取高收益。这是市场化主体的必要选择。

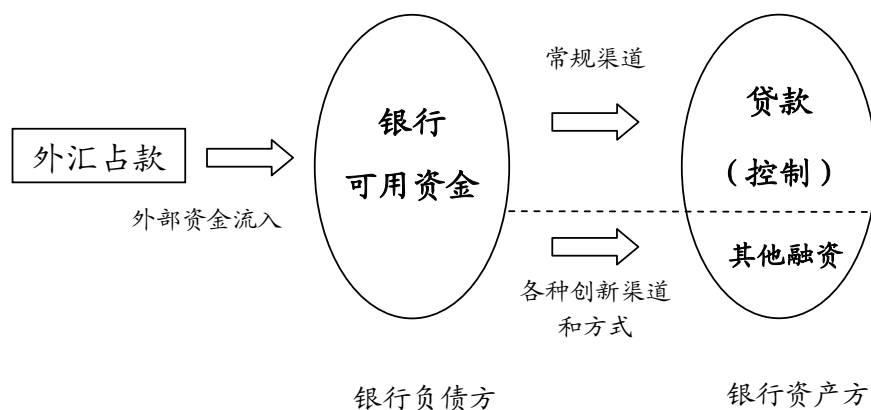
流动性管理：资产方管不住，负债方有外生变量，容易出现流动性充沛的局面。监管层对贷款规模控制有一套成熟方式方法，但在银行追求利润的今天，只要市场有需求，银行有资金，银行就会千方百计提供资金融资。监管部门对融资渠道的监管，常常是“按下葫芦又起瓢”，监管难度越来越大。

而银行体系的负债方受外部资金影响。在汇率和利率管制、以及资金可部分自由流动

的货币体系下，负债方容易受外部变量影响。在人民币逐渐升值背景下，外汇占款持续增加，等于外部流入的存款持续增加，容易形成负债方流动性充沛的局面。

未来流动性管理的方向：负债方管理，全资产业务管理。上述问题，监管层已意识到。我们预计，贷款规模控制会继续，毕竟这种方式最直接有效，也最完善成熟，但重点可能转移。一方面，监管层会强调全资产业务管理，如央行提出的社会融资总量概念，但资产方创新很快，需要不断更新监管目标。**我们预计监管层会更加强调对负债方的管理，对 M1/M2、以及更广义货币增速的控制会更严，这种方式对流动性管理也最有效。**如果通胀没有明确下滑，我们预计会持续加强对负债方监管，前几年银行间资金面宽裕的现象难再续。从这个角度来说，资金来源有优势的银行未来竞争中有优势。市场价格是流动性管理的最优选择，此不多述。

图 30 银行有动力创新各种渠道和方式将闲余金融借出去



资料来源：华泰联合证券研究所

银行理财对银行业绩的影响

静态看，银行理财对银行业绩正面贡献，贡献营业收入 1.6%-2.5%

理财产品带来的直接收入

我们对理财产品收入的敏感性进行测试，假设 11 年银行业营业收入 3.2 万亿，利息净收入占比 80%。敏感性测试表明，理财产品收入对营业收入的贡献为 1.6%-2.5%，而对中间业务收入的贡献为 8%-13%。预计对净利润的贡献在 2.5%以上（理财产品资产池不用计提拨备，同时不消耗资本），某些银行会更高。

表 3 理财产品直接收入对营业收入贡献的敏感性测试

单位：万亿		理财产品利差				
		1.40%	1.60%	1.80%	2.00%	2%
理财产品规模	3	1.20%	1.37%	1.54%	1.71%	1.89%
	3.5	1.40%	1.60%	1.80%	2.00%	2.20%
	4	1.60%	1.83%	2.06%	2.29%	2.51%
	4.5	1.80%	2.06%	2.31%	2.57%	2.83%
	5	2.00%	2.29%	2.57%	2.86%	3.14%

资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

其他方面综合收益不可小觑

资产池业务，在贷款资源紧张背景下，容易获取融资企业的存款、结算等手续费收入。资金池业务，有助获取和维护高端个人客户，有助于零售其他方面业务的拓展。同时，亦能实现某些银行的战略目标。

动态看，银行理财发展对银行业绩偏负面

替代的负面效应

高成本“资金池”对低成本“存款”替代，导致整体资金成本上升。上述对银行业绩正面贡献，是基于资产池和资金池的匹配。如果资产池中高收益投资品难于大发展，则资金池的迅速发展，则是对低成本存款的替代。我们估算上半年理财产品付息率（3.59%）比银行存款付息率（1.53%）要高出 2.06%，存款付息率预测的 11 年上半年四大行存款付息率平均所得。

替代效应短期对收入影响小，大规模发展，负面影响会逐渐显现。以上面估算为标准，我们测算理财产品对存款替代对收入的影响。理财产品平均余额为 3 万亿，则替代效应使银行业净利息收入减少 2.2%，营业收入减少 1.8%，负面影响不大。如果继续大规模发展，替代效应负面影响会逐渐显现；当理财产品平均余额为 8 万亿，净利息收入减少 6%，营业收入减少 5%，而净利润的减少可能在 10% 以上。

表 4 银行理财产品替代效应对收入负面影响的敏感性测算

理财产品规模 (万亿)	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0
替代效应对利息收入影响	-1.47%	-2.21%	-2.94%	-3.68%	-4.41%	-5.15%	-5.89%	-6.62%
替代效应对营业收入影响	-1.18%	-1.77%	-2.35%	-2.94%	-3.53%	-4.12%	-4.71%	-5.30%

资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

加剧银行对存款争夺，有可能拉高存量资金付息率

替代效应主要反映增量资金转换的影响。如果存款竞争激烈，银行被迫提高存款的返点和费用以留住或获取存款，则存量的存款成本提高，对银行业绩负面影响更大。从

草根调研来看，上述假设还未发生；但如果央行流动性持续收紧，以及某些银行为市场份额大规模发展理财产品，存款争夺会加剧，引起存量资金的成本会上升，对银行业绩的负面影响较大。

理财产品市场竞争中，大型银行占优

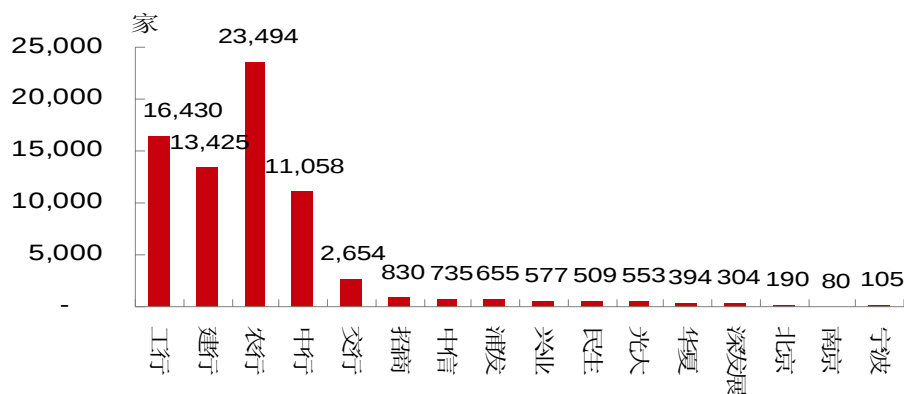
理财产品竞争中，大型银行具有较大优势。1) 大型银行在网点、客户资源上具有优势。大型银行募集理财产品的资金池上具有天然优势。2) 品牌和信任度。咨询公司调查中，客户购买理财产品最看重的是“信誉好，值得信赖”，大型银行容易被更多客户信赖。3) 资产池方面优势。理财产品收益率取决于基础资产的配置，大型银行可控资源多，具有规模优势，在资产池构建上具有优势。4) 流动性管理优势。大型银行资金来源渠道多，流动性压力相对较小，容易获取期限错配带来的收益。

表 5 客户选择理财产品最看重的五大要素

客户选择理财产品最看重的五大要素	占比
信誉好，值得信赖	59%
收益高	54%
专业化人员和管理	45%
风险低、安全	30%
高质量服务	23%

资料来源：北京益普索市场咨询有限公司

图 31 大型银行银行网点优势明显



资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

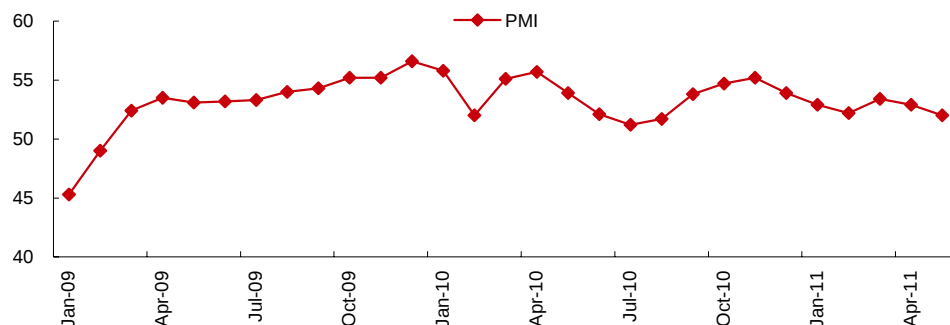
大型银行如果在理财产品上发力，小银行资金会面临窘境。目前的贷款规模控制，基本明确了各家银行贷款份额。而理财产品是抢占存款份额的重要手段，如果大型银行发挥其自身优势，积极发展理财产品，则完全有能力获取存款市场的更多份额。此时，小型银行资金压力就很大。当然这取决于大型银行的战略规划。

银行理财未来发展判断：不会持续膨胀性增长

资产池中融资类的快速膨胀阶段过去

快速膨胀阶段已过。银行理财资产池快速膨胀得益于银信合作等信贷类资产和票据类资产大规模发展，而其背景是融资需求远大于贷款规模。我们判断其快速膨胀期已过，原因有：**1) 融资需求高峰已过。**经济下滑和企业自身债务调控缓解融资需求和贷款规模矛盾。未来，银行通过资产池大规模逃避规模控制的需求可能会减弱。**2) 监管在持续关注。**银信合作被叫停后，各家行在发展信贷类资产都比较谨慎，生怕过快引起监管层注意。票据业务近期被各方关注，预计快速发展也会受限。如果高收益资产池膨胀过快，不排除监管部门在风险加权权重和拨备提出更高要求。

图 32 PMI 走势表明未来经济增长不容乐观，贷款需求高峰难持续



资料来源：华泰联合证券研究所

融资类资产未来平稳增长。综上所述，资产池中融资类未来平稳增长的可能性大。

资金池快速增长取决于银行拓展力度

理财产品需求将保持强势。在负利率和理财意识提高背景下，理财产品的需求会继续保持旺盛。当然，草根调研表明，也有相当一部分人对理财产品的安全性表示怀疑，需要银行主动营销。

资金池能否快速增长取决于银行推广力度。在需求旺盛背景下，银行加大推广，理财产品必会迅猛发展。但银行继续大力推广会碰到两个问题：**1) 直接收益减少。**在资产池中高收益资产增速减缓后，继续大力发展资金池，必然导致理财产品的利差减小，甚至出现亏损现象。**2) 发展理财产品是“损人一千自损八百”。**草根调研表明，理财产品替代的大部分是本行存款。在获取存款的同时，付息成本将会提高。

当然银行也可能不顾成本迅速发展理财产品，如果出现下列情况：**1) 某些银行的战略发展。**某些银行为获取更大市场份额或为金融自由化做准备，积极发展银行理财，扩大表外业务。其他银行被迫参与理财产品大战。**2) 流动性紧缩状况。**流动性偏紧的背景下，银行理财成为获取资金来源的重要利器；为流动性和考核需要，不顾成本本地发行理财产品。**3) 金融自由化进展加速。**其他金融机构或金融产品对银行存款产生争夺，银行必须大力发展理财产品保持对其竞争力。

银行有可能控制理财的推广力度。市场普遍认为目前是流动性最紧阶段，如果通胀压

力减缓，流动性不会持续偏紧，银行通过理财产品获取资金动力减弱。而在目前金融环境和监管环境下，其他金融机构难对银行构成威胁；在未来竞争不强烈预期下，银行是否愿意牺牲眼前利益换取未来发展？

推断：理财产品不会持续膨胀性增长

两年理财产品爆发式增长，得益于资产方和负债方驱动因素强劲。未来融资类的资产方增速会受限，银行有可能控制理财产品（资金池）的推广力度。预计理财产品不会持续膨胀性增长，未来较快增长可能性大。这是我们对理财产品的基本判断。

对未来流动性的影响

目前规范不会影响对其流动性支持。银监会近期颁布《商业银行理财产品销售管理办法》，目的是规范，不是打压。银行理财产品涉及多方利益，例如票据与中小企业融资关系等。预计融资类资产规模尚在监管层容忍度之内。

理财难继续提供大规模的流动性增量支持。理财产品资产池的明细定期上报监管部门，已受到持续关注，如果融资类的增长迅猛，可能被卡住，所以难于继续提供大规模增量性的流动性支持。市场不必担心对理财产品的控制，如前文所述，只要银行可用资金宽裕，银行就会创造新的渠道和方式进行融资。

去年7月叫停银信合作时，市场当时对流动性收缩感到恐慌。今日回头来看，影响甚微。主要是银行有多种渠道和方式对监管进行规避。

流动性管理会更加注重对银行负债方监管。估计监管层未来会更加关注对 M1\M2，以及更广义货币的监管。

对银行未来业绩影响

理财对银行业绩直接影响

理财业务带来直接收益的增速可能放缓，对业绩影响不大。融资类资产规模增速受限而理财产品余额持续增长背景下，资产池的收益率会下降，资金池付息率难于同步下降，理财产品的利差可能会有缩小趋势。**理财业务带来的直接收益增速可能放缓**如上文测算，理财带来直接收益占比不高，银行收入主要来源还是传统业务，所以对业绩影响不大。

理财产品对银行业绩负面影响是比较缓慢和渐进的。我们判断理财产品不会持续膨胀性增长，未来平稳或较快增长可能性大，所以对资金成本压力会相对缓慢的。如果理财产品持续发展，等于市场自发推进的利率市场化，管理层会乐见其成，而不会采取行政手段激进推进利率市场化。

理财产品等金融创新是我国利率市场化的主导力量

目前，**利率市场化的核心是存款利率市场化。**我国银行资产负债中，受管制的主要是贷款和存款利率。在贷款利率下浮比例仅13%的背景下，贷款利率下限管制的作用在削弱。我国利率市场化的核心是存款利率市场化。

我国利率市场化路径：是理财产品等金融创新推进，而不是政府推动。政府处于金融稳定和未来风险缓解的考虑，总体上是倾向于保护银行利润和息差的。我们判断，我国利率市场化路径将会和美国一样，是市场推动和主导，而不是政府推动。政府起的作用是规范。**对理财产品等金融创新未来的判断，很大程度上等于对利率市场化进程**

的判断。

美国利率市场化和金融创新的路径。1929 年大萧条后，美国对存款利率管制。60 年代中期后，在通胀高企背景下，美国银行业进行了大量的金融创新规避监管，获取存款。70 年代开始，美联储逐步放松相关管制。80 年代中期，彻底取消了已名存实亡的 Q 条例。

表 6 美国利率市场化和金融创新的路径

时间	改革内容
1933 年	设定 Q 条例，银行对于活期存款不得公开支付利息，并对储蓄存款和定期存款的利率设定最高限度
1965 年以后	1960-1965 年间美国的年平均通货膨胀率仅为 1.6%，1965-1970 上升到 4.2%，1970-1975 年上升到 7.3%。美国银行业设计多样金融产品，产生了诸如欧洲美元、货币市场存款单（MMC）、可转让支付命令账户（NOW）、可转让定期存款单（CD）、小储蓄存款单（SSC）等新型存款工具和自动转账服务（ATS），目的在逃避监管吸收存款
1970 年	放开 10 万美元以上、90 天以内大额存款的利率管制
1973 年	放开所有大额存单的利率管制
1978 年-1982 年	逐步允许银行开可转让存单账户、货币市场存款账户、短期货币账户等
1980 年-1986 年	利率管制名存实亡，政府分阶段取消“Q 条例”对于银行机构的储蓄和存款利率的限制

资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

发展中国家利率市场化的经验。发展中国家经验表明，激进型改革风险较大，渐进性成功可能性大。发展中国家利率市场化的路径差别较大，我们把它主要分成两类：一是以亚洲国家为代表的渐进性道路，相对较成功；二是以拉美国家和东欧国家为代笔的激进型利率市场化道路，改革带来宏观的不稳定。

表 7：亚洲国家（地区）利率化路径

国家	时间	改革内容
韩国	1981 年	放开商业票据贴现利率
	1984 年	银行间拆借利率和未担保的企业债券发行利率自由化
	1986 年	大额存单利率、有担保的企业债券利率和金融债的利率自由化；
	1988 年	放开除一些政策性贷款外的所有贷款利率和两年期以上的存款利率。
	1989 年	年市场利率大幅上升，利率重新被管制起来，第一次利率自由化改革宣告失败
	1991 年	开始的第二次利率自由化改革采取渐进方式。特点是较早地、一次性地放开了贷款利率，存款利率和债券利率大致遵循从长期到短期、从大额到小额的顺序。
泰国	1989 年	放开了一年期以上定期存款的利率上限；
	1990 年	放开了所有定期存款的利率上限；
	1992 年 1 月	取消了储蓄存款的利率上限；
	1992 年 6 月	取消所有贷款利率上限。
印度	1988 年	1988 年将贷款利率上限改为下限；
	1992~1995 年	1992~1995 年为定期存款利率设置上限并不断调整上限

	1992 年	优先贷款利率逐渐放开并减少优先贷款种类；
	1994 年	放开 20 万卢比以上的贷款利率；仍受管制的利率包括储蓄存款利率、邮政储蓄利率、非居民持有的卢比存款和 20 万卢比以下的贷款利率。
台湾	1975 年	各项利率不再由“中央银行”统一规定，实行有上下浮动的利率制度
	1980 年	放宽利率管制的范围，票据贴现、金融债券和同业拆借等利率由市场决定
	1985 年	银行在规定的上下限内自行决定放款利率
	1989 年	取消存贷款利率的上下限，实现利率的市场化

资料来源：, 华泰联合证券研究所

表 8：发展中国家激进型利率市场化的路径

国家	改革内容	结果
智利 (代表拉美国家)	1974~1976 年,其国内金融自由化改革几乎全部完成, 银行私有(1976 年完成)、利率自由决定(1977 年6 月全部 放开)、资本账户开放(1979 年6 月开始,但对短期资本流入 仍加以限 制)。	在改革后的头几年,经济增长速度加快、通货膨胀大幅度降低、 财政赤字得到有效控制; 但好景不长,由于利率放开后金融监管 机制建设不力,加上银行改 制后制度设计上的缺陷,出现了一个超高利率时期(1976~1982 年),银行大量破产。
	由于随后的银行危机,改革出现了反复。中央银行以公布 指导性利率的形式宣布了第一轮自由化改革产生的市场化 利率暂时废止。	政府在对银行进行了重组之后,进行了渐进式的第二轮改革, 取得成功, 经济进入健康发展的轨道
东欧国家	在银行业重组基本完成之后,中央银行于1987年取消了 公布指导性利率的做法,转向主要通过公开市场操作来影响 国内利率水平。	
	以俄罗斯、波兰为代表的中东欧国家采取“休克疗法”, 在短期内迅速实现利率市场化。以俄罗斯为例,其 91 年开 始价格市场化, 93 年 6 月实现利率市场化, 96 年资本市场 全面对外开放。	经济转型的头几年, 这些国家都经历了高通胀, 90 年波兰的 通胀率 586%, 91 年保加利亚 333%, 罗马尼亚为 175%。

资料来源：华泰联合证券研究所

理财产品等金融创新为主导力量的我国利率市场化，对银行业绩负面影响是较缓慢和渐进的。理财产品会平稳地较快增长，政府不会激进地推动利率市场化，所以我们判断，利率市场化对银行业绩负面的影响是缓慢和渐进的。

投资建议

行业中长期观点：安全边际高，长期看好。安全边际高的逻辑：业绩稳定增长；低估值（11 年 PB1.4 倍）对应高盈利能力（ROE20%）。长期看好的逻辑在于市场对银行未来的预期过于悲观，市场会不断修复悲观预期。银行景气下滑的幅度和速度将是个缓慢的进程，正如上文讨论的理财产品和利率市场化对银行负面影响一样，是缓慢和渐进的过程。同时，市场对银行各种悲观预期不会同时发生，当对融资平台等贷款风险担忧时，净息差压力就会减少（政府就不会积极推进利率市场化或大幅非对称性加息）。

行业近期观点：建议加仓银行股。前期由于预计融资平台担忧难缓解，我们相对谨慎。7月6日对称加息后，我们对银行股态度转为积极，建议加仓银行股，逻辑如下：1) 前期银行股低迷反映了市场对融资平台担忧，股价已包含对此悲观预期；我们判断短期内融资平台无系统性风险，未来风险取决于宏观经济和系统性改革的实施；银行股安全边际更高。2) 对称加息表明监管部门对银行息差持保护态度，该次加息提升银行11年利润1%左右，提升12年利润2%-3%以上，银行基本面更为扎实。3) 30%以上同比增速中报业绩利于提升市场对银行股情绪。4) 大背景看，货币政策最紧时期或已过去；银行监管政策短期或处于真空期

个股方面，长期看好招行、民生；近期关注华夏、浦发、兴业。

风险提示

宏观经济下滑超预期。

		P/E			P/B			P/PPOP						
		股价	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年			
601398.SH	工商银行	4.34	9.7	8.0	6.8	2.0	1.69	1.43	6.6	5.4	4.6			
601939.SH	建设银行	4.84	9.0	7.3	6.2	1.7	1.50	1.30	5.9	4.9	4.2			
601288.SH	农业银行	2.69	9.2	7.0	5.5	1.6	1.39	1.18	5.3	4.2	3.6			
601988.SH	中国银行	3.13	8.4	7.2	6.3	1.3	1.15	1.02	5.6	4.6	4.0			
601328.SH	交通银行	5.57	8.0	6.4	5.4	1.4	1.20	1.03	5.0	4.0	3.4			
600036.SH	招商银行	13.41	11.2	8.2	6.9	2.2	1.75	1.46	7.4	5.6	4.8			
601998.SH	中信银行	4.55	8.3	8.0	6.8	1.4	1.25	1.09	5.2	5.0	4.2			
600000.SH	浦发银行	10.14	7.6	7.5	6.3	1.2	1.31	1.11	4.9	4.7	4.0			
600016.SH	民生银行	5.77	8.8	7.2	6.2	1.5	1.22	1.04	5.4	4.5	3.9			
601166.SH	兴业银行	14.29	8.3	6.8	5.6	1.7	1.39	1.15	5.9	4.4	3.7			
601818.SH	光大银行	3.38	10.7	8.4	7.1	1.7	1.44	1.23	6.6	5.2	4.4			
600015.SH	华夏银行	11.13	9.3	9.4	7.7	1.6	1.22	1.08	4.5	4.8	4.1			
000001.SZ	深发展A	17.52	9.7	7.7	6.5	1.8	1.47	1.23	6.4	4.8	4.1			
601169.SH	北京银行	10.15	9.3	8.8	7.2	1.5	1.18	1.02	6.5	5.8	4.8			
601009.SH	南京银行	9.16	11.8	8.8	7.1	1.4	1.25	1.09	8.1	6.1	5.0			
002142.SZ	宁波银行	11.31	14.0	11.2	9.1	2.1	1.81	1.59	9.8	7.4	6.0			
上市银行平均			9.6	8.0	6.7	1.6	1.39	1.19	6.2	5.1	4.3			
国有银行			8.9	7.2	6.0	1.60	1.39	1.19	5.7	4.6	4.0			
股份银行			9.2	7.9	6.6	1.62	1.38	1.17	5.8	4.9	4.2			
城商行			11.7	9.6	7.8	1.66	1.42	1.23	8.1	6.5	5.3			
		评级	EPS	2011年	2012年	BVPS	2011年	2012年	PPOPS	2010年	2011年	2012年		
601398.SH	工商银行	增持	0.47	0.57	0.67	2.35	2.73	3.21	0.70	0.85	0.99			
601939.SH	建设银行	增持	0.54	0.66	0.78	2.80	3.22	3.71	0.82	1.00	1.15			
601288.SH	农业银行	增持	0.29	0.39	0.49	1.67	1.94	2.28	0.51	0.64	0.74			
601988.SH	中国银行	增持	0.37	0.43	0.50	2.42	2.72	3.08	0.56	0.69	0.79			
601328.SH	交通银行	增持	0.69	0.87	1.03	3.98	4.63	5.41	1.11	1.39	1.62			
600036.SH	招商银行	买入	1.19	1.63	1.93	6.21	7.65	9.18	1.80	2.40	2.81			
601998.SH	中信银行	增持	0.55	0.57	0.67	3.19	3.63	4.19	0.87	0.91	1.07			
600000.SH	浦发银行	增持	1.34	1.35	1.62	8.59	7.75	9.10	2.08	2.15	2.51			
600016.SH	民生银行	买入	0.66	0.81	0.92	3.94	4.74	5.54	1.07	1.29	1.48			
601166.SH	兴业银行	增持	3.09	2.10	2.56	15.35	10.29	12.42	4.40	3.22	3.90			
601818.SH	光大银行	中性	0.32	0.40	0.47	2.01	2.35	2.75	0.51	0.65	0.76			
600015.SH	华夏银行	增持	1.18	1.18	1.44	1.13	1.03	2.45	2.30	2.68	2.68			
000001.SZ	深发展A	增持	1.80	2.28	2.70	9.62	11.92	14.28	2.72	3.63	4.38			
601169.SH	北京银行	增持	1.09	1.15	1.40	6.84	8.62	9.9						

资料来源：华泰联合证券研究, 公司公告



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn