

银行 II 行业专题报告

利率市场化的国际比较及结构性影响

沐华 分析师

电话: 020-87555888-8339

eMail: mh@gf.com.cn

执业编号: S0260511020012

利率市场化的国际经验

通过分析美国和香港等国家和地区的利率市场化进程,我们得到以下四点启示:(1)渐进式改革更容易获得成功;(2)稳定的经济环境和完善的金融监管是利率市场化顺利进行的必要条件;(3)利率市场化在短期内将对银行存贷利差和资产质量形成负面影响;(4)长期来看,存贷利差企稳回升,银行综合竞争力得到提高。

中国进一步推进利率市场化的可能路径

我们认为,中国推进利率市场化改革的时机基本成熟。贷款方面,央行将逐步扩大利率下限浮动范围,并择机取消贷款利率下限;存款利率市场化可能选择在货币环境较宽松时推出,先放开长期、大额存款利率,然后逐渐放宽期限和额度限制。策略上,预计央行会选取部分治理结构完善、资本约束较强的银行进行试点,再向所有银行推广。

利率市场化的一般性影响

首先,利率市场化在短期内将造成银行存贷利差收窄,但这种影响会随着改革的分步推进而得到极大缓释;其次,利率市场化作为中间业务发展的催化剂和推动力,将会刺激银行非利息收入的增长;再次,利率市场化迫使银行追求贷款的更高收益,从而信贷成本有一定上升要求。

我们预计利率市场化改革使银行存贷利差收窄 77-115BP,同时中间业务收入/总资产上升 40-60BP,根据我们的测算,上市银行加权风险资产收益率将下降 1-20BP,至 1.65%-1.84%。也就是说,中间业务收入的增长难以完全抵御利差收窄的冲击。

利率市场化的结构性影响

利差方面,预计国有银行和城商行受利率市场化冲击较小,多数股份制银行的存款成本将承受较大压力,不过部分议价能力强的银行可将压力转嫁给客户;中间业务方面,国有银行和民生银行、招商银行收入水平较高。综上,我们认为国有大行和民生银行、招商银行受利率市场化影响较小。

投资建议与风险提示

利率市场化会在短期内造成银行存贷利差收窄,并且刺激银行中间业务的发展。此外,利率市场化对不同类别的银行影响存在差异,总体来看国有银行和民生银行、招商银行等受利率市场化影响较小。个股方面,我们认为具备以下特征的银行受利率市场化的影响较小,并且有望在长期受益于利率市场化:一是活期存款占比高,存款成本具有优势的银行(如:农业银行、宁波银行、招商银行、建设银行);二是中小企业客户占比高,贷款议价能力强的银行(如:民生银行、宁波银行、兴业银行、深发展);三是中间业务表现突出的银行(如:四大行和民生银行、招商银行)。综合来看,我们推荐**民生银行、农业银行、招商银行和宁波银行**。

风险提示:1、欧债危机蔓延,进出口增速下滑带来经济增速下滑风险;2、经济波动对地方债务及银行资产质量形成阶段性压力。

目录索引

一、利率市场化的国际经验	4
(一) 美国: 结构调整助息差回升, 坏账增加致盈利下滑	4
(二) 香港: 存款利率不升反降, 贷款需求不足致息差下滑	9
(三) 韩国: 四阶段稳步推进, 二次改革终获成功	12
(四) 拉美国家: 激进式改革致使经济陷入严重动荡	14
(五) 各国利率市场化改革的启示	16
二、中国的利率市场化实践	17
(一) 中国利率市场化进程回顾	17
(二) 进一步推进利率市场化的可能路径	21
三、利率市场化对中国银行业影响分析	22
(一) 一般性影响: 中间业务收入增长难以完全抵御利差收窄的冲击	22
(二) 结构性影响: 国有银行和民生银行、招商银行等受利率市场化影响较小	24
四、投资建议与风险提示	26

图表索引

图 1: 市场化改革引发利率水平大幅上升, 同时利率波动性显著增强	5
图 2: 银行活期存款占比持续下降	5
图 3: 利率市场化对银行净息差的影响仅在短期内存在	5
图 4: 房地产抵押贷款占比大幅提高	6
图 5: 贷款在总资产中的比重显著上升	6
图 6: 利率市场化期间银行中间业务收入增长迅速	7
图 7: 20 世纪 80 年代中期, 美国房地产价格开始下跌	7
图 8: 20 世纪 80 年代末, 房地产贷款质量迅速恶化	8
图 9: 信用成本上升是导致银行 ROE 下降的主因	8
图 10: 储贷危机后银行业集中度有所提高	8
图 11: 存款利率不升反降, 存贷利差总体扩大	9
图 12: 贷款在总资产中的比例下降	10
图 13: 银行净息差总体收窄	10
图 14: 银行业盈利能力总体下滑	10
图 15: 亚洲金融危机导致银行业信用成本大幅上升	11
图 16: 利率市场化并未对银行股估值形成明显影响	11
图 17: 银行业兼并重组加速	12
图 18: 利率市场化的每一步都伴随着市场利率的短暂上升	13
图 19: 利率市场化前期贷款增速高于存款, 后期存款增速高于贷款	14
图 20: 银行活期存款占比持续下降	14
图 21: 1971-1985 年阿根廷经济增长、通货膨胀及利率变动	15
图 22: 1970-1985 年智利经济增长、通货膨胀及利率变动	15
图 23: 利率市场化后银行信贷规模迅速膨胀	16

图 24: 利率管制放开后, 境内美元存款利率与美国联邦基金利率保持良好相关性	18
图 25: 中国利率市场化期间信贷增长平稳	19
图 26: 基准利率上浮贷款占比与市场利率相关性较高	20
图 27: 协议存款平均利率随市场利率波动	20
图 28: 存款实际利率为负, 导致银行存款增速下降	21
图 29: 基准利率下浮贷款占比降至 10% 以下	21
图 30: 中国银行业中间业务收入发展相对滞后	23
图 31: 国有银行和城商行活期存款占比较高	24
图 32: 城商行和部分股份制银行贷款定价能力较强	25
图 33: 国有银行和民生银行、招商银行中间业务收入占比领先	25
表 1: 美国利率市场化的主要步骤	4
表 2: 香港的利率市场化进程	9
表 3: 韩国利率市场化的四个主要阶段	13
表 4-1: 中国银行间同业拆借利率市场化进程	17
表 4-2: 中国债券市场利率市场化进程	18
表 5: 中国境内外币存贷款业务的利率市场化进程	18
表 6-1: 人民币贷款业务的利率市场化进程	19
表 6-2: 人民币存款业务的利率市场化进程	19
表 7: 1 年期以上的中长期存款占比仅为 6% 左右	22
表 8: 利率市场化将使上市银行 RORWA 下降 1-20BP	24

2011年全国两会上，“稳步推进利率市场化改革”被写入十二五规划；4月20日，国务院部署2011年深化经济体制改革重点工作，推进利率市场化位列其中。此前，央行行长周小川也就利率市场化问题公开发表专栏文章……种种迹象表明，利率市场化改革有望在近年取得实质性突破。本报告结合国外利率市场化的经验，对我国进一步推进利率市场化改革的路径及其对银行业的影响做出分析。

一、利率市场化的国际经验

（一）美国：结构调整助息差回升，坏账增加致盈利下滑

1、改革背景与推进步骤

美国的利率市场化主要是对存款利率放松管制的过程。20世纪60年代开始，通货膨胀率不断走高，市场利率也随之上升，但是银行存款利率由于受到Q条例的限制远低于市场利率（Q条例规定银行不允许对活期存款支付利息，并且对定期存款利率上限做出规定），导致银行存款流失，金融脱媒愈演愈烈。因而，Q条例的合理性受到了广泛质疑，当局开始考虑放松利率管制。美国的利率市场化改革于1970年启动，前后经历了16年，到1986年才正式完成（如表1）。

表 1：美国利率市场化的主要步骤

时间	事件
1970年6月	取消10万美元以上、90天以内大额存款利率管制
1973年5月	取消所有大额存单的利率管制
1973年11月	取消1000万美元以上、期限在5年以上的定期存款利率上限
1978年6月	允许存款机构引入货币市场存款账户（6月期以上，1万美元以上）
1980年3月	通过《废止对存款机构管制及货币控制法案》，承诺6年内取消存款利率上限规定
1980年12月	允许所有金融机构开办NOW账户业务
1982年5月	准许存款机构引入短期货币市场存款账户（91天以上，75000美元以上），取消6个月以上定期存款利率管制
1982年12月	准许存款机构引入2500美元的货币市场存款账户
1983年1月	准许存款机构引入可转让存款通知书账户
1983年10月	取消所有定期存款利率上限
1986年3月	取消NOW账户利率上限
1986年4月	取消存折账户的利率上限，同时管理当局设定存款利率上限的权利到期，利率市场化进程结束

数据来源：广发证券发展研究中心

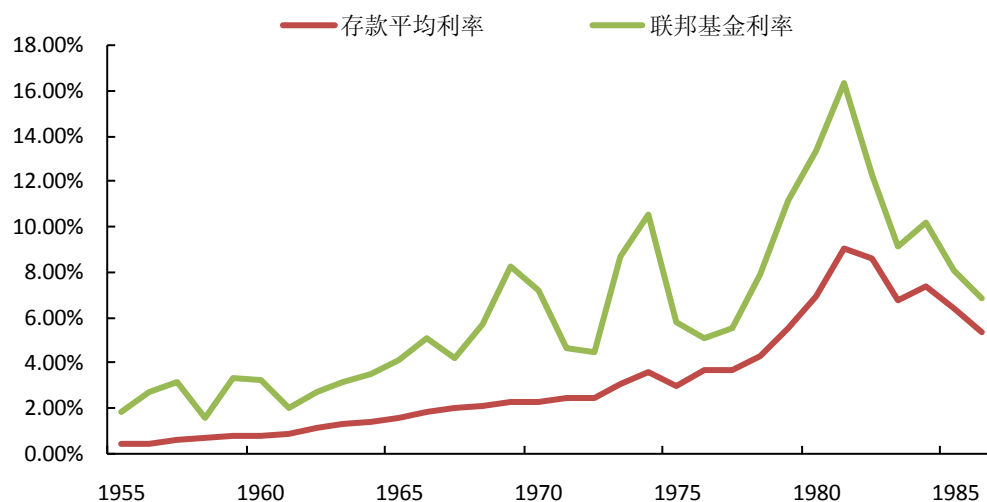
2、利率市场化的影响

利率市场化对美国经济和银行业的影响如下：

利率方面，市场化改革引发利率水平大幅上升，波动性显著增强。1955年-1970年，美国联邦储蓄保险银行（FDIC）平均存款利率上升1.92%，远低于联邦基金利率5.4%的升幅；随着利率管制逐步放开，银行存款利率大幅上升，由1970年的2.28%升至9%以上

(图1)。此外，利率波动性显著增强，对银行的风险控制提出更高要求。

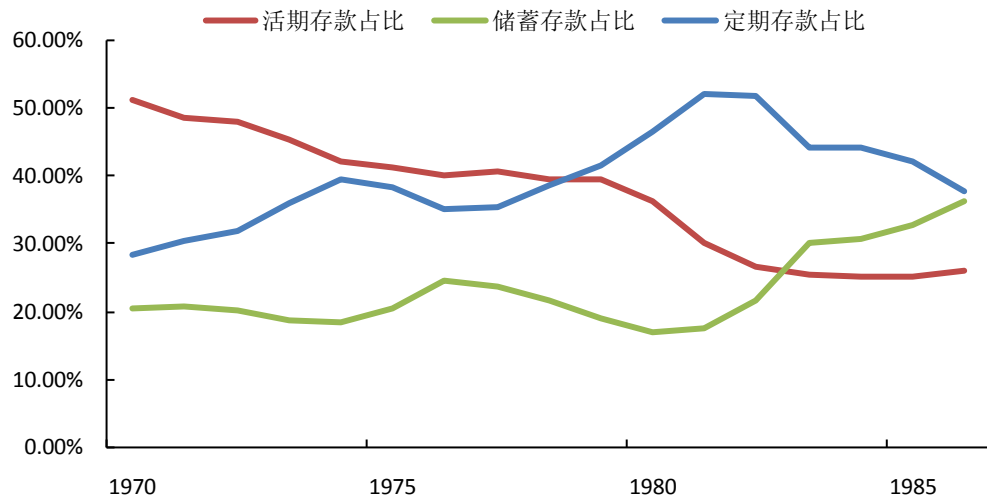
图1：市场化改革引发利率水平大幅上升，同时利率波动性显著增强



数据来源：FDIC、CEIC、广发证券发展研究中心

存款结构方面，利率市场化进程中活期存款占比持续下降。美国的利率市场化只是取消了对定期存款和储蓄存款的利率管制，而银行不得对活期存款支付利息的规定并没有废除，因而随着利率市场化的进行，活期存款的吸引力显著下降，活期存款在银行存款中的占比不断下滑（图2）。

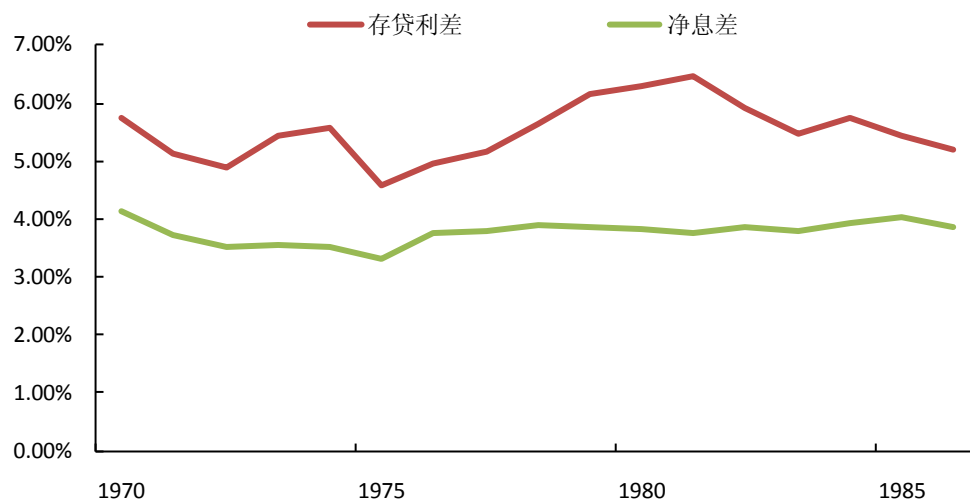
图2：银行活期存款占比持续下降



数据来源：FDIC、广发证券发展研究中心

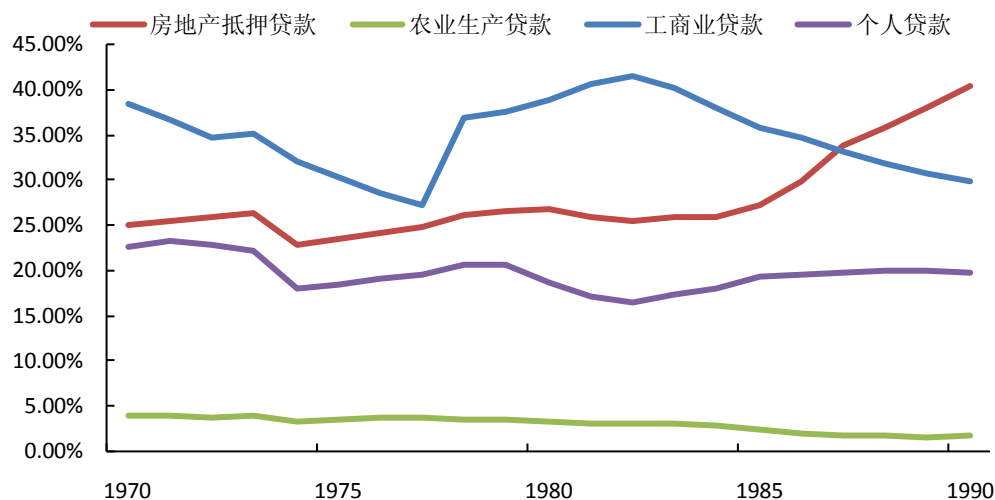
息差方面，银行存贷利差和净息差在利率市场化初期明显收窄，之后随着资产结构和信贷结构的调整逐步企稳回升。1970-1975年，利率管制放松后银行存款利率迅速上升，造成存贷利差和净息差分别收窄117BP和83BP（图3）。但是银行通过调整贷款结构，增加收益较高的房地产抵押贷款（图4）；以及主动进行资产负债管理，提高贷款在总资产中的比重（图5），存贷利差和净息差逐渐恢复到利率市场化之前的水平。

图3：利率市场化对银行净息差的影响仅在短期内存在



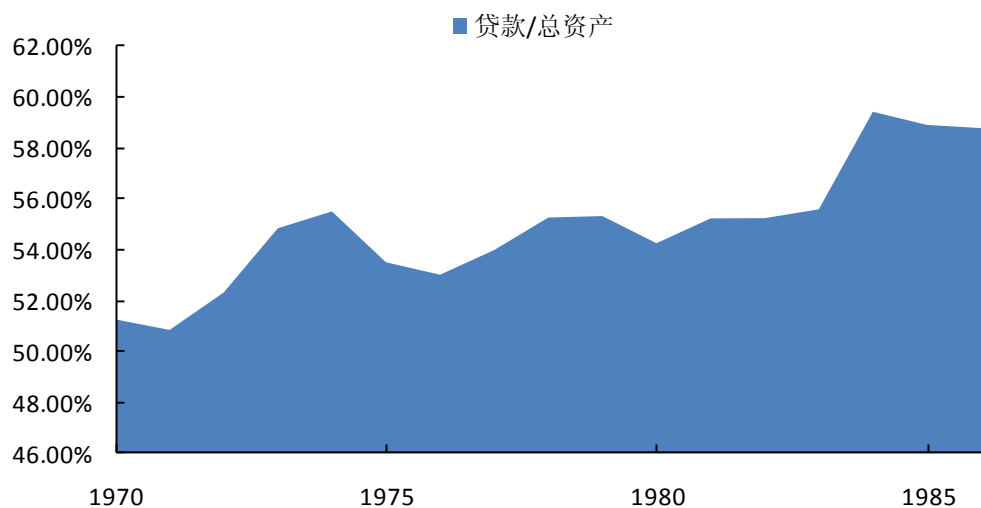
数据来源：FDIC、广发证券发展研究中心

图4：房地产抵押贷款占比大幅提高



数据来源：FDIC、广发证券发展研究中心

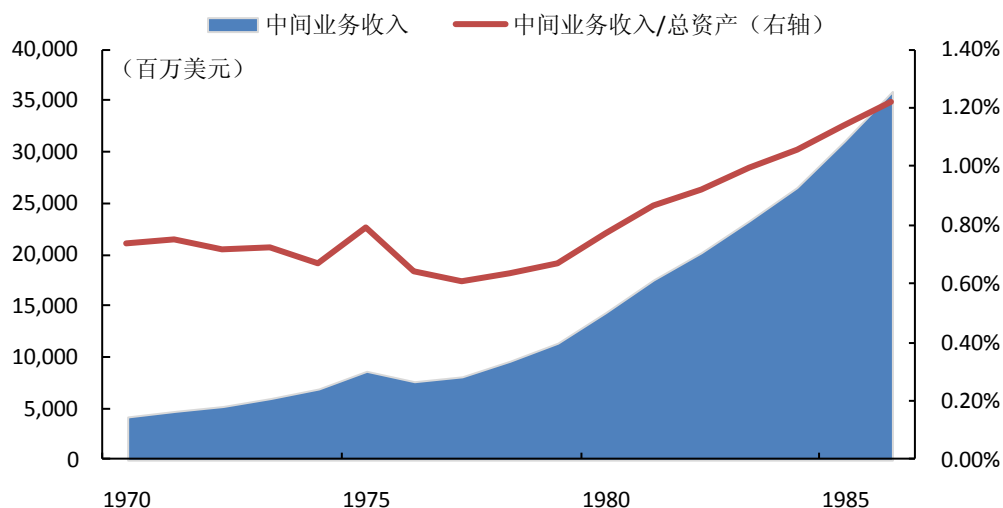
图5：贷款在总资产中的比重显著上升



数据来源：FDIC、广发证券发展研究中心

业务结构方面，利率市场化促进了中间业务的发展，中间业务收入占比持续提升。利率市场化在短期内给银行存贷利差造成了较大冲击，导致净利息收入增速下滑，银行不得不通过发展中间业务寻求新的利润增长点。利率市场化期间，美国银行业中间业务收入增速明显高于净利息收入，中间业务收入/总资产也由0.74%上升至1.22%（图6）。

图6：利率市场化期间银行中间业务收入增长迅速

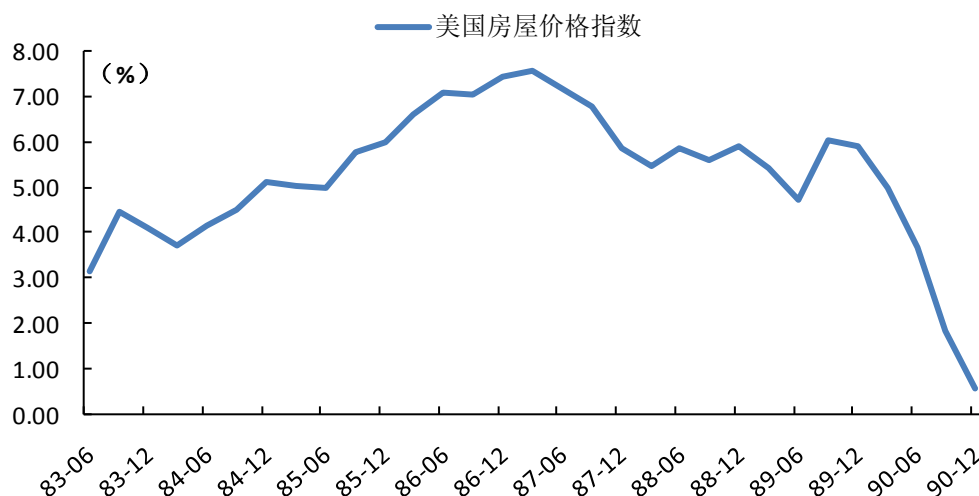


数据来源：FDIC、广发证券发展研究中心

资产质量方面，利率市场化使银行风险偏好上升，房地产贷款规模大增，最终引发“储贷危机”。利率市场化之后，银行通过提高贷款收益率来缓冲存款成本上升的不利影响，这在某种程度上是以提高风险容忍度为代价的。20世纪80年代中期，银行信贷中房地产抵押贷款占比由25%上升至40%，但此时房地产行业的繁荣已接近尾声，房价开始大幅下跌（图7），造成房地产贷款的拖欠率不断攀升（图8）。贷款质量的恶化给银行带来巨大损失，尤其是以房地产抵押为主要业务的储蓄贷款协会大量倒闭，“储贷危机”爆发。

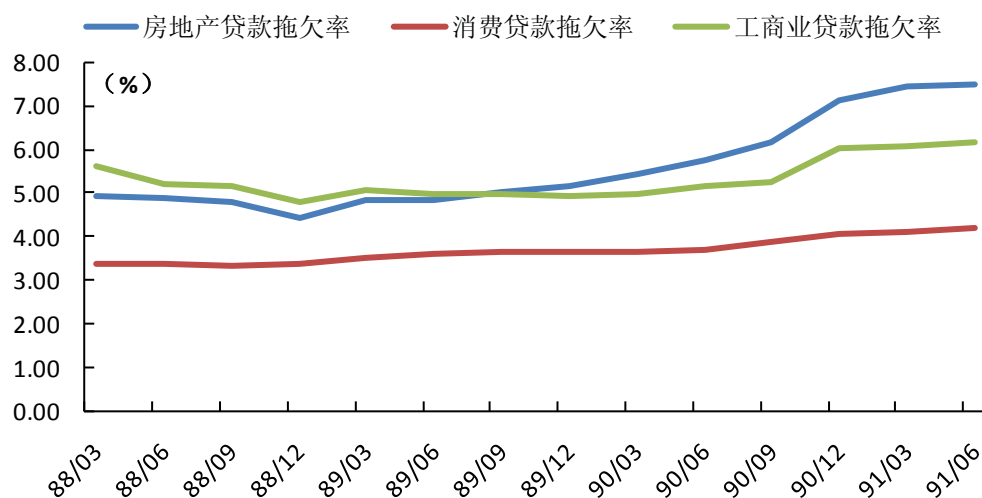
由于信用成本大幅上升，银行盈利能力呈现下滑趋势，ROE由11.92%下降至9.56%（图9）。此外，由于部分银行经营不善，行业整合加快，美国储蓄保险银行数量从1986年开始迅速减少（图10），行业集中度有所提高。

图7：20世纪80年代中期，美国房地产价格开始下跌



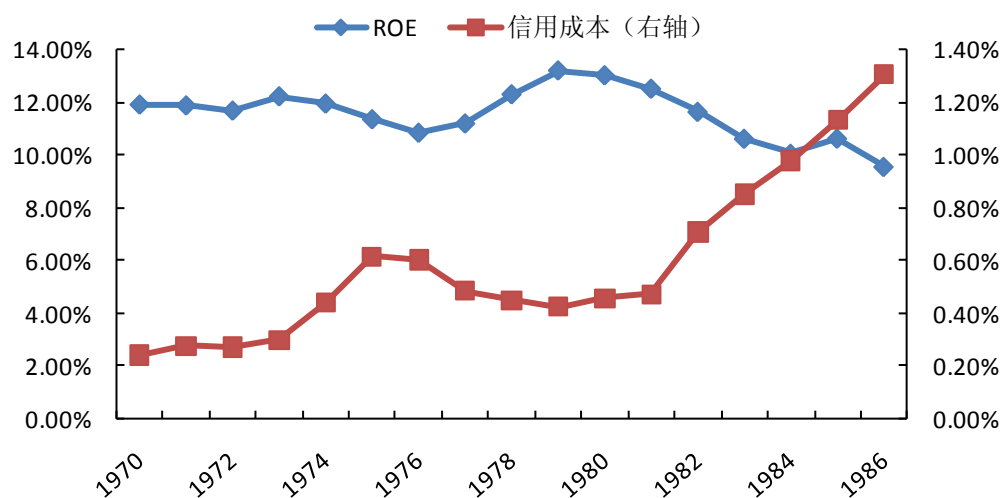
数据来源：WIND资讯、广发证券发展研究中心

图8：20世纪80年代末，房地产贷款质量迅速恶化



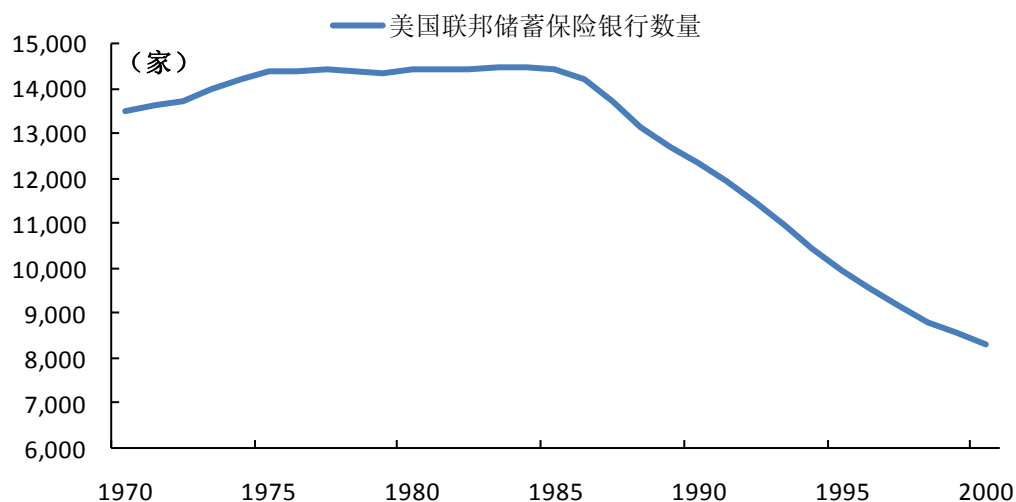
数据来源：WIND资讯、广发证券发展研究中心

图9：信用成本上升是导致银行ROE下降的主因



数据来源：FDIC、广发证券发展研究中心

图10：储贷危机后银行业集中度有所提高



数据来源：FDIC、广发证券发展研究中心

（二）香港：存款利率不升反降，贷款需求不足致息差下滑

1、改革背景与推进步骤

20世纪60年代，香港廖创兴银行危机后，当局开始对存款利率实施管制。直到90年代中期，出于促进香港金融市场开放，增强银行业竞争力的考虑，香港金管局加紧推进利率市场化改革。香港的利率市场化进程从1994年10月开始，其间受亚洲金融危机影响一度中断，直到2001年7月才正式完成（如表2）。

表 2：香港的利率市场化进程

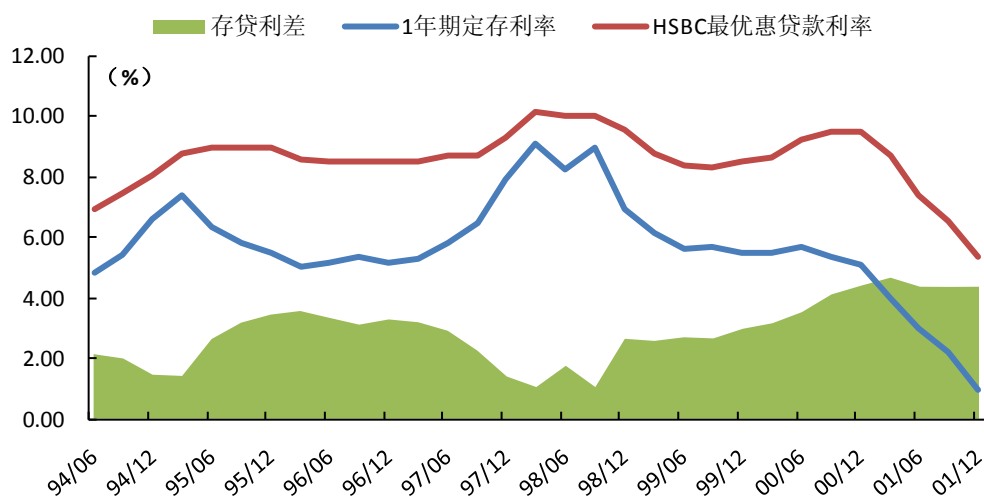
时间	进程
1994年10月	撤销一个月以上定期存款利率限制
1995年11月	放开7天以上定期存款利率，只对往来存款、储蓄存款以及7天以下定期存款进行管制
2000年7月	开始放开7天以下的定期存款利率
2001年7月	全面撤销所有利率协议，原来仍受到利率协议保护的支票账户、储蓄账户和6天以下的定期存款，都由商业银行自主确定利率水平

数据来源：广发证券发展研究中心

2、利率市场化的影响

一是存款利率不升反降，存贷利差总体扩大。利率市场化初期，银行存款利率曾出现短期内急速上升的情况，但随即开始回落；整体来看，除亚洲金融危机时期外，利率市场化期间银行存款利率呈下滑趋势，主要因为市场流动性非常充裕，银行贷款需求不足，因而撤销利率管制并未形成各银行竞相追逐存款的局面。受此影响，银行存贷利差总体扩大，仅在改革初期和金融危机时期分别收窄58BP和215BP。

图11：存款利率不升反降，存贷利差总体扩大

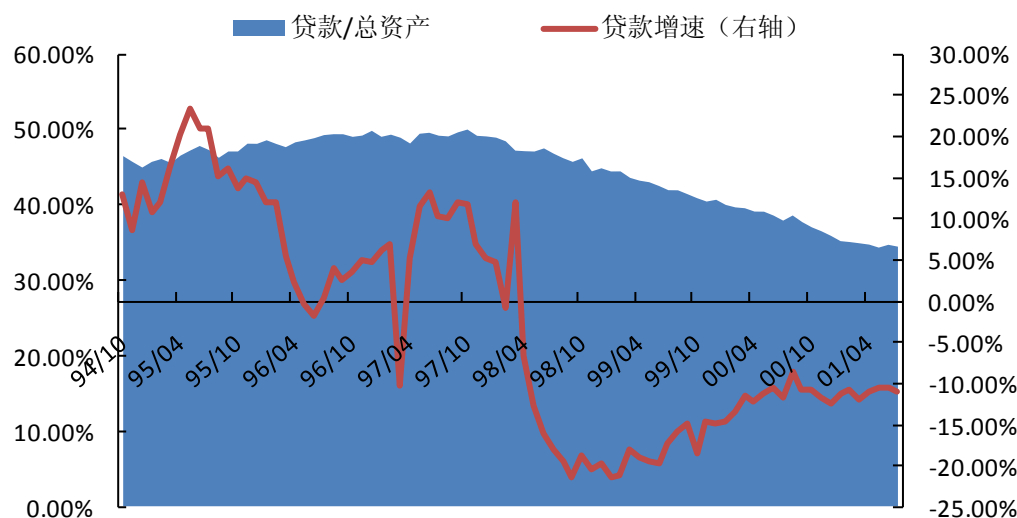


数据来源：香港金管局、广发证券发展研究中心

二是净息差受贷款需求不足的影响总体收窄。虽然存贷利差有所扩大，但是金融危机后社会贷款需求萎缩，贷款出现持续负增长，贷款占总资产的比重由50%左右下降至

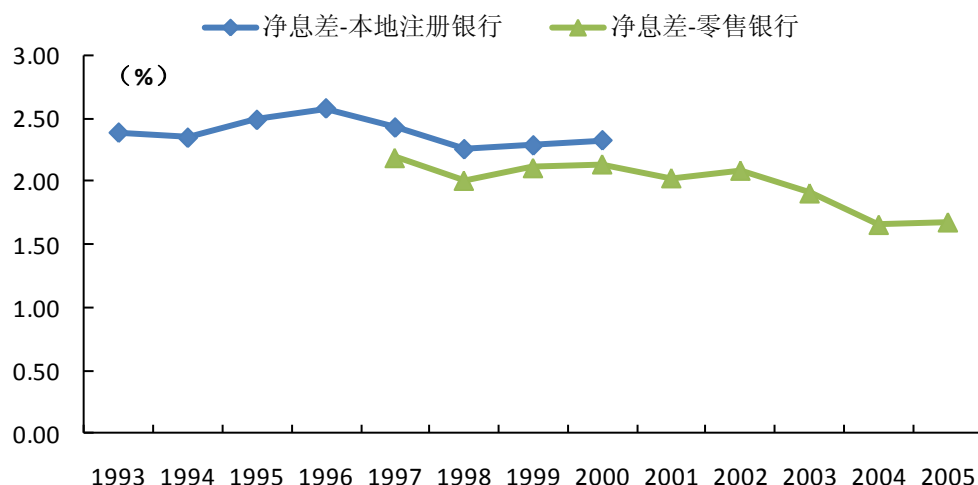
34%（图12）；银行只能将剩余资金配置债券投资等，净息差总体收窄（图13），不过这与利率市场化并无直接关系。

图12：贷款在总资产中的比例下降



数据来源：香港金管局、广发证券发展研究中心

图13：银行净息差总体收窄



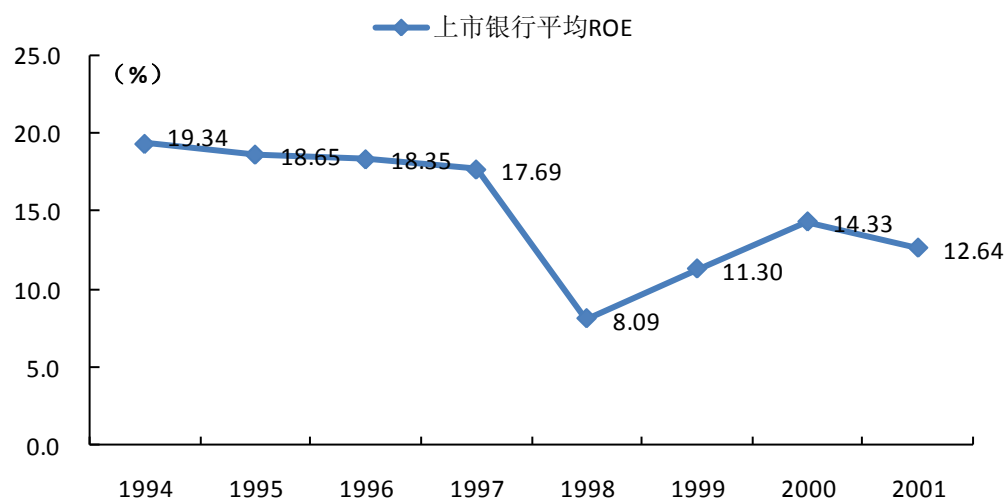
数据来源：香港金管局、广发证券发展研究中心

注：金管局2001年变更统计口径，由本地注册银行至零售银行

三是中间业务开始受到重视。在息差收窄的刺激下，银行开始将注意力转向证券、信托基金、保险、私人银行等中间业务。香港上市银行中间业务收入/总资产由利率市场化之前的0.8%左右最高上升至1.25%。

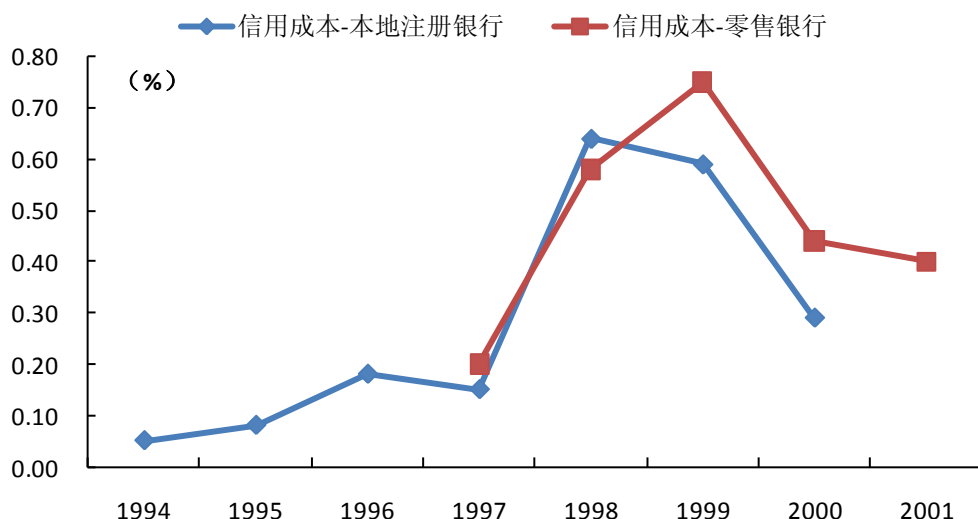
四是盈利能力整体下滑。利率市场化初期，存贷利差虽有所收窄，但银行通过提高贷款在总资产中的比重（图12），净息差并未受到明显影响（图13），银行ROE也基本保持平稳（图14）；随着亚洲金融危机的爆发，银行资产质量迅速恶化，大量计提拨备（图15），拖累ROE大幅下滑；99年之后，随着中间业务发展良好以及信用成本回落，银行ROE开始稳步回升。总体来看，利率市场化后银行盈利能力有所下滑，主要是贷款需求不足，净息差收窄造成的。

图14：银行业盈利能力总体下滑



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

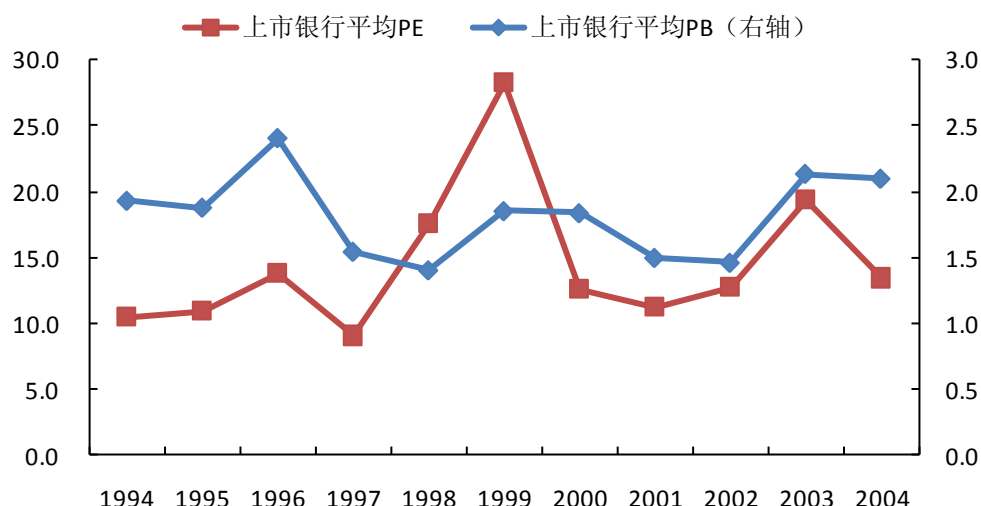
图15: 亚洲金融危机导致银行业信用成本大幅上升



数据来源: 香港金管局、广发证券发展研究中心

五是利率市场化并未对银行股的估值形成明显影响。虽然银行业盈利能力整体下滑,但是银行股的估值并未受到负面影响,利率市场化后银行股的PE和PB甚至高于之前的水平(图16),显示市场对于利率市场化提高银行业竞争力的乐观态度。

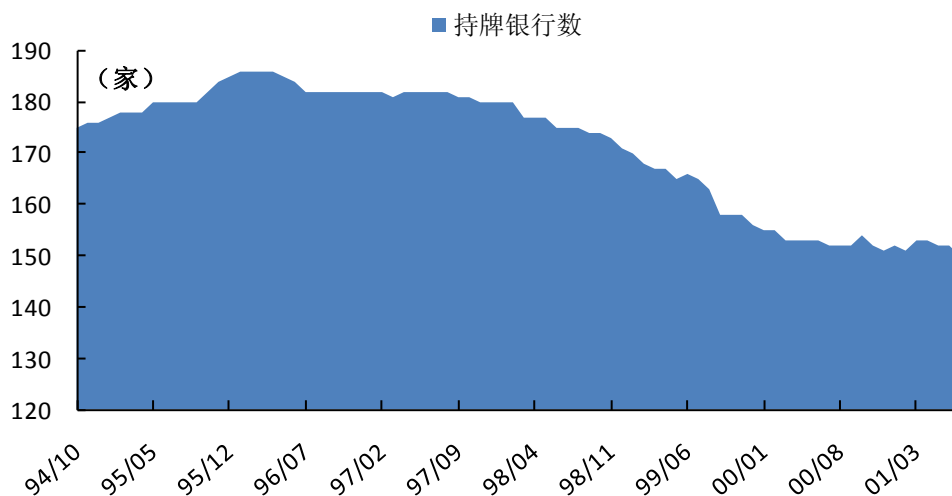
图16: 利率市场化并未对银行股估值形成明显影响



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

六是促进市场细分和行业整合。利率市场化后银行经营策略出现分化，大银行降低存款利率，并且对小额客户收取管理费，而中小银行则通过保持较高存款利率和推出不收费服务来吸引被大银行挤出的客户；行业整合方面，为应对激烈的竞争，中小银行逐步走向合并和联盟，持牌银行数目由94年底的175家降至01年的150家（图17）。

图17: 银行业兼并重组加速



数据来源: 香港金管局、广发证券发展研究中心

（三）韩国：四阶段稳步推进，二次改革终获成功

1、改革背景与推进步骤

与众多新兴市场国家相似，韩国政府对利率实行严格管制，通过将其限制在极低水平保障重点行业的信贷配给。1979年，第二次石油危机和韩国政局的动荡导致企业经营不断恶化，于是韩国开始放弃政府主导型的管理政策，对利率体制进行改革。

韩国先后进行了两次利率市场化改革。第一次开始于1981年，到88年12月，已经放开除政策性贷款外的所有存贷款利率。但是89年初韩国经济迅速恶化，通货膨胀加剧，市场利率飙升，韩国央行不得不对已放开的利率再次实行管制，利率市场化宣告失败。

91年前后，韩国经济增长开始放缓，资金需求逐渐缓和。韩国政府趁机推出一项分四阶段放开利率的计划，再次启动利率市场化改革。吸取第一次改革失败的教训，该计划制定了三个原则：即先贷款后存款的原则；在贷款利率方面先短期后长期的原则；在存款利率和债券利率方面先长期后短期的原则（表3）。

表 3：韩国利率市场化的四个主要阶段

阶段	贷款利率	存款利率
第一阶段 1991/11	放开除央行再贴现支持贷款外的短期贷款利率	取消3年期以上定期存款利率限制
第二阶段 1993/11	除了政府贷款和央行再贴现贷款外，放开所有贷款利率	放开2年期以上长期存款利率
第三阶段 1994/12	放开由央行再融资的贷款利率	缩小可转让存单、大额回购协议以及商业票据的期限，放开1年期以上存款利率
1995/7	放开由央行再贴现支持的贷款利率	取消一个月期内的定期存款利率
第四阶段 1997/7		放开除活期存款外的所有存款利率，实现利率市场化

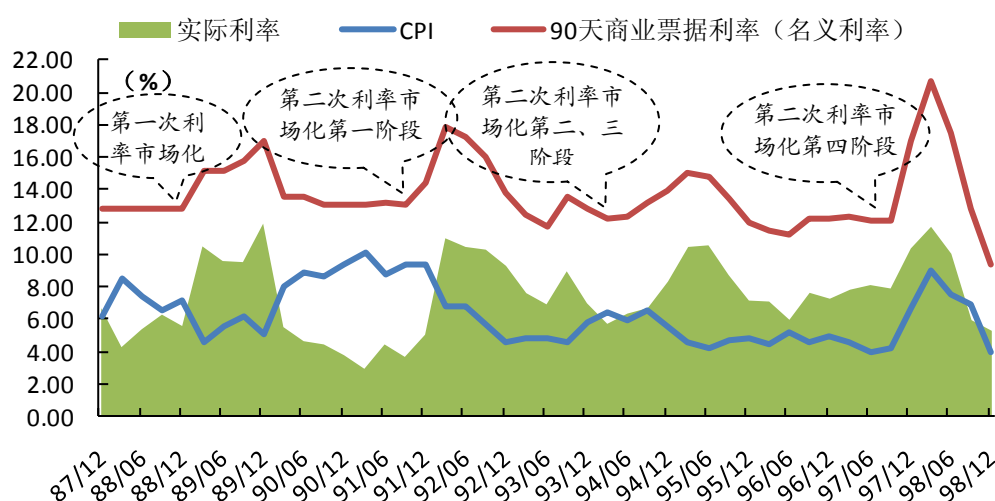
数据来源：广发证券发展研究中心

2、利率市场化的影响

韩国的利率市场化是一场政府主导下的渐进式改革，由于计划充分、步骤合理，改革取得成功，达到了鼓励储蓄的目的，金融部门的发展明显加快。

首先，利率市场化对市场利率形成短暂扰动。如图18所示，韩国利率市场化改革的每一阶段都伴随着名义利率和实际利率的上升，主要是放开管制后银行间存款竞争加剧；但是这种影响仅在短期存在，一般几个月后利率即回落至正常水平，说明利率市场化对市场利率的扰动是短暂的。

图18：利率市场化的每一步都伴随着市场利率的短暂上升

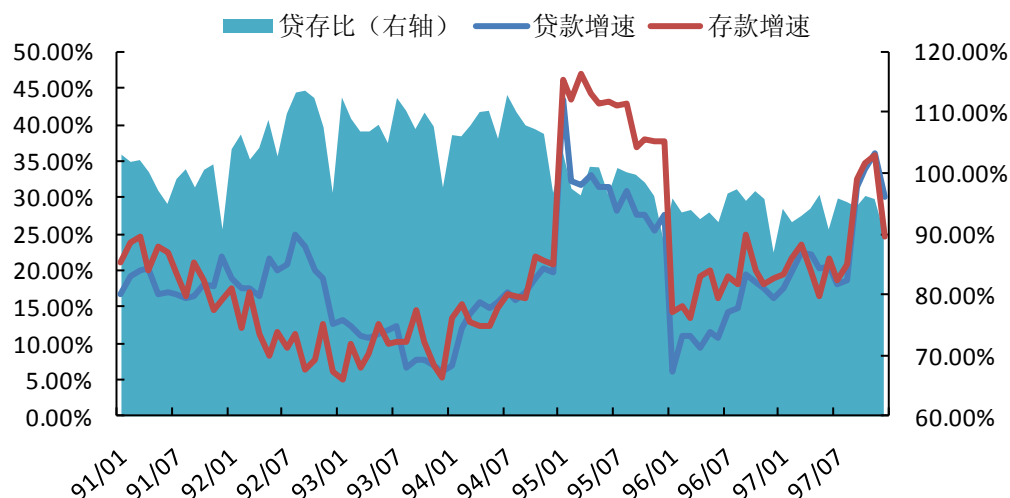


数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

其次，利率市场化刺激存款增长，达到了鼓励储蓄的目的。韩国利率市场化的前两个阶段主要是贷款利率的市场化，随着贷款利率的上升，银行有动力发放更多贷款，贷存比保持高位；94年12月开始，韩国央行逐渐放开占比较高的中短期存款利率，居民储

蓄意愿增强，银行存款增速明显提高，贷存比逐渐回落（图19）。

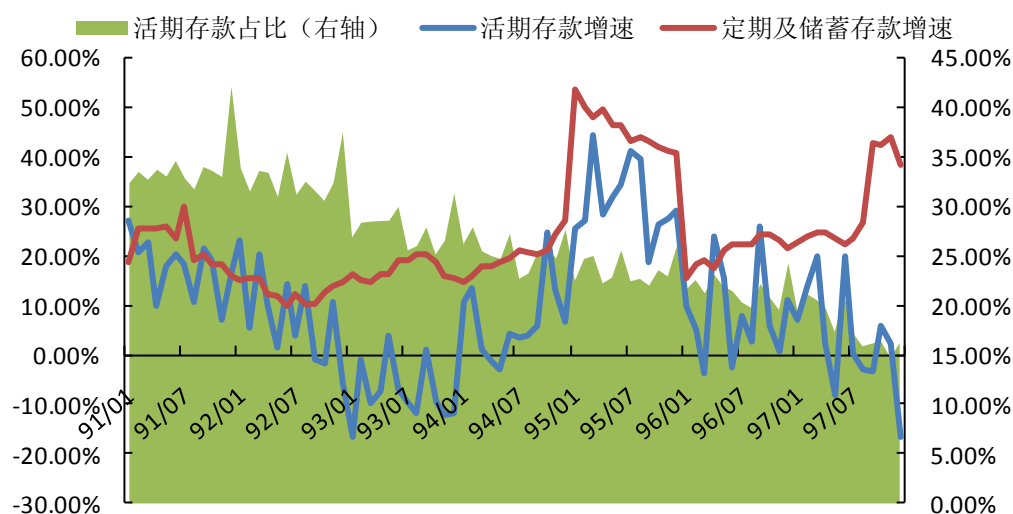
图19：利率市场化前期贷款增速高于存款，后期存款增速高于贷款



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

最后，利率市场化改变了银行存款结构，活期存款占比持续下降。由于活期存款利率一直没有放开，因而随着利率市场化的进行，活期存款的吸引力不断下降，银行活期存款占比由利率市场化开始时的30%下降到15%左右（图20）。

图20：银行活期存款占比持续下降



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

（四）拉美国家：激进式改革致使经济陷入严重动荡

1、改革背景与推进步骤

20世纪70年代中期至80年代初，拉美国家经济严重失衡，GDP增长率剧烈波动，通货膨胀和名义利率节节攀升。许多国家开始效仿工业国的做法，试图通过利率市场化提高金融体系效率，促进经济发展。本报告主要以阿根廷和智利为例说明拉美国家的利率市场化进程。

阿根廷是第一个进行利率市场化改革的发展中国家，1975年阿根廷一次性取消了储

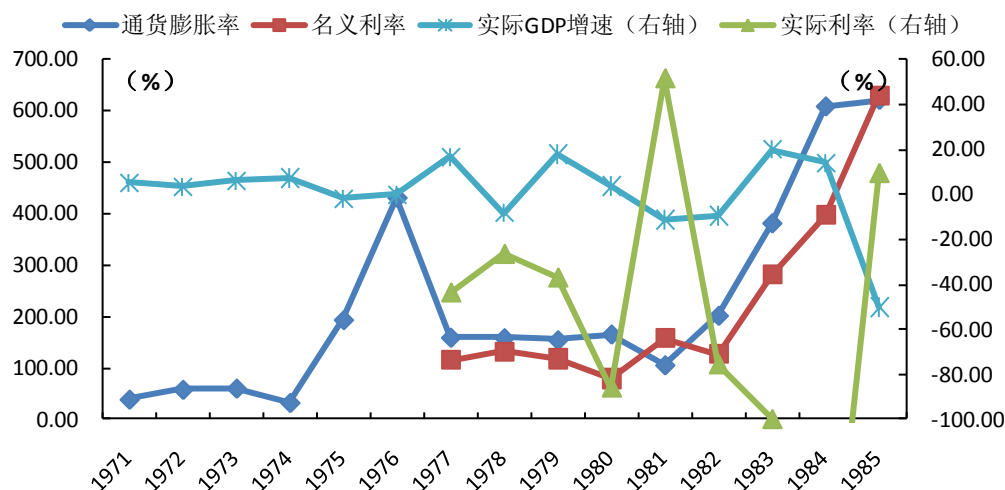
蓄存款利率以外的所有利率限制，1976年9月又放宽了储蓄存款利率的限制，1977年6月实现所有利率的市场化，整个进程只用了两年。智利的改革时间更短，从1974年5月开始放松利率管制，到11月取消了存款利率的限制，1975年4月取消了所有利率管制，仅仅花费了1年时间。

2、改革的效果

与美、韩等国相比，拉美国家的利率市场化属于典型的激进式改革，加之当时经济形势不稳定，以及银行监管缺失，拉美国家的利率市场化造成了非常严重的经济后果。

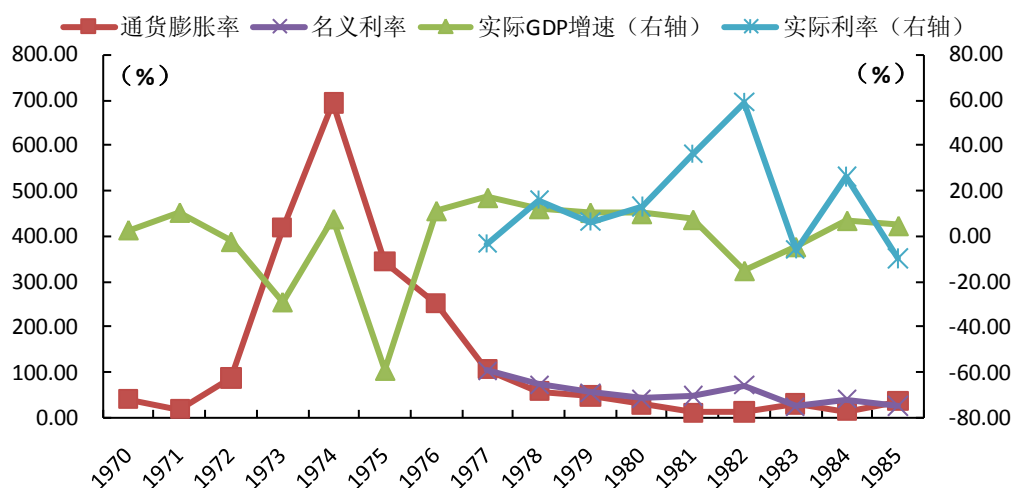
首先，名义利率和通货膨胀率攀升，实际利率巨幅波动。利率市场化完成后的最初几年，阿根廷和智利的通货膨胀率和实际利率明显回落，GDP实现了接近20%的增长，改革初见成效。但是好景不长，80年代后由于经济环境突变，阿根廷的通货膨胀和名义利率迅速上升到了极高的水平，实际利率大幅波动，GDP负增长（图21）；智利也出现类似现象，实际利率最高达到60%，GDP最低出现20%的负增长（图22）。

图21：1971-1985年阿根廷经济增长、通货膨胀及利率变动



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

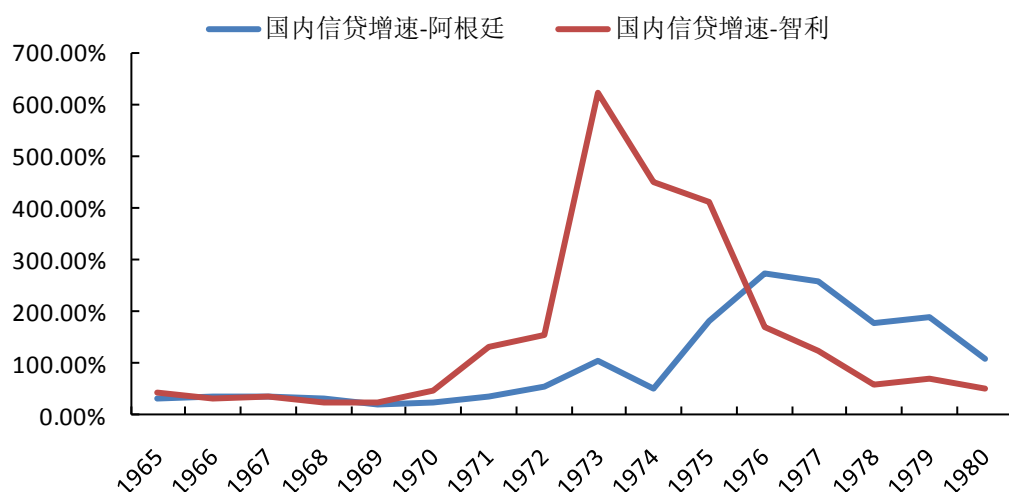
图22：1970-1985年智利经济增长、通货膨胀及利率变动



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

其次，过高的利率产生严重的逆向选择问题，银行贷款质量恶化。过高的利率迫使低风险企业撤出，高风险企业占领金融市场，银行贷款质量下降。阿根廷银行业的不良贷款率由1975年的2%上升到1980年的9%，1982年智利银行业不良贷款占比高达72%。同时，由于国内利率水平远高于国外，银行大量借入外债用于放贷，贷款规模迅速膨胀（图23）。过高的利率以及经济的萧条使得企业财务状况恶化，无力偿还银行贷款，银行陷入严重危机，整个经济也处于动荡之中。

图23：利率市场化后银行信贷规模迅速膨胀



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

（五）各国利率市场化改革的启示

1、渐进式改革更容易获得成功

比较上述国家和地区的利率市场化进程可知，美、韩和香港的利率市场化都经历了较长时间，并且整个改革被分为若干步骤稳步推进，是典型的渐进式改革；而拉美国家则采取了较为激进的方式，在1-2年内即完成了利率市场化。在激进的改革方案中，所有利率同时放开，银行业短时间内难以适应新的规则，金融监管也可能出现疏漏，因而金融体系更容易受到不稳定因素的冲击。相对来说，渐进式改革是一种更加稳健的方式，也更容易获得成功。

2、稳定的经济环境和完善的金融监管是利率市场化顺利进行的必要条件

从韩国和拉美国家的案例可以看出，利率市场化要在经济环境相对稳定的时点推出，尽量减少利率市场化对于金融体系的冲击。阿根廷和智利改革失败的原因之一就是在通货膨胀和利率极高的时点推出利率市场化，结果更加剧了经济的波动；韩国第一次利率市场化也是在1986-1988年经济过热时期推出的，结果受到1989年经济恶化的冲击而宣告失败。

此外，由于利率市场化将不可避免地引起银行存款成本上升，银行往往会扩大贷款规模，并且追逐风险更高的贷款项目，因而需要更加完善的金融监管来保障银行的稳健经营。美国的“储贷危机”和智利大量银行破产都是监管缺失的教训。

3、利率市场化在短期内对银行存贷利差和资产质量形成负面影响

随着利率管制的放松，银行之间的存款竞争将使存款利率不可避免的上升；同时，银行资金成本的上涨也将传导至整个金融市场，导致市场利率上升。美国、香港和韩国的经验都证实：利率市场化初期银行存款利率大幅上升，受此影响，存贷利差和净息差在短期内受到明显冲击。

受利差收窄的影响，银行一方面倾向于以量补价，从而引起贷款规模的膨胀；另一方面，银行努力提高贷款收益率，而这有时是以提高风险容忍度为代价的，并且一旦利率失控，优质企业只得撤出市场，银行的贷款质量将受到威胁。从美国、香港和拉美国家的情况来看，利率市场化之后信贷成本上升的负面影响可能远大于利差收窄本身。

4、长期来看，存贷利差企稳回升，银行综合竞争力得到提高

尽管利率市场化在短期内对银行存贷利差形成冲击，但是银行通过调整信贷结构，增加高收益贷款比重，存贷利差往往能够企稳回升，甚至高于利率市场化之前的水平（图3，图11）。

此外，银行在克服利率市场化不利影响的同时，也提升了自身综合竞争力。一方面，通过大力发展中间业务，非利息收入占比提升，从而摆脱对存贷利差的依赖；另一方面，利差收窄激励银行拓展收益更高的贷款项目，虽然短期内影响资产质量，但是长期来看有利于银行风险定价能力的提高。

二、中国的利率市场化实践

（一）中国利率市场化进程回顾

中国的利率市场化从1996年正式开始，具体可以分为货币市场利率市场化、债券市场利率市场化以及存贷款利率市场化三部分。中国的利率市场化改革遵循了以下思路：即先放开货币市场利率和债券市场利率，再逐步推进存贷款利率的市场化；存贷款利率市场化按照“先外币、后本币；先贷款，后存款；先长期、大额，后短期、小额”的顺序进行。到目前为止，货币市场和债券利率市场化已经完成，外币存贷款利率也已基本放开，央行对人民币业务实行贷款利率的下限管理和存款利率的上限管理。

1、货币市场和债券市场的利率市场化

中国的利率市场化首先放开的是银行间同业拆借利率，从86年允许开展同业拆借业务到96年取消同业拆借利率管制，银行间同业拆借利率的市场化改革经历了11年（表4-1）。债券市场的利率市场化从96年财政部创新国债发行方式开始，到99年基本实现了债券利率的市场化（表4-2）。货币市场和债券利率的市场化完善了利率形成机制，为存贷款利率市场化提供了良好基础。

表 4-1：中国银行间同业拆借利率市场化进程

时间	进程
1986年1月	《银行管理暂行条例》规定银行资金可以相互拆借，拆借期限和利率由双方协商确定

1990年3月	《同业拆借管理试行办法》出台，确定拆借利率实行上限管理原则
1996年1月	所有同业拆借业务均通过全国统一平台办理，生成中国银行间拆借市场利率（CHIBOR）
1996年6月	央行取消银行间同业拆借利率管制，拆借利率由双方根据市场资金供求自主决定

表 4-2：中国债券市场利率市场化进程

时间	进程
1996年	财政部开创性地通过交易所平台实现了利率招标、收益率招标、划款期招标等多种方式的国债市场化发行
1997年6月	银行间同业市场开办债券回购业务，债券回购利率和现券交易价格均由交易双方协商确定，同步实现了市场化
1998年9月	两家政策性银行首次通过央行债券发行系统市场化发行了金融债券
1999年	财政部首次在银行间债券市场以利率招标的方式发行国债

数据来源：广发证券发展研究中心

2、境内外币存贷款业务的利率市场化

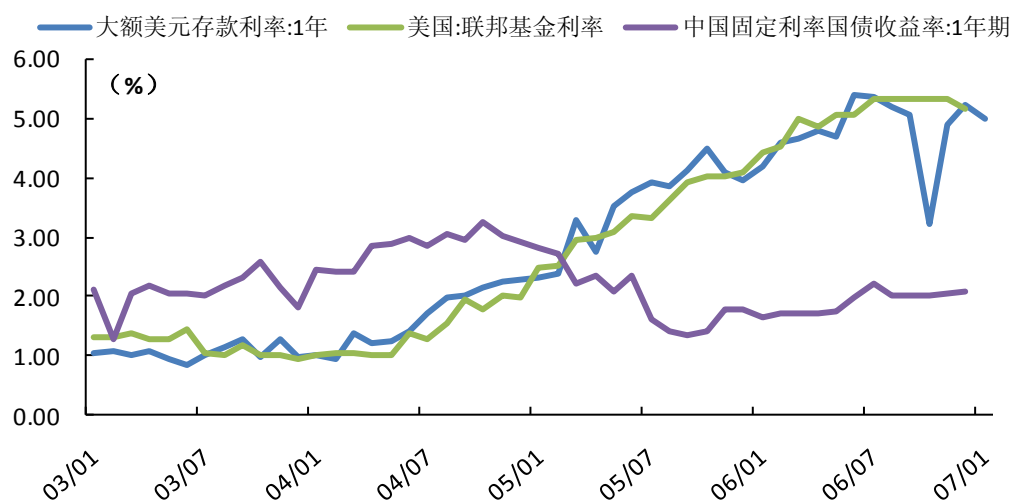
与人民币业务相比，外币存贷款余额相对较小，且市场化基础较为成熟，因而利率市场化步伐较快。到04年已经实现了除短期小额外币存款外的所有外币存贷款利率的市场化，具体进程如表4所示。利率管制放开后，境内美元存款利率与美国联邦基金利率呈现出高度相关性（图24），表明该利率较好地反映了美元的市场供求。

表 5：中国境内外币存贷款业务的利率市场化进程

时间	进程
2000年9月	放开外币贷款利率和300万美元以上大额外币存款利率
2003年7月	小额外币存款利率管制币种由7种外币减少为4种
2003年11月	小额外币存款利率下限放开
2004年11月	1年期以上小额外币存款利率全部放开

数据来源：广发证券发展研究中心

图24：利率管制放开后，境内美元存款利率与美国联邦基金利率保持良好相关性



数据来源：WIND资讯、广发证券发展研究中心

3、人民币存贷款利率市场化

1983年，我国首次允许银行贷款利率在基准利率的基础上上下浮动20%，后来出于保护国有企业的考虑，利率浮动范围缩小至10%以内。现在看来，中国的贷款利率市场化改革就是一个不断放松利率上限直至取消的过程（表6-1），到04年10月，央行基本取消了人民币贷款利率上限，转为实行下限（0.9倍）管理。

与贷款相比，央行对于存款利率市场化的态度更为审慎。目前仅放开了长期大额协议存款利率，对于一般存款则实行严格的利率上限管理（表6-2）。

表 6-1：中国人民币贷款业务的利率市场化进程

时间	进程
1983年	国务院授予人民银行在基准贷款利率基础上，上下各20%的利率浮动权
1996年5月	为减轻企业利息负担，贷款利率上浮幅度由20%缩小为10%，浮动范围仅限于流动资金贷款
1998年10月	金融机构对小企业的贷款利率上浮幅度由10%扩大到20%，农村信用社贷款利率上浮幅度由40%扩大到50%，大中型企业贷款利率最高上浮幅度10%不变
1999年	贷款利率浮动幅度再次扩大，县以下金融机构和商业银行对中小企业的贷款利率上浮幅度扩大到30%，国务院确定的512家大型国有企业贷款利率不上浮
2003年8月	农村信用社改革试点地区信用社的贷款利率浮动上限扩大到基准利率的2倍
2004年1月	商业银行、城市信用社的贷款利率浮动上限扩大到贷款基准利率的1.7倍，农村信用社贷款利率的浮动上限扩大到贷款基准利率的2倍，贷款利率浮动上限不再根据企业性质分别制定
2004年10月	基本取消了金融机构人民币贷款利率上限，仅对城乡信用社贷款利率实行基准利率2.3倍的上限管理，人民币贷款利率过渡到上限放开，管住下限的阶段

表 6-2：中国人民币存款业务的利率市场化进程

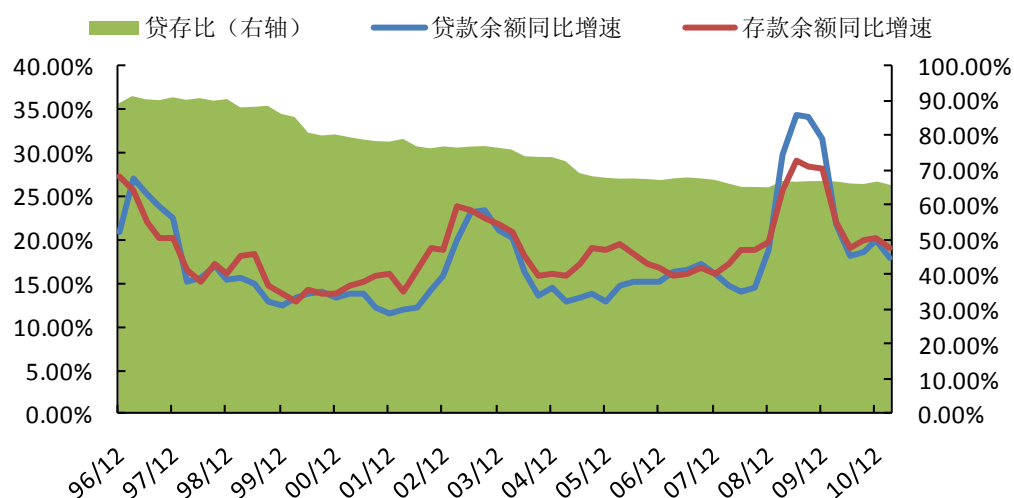
时间	进程
1999年10月	人民银行允许商业银行对保险公司试办长期大额协议存款，利率水平由双方协商确定
2002-2003年	逐步扩大协议存款试点的存款人范围
2004年10月	取消存款利率下限，实行存款利率上限管理

数据来源：广发证券发展研究中心

在国内利率市场化进程中，银行贷款增速较为平稳，并未出现趋势性的信贷扩张（图25）。这一方面因为存款利率尚未放开，银行利差没有受到影响；另一方面也是由于监管部门对银行信贷保持了较为严格的控制。

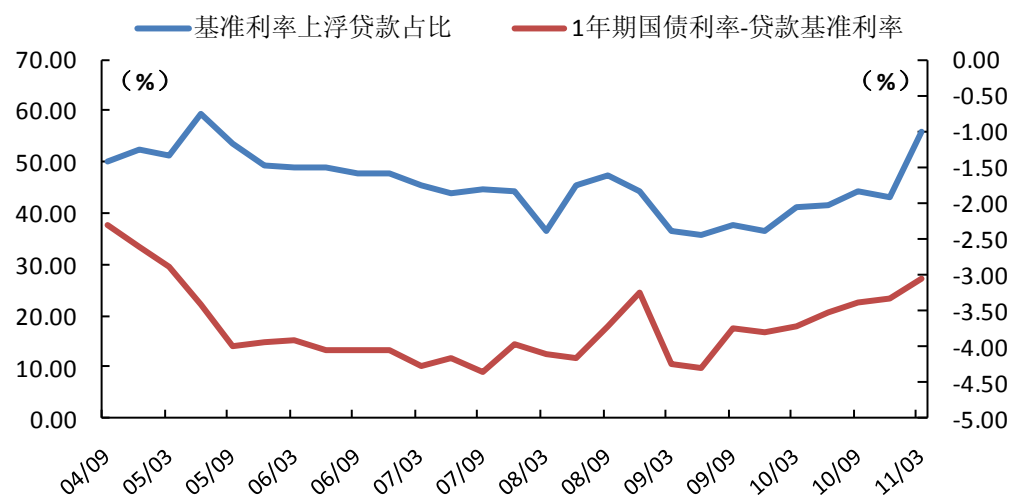
此外，随着贷款利率上限的取消，银行贷款定价的市场化程度不断提高，基准利率上浮贷款占比随市场利率而波动，两者呈现良好的相关性（图26）；存款方面，已经放开的协议存款利率与市场利率同样存在较高的相关性（图27），说明该利率较好的反映了市场资金的供求关系。

图25：中国利率市场化期间信贷增长平稳



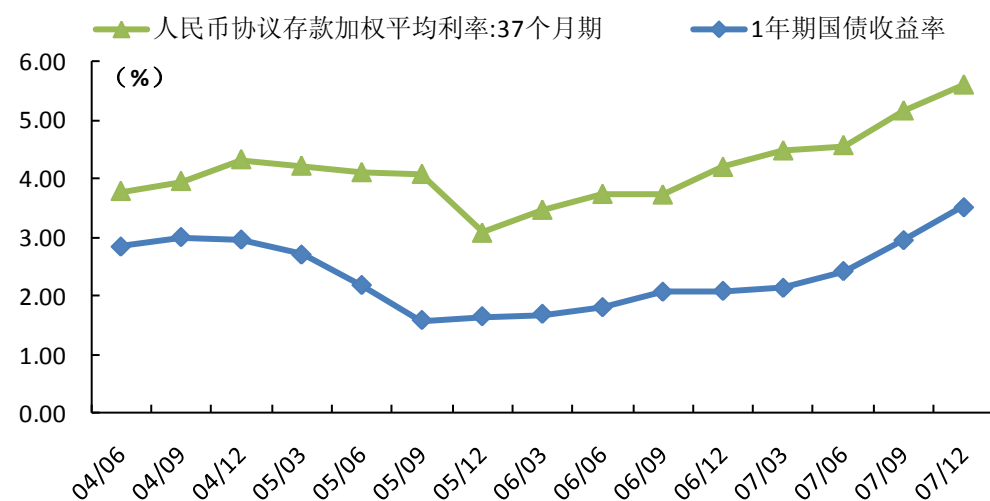
数据来源：WIND资讯、广发证券发展研究中心

图26: 基准利率上浮贷款占比与市场利率相关性较高



数据来源：WIND资讯、广发证券发展研究中心

图27: 协议存款平均利率随市场利率波动

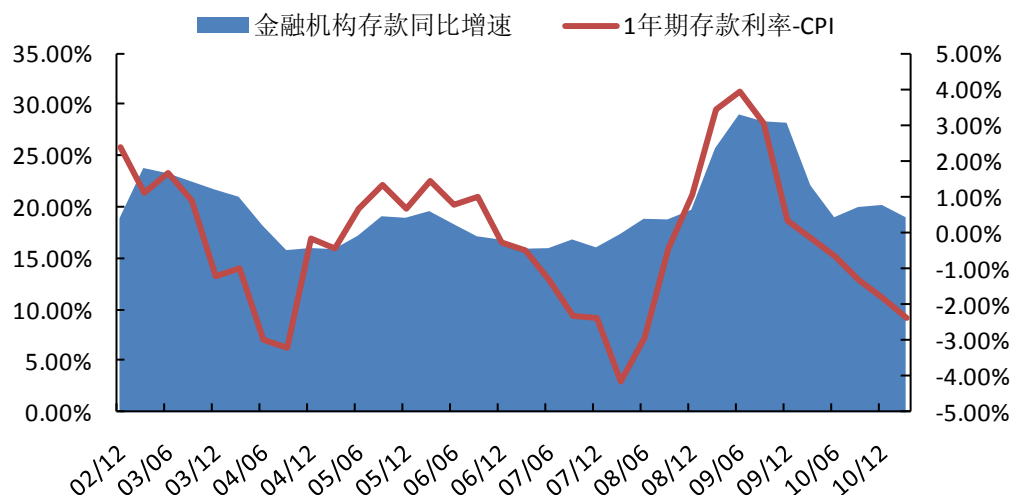


数据来源：WIND资讯、广发证券发展研究中心

（二）进一步推进利率市场化的可能路径

04年以来，我国利率市场化一直没有取得明显进展，主要因为改革已经进入核心区域，目前仅有贷款利率下限以及存款利率上限尚未放开。我们认为，进一步推进利率市场化改革的时机已经成熟：一是当前宏观经济运行平稳，通货膨胀可控，利率市场化改革对经济的冲击有限；二是大部分全国性银行都已完成上市，具备完善的治理结构和财务硬约束，能够经受利率市场化的考验；三是当前实际存款利率为负，银行吸存压力较大（图28），利率市场化有助于刺激存款增长。

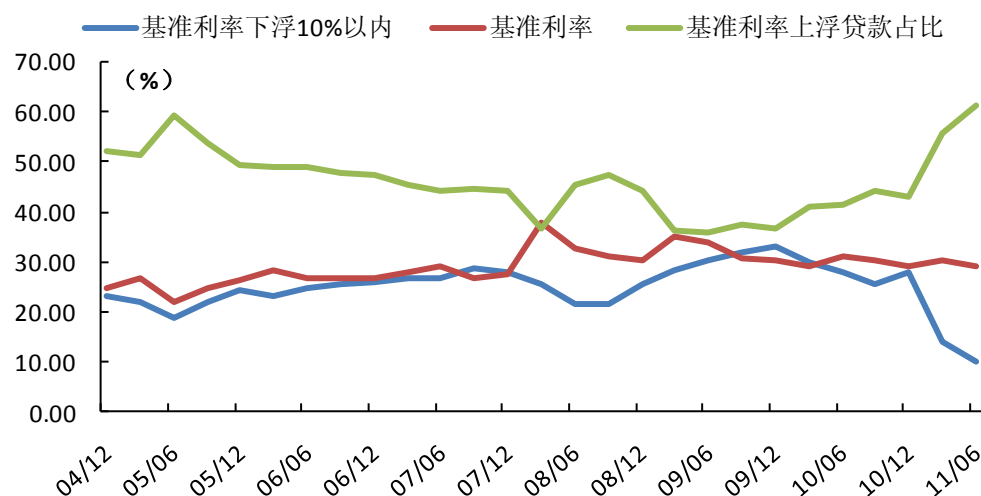
图28：存款实际利率为负，导致银行存款增速下降



数据来源：WIND资讯、广发证券发展研究中心

关于进一步推进利率市场化的可能路径，我们认为：**贷款方面，央行会逐步扩大利率下限浮动范围，并择机取消贷款利率下限。**理由有二：一是在贷款定价能力不断提升的背景下，基准利率下浮贷款占比已经很小（图29），扩大并取消贷款利率浮动下限对银行影响不大；二是当前市场资金面偏紧，贷款供不应求，此时扩大并取消贷款利率浮动下限不会引起银行间的过度竞争。

图29：基准利率下浮贷款占比降至10%以下



数据来源：WIND资讯、广发证券发展研究中心

与贷款相比，央行对存款利率市场化的态度更加谨慎，因为一旦引起价格恶性竞争，便有可能导致市场利率攀升，存款搬家，威胁金融体系的安全。我们认为：时机上，央行会选择在货币环境较宽松时推进存款利率市场化；步骤上，先放开长期、大额存款利率，然后逐渐放宽期限和额度限制；策略上，先选取少数治理结构完善、资本约束较强的银行进行试点，然后向所有银行推广。

表 7：1 年期以上的中长期存款占比仅为 6% 左右

	活期存款	3 个月以内	3-12 个月	1-5 年	5 年以上	不计息
工商银行	52.54%	15.51%	22.67%	6.93%	0.12%	2.23%
建设银行	56.62%	17.30%	21.50%	4.04%	0.08%	0.46%
中国银行	47.59%	22.94%	23.14%	4.72%	0.25%	1.36%
农业银行	57.74%	15.97%	19.94%	5.06%	0.02%	1.28%
交通银行	49.05%	26.29%	20.10%	4.12%	0.00%	0.45%
招商银行	56.87%	22.30%	16.50%	2.85%	1.14%	0.34%
中信银行	48.17%	29.70%	18.32%	3.08%	0.20%	0.53%
民生银行	45.95%	24.07%	28.80%	1.18%	0.01%	0.00%
兴业银行	48.80%	28.02%	16.55%	6.63%	0.01%	0.00%
浦发银行	43.10%	-	-	11.09%	0.09%	0.12%
华夏银行	45.16%	-	-	2.38%	0.04%	0.46%
深发展	31.20%	43.01%	20.63%	5.00%	0.16%	0.00%
北京银行	51.72%	21.17%	16.33%	10.12%	0.65%	0.00%
南京银行	46.91%	22.85%	23.44%	6.08%	0.72%	0.00%
宁波银行	59.21%	13.48%	20.15%	6.81%	0.00%	0.35%
光大银行	45.31%	22.36%	21.87%	9.81%	0.60%	0.00%
上市银行平均	49.12%	23.21%	20.71%	5.62%	0.26%	0.47%

数据来源：银行年报、广发证券发展研究中心

三、利率市场化对中国银行业影响分析

（一）一般性影响：中间业务收入增长难以完全抵御利差收窄的冲击

1、存贷利差短期收窄

短期来看，进一步推进利率市场化将造成存贷利差收窄，但这种影响会随着改革的分步进行而得到缓释。一方面，银行存款作为一种稀缺资源，存款利率管制的放松将加剧银行间的价格竞争，从而推高资金成本；另一方面，放开贷款利率下限后，银行对于优质企业的竞争更加激烈，促使优质企业贷款利率下浮幅度扩大。从美国和香港的经验来看，利率市场化初期银行存贷利差将收窄 20%-30%，照此推算，我国银行业存贷利差将收窄 77-115BP。但是由于存贷款利率市场化不可能同时推出，并且每一项改革都是分步实施的，因而利率市场化对于存贷利差的冲击将得到极大缓释。

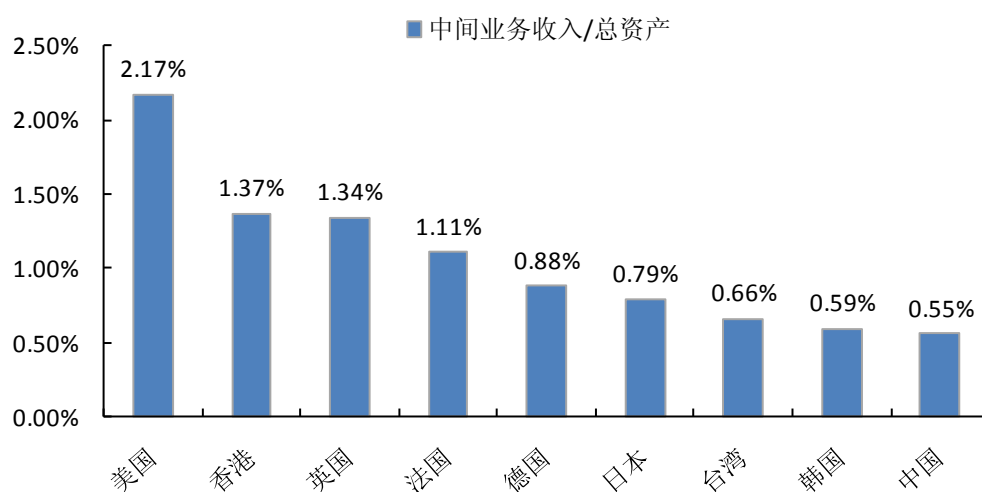
长远来看，银行存贷利差将企稳回升，并且有可能高于利率市场化前的水平。主要因为国内银行具有较强的贷款议价能力，能够将成本压力部分转嫁给贷款客户；此外银行也会主动调整信贷结构，通过增加零售贷款和中小企业贷款提高贷款收益率。美国 and 香港的经验均表明，通过信贷结构的调整，利率市场化之后银行存贷利差高于改革前的

水平。

2、中间业务快速发展

利率市场化改革是银行中间业务发展的重要催化剂和推动力。一是利率市场化使得利差收窄，传统的存贷款业务盈利下降，从而迫使银行通过发展中间业务寻求新的利润增长点；二是利率市场化统一了存贷利率和市场利率，促进证券化和衍生品交易等中间业务的发展。美国和香港的利率市场化均使银行中间业务收入/总资产出现了50BP左右的升幅。目前我国上市银行中间业务收入/总资产仅为0.55%，与发达国家还有较大差距（图30）。我们认为，利率市场化将促进国内银行中间业务的快速发展，改变以存贷款业务为主的经营模式，向“轻资本”战略转型。

图30：中国银行业中间业务收入发展相对滞后



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

3、信贷成本出现一定程度的上升

从国外的经验来看，利率市场化之后银行资产质量有恶化的风险：一是受到利差收窄的影响，银行有扩大贷款规模的冲动；二是迫于资金成本上升的压力，银行追求贷款的高收益，风险偏好有所上升。由于我国货币政策传导机制不完善，预计央行仍将运用数量工具对银行信贷进行管控，因而贷款规模过度膨胀的可能性较小。但是银行在追求贷款高收益的同时，风险容忍度必然上升，尤其是在中小企业贷款占比提高的情况下，信贷成本出现一定程度的上升将是大概率事件。

4、盈利能力小幅下滑

我们将加权风险资产收益率（RORWA）做如下分解：

RORWA = 净利润/风险加权资产

$$= \frac{\text{净利润}}{\text{总资产}} \times \frac{\text{总资产}}{\text{风险加权资产}}$$

$$= \frac{(\text{中间业务收入} + \text{利息净收入} - \text{营业费用} - \text{资产减值损失}) \times (1 - \text{所得税率})}{\text{总资产}} \times \frac{\text{总资产}}{\text{风险加权资产}}$$

$$= \left[\left(\frac{\text{中间业务收入}}{\text{总资产}} + \text{总资产净息差} \right) \times (1 - \text{成本收入比}) - \text{总资产信用成本} \right] \times (1 - \text{所得税率}) \times \frac{\text{总资产}}{\text{风险加权资产}}$$

由上式可知，加权风险资产收益率由中间业务收入/总资产、总资产净息差、成本收入比、信用成本、所得税率以及资产风险系数等6因素共同决定。假设利率市场化改革使银行存贷利差收窄77-115BP，同时中间业务收入/总资产上升40-60BP，在银行资产结构保持稳定的前提下，敏感性分析的结果表明：**利率市场化将使上市银行加权风险资产收益率（RORWA）下降1-20BP，至1.65%-1.84%**。也就是说，中间业务收入的增长难以完全抵御利差收窄的冲击，RORWA将出现小幅下降。

表 8：利率市场化将使上市银行 RORWA 下降 1-20BP

RORWA 变动（BP）		中间业务收入/总资产上升				
		40BP	45BP	50BP	55BP	60BP
存贷利差收窄	77.0BP	-8	-4	0	4	8
	86.5BP	-14	-9	-5	-1	3
	96.0BP	-19	-15	-10	-6	-2
	105.5BP	-24	-20	-15	-11	-7
	115.0BP	-29	-25	-21	-16	-12

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）结构性影响：国有银行和民生银行、招商银行等受利率市场化影响较小

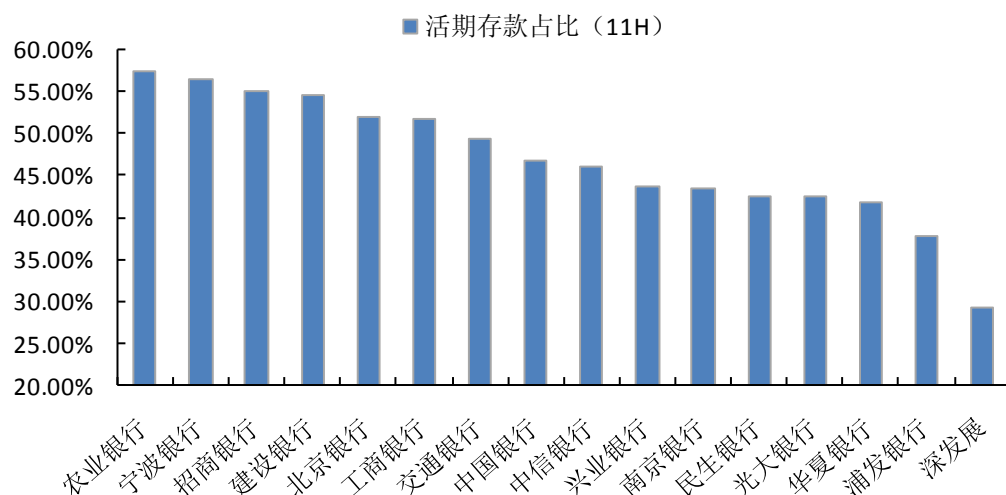
国内上市银行分为国有银行、股份制银行和城商行三大类，由于各自不同的经营特性，利率市场化的影响也存在差异。

1、利差方面，国有银行和城商行负债压力较小，部分股份制银行成本转嫁能力强

负债端，国有银行和城商行活期存款占比较高，资金成本上涨压力较小。国有银行拥有遍布全国的营业网点，吸收存款方面具备先天优势；上市城商行凭借良好的政府关系或地域优势，活期存款占比也较高（图31）。利率市场化对于活期存款的影响相对较小，因而国有银行和城商行资金成本具备优势。**资产端**，城商行和部分股份制银行，如民生银行、兴业银行、深发展等贷款定价能力较强。城商行的客户以当地中小企业为主，而民生银行、兴业银行、深发展等银行的中小企业贷款和贸易融资业务发展较好，因而具备较高的贷款议价能力；国有银行由于大型项目贷款占比较高，贷款定价能力稍弱（图32）。

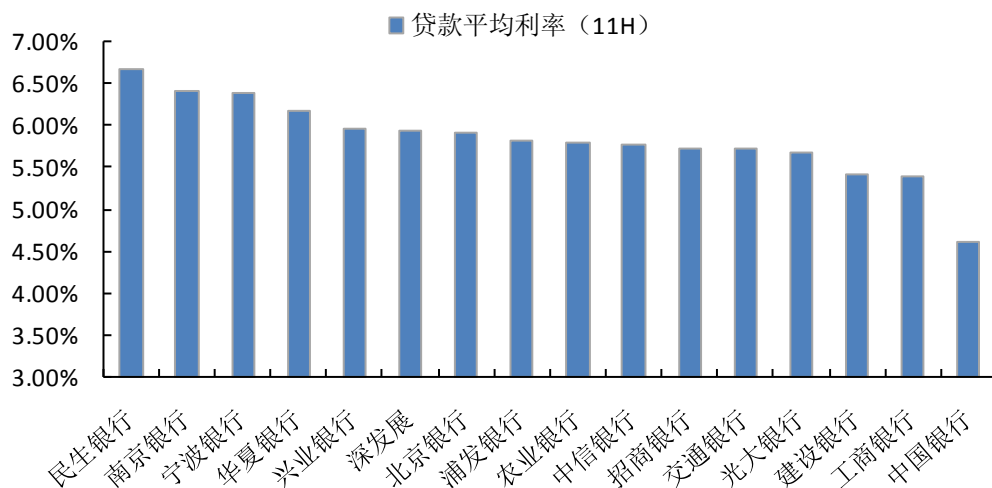
综合来看，预计国有银行和城商行存贷利差受利率市场化冲击较小；多数股份制银行存款成本将承受较大压力，但是部分议价能力强的银行可以将压力转嫁给客户。

图31： 国有银行和城商行活期存款占比较高



数据来源：银行年报、广发证券发展研究中心

图 32：城商行和部分股份制银行贷款定价能力较强



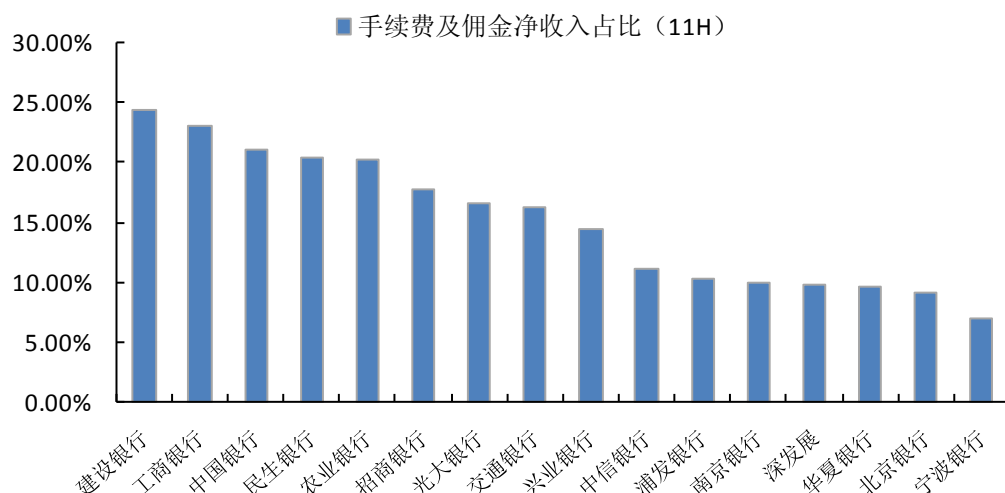
数据来源：银行年报、广发证券发展研究中心

2、中间业务方面，国有银行优势明显，民生银行、招商银行细分领域突围

国有银行凭借广泛的客户群、强大的产品分销渠道以及良好的品牌认知度，中间业务发展具有先天优势。事实上，国有银行在代理、结算、银行卡、托管等业务上均处于行业领先，中间业务收入占比显著高于其他银行（图 33）。

此外，民生银行和招商银行通过锁定目标客户，在细分领域取得突破。例如，民生银行银行定位中小企业的银行，通过事业部改革和商贷通业务吸引大量优质企业客户，投行业务行业领先；招商银行通过在零售领域精耕细作，积累大量高净值客户，并且赢得了良好的声誉，银行卡和理财业务表现突出。

图 33：国有银行和民生银行、招商银行中间业务收入占比领先



数据来源：银行年报、广发证券发展研究中心

综合上述两方面，我们认为国有银行和民生银行、招商银行等受利率市场化影响较小，主要因为国有银行和招商银行负债优势明显，而民生银行贷款议价能力较强；此外它们具备良好的中间业务竞争力，未来有望通过中间业务的发展弥补利息收益的损失。

四、投资建议与风险提示

我们认为，我国进一步推进利率市场化改革的时机已经成熟。贷款方面，央行会逐步扩大利率下限浮动范围，并择机取消贷款利率下限；存款利率市场化可能会选择在货币环境较宽松时推出，先放开长期、大额存款利率，然后逐渐放宽期限和额度限制。

利率市场化会在短期内造成银行存贷利差收窄，并且刺激银行中间业务的发展，但是根据我们的测算，中间业务收入的增长无法完全抵御利差收窄的冲击，预计上市银行RORWA将降低1-20BP。此外，利率市场化对不同类别的银行影响存在差异，总体来看国有银行和民生银行、招商银行等受利率市场化影响较小。

个股方面，我们认为具备以下特征的银行受利率市场化的影响较小，并且有望在长期受益于利率市场化：一是活期存款占比高，存款成本具有优势的银行（如：农业银行、宁波银行、招商银行、建设银行）；二是中小企业客户占比高，贷款议价能力强的银行（如：民生银行、宁波银行、兴业银行、深发展）；三是中间业务表现突出的银行（如：四大行和民生银行、招商银行）。综合来看，我们推荐**民生银行、农业银行、招商银行和宁波银行**。

风险提示：1、欧债危机蔓延，进出口增速下滑带来经济增速下滑风险；2、经济波动对地方债务及银行资产质量形成阶段性压力。

广发银行业研究小组

沐华，分析师，厦门大学金融学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—行业投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，行业指数强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。