

他山之石，探索我国存款利率市场化的深入改革

银行

主要观点：

2019 年 8 月，央行公布了一系列 LPR 改革和利率并轨的措施，随后 MLF→LPR→贷款实际利率的传导路径逐渐打通，贷款利率实现与市场利率并轨，贷款利率市场化改革基本完成。根据监管导向，后续 LPR 改革也将推动存款利率的市场化，政策利率向存款利率的传导效率也将得到提高。同时，借鉴国外，我们认为温和的宏观经济和利率环境也比较适合进一步推进存款利率市场化改革，或可以开始逐步尝试和探索。

本篇专题报告，我们将通过梳理国际上主要国家存款利率市场化的路径，和对银行经营的影响特征，探索我国推进存款利率市场化深入改革的方式，以及对商业银行负债端、盈利能力等方面的影响。

► 触发环境和实施路径

通胀+利率管制导致实际负利率，金融脱媒是主要触发因素。海外主要国家利率市场化推进阶段集中在 20 世纪 60-90 年代，触发因素往往由于利率管制下，持续高通胀导致出现负利率的宏观环境以及资金外流的国际环境，资金脱媒加剧。**实施路径一般为“从长期到短期、从大额到小额”，活期利率完全放开是最终完成标志。**

► 影响：主动负债占比增加，存款成本提升致利差先降后升，长期提升综合经营能力

逻辑上，短期如果处于通胀周期，市场利率走高，银行定价面临竞争压力，短期推高存款利率，利差面临收窄，短期利差波动加剧，也会削弱银行盈利能力；长期在成熟的利率传导机制下，存贷利差向市场利率靠拢，随市场利率同向变动，利差保持相对稳定。同时银行寻求拓展综合化经营能力，非息收入长期占比提升以及资产配置风险偏好提升，利于盈利能力的稳定。实践上，各国银行指标波动更多的取决于宏观经济环境和货币政策导向。

► 借鉴：借疏通以 LPR 改革促进降低存款利率的市场机制为契机，低利率环境提供适宜存款改革条件

1、目前的进程：1) 贷款利率市场化基本完成；2) 存款利率管制自 2015 年 10 月已完全放开；3) 大额存单、结构性存款等市场化存款产品已经推出；4) 存款利率市场化改革进入深水区，刚性较强的定期存款等产品的利率市场化进程还未开启，而较强的成本刚性将阻碍市场利率向存款成本的传导，从而进一步限制成本变动的空间，但是资产端的让利以及高成本存款利率与市场利率的脱轨，进一步提升了存款成本市场化定价的需求。

2、路径探索：1) 首先需增加货币政策的预期管理，从而增强市场利率的稳定性，强化存款利率市场化的利率基础；2) 参考在

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：刘志平

邮箱：liuzp1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020001

联系人：李晴阳

邮箱：liqy2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070001

较为温和的宏观和利率环境下推进利率市场化的德国，后续可能先对长定期存款利率进行改革，再对大额定期存款进行改革。**3)** 根据国外经验，利率市场化进程中大多引入了与货币市场利率挂钩的存款产品，并发挥了非常重要的作用。后续商业银行或者可以探索考虑发行货币市场利率挂钩的大额长期存款产品，替代目前长期限的定期存款。**4)** 在期限、面额以及交易性等方面加大存款产品的创新和供给，实现更加多样性的存款产品体系，增强与非银金融机构产品的竞争力，缓解利率市场化开启后的金融脱媒压力。

3、影响：**1)** 根据国外经验，在存款利率与货币市场利率差别较大情况下，存款利率深入市场化开启，商业银行吸收存款的定价水平以及定期存款占比将明显提升，从而短期拉低存贷利差和 ROE。**2)** 如果在市场利率较为平稳的环境下，我们假设一半的居民活期存款转换成货币市场利率定价的产品，以及高成本存款成本的压降，再考虑其他资产收益的对冲等因素后，对整体息差的影响非常有限，与德国利率市场化期间的息差表现相似。而且存款利率的市场化也是一个循序渐进的过程，影响也是逐步体现的，整体息差和 ROE 的表现肯定也会好于海外国家利率市场化期间的表现。

投资建议

短期来看，中报业绩大幅负增的预期已经落地，估值底部回升。中期来看，未来让利的空间也在边际下降同时伴随经济的回升资产质量拐点也有望更早实现；同时，存款利率市场化的探索也将提升资产端的定价和管理能力，一方面金融开放环境下提升自身市场化的经营能力，提升竞争力，另一方面也对后续的综合化经营奠定较好的运营基础。长期来看，综合化经营的预期也有助于提振银行的盈利能力，提升估值水平。我们建议提升板块的配置水平。

个股上，考虑到资产质量、利率风险管理能力以及综合化经营等方面，我们认为受益个股为：招商、宁波、兴业以及大行；同时从区域发展和成长性角度，常熟银行、杭州银行、成都银行等也将受益。

风险提示

- 1、经济下行压力持续加大，信用成本显著提升；
- 2、后续让利幅度超出市场预期；
- 3、公司重大经营风险等。

盈利预测与估值

重点公司											
股票	股票	收盘价	投资	BPS (元)				P/B			
代码	名称	(元)	评级	2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E
600036.SH	招商银行	38.35	买入	20.07	22.89	25.71	28.93	1.91	1.68	1.49	1.33
601658.SH	邮储银行	4.77	买入	4.9	5.7	6.28	6.89	0.97	0.84	0.76	0.69
601166.SH	兴业银行	16.04	买入	21.18	23.37	25.84	28.5	0.76	0.69	0.62	0.56
002142.SZ	宁波银行	35.07	买入	10.76	14.23	17.3	21.46	3.26	2.46	2.03	1.63
601128.SH	常熟银行	8.55	买入	4.46	6.18	6.77	7.37	1.92	1.38	1.26	1.16

资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

正文目录

1. 存款利率市场化的国际经验：触发环境以及实施路径	6
1.1. 触发环境：通胀+利率管制导致实际负利率，金融脱媒是主要触发因素	6
1.2. 存款利率市场化的路径：从长期到短期、从大额到小额，活期利率完全放开是最终完成标志	11
2. 存款利率市场化的影响：主动负债占比增加，存款成本提升致利差先降后升	17
2.1. 负债结构：主动负债占比提升，存款呈定期化趋势	17
2.2. 存贷利差“短期受冲击、长期趋稳定”，提升风险偏好致息差较为稳定	23
2.3. 盈利能力：短期资本回报率受损，长期提升综合经营能力	26
3. 分类银行的差异：不同银行的存款结构分化	29
3.1. 美国：小行存款占比高，息差基本保持稳定	29
3.2. 日本：城市银行存单规模放量，地方银行聚焦特种存款	30
4. 我国存款利率市场化深入改革的路径借鉴及影响预判	32
4.1. LPR 改革后贷款利率联动市场利率平稳下行，后续疏通以 LPR 改革促进降低存款利率的市场机制	32
4.2. 低利率环境提供适宜推进条件，存款利率市场化深入改革渐近	33
4.3. 我国存款利率市场化深入改革的具体实施路径探索	35
5. 投资建议与风险提示	37

图表目录

图 1 美国：60-80 年代通胀持续上行	7
图 2 美国：70 年代实际利率持续下行	7
图 3 美国：70 年代货币市场共同基金受到追捧	7
图 4 美国：家庭、非营利组织和非金融企业持有的金融资产总额中，共同基金占比持续提升	7
图 5 英国：利率市场化始于通胀初期	8
图 6 英国：实际利率持续下行	8
图 7 德国：利率市场化在通胀前就已经完成	8
图 8 德国：60 年代货币市场利率相对平稳	8
图 9 日本：通胀回升诱发利率市场化	9
图 10 日本：利率市场化处于实际利率修复阶段	9
图 11 日本：70-80 年代日本出口大幅增加	9
图 12 日本：80-90 年代经常项目顺差+资本项目逆差	9
图 13 韩国：高通胀阶段，第一次利率市场化失败	10
图 14 韩国：货币市场利率持续高位	10
图 15 各国存款利率市场化背景汇总	10
图 16 美国存款利率市场化历程（1970-1986）	11
图 17 美国存款证利率与联邦基金利率基本一致	11
图 18 不同期限存款利率均值间点差在 15BP 左右	11
图 19 英国存款利率市场化历程（1971-1981）：存款利率和同业拆借利率走势基本一致	12
图 20 德国存款利率市场化历程（1962-1967）	13
图 21 德国存款利率基本与欧洲同业拆借利率走势一致	13
图 22 日本存款利率市场化历程（1978-1994）	14
图 23 经济衰退后日本存款利率跟随市场拆借利率降至 0 附近	14
图 24 韩国存款利率市场化两阶段历程（1981-1989; 1991-1997）	15
图 25 韩国：存款利率锚定回购利率	15
图 26 各国存款利率市场化历程汇总	16

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 27 不同实施环境下实施路径的不同对比.....	16
图 28 美国：70-80 年代存款拖累总负债增速下行.....	17
图 29 美国：利率市场化过程中银行同业借款占比提升.....	17
图 30 美国：利率市场化期间境外存款占比略有提升.....	18
图 31 美国：有息存款代替无息存款成为主导.....	18
图 32 美国：境内存款中活期存款占比下行.....	18
图 33 美国：境内存款中可交易存款占比下行.....	18
图 34 美国：利率市场化后核心存款占比持续下行.....	19
图 35 美国：货币市场存款占比持续提升.....	19
图 36 美国：经纪存款规模、占比双升.....	19
图 37 美国：倒闭银行往往保有更高经纪存款占比.....	19
图 38 德国：存款和负债增速持续收敛（全部银行）.....	20
图 39 德国：存款和借款占比整体下行，债券发行占比提升（全部银行）.....	20
图 40 德国：利率市场化后定期存款占比持续提升.....	20
图 41 日本（-1992）：利率市场化前期存款增速相对平稳，后期负增.....	21
图 42 日本（-1992）：利率市场化中后期存款占比震荡下行，同业负债占比提升.....	21
图 43 日本（-1992）：存款以定期存款为主，活期存款降幅明显.....	21
图 44 日本（-1992）：利率市场化后期金融机构存款占比提升.....	21
图 45 日本（1993-）：90 年代经济低迷，银行缩表.....	22
图 46 日本（1993-）：伴随经济恢复，存款占比有所回升.....	22
图 47 日本（1993-）：负利率环境下定期存款缩量.....	22
图 48 日本（1993-）：90 年代活期存款占比仅有两成左右.....	22
图 49 美国：80 年代初存贷利差降至负值.....	24
图 50 美国：利率市场化期间 CD 利率显著提升.....	24
图 51 德国：60 年代完成利率市场化，历次加息阶段存贷利差稳中有升.....	24
图 52 英国：70 年代初利率市场化初期和 80 年代初利率市场化末期，存贷利差均出现负值.....	24
图 53 日本：70-90 年代利率市场化期间利差小幅下行，经济危机零利率环境导致利率大幅下行利差收敛.....	24
图 54 韩国：91-97 利率市场化改革第二阶段，利差收敛.....	24
图 55 美国：90 年代净息差先降后升.....	25
图 56 美国：利率市场化伴随资产端贷款占比提升.....	25
图 57 德国：60-70 年代净息差整体下行程度不大.....	25
图 58 韩国：21 世纪以来净息差持续收窄.....	25
图 59 日本：整体贷款投放比例下行.....	26
图 60 日本：房地产贷款占比持续上行.....	26
图 61 各国：利率市场化促进非息收入占比提升.....	26
图 62 美国：80 年代商业银行 ROE 大幅下行.....	26
图 63 德国：60-70 年代 ROE 相对平稳.....	27
图 64 日本：90 年代银行整体处于亏损状态.....	27
图 65 美国：80 年代美国存款类金融机构不良率走高.....	27
图 66 美国银行倒闭和救援情况.....	27
图 67 英国：银行分支机构数量 80 年代以来明显缩量.....	28
图 68 德国：60 年代商业银行数量相对稳定.....	28
图 69 利率市场化对各国银行利差和盈利能力影响汇总.....	28
图 70 负债端存款占比：小行存款类被动负债占比高且稳定.....	29
图 71 负债端借入资金占比：大行借入资金占比高，金融危机后下降.....	29
图 72 境外存款占比：大型银行境外筹资渠道更通畅，小银行全部依靠境内存款.....	29
图 73 有息存款占比：中小银行有息存款占比高于大银行，付息压力相对更大.....	29
图 74 核心存款占比：小银行核心存款占比更高.....	30
图 75 货币市场存款占比：大行市场化存款占比更高.....	30
图 76 非息收入资产收益率：大行非息业务盈利能力更强.....	30
图 77 息差：小行整体高于大行，且相对稳定.....	30
图 78 存款增速：各类银行增速趋势一致，90 年代进入缩表.....	31
图 79 可转让存单：利率市场化后城市银行可转让存单规模放量.....	31

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 80	负债端存款占比：地区银行负债端存款占比达九成	31
图 81	城市银行存款结构：定期存款为主，2000 年后普通存款崛起	31
图 82	地区银行存款结构	31
图 83	地区银行 II 存款结构：其他存款（主要为特种存款）占比过半	31
图 84	LPR 报价跟随市场利率联动下行	32
图 85	一般贷款利率持续下行	32
图 86	贷存比持续提升	33
图 87	结构性存款严监管，规模占比压降（结构性存款占存款总额的比例）	33
图 88	市场利率向存款利率传导受阻	34
图 89	市场利率变动与基准利率缺乏联动性	34
图 90	天弘余额宝七日年化收益率创新低	34
图 91	某股份行 2020 年 4 月募集定开型理财产品累计净值走势	34
图 92	老 16 家上市银行存款利率（%）：大额存单利率普遍处于 2% 以上	35
图 93	各国存款利率市场化历程汇总	36

前言：

2019 年 8 月，央行公布了一系列 LPR 改革和利率并轨的措施，随后 MLF→LPR→贷款实际利率的传导路径逐渐打通，贷款利率实现与市场利率并轨，贷款利率市场化改革基本完成。根据监管导向，后续 LPR 改革也将推动存款利率的市场化，政策利率向存款利率的传导效率也将得到提高。同时，借鉴国外，我们认为温和的宏观经济和利率环境也比较适合进一步推进存款利率市场化改革，可以开始逐步尝试和探索。

本篇专题深度报告，我们将通过梳理国际上主要国家存款利率市场化的路径，和对银行经营的影响特征，探索我国推进存款利率市场化深入改革的方式，以及对商业银行负债端、盈利能力等方面的影响。

1. 存款利率市场化的国际经验：触发环境以及实施路径

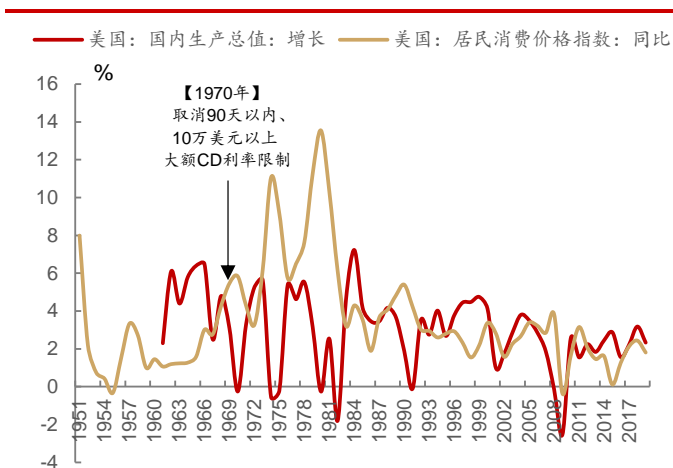
1.1. 触发环境：通胀+利率管制导致实际负利率，金融脱媒是主要触发因素

美国：美国利率市场化始于 1970 年，处于 60 年代末至 80 年代初通胀高企阶段。

一方面布雷顿森林体系崩溃、美元贬值，另一方面 1973 年粮食危机和石油危机，以及 1979 年石油危机都加剧了国内通货膨胀。较高的通胀导致实际利率下降，1975 年一度降至负值，银行吸收存款能力下降，加上金融机构创新速度加快，各种绕开金融管制的产品不断出现，导致金融脱媒加速。

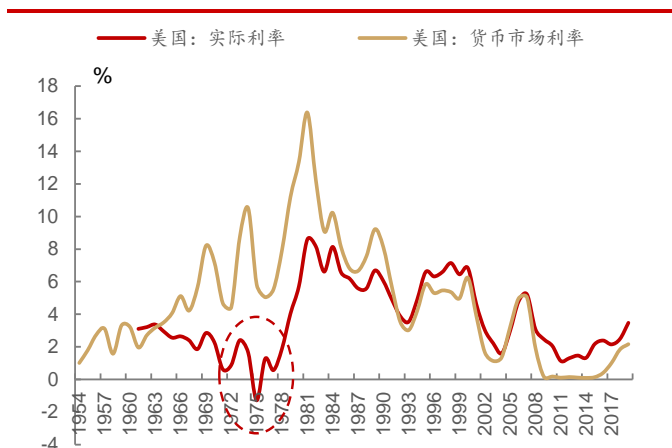
金融脱媒的体现之一在于银行存款开始向货币市场基金 MMF 大规模转移。70 年代由于通胀，货币市场工具如国库券和商票收益率超过 10%，远高于银行储蓄存款和定期存款 5.5% 的利率上限。MMF 规模迅速扩增，零售和机构类 MMF 资产总额从 1977 年的不足 25 亿美元增长至 1982 年 2294 亿美元，居民和企业持有的金融资产中共同基金占比也持续提升。相应的，银行业竞争日益激烈，经营风险加剧，促使了利率市场化的推进。

图1 美国：60-80年代通胀持续上行



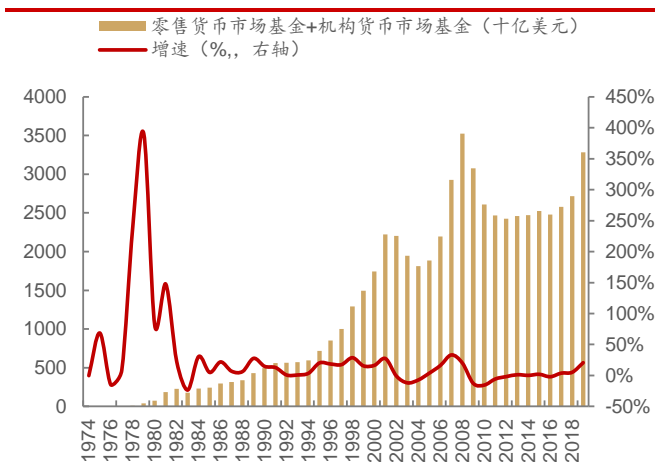
资料来源：CEIC、华西证券研究所；注：为统一各国口径，GDP增速取世界银行统计数据，CPI增速取IMF统计数据

图2 美国：70年代实际利率持续下行



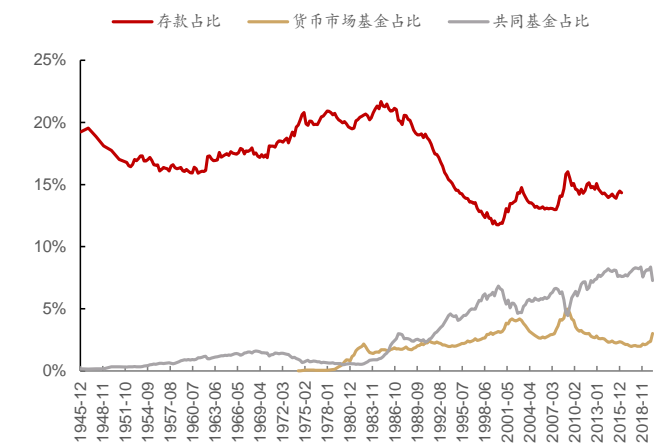
资料来源：CEIC、World Bank、华西证券研究所

图3 美国：70年代货币市场共同基金受到追捧



资料来源：FDIC、华西证券研究所

图4 美国：家庭、非营利组织和非金融企业持有的金融资产总额中，共同基金占比持续提升



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

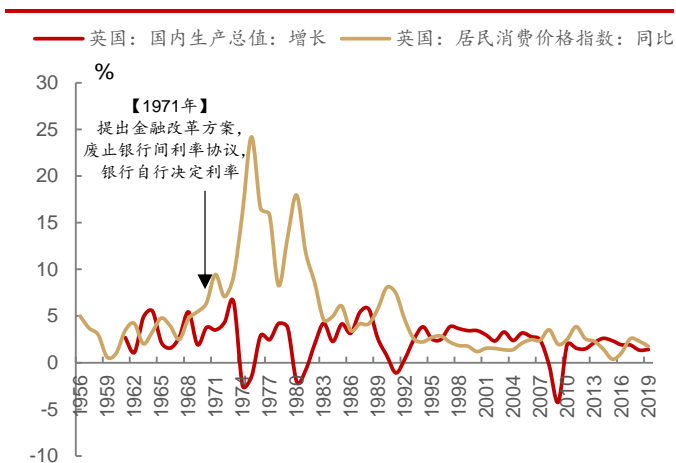
英国：英国的利率市场化改革也是始于70年代的通胀和金融自由化浪潮。

一战后，英国以银行间利率协定为利率管制的形式¹：支票存款不支付利息，通知存款利率低于再贴现率2个百分点；贷款和透支利率比再贴现率高0.5-1个百分点；拆借利率比存款利率稍高，但最低利率应比再贴现率低1个百分点。在这种协定安排下，存贷款利率和拆借利率跟随再贴现率浮动，而市场利率与再贴现率紧密联动，英格兰银行通过调整再贴现率影响市场利率。

由于石油危机冲击，英国70年代出现严重的通胀，经济衰退，国际收支恶化，英镑贬值，实际利率处于“负利率”状态。并且，20世纪60年代末，政府放开进入伦敦金融城的限制，外国银行迅速渗透到英国银行体系加剧了银行业竞争，银行于是谋求利率管制的放松。

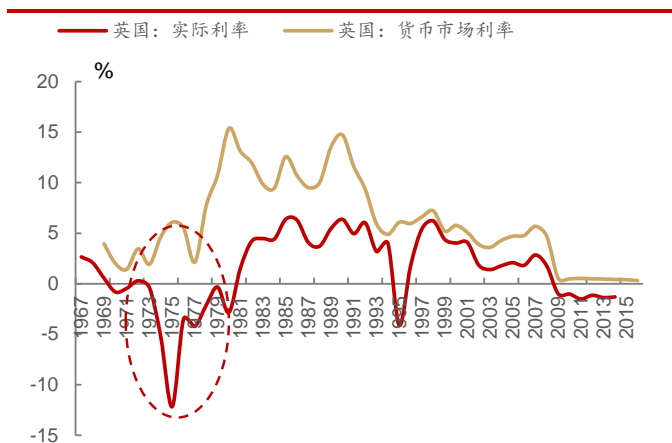
¹ 资料来源：《英国利率市场化回顾及其对金融业改革的影响》，祝红梅等

图5 英国：利率市场化始于通胀初期



资料来源：CEIC、华西证券研究所

图6 英国：实际利率持续下行

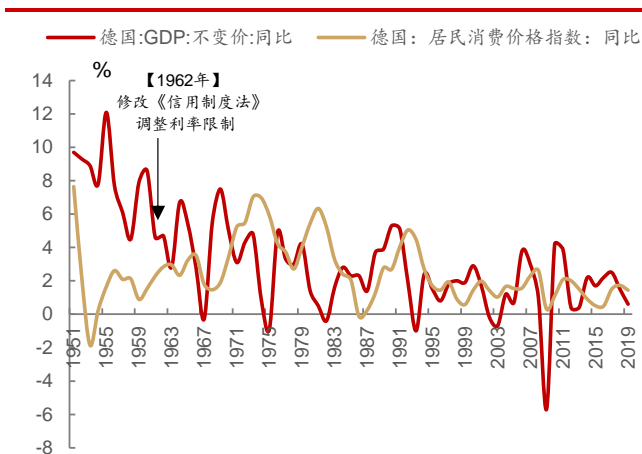


资料来源：CEIC、华西证券研究所

德国：利率市场化改革推进较早，所处的宏观经济环境也较为温和。

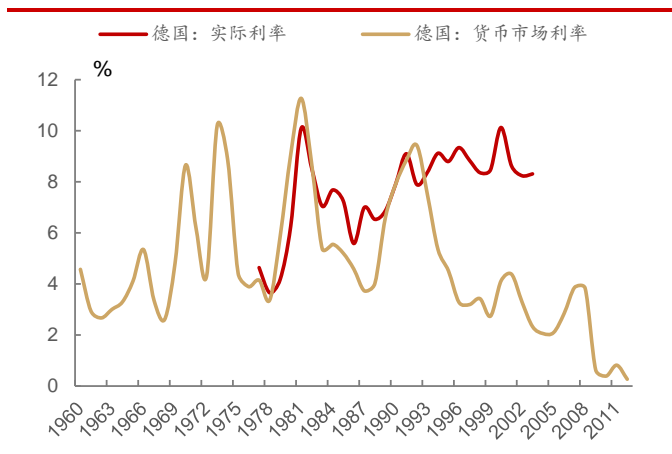
德国早在20世纪60年代初期就开始利率市场化改革，当时德国整体经济较为平缓，通货膨胀率不高，但是受到国际资本流动频繁的影响，德国国内的私人和企业为寻求高利息，纷纷将存款转向欧洲货币市场；并且早在1953年德国颁布《资本交易法》，取消了债券市场的利率限制，从侧面给银行存贷款利率限制带来了冲击。

图7 德国：利率市场化在通胀前就已经完成



资料来源：CEIC、华西证券研究所

图8 德国：60年代货币市场利率相对平稳



资料来源：CEIC、华西证券研究所

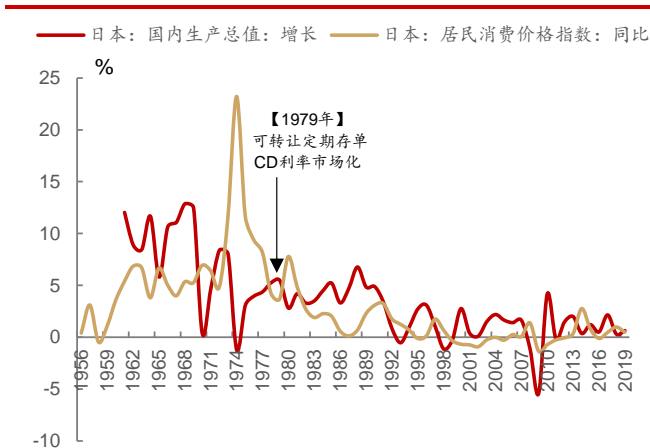
日本：日本的利率市场化始于70年代后期，面临国内国外双重压力。

国内来看，经历全球性的通胀之后，前期经济增速放缓阶段政府大量发行的国债被日本银行通过公开市场回收，使得货币供应量被动增加，加上石油危机冲击，引发通胀回升。80年代后，企业、个人、机关团体都可参加短期金融市场交易，使得银行存款大量流失，银行开始支持利率市场化。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

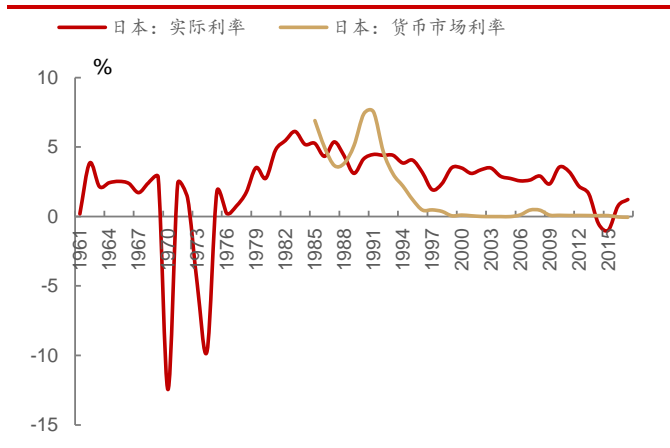
国外来看，日本利率管制使其利率低于国际金融市场利率，加大了日本国内对美国债券的需求，同时金融市场的封闭抑制了国外对国内的投资，造成的日本资本项目的巨额逆差使得日元低估，又进一步加剧经常项目的顺差，导致日本面临以美国为主的对其利率市场化施加的压力。

图9 日本：通胀回升诱发利率市场化



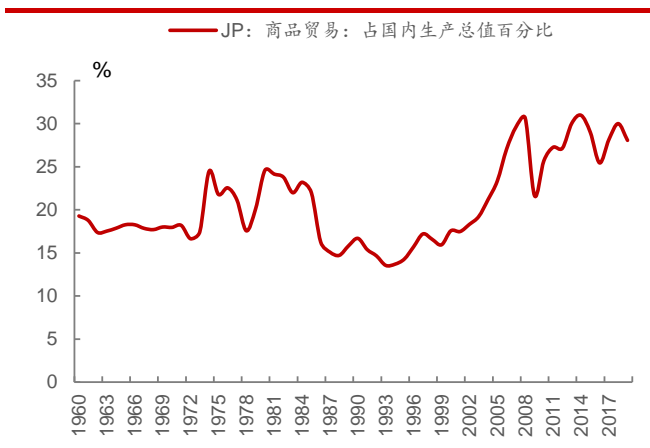
资料来源：CEIC、华西证券研究所

图10 日本：利率市场化处于实际利率修复阶段



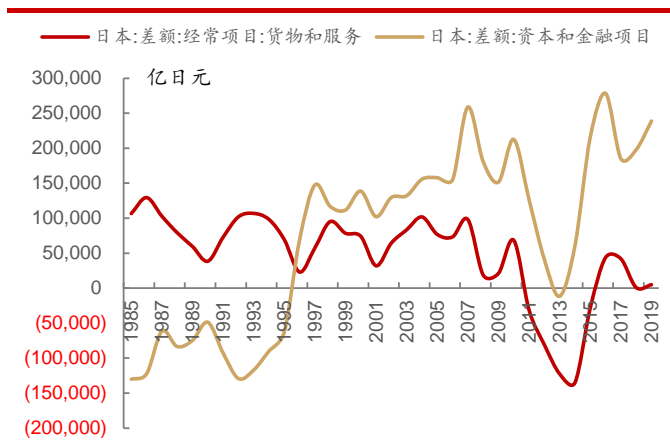
资料来源：CEIC、华西证券研究所

图11 日本：70-80年代日本出口大幅增加



资料来源：CEIC、华西证券研究所

图12 日本：80-90年代经常项目顺差+资本项目逆差



资料来源：CEIC、华西证券研究所

韩国：80年代通胀导致第一阶段回归管制，宏观经济稳定奠定第二阶段市场化成功基础。

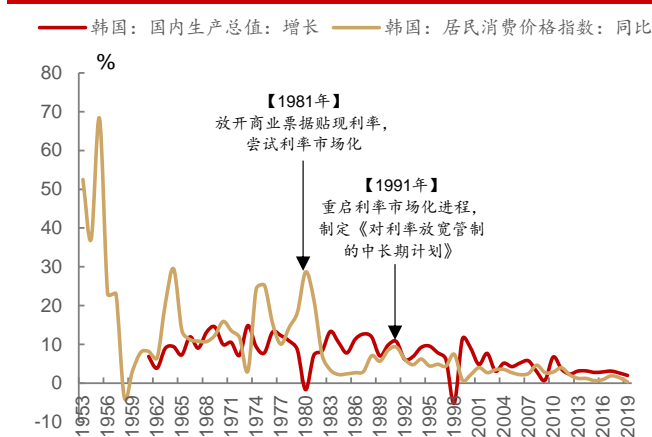
20世纪50年代韩国为政府主导型金融体制，央行对金融部门实施利率管制和信贷限额管制，从而形成了“以商业银行再贴现利率为主的央行放款利率、金融机构存放款利率、其他证券公司和私人债务市场利率”的官定利率体系，且金融机构利率水平远低于市场均衡利率²。

80年代韩国政府确定金融自由化政策并开启利率市场化，但随后迎来全球恶性通胀，韩国国内经济不稳定通胀加剧，CPI增速一度超过30%，引发货币市场利率大幅攀升，以GDP平减指数代表的实际利率长期为负。同时外部面临美国取消韩国“普惠制”待遇、敦促韩币升值，欧洲经济共同体取消对韩出口商品优惠关税等。为维持

² 资料来源：《新常态下中小银行利率市场化研究》，王天宇著

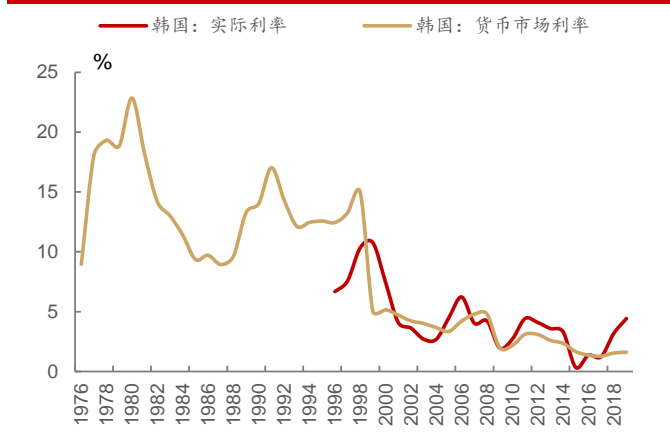
经济稳定，韩国政府通过窗口指导对已放开的利率重新管制。而 90 年代再次启动利率市场化时，宏观经济环境相对稳定，通胀回归常态，为第二阶段市场化提供了良好的外部环境。

图 13 韩国：高通胀阶段，第一次利率市场化失败



资料来源：CEIC、华西证券研究所

图 14 韩国：货币市场利率持续高位



资料来源：CEIC、华西证券研究所

归纳来看，海外主要国家利率市场化推进阶段主要集中在 20 世纪 60-90 年代，其触发因素往往是由于利率管制下，持续高通胀导致出现负利率的宏观环境以及资金外流的国际环境，资金脱媒加剧。在利率管制时期，如果通货膨胀率低且没有可比均衡利率，存款人的资金只能选择存在银行，无法真实反映市场供需。随着金融市场发展和金融创新、通胀上升，资本市场较高的回报率将加速“金融脱媒”，触发利率市场化需求。

图 15 各国存款利率市场化背景汇总

国家	时间	宏观背景	利率环境
美国	1970-1986	70 年代美通胀高企，美元大幅贬值，资本外流严重，受石油冲击影响，美国经济在 73 年和 79 年经历了两次衰退。	高通胀下实际利率为负，市场利率大幅上升
德国	1962-1967	60 年代初，受益于稳定物价的货币政策，德国通胀水平较低，经济发展平稳。由于 1958 年德国放开马克自由兑换，59 年实现资本账户自由，60 年代初德国面临比较严重的资本外流。	通胀不高，市场利率相对平稳
英国	1971-1981	60 年代末至 71 年，通胀不断上升，在此期间，英国经济从 68 年英镑贬值危机中复苏，增速不断加快。	高通胀下实际利率为负，市场利率大幅上升
日本	1978-1994	70 年代末期，日本经济增速放缓，受石油危机冲击和国债货币化导致的货币供给增加的影响，通货膨胀率迅速上升。80 年颁布新的“外汇和外贸管理法”后，资本外流加剧。	高通胀下实际利率为负，市场利率大幅上升
韩国	1981-1989； 1991-1997	由于长期的扩张性货币政策，加之石油危机和光州事件影响，70 年代末和 80 年代初，韩国发生了较为严重的通货膨胀，并在 80 年发生了比较严重的经济衰退。91 年再次进行利率市场化时，通胀水平虽高，但较之前已有明显下降，经济平稳发展。	第一阶段高通胀高市场利率，第二阶段通胀下行利率下台阶

资料来源：公开市场信息、华西证券研究所；[1]傅勇. 危机与契机: 美国存款利率市场化回顾[J]. 金融市场研究, 2013(12): 63-74. [2]黄小军. 美国利率市场化进程及其对我国银行业的启示[J]. 银行家, 2014(12): 86-91. [3]祝红梅, 雷曜, 王亮亮. 德国利率市场化改革的特点与其金融业发展. 中国货币市场, 2012(8): 8-12. [4]王家强, 瞿亢. 英国利率市场化的历史沿革与银行业应对策略. 中国货币市场, 2012(7): 24-30. [5]王琪, 雷曜. 日本利率市场化改革的路径及效应. 中国货币市场, 2012(9): 14-18. [6]叶文辉. 韩国利率市场化进程与利率导向操作实践及对我国的启示. 农村金融研究, 2015(5): 42-44.

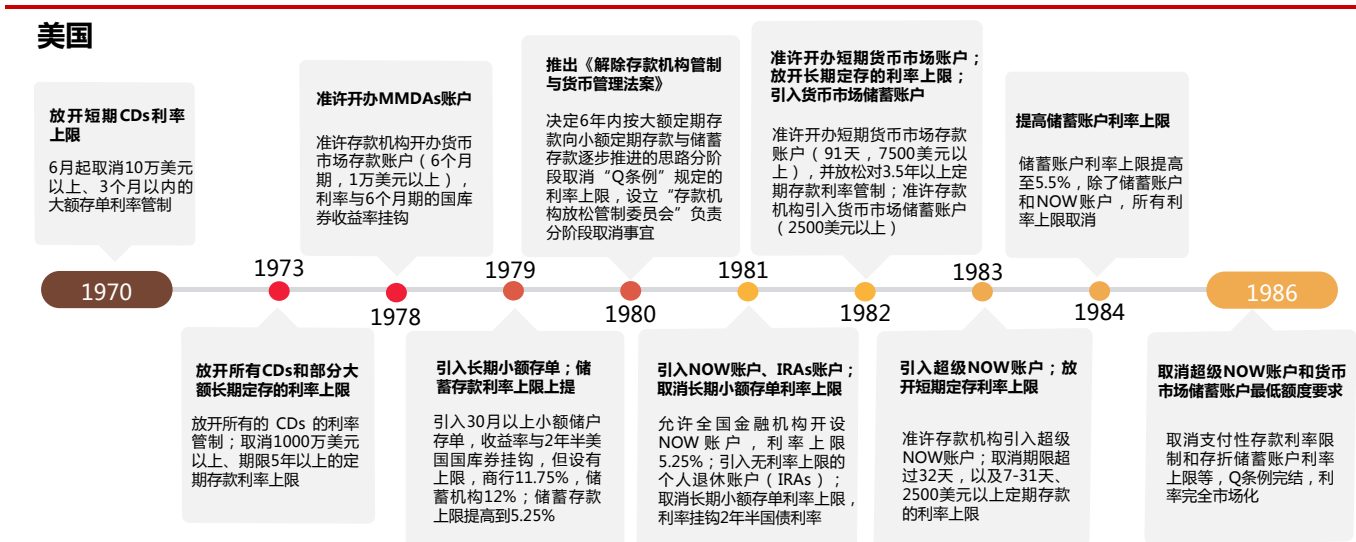
1.2. 存款利率市场化的路径：从长期到短期、从大额到小额， 活期利率完全放开是最终完成标志

美国：

美国利率市场化遵循“先长期、后短期，先大额、后小额”原则，以 1970 年放开 10 万美元以上大额存单的利率管制为起点，随后逐步放开所有大额存单利率和 1000 万美元以上、期限 5 年以上的定期存款利率，之后货币市场基金崛起实质上实现小额、活期存款利率市场化；1983 年取消所有定期存款利率上限，1986 年取消支付性存款的利率限制和存折储蓄账户的利率上限等，利率市场化完成。

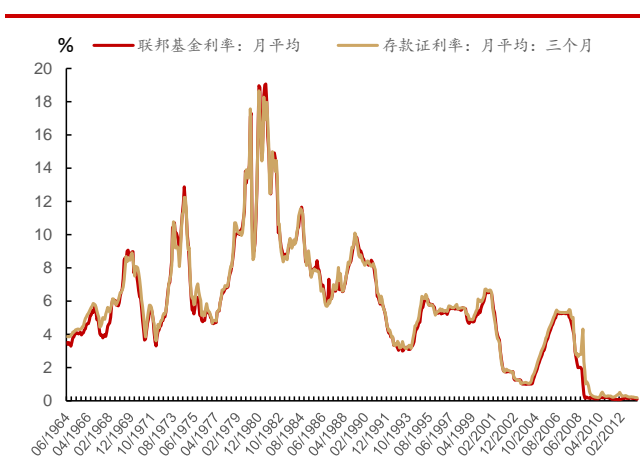
利率锚定方面，可以看到伴随利率市场化的推进，存款利率与联邦基金利率所代表的市场利率联动性增强。利率水平总体均值来看，存款利率高出联邦基金利率 1-2 个百分点，而不同期限短期存款利率均值间点差在 15BP 左右。

图 16 美国存款利率市场化历程（1970-1986）



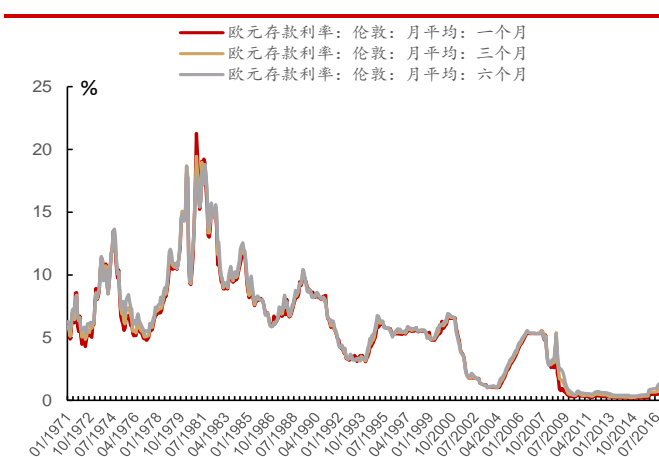
资料来源：《美国存款利率市场化回顾》、华西证券研究所

图 17 美国存款利率与联邦基金利率基本一致



资料来源：CEIC、IMF、华西证券研究所

图 18 不同期限存款利率均值间点差在 15BP 左右



资料来源：CEIC、IMF、华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

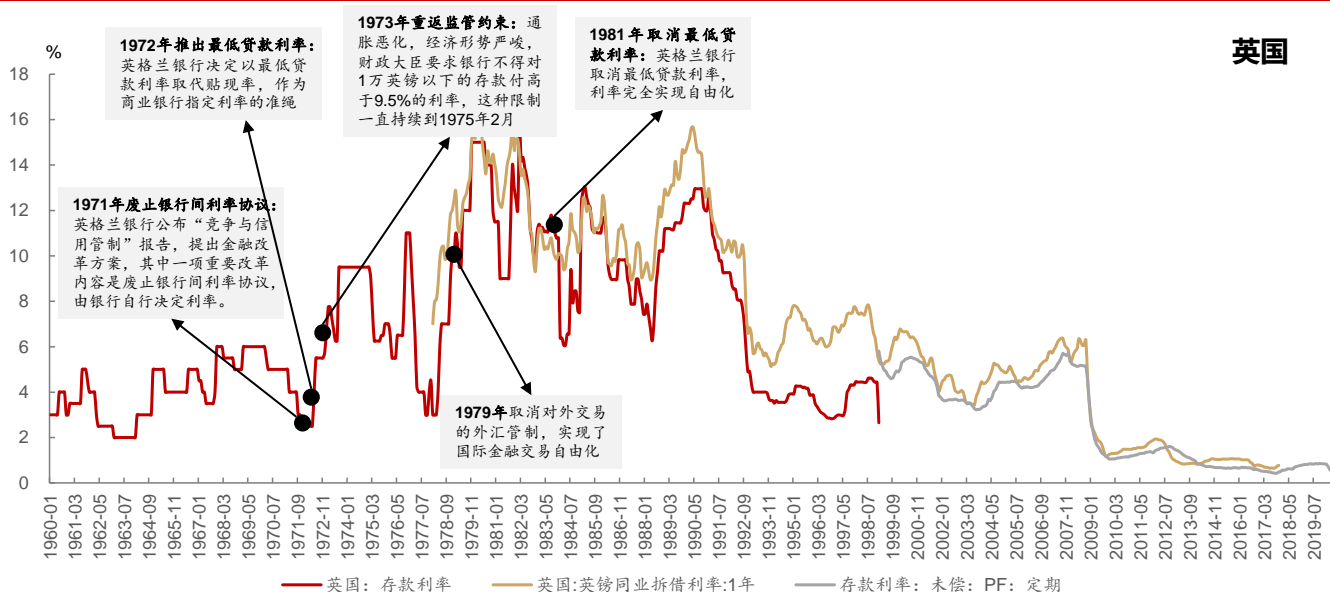
英国：

利率市场化特点之一是采取一步到位的方式，1971 年一举废止利率协定，由银行自行决定利率；之后在面临高通胀、经济衰退及英镑贬值压力的时候，英国政府再次对利率进行干涉；1979 年，英国取消对外交易的外汇管制，实现国际金融交易自由化；1981 年英格兰银行取消最低贷款利率，利率完全实现自由化。

特点之二是利率市场化改革与其他金融改革同时进行，如废除对银行的贷款限额管理，对全体银行实行统一最低流动性比率及其他方面的要求等，为利率市场化提供了相对统一的市场环境。

利率锚定方面，市场化后银行存款定价多参考 **LIBOR 加减点** 的形式，未来随着 LIBOR 退出，可能会参考以 SONIA（英镑隔夜指数均值）为基准加减点。

图 19 英国存款利率市场化历程（1971-1981）：存款利率和同业拆借利率走势基本一致



资料来源：《英国利率市场化回顾及其对金融业改革的影响》、华西证券研究所；注：存款利率为 IMF 口径的加权平均存款利率，1999 年后停止更新，我们采用未偿定期存款接续。

德国：

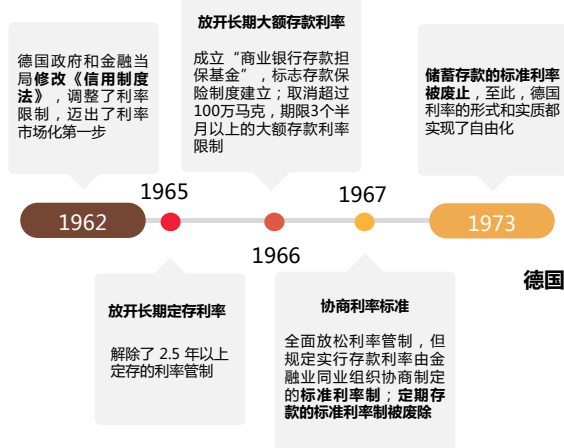
1962 年，德国政府和金融当局修改《信用制度法》，调整了利率限制对象，迈出了利率市场化第一步；1965 年解除了 2.5 年以上定存的利率管制，1966 年解除了 100 万马克 3 个半月以上的大额定存的利率管制；1967 年 2 月政府提出废除利率限制的议案，4 月经中央银行同意，德国全面放松利率管制。

在形式上全面实施利率市场化后，为避免自由化引起混乱，德国央行并没有完全放开对利率的管理。在 1967 年废除利率管制的同时，对存款利率实行标准利率制：规定由各金融业同业组织相互协商，制定存款的标准指导利率。标准指导利率仅有建议作用，并没有强制力，因此这种约束较过去的利率管制力大大下降。直至 1973 年 10 月，存款利率的标准指导制度彻底废除，德国实现利率的形式和实质的市场化。

利率锚定方面，目前存贷款定价大多参考 **欧盟的同业资金价格**，未来可能在 ESTER（欧元短期利率）基础上加减点。

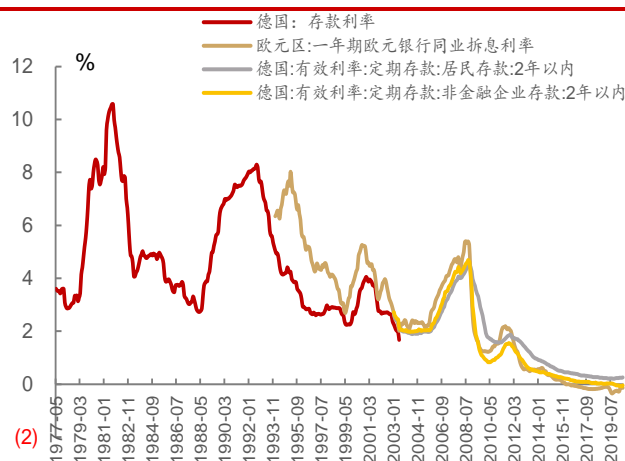
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 20 德国存款利率市场化历程（1962-1967）



资料来源：《德国利率市场化改革的特点与其金融业发展》、华西证券研究所

图 21 德国存款利率基本与欧洲同业拆借利率走势一致



资料来源：CEIC、IMF、DBB、万得资讯、华西证券研究所

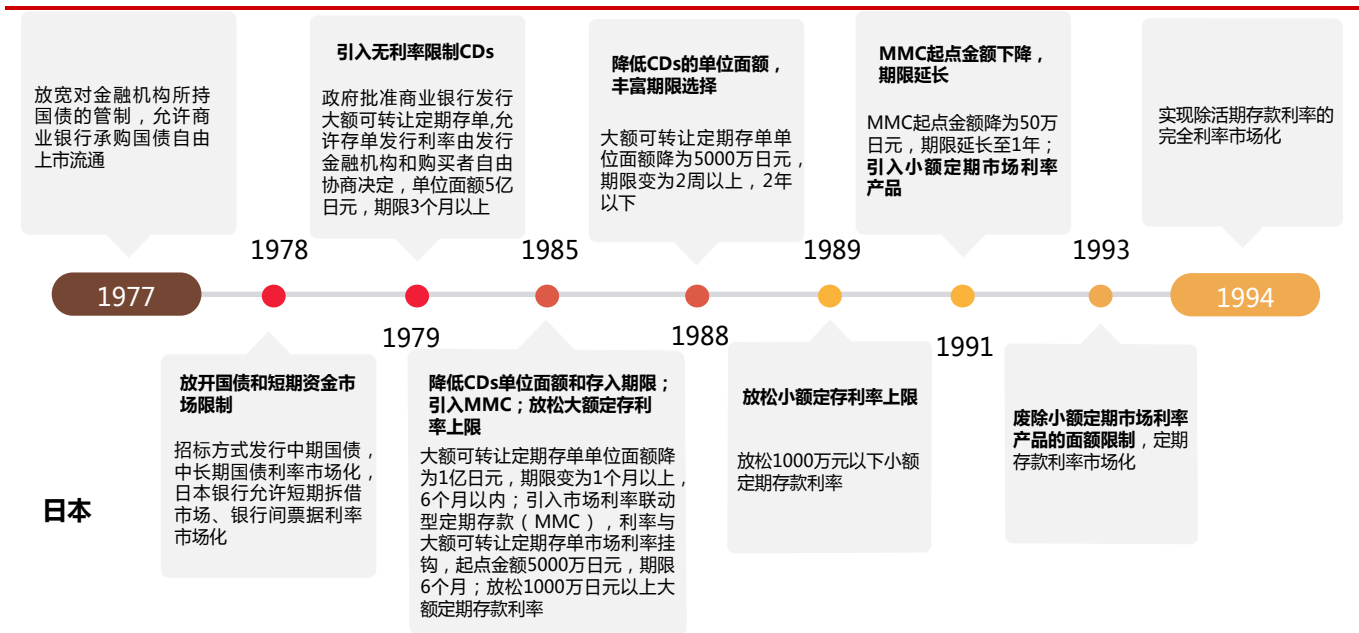
日本：

70-90 年代，日本利率市场化经历了从国债发行利率、交易利率市场化，到银行间利率市场化；从外币到本币、从长期大额到短期小额，从贷款到存款的渐进式利率市场化过程。其中 1979 年放开可转让定期存单（CD）利率，1985 年实行大额存款利率市场化并推出货币市场存单（MMC），1993 年实现定期存款利率市场化，1994 年利率市场化完成。

利率锚定方面，日本实施利率并轨初期，短期 LPR 几乎绑定再贴现利率，长期 LPR 基本是在 5 年期金融债基础上+50BP³。1997 年日本央行将货币政策操作目标定为隔夜拆借利率，通过公开市场操作和向金融机构提供贷款调整银行准备金，以此调控货币市场利率。逐步实现“政策利率→货币市场利率→存贷款利率定价”的传导。由于预计 LIBOR 将在 2021 年年底后停止，由金融机构、机构投资者和非金融机构 2018 年 8 月成立跨行业日元利率基准委员会，审议选择使用日元基准利率：无抵押隔夜拆借利率 TONA(东京隔夜平均利率)。

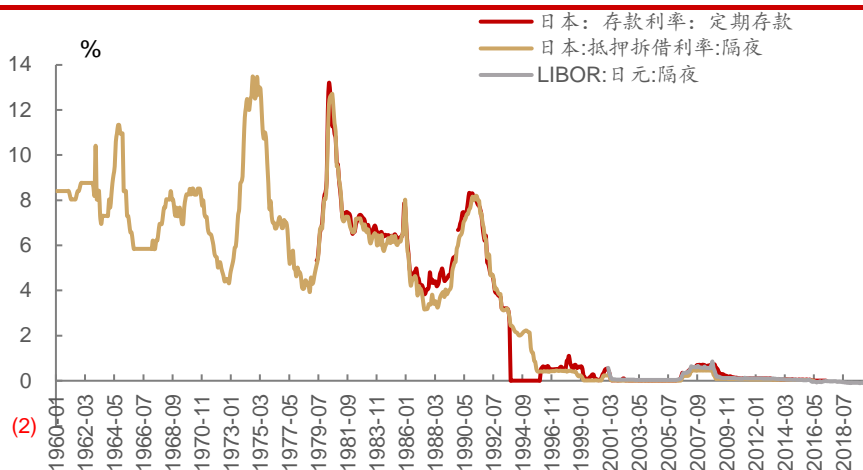
³ 资料来源：《存款基准利率何去何从？》唐建伟、陈冀

图 22 日本存款利率市场化历程（1978-1994）



资料来源：《日本利率市场化改革的路径及效应》、华西证券研究所

图 23 经济衰退后日本存款利率跟随市场拆借利率降至 0 附近



资料来源：CEIC、IMF、万得资讯、华西证券研究所

韩国：

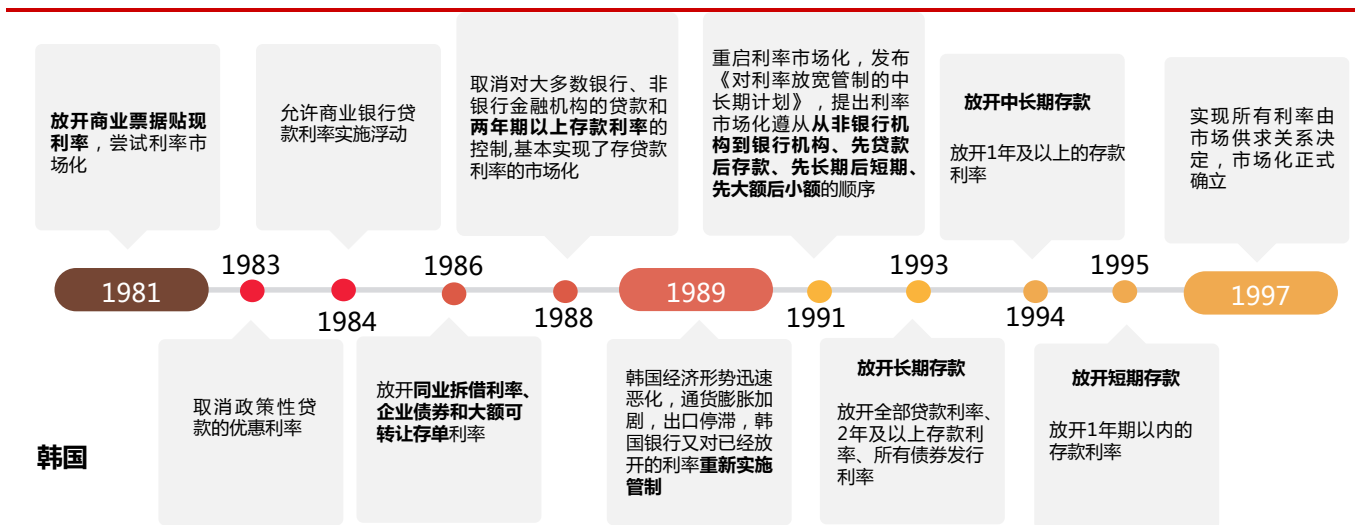
利率市场化分两个阶段，20 世纪 80 年代第一轮改革，因实际利率大幅上升而重启利率管制。1981 年韩国放开商业票据利率管制，随后取消贷款优惠利率，将货币操作中介目标变更为准备金率和再贴现率，1984 年实现分级贷款利率制度并放开可转让存单利率，1988 年全面放开利率管制。但由于 80 年代后期由于国内外经济急剧恶化，实际利率大幅攀升，韩国在 89 年重启利率管制。

91 年开启第二轮改革，转变为渐进式改革，在 97 年完成利率市场化。在吸取了首次尝试失败经验后，1991 年韩国公布了《对利率放宽管制的中长期计划》，提出“先贷款后存款、贷款利率先短期后长期、存款利率先长期后短期”的原则，放开

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

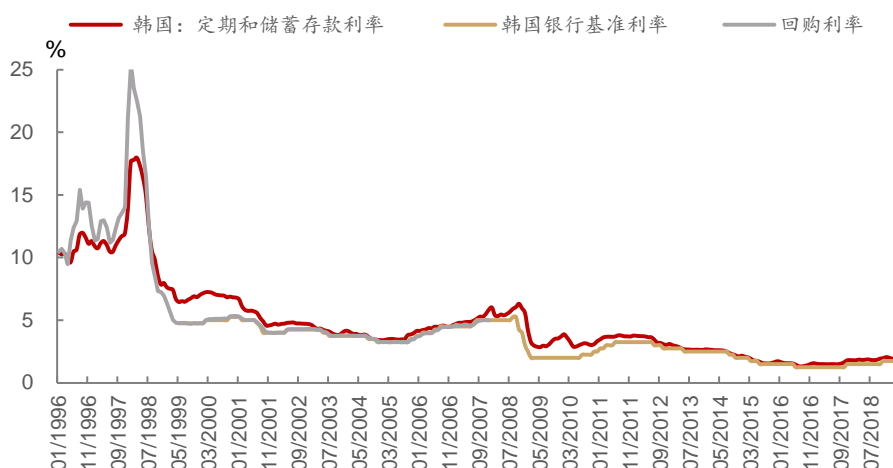
短期存贷款利率和期限在 3 年以上的定期存款利率。1993 年，放开除政策性金融以外几乎所有贷款利率，以及长期存款利率。1995 年，全部贷款利率和除活期以外的存款利率均放开。1997 年放开活期存款利率，实现完全的利率市场化。

图 24 韩国存款利率市场化两阶段历程（1981-1989;1991-1997）



资料来源：《韩国利率市场化进程与利率导向操作实践及对我国的启示》、华西证券研究所

图 25 韩国：存款利率锚定回购利率



资料来源：CEIC、IMF、万得资讯、华西证券研究所

其他国家：

反观拉美国家利率市场化失败历程，阿根廷在严重通胀情况下推行利率市场化并未有效缓解通胀率高企，反而增加了经济波动，最终导致金融危机；智利在 1973 年经济不稳定情况下推行利率市场化，引发外资过度流入和货币升值，造成严重经济后果，最终导致失败。说明利率市场化改革也需要相对完善的金融市场和政府监管，健全的金融机构运营机制，以及循序渐进的改革步骤。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 26 各国存款利率市场化历程汇总

国家	路径	实施方式和创新产品	锚定利率
美国	CDs→大额长期定存→货币市场存款账户、自动转账服务账户→长期小额存单→NOW 账户→短期货币市场账户、货币市场储蓄账户、长期定存→超级 NOW、短期定存→储蓄账户	废除利率限制+降低账户金额限制+创新 MMDA、NOW、Super NOW 账户等创新存款产品	联邦基金利率
德国	长期定存→长期大额存款→标准利率制→标准利率废止	放开利率限制	Libor
英国	废止银行间利率协议→最低贷款利率代替贴现率→取消最低贷款利率	废止利率协定	Libor
日本	国债→短期资金市场→CDs→MMC、大额定存→小额定存→小额定期市场利率产品	废除利率限制+下调起始存入额	隔夜拆借利率
韩国	一阶段：放开商业票据贴现率→取消政策性贷款优惠利率→短期资金市场利率、CDs→所有贷款利率、两年以上存款利率→重新管制 二阶段：放开短期存贷款利率和期限 3 年以上定期存款利率→除政策性金融外几乎所有贷款利率和长期存款利率→全部贷款利率和除活期以外的存款利率→活期存款利率	取消利率限制	隔夜回购利率

资料来源：公开市场信息、华西证券研究所

图 27 不同实施环境下实施路径的不同对比

环境	代表国家	实施路径特点
高通胀、经济衰退、利率大幅提升	美国、英国	1) 美国采取循序渐进的策略，先大额长期，后小额短期；2) 英国一步到位放开利率协议限制；3) 都在放开利率上限的同时，运用金融创新产品作为辅助，伴随金融监管改革。
高通胀、经济增长放缓、利率大幅提升	日本、韩国一阶段	1) 日本采取从大额存单到定期存款的小额到大额的路径；2) 韩国采取了激进式的改革，第一阶段高通胀下改革停滞。
通胀稳定，经济稳定、利率相对平稳	德国、韩国二阶段	都采取循序渐进的策略：1) 德国先放开长期定存、后放开大额存款；2) 韩国按先贷后存、先长后短、先大额后小额的顺序

资料来源：公开市场信息、华西证券研究所

2. 存款利率市场化的影响：主动负债占比增加，存款成本提升致利差先降后升

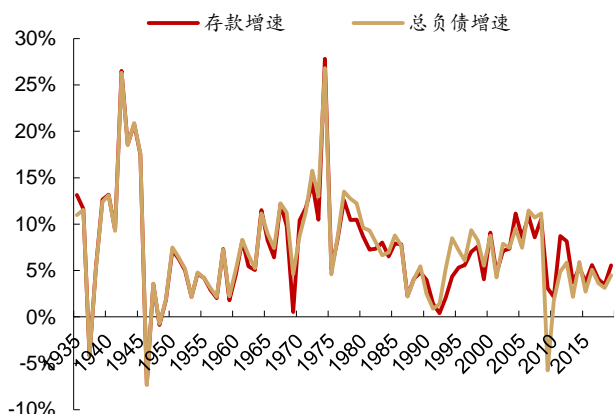
在经济过热、通胀、金融脱媒的宏观背景下，存款利率市场化、或者说整体利率市场化的推进，引发商业银行主动调整负债和存款的结构，对银行存贷利差和息差形成压力，进而影响银行的资产配置和风险偏好，最后对银行整体的盈利能力形成深远的影响。我们主要从负债端的视角具体看国际存款利率市场化对商业银行的影响。

2.1. 负债结构：主动负债占比提升，存款呈定期化趋势

2.1.1. 美国：金融脱媒施压活期存款，储蓄和定期合计占比超 80%

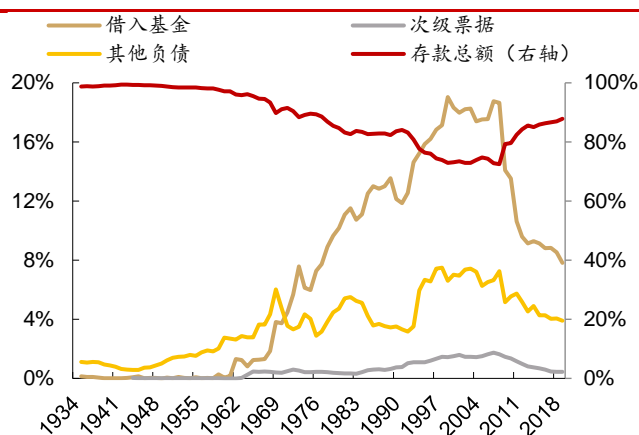
利率市场化的推进，加速了美国商业银行负债端的结构调整。伴随金融脱媒，商业银行存款拖累总负债增速下行，由 70 年代初 25% 以上的高增速回落到 5% 以内。早期美国商业银行 30-40 年代近 99% 的负债由存款构成，利率市场化阶段，存款占比由 70 年代初的 90% 下降到 80 年代末的 80%；银行通过增加主动负债来弥补存款流失，1960-2000 年借入资金和次级票据规模的年均复合增速分别为 24.7% 和 22.8%，借入基金（同业借款）占比由 70 年代初的不足 5% 迅速攀升至 1989 年的 13.5%。

图 28 美国：70-80 年代存款拖累总负债增速下行



资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 29 美国：利率市场化过程中银行同业借款占比提升



资料来源：FDIC、华西证券研究所；注：借入资金包括购入联邦资金、逆回购协议、向美国财政部发行的票据、抵押债务、资本化租赁下的负债以及所有其他借来的债务

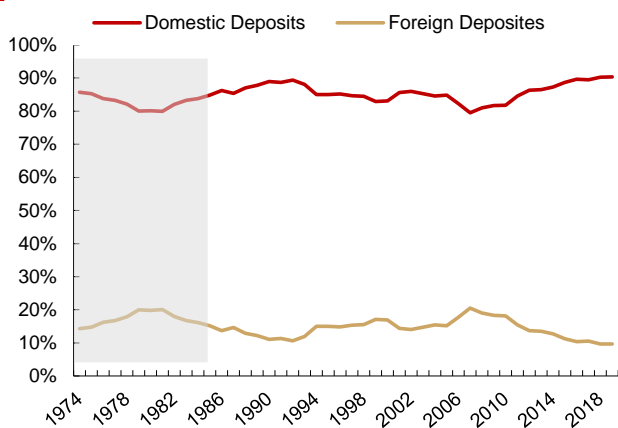
具体看存款结构变化：

从存款区域分布看：在利率市场化+通胀的宏观背景下，市场利率上行，商业银行通过吸收境外存款补充低成本负债，20 世纪 60-70 年代境外存款迅速增加，80 年代一度达到存款总额的 20% 左右。

从存款性质看：1) 美国商业银行存款早期以活期存款（无息存款）为主，1934 年占全部境内存款的比重为 67.5%，超过储蓄存款和定期存款（有息存款）合计占比 32.5%。随着 20 世纪 70 年代初监管放开大额定期利率上限，以及 80 年代对 Q 条例

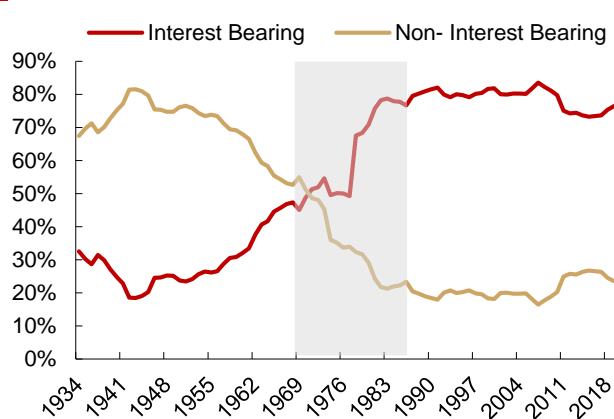
的解除，银行存款中大额定存利率在通胀期间更具优势，无息的活期存款不断流失，有息存款的储蓄和定期存款比例以较快的速度增长，有息存款占比上升到 1971 年的 51.4%，首次超过无息存款的占比 48.6%；截至 2019 年，有息和无息存款占比分别为 76.5%、23.5%。2) 活期存款占比下降的另一个原因是，活期存款属于可交易存款（可直接签发支票的存款，可以直接充当交易媒介，可交易存款 80% 是活期存款），随着电子支付媒介的兴起，包括信用卡、借记卡在内的网络支付系统和电子转账系统广泛使用，使得支票使用额大幅下降。非交易存款（包括 MMDAs 账户、其他储蓄存款、定期存款）目前已经成为银行资金的主要来源，2019 年占存款总额的比例达到 81.9%。

图 30 美国：利率市场化期间境外存款占比略有提升



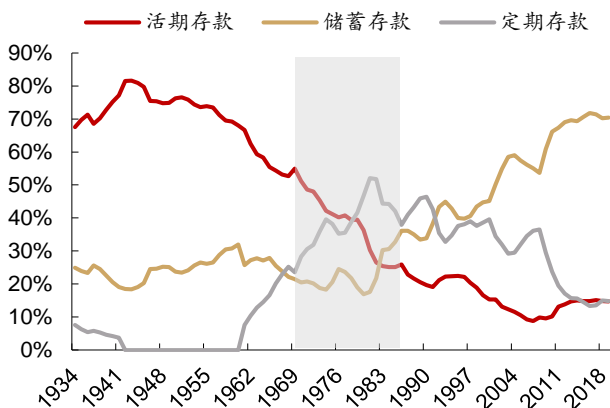
资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 31 美国：有息存款代替无息存款成为主导



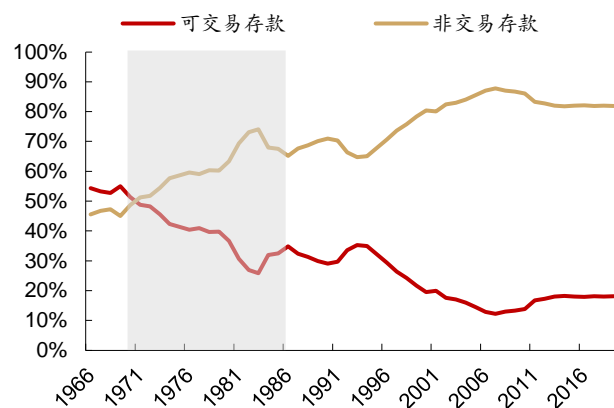
资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 32 美国：境内存款中活期存款占比下行



资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 33 美国：境内存款中可交易存款占比下行



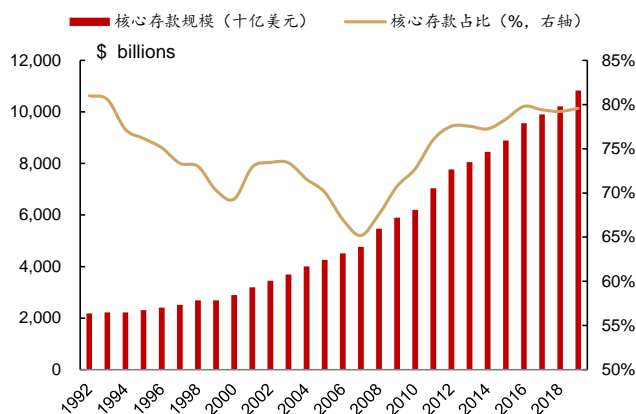
资料来源：FDIC、华西证券研究所

市场化存款发展情况：1) 核心存款占比回落，核心存款（Core Deposit）是指稳定、低成本、在利率上升环境下重定价较慢的存款，通常来自于与银行存在信贷等其他业务关系的客户，利率市场化后的 90 年代，核心存款占比持续下行近 20 个百分点至 65%。2) 为应对 MMF 竞争，美国商业银行推出 MMDAs（货币市场存款账户），提供高额浮动利息，在存款总额中占比持续提升至 40%。3) 市场化存款获追捧，经纪存款（由存款经纪商 Deposit Broker 获得的存款）由 84 年的 200 亿美元扩增至 88 年末的 1345 亿美元，年均复合增速达 45%，虽然 89 年 FDIC 新政对经纪存款加强监

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

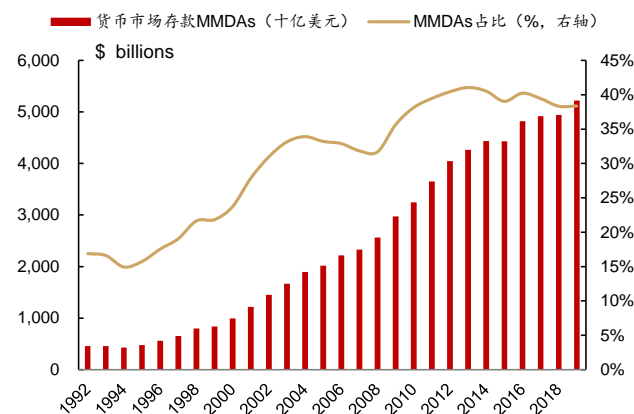
管，限制发行经纪存款的机构范围等，导致规模的回落，但随着经济的恢复，经纪存款在存款总额中的占比已提升至 7.6%。值得注意的是，据 FDIC 研究发现，增加使用经纪存款会导致三年内更高的破产概率，并非经纪存款直接导致的破产，而是其使用意味着更高的风险偏好、更快的资产扩增速度、更高的不良贷款比例，加剧了银行经营的脆弱性，尤其是在 80 年代末 90 年代初、以及次贷危机期间。

图 34 美国：利率市场化后核心存款占比持续下行



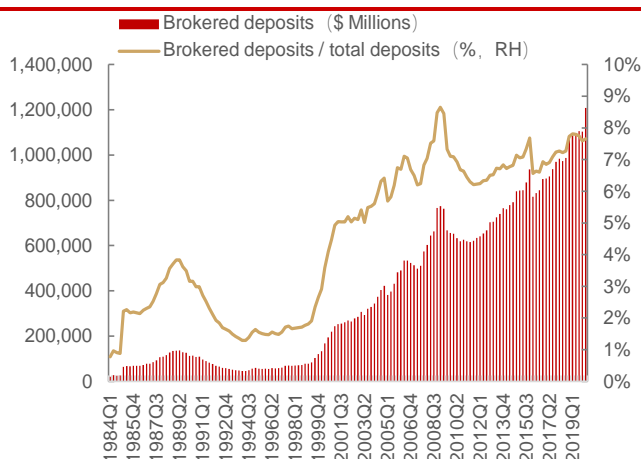
资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 35 美国：货币市场存款占比持续提升



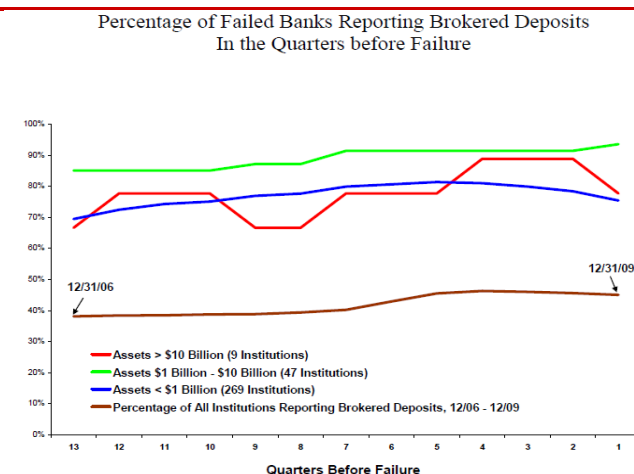
资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 36 美国：经纪存款规模、占比双升



资料来源：FDIC、华西证券研究所；注：因数据披露口径问题，本图存款和经济存款口径取 FDIC 全部在保存款机构口径。

图 37 美国：倒闭银行往往保有更高经纪存款占比



资料来源：STUDY ON CORE DEPOSITS AND BROKERED DEPOSITS, FDIC, July 8, 2011

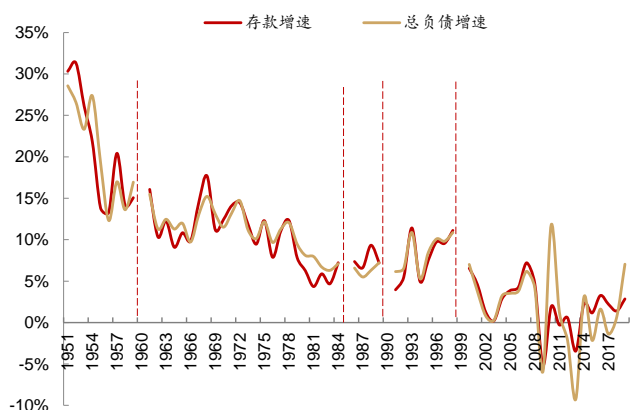
2.1.2. 德国：利率市场化对负债端结构整体影响不大

对于 60 年代就完成利率市场化的德国，整体负债端受到的影响不大，60-70 年代负债和存款仍保持 10% 左右的稳定年增速，2000 年后尤其是 2008 年后，负债和存款增速的持续收敛或更多是受到宏观经济增速下行的影响，欧洲负利率环境导致银行负债端缩表。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

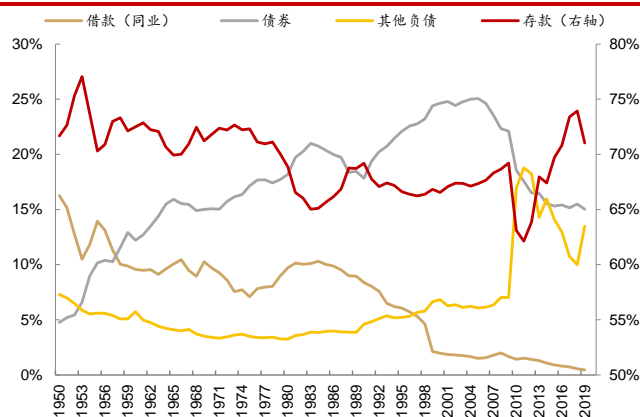
负债结构来看，存款是主要组成部分，利率市场化阶段存款占比基本处于 70%以上水平；发行债券（未偿还不记名债权凭证）占比持续提升，替代借款资金成为负债的第二大组成部分，占比一度提升至 25%。存款结构来看，1962-1967 年利率市场化前半程，受定期存款利率放开影响，呈现活期存款向储蓄存款转移的趋势，即活期存款占比下降 3.8 个百分点至 21.7%，而储蓄存款占比整体提升 6.6pct 至 37.6%，定期存款小幅下行；随着 1973 年储蓄存款利率放开利率市场化完成，定期存款利率更具优势下，储蓄存款占比跟随活期存款下行，而定存占比迅速突破 50%持续上行，直到 21 世纪零利率阶段结束上行趋势。

图 38 德国：存款和负债增速持续收敛（全部银行）



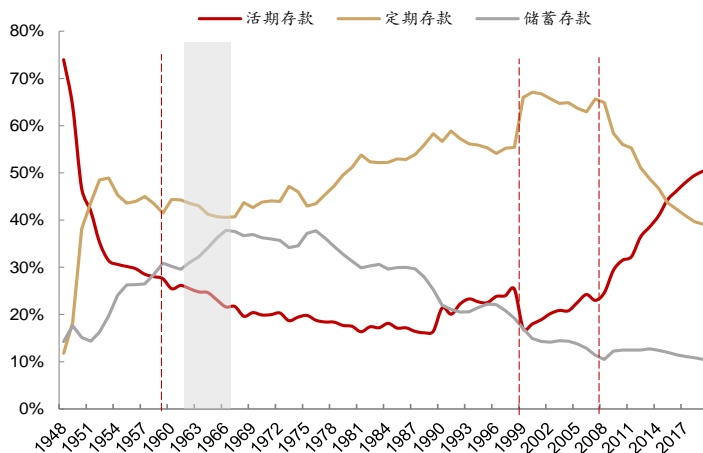
资料来源：CEIC、德意志联邦银行 DBB、华西证券研究所；注：官方数据分别在 1959、1960、1985、1990、1999 年进行了口径调整，非常规增速变动我们予以剔除。

图 39 德国：存款和借款占比整体下行，债券发行占比提升（全部银行）



资料来源：CEIC、DBB、华西证券研究所

图 40 德国：利率市场化后定期存款占比持续提升



资料来源：CEIC、德意志联邦银行、华西证券研究所

2.1.3. 日本：同业负债占比提升，存款呈定期化趋势

利率市场化过程中，日本银行负债端结构也发生了明显变化，由于数据来源和披露口径的差异，我们分两个时间段对数据进行处理。

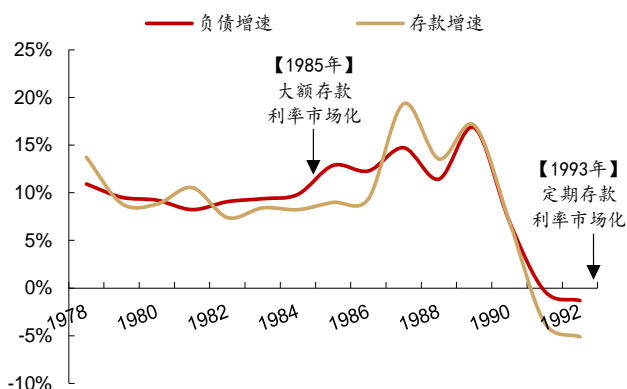
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

1) 1977-1992 年（利率市场化主要阶段）

得益于居民较强的储蓄习惯，70 年代存款占总负债的比重在 75%左右，存款利率放开后，存款占比震荡下行至 67.5%（1992 年），同业负债占比则持续上行，提升了 10 个百分点至 14%。

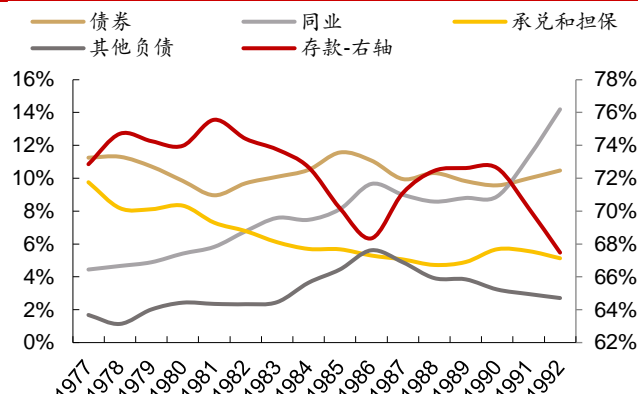
存款结构看，1977-1992 年，定期存款占比由 57.3%提升至 64.3%，而活期存款（含普通存款和通知存款）降幅明显，合计占比由 37%降至 20%，银行存款呈现定期化趋势。70 年代通胀期间，外资存款占比大幅提升。整体存款来源也由居民向金融同业转移。

图 41 日本（-1992）：利率市场化前期存款增速相对平稳，后期负增



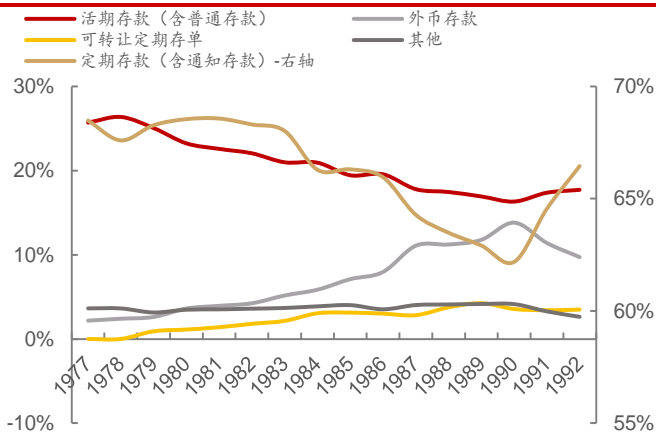
资料来源：CEIC、华西证券研究所；注：1) CEIC 和 BOJ 披露时间段和口径存在差别，因此分段分析；2) 统计数据均为日本国内持牌银行

图 42 日本（-1992）：利率市场化中后期存款占比震荡下行，同业负债占比提升



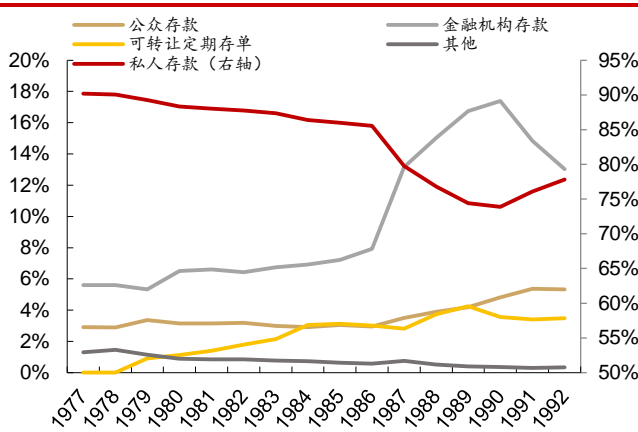
资料来源：CEIC、华西证券研究所

图 43 日本（-1992）：存款以定期存款为主，活期存款降幅明显



资料来源：CEIC、华西证券研究所

图 44 日本（-1992）：利率市场化后期金融机构存款占比提升



资料来源：CEIC、华西证券研究所

2) 1993-2019 年（利率市场化后）

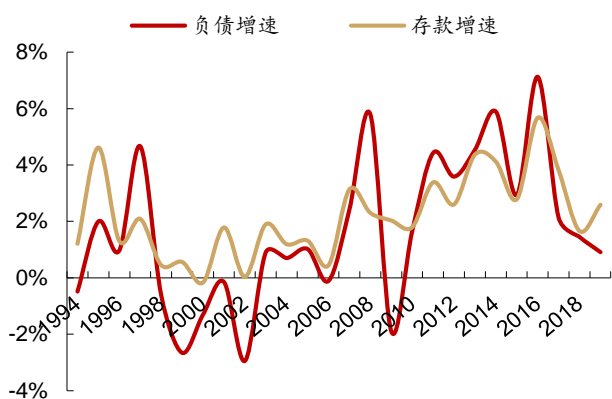
90 年代日本泡沫经济崩溃，经济增长停滞并进入实质性通缩阶段，长期的低利率和量化宽松政策环境对商业银行负债和存款结构产生了较大影响。一方面银行负债重新回归存款，存款占比重新回升至近 80%的水平，同业负债占比收敛；另一方面零

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

利率/负利率环境下，定期存款在 90 年代持续负增，存款结构逐渐偏向具备交易属性的活期存款，1993-2019 年活期存款年均复合增速 7%，带动 2019 年活期存款占比回升到 63.7%，较 93 年抬升超 40 个百分点，定期存款占比回落至 28%。

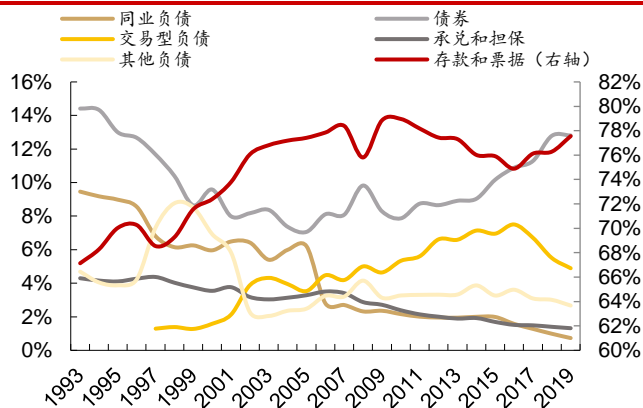
综合两个发展阶段，日本利率市场化前期负债和存款结构变动和美国较为一致，得益于高经济增速和通胀，呈现存款增速稳健但占比下行，且存款定期化的趋势。后期由于经济危机影响，零利率时期存款更多履行交易属性，活期存款占比回升。

图 45 日本 (1993-): 90 年代经济低迷，银行缩表



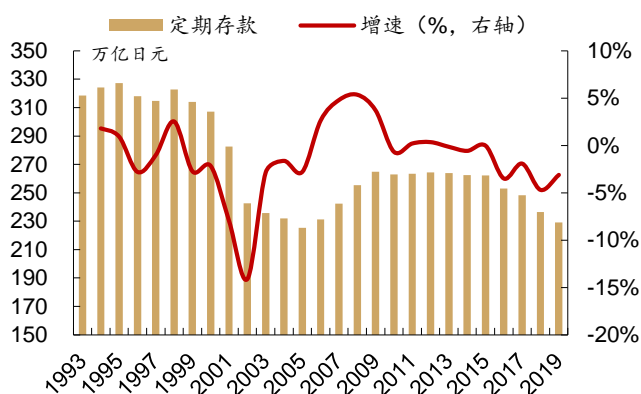
资料来源：BOJ、华西证券研究所

图 46 日本 (1993-): 伴随经济恢复，存款占比有所回升



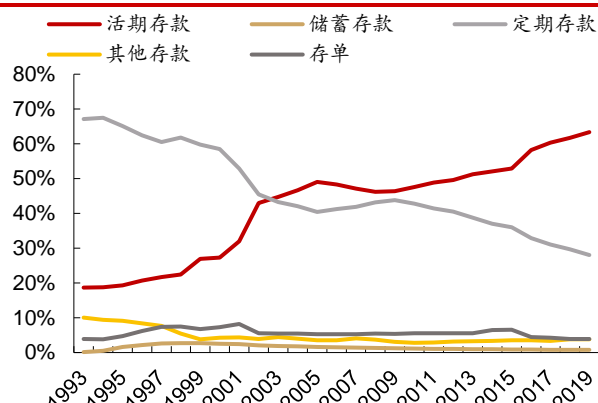
资料来源：BOJ、华西证券研究所

图 47 日本 (1993-): 负利率环境下定期存款缩量



资料来源：BOJ、华西证券研究所

图 48 日本 (1993-): 90 年代活期存款占比仅有两成左右



资料来源：BOJ、华西证券研究所

2.2. 存贷利差“短期受冲击、长期趋稳定”，提升风险偏好致息差较为稳定

一般来说，利率市场化期间利率会相对提升，因为一方面各国商业银行存款竞争无法避免，促使银行提升市场化负债如 CDs 利率，短期抬升银行资金成本；另一方面伴随负债结构向主动负债倾斜、存款结构由无息活期存款向有息储蓄和定期存款转移，商业银行的负债成本跟随存款流失速度也会经历“先升后降”的变化。但也需要综合考虑当时的货币政策、通胀趋势和经济增长等宏观因素的影响。并且随着利率市场化的完成，存款利率和市场利率联动性增强，也将更趋平稳。

复盘利率市场化期间各国利率走势：

美国：利率市场化过程中，银行存款定价限制放开，叠加通胀期间美联储加息，存单利率由 4% 左右一度提升至 80 年代初的 18% 以上，负债成本大幅抬升；同时存款利率上升幅度超过贷款利率，导致存贷利差大幅缩窄，在 1978 年和 1984 年均出现存贷利率倒挂，最低降至 1984 年中期的 -0.8%；此后，随着经济恢复、利率下降，存贷利差逐渐回升，基本处于 2% 左右的水平。

英国：与美国相似，在通胀和利率市场化推进阶段，利率走势同样经历了先升后降的过程，70 年代初和 80 年代初存贷利差均出现负值；随着利率市场化的完成，利差回升并趋于稳定。

德国：由于利率市场化推进较早，存贷利率走势较为一致，利差稳定在高位。70 年代末 80 年代初通胀初期，利差有所回落，但随着经济恢复再次回升甚至高于前值，在 IMF 披露的 2000 年左右有效数据区间基本位于 6% 的高位。

日本：利率市场化期间日本存贷利差整体下行 1 个百分点左右，相对来说比较平稳，利差受到冲击迅速收敛主要源于后续经济危机，央行集中多次降息。

韩国：市场化第一到第二阶段，利率跟随通胀大幅上行，利差波动加剧甚至归零，之后逐渐企稳，随着存贷利率联动性加强，利差稳定在 2% 左右水平。

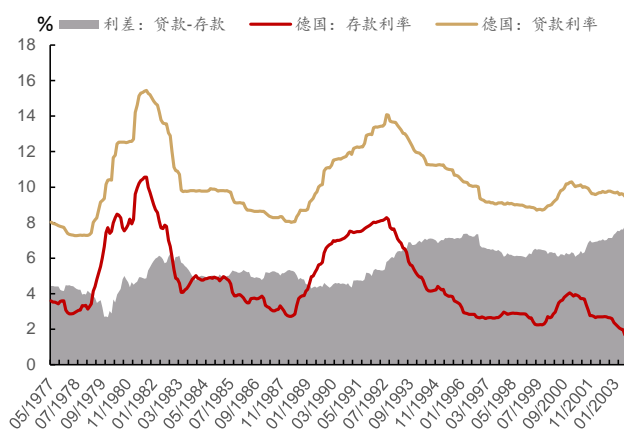
总体来说，利率市场化过程中利率的走势主要还是取决于当期的宏观经济基本面和货币政策导向。利率市场化叠加通胀，存款利率短期大幅提升，之后会随着经济的企稳而回落，逐渐向市场利率靠拢，与市场利率以及贷款利率的联动性增强。利差方面，利率市场化阶段利差波动加剧，通胀阶段甚至出现存贷利率倒挂，之后逐渐企稳回升，甚至高于前期利差水平，原因可能是利率市场化之后，存贷款利率往往锚定市场利率并加减一定点数，利差相对稳定。

图 49 美国：80 年代初存贷利差降至负值



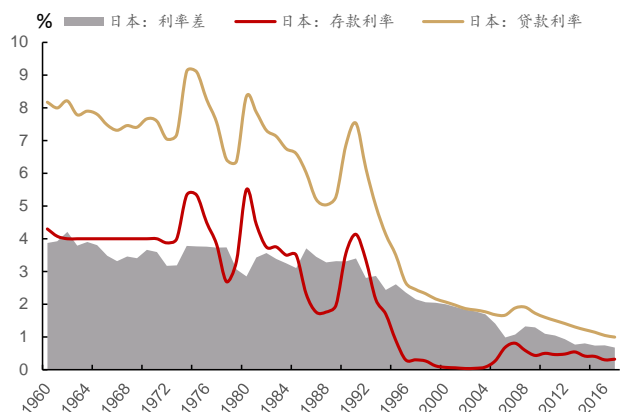
资料来源：CEIC、IMF、华西证券研究所；注：IMF 披露的存贷款利率是各类存贷款加权利率

图 51 德国：60 年代完成利率市场化，历次加息阶段存贷利差稳中有升



资料来源：CEIC、IMF、华西证券研究所

图 53 日本：70-90 年代利率市场化期间利差小幅下行，经济危机零利率环境导致利率大幅下行利差收敛



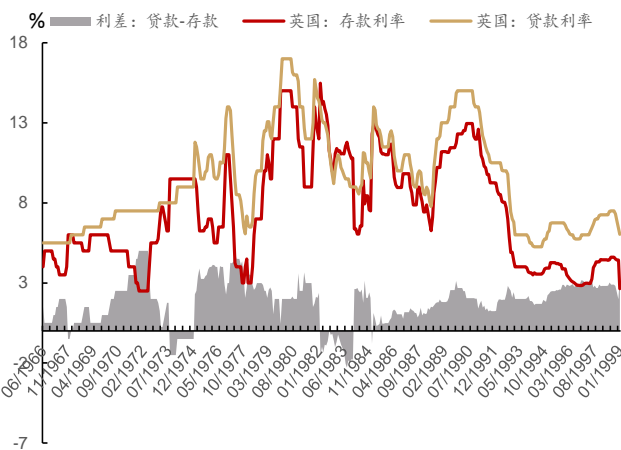
资料来源：CEIC、World Bank、华西证券研究所

图 50 美国：利率市场化期间 CD 利率显著提升



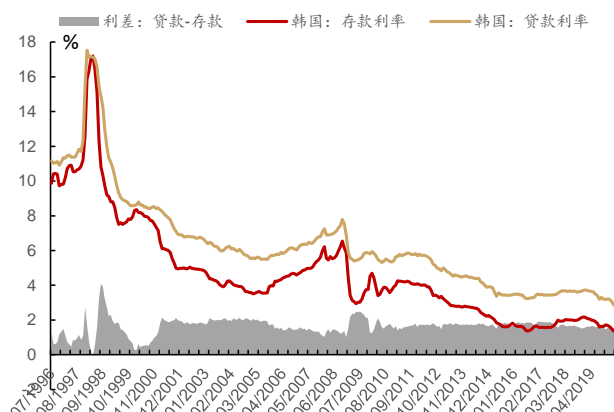
资料来源：CEIC、IMF、华西证券研究所

图 52 英国：70 年代初利率市场化初期和 80 年代初利率市场化末期，存贷利差均出现负值



资料来源：CEIC、IMF、华西证券研究所

图 54 韩国：91-97 利率市场化改革第二阶段，利差收敛



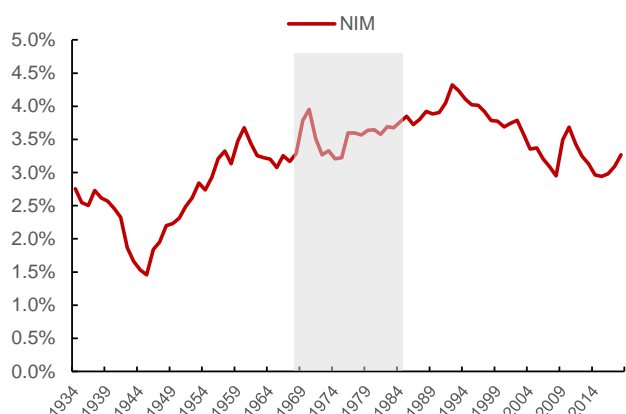
资料来源：CEIC、IMF、华西证券研究所

■ 资产配置风险偏好提升，净息差受损不大

利率市场化后金融机构风险偏好上升，比如美国，利率市场化后商业银行一方面增加了贷款的配置，1970-1986年占比由51.2%上升到58.7%，而证券投资配置的比重由24.8%下降到16.5%；另一方面80年代后贷款中房地产抵押贷款占比由20%左右持续提升至超50%。

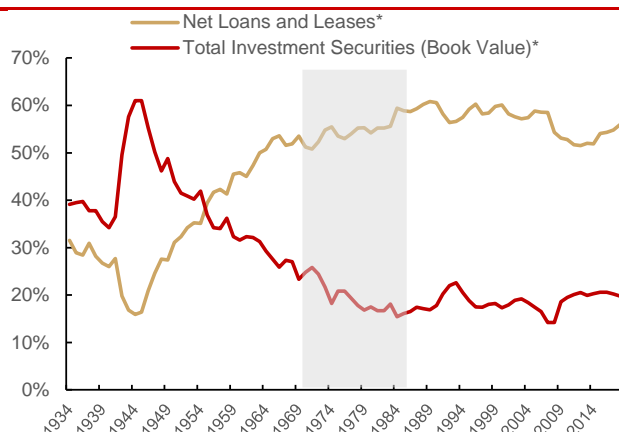
日本城市银行增加了高收益信用资产的配置比例，中小企业贷款的占比由1980年的64%上升至1990年的80%⁴。对地产企业的贷款占比则由1980年的6.6%上升至1990年的11.9%。

图 55 美国：90 年代净息差先降后升



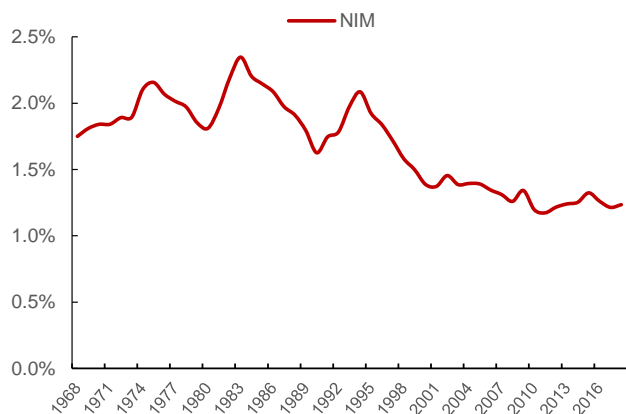
资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 56 美国：利率市场化伴随资产端贷款占比提升



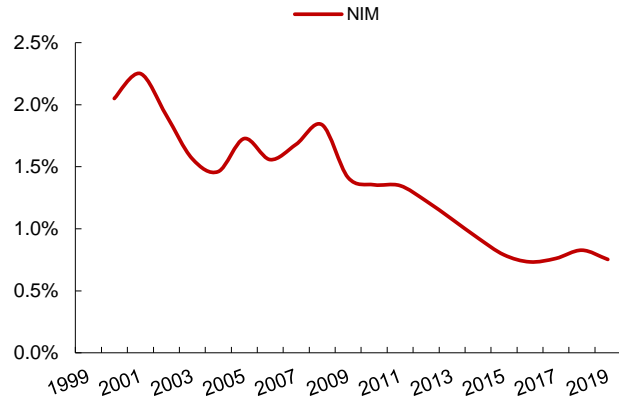
资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 57 德国：60-70 年代净息差整体下行程度不大



资料来源：DBB、华西证券研究所

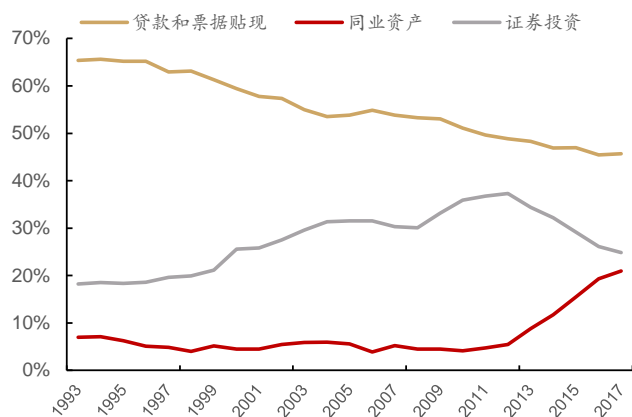
图 58 韩国：21 世纪以来净息差持续收窄



资料来源：DBB、华西证券研究所

⁴ 资料来源：《利率市场化对机构行为及资本市场的影响》

图 59 日本：整体贷款投放比例下行



资料来源：BOJ、华西证券研究所

图 60 日本：房地产贷款占比持续上行



资料来源：BOJ、华西证券研究所

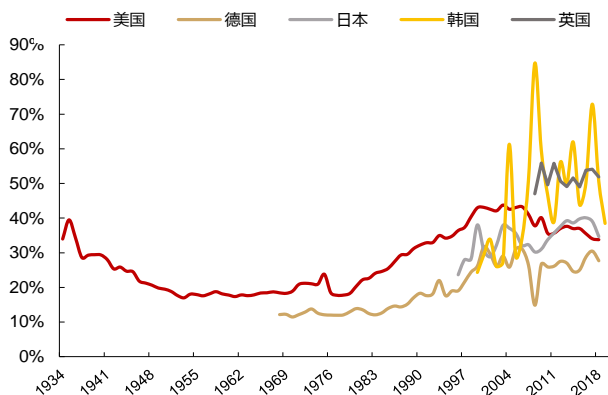
2.3. 盈利能力：短期资本回报率受损，长期提升综合经营能力

■ 综合化经营提升非息收入占比，长期行业 ROE 取决于宏观和政策环境

利率市场化改革完成后，中间业务比重和对利润贡献度显著提高。一方面利差短期受到冲击下行时，中收有助于稳定盈利；另一方面，金融创新产品迅速发展，也拓展了非息收入的来源渠道，如存款账户收费、信托、资产证券化净收益、交易账户所得和收费等，拉长期限来看，主要国家的非息收入占比普遍处于 30-40% 的区间。

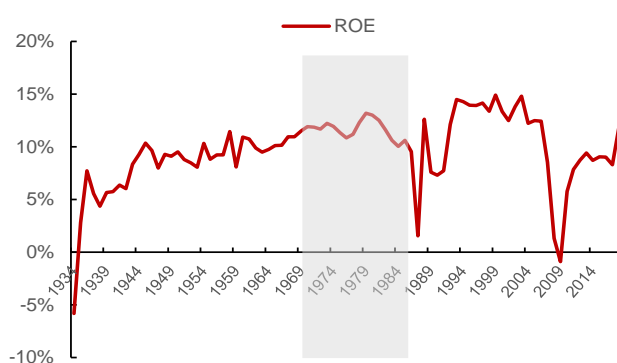
银行盈利能力 ROE 来看，由于数据可得性，可追溯到较早历史数据的国家如美国，在利率市场化过程中银行 ROE 初始有小幅下行，并在滞胀阶段大幅受挫，随着经济企稳 ROE 回升并上台阶。德国银行 20 世纪末整体盈利保持稳定，ROE 受到利率市场化影响不大。日本受 21 世纪经济衰退影响，银行相当长一段时间 ROE 为负。

图 61 各国：利率市场化促进非息收入占比提升



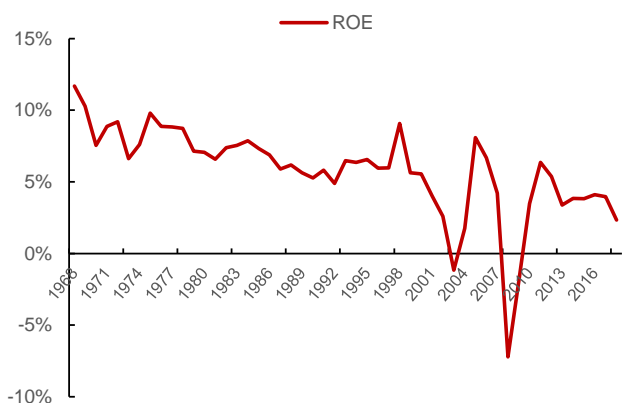
资料来源：FDIC、DBB、BOJ、BOE、IMF，华西证券研究所；
注：各国口径存在一定差异

图 62 美国：80 年代商业银行 ROE 大幅下行



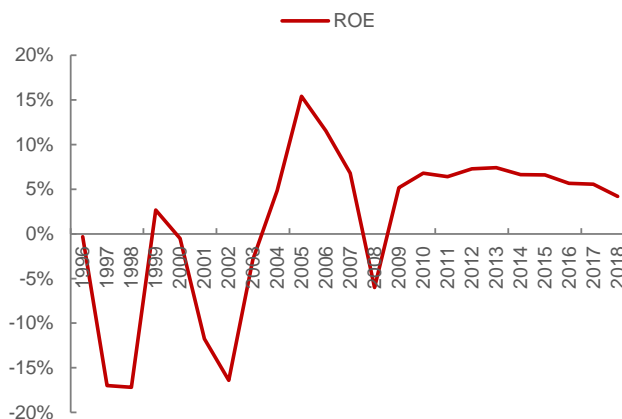
资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 63 德国：60-70 年代 ROE 相对平稳



资料来源：DBB、华西证券研究所

图 64 日本：90 年代银行整体处于亏损状态



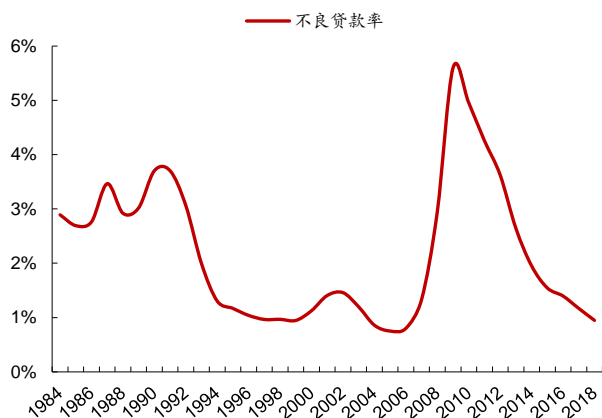
资料来源：BOJ、华西证券研究所

■ 部分国家金融机构倒闭

在利率市场化推进下，美国等先行经济体出现大量金融机构倒闭的现象。美国实行利率市场化的阶段处于美联储加息对抗通胀的背景下，伴随通胀抬升大量储贷机构通过提高利率高息揽储，资金利率攀升与其投放的低收益长期房贷出现错配，反过来又促进了资产端风险偏好的提升，不良率一路走高，银行大量倒闭，并在 1989 年达到峰值，1986-1992 年共有 2304 家银行倒闭和被救援。

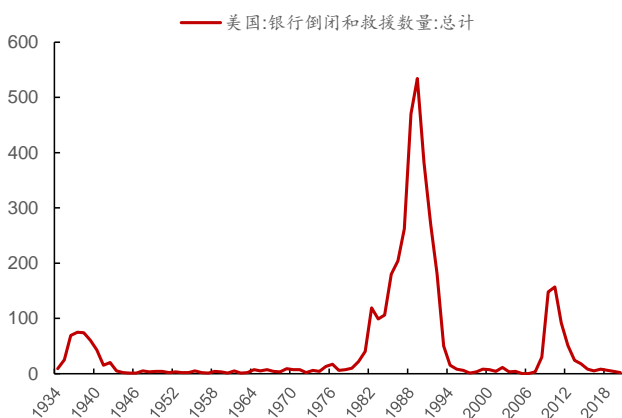
值得注意的是，德国虽然通胀期间金融机构数量也有所缩减，但整体并未出现美、英、日银行集中倒闭的现象，或源于一方面，德国央行以稳定马克币值为首要任务和最终目标⁵下的通胀程度不及美日；另一方面，德国属于全能银行模式，银行可同时经营长短期金融业务及证券业务，综合化的经营有助于稳定盈利。

图 65 美国：80 年代美国存款类金融机构不良率走高



资料来源：FDIC、华西证券研究所

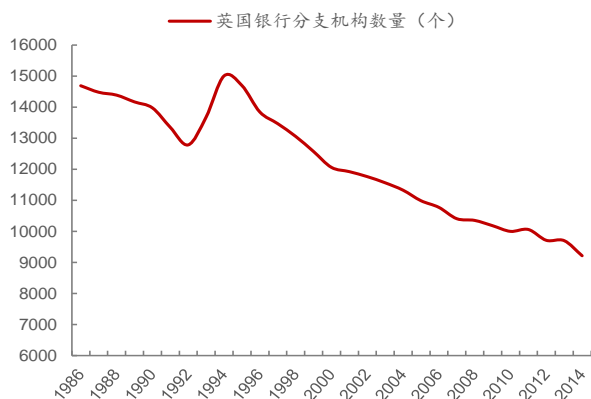
图 66 美国银行倒闭和救援情况



资料来源：FDIC、华西证券研究所

⁵ 资料来源：《德国中央银行稳定币值控制通货膨胀的经验》

图 67 英国：银行分支机构数量 80 年代以来明显缩量



资料来源：British Bankers Association、华西证券研究所；
注：1992-1994 年一些建筑协会被重分类为银行机构致数量增加

图 68 德国：60 年代商业银行数量相对稳定



资料来源：万得资讯、华西证券研究所；注：1984 年扩大了信贷机构的报告要求口径导致数量增加

归纳来看，利率市场化意味着存贷利率和市场利率的联动性更强。逻辑上来说，短期如果处于通胀周期，市场利率走高，银行定价面临竞争压力，短期推高存款利率，利差面临收窄，短期利差波动加剧，也会削弱银行盈利能力；长期来看，成熟的利率传导机制下，存贷利差都向市场利率靠拢，随市场利率同向变动，利差就能保持相对稳定。同时银行寻求拓展综合化经营能力，非息收入长期占比提升，以及资产配置风险偏好的提升，也有利于净息差的稳定。实践来看，各国银行指标的波动更多取决于当时的宏观经济环境和货币政策导向。

图 69 利率市场化对各国银行利差和盈利能力影响汇总

影响	存款利率		存贷利差		ROE	
	短期	长期	短期	长期	短期	长期
美国	通胀期间上行	随通胀回落，与联邦基金利率走势一致	利差从 1980 年的 5% 左右大幅下降至 1984 年的几乎为零	回升至 2-3% 左右并稳定在该水平	80 年代市场化后期 ROE 下行一度至负值	回升且 ROE 水平上台阶
英国	存贷利率波动较大，整体伴随通胀上行	震荡回落	70 年代初利率市场化初期和 80 年代初利率市场化末期，存贷利差均出现负值	回升至 3% 左右	-	2010 年以来处于 5-10% 相对平稳的区间
德国	通胀期间上行	伴随通胀回落存贷利率基本保持同步涨跌	相对稳定，通胀期间回落至 2% 左右，但较快修复	利差稳定，90 年代后上浮至超 6%	60-70 年代 ROE 相对平稳	金融危机导致 ROE 下台阶
日本	存贷利率波动加剧，整体在 3-4% 区间，有小幅下行	经济危机零利率环境导致利率大幅下行	利差小幅下行，仍处于 3% 以上	利差收敛至不足 1%	90 年代利率市场化结束后进入经济衰退期，ROE 一度下行至 -15%	随经济动能恢复而修复，2010 年以来处 5% 左右水平
韩国	改革第二阶段利率大幅上行	回落至低位	90 年代有波动，且在 97 年利率市场化结束+亚洲金融危机时期，利差降至 0	回升至 2% 并保持稳定	-	亚洲金融危机后 ROE 修复，但宏观经济承压下整体下行，并出现负值

资料来源：公开市场信息、华西证券研究所

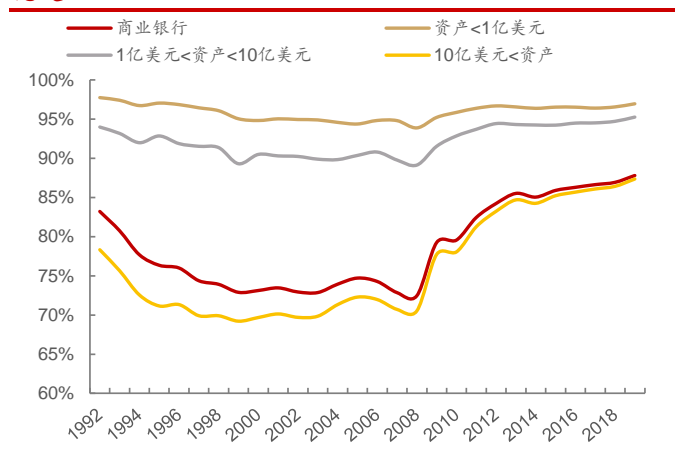
3. 分类银行的差异：不同银行的存款结构分化

3.1. 美国：小行存款占比高，息差基本保持稳定

中小型银行以被动负债为主，存款占负债的 90%以上，大行虽然在金融危机后存款占比由 70%左右提升至 2017 年的 86.1%，但仍低于小型银行。大行主动负债能力较强，一方面次级债发行成本低，小行发行次级债财务成本较重，所以美国次级债发行主体一般是大行和银行控股公司；另一方面大行具备多渠道引资的能力，借入资金是负债补充的重要来源，大行借入资金占总负债的比例高达 20%，而小型银行借入资金不到总负债的 5%。

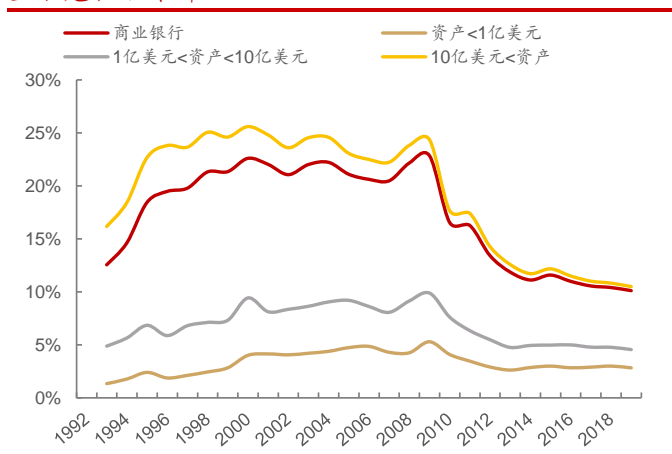
但同时，较高的存款占比也加剧了小型银行揽储难度，存款利率要高于大中型银行。但从数据来看，小银行保持较高的净息差和净息差稳定性，我们认为主要还是资产端影响，小银行聚焦特定客群，议价能力相对较高。

图 70 负债端存款占比：小行存款类被动负债占比高且稳定



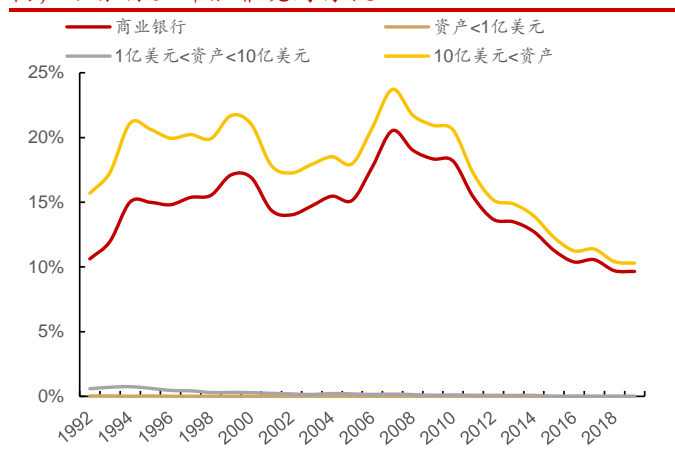
资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 71 负债端借入资金占比：大行借入资金占比高，金融危机后下降



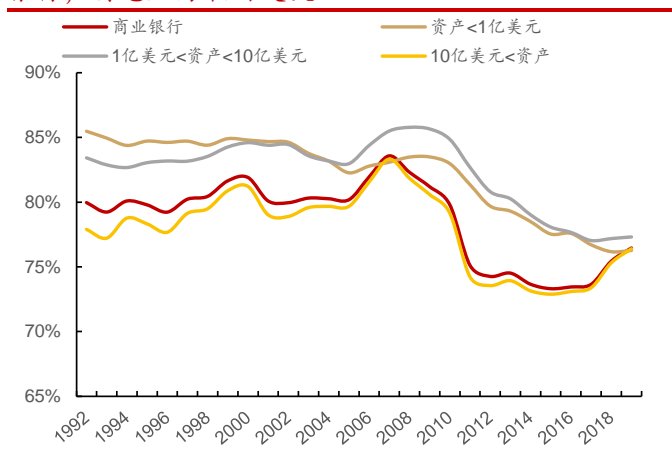
资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 72 境外存款占比：大型银行境外筹资渠道更通畅，小银行全部依靠境内存款



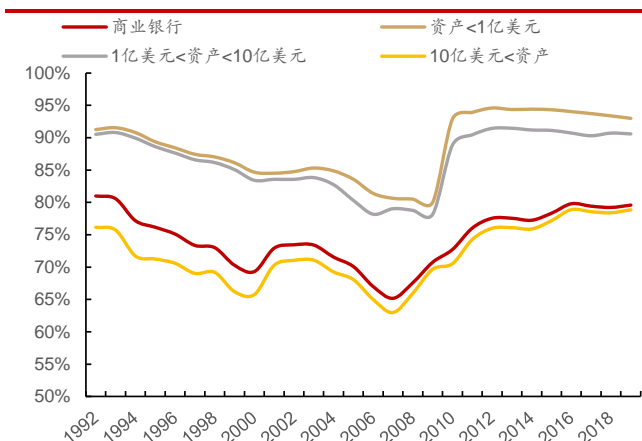
资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 73 有息存款占比：中小银行有息存款占比高于大银行，付息压力相对更大



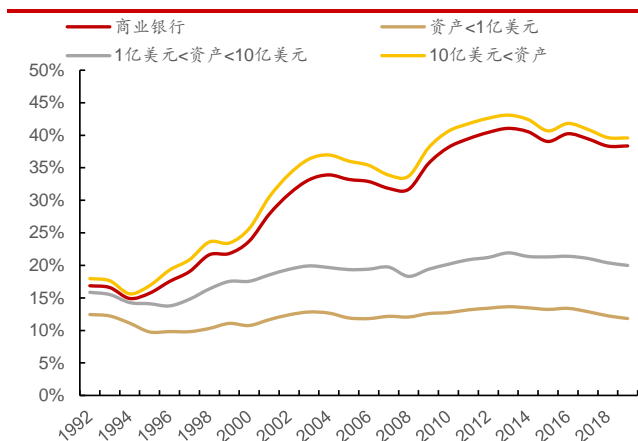
资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 74 核心存款占比：小银行核心存款占比更高



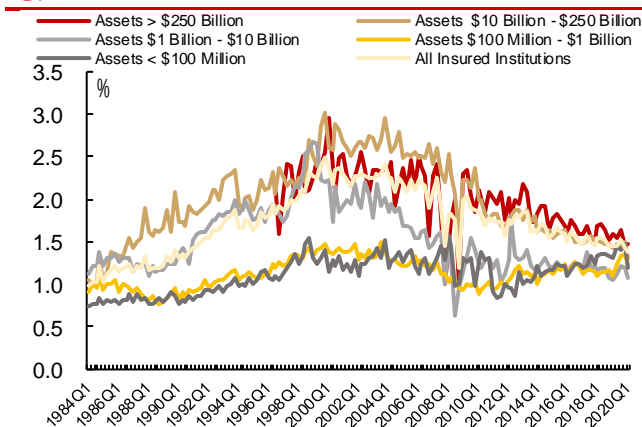
资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 75 货币市场存款占比：大行市场化存款占比更高



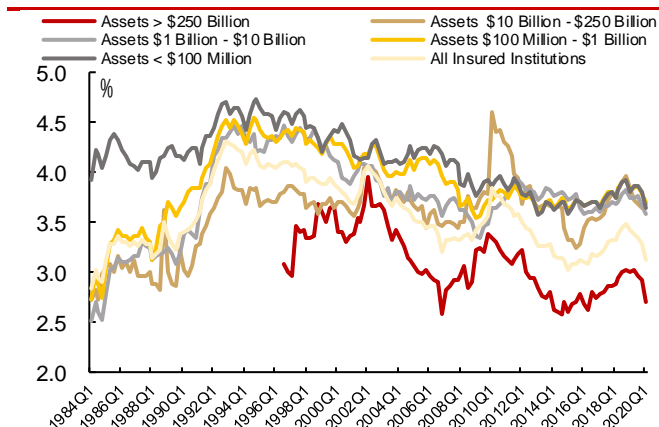
资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 76 非息收入资产收益率：大行非息业务盈利能力更强



资料来源：FDIC、华西证券研究所

图 77 息差：小行整体高于大行，且相对稳定



资料来源：FDIC、华西证券研究所

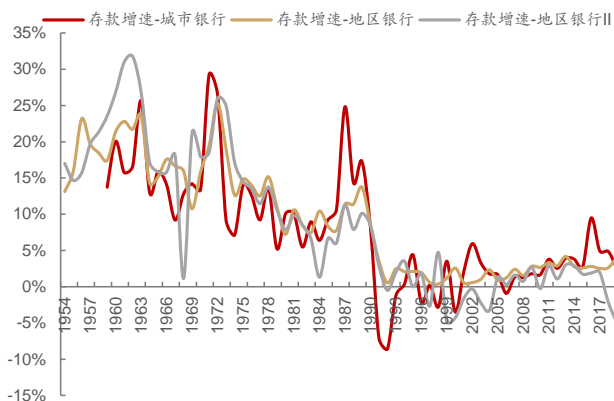
3.2. 日本：城市银行存单规模放量，地方银行聚焦特种存款

日本的商业银行分为都市银行、地方银行、第二地方银行、新形态银行、政策性金融机构、信托银行等。5 家城市银行主要“立足于大城市、在全国或各地区从事金融业务”；64 家地方银行类似国内的城农商行；39 家第二地方银行即相互银行，主要服务中小企业主。

负债端结构来看，地方银行负债端存款占比超 90%，城市银行同业负债相对高一些，均在 2000 年后存款占比有所提升。存款结构的差异体现在城市和地方银行前期定期存款占比均过半，后期普通存款占主导，而第二地方银行则主营特种存款。

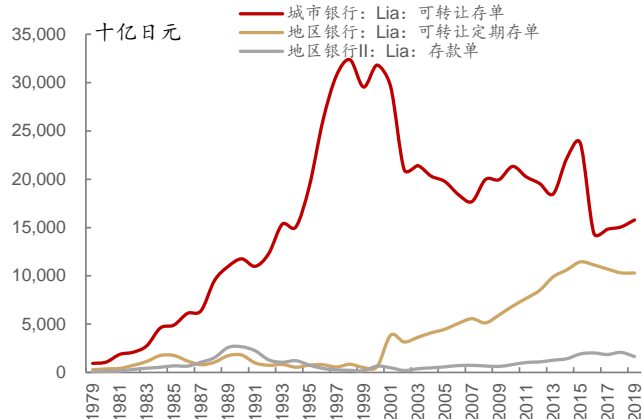
所以从有限的数据来看，利率市场化对日本商业银行负债和存款结构并无特别显著的冲击差异，日本商业银行业量和结构的变动更多还是受到宏观经济的叠加影响。

图 78 存款增速：各类银行增速趋势一致，90 年代进入缩表



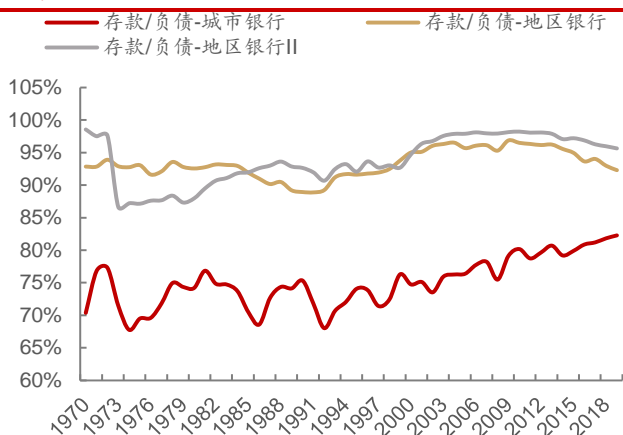
资料来源：CEIC、华西证券研究所

图 79 可转让存单：利率市场化后城市银行可转让存单规模放量



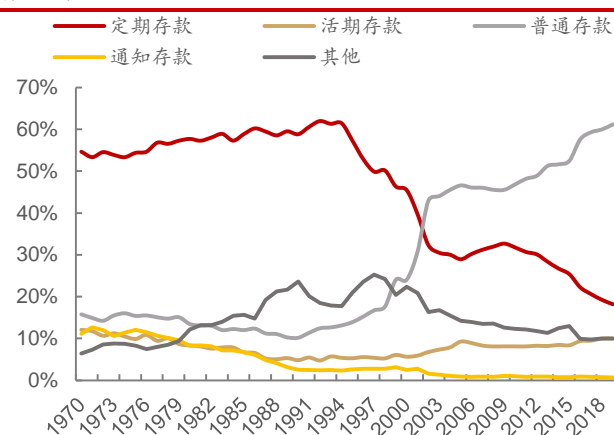
资料来源：CEIC、华西证券研究所

图 80 负债端存款占比：地区银行负债端存款占比达九成



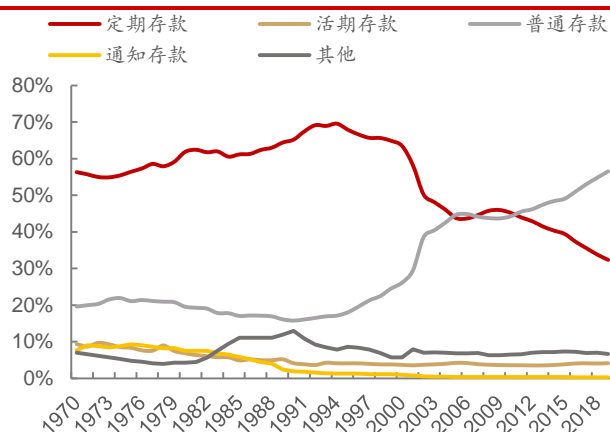
资料来源：CEIC、华西证券研究所

图 81 城市银行存款结构：定期存款为主，2000 年后普通存款崛起



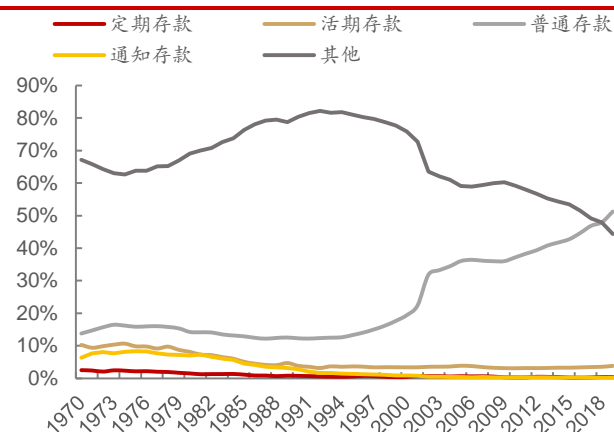
资料来源：CEIC、华西证券研究所

图 82 地区银行存款结构



资料来源：CEIC、华西证券研究所

图 83 地区银行 II 存款结构：其他存款（主要为特种存款）占比过半



资料来源：CEIC、华西证券研究所

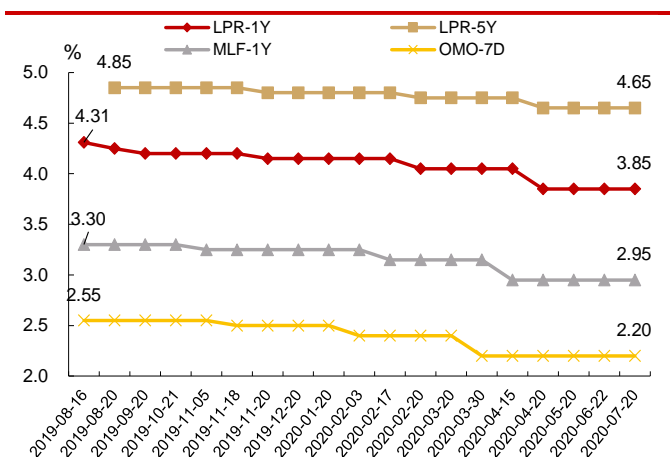
4. 我国存款利率市场化深入改革的路径借鉴及影响预判

4.1. LPR 改革后贷款利率联动市场利率平稳下行，后续疏通以 LPR 改革促进降低存款利率的市场机制

贷款利率锚定 LPR，应用场景“先增量后存量”。2019 年 8 月，央行发布利率市场化改革新规，宣布“银行新发放贷款中主要参考 LPR 定价，并在浮动利率贷款合同中采用 LPR 作为定价基准”以来，货币政策利率→LPR→贷款实际执行利率的传导路径打通。利率换锚按“先增量、后存量”的顺序推进，进度来看，2019 年末新发生贷款中 LPR 定价占比超 90%；存量浮动利率贷款定价基准转换也于今年 3 月启动，并且一季度货币政策执行报告中提到“将存量贷款转换进度纳入 MPA 和合格审慎评估考核，预计 8 月底前基本完成转换”，其中 6 月末工行存量法人客户贷款 LPR 转换进度达 76%⁶，光大银行对公存量浮动利率贷款 LPR 转换完成率超 70%。

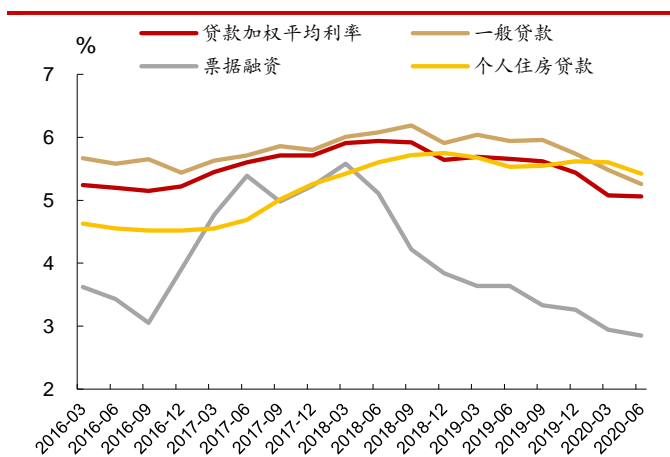
定价市场化程度提升，贷款利率持续下行。利率市场化改革后，央行主要通过下调公开市场逆回购（OMO）利率、中期借贷便利（MLF）利率等措施引导市场利率下行，各报价行在政策利率基础上加点报价，从而贷款利率可以对市场利率下行予以更多反映，LPR 报价市场化的程度明显提升，市场也逐渐形成了 LPR 跟随 MLF 利率同步调整的预期。数据来看，19 年下半年以来社会融资成本明显下降，截至 2020 年 6 月一般贷款平均利率 5.26%，同比 2019 年 6 月（LPR 改革前）降低 0.68 个百分点。

图 84 LPR 报价跟随市场利率联动下行



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 85 一般贷款利率持续下行



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

监管导向上，后续提升通过 LPR 改革促进降低存款利率的市场机制。

近期各类存款利率均有所下行，表明贷款 LPR 改革推动存款利率市场化的效果已经开始显现。主要是商业银行为保障息差的稳定、保持资产负债收益的匹配，提高存款利率揽储的动力减弱，存款利率也出现下降，体现了市场机制在发挥作用。

除了针对普通客户的定期存款利率下降之外，今年上半年经历了强化结构性存款的套利监管后，结构性存款规模回落，利率下降更为明显。根据央行二季度货币政策

⁶ 资料来源：<http://finance.caixin.com/2020-07-23/101583929.html>

执行报告数据：“2020年6月，国有大行、股份制银行大额存单加权平均利率分别为2.64%和2.71%，较2019年12月下降30BP和34BP。”

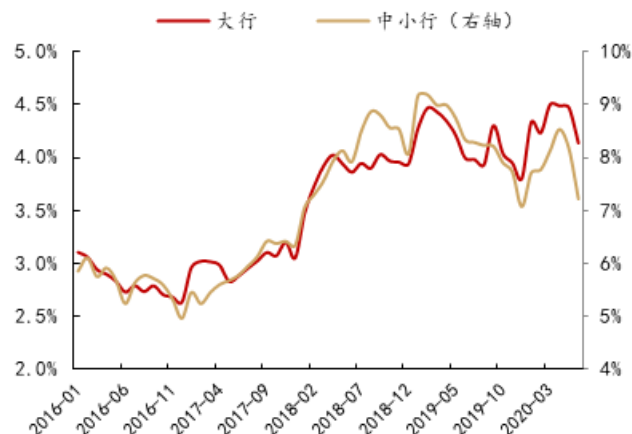
后续在资产端降低融资成本以及持续让利的导向上，负债端成本仍需压降，市场化的负债产品以及高成本和长周期的存款产品的成本将会面临持续的压降。

图 86 贷存比持续提升



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 87 结构性存款严监管，规模占比压降（结构性存款占存款总额的比例）



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

4.2. 低利率环境提供适宜推进条件，存款利率市场化深入改革渐近

一方面，目前我国利率市场化所处的进程：1) 贷款利率市场化基本完成；2) 存款利率管制自2015年10月开始已经完全放开；3) 大额存单、结构性存款等市场化存款产品已经推出；4) 存款利率市场化改革进入深水区，刚性较强的定期存款等产品的利率市场化进程还未开启，而较强的成本刚性将阻碍市场利率向存款成本的传导，从而进一步限制成本变动的空间，但是资产端的让利以及高成本存款利率与市场利率的脱轨，进一步提升了存款成本市场化定价的需求。

另一方面，根据本报告第一部分的内容，海外国家基本均在高通胀的环境下倒逼存款利率市场化改革，对商业银行的冲击较大。而低通胀和宽松的货币环境是推进存款利率并轨的较为适宜的宏观环境。因为取消利率管制下，存款利率将会趋近货币市场利率，高利率的环境下将加剧存款市场的激烈竞争从而大幅提升存款成本，也对资产配置和定价带来加大挑战，提升风险偏好下也会引发金融风险。而低利率的环境下，市场利率和存款利率的分化较小，存款成本的提升有限，从而对资产配置和风险偏好的影响也较为平稳，对整体实体的融资支持也会保持稳定。

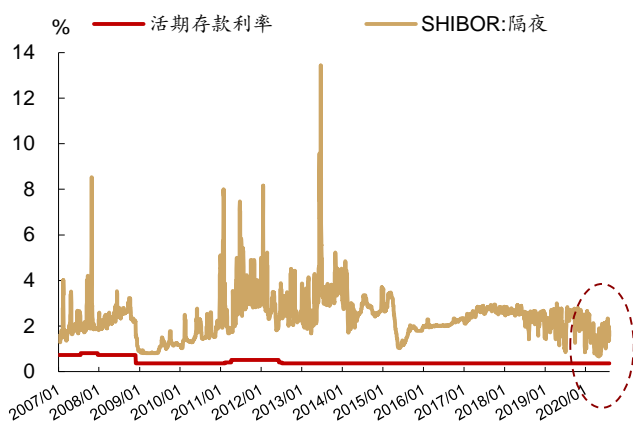
我们认为，未来随着存量贷款 LPR 定价转换的完成，后续推进存款利率市场化深水改革窗口期或打开，主要基于以下几个方面：

首先，2020 年以来逆周期调节政策叠加疫情影响，货币政策处于宽松周期，政策利率持续调降，市场利率持续下行并趋近存款基准利率；1) 上半年隔夜 Shibor 多次降至 1% 以下，与活期存款监管基准利率差距在 4 月底逼近 31BP。2) 同时，三个月的同业存单的发行利率降至 1.5%-2% 的区间，成本低于部分长期限的定期存款利率。

其次，资管新规下表外刚兑逐渐打破的背景下，市场利率下行叠加债市调整，部分 4-6 月新发理财累计净值跌破 1；货基及银行“类货基”现金管理类理财产品收益率也不断下台阶，6 月余额宝七日年化收益率降至 1.31%，创历史新低，已经低于 1.5% 的 1 年期存款基准利率，更显著低于大额存单利率，一定程度上也倒逼存款回流银行体系。存款脱媒现象较之前有明显的缓解。

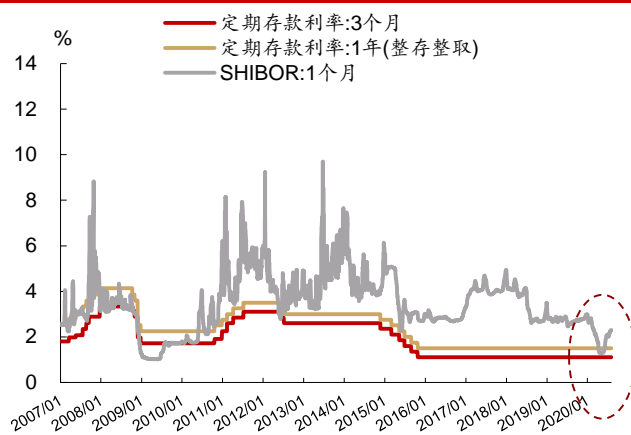
再者，猪价上涨引发的结构性通胀已接近尾声，CPI 增速见顶，资本外流的压力也减轻。低通胀下，居民的财富管理需求也较为温和。

图 88 市场利率向存款利率传导受阻



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 89 市场利率变动与基准利率缺乏联动性



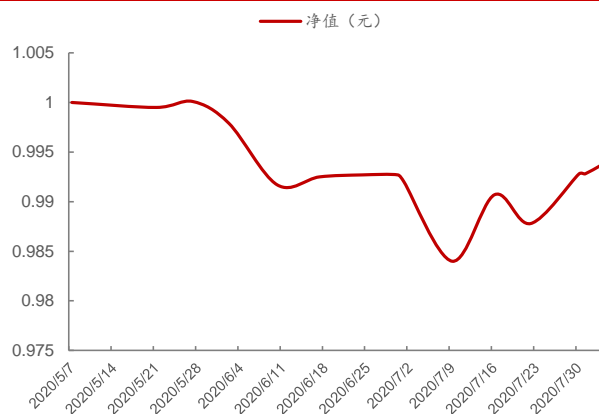
资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 90 天弘余额宝七日年化收益率创新低



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 91 某股份行 2020 年 4 月募集定开型理财产品累计净值走势



资料来源：中国理财网、华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 92 老 16 家上市银行存款利率 (%)：大额存单利率普遍处于 2% 以上

类别	期限结构 (年)	工行	建行	农行	中行	交行	招行	浦发	兴业	中信	光大	民生	平安	华夏	北京	宁波	南京
定期存款	3 个月	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.42	1.40
	6 个月	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55	1.55	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	1.69	1.65
	1 年(整存整取)	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.97	1.90
	2 年(整存整取)	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.40	2.70	2.40	2.41	2.35	2.50	2.40	2.50	2.52	2.52
	3 年(整存整取)	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.80	3.20	3.00	2.75	2.80	2.80	3.10	3.15	3.10	3.15
	5 年(整存整取)	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	2.80	3.20	3.00	3.00	2.80	2.80	3.20	3.15	3.15	3.30
大额存单	1 年	2.21	2.18	2.25	2.21	-	2.18	2.28	2.25	-	-	2.28	2.28	2.22	2.25	2.25	-
	2 年	3.15	3.05	-	3.05	-	3.00	3.19	3.14	-	-	3.19	3.19	2.98	3.10	3.15	-
	3 年	-	-	3.99	3.71	-	3.30	3.60	-	-	-	-	3.70	-	3.40	-	3.95
	5 年	-	-	-	-	-	3.35	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：根据银行官网和 APP 数据整理（8 月 10 日）、华西证券研究所；注：大额存单取起存金额 20 万元，同期限取均值

4.3. 我国存款利率市场化深入改革的具体实施路径探索

结合上文分析，我国后续存款利率市场化深入改革的具体实施路径，我们认为可以从以下几个方面考虑：

首先，需要说明的是，我国利率市场化真正的实现并轨以及开始发挥机制是从 LPR 改革以来，形成了政策利率引导市场和信贷利率的通道，但是整体市场利率的波动性还很大，作为存款利率的锚定标的，其稳定性还待提升，较高的负债端成本的波动性不利于资产端利率定价，对银行的利率风险管理形成挑战。未来还需增加货币政策的预期管理，从而增强市场利率的稳定性，强化存款利率市场化的利率基础。

其次，结合国际经验，从利率市场化的宏观环境对标，目前我国的宏观环境与美日 80 年代存在较大差异，而德国利率市场化启动的 60 年代虽然面临资本外流，但处于低通胀低利率环境下，相对更具备借鉴意义。根据前文 1.2 中我们对各国利率市场化路径的梳理，如果我国后续参考德国分步推进存款利率市场化的路径，即按照长期定存→长期大额存款→实行标准利率→定期存款标准利率废除→活期存款标准利率废除的路径的话，后续我们可能先对长期限的定期存款利率进行改革，再对大额定期存款进行改革。

再者，根据国外经验，利率市场化进程中大多引入了与货币市场利率挂钩的存款产品，并发挥了非常重要的作用。美国于 1982 年发布的《加恩—圣杰曼存款机构法案》正式授权存款机构解除管制委员会 (DIDC) 设立货币市场存款账户 (MMDAs)，加强存款的利率市场化；日本在 1985 年也引入与货币市场利率联动的货币市场存单 (MMC)，逐步实现存款利率市场化。目前我国在较为充裕的流动性环境下，货币市场利率低位运行，后续商业银行或者可以探索考虑发行货币市场利率挂钩的大额长期存款产品，替代目前长期限的定期存款，增强这部分存款产品定价的市场化。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

最后，根据美国经验，先放开长期大额存款产品的市场化，之后采取的一系列政策：降低长期限的面额、提升定期存款账户的交易性，推出市场化的短期大额存款产品等。持续的金融产品创新大大促进了存款利率市场化进程。后续，我们可以在期限、面额以及交易性等方面加大对存款产品的创新和供给，实现更加多样性的产品体系，增强与非银金融机构产品的竞争力，缓解利率市场化开启后的金融脱媒压力。

具体影响上，

根据国外经验，如果在存款利率与货币市场利率差别比较大的情况下，存款利率深入市场化开启后，商业银行吸收存款的定价水平以及定期存款占比都将明显提升，从而短期拉低存贷利差和 ROE。

但目前我国商业银行中三年以上的定期存款利率区间在 2.75%-3.2%，平均为 2.98%，比目前 3 年期国债收益率高 30BP，比 7 月发行的一年期的同业存单利率高 20BP，存在一定压降空间。更大的压力在占总存款 19% 左右的价格敏感的居民活期存款产品的利率市场化，假设这部分存款利率锚定目前的余额宝利率 1.44%，同时假设 10% 的活期存款转化成余额宝类产品，并考虑到其他高成本定期存款利率的压降，如果在市场利率较为平稳的环境下，我们大体测算，预计整体增加的利息支出约占 2019 上市银行利息支出的 10% 以上，影响息差 5BP 左右，但如果再考虑其他资产收益的对冲等，对整体息差的影响非常有限，与德国利率市场化期间的息差表现相似。而且存款利率的市场化也是一个循序渐进的过程，影响也是逐步体现的，整体息差和 ROE 的表现肯定也会好于海外国家利率市场化期间的表现。

图 93 各国存款利率市场化历程汇总

国家	路径	实施方式和创新产品	锚定利率
美国	CDs→大额长期定存→货币市场存款账户、自动转账服务账户→长期小额存单→NOW 账户→短期货币市场账户、货币市场储蓄账户、长期定存→超级 NOW、短期定存→储蓄账户	废除利率限制+降低账户金额限制+创新 MMDA、NOW、Super NOW 账户等创新存款产品	联邦基金利率
德国	长期定存→长期大额存款→标准利率制→标准利率废止	放开利率限制	Libor
英国	废止银行间利率协议→最低贷款利率代替贴现率→取消最低贷款利率	废止利率协定	Libor
日本	国债→短期资金市场→CDs→MMC、大额定存→小额定存→小额定期市场利率产品	废除利率限制+下调起始存入额	隔夜拆借利率
韩国	一阶段：放开商业票据贴现率→取消政策性贷款优惠利率→短期资金市场利率、CDs→所有贷款利率、两年以上存款利率→重新管制 二阶段：放开短期存贷款利率和期限 3 年以上定期存款利率→除政策性金融外几乎所有贷款利率和长期存款利率→全部贷款利率和除活期以外的存款利率→活期存款利率	取消利率限制	隔夜回购利率

资料来源：公开市场信息、华西证券研究所

5. 投资建议与风险提示

综上，通过对海外主要国家存款利率市场化的触发环境、实施路径以及影响的分析，我们认为目前存款利率市场化的推进环境比较友好，但要增强市场利率的稳定性。另外对我们在实施路径上提出了一些建议，同时具体影响上我们认为相较海外国家对我国商业银行的影响也会更加温和。

对于行业投资建议，我们认为：短期来看，中报业绩大幅负增的预期已经落地，估值底部回升。中期来看，未来让利的空间也在边际下降同时伴随经济的回升资产质量拐点也有望更早实现；同时，存款利率市场化的探索也将提升资产端的定价和管理能力，一方面金融开放环境下提升自身市场化的经营能力，提升竞争力，另一方面也对后续的综合化经营奠定较好的运营基础。长期来看，综合化经营的预期也有助于提振银行的盈利能力，提升估值水平。我们建议明显提升板块的配置水平。

个股上，考虑到资产质量、利率风险管理能力以及综合化经营等方面，我们认为受益个股为：招商、宁波、兴业以及大行。同时从区域发展和成长性角度，常熟银行、杭州银行、成都银行等也将受益。

风险提示：

- 1) 经济下行压力持续加大，信用成本显著提升；
- 2) 后续让利幅度超出市场预期；
- 3) 公司重大经营风险等。

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：华西证券银行分析师，华东师范大学金融硕士，两年银行行业研究经验，对监管政策和行业基本面有深入研究，曾任职于平安证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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