

降成本靠 LPR，短期货币政策以结构性宽松为主

流动性专题研究系列一

● 核心结论

上半年大行负债成本上行，股份行/城商行成本回落。股份行/城商行计息负债整体成本回落主要原因，1) 货币政策宽松下中小银行高比例的主动负债成本大幅下降；2) 中小银行负债成本相对较低的存款比重有所提升。但所有上市银行存款成本均有所上行，且股份行和城商行存款成本上行更为明显。

降低实体成本主要靠LPR改革等方式，而不是持续放松流动性；信用分层对中小银行负债冲击较大。当前政策引导降低实体融资成本，在此环境下流动性难以大幅收紧，但我们认为未来利率市场化的推进不能靠持续放松流动性来实现，尤其是货币政策传导不畅，资金淤积在金融市场问题突出，持续推高金融杠杆和存量资产价格。近期“MLF利率不降+LPR持续下行”也表明监管层希望通过LPR改革等方式达到降低融资成本的目的，疏通货币政策传导机制。同时，当前货币政策在一定程度上还受到通胀、房住不炒、人民币贬值等约束，短期结构性宽松大概率是货币政策的主旋律。另外，包商事件对中小机构的影响是非常深远的，预计未来分化将常态化，近期城农商行同业存单发行利率提升且发行规模下降，对中小银行负债端冲击较大。

贷款利率的降低需要银行负债成本的下降作为长期支撑，短期内存款利率全面放开的概率极低；在监管引导下存款成本有望回归稳定。从国际经验来看，利率市场化在长期虽然能够带来一个低利率、低利差的市场环境，但中国台湾和美国利率市场化后，存款利率和存贷利差短期都先经历了一个快速上升的过程，且波动性加大；另外，利率自由化所带来的市场竞争将大批中小银行排挤出市场，短期金融稳定性下降，因此我们预计短期存款利率全面放开的概率极低；同时，结构性存款迎来强监管，在监管引导下银行存款成本有望回归稳定。

投资建议：短期看好高等级信用资产。18年至今年7月货币政策已足够宽松，利率债收益率跟随货币市场利率降至低位。7月以来银行间流动性过度宽松态势有所改变，短期货币政策不会大幅宽松将为利率债的下行空间带来一定的不确定性。看好长久期高等级信用资产，监管层通过LPR改革等一系列措施引导贷款利率下行，降低实体融资成本，利好实体企业，在政策引导和息差收窄压力下，银行配置信用资产的意愿或有所增强。但受制于实体融资需求仍较为疲软，同时考虑到流动性分层常态化对中小银行负债冲击更大，结构性存款严监管也加大中小银行揽存难度，中小银行仍面临缩表压力，因此短期对中小企业利好有限，信用资产仍需以高等级为主，下沉资质还需要看到更多宽信用政策的出台及宽信用效果显现。

风险提示：经济超预期下滑；存款利率市场化进程超预期。

分析师



田维韦 S0800518080003



tianweiwei@research.xbmail.com.cn

联系人



张育浩



021-38584233



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

商业银行是流动性创造的关键环节	5
上半年大行负债成本上行，股份行/城商行负债成本回落	6
存款利率上行提升上市银行整体计息负债成本	6
大行计息负债成本上行，股份行/城商行计息负债成本回落	7
表外理财收益率下降，规模持续压缩	9
货币政策结构性宽松为主；关注流动性分层冲击中小银行	11
降低实体成本主要通过 LPR 改革等方式，短期货币政策以结构性宽松为主	11
同业存单市场分化，中小银行面临量缩价升的风险	13
短期内存款利率全面放开概率极低	14
中国台湾存款利率市场化进程及影响	15
美国存款利率市场化进程及影响	17
日本存款利率市场化进程及影响	19
结构性存款量价齐跌，监管引导下存款成本有望回归稳定	20
严监管及资产荒带来结构性存款量缩价跌，缓解银行负债成本压力	20
存款成本刚性较强，但在监管引导下有望回归稳定	21
投资建议：看好高等级信用资产	22
风险提示	23

图表目录

图 1： 商业银行是流动性创造的关键环节	5
图 2： 贷款比重在 50%以上，17 年以来持续上行	5
图 3： 债券投资占比提升，股权及其他投资占比提升后有所下降	5
图 4： 存款占比在 80%以上，但 15 年以来比重持续下行	6
图 5： 资金来源中金融债券比重自 15 年持续提升	6
图 6： 上半年 21 家上市银行计息负债成本上行 3BP	6
图 7： 上半年 21 家上市银行存款占计息负债的 76.6%	6
图 8： 同业负债同比增速有所反弹，应付债券增速趋于稳定	7
图 9： 存款增速下行，中小银行下行幅度更大	7
图 10： 货基等金融产品崛起分流存款	7
图 11： 17 年以来结构性存款比重提升，近期略有下降	7
图 12： 上半年大行计息负债成本提升，股份行/城商行回落	8
图 13： 17 年以来存款成本提升，且中小行提升幅度更大	8
图 14： 中小行同业负债成本快速回落	8

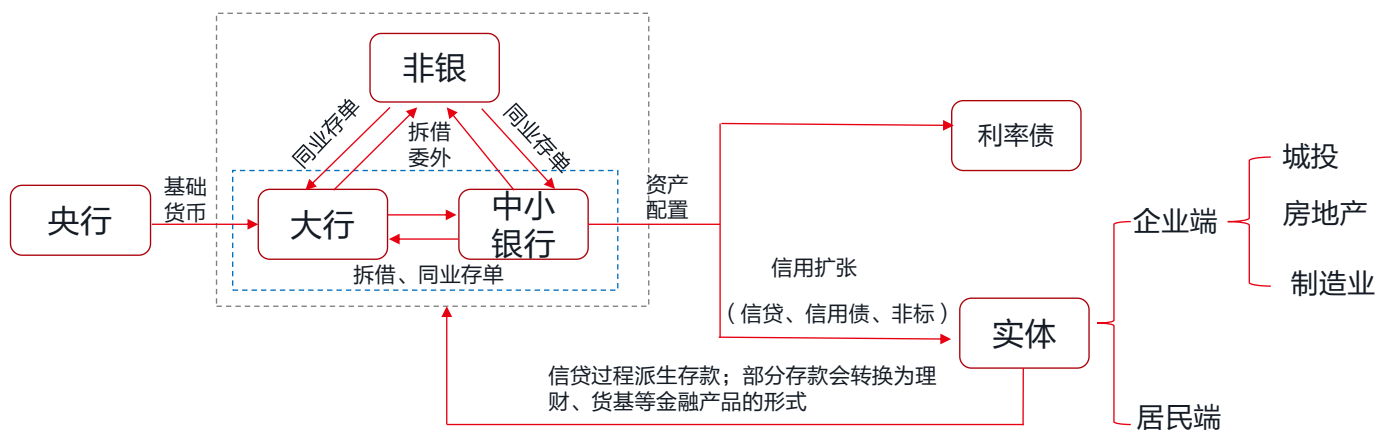
图 15: 中小银行应付债券成本快速回落	8
图 16: 股份行存款增速反弹较为明显	8
图 17: 大行存款比重稳定在 80%以上, 中小银行存款比重略提升.....	8
图 18: 股份行和城商行同业负债占比高于大行.....	9
图 19: 城商行和股份行应付债券比重高于大行.....	9
图 20: 18 年以来理财产品收益率持续下行.....	9
图 21: 理财产品收益率与市场利率高度相关	9
图 22: 18 年末非保本理财余额降到 22.0 万亿	10
图 23: 2018 年末表外理财配置债券的比例为 53.35%	10
图 24: 18 年以来央行多次降准释放流动性.....	12
图 25: DR007 中枢自今年 7 月以来反弹,已回到年初水平.....	12
图 26: 银行间质押式回购 1 天成交金额占比自 7 月有所回落	12
图 27: 19 年 7 月以来利率互换收益率有所上行	12
图 28: 人民币贷款利率下行空间有限, 仍处在高位	12
图 29: 企业中长期贷款占贷款总额的比重自 7 月有所提升	12
图 30: 同业存单发行利率与 1 个月 SHIBOR 利率高度相关	13
图 31: 同业存单发行利率有所上行且出现分化.....	13
图 32: 2019 年 1-9 月同业存单净融资额仅 2087 亿元, 明显低于 18 年和 17 年同期	13
图 33: 国有行同业存单发行量高于去年同期, 中小银行发行量均低于去年同期	13
图 34: 利率传导机制, 关注存款利率市场化进程	14
图 35: 中国台湾利率市场化后存款利率与金融市场利率高度相关	16
图 36: 中国台湾利率市场化初期存贷利率快速提升	16
图 37: 中国台湾利率市场化后活期存款比重短期有所下降.....	17
图 38: 中国台湾利率市场化后一段时间中小银行存款成本更高	17
图 39: 中国台湾利率市场化后中小银行机构数减少.....	17
图 40: 中国台湾利率市场化后中小银行资产净额比重下降	17
图 41: 美国利率市场化后存贷款利率短期快速提升	18
图 42: 伴随利率市场化, 美国中小银行大量倒闭	18
图 43: 利率市场化后日本存贷利率出现持续走低局面	19
图 44: 利率市场化后, 日本存款利率与货币市场利率高度相关	19
图 45: 1991 年之后日本 GDP 增速大幅下滑	20
图 46: 应对经济萧条, 日本采取宽松的货币政策	20
图 47: 19 年 2 季度以来银行结构性存款规模压缩.....	21
图 48: 中小银行结构性存款比重更高	21
图 49: 19 年上半年 26 家上市银行存款成本全部上行	21
图 50: 金融机构存款增速持续低于贷款增速.....	21
图 51: 银行存款占负债比重有所提升	22
图 52: 17 年以来金融机构活期存款比重持续下降	22

图 53：18 年以来利率债收益率持续下行	23
图 54：企业债到期收益率持续下行	23
表 1：非保本理财产品规模下降主要是同业理财规模萎缩（单位：万亿元）	10
表 2：表外理财资金主要来自居民（单位：万亿元）	10
表 3：各国家和地区的存贷款放开顺序与改革效果	15
表 4：中国台湾利率市场化进程	16
表 5：美国利率市场化进程	18
表 6：日本利率市场化进程	19
表 7：7-8 月多期限定期存款利率下降（单位：%）	22

商业银行是流动性创造的关键环节

商业银行是流动性创造的关键环节，央行提供基础货币，商业银行通过资产配置创造信用决定货币总量；同时，商业银行通过资产配置也决定货币的流向，因此分析商业银行行为对流动性研究至关重要，本报告我们主要聚焦影响银行资产配置的重要因子之一：银行负债成本。一般情况下，银行负债端成本的上行，会向资产端传导，银行会倾向寻找高收益资产。

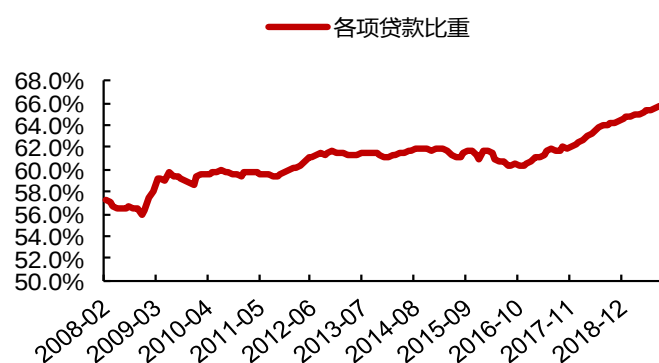
图 1： 商业银行是流动性创造的关键环节



资料来源：央行，西部证券研发中心

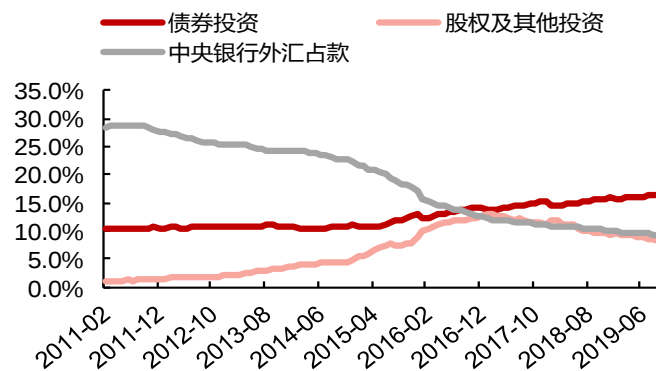
现阶段商业银行货币创造渠道趋于多元化，一方面，信贷扩张、购买外汇、投资债券等传统渠道仍然是货币创造的主要途径，另一方面，随着金融深化和金融创新的快速发展，商业银行资产业务呈现多元化，影子银行业务也成为了货币创造的重要途径。根据《金融机构人民币信贷收支表》，货币创造渠道中，1）贷款比重在 50%以上，且自 17 年严监管以来持续上行，截止 19 年 9 月末贷款比重达 65.8%；2）债券投资比重自 15 年以来持续上行，截止 19 年 9 月末债券投资比重达 16.5%；3）股权及其他投资（主要是非标资产）占比自 13 年持续提升，16 年末股权及其他投资规模达 22.1 万亿，较 2012 年末规模扩张了 10 倍，占资金运用总额的比重自 12 年末的 2.1%提升至 16 年末的 12.5%；17 年以来严监管下非标规模有所下降，截止 19 年 9 月末，股权及其他投资规模降到 18.7 万亿，占资金运用总额的比例降到 8.2%。资金来源主要包括存款、金融债券及流通中的货币，其中存款比重在 80%以上，但 15 年以来持续下行，金融债券比重自 16 年持续上行，流通中货币比重则趋势性小幅下行。

图 2： 贷款比重在 50%以上，17 年以来持续上行



资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

图 3： 债券投资占比提升，股权及其他投资占比提升后有所下降



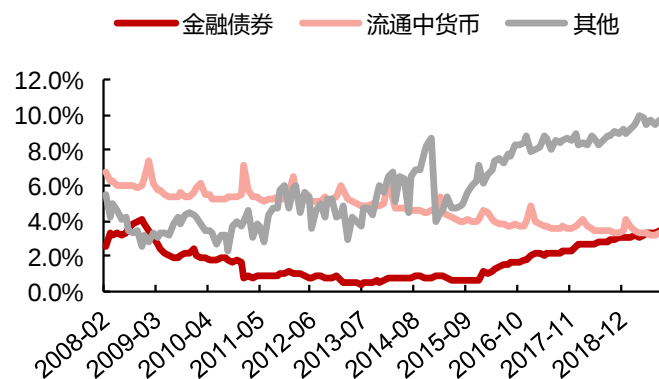
资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

图 4：存款占比在 80%以上，但 15 年以来比重持续下行



资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

图 5：资金来源中金融债券比重自 15 年持续提升



资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

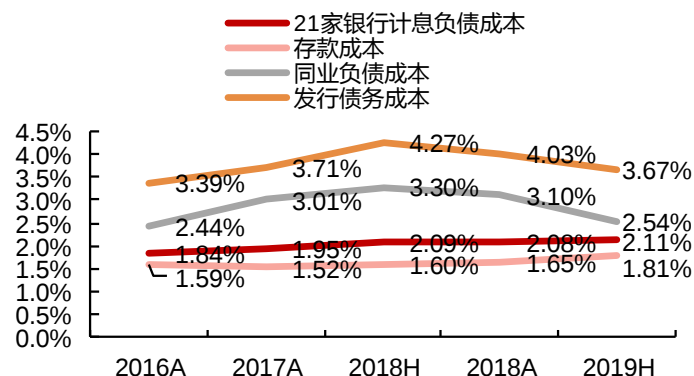
上半年大行负债成本上行，股份行/城商行负债成本回落

存款利率上行提升上市银行整体计息负债成本

上半年同业资金利率大幅回落，但银行计息负债成本跟随存款成本而上行。2019 年上半年，统计的 21 家上市银行同业负债和应付债券利率分别回落 56BP 和 36BP，但计息负债整体成本却上行了 3bps，主要是存款成本快速提升。2019 年上半年存款成本上行 16BP，且存款占总负债的权重为 76.6%，存款成本上行对整个负债端成本的抬升非常明显。

存款增速放缓且成本持续上行。近年来，存款脱媒带来存款增速下行明显，揽存压力加大，成本上行是商业银行不可避免的问题。另外，2017 年严监管以来，同业负债扩张受限，流动性等监管指标进一步提升存款的重要性，“存款立行”再次成为商业银行的共识，尤其是存款基础薄弱的中小银行面临更大的揽存压力，纷纷利用高成本的结构性存款以及大额存单等来增加存款，可以看到，17 年以来结构性存款占境内存款比重有一个快速提升。

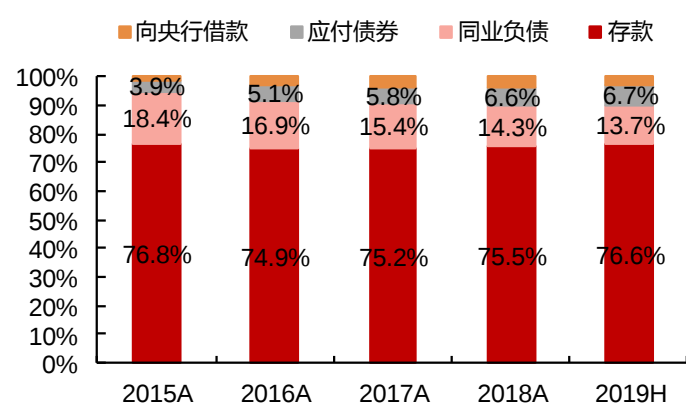
图 6：上半年 21 家上市银行计息负债成本上行 3BP



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

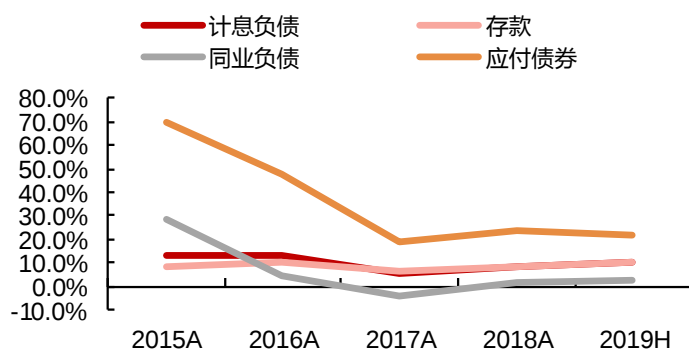
注明：21 家上市银行包括老 16 家银行及上海、江苏、杭州、贵阳、成都 5 家城商行

图 7：上半年 21 家上市银行存款占计息负债的 76.6%



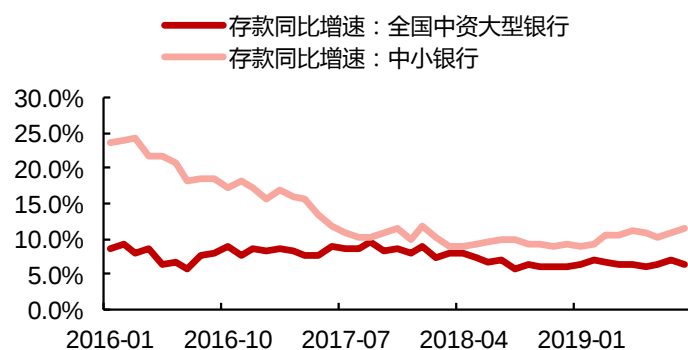
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 8：同业负债同比增速有所反弹，应付债券增速趋于稳定



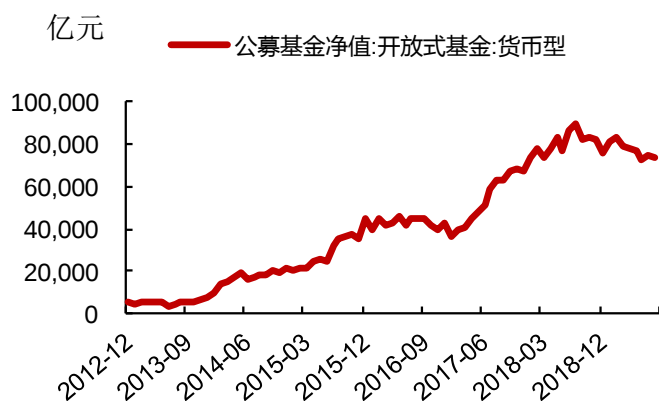
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 9：存款增速下行，中小银行下行幅度更大



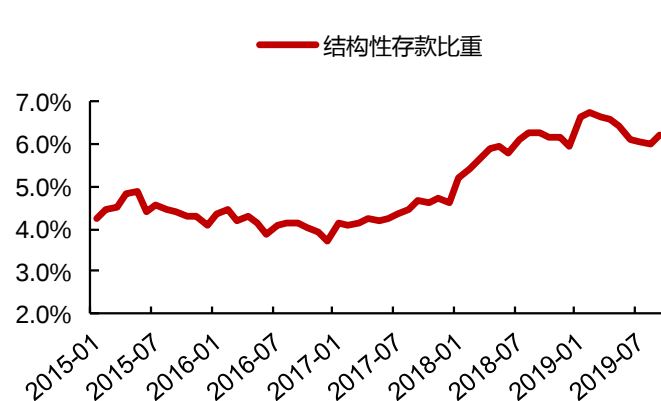
资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

图 10：货基等金融产品崛起分流存款



资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

图 11：17 年以来结构性存款比重提升，近期略有下降

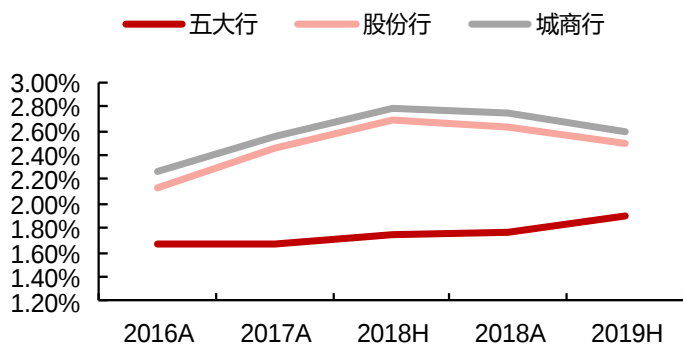


资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

大行计息负债成本上行，股份行/城商行计息负债成本回落

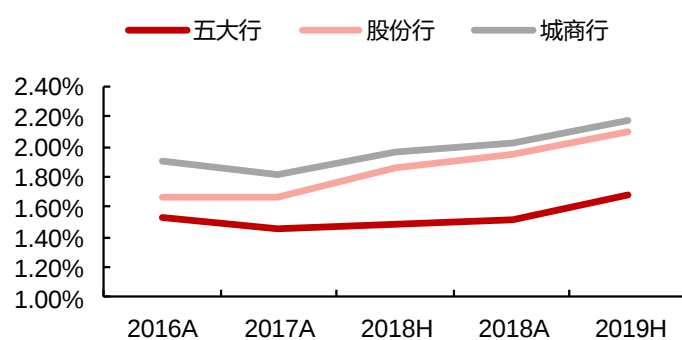
2018 年下半年以来不同类型的上市银行计息负债成本出现分化，大行负债成本持续上行，股份行/城商行负债成本却持续回落。2019 年上半年五大行计息负债成本 1.89%，较 18 年上半年提升了 14BP，上半年股份行/城商行计息负债成本分别是 2.49%和 2.60%，较 18 年上半年分别回落了 19BP 和 18BP，主要原因是，1) 货币政策宽松下，股份行/城商行同业负债和应付债券成本大幅回落，且中小银行主动负债比重较高。2) 严监管下中小银行加大揽存力度，负债成本相对较低的存款比重有所上行。但仅看存款成本，17 年以来不同类型上市银行存款成本均持续上行，且股份行和城商行存款成本上行更为明显。2019 年上半年五大行/股份行/城商行存款成本分别是 1.68%/2.10%/2.17%，较 2017 年分别提升了 23BP/44BP/36BP。

图 12：上半年大行计息负债成本提升，股份行/城商行回落



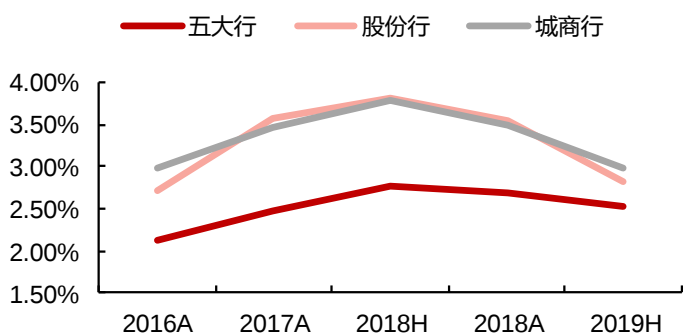
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 13：17 年以来存款成本提升，且中小行提升幅度更大



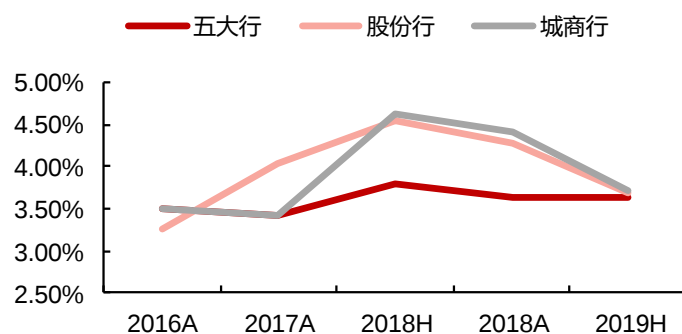
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 14：中小行同业负债成本快速回落



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 15：中小银行应付债券成本快速回落



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 16：股份行存款增速反弹较为明显

图 17：大行存款比重稳定在 80%以上，中小银行存款比重略提升

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9552