

黄红元 主编

2013



上海证券交易所研究中心研究报告 2013

S S E

上海人民出版社

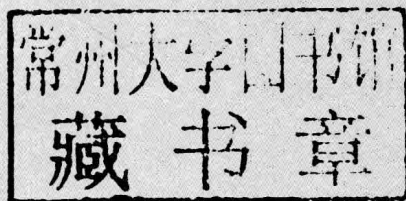
黄红元 主编



上海证券交易所研究中心研究报告 2013

S

E



图书在版编目(CIP)数据

上海证券交易所研究中心研究报告.2013/黄红元

主编.—上海:上海人民出版社,2014

ISBN 978-7-208-12077-8

I. ①上… II. ①黄… III. ①证券交易所-研究报告-
上海市-2013 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 029864 号

责任编辑 吴书勇

封面装帧 王小阳

上海证券交易所研究中心研究报告 2013

黄红元 主编

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行

上海商务联西印刷有限公司印刷

开本 720×1050 1/16 印张 22.25 插页 4 字数 391,000

2014 年 3 月第 1 版 2014 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-208-12077-8/F·2216

定价 58.00 元

书 目

上海证券交易所联合研究报告 2013	黄红元 主编	55.00 元
上海证券交易所研究中心研究报告 2013	黄红元 主编	58.00 元
上海证券交易所联合研究报告 2012	黄红元 主编	48.00 元
上海证券交易所研究中心研究报告 2012	黄红元 主编	66.00 元
上海证券交易所联合研究报告 2011	张育军 主编	65.00 元
上海证券交易所研究中心研究报告 2011	张育军 主编	72.00 元
上海证券交易所联合研究报告 2010	张育军 主编	48.00 元
上海证券交易所研究中心研究报告 2010	张育军 主编	68.00 元
上海证券交易所联合研究报告 2009	张育军 主编	70.00 元
上海证券交易所研究中心研究报告 2009	张育军 主编	70.00 元
上海证券交易所联合研究报告 2008	张育军 主编	68.00 元
上海证券交易所研究中心研究报告 2008	张育军 主编	68.00 元

以上图书均可在上海人民出版社读者服务部购买到。

邮购地址：上海市绍兴路 54 号上海人民出版社读者服务部

邮 编：200020

联系电话：021-64313303

邮购方法：在定价的基础上加收 15% 的挂号邮寄费；量大者（请先致电联系）可免
邮寄费。

欲了解更多相关图书，请浏览上海人民出版社网页：www.spph.com.cn。

目录

1	第一篇 宏观与国际视野
3	利率市场化对银行业的影响
34	地方经济差异及区域性股权交易市场定位
51	美国证券市场碎片化问题研究及借鉴
65	洲际交易所并购纽约泛欧交易所集团分析与启示
81	第二篇 市场运行与改革
83	上海证券交易所市场质量报告(2013年)
101	上海证券市场投资者结构与行为报告(2013年)
111	上海证券市场股票价格影响因素研究
136	基于经验模态分解的中国股指期货与股票现货市场波动溢出与信息传递研究
150	质押品折算率计算的相关问题研究
165	国内证券投资基金评级方法概述
194	股票期权上市交易对股票市场影响的研究综述
209	第三篇 产品与交易机制
211	沪市算法交易现状及发展趋势研究
229	个股期权与中小投资者的关系研究
244	股票期权杠杆的理论特性研究
265	金融衍生品跨境监管的新动向及启示——以欧盟委员会与美国商品期货交易委员会间的“推进计划”为视角
274	国际碳效率指数编制以及相关产品开发

291	第四篇 公司研究
293	上市公司投资效率研究
307	上市公司分红预案的市场反应研究
319	上市公司投资效率与现金分红的关系
331	上海本地小微企业挂牌地选择研究

第一篇 宏观与国际视野

利率市场化对银行业的影响

潘妙丽 邓舒文 徐 洋

内容提要

本报告对世界主要国家的利率市场化进程及其影响进行了梳理,在此基础上,结合我国银行业运行现状,着重分析了我国利率市场化对银行业经营的影响,并简要测算了净息差下降对上市银行利润的影响程度,以及对沪市市场的影响。本报告得出以下结论:

第一,国际银行业在利率市场化后普遍经历了息差收窄、盈利能力下降、经营结构转型以及引发金融市场动荡的阶段,但长期看,利率市场化消除了金融抑制,使金融市场上的风险和收益得到匹配,资金价格与经济步伐更为协调。

第二,随着利率市场化改革的进一步推进,我国银行业经营将面临以下冲击:短期内,净息差收窄,盈利能力下降;长期看,银行业务及收入结构将面临重大转型,风险定价能力和金融产品创新将成为行业核心竞争力;行业内外竞争加剧,未来一段时期内银行业兼并重组将变得活跃,大型银行及创新型银行将可能胜出。

第三,净息差小幅收窄对我国银行业利润的影响较小,但一旦下降至台湾息差水平,而银行业依旧保持当前过度依赖息差的盈利模式,那么其业绩将不可避免地遭受重创。

第四,利率市场化对沪市的影响体现在:市场估值水平降低;银行股利润、分红及市值贡献比重将降低;上市公司融资成本普遍提升,但也不乏出现结构化差异。

利率市场化是经济发展到一定阶段的必然产物,有助于形成正确的资金价格,使愿意并能够按期还本付息的好项目、好企业、好经营者、好创业者的有效融资需求得到满足,使不愿意或不能够按期还本付息的差项目、差企业、差经营者、差创业者的无效融资需求得不到资金,从而实现资金资源的有效配置。这一改革将深刻

地影响中国的经济、金融乃至市场运行,证券交易所作为资本市场的重要参与者,也将在多方面遭受利率市场化改革的影响,总的来说,机遇与挑战并存。今后,应在以下几方面进行努力:

第一,沪市市场结构亟须进一步调整。目前沪市行业结构以银行占主导,这种过于单一、集中的市场结构不利于规避利率市场化带来的风险。因此,应亟须改变目前银行占主导沪市的局面,积极吸引其他类型的企业上市,特别是吸引具备较高融资议价能力的企业上市。

第二,长期的利率管制使商业银行缺乏风险管理和创新意识,随着利率市场化改革,银行业在经营转型过程中难免暴露各种缺陷,交易所需针对上市银行,建立一套适宜而谨慎的管理制度,制定高质量的监管标准,进行严格而有效的银行监督,评估风险,避免对市场造成冲击。

第三,随着资金价格提高,银行间接融资将逐渐减少,股票融资、债券融资等直接融资手段比重有望提升,因此,利率市场化对交易所吸引上市资源、发展债券市场是一个重要的机遇期。对此,我们应大力吸引各类上市资源,同时加快发展交易所债券市场。

第四,随着未来银行业竞争的加剧,行业内兼并重组将变得活跃,同时,随着实体企业融资成本、融资结构的变更,上市公司经营业绩将进一步分化,那些依赖银行融资的企业将变得难以生存,资本市场将迎来一个兼并重组时代。对此,交易所一方面应完善各项兼并重组配套措施,营造企业兼并重组的良好环境;另一方面,对兼并重组过程中出现的各种问题进行严格监管,防范各种内幕交易及市场操纵。

一、引言

2013年7月19日,中国利率市场化改革又进一步,贷款利率下限被取消,虽然这一改革短期内对信贷行为影响不大,却对未来银行业扩大风险调适打开了空间,也意味着下一步的改革将触动存款利率。众所周知,一直以来,我国银行业之所以成为沪深两市最为赚钱的板块,很大程度上取决于存贷款利率的管制,一旦这一政策红利消失,我国银行业将面临巨大挑战。

利率市场化对银行业带来的冲击包括:一是完全市场化改革后利差会否收窄?收窄到什么程度?二是假若利差大幅收窄,我国银行业还能否取得目前的盈利与安全稳健业绩?三是未来我国银行业的经营结构将如何转型?银行业将面临哪些机遇和挑战?

本报告基于此,通过对世界主要国家利率市场化进程的梳理,分析利率市场化对银行业经营层面的影响及传导途径,在此基础上,着重探讨我国利率市场化对银行经营的影响,并简要测算了利差收窄对我国上市银行盈利能力的冲击,以及对沪市市场的影响,最后得出相关结论与建议。

二、利率市场化的境外经验

(一) 美国

1. 市场化进程

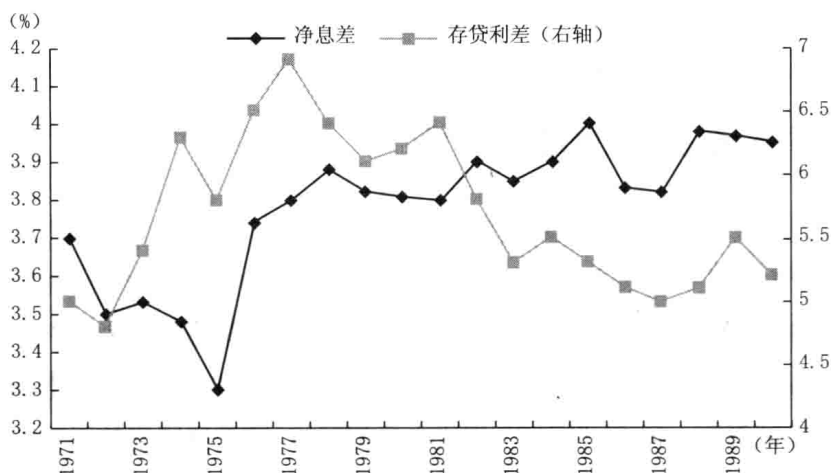
在1929年至1933年的大萧条中,银行为了争夺存款使得资金成本大幅增加,导致银行经营风险增加,约1/3的银行倒闭。美国为此出台了Q条款,对存款利率进行了限额管制。但20世纪60年代中后期开始,随着通胀率的不断提高,负利率情况严重,大批资金流入非银行金融机构,“金融脱媒”现象加剧。储蓄机构的存款大大萎缩,银行的盈利状况出现恶化,于是金融机构纷纷通过金融创新来规避金融管制,Q条例也饱受诟病。1980年《存款机构放松管制与货币管制法》的通过,标志着美国利率市场化的正式开始。美联储用6年时间逐步放弃了Q条例,所有定期存款利率和大部分贷款利率的限制均被取消,实现了利率水平的市场化和自由化。

表1 美国的利率市场化进程

时 间	措 施
1973年	美联储取消了10万美元以上存款利率的限制
1978年	允许商业银行发行1万美元以上6个月期的储蓄存单,利率参照同期国库券利率
1979年	允许4年期和30个月期的存单利率与中期国库券利率挂钩
1980年	国会通过《存款机构放松管制与货币管制法》,承诺到1986年逐步取消存款利率上限的规定
1981年	允许商业银行开设支付利息的储蓄账户
1983年	允许商业银行发行按市场利率水平支付利息的超级可转让存单
1983年	商业银行和储蓄机构可以自行决定1—30个月的存款利率
1986年	取消NOW账户的利率上限,4月取消存折账户的利率下限,同时管理当局设定存款利率上限的权利到期,美国利率市场化的进程到此结束

2. 对银行业经营的影响

第一,美国利率市场化造成了存贷利差的明显收窄,但利率市场化完成之后,银行资产负债管理水平提升,存贷利差波动幅度减小,净息差也有稳定回升的趋势。



资料来源:联邦存款保险公司(FDIC)、中信证券。

图1 美国银行业存贷利差收窄,但净息差(NIM)相对稳定

第二,利率市场化之后,美国银行业中间业务规模显著扩张,利息收入与非息收入的比值持续下降,非息收入占比从1979年的18.25%上升到2000年的43.1%,平均增速为13.57%。中间业务的发展壮大缓解了存贷利差缩小给银行业带来的经营压力,促进了银行业的综合化发展,降低了资金价格波动给银行业造成重大系统性风险的可能。



资料来源:联邦存款保险公司(FDIC)、中信证券。

图2 美国银行业利率市场化后非息收入显著增加

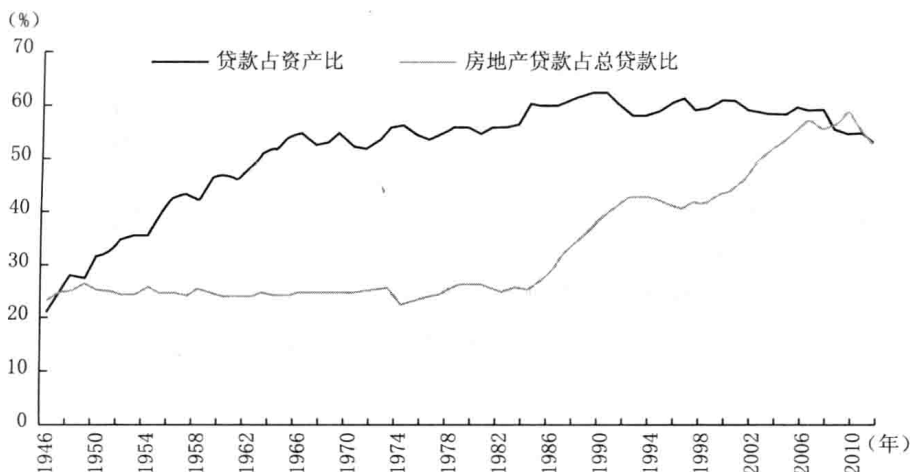
第三, 银行存款占负债比重仍持续下降, 存款增速同比下降。Q 条例的存在曾一度导致美国存款业务占比呈下降态势。在利率市场化初期, 银行存款占负债比重大幅回落的态势得到一定程度的抑制, 但总体下行的趋势仍不可避免。与此同时, 银行付息成本也大幅增加。但由于美国居民储蓄倾向下降以及金融创新促使投资渠道多样化, 存款同比增速也呈现持续下降的趋势。



资料来源: 联邦存款保险公司 (FDIC)、中信证券。

图 3 美国利率市场化后存款占负债比例下降

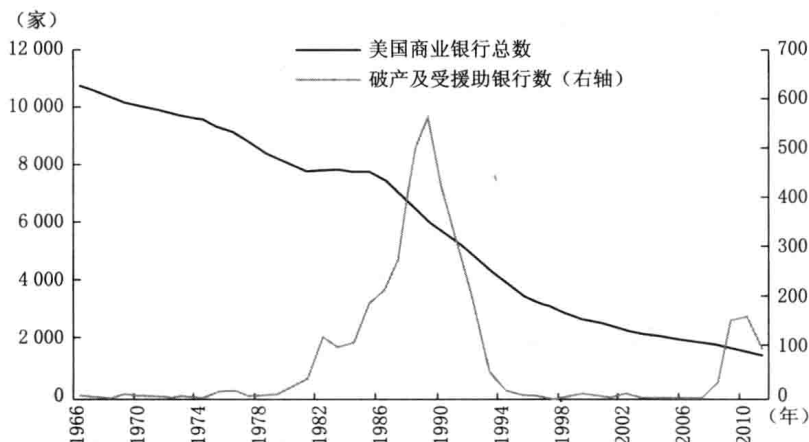
第四, 银行业更多地选择了高风险的资产配置。美国利率市场化后, 在贷款占比逐步增加的背景下, 房地产贷款占比显著提升。贷款占总资产比例和房地产贷款占总贷款比分别由 1973 年的 53% 和 25% 提升至 1986 年的 60% 和 29%。



资料来源: 联邦存款保险公司 (FDIC)、中信证券。

图 4 美银行业房地产等高风险资产占比提升

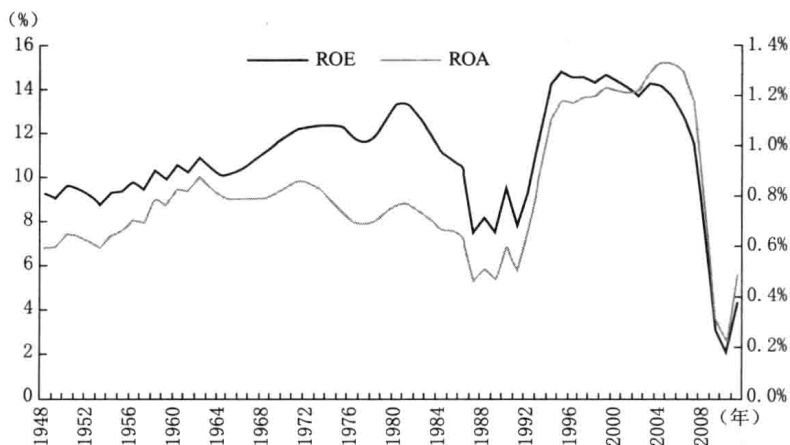
第五,信贷风险加剧,大批中小银行破产倒闭。利率市场化曾导致了美国 20 世纪 80 年代中期的储贷危机,贷款损失减值与租赁损失占总资产比重上升;到 1985 年,由于利率问题,85%的储贷协会严重亏损,大量中小银行倒闭破产。



资料来源:联邦存款保险公司(FDIC)、中信证券。

图 5 美联储显示危机后破产与申请保护银行显著上升

第六,银行盈利能力先降后升。信贷风险的发生导致了美国银行业的总资产利润率下降显著。20 世纪 90 年代后,银行业混业经营管制放松,金融自由化改革完成,行业集中度提升,美国银行总资产利润率显著提升。



资料来源:联邦存款保险公司(FDIC)、中信证券。

图 6 利率市场化后美国银行业盈利能力先降后升

(二) 日本

1. 市场化进程

国家干预是日本经济发展的特色,因此日本的利率和金融改革具有明显的强

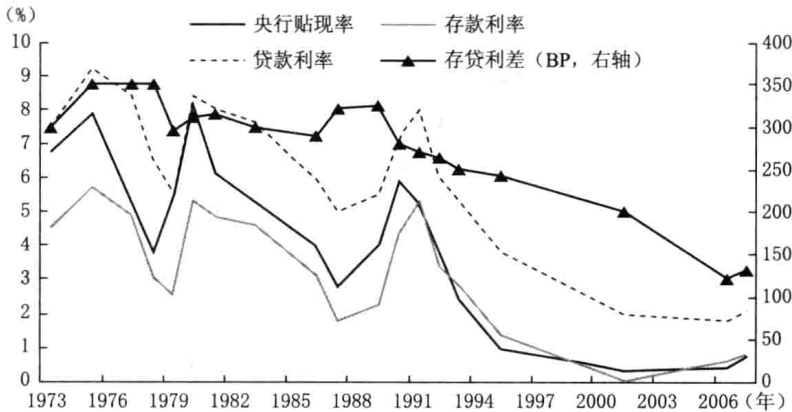
制性制度变迁的特征,改革是由政府主导推动的。1977年,日本启动利率市场化改革,从国债利率市场化开始,经历了银行拆借利率弹性化、大额定期存款利率放松、小额定期存款利率放松、贷款利率完全市场化和存款利率完全市场化的过程,到1994年,放开全部利率限制。

表2 日本利率市场化进程历经17年(1977—1994年)

时 间	措 施
1977年	放宽对金融机构所持国债的管制,允许商业银行承购的国债自由上市流通
1978年	日本政府以招标方式发行中期国债,中长期国债利率市场化成为日本利率市场化的突破口
1978年	日本银行允许短期拆借市场、银行间票据的利率市场化
1979年	实行可转让定期存款(CD)的利率市场化
1981年	日本银行允许政府短期债券在市场上销售,形成了短期债券的流通市场
1983年	日本“金融制度调查会”宣布“渐进地实现利率市场化”
1984年	大额可转让定期存单(CD)的发行单位由5亿日元降低到3亿日元,1988年降至5000万日元,即所谓的“市场利率联动型存款”(MMC)
1985年	实行了大额存款(10亿日元)利率市场化
1986年	大额存款的标准下降到3亿日元,1989年10月下降到1000万日元
1993年	撤销定期存款下限,实现定期存款利率市场化
1993年	对流动性存款下调存款余额下限
1994年	实行了除活期存款利率以外的完全利率市场化

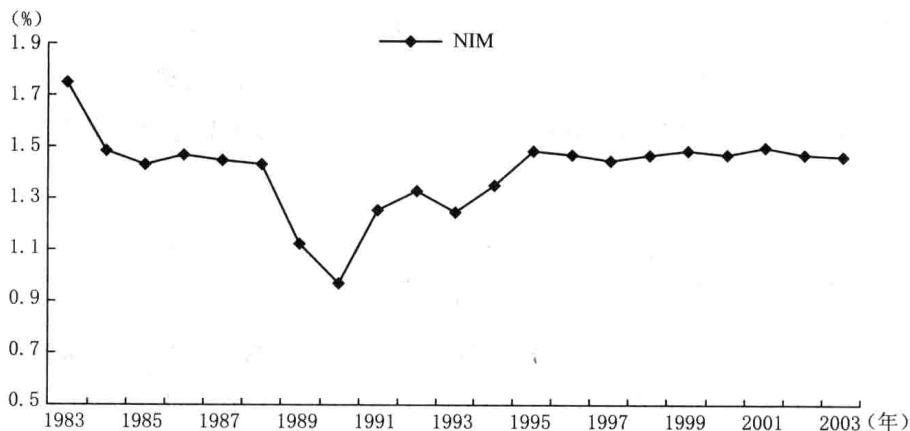
2. 对银行业经营的影响

第一,日本利率市场化后,存贷款利率迅速下降,存贷利差也出现收窄,净息差水平历经泡沫破裂时期大幅下降后,回升至1.3%左右。



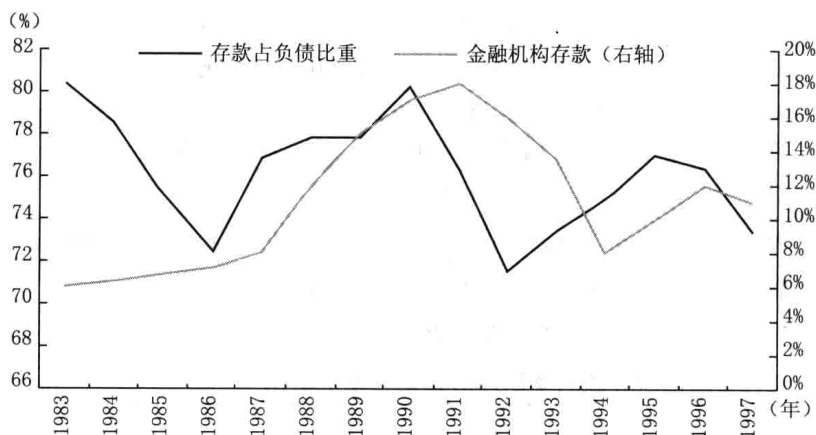
资料来源:CEIC数据库、中信证券。

图7 日本存贷利差收窄,存贷款利率紧随贴现率



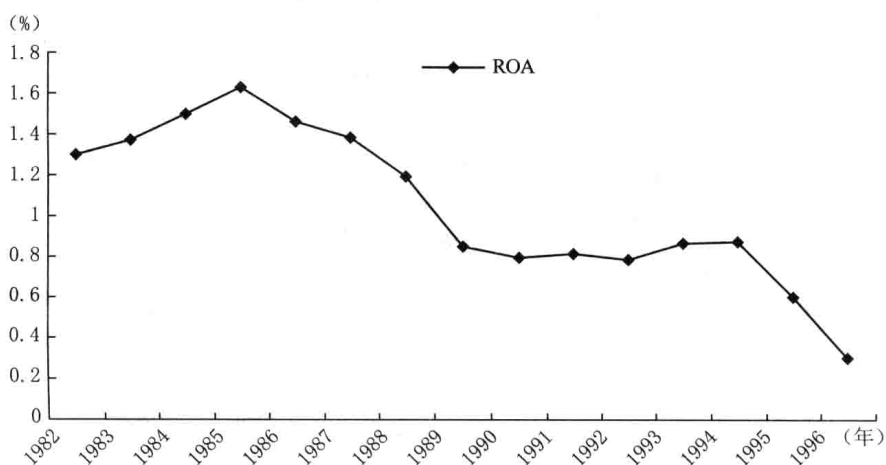
资料来源:CEIC 数据库、中信证券。

图 8 日本银行业净息差收缩后稳定



资料来源:CEIC 数据库、中信证券。

图 9 日本银行存款在负债中占比略有下降,金融机构存款增加较多



资料来源:CEIC 数据库、中信证券。

图 10 日本利率市场化过程中 ROA 有所下降

第二,利率市场化之后,日本银行业存款在负债中的比重有所下降,但降幅显著低于美国;存款结构亦发生了较大变化,低成本的交易型存款占存款的比重明显下降,金融机构存款占比有所提高。

第三,日本在利率市场化过程中,银行业资产回报率有所下降,主要原因是经济崩溃后银行体系风险释放,造成资产收益水平持续偏低。

(三) 中国香港

1. 市场化进程

从1964年开始,为了防止银行间争取存款的恶性竞争,香港银行业公会(HKAB)和香港金融管理局(HKMA)对利率一直采取有管制的状态。从1994年起,香港开启了利率市场化之路,主要分为两个阶段,第一阶段(1994—1995年)是取消港币定期存款的利率上限,而第二阶段(2000—2001年)是上调港币的活期存款和储蓄存款利率上限。

贷款方面,虽然一直没有贷款利率下限的规定,但是在2001年以前,基本贷款利率往往是由大银行通过参照储蓄存款利率的变化调整得到的。而在活期存款和储蓄存款利率(占港币存款约30%)市场化后,贷款利率确定转向依赖Hibor,贷款利率随存款利率自由化而被推进。

表3 香港利率市场化进程

利率市场化第一阶段(1994—1995年)	
1994年	在与香港金融管理局讨论之后,香港银行业公会宣布了自1994年10月起取消港元定期存款利率上限的项目;10月,存期超过一个月的港币定期存款利率上限上调
1995年	取消存期超过7天的港币定期存款利率上限
利率市场化第二阶段(2000—2001年)	
2000年	香港金管局宣布6月30日对存期少于7天的港币定期存款利率上限上调,活期存款和储蓄存款利率市场化在12个月之后实施
2001年	利率自由化最终阶段生效:活期存款和储蓄存款利率实行去监管化,同时也不再禁止对活期存款收取利息;所有类型的存款,其存款利率由市场竞争所决定