

2014年12月29日

证券研究报告--债券点评报告

短期监管套利下，非标资产规模或大幅增加

——央行 387 号文解读

分析师：李真

执业证书编号：S0890513110002

电话：021-68778315

邮箱：lizhen@cnhbstock.com

研究助理：项飞燕

电话：021-68778308

研究助理：郭寅

销售服务电话：

021-68778075

◎投资要点：

12月27日，中国人民银行发布了《中国人民银行关于存款口径调整后存款准备金政策和利率管理政策有关事项的通知》（以下简称“387号文”）。除对条款进行基本解读外，我们对387号文对各类金融产品的影响作出了我们的判断：

1. 非标：短期监管套利下，或使得非标资产规模大幅增加。我们认为，如果考虑到银行同业资产端的收益率水平，银行将有较大动力将存款上的资金转为同业存款。由于目前银行特别是中小银行将较大比例的同业资金投资于非标资产，按一年期存款利率3.3%计算，则一单位存款用于放贷银行可获得的利润为 $6.72\% \times 0.8 + 1.62\% \times 0.2 - 3.3\% = 2.4\%$ （6.72%按一年期贷款利率5.6%上浮20%计算，1.62%为银行存款准备金收益率），若这一单位存款转化为银行同业存款并投资于非标资产，则获取利润水平在3%-6%区间（假设银行同业存款成本5%，非标资产收益率8%，则也有3%的利润空间，而如果银行找一个收费低廉的通道方，则获取的收益将更为可观），因此对于银行而言，其扩大同业存款规模既能够降低贷存比，增加信贷投放额度，同时又能够增加同业资金投资非标资产规模从而获取可观的收益。因此我们认为，**短期套利将持续存在，未来同业负债规模有望增加，而非标资产收益率的天然吸引力，或使得同业资金投资非标资产的规模大幅增加。**

2. 债券市场：短期利好，长期利空。387号文有助于改善银行的负债压力，释放了流动性预期，短期来看对债市有利，短端利率将继续下行。但从中长期看，央行的新规或不利于债市，首先，387号意在引导信贷投放，释放信贷空间，因此若宽信贷格局形成，可能对债券市场不利。其次，银行理财可能通过加通道的方式变成非银存款，这将挤占债券的投资额度。同时，银行特别是中小银行将加大对非银存款的争夺，非银机构议价能力增加，可能使得银行负债端成本上行，进而对债券市场利率中枢形成上行压力。

3. 货币基金：监管套利下议价能力增强，保持高收益。387号文之后，以协议存款为主要投资标的的货币基金资金被列入银行同业存款，根据387号文，银行同业存款的存款准备金暂定为零，因此银行若进行监管套利或利用货币基金进行：例如，揽储时鼓励储蓄者申购该银行代销或者该银行体系下基金公司的货币基金，而货币基金再投资于该银行的协议存款。因此银行系货币基金规模或大幅增长，同时在规模增长的作用下这类货币基金将具有更强的议价能力从而保持较高的收益率水平。

相关研究报告

- 1 《强调问责机制，约束地方债务存量规模——关于《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》解读》，2014.10.29
- 2 《激励银行信贷投放，货币宽松预期加强——关于央行降低正回购利率事件点评》，2014.10.16
- 3 《意见》解读：融资成本或不降反升，市政债格局初显——《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》点评》，2014.10.10

正文目录

1. 释放信贷额度，兴业、北京、民生等银行受益更大	3
2. 一般存款与同业存款利率互联互通，加速利率市场化	4
3. 短期可能出现存款搬家，长期来看监管套利空间不大	4
4. 387号文对各类金融产品的影响分析	4
4.1. 非标：短期监管套利下，或使得非标资产规模大幅增加	4
4.2. 债券市场：短期利好，长期利空	5
4.3. 货币基金：议价能力增强，保持高收益	5

图表目录

图 1: 16 家上市银行同业负债情况	3
图 2: 16 家上市银行同业负债占比（仅考虑同业存放）	3

(本报告共有图 2 张，表 0 张)

12月27日，中国人民银行发布了《中国人民银行关于存款口径调整后存款准备金政策和利率管理政策有关事项的通知》(以下简称“387号文”)。387号文指出：“随着金融市场和金融创新不断发展，金融机构的存款结构也发生了深刻的变化，中国人民银行定于2015年起对存款统计口径进行调整，将部分原在同业往来项下统计的存款纳入各项存款范围。”现对387号文中比较重要的几点内容做出解读：

此次调整之后，包括存款类金融机构吸收的证券及交易结算类存放、银行业非存款类存放、SPV存放、其他金融机构存放以及境外金融机构存放等原先在同业往来项下的存款都将划入各项存款范围，而各项存款包括财政存款和一般存款，因此以上涉及到的存款类别今后皆应划入一般存款项下。文件同时规定以上涉及到的存款在划入一般存款项下后存款准备金率暂定为零。直观的看此次调整即是将银行非存款类存放和非银行金融机构的同业存放由之前的同业往来项划入一般存款项，但新划入的存款暂时不需交存款准备金。

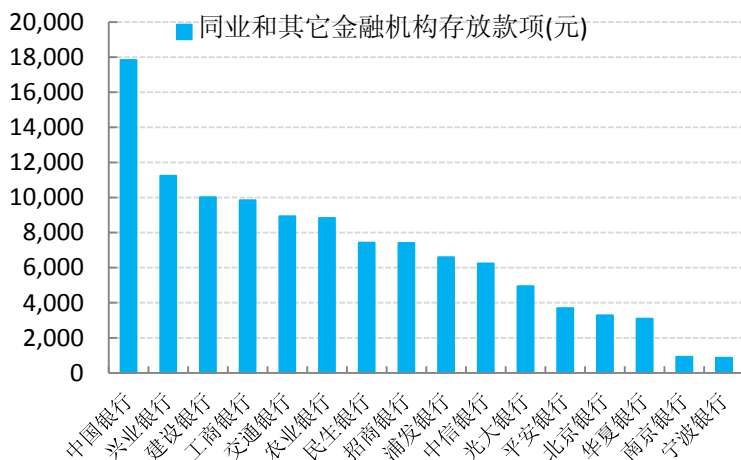
此次调整可能产生如下影响：

1. 释放信贷额度，兴业、北京、民生等银行受益更大

目前银行理财以及货币基金的出现给银行吸储带来了很大压力。今年以来存款增速持续放缓，三季度银行存款甚至出现负增长，而受限于75%的存贷比考核，银行信贷投放能力也受到限制，现实情况与今年以来中央强调的金融支持实体经济的精神向背离。此次央行出手将非银同业存款纳入一般存款后，包括以余额宝为代表的一些货币基金、券商资管计划等资金都将纳入银行一般性存款当中。目前，银行对其他金融类公司的负债达到11.1万亿，扣除已经包括一般存款中的约2.5万亿的保险存款及非存放类型的同业负债，比如回购、拆借等实际导致一般存款规模增加大概在7-8万亿。这将使得贷存比降低约5个百分点，银行信贷投放能力大幅增加。但是另一方面，新增的这一部分信贷投放空间最终不能转化为信贷资金投向实体经济还需观察，以银行对待信贷风险审慎的风格来看，信用扩大仍会受到制约。

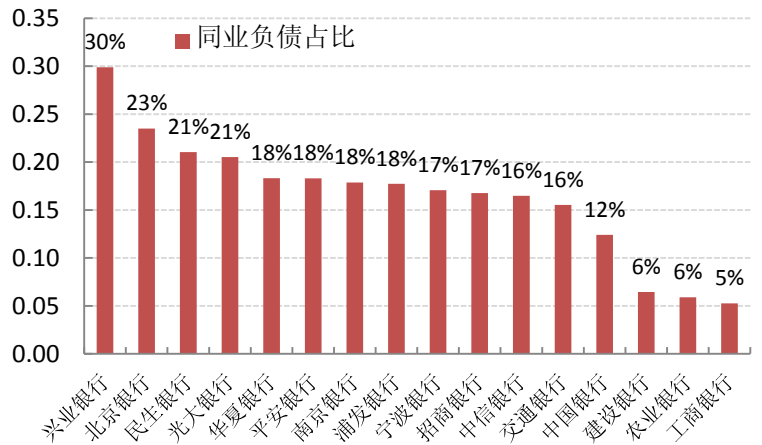
执行新规后，同业负债比例较高的兴业、北京、民生、光大、华夏、平安等银行受益将更为明显，贷存比的下降打开了信用扩张空间，有利于降低社会融资成本，同时贷存比压力的降低也有助于缓解银行拉存款的冲动，M2的波动将更为平稳。

图 1: 16 家上市银行同业负债情况



资料来源：WIND 华宝证券研究所

图 2: 16 家上市银行同业负债占比 (仅考虑同业存放)



资料来源：WIND 华宝证券研究所

2.一般存款与同业存款利率互联互通，加速利率市场化

387号文的推出将使得银行存款端定价市场化加快。此次银行将非银同存纳入存贷比，由此银行表内将有两个体系，一个是一般存款，另一个是同业存款，同时将执行两套不同的标准体系，前者将缴纳20%的存款准备金，后者则无需缴纳。一般存款参照央行公布的存款基准利率，受到官方限制，而同业存款则是市场利率。387号文的推出将使得存款利率将逐渐趋同。而成为这两者之间纽带的则是针对居民和企业的大额存单，作为一般性存款的大额存单，其定价却可能参考同业存款，若大额存单成功推出，未来一般存款定价将逐渐参考市场利率，央行或将取消对一般存款的官方定价，只需调节货币市场流动性和货币市场利率，通过调节银行同业资金利率水平来影响存款利率曲线，进而提高了对银行资金成本的调控能力，从而实现利率市场化的目标。

3.短期可能出现存款搬家，长期来看监管套利空间不大

调整之后一般性存款项下存在两档存款准备金率：传统的一般性存款需缴纳20%的存款准备金，新增一般性存款项下的非银同业存款暂时不交存款准备金，这是否可能使银行存在监管套利的行为，对此我们认为：

短期可能出现存款搬家，长期来看监管套利空间不大。存款准备金之间的差别使得银行有了绕道非银存款的动力，短期之内可能会出现部分传统一般性存款转为非银同业存款的现象。目前来看银行可以用以下方式绕道存款准备金：银行鼓励客户存款先进入非银金融机构，非银机构再将钱存入银行，从而规避存款准备金的限制。在这个过程中非银金融机构只起到一个通道的作用，银行将存款在非银金融机构转一圈既实现了揽储的目的，又规避了存款准备金限制。

存款要绕道非银机构，就需要银行说服客户首先购买非银机构的理财产品，而客户愿意放弃存款转而购买非银机构理财产品的前提就是必须获得更高的收益率，这样就提高了银行的资金成本。另外，要绕道非银金融机构必然需要支付一定的通道费，也是银行需要考虑的因素。最根本的是，目前非银金融机构同业存款不需要缴纳存款准备金只是“暂定”，在非银同业存款已经并入一般存款的情况下，未来是否会继续保持这种“同存不同准”的情况尚不明朗。银行的存款准备金制度显然是央行不容触碰的红线，是银行风控最重要的一环。如果银行为绕道存款准备金制度做大这方面的通道业务，央行必定会出台政策或者调整非银机构同业存款的准备金率以封死监管套利空间。

4.387号文对各类金融产品的影响分析

4.1.非标：短期监管套利下，或使得非标资产规模大幅增加

但是，我们认为，如果考虑到银行同业资产端的收益率水平，银行将有较大动力将存款上的资金转为同业存款。由于目前银行特别是中小银行将较大比例的同业资金投资于非标资产，按一年期存款利率3.3%计算，则一单位存款用于放贷银行可获得的利润为 $6.72\% \times 0.8 + 1.62\% \times 0.2 - 3.3\% = 2.4\%$ （6.72%为一年期贷款利率5.6%上浮20%计算，1.62%为银行存款准备金收益率），若这一单位存款转化为银行同业存款并投资于非标资产，则获取利润水平在3%-6%区间（假设银行同业存款成本5%，非标资产收益率8%，则也有3%的利润空间，而如果银行找一个收费低廉的通道方，则获取的收益将更为可观），因此对于银行而言，其扩大同业存款规模既能够降低贷存比，增加信贷投放额度，同时又能够增加同业资金投资非标资产规模从而获取可观的收益。因此我们认为，短期套利将持续存在，

未来同业负债规模有望增加，而非标资产收益率的天然吸引力，或使得同业资金投资非标资产的规模大幅增加。

4.2. 债券市场：短期利好，长期利空

387 号文有助于改善银行的负债压力，释放了流动性预期，短期来看对债市有利，短端利率将继续下行。但从中长期看，央行的新规或不利于债市，首先，387 号意在引导信贷投放，释放信贷空间，因此若宽信贷格局形成，可能对债券市场不利。其次，银行理财可能通过加通道的方式变成非银存款，这将挤占债券的投资额度。同时，银行特别是中小银行将加大对非银存款的争夺，非银机构议价能力增加，可能使得银行负债端成本上行，进而对债券市场利率中枢形成上行压力。

4.3. 货币基金：议价能力增强，保持高收益

387 号文之后，以协议存款为主要投资标的的货币基金资金被列入银行同业存款，根据 387 号文，银行同业存款的存款准备金暂定为零，因此银行若进行监管套利或利用货币基金进行：例如，揽储时鼓励储蓄者申购该银行代销或者该银行体系下基金公司的货币基金，而货币基金再投资于该银行的协议存款。因此银行系货币基金规模或大幅增长，同时在规模增长的作用下这类货币基金将具有更强的议价能力从而保持较高的收益率水平。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。