

中国金融行业

市场利率定价自律机制两项《倡议》点评

优于大市
(维持)

事件: 11月28日, 市场利率定价自律机制审议通过《关于优化非银同业存款利率自律管理的自律倡议》和《关于在存款服务协议中引入“利率调整兜底条款”的自律倡议》在内的两项倡议, 要求将非银同业活期存款利率纳入自律管理, 并要求银行在对公存款服务协议中加入“利率调整兜底条款”, 自2024年12月1日起生效。

招银观点: 我们认为《倡议》以提升货币政策传导效率、防止金融资金空转套利为首要目的, 其规范银行同业活期存款利率与央行政策利率挂钩, 利好银行压降负债成本, 降低息差压力。据金融监管总局披露数据, 3Q24 商业银行净息差 (NIM) 为 1.53%, 同/环比 -20bps/-1bps, 其中国有行/股份行/城商行/农商行为 1.45%/1.63%/1.43%/1.72%, 环比 -1bps/-1bps/-2bps/持平 (图 1/图 2)。我们测算此次《倡议》提出的同业活期存款利率调整对上市银行净息差的影响为 1.5-1.8bps, 其中对国有行负债成本压降或更为有利。鉴于存量对公协议存款有一年调整期, 预计短期内不会对存量协议存款规模造成大范围影响。

《倡议》核心内容:

- 1) 明确同业活期存款定价利率基准:** 利率定价自律机制引导金融基础设施机构的同业活期存款利率与超额存款准备金率 (目前: 0.35%) 联动, 其他非银同业活期存款利率与公开市场 7 天逆回购操作利率 (目前: 1.50%) 联动。
- 2) 规范同业定期存款提前支取的定价参考:** 银行与非银机构 (含非法人产品) 约定同业定期存款可提前支取, 提前支取利率原则上应不高于超额存款准备金利率。
- 3) 对公存款服务协议引入“利率调整兜底条款”:** 对公协议存款利率随市场利率而浮动调整; 新办理的存款业务执行利率按不超过最新允许范围上限的利率执行, 存量协议存款利率自倡议发布之日起, 一年内完成新协议或补充协议的签订文件。

招银点评:

- **同业活期存款定价基准挂钩政策利率, 降低与一般性存款利率的套利空间。** 同业存款的期限和利率通常由双方协商确定, 不受存款利率定价上限的限制, 定价透明度低, 主要反映市场流动性的影响。今年 7 月和 10 月商业银行集中调降存款挂牌利率, 降低了居民和企业端活期和定期存款利率, 但同业存款利率未受影响。为满足资产端扩表需要和稳定负债端增量资金来源, 同业存款成为商业银行实现存款规模扩张的重要途径。以公司财报口径统计, 1H24 国有行和股份行同业及其他金融机构存放和拆入款项的平均计息成本同比+10.6bps, 较年初+7.5bps (图 5), 国有行和股份行同业存款平均成本率同比+15bps/+7bps, 较年初+8bps/+7bps (图 5)。年初至今上市银行同业存放和拆入款项付息率不降反升, 导致其与一般性存款形成套利空间。
- **定期存款提前支取定价参考超额准备金率, 预计主要影响货基和现金类产品。** 目前货基与银行签订提前支取、结算利率不变的条款, 以保证在摊余成本法估值下, 完成其流动性的考核指标。《倡议》落地后, 若货基出现流动性大额赎回的情况, 需提前支取银行存款满足赎回需求, 将导致其结算利率最高仅为 0.35%, 造成较大的利息损失, 预计该项新规对货基估值和投资者公平性存在一定影响。
- **“利率调整兜底条款”引入浮动利率概念, 短期内对存量协议规模影响较小。** 《倡议》要求银行在对公协议存款中加入“利率调整兜底条款”, 以确保在协议期内, 银行存款挂牌利率或存款利率内部授权上限等调整, 能及时反映在实际存款业务中。存款利率调整后, 客户可与银行协商确定利率水平, 并有权选择接受调整利率或提前终止存款协议。我们认为“兜底协议”为银行对公协议存款引入类“浮动利率”的机制, 客户无法再通过新签存款服务协议来提前锁定未来一定时间的高利率, 利好银行降低利率风险和负债成本。鉴于《倡议》目前仅对新办理的对公协议

中国金融行业

马毓泽

(852) 3900 0805

nikama@cmbi.com.hk

存款业务执行，存量协议保留为期一年的缓冲期，我们预计短期内，该项新规对银行资金流动性和存量对公存款规模的影响整体可控。

《倡议》对银行净息差潜在影响测算：

- **同业活期存款利率纳入自律管理，有望提升上市银行净息差 1.5-1.8 个基点。** 根据我们渠道调研的结果，招行当前同业活期存款利率为 1.3%，较上市同业低 40-60bps，上市银行同业活期存款利率为 1.7%-1.9%，较四大行 1 年期定期存款利率 1.1% 高 60-80bps。《倡议》落地后，同业活期存款利率挂钩 7 天 OMO 逆回购操作利率（目前：1.50%），对应将有 20-40bps 计息成本下调空间。截至三季度末，42 家 A 股上市银行同业存款余额 26.9 万亿元，假设同业活期存款占比 50%-60%，对应总规模为 13-16 万亿元；假设同业活期存款利率平均下降 30bps，可节省利息支出 400-480 亿元，提升净息差 1.5-1.8bps (CMBI 测算)。

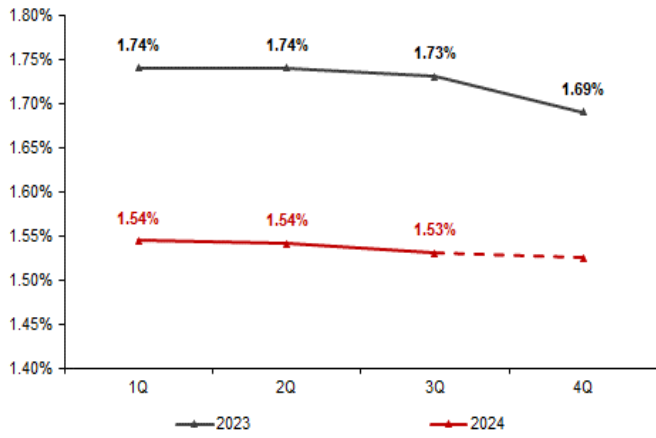
招银国际测算《倡议》对商业银行净息差影响：	9M24	
上市银行同业和其它金融机构存放款项(万亿元)	26.9	
同业活期存款规模(万亿元)，假设占比 50%-60%	13.5	16.2
上市银行同业活期存款利率(%)	1.7%	1.9%
公开市场操作 7 天逆回购利率(%)	1.5%	1.5%
同业活期存款付息率可下调区间(bps)	20bps	40bps
预计节省利息支出(亿元)	403.8	484.5
净息差提升幅度(bps)	1.49	1.79

资料来源：Wind, 招银国际环球市场测算

- **国有行负债成本下行空间更大。** 据公司财报口径统计，截至三季度，国有行同业和其他金融机构存款余额 18.01 万亿，占比 67%，同/环比+31.1%/+15.5%；股份行 7.23 万亿，占比 27%，同/环比+4.8%/-2.2%；城商行 1.66 万亿，占比 6%，同/环比-1.4%/-7.0%；农商行 129.6 亿元，同/环比-78%/-64% (图 3)。四大行中农行/建行/中行/工行 3Q24 同业存款余额较 1Q24 大幅增长，分别 +62%/+39%/+29%/+6% (图 4)，主要受 4 月手工补息叫停后，部分协议存款资金转为同业活期存款，以及银行理财通过保险资管计划配置的存款计入“同业存放”科目的共同影响。从负债结构上看，假设同业活/定期存款规模各占 50%，9M24 上市银行同业活期存款占总负债比例 5.1%，其中国有行/股份行/城商行/农商行占比分别为 5.1%/6.2%/3.6%/0.1% (图 6)。从绝对规模和增长性看，国有行对同业存款的依赖度更高，预计《倡议》的落地将对国有行负债成本的压降更为有利，利好国有行估值回升。潜在受益标的：农业银行 (1288 HK/601288 CH)、工商银行 (1398 HK/601398 CH)、建设银行 (939 HK/601939 CH)、中国银行 (3988 HK/601988 CH)。
- **风险提示：** 存量对公协议存款利率调整幅度不及预期；同业存款活期利率调整导致部分资金外流至增配同业存单、中短期债券等固收类品种，造成短期市场利率波动；中长期对同业存单发行、银行负债结构和非银投资行为产生影响等。

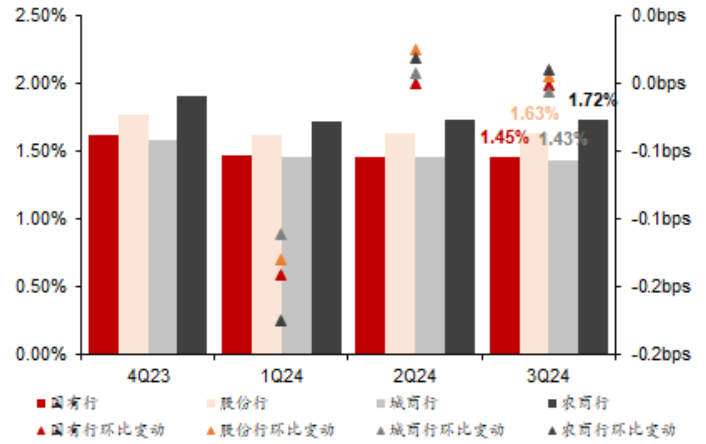
重要图表

图 1：预计商业银行净息差(NIM)季度环比降幅收窄



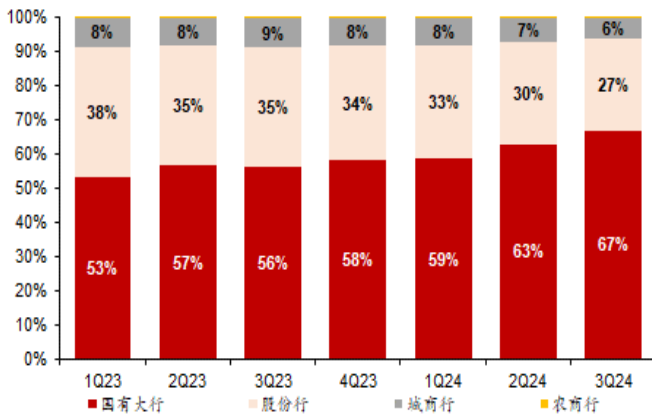
资料来源：Wind，金融监管总局，招银国际环球市场

图 2：国有行/股份行/城商行/农商行净息差及环比变动



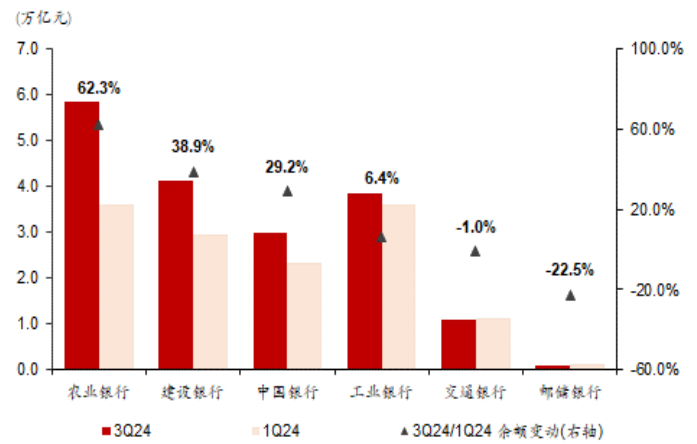
资料来源：Wind，金融监管总局，招银国际环球市场

图 3：商业银行同业和其他金融机构存放款项占比 (%)



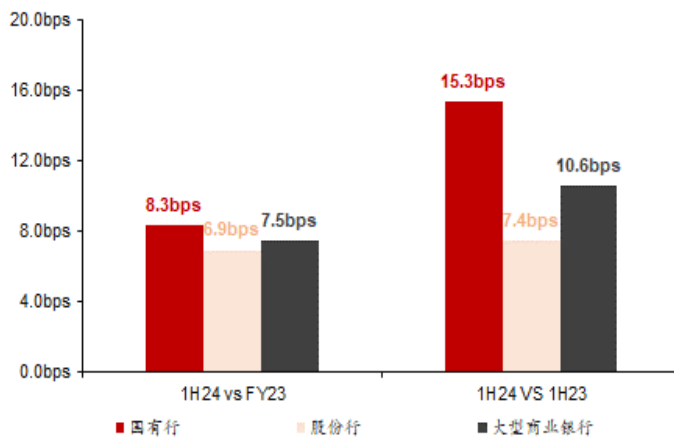
资料来源：Wind，公司财报，招银国际环球市场

图 4：三季度六大国有行同业存款余额较一季度变动幅度



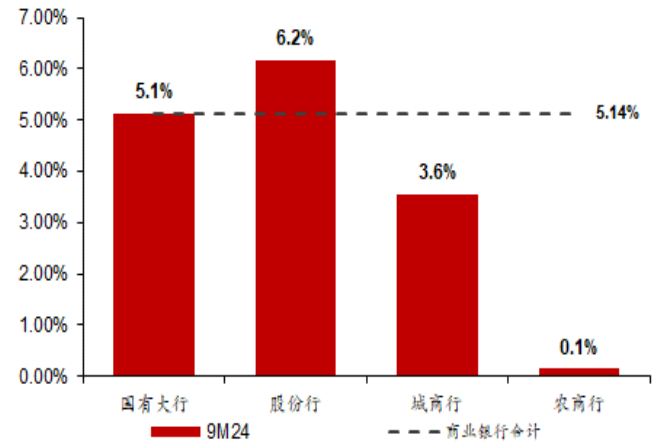
资料来源：Wind，公司财报，招银国际环球市场

图 5：同业和其他金融机构存、拆放款项计息成本率变动



资料来源：Wind，公司财报，招银国际环球市场

图 6：商业银行同业活期存款余额占总负债比重 (%)



资料来源：Wind，公司财报，招银国际环球市场测算|注：假设同业存款中活期存款占比50%。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。