

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@zts.com.cn

联系人：张可迎

Email: zhangky04@zts.com.cn

相关报告

投资要点

- 本文复盘了五轮存款利率调降，对存款利率调降的机制和影响进行分析，供投资者参考。
- **五轮存款利率下调，均由国有大行率先发起。**2022年4月存款利率自律机制建立以来，当年4月、9月经历了两轮大规模存款利率下降，主要由大行和股份行参与，中小银行由于负债端压力较大、存款竞争较为激烈，降低存款利率的热情不高；部分银行在春节前为揽储上调存款利率，2023年4月份部分中小行调降存款利率可能是针对春节前利率上调的回调。2023年4月利率自律机制发布《合格审慎评估实施办法（2023年修订版）》，新规由原来的激励为主引入惩罚措施，加速了中小银行存款利率补降的进度。2023年6月、9月和12月，国有大行再度发起三轮存款利率下调，2024年2月，部分地方城农商行针对去年12月份存款利率下调进行补降。
- **回顾我国利率市场化改革进程，总体思路确定为：先放开货币市场利率和债券市场利率，再逐步推进存、贷款利率的市场化。聚焦于存款利率，我国存款利率市场化进程包括以下几个阶段：**阶段一，基准利率时代（20世纪90年代），存款利率由央行发布的基准利率决定，既无上浮也无下调。阶段二，管住上限，向下浮动（2004年-2015年），与贷款利率下限管理同步实行了存款利率上限管理。这样做一方面为防止金融机构为抢存款而盲目抬高利率，另一考虑是保护银行业的合理利润水平，弥补长期低贷存利差对银行资本和自身发展能力的透支，为银行改革赢得时间。在此阶段，存款利率上浮空间逐渐扩大，由基准利率的1.1倍涨至1.5倍。阶段三，放开上限（2015年-2019年），2015年10月份，央行宣布对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限。阶段四，自律管理+市场化推进（2019年至今）。2013年9月，央行指导成立了市场利率定价自律机制（以下简称利率自律机制），通过行业自律监管，激励约束金融机构利率定价行为。2022年4月人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，利率自律机制成员银行参考以10年期国债收益率为代表的债券市场利率和以1年期LPR为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。
- **2022年4月份以来，存款利率经历了五轮调降，既符合“政策利率——LPR和10年期国债利率——存款利率”的传导路径，又具有现实合理性。**对于42家上市银行定量测算，5年期LPR下调25bp，若保持其他因素不变，上市银行净息差约收窄5.6bp至1.5bp不等，而负债端各期限定期存款利率平均需要下调10-30bp可以抵消本次LPR降息的影响。
- **我们判断存款利率存在进一步下调的必要性：**第一，考虑到半数上市银行以及商业银行整体净息差已经低于1.8%，部分银行必须想办法以提高贷款利率或降低存款利率的方式扩大净息差，目前来看后者可能性显然更大。第二，部分中小银行为了揽储展开“价格战”，导致存款利率居高不下，农商行净息差处于较高水平，仍有下降空间。
- **从存款利率下调的触发方式来看，先下调MLF的可能性较小，更有可能补降存款利率，从而维持必要的净息差。**根据利率自律机制，通过降低MLF降低LPR，进而降低存款利率，可能会加剧息差压力。MLF下降会率先引起LPR的下降，随后才传导至存款利率，在此期间银行的净息差会进一步压缩。因此，下一步，更有可能的方式是存款利率补降。
- **存款利率下调如何影响债市？从长期看，存款利率下降客观上对应于广谱市场利率中枢的下移，对于债市收益率下行是利好。但是短期来看，存款利率对于债市利好程度可能还需要理性看待。**这是因为，存款利率具有滞后性，与债券市场利率的相关度较弱，存款利率下降可能导致银行负债不足，需要通过发放同业存单、二永债或从央行借钱进行补充。换言之，存款利率的下降可能推升存单和政金债发行利率，在政策利率不变的情况下，不能真正减轻银行计息负债成本。因此，在政策利率短期内不变的情况下，存款利率下调对银行负债端成本的影响可能有限，进而对长端利率的影响有限。
- **当前，市场普遍预期存款利率还有继续下调的空间，利率债也持续走强。本质上，市场交易的可能并不是存款利率下调本身，而是持续宽松的预期，而后者才是推动利率中枢持续下行的根本原因。**具体而言：存款利率调降有助于推动银行存款平均成本率和计息负债成本率下行，节省银行融资成本。那么，银行可能会放松对资产端收益率的要求，净买入更多各期限类型的利率债，从而驱动收益率曲线整体下移。在当前宽松趋势延续不变的情况下，有助于广谱利率进一步下行。
- **风险提示：**存款利率调降不及预期，流动性宽松不及预期，债市波动超预期。

内容目录

一、复盘：五轮存款利率下调，由国有大行率先发起	- 4 -
1、2022 年 4 月：自律机制鼓励调降浮动上限，大行率先进行	- 4 -
2、2022 年 9 月：大行、股份行调低挂牌利率，次年 4 月部分中小行补降	- 5 -
3、2023 年 6 月：大行、股份行活期、中长期定期存款利率下调	- 7 -
4、2023 年 9 月：首提“合理利润”，大行、股份行中长期定存利率下调	- 8 -
5、2023 年 12 月：大行、股份行率先下调，年后部分地方城农商行补降	- 9 -
二、回顾：存款利率市场化调整机制如何形成？	- 11 -
1、利率市场化改革概述	- 11 -
2、存款利率市场化改革进程	- 12 -
三、展望：存款利率还会下降吗？	- 14 -
1、存款利率调降背后：保证银行合理利润	- 14 -
2、5 年期以上 LPR 下调 25bp 如何影响净息差？	- 16 -
3、存款利率需要下调多少来对冲 LPR 降息？	- 17 -
4、存款利率还会下调吗，怎么调？	- 18 -
四、存款利率下调如何影响债市？	- 19 -

图表目录

图表 1: 2022 年 4 月, 活期及整存整取定存利率上限下调 10bp	- 5 -
图表 2: 2022 年 9 月 15 日, 国有六大行及招行率先下调存款利率.....	- 5 -
图表 3: 《合格审慎评估实施办法 (2022 年 vs. 2023 年)》	- 6 -
图表 4: 2023 年 4 月部分中小银行关键期限存款利率下调.....	- 7 -
图表 5: 2023 年 6 月 8 日, 国有六大行下调存款利率.....	- 8 -
图表 6: 2023 年 9 月 1 日, 国有六大行以及招行等部分股份行下调存款利率 ..	- 9 -
图表 7: 2023 年 12 月, 国有六大行以及招行等部分股份行下调存款利率.....	- 10 -
图表 8: 2022 年 4 月以来大行存款挂牌利率 (%)	- 11 -
图表 9: 我国利率体系和调控框架.....	- 12 -
图表 10: 存款利率市场化改革进程梳理.....	- 14 -
图表 11: 2020 年以来商业银行净息差不断压降 (%)	- 15 -
图表 12: 除农商行, 各类型银行息差下降 (%)	- 15 -
图表 13: 半数上市银行净息差不及 1.8 (%)	- 15 -
图表 14: 42 家上市商业银行生息资产结构.....	- 16 -
图表 15: 5 年 LPR 下调 25bp 引起净息差约收窄 5.6-11.5bp (% , bp)	- 17 -
图表 16: 42 家上市商业银行计息负债结构.....	- 18 -
图表 17: 2019 年 8 月份以来历次 LPR 和 MLF 利率变动情况 (bp, %)	- 19 -
图表 18: 政策利率、10Y 国债与存贷款利率变动情况 (%)	- 20 -
图表 19: 银行存款成本率与 10Y 国债 (%)	- 20 -
图表 20: 银行计息负债成本率与 10Y 国债 (%)	- 20 -

存款利率市场化调整机制建立后，存款利率经历了五轮下调。2022年4月和9月，2023年6月、9月和12月，均为大行率先完成存款利率下调、中小行跟进。2024年春节后，吉林、广西等地银行近日密集发布存款利率调整公告，对一年期、三年期和五年期的存款利率进行下调，下调幅度为10个基点至60个基点不等¹。中小行于岁末年初通常有集中揽储行为，需要以相对高的存款利率吸引存款，年后多家中小行存款利率下调被认为是去年12月大行存款利率下调的跟进。

2月20日，5年期以上LPR下调25bp，银行资产端收益率下降是否意味着新一轮存款利率下调周期即将开启？本文复盘了五轮存款利率调降，对存款利率调降的机制和影响进行分析，供投资者参考。

一、复盘：五轮存款利率下调，由国有大行率先发起

2022年4月，人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，利率自律机制成员银行参考以10年期国债收益率为代表的债券市场利率和以1年期LPR为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。本节回顾了存款利率市场化调整机制建立后的五轮存款利率下调。

1、2022年4月：自律机制鼓励调降浮动上限，大行率先进行

存款利率市场化传导机制建立后，2022年4月的存款利率调降对应1月的LPR下降，LPR下降可追溯至当月MLF利率的下降。2022年1月17日，1年期MLF利率下降10bp，由2.95%下降至2.85%。2022年1月20日，1年期LPR从3.80%下降5bp至3.70%，5年期以上LPR从4.65%调降5bp至4.6%。

4月份存款自律机制鼓励调整浮动上限：4月15日，央行宣布于2022年4月25日全面降准0.25个百分点后，市场利率定价自律机制召开会议，鼓励部分中小银行存款利率浮动上限下调10bp。这一要求并非强制，但作出调整的银行或将对其宏观审慎评估（MPA）考核有利。

结果：大行先行调降10bp，中小银行存款竞争激烈，调整动力不强。银行存款竞争激烈，尤其是小银行揽储压力较大，所以小银行调整动力不强，最后大行先行调降10bp，小银行再做跟进。从实际情况来看，工农中建交邮储等国有银行和大部分股份制银行均已于4月下旬下调了其1年期以上期限定期存款和大量存单利率，部分地方法人机构也相应作出下调。下调的期限以2年期、3年期为主；下调的幅度多在10bp左右。最终，根据2022年一季度货币政策报告表述：4月最后一周（4月25日-5月1日），全国金融机构新发生存款加权平均利率为2.37%，较前一周下降10bp。

¹ 资料来源：https://paper.cnstock.com/html/2024-02/23/content_1879487.htm

2022年9月16日，中信银行、光大银行、民生银行、平安银行、浦发银行、广发银行、华夏银行、恒丰银行等8家股份行宣布存款利率下调，将活期存款利率下调5bp；定期存款利率多数下调10bp；3年期和5年期定期存款利率调整幅度差异较大，下调10-50bp。

本次调整幅度最大的是中长期存款产品，有助于缓解负债端成本压力。从不同品种的降幅来看，此次存款挂牌利率的调整中幅度最大的为中长期存款产品，中长期存款利率的调降，有助于缓解银行负债端成本的压力，激励银行信贷投放的意愿，为宽信用助力。

中小行“宁可让利率，不能让市场”，没有全部跟进。挂牌利率是银行分支机构的网点根据当地经济发展水平、存款的竞争情况、网点的经营优势等实际情况在官网利率的底线上拟定具体的执行利率，即银行放的存款利率的底线是挂牌利率，上限是自律定价。这次挂牌利率调整是大行和部分股份行进行下调，但中小银行“宁可让利率，不能让市场”的经营策略难有动力改变，并没有全部跟进。

2023年4月利率自律机制发布《合格审慎评估实施办法（2023年修订版）》，新规考察存款利率市场化调整机制落实情况，引入扣分项。在2022年修订版中，银行业存款类金融机构的合格审慎评估指标包括财务约束、定价能力、定价行为和定价影响等4个方面共14项指标。2023年修订版在定价行为部分引入“存款利率市场化定价情况”作为扣分项，规定“若银行各关键期限定期存款和大额存单利率季度月均值较上年第二季度月均值调整幅度低于合意调整幅度的，在‘定价行为’得分基础上扣分”。

图表 3: 《合格审慎评估实施办法 (2022 年 vs. 2023 年)》

合格审慎评估实施办法 (2022年)	合格审慎评估实施办法 (2023年)	存款利率市场化定价情况具体要求
(一) 财务约束 (35分) 1. 公司治理 (5分) 2. 资产利润率 (10分) 3. 净息差 (10分) 4. 成本收入比 (10分) (二) 定价能力 (25分) 5. 组织架构 (5分) 6. 机制建设 (10分) 7. 信息系统 (5分) 8. 决策执行 (5分) (三) 定价行为 (40分) 9. 竞争行为 (20分) 10. 各项存款付息率偏离度 (20分) (四) 定价影响 (40分) 11. 货币市场定价影响力 (10分) 12. 债券市场定价影响力 (10分) 13. 存单市场定价影响力 (10分) 14. 信贷市场定价影响力 (10分)	(一) 财务约束 (35分) 1. 公司治理 (5分) 2. 资产利润率 (10分) 3. 净息差 (10分) 4. 成本收入比 (10分) (二) 定价能力 (25分) 5. 组织架构 (5分) 6. 机制建设 (10分) 7. 信息系统 (5分) 8. 决策执行 (5分) (三) 定价行为 (40分) 9. 竞争行为 (20分) 10. 各项存款付息率偏离度 (20分) 11. 存款利率市场化定价情况 (扣分项) (四) 定价影响 (40分) 12. 货币市场定价影响力 (10分) 13. 债券市场定价影响力 (10分) 14. 存单市场定价影响力 (10分) 15. 信贷市场定价影响力 (10分)	存款利率市场化定价情况，主要考察银行按照存款利率市场化调整机制要求，落实存款利率合意调整幅度的情况。若银行各关键期限定期存款和大额存单利率季度月均值较上年第二季度月均值调整幅度低于合意调整幅度的，在“定价行为”得分(总分100分)基础上扣分。 评分标准为： 1年、2年、3年、5年期定期存款和大额存单加权平均利率降幅低于合意调整幅度的，每个期限扣5分。各期限加分累加计算，最多扣20分。

来源：中国货币网，中泰证券研究所

2023年4月，多地中小银行下调关键期限存款利率，主要是此前没有调整的中小银行补充下调，也有些银行是在春节前后存款利率上调后的回调。自2022年4月利率自律机制建立以来，去年4月、9月经历了两轮大规模存款利率下降，主要由大行和股份行参与，中小银行由于负债端压力较大、存款竞争较为激烈，降低存款利率的热情不高，此次主要是此前没有调整的中小银行补充下调；另外，部分银行在春节前为揽储展开“价格战”，上调存款利率，此次存款利率下调也可能是针对春节前利率上调的回调。近期考评制度出现调整，由原来的激励为主引入惩罚措施，加速了中小银行存款利率补降和回调的进度。

从各地中小银行关键期限存款利率下调幅度来看，降幅基本在10bp及以上，推测《合格审慎评估实施办法（2023年）》中“合意的调整幅度”在10bp左右。

图表4：2023年4月部分中小银行关键期限存款利率下调

关键期限 定期存款	湖北黄梅农商行 (4月8日调整)	深圳坪山珠江村镇银 行(4月11日调整)	陕西铜川印台恒通村镇 银行(4月10日调整)
1年	-25bp	-10bp	-10bp
2年	-15bp	-10bp	-10bp
3年	-45bp	-10bp	-10bp
5年	-45bp	-10bp	-10bp

来源：银行微信公众号，中泰证券研究所

“关键期限定期存款和大额存单利率季度月均值较上年第二季度月均值调整幅度”更多是对此前政策效果的一种验证。2022年4月以来，大行、部分股份行和中小银行存款利率下调幅度较大，各关键期限下调幅度基本在10bp以上。如果假定《合格审慎评估实施办法（2023年）》中“合意的调整幅度”为10bp，大部分银行已经达成考核指标。

3、2023年6月：大行、股份行活期、中长期定期存款利率下调

2023年6月8日，六大国有银行下调存款挂牌利率。其中，活期存款利率从此前的0.25%下调至0.2%，定期存款2年期、3年期、5年期分别利率下调至2.05%、2.45%和2.5%。三个月、六个月、一年定期存款利率均没有调整。

继六大行宣布下调部分存款利率之后，6月12日，招商银行等多家股份行也宣布下调部分人民币存款利率。调整后，活期存款年化利率为0.2%，与六大银行持平；三个月、六个月、一年、二年、三年、五年各档定期存款，除招商银行与六大行利率保持一致之外，其他股份制银行利率均略高于六大行银行。与六大行类似，各家股份制银行的三个月、六个月、一年定期存款利率均没有调整。这是继去年9月份调整之后，这些银行再次下调存款利率。

图表 5：2023 年 6 月 8 日，国有六大行下调存款利率

		中行、工行、农行、建行、交行	邮储银行	
项目		年利率 (%)	年利率 (%)	变动 (bp)
一、活期存款		0.20	0.20	-5
二、定期存款	1.整存整取			
	三个月	1.25	1.25	-
	六个月	1.45	1.46	-
	一年	1.65	1.68	-
	二年	2.05	2.05	-10
	三年	2.45	2.45	-15
	五年	2.50	2.50	-15
	2.零存整取、整存零取、存本取息			
	一年	1.25	1.25	-
	三年	1.45	1.46	-
	五年	1.45	1.46	-
3.定活两便	按一年以内定期整存整取同档次利率打六折执行	按一年以内定期整存整取同档次利率打六折执行		-
三、协定存款		0.90	0.90	-
四、通知存款	一天	0.45	0.45	-
	七天	1.00	1.00	-

来源：各银行官网，中泰证券研究所

4、2023 年 9 月：首提“合理利润”，大行、股份行中长期定存利率下调

在央行 2023 年二季度货币政策执行报告中，在名为《合理看待我国商业银行利润水平》专栏中明确提出，“商业银行维持稳健经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平，这样也有利于增强商业银行支持实体经济的可持续性。”这是央行首提“合理利润”。

8 月 21 日，1 年期 LPR 下调 10bp 至 3.45%，5 年期以上 LPR 保持不变。

8 月 31 日²，中国人民银行、国家金融监督管理总局联合发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，“自 9 月 25 日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向金融机构提出申请，由金融机构新发放贷款置换存量首套商业性个人住房贷款，或协商变更合同约定的利率水平”。在政策实施首日，预计超过九成符合条件的借款人可在第一时间享受政策红利。大部分符合要求的存量首套房贷利率将降至 LPR，2022 年 5 月以后发放的将降至 LPR 减 20 个基点³。政策实施首周（9 月 25 日-10 月 1 日），已有 98.5%符合条件的存量首套房贷完成利率下调，合计 21.7 万亿元，平均利率降幅 0.73 个百分点⁴。

² 资料来源：https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202309/content_6901354.htm

³ 资料来源：https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202309/content_6906298.htm?version=zzzq

⁴ 资料来源：https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202310/content_6910345.htm

存量房贷宣布下调后，9月1日，国有六大行、招行等多家股份行开始新一轮存款利率下调：国有五大行和招商银行调降的期限品种、幅度以及最终挂牌利率均一致。1年期定期存款挂牌利率下调10个基点至1.55%，2年期下调20个基点至1.85%，3年期、5年期均下调25个基点分别至2.2%、2.25%。活期存款和3个月、6个月定期存款利率没有调整，零存整取、整存整取以及存本取息的利率也没有调整。邮储银行一年期整存整取挂牌利率下调10bp至1.58%，其余均与五大行保持一致。兴业银行、光大银行、民生银行、平安银行、浙商银行、渤海银行等股份制银行也在9月1日同时下调了人民币存款挂牌利率，股份行同期限品种挂牌利率通常高于国有行，但本次下调涉及的期限品种、幅度与大行保持一致。本轮下调力度大于今年6月，对冲了一部分存量贷款利率下调的影响，为维护银行“合理利润”留出空间。

图表6：2023年9月1日，国有六大行以及招行等部分股份行下调存款利率

项目		中行、工行、农行、建行、交行、招行	邮储银行	变动 (bp)
		年利率 (%)	年利率 (%)	
一、活期存款		0.20	0.20	-
二、定期存款	1.整存整取			
	三个月	1.25	1.25	-
	六个月	1.45	1.46	-
	一年	1.55	1.58	-10
	二年	1.85	1.85	-20
	三年	2.20	2.20	-25
	五年	2.25	2.25	-25
	2.零存整取、整存零取、存本取息			
	一年	1.25	1.25	-
	三年	1.45	1.46	-
	五年	1.45	1.46	-
3.定活两便	按一年以内定期整存整取同档次利率打六折执行	按一年以内定期整存整取同档次利率打六折执行	-	
三、协定存款		0.90	0.90	-
四、通知存款	一天	0.45	0.45	-
	七天	1.00	1.00	-

来源：各银行官网，中泰证券研究所

5、2023年12月：大行、股份行率先下调，年后部分地方城农商行补降

2023年12月22日起，多家国有大行、股份行下调存款挂牌利率。六大国有行以及招商银行，1年及以内、2年、3年、5年期的定期存款挂牌利率分别下调10bp、20bp、25bp、25bp。本轮存款利率调降的品种相比之前几次更全面，除活期存款未调降外，定期存款（整存整取、零存整取、整存零取、存本取息、定活两便）、协定存款、通知存款利率均有所下调。下调幅度同样遵循较长期限品种下调幅度大、较短期限品种下调幅度小的特点。

图表 7: 2023 年 12 月, 国有六大行以及招行等部分股份行下调存款利率

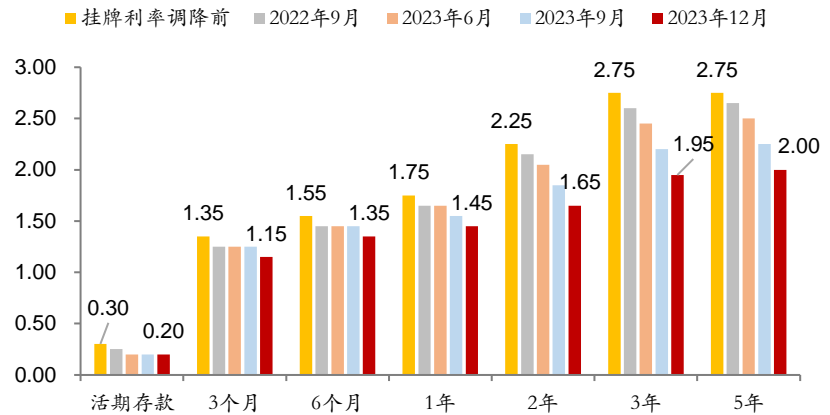
项目		中行、工行、农行、建行、交行、招行	邮储银行	变动 (bp)	
		年利率 (%)	年利率 (%)		
一、活期存款		0.20	0.20	-	
二、定期存款	1. 整存整取				
	三个月	1.15	1.15	-10	
	六个月	1.35	1.36	-10	
	一年	1.45	1.48	-10	
	二年	1.65	1.65	-20	
	三年	1.95	1.95	-25	
	五年	2.00	2.00	-25	
	2. 零存整取、整存零取、存本取息				
	一年	1.15	1.15	-10	
	三年	1.35	1.36	-10	
	五年	1.35	1.36	-10	
3. 定活两便		按一年以内定期整存整取同档次利率打六折执行	按一年以内定期整存整取同档次利率打六折执行	-	
三、协定存款		0.70	0.70	-20	
四、通知存款	一天	0.25	0.25	-20	
	七天	0.80	0.80	-20	

来源: 各银行官网, 中泰证券研究所

2024 年 2 月下旬, 吉林、广西多家地方性城商行、农商行宣布下调存款利率, 整体来看, 下调幅度不等, 五年期存款利率最高下调 65bp。

例如, 榆树农商行 2 月 21 日发布关于调整存款利率的公告表示, 根据利率市场化需求, 榆树农商银行决定于 2024 年 2 月 22 日零时起, 统一调整活期存款、三年及五年期整存整取定期存款利率执行上限, 活期存款利率下调至 0.2%; 三年及五年期利率下调至 2.7%。

此举被认为是 **2023 年年底大行和部分股份行下调存款利率的跟进行为**。一方面, 中小银行通常于岁末年初筹备“开门红”阶段加大揽储力度, 因此到年后才跟随调整存款利率。另一方面, 2 月份贷款基准利率超预期下调, 5 年期 LPR 下调 25bp 至 3.95%, 1 年期 LPR 维持 3.45% 不变, 息差压力下中小银行调降存款利率以稳定净息差、缓解经营压力。

图表 8：2022 年 4 月以来大行存款挂牌利率 (%)


来源：六大国有行官网，中泰证券研究所

注：邮储银行定期存款整存整取挂牌利率半年期和一年期分别高于其余五大行 1bp 和 3bp，其余相同。

二、回顾：存款利率市场化调整机制如何形成？

本节侧重于讨论存款利率市场化调整机制的形成过程。

1、利率市场化改革概述

稳步推进利率市场化是我国金融改革的重要内容。我国早期的改革侧重于理顺商品价格，20 世纪 90 年代后期以来，开始强调生产要素价格的合理化与市场化。资金是重要的生产要素，利率是资金的价格，利率市场化是生产要素价格市场化的重要方面。

利率市场化改革的基本设想最早于 1993 年提出。2003 年，党的十六届三中全会《关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》指出，“**稳步推进利率市场化，建立健全由市场供求决定的利率形成机制，中央银行通过运用货币政策工具引导市场利率**”，对利率市场化改革进行了纲领性的论述⁵。

利率市场化改革的总体思路确定为：先放开货币市场利率和债券市场利率，再逐步推进存、贷款利率的市场化。

银行间同业拆借市场利率先行放开。上世纪 80 年代，随着央行专门行使中央银行职能，金融机构呈现多元化发展，机构间调节资金余缺的需求推动同业拆借市场迅速发展，但受当时投资需求旺盛、市场不透明、监管难度大等因素影响，市场上出现高风险拆借，央行实行拆借利率上限管理。90 年代，随着相关制度的完善、全国联网技术的成熟、银行商业化改革的推进，拆借市场趋于成熟。1996 年取消拆借利率上限管理，实现了拆借利率完全市场化。

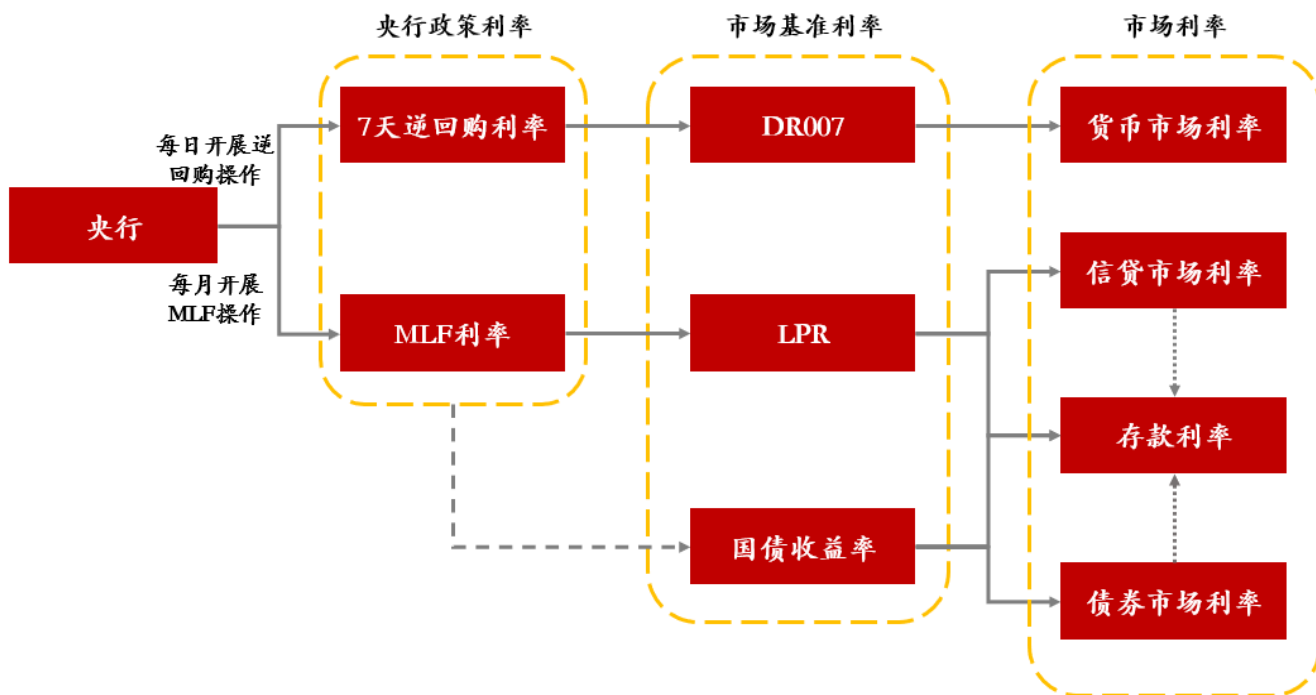
⁵ 资料来源：中国人民银行《稳步推进利率市场化报告》http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/history_file/files/att_12766_1.pdf

债券市场利率放开。1996年，财政部开创性地在交易所市场以招标形式发行债券。1999年，财政部首次在银行间债券市场以利率招标的方式发行国债。国债的发行创新为之后的金融债、企业债发行方式的创新树立了标杆。银行间市场利率的市场化，成功建立了管制利率之外的资源配置体系，使利率的市场化范围不断扩大，也为商业银行自主定价提供了基准收益率曲线，为管制利率市场化和银行完善内部定价机制准备了条件。

存、贷款利率市场化按照“先外币、后本币；先贷款、后存款；先长期、大额，后短期、小额”的顺序进行。

目前，我国已基本形成市场化的利率形成和传导机制，以及较为完整的市场化利率体系。主要通过货币政策工具调节银行体系流动性，释放政策利率调控信号，在利率走廊的辅助下，引导市场基准利率以政策利率为中枢运行，并通过银行体系传导至贷款利率，形成市场化的利率形成和传导机制，调节资金供求和资源配置，实现货币政策目标⁶。

图表 9：我国利率体系和调控框架



来源：易纲《中国的利率体系与利率市场化改革》，中泰证券研究所整理

2、存款利率市场化改革进程

聚焦于存款利率，我国存款利率市场化进程包括以下几个阶段：

阶段一，基准利率时代（20世纪90年代），银行存款利率改革尚未放开，存款利率由央行发布的基准利率决定，既无上浮也无下调。

⁶ 易纲.中国的利率体系与利率市场化改革[J].金融研究,2021,(09):1-11.

阶段二，管住上限，向下浮动（2004年-2015年），与贷款利率下限管理同步实行了存款利率上限管理。这样做主要有两个原因：第一，存款利率上限放开可能使金融机构为抢存款而盲目抬高利率，存款利率上限管理有助于抑制金融机构的短视行为。第二，另一考虑是在一段时期内限制银行价格恶性竞争，保护银行业的合理利润水平，弥补长期低贷存利差对银行资本和自身发展能力的透支，为银行改革赢得时间。在此阶段，存款利率上浮空间也逐渐扩大，人民银行将金融机构存款利率浮动区间的上限逐渐由基准利率的1.1倍上调为1.2倍、1.3倍和1.5倍。

阶段三，放开上限（2015年-2019年）。2015年8月，人民银行放开金融机构一年以上（不含一年）定期存款利率浮动上限，活期存款以及一年期以下定期存款的利率浮动上限不变。10月份，央行宣布对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限，意味着中国已经基本取消利率管制。

阶段四，自律管理+市场化推进（2019年至今）。2013年9月，央行指导成立了市场利率定价自律机制（以下简称利率自律机制），通过行业自律监管，激励约束金融机构利率定价行为。2019年以来，利率自律机制在存款利率定价自律管理方面发挥重要作用。2019年12月，人民银行组织利率自律机制提出自律倡议，将结构性存款保底收益率纳入自律约定。2021年6月，人民银行指导利率自律机制优化了存款利率自律上限的确定方式，将原来的“基准利率×倍数”改为“基准利率+基点”。存款利率市场化改革至今，我国存款利率决定机制正处在自律机制市场化阶段。2022年4月人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，利率自律机制成员银行参考以10年期国债收益率为代表的债券市场利率和以1年期LPR为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。

为什么选择10年期国债收益率和1年期LPR利率？一是10年期国债收益率是目前衡量债券市场利率变动的最重要的指标之一，也是各项金融资产定价的重要参考指标。二是在长端利率锚定的基础上，再选择1年期LPR作为短端利率锚定，进一步释放LPR改革效能，LPR一端受政策利率（MLF等）变动牵引，一端影响贷款利率，在此基础上又链接存款利率。

意义：初步形成了“政策利率——1年LPR和10年国债利率——存款利率”的传导机制，推进存款利率进一步市场化。银行可根据自身情况，参考市场利率变化，自主确定其存款利率的实际调整幅度，以资产端利率决定负债端利率。

图表 10：存款利率市场化改革进程梳理

阶段	时间	调整
第一阶段：基准利率时代	20 世纪 90 年代	银行存款利率改革尚未放开，存款利率由央行发布的基准利率决定，既无上浮也无下调
第二阶段：放开下限+管制上限	2004 年 10 月	开始实行人民币存款利率下浮制度：取消贷款利率上限，同时放开了除城乡信用社以外的各商业银行存款利率的下限，下浮幅度为基准利率的 0.9 倍
	2012 年 6 月	人民银行将金融机构存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的 1.1 倍
	2014 年 11 月	人民银行将金融机构存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的 1.2 倍
	2014 年 11 月	人民银行对基准利率期限档次适当简并，不再公布人民币五年期定期存款基准利率，金融机构自主定价空间进一步扩大。
	2015 年 3 月	人民银行将金融机构存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的 1.3 倍
	2015 年 5 月	人民银行将金融机构存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的 1.5 倍
第三阶段：放开上限	2015 年 6 月	人民银行颁布《大额存单管理暂行办法》，规定大额存单发行利率以市场化方式确定
	2015 年 8 月	人民银行放开金融机构一年以上（不含一年）定期存款利率浮动上限，活期存款以及一年期以下定期存款的利率浮动上限不变。
	2015 年 10 月	人民银行放开商业银行、农村合作金融机构、村镇银行、财务公司、金融租赁公司、汽车金融公司等金融机构活期存款、一年以内（含一年）定期存款、协定存款、通知存款利率上限。
第四阶段：自律管理+市场化推进	2019 年 12 月	人民银行组织利率自律机制提出自律倡议，将结构性存款保底收益率纳入自律约定
	2020 年 3 月	人民银行指导利率自律机制加强存款利率自律管理，包括将结构性存款保底收益率纳入自律管理范围
	2021 年 6 月	人民银行指导利率自律机制优化了存款利率自律上限的确定方式，将原来的“基准利率×倍数”改为“基准利率+基点”
	2022 年 4 月	人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，利率自律机制成员银行参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。

来源：中国政府网，人民银行，易纲《中国改革开放三十年的利率市场化进程》，中泰证券研究所

三、展望：存款利率还会下降吗？

本节讨论存款利率下调的必要性、下调空间以及节奏。

1、存款利率调降背后：保证银行合理利润

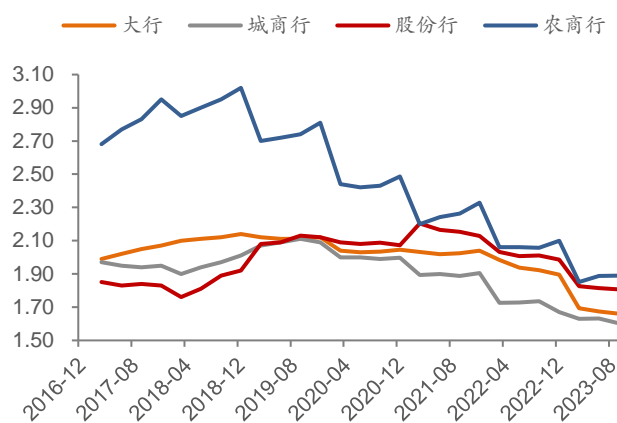
2022 年 4 月份以来，存款利率经历了五轮调降，既符合“政策利率——LPR 和 10 年国债利率——存款利率”的传导路径，又具有现实合理性。

从银行的角度，当前银行息差压力较大，经营压力上升，银行有动力主动调降存款利率。2020 年以来，商业银行整体净息差持续压缩，分银

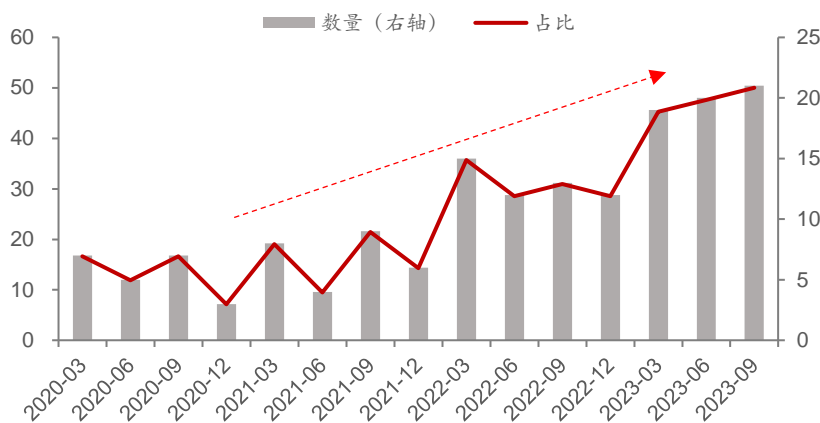
行类型来看,各类型银行净息差也大体呈现压降趋势。截至 2023 年 Q3, 商业银行净息差为 1.73%, 分银行类型来看, 净息差从大到小依次为农商行 (1.89%)、股份行 (1.81%)、大行 (1.66%)、城商行 (1.60%)。根据《合格审慎评估实施办法 (2023 年)》, 对于净息差 (NIM) 的评分标准为: 不低于 1.8% (含): 100 分; 0.8% (含) 至 1.8%: 60 分 (含) 至 100 分; 0.8% 以下: 0 分。即净息差低于 1.8% 的银行会被扣分。以此标准来看, 截至 2023 年 Q3, 商业银行整体净息差已向下突破警戒线, 半数上市银行 (21 家) 处在 1.8% 以下。

图表 11: 2020 年以来商业银行净息差不断压降 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 除农商行, 各类型银行息差下降 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 半数上市银行净息差不及 1.8 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

注: 数据截至 2023 年三季度, 共计 42 家上市银行。

降成本背景下, 政策利率和贷款基准利率持续调降, 存款利率下调为保证银行“合理利润”留出空间。

监管角度, 监管有动力进一步压降银行负债成本以低风险。央行在 2023 年 Q2 货币政策执行报告中明确提出, “商业银行维持稳健经营、防范金融风险, 需保持合理利润和净息差水平, 这样也有利于增强商业银行支持实体经济的可持续性。” 如果银行资产端利率是浮动的, 而负债端成本

是居高不下的，在利率下行周期中净息差的压力会压缩银行利润，一方面银行降低信贷成本的动力不足，不利于实体经济复苏，另外一方面在息差压力下，部分银行或提升风险偏好，不利于金融系统稳定。因此，监管仍有动力进一步压降银行负债成本。

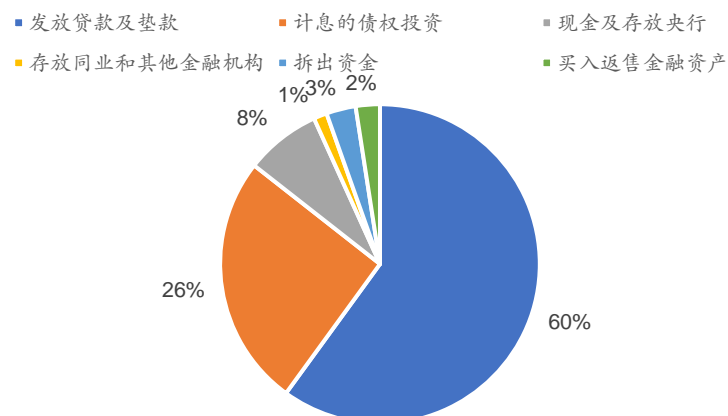
同时，适当调降存款利率有助于通过减少存款收益降低消费的机会成本，从而起到刺激消费、扩大内需的作用。

2、5 年期以上 LPR 下调 25bp 如何影响净息差？

对于 42 家上市银行，我们计算了 5 年期以上 LPR 调降 25bp 后净息差的变动情况。具体计算思路为，1) 提取出各家上市银行报告期的“发放贷款及垫款”科目余额占该银行所有生息资产余额的比重，其中生息资产主要包括“发放贷款及垫款”、“现金及存放央行”、“存放同业和其他金融机构”、“拆出资金”、“买入返售金融资产”以及计息的债权投资。整体来看，“发放贷款及垫款”科目是主要的生息资产，占比约 60%。2) 计算各银行中长期贷款占所有贷款的比重。由于 5 年期以上 LPR 是中长期贷款的主要参考基准，提取各银行“中长期贷款平均余额”和“短期贷款平均余额”计算比重，缺失的数据以各类型银行中长期贷款比重的平均数近似替代。3) 将 1、2 两个步骤的比重相乘，乘以 25，得到贷款基准利率下调 25bp 后资产端利息变动。

因此，5 年期 LPR 下调 25bp，若保持其他因素不变，上市银行净息差约收窄 5.6bp 至 11.5bp 不等。大行由于中长期贷款占比较大，净息差的收窄更加明显。需要注意的是，此模型只考虑存量贷款利息变动情况，不考虑增量贷款利率的即时变化。存量贷款利率的“重定价”通常在每年年初生效。

图表 14：42 家上市商业银行生息资产结构



来源：Wind，中泰证券研究所

注：农业银行、宁波银行、南京银行、兰州银行、厦门银行、常熟银行、紫金银行、无锡银行、苏农银行、瑞丰银行报告期为 2022 年 Q4，其余银行均更新至 2023 年 Q2，下同。

图表 15: 5 年 LPR 下调 25bp 引起净息差约收窄 5.6-11.5bp (% , bp)

银行类型	证券简称	存款占计息负债比重				贷款及垫款占生息资产比重	中长期贷款比重	贷款利率调降25bp资产利息变动	定期存款利率调降10bp引起负债利息变动	为抵消降息定存利率需下调
		个人定期	个人活期	公司定期	公司活期					
大行	工商银行	27.0	16.2	22.4	21.0	59.3	77.6	-11.5	-4.9	23.2
	农业银行	27.7	21.3	12.1	17.9	57.7	70.3	-10.2	-4.0	25.5
	建设银行	26.8	16.5	16.0	20.8	60.7	72.0	-10.9	-4.3	25.5
	中国银行	22.9	12.9	18.5	21.3	64.3	71.0	-11.4	-4.1	27.6
	邮储银行	64.4	21.7	3.6	7.1	53.7	64.2	-8.6	-6.8	12.7
	交通银行	20.7	8.0	28.1	19.7	60.0	70.8	-10.6	-4.9	21.8
股份行	招商银行	14.7	21.1	21.1	31.3	61.6	65.3	-10.1	-3.6	28.1
	兴业银行	10.5	4.3	23.8	18.3	59.0	64.8	-9.6	-3.4	27.9
	中信银行	13.2	4.3	23.4	29.1	66.9	65.1	-10.9	-3.7	29.7
	浦发银行	12.9	5.3	23.8	23.9	62.0	62.0	-9.6	-3.7	26.1
	民生银行	12.8	4.9	29.5	16.4	62.7	62.0	-9.7	-4.2	23.0
	光大银行	15.9	4.6	25.0	17.9	61.1	62.0	-9.5	-4.1	23.1
	平安银行	17.9	6.0	26.2	20.3	68.9	62.0	-10.7	-4.4	24.2
	华夏银行	10.3	4.2	23.0	17.8	62.9	66.6	-10.5	-3.3	31.5
浙商银行	7.2	2.2	30.7	29.6	65.3	48.1	-7.8	-3.8	20.7	
城商行	北京银行	13.2	5.2	20.7	21.1	59.1	68.0	-10.0	-3.4	29.7
	江苏银行	19.9	3.4	18.6	14.6	61.8	68.0	-10.5	-3.8	27.3
	上海银行	15.9	4.5	22.0	19.5	50.9	68.0	-8.7	-3.8	22.8
	宁波银行	10.2	4.4	29.0	19.6	49.4	68.0	-8.4	-3.9	21.5
	南京银行	15.2	2.7	34.3	13.8	56.3	54.8	-7.7	-4.9	15.6
	杭州银行	9.9	3.4	20.3	28.5	48.7	68.0	-8.3	-3.0	27.5
	成都银行	29.4	5.3	17.6	23.9	57.6	68.0	-9.8	-4.7	20.8
	长沙银行	24.0	9.9	13.7	19.3	51.0	68.0	-8.7	-3.8	23.0
	重庆银行	27.8	3.2	21.1	10.8	50.6	75.5	-9.5	-4.9	19.5
	贵阳银行	24.2	7.7	18.1	15.4	50.9	73.7	-9.4	-4.2	22.2
	郑州银行	23.9	7.1	14.3	16.4	64.3	68.0	-10.9	-3.8	28.6
	苏州银行	28.8	6.9	17.1	16.9	57.5	68.0	-9.8	-4.6	21.3
	青岛银行	29.3	5.9	21.8	20.5	56.9	68.0	-9.7	-5.1	18.9
	齐鲁银行	29.7	6.4	21.8	20.8	53.1	68.0	-9.0	-5.1	17.5
	兰州银行	49.4	8.4	2.7	18.8	56.6	68.0	-9.6	-5.2	18.5
	西安银行	35.3	5.0	14.9	16.3	50.3	68.0	-8.6	-5.0	17.0
厦门银行	13.7	4.2	20.9	16.4	54.1	68.0	-9.2	-3.5	26.5	
农商行	渝农商行	50.3	11.5	4.4	8.2	47.6	48.4	-5.8	-5.5	10.5
	沪农商行	36.4	6.3	13.5	22.1	55.7	48.4	-6.7	-5.0	13.5
	青农商行	40.6	9.7	8.2	14.0	59.5	48.4	-7.2	-4.9	14.8
	常熟银行	40.6	10.4	9.2	12.4	65.3	48.4	-7.9	-5.0	15.9
	紫金银行	39.5	7.7	17.3	19.3	70.9	48.4	-8.6	-5.7	15.1
	无锡银行	36.4	8.9	21.4	14.5	61.7	61.1	-9.4	-5.8	16.3
	张家港行	44.3	7.5	15.0	13.7	62.1	48.4	-7.5	-5.9	12.7
	苏农银行	34.1	9.6	13.0	23.9	63.2	35.7	-5.6	-4.7	11.9
	瑞丰银行	46.0	10.9	6.2	22.3	65.9	48.4	-8.0	-5.2	15.3
	江阴银行	36.8	10.4	12.6	16.8	63.2	48.4	-7.6	-4.9	15.5

来源: Wind, 上市银行审计报告, 中泰证券研究所

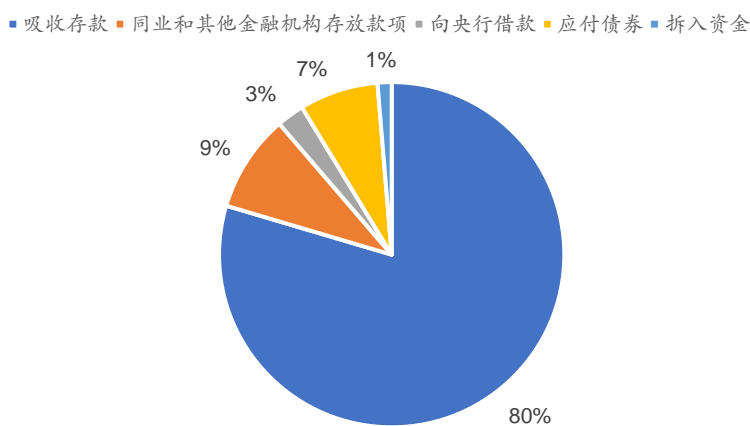
3、存款利率需要下调多少来对冲 LPR 降息?

对于 42 家上市银行, 计算存款利率各自需要调降多少以抵消此次 LPR 降息的影响。具体思路与上节相似, 1) 提取出各家上市银行报告期的

“吸收存款”科目余额占该银行所有计息负债余额的比重，其中计息负债主要包括“吸收存款”、“同业和其他金融机构存放款项”、“向央行借款”、“拆入资金”。整体来看，“吸收存款”科目是主要的计息负债，占比约 80%。分银行类型来看，大行、农商行吸收存款科目占有息负债比重较大，分别为 82.5%、78.6%。股份行和城商行分别为 67.1%、66.8%。**2) 计算各银行定期存款占存款比重。**存款定期化趋势下，银行负债端成本压力主要集中在定期存款，尤其是中长期定期存款，中长期定期存款挂牌利率也是此前几轮存款利率下调的重点。**3) 将 1、2 两个步骤的比重相乘，得到定期存款利率下调 1bp 后负债端利息变动。**

因此，存款定期利率每下调 10bp，负债利息减少 3.3bp-5.9bp⁷，故各期限定期存款利率平均需要下调 10-30bp 可以抵消 LPR 降息的影响。

图表 16：42 家上市商业银行计息负债结构



来源：Wind，中泰证券研究所

4、存款利率还会下调吗，怎么调？

我们判断存款利率存在进一步下调的必要性：

第一，考虑到净息差“警戒线”，部分银行有必要下调存款利率。半数上市银行以及商业银行整体净息差已经低于 1.8%警戒线，部分银行必须想办法以提高贷款利率或降低存款利率的方式扩大净息差，目前来看后者的可能性显然更大。

第二，中小银行的存款利率仍有较大的下行空间。中小银行为了揽储展开“价格战”，部分中小银行即便面临息差压力，也不愿先行调降存款利率，导致存款利率居高不下。分银行类型来看，农商行净息差处于较高水平（1.89%），仍有下降空间。

从存款利率下调的触发方式来看，先下调 MLF 的可能性较小，更有可

⁷ 由于邮储银行存款占有息负债比重高达 96.7%，定期占比高达 70.3%，定期存款利率每下调 10bp，负债利息减少 6.8bp，剔除该特殊值。

能补降存款利率，从而维持必要的净息差。2023 年全年 MLF 利率累计下调 35bp，而 1 年、5 年 LPR 分别仅累计下调 20bp 和 10bp，存款利率于 6、9、12 月经历了三轮下调。2024 年 2 月 20 日 5 年期以上 LPR 下调 25bp 可能是 2023 年下降幅度较小的一种补降。从这个逻辑来看，“MLF-LPR/10Y 国债-存款利率”的链条已经完成，下一步似乎会调降 MLF 利率。但根据利率自律机制，通过降低 MLF 降低 LPR，进而降低存款利率，可能会加剧息差压力。MLF 下降会率先引起 LPR 的下降，随后才传导至存款利率，在此期间银行的净息差会进一步压缩。因此，下一步，更有可能的方式是存款利率补降。

图表 17: 2019 年 8 月份以来历次 LPR 和 MLF 利率变动情况 (bp, %)

日期	1年期LPR	5年期LPR	当月MLF利率	当月MLF利率变动	1年期LPR加点幅度	5年期LPR加点幅度
2019年9月	● -5	● 0	3.30	● 0	90	155
2019年11月	● -5	● -5	3.25	● -5	90	155
2020年2月	● -10	● -5	3.15	● -10	90	160
2020年4月	● -20	● -10	2.95	● -20	90	170
2021年12月	● -5	● 0	2.95	● 0	85	170
2022年1月	● -10	● -5	2.85	● -10	85	175
2022年5月	● 0	● -15	2.85	● 0	85	160
2022年8月	● -5	● -15	2.75	● -10	90	155
2023年6月	● -10	● -10	2.65	● -10	90	155
2023年8月	● -10	● 0	2.50	● -15	95	170
2024年2月	● 0	● -25	2.50	● 0	95	145

来源: Wind, 中泰证券研究所

注: 若当月 MLF 利率有变动, 当月 MLF 利率取变动后数值, LPR 加点幅度也是在变动后的 MLF 利率基础上计算得到。

四、存款利率下调如何影响债市?

从长期看, 存款利率下降客观上对应于广谱市场利率中枢的下移, 对于债市收益率下行是利好。但是短期来看, 存款利率对于债市利好程度可能还需要理性看待。

从对过去五轮存款利率下调的复盘来看, 存款利率下行并不必然对应 10Y 国债收益率下行。仅第三轮 (2023 年 6 月) 和第五轮 (2023 年 9 月) 存款利率下行过程中, 10Y 国债收益率持续回落, 第一轮、第二轮和第四轮存款利率调降过程中都伴随着国债收益率的调整。

这是因为, 存款利率具有滞后性。从“政策利率——1 年 LPR/10Y 国债——存款利率”传导链条来看, 存款利率的变动应滞后于 10Y 国债收益率的变动。这是因为存款利率与债券市场利率的相关度较弱。银行有息负债主要有三个来源, 分别为存款、同业负债与央行提供的 MLF、逆回购等, 其中存款大约占银行有息负债规模的约 60%。其中, 商业银行发行的同业存单、二永债等, 两者利率市场化程度较高, 发行利率与 10Y 国债利率走势相关度较高, 但存款利率与 10Y 国债收益率相关度较弱。2017 年之后, 存款成本率与 10Y 国债利率走势出现明显背离, 存款平均成本率逐渐上行而 10Y 国债收益率下行, 原因是商业银行揽储压力较

大，推升存款成本率。

存款利率与债券市场利率相关度较弱的原因在于，存款利率与银行揽储能力直接挂钩，存款利率下降可能导致银行负债不足，需要通过发放同业存单、二永债或从央行借钱进行补充。换言之，存款利率的下降可能推升存单和政金债发行利率，在政策利率不变的情况下，不能真正减轻银行计息负债成本。因此，在政策利率短期内不变的情况下，存款利率下调对银行负债端成本的影响可能有限，进而对长端利率的影响有限。

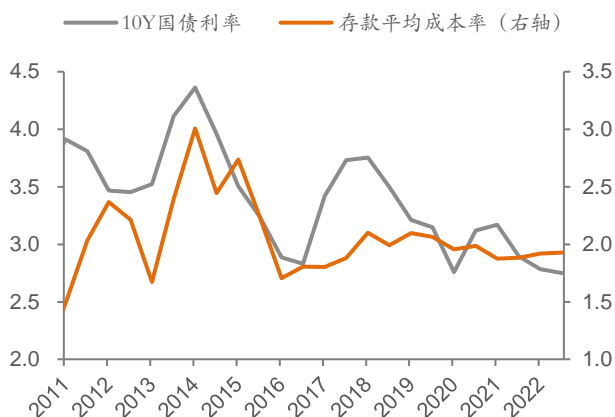
图表 18: 政策利率、10Y 国债与存贷款利率变动情况 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

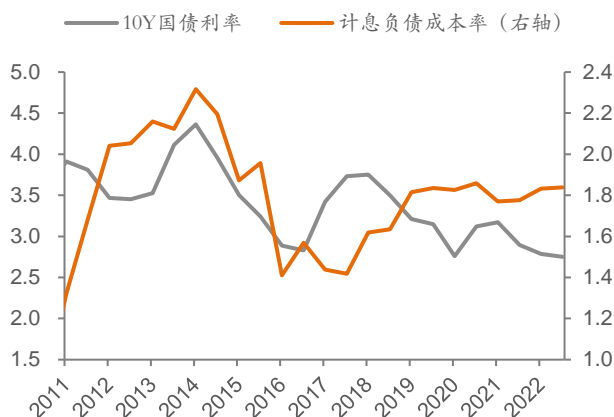
当前，市场普遍预期存款利率还有继续下调的空间，利率债也持续走强。本质上，市场交易的可能并不是存款利率下调本身，而是持续宽松的预期。前者由于滞后性和相关性弱等原因，对于国债收益率的影响可能有限，而后者才是推动利率中枢持续下行的根本原因。具体而言：存款利率调降有助于推动银行存款平均成本率和计息负债成本率下行，节省银行融资成本。因此银行可能会放松对资产端收益率的要求，净买入更多各期限类型的利率债，从而驱动收益率曲线整体下移。在当前宽松趋势延续不变的情况下，有助于广谱利率进一步下行。

图表 19: 银行存款成本率与 10Y 国债 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 20: 银行计息负债成本率与 10Y 国债 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

风险提示：存款利率调降不及预期，流动性宽松不及预期，债市波动超预期。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、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。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。