

理财产品天量发行是融资成本高企的重要原因

——宏观周报(2014.08.25)

⑤ 理财产品天量发行是实体经济融资成本高企的重要原因

8月15日,2013年和2014年上半年《中国银行业理财市场报告》发布,首次披露银行理财产品发行、投资、收益等数据。我们判断,理财产品大量发行,是银行资金成本上升从而实体经济融资成本也上升的重要原因。从发展看,银行业金融机构争相发行理财产品的博弈还会持续下去,实体经济融资成本短期难以从根本上得以缓解。

⑤ 短期经济增长:8月中旬下行比较明显

8月中旬主要工业原材料价格继续下跌,预示投资没有明显好转,投资品需求仍然较弱,汇丰PMI明显回落,发电量同比降幅扩大。我们判断,8月工业生产增速可能继续回落,同比增长在8.8%左右。

⑤ 短期通胀:8月中旬食品价格小幅上涨

上周农产品、菜篮子产品批发价格环比分别上涨0.79%和0.91%。22省市猪肉价格环比上涨0.62%。商务部监测食品价格小幅上涨。预测8月CPI同比2.2%左右,比7月有所回落。

⑤ 货币市场资金利率:上周短期利率基本平稳

上周央行公开市场操作净投放110亿元,连续2周净投放,货币市场同业拆借利率和债券质押回购利率基本平稳。银行间市场利率7月中旬开始振荡下跌趋势基本确立。

⑤ 重要政策:反垄断开出最大一张罚单

中央全面深化改革领导小组第四次会议审议通过《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》。国务院常务会议部署加快发展科技服务业,为创新驱动提供支撑。国务院印发《国务院关于促进旅游业改革发展的若干意见》。国务院出台《关于近期支持东北振兴若干重大政策举措的意见》。发改委反垄断局表示,日立等12家汽车零部件厂商因操纵产品供应价格,被处12.35亿元罚款。

⑤ 国际经济:美联储首次加息时间或早于预期

美联储8月20日公布7月FOMC会议纪要显示,美联储官员已经更加接近于就退出战略达成一致,且退出战略的实施时间(即首次加息的时间)早于预期的可能性有所上升。

⑤ 本周宏观事件:关注8月经济增长动态数据

请务必阅读正文之后的免责声明部分

相关报告

《6月工业生产和7月PPI同比增速恐成年内高点》——20140818

《增加再贴现额度以降低融资成本效果恐很有限》——20140811

《下半年货币政策将加大定向调控力度》——20140804

分析师:郝大明
执业证书号:S1490514010002
电话:010-58565121
邮箱:haodaming@hrsec.com.cn

目录

一、理财产品天量发行是实体经济融资成本高企的重要原因	3
1、理财产品天量发行.....	3
2、理财产品成为银行流动性管理工具.....	4
3、理财产品是实体经济融资成本高企的重要原因	4
4、理财融资成本与存款利率趋近是缓解实体经济融资成本高企的必要条件	5
二、短期经济增长：8 月中旬下行明显	5
三、短期通胀：8 月中旬食品价格小幅上涨	6
四、货币市场利率：上周短期利率基本平稳	6
1、上周银行间 1 天平均利率小幅回落，持续 3%以下	6
2、上周 7 天同业拆借和债券质押回购平均利率小幅回落.....	7
3、14 天同业拆借利率和债券质押回购利率上周明显上升	7
4、1 个月期同业拆借利率和债券质押回购平均利率基本平稳.....	7
五、重要政策：反垄断开出最大一张罚单	8
六、国际经济：美联储首次加息时间或早于预期	9
七、本周宏观事件：关注 8 月经济增长动态数据	9

8月15日，全国银行业理财信息登记系统发布《中国银行业理财市场年度报告（2013年）》和《中国银行业理财市场半年度报告（2014上半年）》，首次披露银行理财产品发行、投资、收益等数据。

上半年银行业金融机构发行理财产品累计募集资金49.41万亿元，较去年同期增长47.57%，理财产品兑付加权平均年化收益率5.20%，理财资金余额的67.04%投向实体经济。

我们判断，理财产品兑付收益率显著高于银行存款利率且对银行存款的天量替换，是银行资金成本上升从而实体经济融资成本也上升的重要原因。从发展看，银行业金融机构争相发行理财产品的博弈还会持续下去，除非理财产品收益率与存款利率趋近，否则实体经济融资成本短期难以从根本上得以缓解。

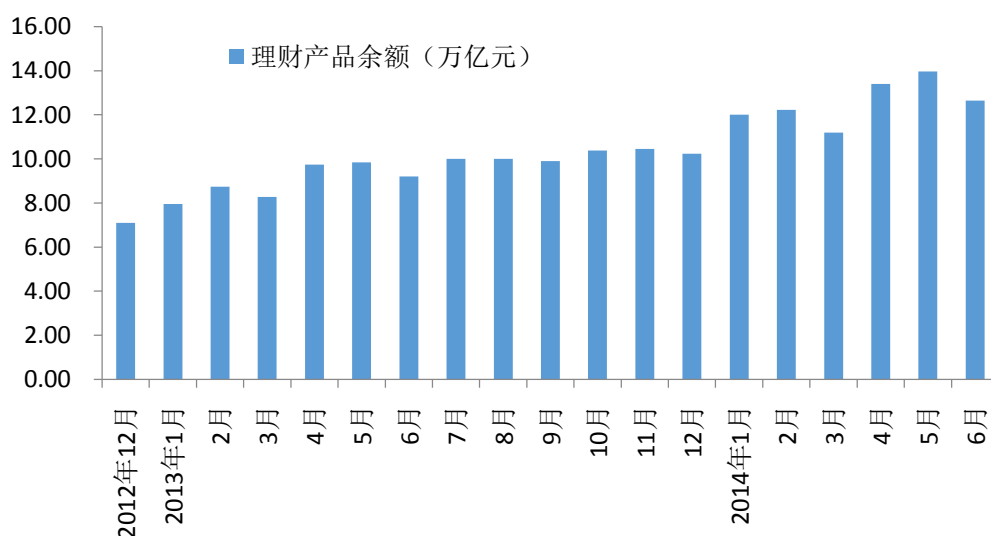
一、理财产品天量发行是实体经济融资成本高企的重要原因

今年上半年实体经济融资成本高企是一个不争的事实。其中，理财产品天量发行推高银行资金成本是一个重要原因。理财产品融资成本与存款利率趋近是缓解实体经济融资成本高企的一个必要条件。

1、理财产品天量发行

上半年理财产品快速增长。截至6月30日，全国498家银行业金融机构开展了理财业务，理财产品存续51560只，理财资金账面余额12.65万亿元，较2013年末增长约2.41万亿元，增幅23.54%。

图表1：2013年以来每月底理财产品余额



数据来源：全国银行业理财信息登记系统，华融证券。其中，2014年1月、3月和4月为估计数。

受季度末因素的影响，理财资金余额6月大幅减少。5月底，理财资金余

额 13.97 万亿元，去年底增加 3.76 万亿元，增长 36.83%。相比去年 6 月底余额（9.21 万亿元）比 5 月底减少 0.64 万亿元，今年 6 月减少 1.32 万亿元，并非小幅回调，而是大幅减少。

上半年银行业金融机构共发行理财产品 87718 只，累计募集资金 49.41 万亿元（包含开放式理财产品在各开放周期内的申购金额），较去年同期分别增长 31.25% 和 47.57%。从上半年各月的募集金额来看，4 月理财市场募集资金额最大，接近 10 万亿元，5 月和 6 月理财市场募集资金额有所减少，但也在 8 万亿元上下。

从理财产品上半年募集 49.41 万亿元看，相当于银行间债券回购累计成交金额的 37.12%，同业拆借的 1.98 倍，银行间债券现券交易的 2.00 倍，商业票据签发总额的 2.96 倍，理财产品募集资金已属天量规模。

2、理财产品成为银行流动性管理工具

截至 6 月 30 日，银行理财产品资金主要配置债券及货币市场、现金及银行存款、非标准化债权类三类资产，合计占银行理财资金投资的全部资产的比重为 91.26%。其中，6 月底投向现金及银行存款占 28.7%，去年底高 3.06 个百分点；投向债券及货币市场占 39.8%，去年底高 1.17 个百分点。理财产品日益成为银行流动性管理工具。

图表 2：理财产品资金投向资产类别比重（%）

投向资产类别	6 月底	2013 年底	增减（百分点）
债券及货币市场	39.81	38.64	1.17
现金及银行存款	28.68	25.62	3.06
非标准化债权类资产	22.77	27.49	-4.72
权益类资产	6.48	6.14	0.34
金融衍生品	0.91	1.12	-0.21
其他资产	0.75	0.36	0.39
代客境外理财投资 QDII	0.34	0.44	-0.10
理财直接融资工具	0.24	0.16	0.08
信贷资产流转项目	0.01	0.02	-0.01
商品类及另类投资资产	0.01	0.01	0.00

数据来源：全国银行业理财信息登记系统，华融证券。

3、理财产品是实体经济融资成本高企的重要原因

以前 5 个月数据测算，理财产品比去年底增加 3.76 万亿元，银行存款增加 5.44 万亿元。以 2013 年城商行存款成本 2.19% 和 2014 年上半年理财产品收益率 5.2% 加权计算，银行融资综合融资成本为 3.42%。

以上半年数据测算，理财产品比去年底增加 2.44 万亿元，银行存款增加 9.23 万亿元。以 2013 年城商行存款成本 2.19% 和 2014 年上半年理财产品收益率 5.2% 加权计算，银行融资综合融资成本为 2.82%。

以去年全年数据测算，理财产品去年增加 3.11 万亿元，银行存款增加 12.62 万亿元。以 2013 年城商行存款成本 2.19% 和 2013 年理财产品收益率 4.51% 加权计算，银行融资综合融资成本为 2.65%。

以去年下半年数据测算，理财产品去年增加 1.13 万亿元，银行存款增加 3.47 万亿元。以 2013 年城商行存款成本 2.19% 和 2013 年理财产品收益率 4.8% 加权计算，银行融资综合融资成本为 3.27%。

由此可见，尽管上半年银行理财产品收益率持续下滑，但由于理财产品发行大增，其收益率显著高于银行存款，因此，银行融资利率高于去年下半年，并显著高于去年全年水平；同时，6 月理财产品大量转化为银行存款后，银行融资成本有显著的下降。

4、理财融资成本与存款利率趋近是缓解实体经济融资成本高企的必要条件

我们判断，在理财产品日益成为银行流动性管理工具的情况，依靠行政措施抑制理财产品的发行是不现实的。

但在理财产品收益率显著高于银行存款利率且大量发行的情况下，银行融资成本显著提高，在理财产品成本与存款利率差距还很大的情况，指望实体经济融资成本快速下降，也不现实。

我们判断，理财融资成本与存款利率趋近，是缓解实体经济融资成本高企的一个必要条件。

同时，银行理财产品日益成为流动性管理工具，在性质上相当于契约存款，因此，将银行理财产品纳入存款管理，并上缴存款准备金，可以从机制上抑制其发行规模的增加，为缓解实体经济融资成本高创造条件。

二、短期经济增长：8月中旬下行明显

8 月汇丰 PMI 初值 50.3，比上月终值低 1.4 个百分点，生产指数 51.3，比上月回落 1.5 个百分点，仍保持扩张趋势，但上升动能减弱。

据国家统计局监测，8 月中旬，24 个省（区、市）流通领域 9 大类 50 种重要生产资料市场价格，与上旬相比，14 种产品价格上涨，29 种下降，7 种持平。钢铁价格全部下跌，有色金属只有铝锭上涨，化工、煤炭和非金属建材以跌为主，油气产品价格基本平稳。

据商务部的监测，8 月 11 日至 17 日一周，全国 36 个大中城市流通环节生产资料价格继续下降，连续 7 周回落。其中，橡胶价格比前一周下降 1.3%，有色金属价格下降 1.2%，钢材价格下降 0.2%，化工产品价格下降 0.1%，煤炭价格止跌趋稳。

8 月上旬全国发电量同比增速回落至 -0.1%（7 月上旬以来分别增长 0.3%、

3.4%、5.0%、-0.1%)。8月中旬六大发电集团日均耗煤量同比继续负增长-27%，跌幅继续扩大，环比下降16%，预计中旬发电量将加剧恶化。

上周环渤海动力煤价格已连续11周下降，环比下降0.42%；南华工业品指数上周下跌0.20%；CRB工业原料现货指数上涨0.13%。

8月中旬主要工业原材料价格继续下跌，预示投资没有明显好转，投资品需求仍然较弱，汇丰PMI明显回落，发电量同比降幅扩大。我们判断，8月工业生产增速可能继续回落，同比增长在8.8%左右。

三、短期通胀：8月中旬食品价格小幅上涨

按国家统计局监测，8月中旬，猪肉、鸡蛋和蔬菜价格上涨，鸡蛋价格涨幅较大，食用油和水产品价格下跌，其它食品价格基本平稳。

上周(8月18~22日)农产品、菜篮子产品批发价格继续上涨，环比分别上涨0.79%和0.91%，涨幅略低于前一周。猪肉价格继续上涨，22省市猪肉价格每公斤22.76元，环比上涨0.62%，涨幅明显低于前一周(3.15%)；猪粮比价继续回升，从5.58上升到5.59，微升。

据商务部监测，8月11日至17日一周，全国36个大中城市食用农产品市场价格小幅回升。肉类价格有所上涨，其中猪肉价格比前一周上涨2.1%，牛肉、羊肉价格分别上涨0.2%和0.3%。禽蛋价格继续上涨，其中鸡蛋价格比前一周上涨2%。18种蔬菜平均价格止跌回升，比前一周上涨1.5%，大米价格比前一周上涨0.2%，食用油价格稳中有降，水产品平均价格下降0.1%。

按照上旬和中旬的价格趋势，预测8月食品价格继续上涨，CPI同比2.2%左右，比7月小幅回落。

四、货币市场利率：上周短期利率基本平稳

上周央行公开市场操作净投放110亿元，连续2周净投放，货币市场隔夜同业拆借利率和债券质押回购利率基本平稳。

自2月下旬以来，银行间市场利率呈现振荡上行态势，到7月9日达到顶点，之后振荡下跌趋势基本确立。

1、上周银行间1天平均利率小幅回落，持续3%以下

上周银行间隔夜拆借平均利率和债券回购平均利率平稳，全周均在3%以下。

上周五银行间1天同业拆借利率收于2.8723%，比8月15日低0.0431个百分点；上周平均2.8683%，比前一周平均低0.0732个百分点。

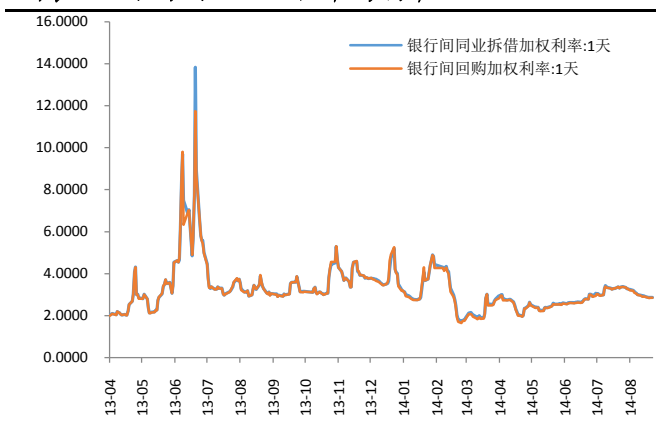
上周五银行间1天债券质押回购利率收于2.8456%，比8月15日低0.0530个百分点；上周平均2.8465%，比前一周平均低0.0665个百分点。

2、上周7天同业拆借和债券质押回购平均利率小幅回落

上周7天同业拆借利率后2天有所上涨，全周小幅上涨。7天债券质押回购利率周三周四有所上涨，全周小幅回落。

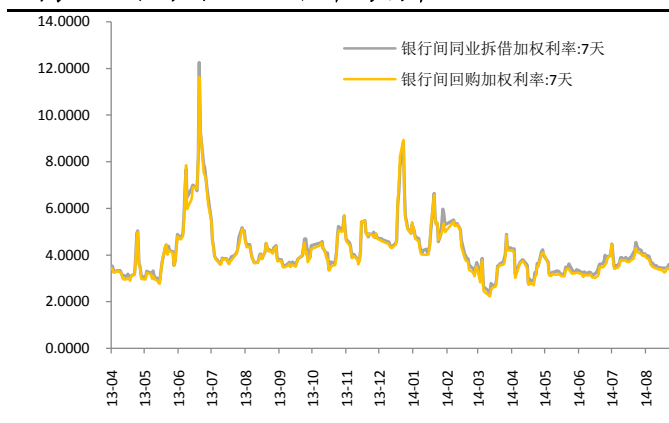
上周五银行间7天同业拆借利率收于3.5958%，比8月15日高0.1535个百分点；上周平均3.4811%，比前一周平均高0.0162个百分点。

图表3：银行间1天加权平均利率



数据来源：Wind、华融证券

图表4：银行间7天加权平均利率



数据来源：Wind、华融证券

上周五银行间7天债券质押回购利率收于3.3936%，比8月15日低0.0006个百分点；上周平均3.3589%，比前一周平均低0.0347个百分点。

3、14天同业拆借利率和债券质押回购利率上周明显上升

上周14天同业拆借利率周四明显上升，14天债券质押回购利率周三明显上升，全周平均均明显上升。

上周五银行间14天同业拆借利率收于3.9946%，比8月15日高0.4731个百分点；上周平均3.6837%，比前一周平均高0.0844个百分点。

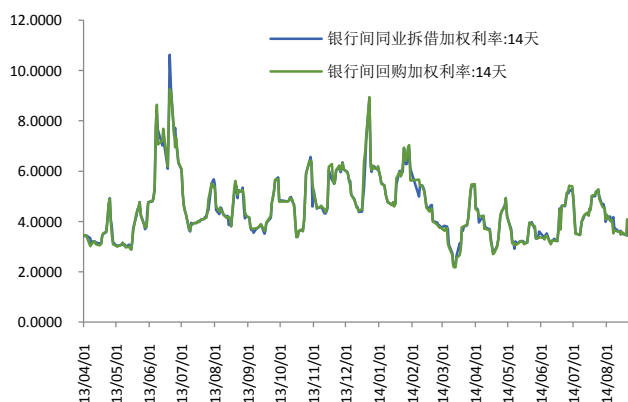
上周五银行间14天债券质押回购利率收于3.9237%，比8月15日高0.3383个百分点；上周平均3.7939%，比前一周平均高0.2196个百分点。

4、1个月期同业拆借利率和债券质押回购平均利率基本平稳

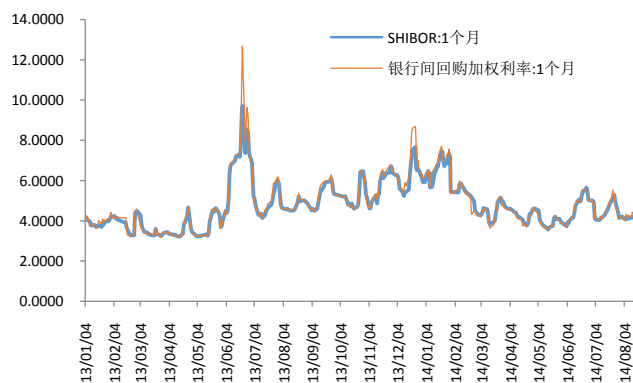
上周1个月期同业拆借利率小幅上涨，1个月期债券回购利率小幅回落。

上周五上海银行间1个月期同业拆借利率收于4.2039%，比8月15日高0.0299个百分点；上周平均4.2802%，比前一周平均高0.0908个百分点。

上周五上海银行间1个月期质押回购利率收于4.2695%，比8月15日低0.2608个百分点；上周平均4.3083%，比前一周平均低0.0273个百分点。

图表5：银行间14天加权平均利率


数据来源：Wind、华融证券

图表6：银行间1个月加权平均利率


数据来源：Wind、华融证券

五、重要政策：反垄断开出最大一张罚单

1、20日，纪念邓小平同志诞辰110周年，习近平强调，制定符合实际的政策措施，采取符合实际的工作方法。

2、18日，中央全面深化改革领导小组第四次会议，会议审议通过《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》。习近平强调，要着力打造一批形态多样、手段先进、具有竞争力的新型主流媒体，建成几家拥有强大实力和传播力、公信力、影响力的新型媒体集团。

3、21日，习近平访问蒙古国时表示，中蒙双方将加强矿产品深加工、新能源、电力、农牧业、边境口岸等领域合作。要实现2020年双边贸易额100亿美元的目标。

4、19日，国务院常务会议，部署加快发展科技服务业、为创新驱动提供支撑。

5、国务院印发《关于促进旅游业改革发展的若干意见》。

6、19日，国务院出台《国务院关于近期支持东北振兴若干重大政策举措的意见》。支持东北在国有企业改革方面先行先试，大力发展混合所有制经济，切实增强国有经济发展活力。

7、20日，发改委反垄断局表示，日立、三菱电机、不二越等12家汽车零部件厂商因操纵产品供应价格，被处12.35亿元罚款。其中日立和不二越主动配合调查，被免除处罚。这是我国反垄断法实施以来，开出的最大一张罚单。

8、多地国企改革方案将严格规范领导薪酬水平。目前上海、北京、广东

等多地已明确出台国资国企改革方案，提出将合理确定并严格规范国企领导薪酬水平。

9、银行坏账率创新高房地产风险加速暴露。截至8月17日，已有4家上市银行公布2014年半年报，其中华夏银行、浦发银行、平安银行不良贷款“双升”，仅北京银行呈现“双降”趋势。据统计，上述4家银行不良贷款余额达560.09亿元。分析认为，近年来，受经济下行压力，企业负债水平整体上升，尤其部分城市房地产风险正在加速暴露，银行风险形势更趋严峻。

六、国际经济：美联储首次加息时间或早于预期

美联储首次加息时间或早于预期。美联储8月20日公布7月FOMC会议纪要显示，美联储官员已经更加接近于就退出战略达成一致，且退出战略的实施时间(即首次加息的时间)早于预期的可能性有所上升。纪要显示，多名与会者都指出，如果数据表明联邦公开市场委员会的目标能以快于预期的速度达成，那么以快于目前预期的速度来开始撤回货币政策宽松措施之举可能将是合适的。

上周五欧洲央行行长德拉吉表示，欧央行无法单独解决失业问题，呼吁欧元区加大财政协调性。他表示，欧央行执委会将考虑采取非常规性政策措施来维稳通胀率前景预期。

美国7月新屋开工总数年化109.3万户，为2013年11月以来新高，高于预期。单户型及多户型新屋开工数均强劲上升。

美国7月季调后CPI环比上升0.1%，未季调CPI同比升幅放缓至2.0%，均符合预期。

美国7月成屋销售连续第4个月增加，年化意外增加至515万户，创2013年9月份以来新高，并逼近一年新高，表明美国住房市场的复苏稳定。

美国8月16日当周初请失业金人数降至29.8万人，表明劳动力市场正在改善。

美国8月Markit制造业PMI初值上升至58，高于7月的55.8点，创下自2010年4月份以来的最高水平。

七、本周宏观事件：关注8月经济增长动态数据

本周宏观数据较少，28日将公布7月规模以上工业企业利润数据，另需跟踪8月经济增长动态数据。

25日，美国将公布7月新房销售数据，28日，将公布二季度GDP初值。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

郝大明，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层(100033)

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn