

行业研究/深度研究

2020年04月27日

行业评级:

银行 增持 (维持)  
银行 II 增持 (维持)

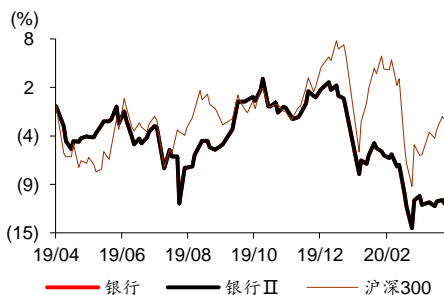
**沈娟** 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

**蒋昭鹏** 0755-82492038  
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1 《非银行金融/银行: 行业周报 (第十七周)》 2020.04
- 2 《常熟银行(601128 SH,增持): 盈利稳健增长, 风控继续良好》 2020.04
- 3 《平安银行(000001 SZ,买入): 对公挑起大梁, 经营韧性呈现》 2020.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 透过负债端面纱, 探寻降成本路径

## 商业银行负债端深度研究

**核心观点**

我们认为缓解银行负债来源与成本压力, 利于提升实体经济服务质效。我们通过总量及定价拆解、中美银行业对比的方式, 呈现了银行负债端全景。中央政治局会议提出降准、降息、再贷款等具体货币政策手段, 后续政策力度加大有望为银行降成本, 我们认为降准、降低存款成本、降低政策利率、市场利率下行均仍有一定空间, 银行负债来源与成本压力有望缓释。坚定看好逆周期调节环境下的银行股战略配置机会, 个股首推负债端改善动力更足的股份行, 如兴业银行、招商银行、平安银行、光大银行, 特色区域性银行常熟银行、成都银行。

**现状分析: 大行有存款优势, 中小行更灵活**

商业银行负债端主要由存款、同业负债、应付债券和向央行借款四个部分构成, 其中存款和同业负债是主体。存款方面, 大行网点多且密集, 存款占比高、定价低优势明显, 农商行基础也较好, 但较大行而言活期率更低。同业负债方面, 股份行和城商行同业负债占比相比较为高, 负债端配置更为灵活, 因此计息负债成本率较高, 其中城商行尤为突出。向央行借款方面, 近年来向央行借款科目占比提升较快, 大行是配置主力, 但在股份行和城商行负债中占比较高。应付债券方面, 各类银行占比均较低, 应付债券包括普通债、可转债与次级债, 是银行补充长期资金来源和资本的渠道。

**美国启示: 息差水平较高, 负债端是核心**

负债端成本是美国银行业息差水平较高的主要原因。美国负债端成本优势突出, 2019年综合负债成本率在1%左右。2019年末美国大行负债结构多元化, 同业负债、应付债券占比均在10%左右, 存款占比约2/3, 低于中国。美国中小行(包括中型银行、中小型银行和小型银行)存款基础普遍较好, 2019年末三类银行存款占比在80%以上, 较中国高。三大特征: 1) 存在不计息存款, 对高息差有贡献; 2) 存款种类较多, 市场化低息产品为主; 3) 相比同业负债, 更青睐长期的应付债券。我们认为国银行业存款成本降低的可行路径除调整基准利率外, 还有存款结构改变。

**政策展望: 发力角度较多, 银行可主动作为**

我们认为降成本政策可围绕以下四条主线: 1) 降准, 虽然为资产端货币政策操作, 但可减少银行负债端的吸纳压力; 2) 降存款成本, 包括降低存款基准利率、对高息存款进行定价监管; 3) 降政策利率、增加央行资金供给, 直接降低银行向央行借款的负债成本, 并引导市场利率下行; 4) 市场利率下行, 以及银行在同业负债、应付债券等市场化负债结构方面的主动调整。根据我们的测算结果, 乐观(定期降25bp+活期降5bp)、中性(定期降10bp)情形下, 上市银行负债端成本下行分别可贡献净息差20bp、12bp。定期存款和同业负债占比较高的中小行, 负债端成本下行幅度更大。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
000001	平安银行	13.50	买入	1.28	1.45	1.64	1.89	10.55	9.31	8.23	7.14
600036	招商银行	33.58	增持	3.19	3.68	4.22	4.86	10.53	9.13	7.96	6.91
601166	兴业银行	16.02	买入	2.92	3.17	3.47	3.81	5.49	5.05	4.62	4.20
601128	常熟银行	6.77	增持	0.54	0.65	0.75	0.88	12.54	10.42	9.03	7.69
601838	成都银行	7.52	增持	1.29	1.53	1.80	2.12	5.83	4.92	4.18	3.55
601818	光大银行	3.59	买入	0.64	0.71	0.78	0.89	5.61	5.06	4.60	4.03

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

为银行降成本是让利于实体的前提.....	4
现状分析：大行有存款优势，中小行更灵活.....	5
向央行借款：央行直接调控，占比整体不高.....	5
存款：银行负债端基石，大行基础更扎实.....	7
同业负债：短期限市场化负债，中小行是吸收主力.....	9
应付债券：长期稳定资金，含部分资本工具.....	11
美国启示：息差水平较高，负债端是核心.....	13
特征一：有不计息存款，对高息差形成贡献.....	16
特征二：存款种类较多，市场化低息产品为主.....	17
特征三：相比同业负债，更青睐长期的应付债券.....	17
总结：促存款结构改变是降成本政策的可行路径.....	18
政策展望：发力角度较多，银行可主动作为.....	19
降准：释放长期资金，缓释负债吸纳压力.....	19
存款政策：降低基准利率，高息产品严监管.....	19
基准利率：利率体系压舱石，有望结构性调整.....	19
监管高息产品：规范无序竞争，优化存款结构.....	21
政策利率：仍有下调空间，加大投放力度.....	21
市场利率：近期下行明显，把握配置窗口期.....	22
同业负债：定价下行较明显，部分银行可增配.....	22
应付债券：特色债有望放量，锁定中长期成本.....	22
测算：中小行更受益，城商行最为突出.....	23
投资建议：降成本导向明确，建议关注股份行.....	24
风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1：2019 年 6 月末上市银行负债主要以存款为主.....	5
图表 2：2019 年 1-6 月上市银行负债端各项成本率.....	5
图表 3：央行主要货币政策工具.....	6
图表 4：2020 年 3 月末商业银行向央行借款主要由 MLF 构成.....	6
图表 5：2020 年 3 月商业银行向央行借款余额创历史新高.....	6
图表 6：2019 年 6 月末上市股份行和城商行向央行借款占比较高.....	7
图表 7：2019 年 6 月末上市银行向央行借款占总负债比例及其成本率.....	7
图表 8：上市银行存款挂牌价（2020 年 4 月 26 日）.....	7
图表 9：2017 年以来中小型银行存款占比提升，大行则较为稳定.....	8
图表 10：2017-2018 年结构性存款同比增速快速提升.....	8
图表 11：2017 年末以来商业银行存款占比及存款成本率均明显提升.....	8
图表 12：2016 年以来上市银行活期存款占总存款比例走势.....	8

图表 13: 2019 年大型银行存款结构较为稳定 .....	9
图表 14: 2019 年中小型银行定期存款占比明显提升 .....	9
图表 15: 2019 年 6 月末上市银行同业负债结构 .....	9
图表 16: 2015 年以来上市银行同业负债占总负债比例及其结构变化 .....	9
图表 17: 2015 年以来上市银行同业负债占总负债比例走势 .....	10
图表 18: 2018 年及 2019 年上半年上市银行同业负债成本率 .....	10
图表 19: 2019 年 6 月末上市银行同业负债占比及 2019 年 1-6 月同业负债成本率 .....	10
图表 20: 2019 年 6 月末上市银行同业敞口 .....	10
图表 21: 2016 年以来上市银行应付债券占总负债比例走势 .....	11
图表 22: 2019 年 6 月末上市银行应付债券 (不含同业存单) 结构 .....	11
图表 23: 2019 年 1-6 月上市银行应付债券成本率 (包括同业存单) .....	12
图表 24: 2018 年以来商业银行普通债到期收益率下行较快 .....	12
图表 25: 2020 年 3 月以来上市银行普通债发行情况: 利率最低不到 2% (截至 2020.4.26) .....	12
图表 26: 2010 年以来美国银行净息差高于中国银行净息差 (季频) .....	13
图表 27: 美国净息差波动较小, 资产负债利率变动基本一致 (季频) .....	13
图表 28: 中美银行对比样本及 2019 年末资产规模 .....	14
图表 29: 美国负债端细分科目说明 .....	15
图表 30: 2019 年中美银行负债端成本率对比 .....	16
图表 31: 2019 年末中美主要银行负债结构对比 .....	16
图表 32: 2019 年末中国银行业活期存款占比较高, 但需支付利息 .....	16
图表 33: 2019 年美国银行业净息差普遍显著高于净利差 .....	16
图表 34: 2019 年末富国银行存款结构 .....	17
图表 35: 2019 年富国银行存款分项成本率 .....	17
图表 36: 2019 年中国银行业计息存款成本率较美国银行业更高 .....	17
图表 37: 2019 年末中美应付债券占比及 2019 年中美应付债券成本率对比 .....	18
图表 38: 我国现行存款基准利率期限结构较资产端定价更为陡峭 .....	19
图表 39: 2020 年 3 月 CPI 和 PPI 均走低 .....	19
图表 40: 2020 年上市银行负债端成本下降对归母净利润影响测算 .....	20
图表 41: 部分保底收益率超过 MPA 考核标准的现存 1 年期结构性存款产品 .....	21
图表 42: 2019 年 8 月以来政策利率不断下调 .....	21
图表 43: 2020 年以来商业银行同业存单到期收益率快速下行 .....	22
图表 44: 2019 年末特色金融债券余额、数量以及相关政策 .....	22
图表 45: 上市银行负债端成本下降对净息差影响测算 (单位: bp) .....	23

## 为银行降成本是让利于实体的前提

切实缓解银行负债来源与成本压力，利于提升实体经济服务质效。新冠疫情以来，货币政策发力在逆周期政策中扮演了重要角色。2月至今央行两次定向降准、降低政策操作利率、增加再贷款再贴现额度，引导1年期LPR报价下行30bp，5年期LPR报价下行15bp。由于存款作为计息负债的主体成本相对刚性，因此银行生息资产收益率下降幅度大于计息负债，银行对实体经济让利。我们认为要想更好发挥货币政策效力，提升银行服务实体经济能力，关键在于降低银行负债成本，主要逻辑为：**资产端的单向让利会影响银行的资本内生能力，降低银行、尤其是资本短缺的中小银行的实体经济服务能力，持续性不强。**我们认为切实降低银行负债端成本必要性较强，4月17日中央政治局会议罕见地提出降准、降息、再贷款等具体货币政策手段，反映政策力度或继续加大。本文，我们通过总量及定价拆解、中美银行业对比的方式，呈现了银行负债端全景。

银行负债来源主要可分为四类，降成本可围绕这几条主线。第一是降准，虽然为资产端的货币政策操作，但可在可投资资金不变的情况下减少银行的负债端吸纳，并通过引导市场利率下行作用于银行。第二是降存款成本，降低存款基准利率、对高息存款进行定价监管均是实现存款成本降低的可行路径。第三是降政策利率、增加央行资金供给，直接降低银行的向央行借款的负债成本，并通过引导市场利率下行作用于银行。第四是市场利率下行，促进银行在同业负债、应付债券等市场化负债结构方面进行主动调整。

中美银行业负债端的差异主要来源于存款，存款结构优化是可行路径。无论加息或降息，美国银行业一直保持较高的息差水平（3%以上），负债端成本较低是主要驱动因素。在同业负债、应付债券成本差异不大的情况下，中美两国存款成本存在显著差异，这是美国业息差的优势之源。美国存款品种多、存款期限偏短、高息存款占比较低促成了美国银行业的低存款成本。利率市场化之后，美国通过存款产品创新等系列措施，在保证存款规模的同时，将存款成本率控制在1%以下的低水平，或可为中国提供一定借鉴意义。我们认为中国银行业存款成本降低的可行路径除调整存款基准利率外，还有存款结构改变（包括继续强力监管高息产品、创设新的存款品种、将市场利率保持在较低水平并引导存款成本向市场利率并轨）。

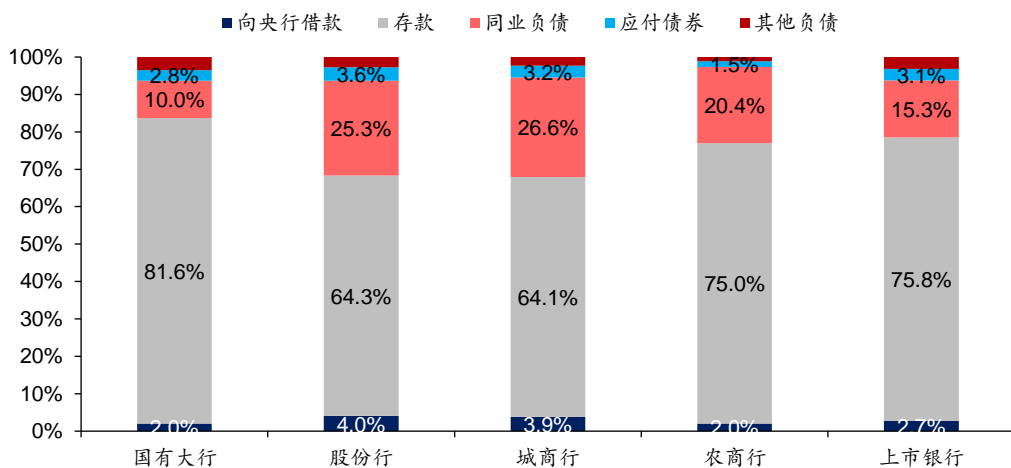
政策力度加大，推荐负债成本改善最快的股份行。我们预计后续降准、为存款降成本、再贷款再贴现等政策将陆续出台，看好逆周期调节环境下的银行股战略配置机会，个股首推股份行（负债端改善动力更足，同业负债占比高、高息存款较多），如兴业银行、招商银行、平安银行、光大银行，战略配置特色小行常熟银行、成都银行。



## 现状分析：大行有存款优势，中小行更灵活

银行负债主要包括存款、同业负债、应付债券和向央行借款，以存款为主体。本文将对商业银行负债端展开研究，主要研究样本为36家上市银行（因行业整体数据有同业资产、同业负债的冲抵，不是理想的研究对象）。36家上市银行可分为国有大行、股份行、城商行和农商行四个子行业。银行负债端主要由存款、同业负债、应付债券和向央行借款等四个部分构成，其中存款占总负债比例最高。2019年6月末上市银行存款占比达到76%，同比负债占比为15%，应付债券及向央行借款合计不足6%。

图表1：2019年6月末上市银行负债主要以存款为主



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表2：2019年1-6月上市银行负债端各项成本率

	计息负债成本率	存款成本率	同业负债成本率	应付债券成本率
国有大行	1.86%	1.65%	2.53%	3.59%
股份行	2.46%	2.10%	2.82%	3.68%
城商行	2.79%	2.16%	2.98%	3.68%
农商行	2.37%	1.95%	2.90%	3.68%
上市银行	2.02%	1.79%	2.69%	3.64%

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

## 向央行借款：央行直接调控，占比整体不高

商业银行向央行借款主要包括短期货币政策工具和中期货币政策工具。短期货币政策工具主要包括逆回购（OMO）和常备借贷便利（SLF）。逆回购为传统货币政策工具，2019年下半年以来央行仅进行过7天和14天逆回购操作。作为短期政策利率，OMO利率通过“央行→大型银行→中小银行及非银机构（市场利率）→实体（存贷款利率）”传导机制，影响市场利率和存贷款利率，以实现央行的政策意图。SLF作为新型货币政策工具，具有一定的惩罚性质，可满足金融机构期限较长的大额流动性需求，构建了我国利率走廊上限。

中期货币政策工具主要包括中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）以及再贷款再贴现。MLF是央行提供中期基础货币的货币政策工具，通过招标方式开展，需商业银行和政策性银行提供合格质押品，交易对象为符合宏观审慎管理要求的商业银行和政策性银行。2018年之后，央行只投放过1年期MLF，目前利率为2.95%。LPR改革后，央行可通过“MLF利率→LPR→银行贷款利率”路径，更为直接的传导至信贷利率。TMLF相较MLF，具有期限更长、针对性更强的特点。TMLF一般为1年期，但可续做两次，最长可达到3年。其交易对象为对小微企业、民营企业信贷支持力度更强的银行。再贷款再贴现作为传统货币政策工具，近期被频繁使用，其定向性特点较为突出，主要用于三农、小微和扶贫等领域。疫情以来，推出疫情防控、复工复产等专项再贷款再贴现额度，并在2月下调支农、支小再贷款利率25bp至2.50%。

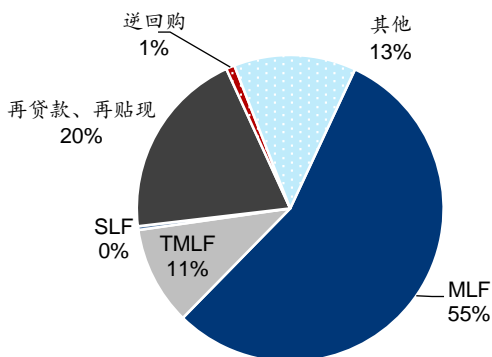
**图表3：央行主要货币政策工具**

	货币政策工具	设立时间	期限	利率	2020 年以来操作	设立目的
新型货币政策工具	MLF	2014 年 9 月	一般 1 年	2.95%	4 月下调 20bp	提供中期基础货币，发挥中期政策利率的作用，促进降低社会融资成本。
	TMLF	2019 年 1 月	1 年	2.95%	4 月下调 20bp	提供较稳定的长期资金来源，增强对小微企业、民营企业的信贷供给能力，降低融资成本
	SLF	2013 年 1 月	1D/7D/1M	3.35%/3.50%/3.85%		满足金融机构期限较长的大额流动性需求。特点是由金融机构发起、与央行一对一交易，利率带有惩罚性。（构建利率走廊上限）
	PSL	2014 年 4 月	3-5 年	2.75%		支持国民经济重点领域（棚改等）；交易对象为政策性银行
传统货币政策工具	再贷款		20 天~1 年	2.50%（1 年）	新增 1.8 万亿元专项额度，2 月下调支农支小再贷款利率 25bp	近年来主要用于三农、小微、扶贫领域，2020 年以来新增疫情防控、复工复产专项再贷款、再贴现额度
	再贴现			2.25%（再贴现）		
	逆回购		1D/7D/28D/63D	2.20%（7 天）	3 月下调 20bp	调节市场流动性（利率走廊隐性下限）

资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

**MLF 为商业银行向央行借款余额的主要构成部分。**2013-2014 年央行集中推出多种新型货币政策工具（包括 MLF、SLF 等），商业银行向央行借款占总负债比例快速上升，2017 年以来占比相对较为平稳，在 4% 左右。截至 2020 年 3 月末，商业银行向央行借款余额超过 7 万亿元，主要由中期货币政策工具构成，MLF 占商业银行向央行借款比例达到 55%。中期货币政策工具主要由于其期限多为 1 年期左右，余额占比较为稳定，短期货币政策工具主要用于调节流动性，时点余额波动较大。

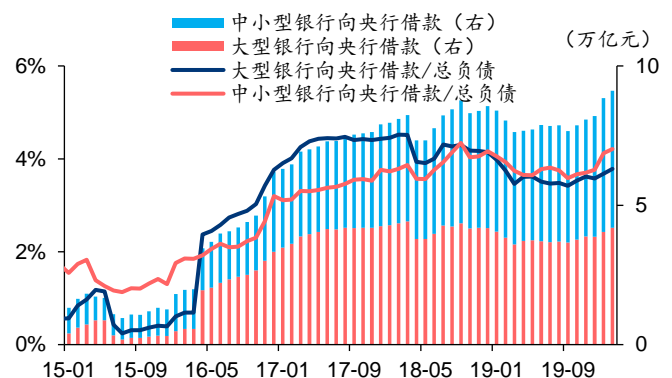
**图表4：2020 年 3 月末商业银行向央行借款主要由 MLF 构成**



注：统计总额为央行资产负债表对其他存款性公司债权-PSL 余额，由于上述央行货币政策工具总额仍包括政策性银行数值，因此占比数据与实际数据或有一定偏差。

资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

**图表5：2020 年 3 月商业银行向央行借款余额创历史新高**

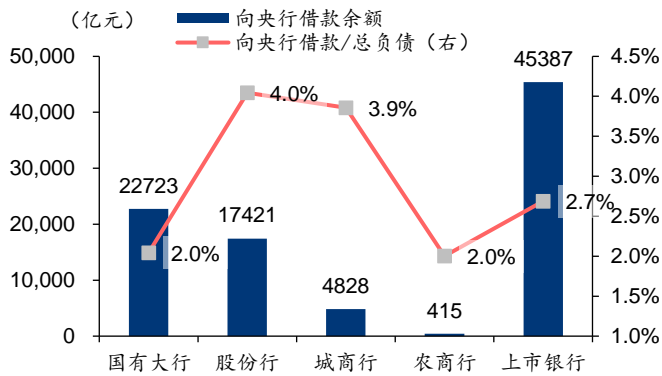


资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

**上市股份行和城商行向央行借款占总负债比例较高，或由于对稳定资金来源需求较为强烈。**截至 2019 年 6 月末，国有大行和上市农商行向央行借款占总负债比例均为 2%，上市股份行和城商行则为 4% 左右，主要由于二者资金来源稳定性有一定差异。国有大行和农商行的存款基础较好，资金来源较为稳定，而股份行和城商行吸储能力相对较弱，对稳定的向央行借款配置意愿更为强烈。另外从个股角度，工商银行和邮储银行基本无向央行借款，拉低了国有大行向央行借款占总负债比例的整体水平，但国有大行由于体量优势，其绝对配置金额最高。

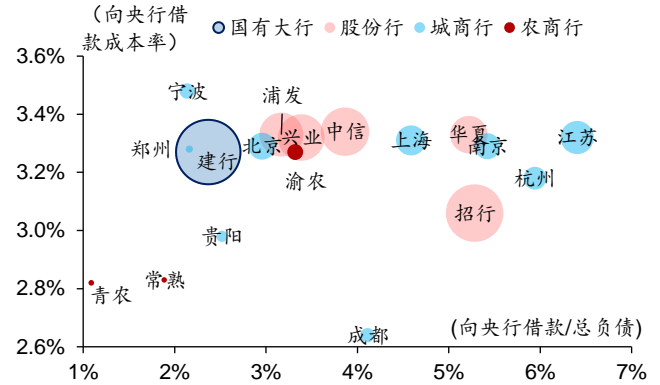
**成本方面，部分中小行有一定优势。**目前仅有 18 家上市银行披露向央行借款成本率，且多为向央行借款占总负债比例较高的股份行和城商行。2019 年上半年上市银行向央行借款成本率大多集中在 3.3% 左右，与同期 MLF 利率相符。成都银行、常熟银行、青农商行和贵阳银行，向央行借款成本率均在 3% 以下，预计多为再贷款再贴现，在小微、涉农和扶贫领域定向支持力度较大。

**图表6：2019年6月末上市股份行和城商行向央行借款占比较高**



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**图表7：2019年6月末上市银行向央行借款占总负债比例及其成本率**



注：气泡大小代表代表2019年6月末各银行向央行借款余额

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 存款：银行负债端基石，大行基础更扎实

存款是我国商业银行最主要的负债来源。截至2019年6月末，上市银行总存款占总负债比例达到76%，存款是银行负债端的绝对主体。存款可分为一般性存款和结构性存款，一般性存款又可细分为活期存款、定期存款和其他存款，其本金和利息均纳入存款保险范围。根据存款期限的不同，一般可分为活期存款和定期存款，其定价也有一定差异，主要参考存款基准利率。根据市场利率定价自律机制的规定，大行存款定价较基准利率上浮上限为30%，中小行则为50%。根据上市银行存款挂牌价，中小行存款利率较基准利率上浮幅度较大行更高，且期限越长上浮幅度越大。其他存款主要包括保证金存款、大额存单、协议存款等。结构性存款则在一般性存款的基础上嵌入某种金融衍生工具，实质上是一个结合固定收益产品与选择权组合形式的产品交易，利率一般高于一般性存款，但其利息并不纳入存款保险范围。

**图表8：上市银行存款挂牌价（2020年4月26日）**

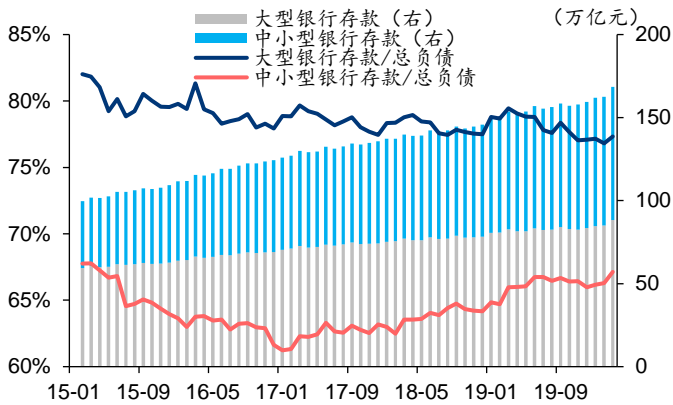
存款种类	基准利率	六大行	股份行	其余上市中小行
活期	0.35%	0.30%	0.30%-0.35%	部分高达0.385%
3个月	1.10%	1.35%，略高于基准	多数为1.40%~1.43%左右，招商低至1.35%	多数为1.2%~1.5%，部分升至1.5%以上
6个月	1.30%	1.55%，略高于基准	多数为1.65%~1.69%，招商低至1.55%	多数为1.4%~1.6%，部分升至1.6%以上
1年期	1.50%	1.75%，略高于基准，邮储银行略高于其他行	多数为1.95%，招商银行低至1.75%	多数为1.8%~2.0%，部分升至2.0%以上
2年期	2.10%	2.25%，略高于基准，邮储银行略高于其他行	多数为2.3%~2.6%，招商低至2.25%，广发对公、华夏对公低至2.1%，兴业高至2.7%	多数为2.4%~2.75%，部分升至2.8%以上
3年期	2.75%	2.75%，持平于基准	浦发、中信对公、民生、光大、平安、华夏对公、招商为2.8%左右，其余升至3%~3.25%	多数为2.75%~3.3%，部分升至3.5%以上
5年期	无	2.75%	浦发、中信对公、民生、平安、招商为2.8%左右，其余升至3%~3.25%	多数为3%~3.6%，部分升至4%左右
结构性存款	保底利率	1.0%-2.5%	1.2%-2.0%	1%-3.76%
	最高利率	3.3%-5.9%	3.57%-5.3%	3.4%-4.2%

注：结构性存款以1年期为例

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

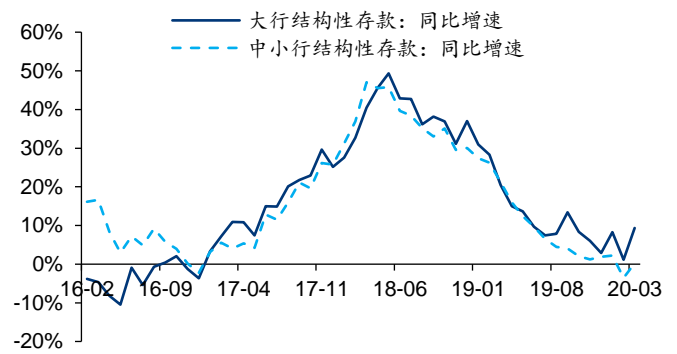
近年来存款占比提升，主要由于同业负债监管趋严。2014-2015年，中小银行通过同业业务快速扩张资产规模，导致流动性风险愈发严重。2017年以来同业监管趋严，MPA考核设置同业负债不得超过总负债1/3的上限要求；流动性新规、大额风险暴露管理办法等文件，继续规范同业业务，引导银行回归存贷款本源。监管压力下，商业银行不得不加大吸收存款力度（尤其是中小银行），存款占总负债比例触底回升，定期存款利率上升也较为明显。而具有高收益特征的结构性存款则成为商业银行高息揽存的主要产品，2017年以来结构性存款规模快速扩张。但“假结构”的结构性存款引起监管层注意，2019年对结构性存款监管趋严，不合规产品主要由大额存单和定期存款承接，导致2019年上半年定期及其他存款占比提升。中小银行2019年上半年存款结构变化较为清晰的反映出此逻辑。

图表9：2017年以来中小型银行存款占比提升，大行则较为稳定



注：存款口径不包括非存款类机构存款，大型银行为六大行+国开行  
资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表10：2017-2018年结构性存款同比增速快速提升

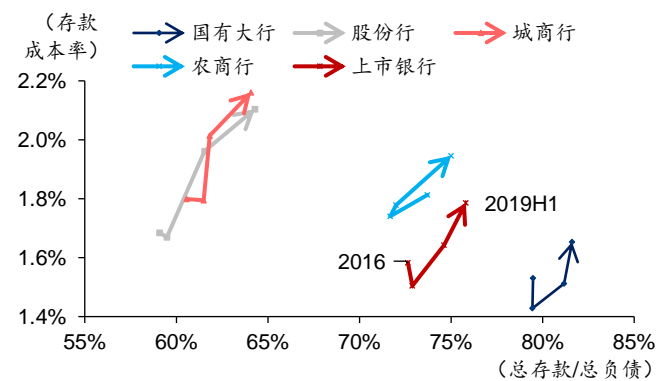


资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

**大行存款基础更好，上市股份行和城商行则相对薄弱。**2017年末以来，上市银行存款占总负债比例以及存款成本率均呈现上升趋势，但股份行和城商行上升幅度均更为明显。分银行类别来看，国有大行由于线下网点较多，2019年6月末存款占总负债比例（82%）、活期存款占总存款（49%）以及存款成本率（2019年上半年为1.65%）方面均占有绝对优势，其负债端更为依赖存款，其中邮储银行存款占比高达96%。

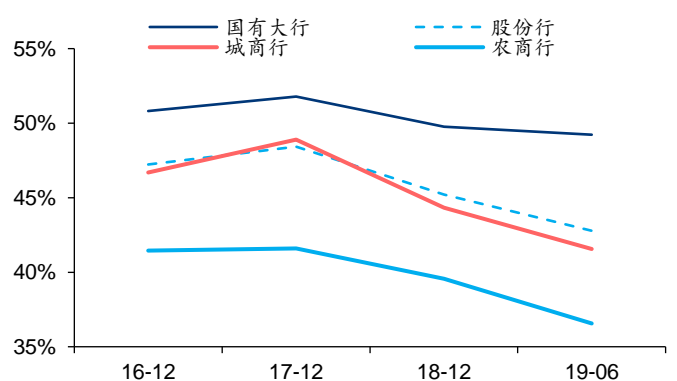
股份行和城商行由于网点布局相对有限，负债结构更为灵活。由于存款基础相对薄弱，二者是高息存款的主要吸纳者。股份行和城商行2017年起开始提升存款占比，发力于高息存款使其存款成本率上升幅度较大（2019年1-6月均超过2.1%），2019年6月末存款占比较上市银行平均水平仍较低。农商行则由于网点布局下沉，存款基础也较好，但与国有大行不同的是，农商行活期存款占总存款比例较低，仅为37%，导致其存款成本率略高，2019年1-6月为1.95%，远超大行1.65%的水平。

图表11：2017年末以来商业银行存款占比及存款成本率均明显提升



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表12：2016年以来上市银行活期存款占总存款比例走势

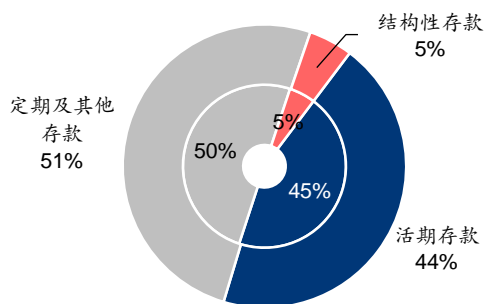


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**中小银行结构性存款占比较高。**由于上市银行并未单独披露结构性存款数据，因此我们利用央行公布的信贷收支表数据来研究商业银行的结构性存款特征。相较大行，中小型银行更依赖结构性存款，虽然2019年结构性存款占总存款比例下降，但仍达到8%的水平，远高于大行5%的水平。

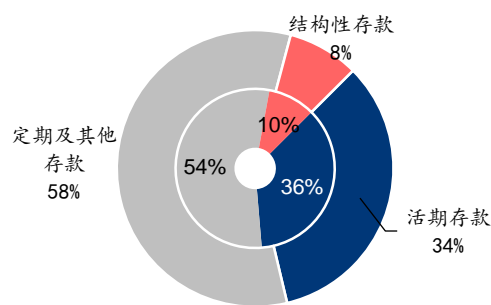


图表13: 2019年大型银行存款结构较为稳定



注: 内圈为2018年12月末大型银行存款结构, 外圈则为2019年末存款结构  
资料来源: 中国人民银行, 华泰证券研究所

图表14: 2019年中小型银行定期存款占比明显提升



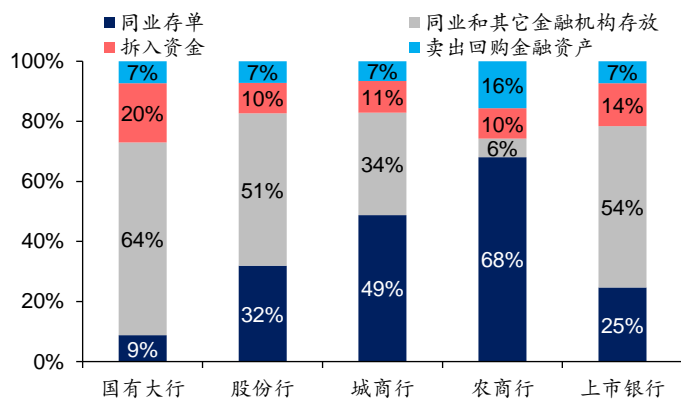
注: 内圈为2018年12月末中小银行存款结构, 外圈则为2019年末存款结构  
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

### 同业负债: 短期限市场化负债, 中小行是吸收主力

同业负债是银行弥补资金来源缺口的重要工具, 主要由同业存放构成。根据2014年出台的银发127号文的规定, 同业负债指同业拆入、同业存放、卖出回购等同业负债项目扣除结算性同业存款后的同业融入余额, 2017年央行考核的同业负债范围增加了同业存单, 并要求同业负债不得超过总负债的1/3。同业拆入一般期限较短, 主要为满足资金周转需求, 属于主动负债, 期限以3个月以内为主, 定价主要参考Shibor; 同业存放以第三方存款资金为主, 属于被动吸收的负债, 需对手方在本行开立账户, 期限一般为6个月和1年, 是同业负债的主要构成项, 上市银行同业存放占同业负债比例达到50%以上; 卖出金融资产一般以利率债或票据作为抵质押品, 因此其利率一般低于同期限的其他同业负债。

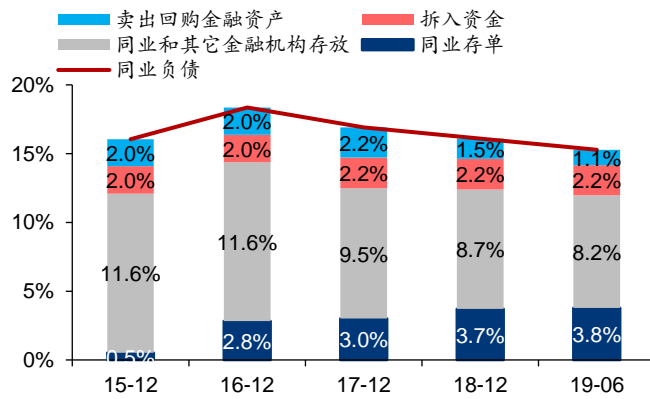
同业存单于2013年推出, 2017年起发行期限不得超过一年, 同时若同业负债超过总负债1/3, 不得新发同业存单备案。规模更小的上市银行同业负债中同业存单占比更高, 2019年6月末农商行同业存单占总负债比例达到68%。

图表15: 2019年6月末上市银行同业负债结构



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表16: 2015年以来上市银行同业负债占总负债比例及其结构变化

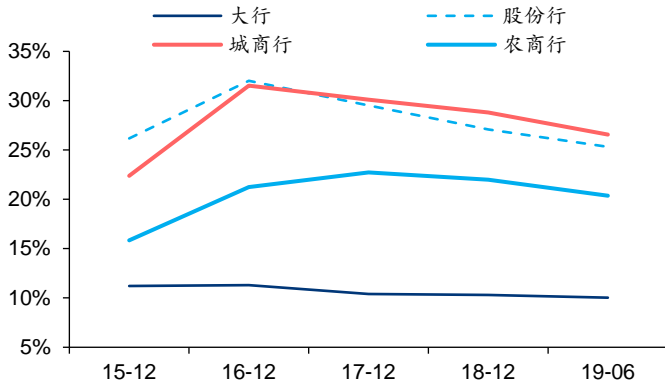


资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

股份行和城商行同业负债占比较高, 大行距离监管上限较远。由于2016年同业存单并未被纳入同业负债1/3的考核标准, 股份行和城商行借助同业存单进一步扩大同业负债占比, 2016年末二者同业负债占比均达到32%。之后随着同业负债监管趋严, 股份行和城商行同业负债占比下降明显, 截至2019年6月, 同业负债占比均略高于25%, 而国有大行则仅为10%, 距离监管上限较远。值得说明的是, 由于MPA考核的同业负债口径并不包括结算性同业存放, 但由于各家银行并未单独披露结算性同业存放数据, 因此同业负债占比计算结果略高于MPA考核口径的真实值。整体来看, 上市银行均符合同业负债不超过总负债1/3的标准, 且同业敞口除邮储外均为正值, 是同业资金的净借入者。

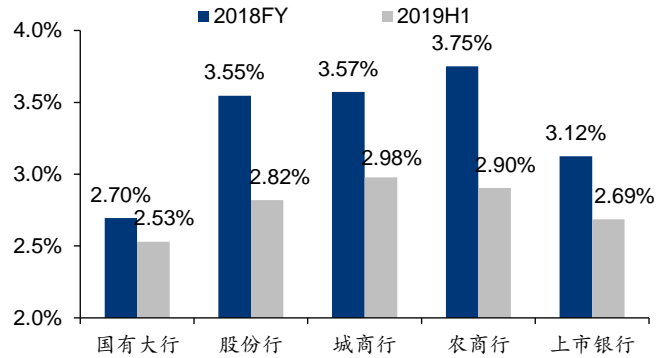
**区域性银行同业负债成本率较高。** 同业负债成本方面，主要由各银行的信用利差决定，各细分子板块内个股差异仍较大，基本面较好的银行同业负债成本优势较为明显。2019年包商事件以来，信用风险溢价更加突出。2019年1-6月区域性银行同业负债成本率均在2.90%以上，而国有大行仅为2.53%。

图表17: 2015年以来上市银行同业负债占总负债比例走势



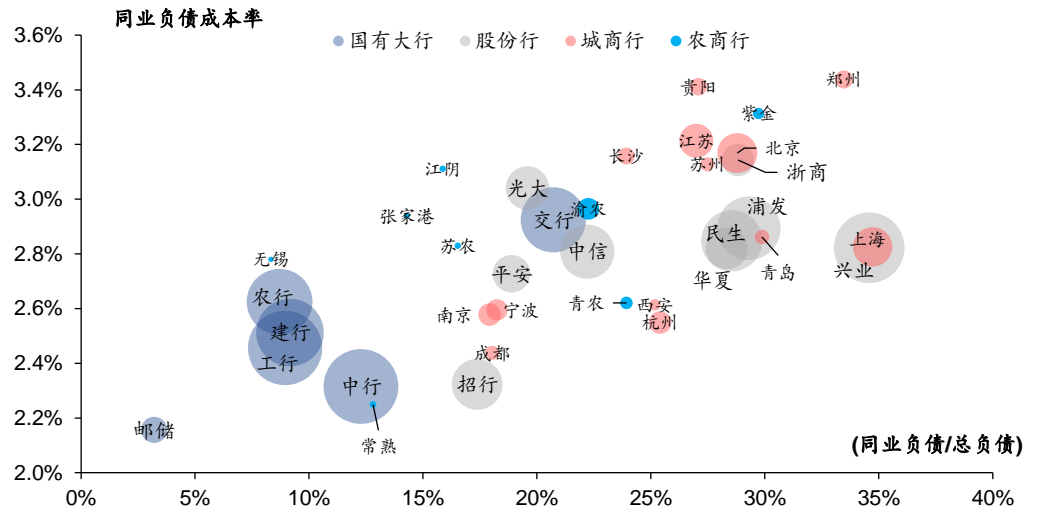
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表18: 2018年及2019年上半年上市银行同业负债成本率



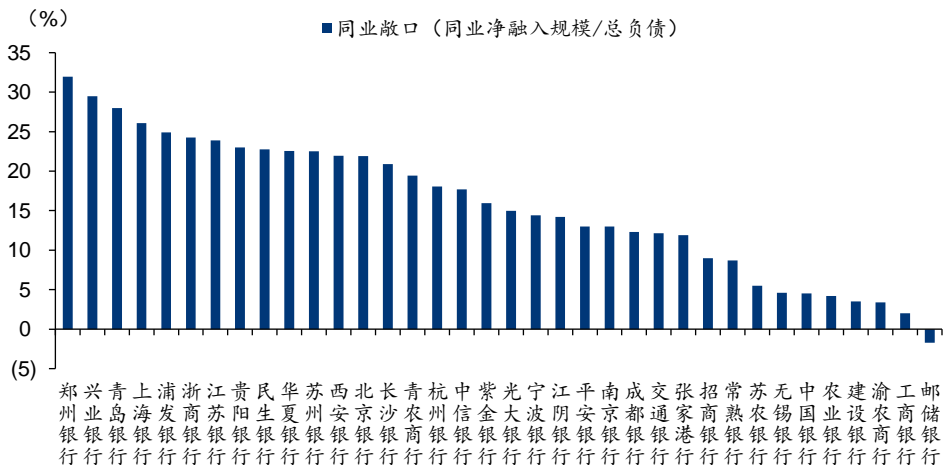
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表19: 2019年6月末上市银行同业负债占比及2019年1-6月同业负债成本率



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表20: 2019年6月末上市银行同业敞口



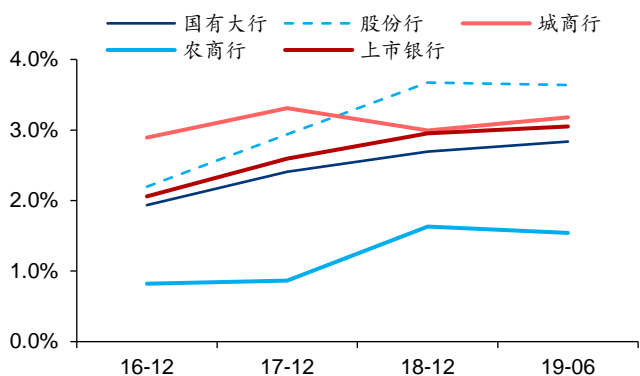
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

### 应付债券：长期稳定资金，含部分资本工具

应付债券是银行补充长期资金来源和资本的主要渠道，普通金融债是其主要构成部分。由于前文将同业存单计入同业负债口径，因此本部分讨论应付债券，不包括同业存单。应付债券包括普通金融债、次级债（主要为二级资本债）和可转债的未转股部分，不包括永续债（在其他权益工具科目中）。普通金融债一般为3年期和5年期，是上市银行应付债券的主要构成部分，占应付债券的比例超过50%。次级债（不包括永续债）一般为10年期，主要为二级资本债，可为银行补充二级资本，占应付债券的比例在40%左右。可转债一般为6年期，其未转股部分计入应付债券。

股份行应付债券占比较高，大行二级资本补充需求较为强烈。2019年6月末，上市银行应付债券（不包括同业存单）/总资产仅为3.05%，其中股份行略高。拆分结构，国有大行次级债（不包括永续债）占比较高，主要因为大行面临更高的资本监管标准（G-SIB、TLAC等），因此大量使用二级资本债补充资本。此外，大行应付债券以境外融资为主，占应付债券比例超过50%，普通金融债及其他债券（其他债券主要为存款证）基本均为境外融资。农商行可转债发行较多但转股进度较慢，因此2019年6月末可转债（未转股部分）占应付债券比例高达14%。

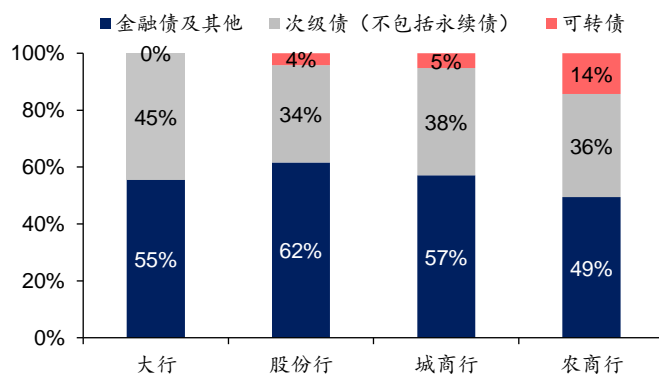
图表21：2016年以来上市银行应付债券占总负债比例走势



注：应付债券不包括同业存单

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表22：2019年6月末上市银行应付债券（不含同业存单）结构

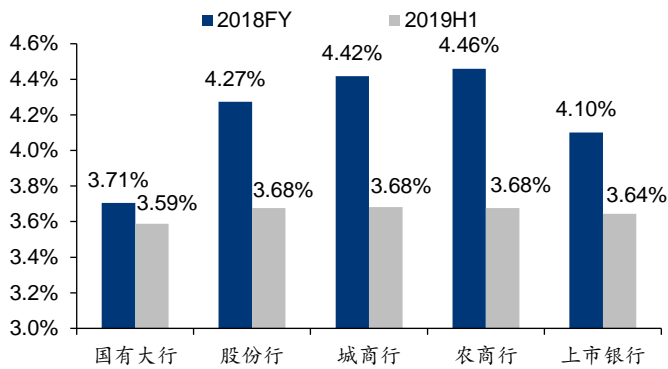


注：可转债为未转股部分，其他债券主要为存款证

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

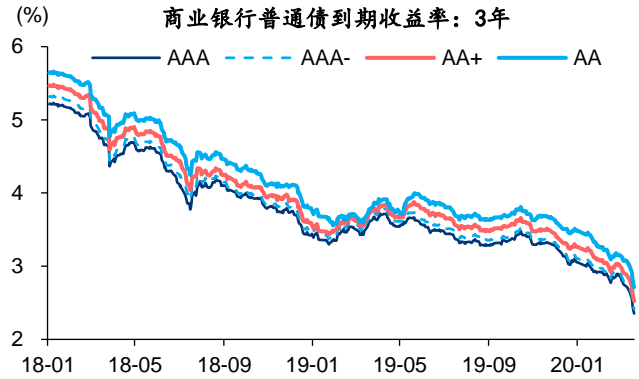
由于期限较长，应付债券成本率较高。商业银行应付债券平均期限较长，故较其他融资方式，应付债券融资成本较高。而分银行类型来看，目前上市银行应付债券成本率并无明显差别，2019年1-6月，股份行、城商行和农商行应付债券成本率均为3.68%（由于同业存单成本无法剔除，因此应付债券成本率包括同业存单），较商行仅高9bp。我们预计主要由于应付债券市场化定价，中小行2019年上半年新发债券较多。2020年4月最新数据显示商业银行普通债到期收益率已下行至3%以下，部分银行抓住低利率的窗口期，增加了小微债、双创债、绿色金融债等专项金融债的发行，利率最低不到2%。

图表23: 2019年1-6月上市银行应付债券成本率(包括同业存单)



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表24: 2018年以来商业银行普通债到期收益率下行较快



资料来源: 中债估值中心, 华泰证券研究所

图表25: 2020年3月以来上市银行普通债发行情况: 利率最低不到2%(截至2020.4.26)

债券简称	发行日期	发行票面利率(%)	发行面额(亿元)	期限(年)
20 浙商银行小微债 01	2020/3/3	2.95	100	3
20 宁波银行小微债 02	2020/3/4	3.1	15	5
20 宁波银行小微债 01	2020/3/4	2.92	55	3
20 青岛农商小微债 01	2020/3/5	3.03	30	3
20 常熟农商小微债 01	2020/3/6	2.96	10	3
20 中国银行小微债 01	2020/3/10	2.65	100	3
20 苏州银行双创债	2020/3/11	2.92	15	3
20 北京银行小微债 02	2020/3/12	3.1	100	5
20 重庆农商债	2020/3/12	2.89	80	3
20 北京银行小微债 01	2020/3/12	2.85	300	3
20 中信银行小微债 01	2020/3/16	2.75	300	3
20 民生银行小微债 01	2020/3/18	2.75	200	3
20 浙商银行小微债 02	2020/4/8	2.5	150	3
20 宁波银行 01	2020/4/9	2.4	50	3
20 华夏银行绿色金融 01	2020/4/15	2.08	100	3
20 农业银行小微债 01	2020/4/17	1.99	200	3

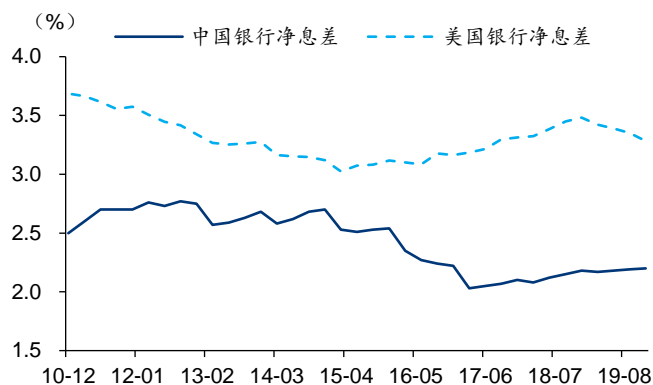
资料来源: Wind, 华泰证券研究所



## 美国启示：息差水平较高，负债端是核心

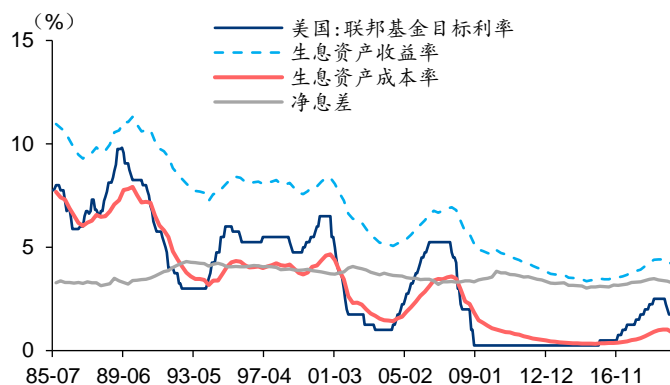
负债端是美国银行业息差水平保持较高的主要原因，因此我们对中美两国负债端进行对比研究。2010 年以来，美国处于低利率时代，虽然其银行净息差下行幅度较大，但仍保持 3% 以上的水平，较同期中国银行业净息差水平高。1990 年以来，美国银行业净息差基本处于 3%-4.5% 的区间，历史均值为 3.6%，相较其基准利率变动，美国银行业净息差波动较小。美国银行净息差可保持稳定主要由于美国利率市场化体制，其生息资产收益率及计息负债成本率变化时点及幅度几乎相同。而与中国银行业对比，美国净息差水平较高，主要由于其较低的计息负债成本水平。2010 年以来中美两国银行资产端收益率水平息差不大，中国银行业生息资产收益率甚至略高于美国银行业，但美国银行业负债端成本率较中国低 1pct 以上。

图表26： 2010 年以来美国银行净息差高于中国银行净息差（季频）



资料来源：FDIC，银保监会，华泰证券研究所

图表27： 美国净息差波动较小，资产负债利率变动基本一致（季频）



注：生息资产成本率对于英文为 Cost of Funding Earning Assets，计算方法为利息支出/生息资产平均余额，与计息负债成本率略有差异，但走势大体一致。

资料来源：美联储，FDIC，华泰证券研究所

按照资产规模相近的原则，参照中国的银行样本选择美国的银行样本。本文选取中美对比样本共涉及 17 家国内上市银行以及 10 家美国上市银行。国内样本的选取原则为四大子行业板块的代表银行，具体 17 家银行可分为六大行、8 家已公布 2019 年年报的股份行、资产规模 1 万亿元左右的 2 家城商行、资产规模 2000 亿元左右的常熟银行。美国的样本银行按照与中国样本银行资产规模相近的原则进行选取，可分为美国四大行、3 家美国中型银行（美国银行资产规模 5-7 位）、资产规模为 1 万亿元左右的五三银行和公民金融（美国银行资产规模 8-9 位）、与常熟银行规模最为接近的 UMB 金融（均使用 2019 年末美元中间价汇率换算）。为方便对比，将中美银行样本统一分为大行、中型银行、中小型银行和小型银行。未公布 2019 年年报的南京银行，使用 2019 年半年报数据进行负债结构的分析。

图表28：中美银行对比样本及2019年末资产规模

中国六大行资产规模 (亿美元)		美国四大行		资产规模 (亿美元)
工商银行	43,160	美国银行		24,341
建设银行	36,461	富国银行		19,276
农业银行	35,662	摩根大通		26,874
中国银行	32,639	花旗银行		19,512
交通银行	14,199			
邮储银行	14,645			
中国中型银行		美国中型银行		
招商银行	10,632	合众银行		4,954
浦发银行	10,043	PNC		4,103
中信银行	9,676	TRUIST		4,731
民生银行	9,578			
光大银行	6,785			
平安银行	5,646			
华夏银行	4,330			
浙商银行	2,581			
中国中小型银行		美国中小型银行		
南京银行	1,911	五三银行		1,694
宁波银行	1,889	公民金融		1,657
中国小型银行		美国小型银行		
常熟银行	264	UMB 金融		266

注：南京银行使用2019年三季度末数据

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

美国银行业负债端主要包括存款、短期借款、长期债务，可与中国对应。由于中美银行业负债结构口径并不完全一致，我们根据负债各项科目特点，将美国银行业各项负债根据中国银行业存款、同业负债、应付债券和其他负债的口径进行分类。存款方面可直接对应，美国存款包括计息存款和不计息存款，计息存款账户种类较多。同业负债方面，基本可对应美国银行业的短期借款，具体包括联邦基金借入、卖出回购金融资产、商业票据等，主要由于二者期限均较短（由于国内银行基本未单独披露同业存单成本，为保持细项成本与负债科目的对应，本部分中国银行业同业负债均不包括同业存单，仍将其统计在应付债券口径）。应付债券方面，主要对应美国银行业的长期债务，二者主要由期限较长的债券构成，包括优先级债券、次级债等。

图表29：美国负债端细分科目说明

中文名称	英文名称	解释说明
<b>计息负债</b>	<b>Interest-bearing liabilities</b>	
计息存款	Interest-bearing deposit	
活期存款	Demand deposit	活期存款一般不计息，计息部分占比较低
可转让支付命令活期存款	Negotiable order of withdrawal Account, NOW account	既可用于转账结算，又可支付利息，年利率略低于储蓄存款，提款使用规定的支付命令，和支票一样，可自由转让流通
储蓄存款	Saving deposit	用来储蓄使用，利率一般会稍高于同一银行的支票账户，限制每月提款次数（一般是6次以内）
定期存款	Time deposit/Term deposit	
支票存款	Interest-bearing checking	日常存取使用的账户，部分银行的支票账户提供利息，对账户存款余额有一定要求，否则收取管理费
货币市场存款账户	Market rate and other savings	市场化定价
存款证	Certificate of Deposit, CD	定期存款的一种，相比活期存款拥有特定存款期限和固定利息，并可在到期时取回本金和应收的利息。在二级市场具有较强的流动性
美国个人退休账户	Individual Retirement Account, IRA	一种个人自愿投资性退休帐户，资金主要用于投资人退休后的养老用途
短期借款	Short-term borrowings	
商业票据	Commercial paper	期限一般在90天以内
联邦基金借入	Federal funds purchased	美国同业拆借市场，一般期限在30天以内
卖出回购金融资产	Securities loaned or sold under repurchase agreements	按回购协议卖出票据、证券、贷款等金融资产所融入的资金
联邦住房贷款银行借款	Federal Home Loan Banks borrowings	既有长期债务又有短期借款
长期债务	Long-term debt	
优先级债券	Senior debt	相对而言其安全性较大，支付顺序上优先于其他无担保或次级债券
次级债券	Subordinated debt	银行补充资本的重要来源
其他计息负债	All other interest-bearing liabilities	
交易账户负债	Trading account liabilities/Trading liabilities	交易账户可以是任何包含证券，现金或其他资产的投资账户，类似于融券业务
<b>不计息负债</b>	<b>Noninterest-bearing liability</b>	
不计息存款	Noninterest-bearing deposits	大部分活期存款不计息
其他不计息负债	All other noninterest-bearing liabilities	

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

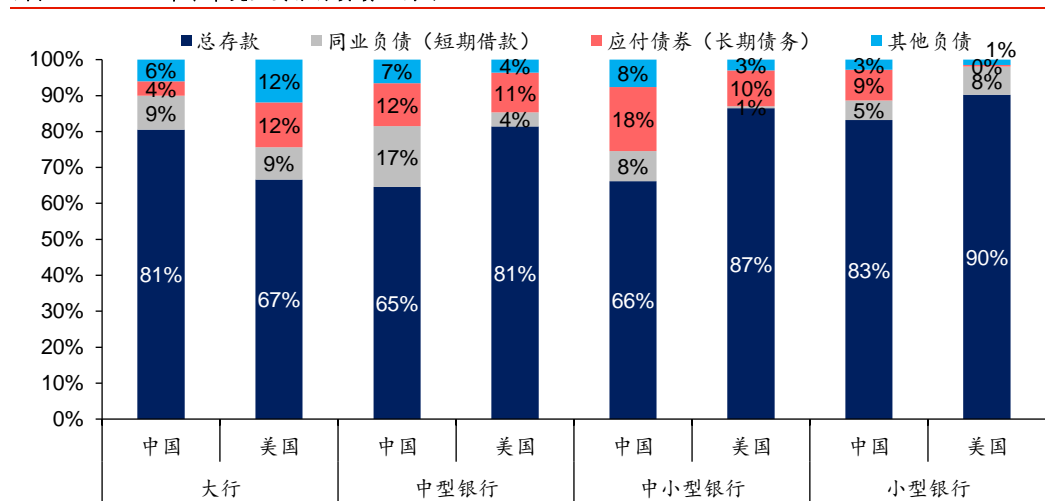
**美国负债成本优势突出，青睐稳定的长期债务。**由于美国存款有不计息部分，导致其生息资产与计息负债规模差距较大，为将标准统一，我们分别计算美国银行业的综合负债成本率和综合存款成本率。对比中美银行业负债结构和成本，美国负债端成本优势突出，2019年综合负债成本率在1%左右，主要由存款贡献。美国大行负债结构多元化，同业负债、应付债券占比均在10%左右，存款占比约2/3，低于中国。美国中小行（中小行包括中型银行、中小型银行和小型银行）存款基础普遍较好，三类银行存款占比在80%以上，较中国高。综合来看，相较中国银行业，美国银行业负债端有三个特点：1) 美国部分存款不计息，为高净息差做出一定贡献；2) 美国计息存款利率市场化程度较高；3) 相较同业负债，美国银行业更青睐稳定的应付债券。

**图表30： 2019年中美银行负债端成本率对比**

银行类型	国家	综合负债成本率	综合存款成本率	同业负债	应付债券
				(短期借款) 成本率	(长期债务) 成本率
大行	中国	1.85%	1.67%	2.46%	3.50%
	美国	1.19%	0.73%	2.27%	3.33%
中型银行	中国	2.45%	2.10%	2.76%	3.58%
	美国	1.05%	0.75%	2.17%	3.04%
中小型企业	中国	2.55%	2.20%	2.66%	3.75%
	美国	1.07%	0.81%	2.33%	3.23%
小型银行	中国	2.39%	2.21%	2.50%	3.85%
	美国	0.90%	0.80%	1.97%	6.05%

注：综合负债成本率=利息支出/(计息负债平均余额+不计息存款平均余额)；综合存款成本=计息存款利息支出/总存款平均余额。  
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**图表31： 2019年末中美主要银行负债结构对比**

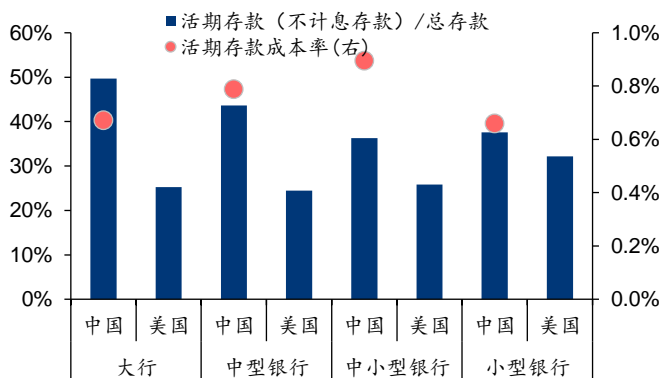


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**特征一：有不计息存款，对高息差形成贡献**

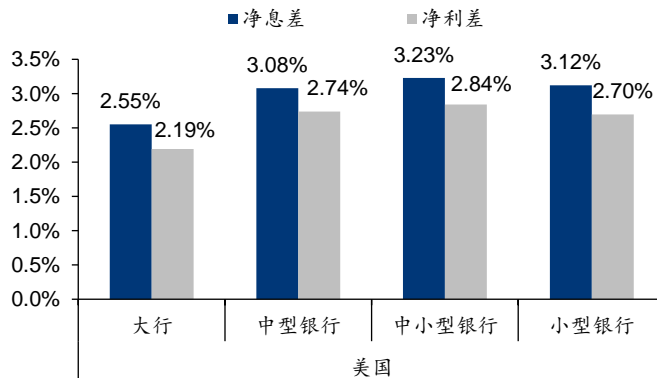
美国银行业吸收大量不计息存款，为高息差形成一定贡献。2019年末美国银行业不计息存款占总存款比例超过25%，小型银行占比最高，超过30%，不计息存款基本可等同于我国活期存款。而即使是我国存款基础最好的国有大行，2019年活期存款成本也为0.67%。因此美国部分存款不计息，为其节省了一定利息支出。此外，由于不计息存款仍可作为重要的负债来源投向生息资产，拉大了生息资产和计息负债的剪刀差，因此美国银行业净息差普遍显著高于净利差。

**图表32： 2019年末中国银行业活期存款占比较高，但需支付利息**



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**图表33： 2019年美国银行业净息差普遍显著高于净利差**



注：净利差=生息资产收益率-计息负债成本率

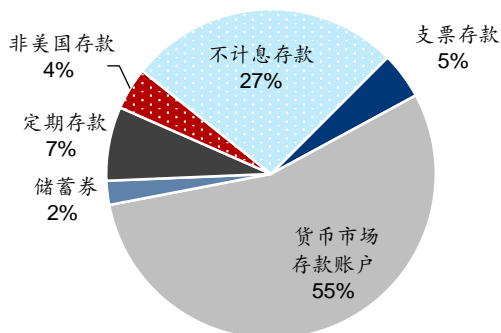
资料来源：公司财报，华泰证券研究所



### 特征二：存款种类较多，市场化低息产品为主

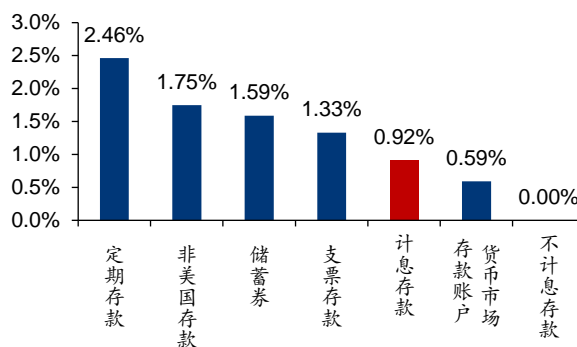
美国计息存款账户种类较多，以市场利率定价的低息产品为主。美国银行业计息存款包括货币市场存款账户（MMDAs）、定期和储蓄存款、储蓄存单、支票存款、存款证和个人退休金账户等，其中占比最大的为货币市场存款账户。MMDAs是在美国利率市场化进程中监管部门设计的创新性存款产品，主要为替代非银同业负债，引导货币市场基金重回银行存款体系，抑制监管套利行为，提升资金使用效率，并扩大银行负债市场化定价范围。推出MMDAs是美国利率市场化进程的关键一步，MMDAs对美国银行业存款成本的引导作用是美国存款低成本的主要原因之一。2019年末富国银行MMDAs占计息存款比例为75%，其利率水平（0.59%）对整体计息存款成本率有较大贡献。而利率较高的存款证、定期存款占比均较低。

图表34：2019年末富国银行存款结构



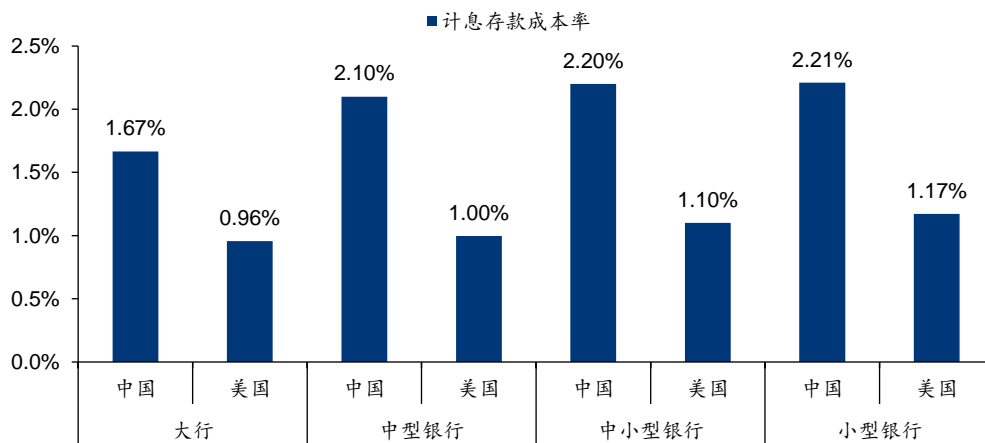
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表35：2019年富国银行存款分项成本率



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表36：2019年中国银行业计息存款成本率较美国银行业更高

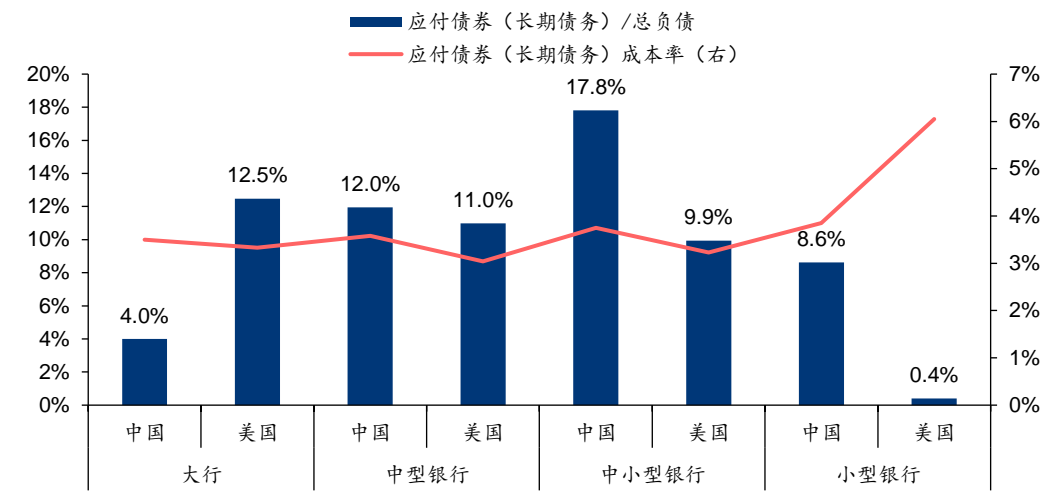


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 特征三：相比同业负债，更青睐长期的应付债券

美国银行业青睐稳定的长期资金，应付债券占比较高。相较于期限较短的同业负债（美国一般在30天以内，中国则在1年以内），美国银行业更为青睐稳定的应付债券。2019年美国银行业应付债券占比为12%，而中国银行业仅为6%，差异的来源主要是大行。美国银行业应付债券占比较高主要由大行特点决定，若去除中国应付债券统计口径中的同业存单，美国中小型银行和小型银行应付债券占比也略有优势。定价方面，除小型银行外，美国应付债券（长期债务）成本率均低于中国，但差距不大。美国应付债券期限多为10年期以上，部分达到30年以上，期限较中国银行业应付债券更长，成本率中加上了一定期限利差。

**图表37： 2019年末中美应付债券占比及2019年中美应付债券成本率对比**



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**总结：促存款结构改变是降成本政策的可行路径**

中美银行业负债端的差异主要是存款结构，存款结构优化也是可行路径。无论加息或降息，美国银行业一直保持较高的息差水平（3%以上），负债端成本较低是主要驱动因素。在同业负债、应付债券成本差异不大的情况下，中美两国存款成本存在显著差异，这是美国业息差的优势之源。美国存款品种多、存款期限偏短、高息存款占比较低促成了美国银行业的低存款成本。利率市场化之后，美国通过存款产品创新等系列措施，在保证存款规模的同时，将存款成本率控制在1%以下的低水平，或可为中国提供一定借鉴意义。我们认为中国银行业存款成本降低的可行路径除调整存款基准利率外，还有存款结构改变（包括继续强力监管高息产品、创设新的存款品种、将市场利率保持在较低水平并引导存款成本向市场利率并轨）。

## 政策展望：发力角度较多，银行可主动作为

货币政策有望继续发力，为银行负债端降成本。2020年以来，央行已通过降准、降低超额准备金利率、降低OMO/MLF等政策利率和增加再贷款再贴现专项额度等方式，为银行降低负债端成本。我们预计后续政策有望从以下四方面缓释银行负债端成本压力：1) 降准减少银行额外吸收负债的压力；2) 下调存款基准利率，对高息揽储行为进行严监管；3) 降低OMO/MLF等政策利率；4) 引导市场利率下行。

## 降准：释放长期资金，缓释负债吸纳压力

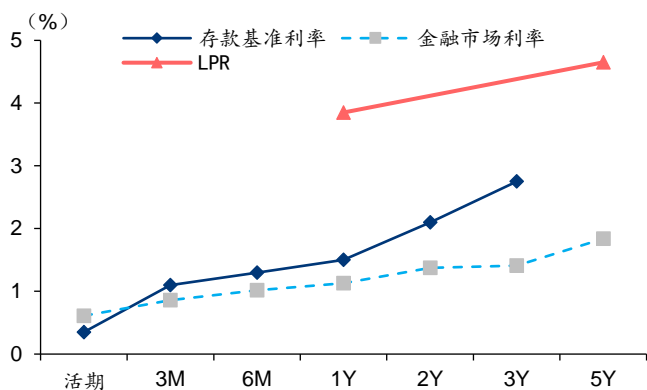
上市银行仍有降准空间。降准是央行通过调整银行资产端科目释放长期资金，可减少银行额外吸纳负债的压力，缓释银行负债端成本。2020年以来，央行已全面降准1pct，两次定向降准共释放资金9500亿元。虽然目前超过4000家的中小存款类金融机构的存款准备金率已降至6%，基本已无下降空间，但大行、股份行以及跨省域经营的城商行存款准备金仍在9%以上（大行11%），我们预计未来仍有0.5%-1.5%的下降空间。为测算方便，假设未来全面降准50bp，释放的资金按存量比例投向生息资产，则可缓释银行负债端成本1bp左右。

## 存款政策：降低基准利率，高息产品严监管

### 基准利率：利率体系压舱石，有望结构性调整

存款基准利率期限结构较为陡峭，通胀与银行盈利稳增长需求权衡下，存款有望结构性降息。目前我国存款基准利率期限结构较市场利率和LPR更为陡峭。在通胀水平较高，且银行盈利有稳增长需求的前提下，存款基准利率或迎来结构性降息，即2年期和3年期存款基准利率下降幅度较大，而1年期以内存款基准利率下降幅度较小。央行近期指出目前实际存款利率已开始下降，与市场利率逐渐并轨，但预计下降幅度较为有限。4月17日政治局会议罕见提及降息，或打开存款基准利率下调窗口。综合考虑通胀因素，我们预计对2年期和3年期存款基准利率的调整幅度或大于1年期存款基准利率。

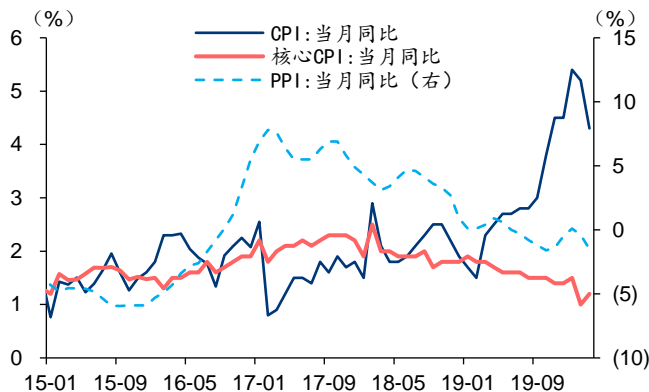
图表38：我国现行存款基准利率期限结构较资产端定价更为陡峭



注：金融市场利率为对应期限的国债到期收益率。

资料来源：中国人民银行，中债估值中心，华泰证券研究所

图表39：2020年3月CPI和PPI均走低



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

定期+活期组合拳，2020年银行业归母净利润有望提升1.6%左右。为测算下调存款基准利率对2020年银行业净息差的影响，首先需要假设存款基准利率调整幅度。由于目前存款基准利率绝对水平较低，活期和定期下降空间均较为有限，我们预计活期存款基准利率至多下降5bp，定期存款基准利率至多下降25bp。为测算方便，我们假设乐观情形下，定期存款基准利率下降25bp，活期存款基准利率下降5bp；中性情形下，仅定期存款利率下降10bp。

其次，需要计算2020年到期存款及重定价定期存款占比。根据银行财报披露的流动性风险到期日分析表格，并假设5月30日调整存款基准利率，则2020年上市银行、大行、股份行、城商行和农商行重定价存款占定期存款比例分别为17.3%、15.4%、23.2%、16.2%、11.2%。最后，由于下调基准利率后带来的净利息收入增加并非完全在2020年体现，因

此对其进行年化处理。基于以上三个假设，乐观情形下2020年上市银行归母净利润可提升1.6%左右；中性情形下2020年上市银行归母净利润仅可提升0.3%。分银行类型看，活期存款基准利率下降更利好国有大行，定期存款基准利率下降则利好股份行。

图表40：2020年上市银行负债端成本下降对归母净利润影响测算

证券代码	证券简称	乐观		合计	中性
		活期基准利率 降低 5bp	定期存款基准利率 降低 25bp		定期存款基准利率 降低 10bp
601398.SH	工商银行	0.8%	0.5%	1.3%	0.2%
601939.SH	建设银行	0.8%	0.5%	1.4%	0.2%
601288.SH	农业银行	1.2%	0.6%	1.8%	0.2%
601988.SH	中国银行	0.8%	0.7%	1.4%	0.3%
601328.SH	交通银行	0.8%	1.2%	2.0%	0.5%
601658.SH	邮储银行	1.3%	1.6%	3.0%	0.7%
600036.SH	招商银行	0.6%	0.5%	1.1%	0.2%
601998.SH	中信银行	0.8%	1.4%	2.2%	0.6%
600000.SH	浦发银行	0.6%	1.2%	1.7%	0.5%
600016.SH	民生银行	0.5%	1.7%	2.2%	0.7%
601166.SH	兴业银行	0.5%	1.0%	1.5%	0.4%
601818.SH	光大银行	0.6%	1.7%	2.3%	0.7%
000001.SZ	平安银行	0.6%	1.1%	1.6%	0.4%
600015.SH	华夏银行	0.7%	1.0%	1.7%	0.4%
601916.SH	浙商银行	0.7%	1.1%	1.8%	0.4%
601169.SH	北京银行	0.8%	0.7%	1.4%	0.3%
600919.SH	江苏银行	0.6%	1.2%	1.8%	0.5%
601229.SH	上海银行	0.5%	1.1%	1.6%	0.4%
601009.SH	南京银行	0.4%	1.0%	1.3%	0.4%
002142.SZ	宁波银行	0.6%	1.1%	1.7%	0.4%
600926.SH	杭州银行	1.0%	1.0%	2.0%	0.4%
601838.SH	成都银行	1.0%	0.5%	1.4%	0.2%
601997.SH	贵阳银行	0.6%	0.5%	1.1%	0.2%
601577.SH	长沙银行	0.7%	0.5%	1.2%	0.2%
002936.SZ	郑州银行	0.6%	1.0%	1.5%	0.4%
002948.SZ	青岛银行	0.9%	0.8%	1.8%	0.3%
600928.SH	西安银行	0.8%	0.3%	1.1%	0.1%
002966.SZ	苏州银行	0.7%	0.7%	1.4%	0.3%
601077.SH	渝农商行	0.6%	0.6%	1.1%	0.2%
002958.SZ	青农商行	0.9%	0.8%	1.7%	0.3%
601860.SH	紫金银行	1.2%	0.9%	2.1%	0.4%
600908.SH	无锡银行	0.8%	0.8%	1.5%	0.3%
601128.SH	常熟银行	0.5%	0.5%	1.0%	0.2%
002807.SZ	江阴银行	1.0%	0.6%	1.6%	0.2%
603323.SH	苏农银行	1.0%	0.8%	1.7%	0.3%
002839.SZ	张家港行	0.4%	1.4%	1.8%	0.6%
	<b>大行</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.6%</b>	<b>0.3%</b>
	<b>股份行</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.7%</b>	<b>0.4%</b>
	<b>城商行</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.5%</b>	<b>0.4%</b>
	<b>农商行</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.4%</b>	<b>0.3%</b>
	<b>合计</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.6%</b>	<b>0.3%</b>

资料来源：公司财报，华泰证券研究所



### 监管高息产品：规范无序竞争，优化存款结构

**规范高息揽储行为，结构性存款量价齐跌。**2019年以来，监管加大对结构性存款的规范力度：5月银保监会开始排查高息揽储行为；10月结构性存款新规落地，结构性存款得到规范，明确了只有具备普通型衍生品资质的银行才可发行结构性存款；2020年3月央行颁布的存款新规中明确，将结构性存款保底收益率纳入自律管理范围，并将自律要求情况纳入MPA考核（即较基准利率，大行上浮不得超过30%，中小行不得超过50%）。监管趋严背景下，2020年2月中小银行结构性存款同比负增长，2020年新发行产品保本收益率较2019年也有较大的下行。

由于保底收益率已纳入自律管理范围，参考部分现存保底收益率超过MPA利率考核标准的1年期结构性存款产品，其保底收益率需下行5bp-205bp。考虑部分产品结构性存款符合考核标准，且有部分银行已大幅降低结构性产品的保本收益率（如中国银行保底收益率已下降超过1.5pct），我们预计结构性存款产品定价至少仍有50bp左右的下降空间。由于上市银行基本未单独披露结构性存款余额，因此利用央行信贷收支表的数据估算上市银行结构性存款余额（央行公布的结构性存款余额/（央行公布的结构性存款+定期及其他存款）×上市银行定期存款余额）。我们预计若结构性存款下降50bp，则可缓释上市银行净息差压力1.9bp，其中城商行缓解幅度最大，达到2.8bp。

图表41：部分保底收益率超过MPA考核标准的现存1年期结构性存款产品

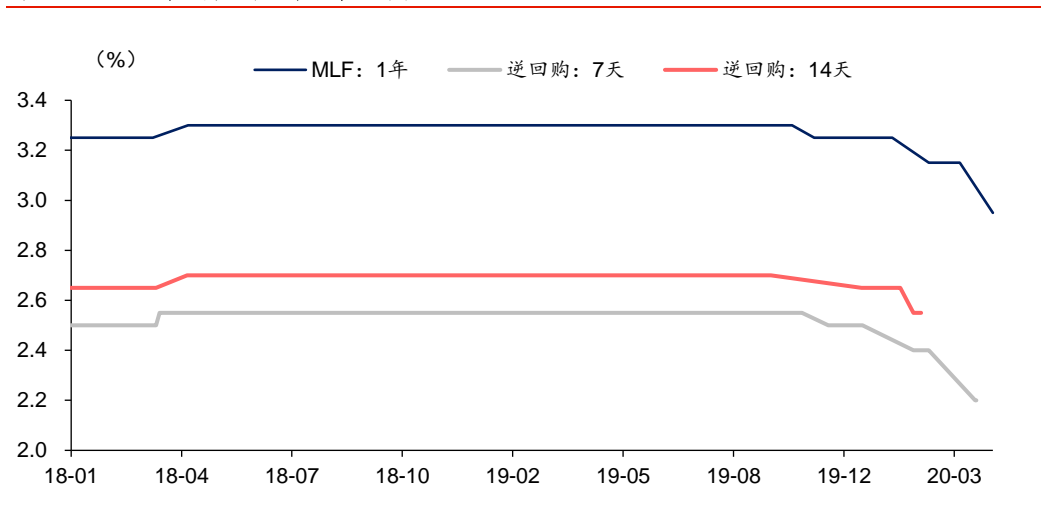
	保底收益率	最高收益率	发行日	MPA利率上限要求
农业银行	4.00%	4.10%	2019年7月发行	1.95%
中国银行	2.00%	5.90%	2020年4月发行	1.95%
	3.50%	3.60%	2019年12月发行	1.95%
	3.95%	4.05%	2019年12月发行	1.95%
邮储银行	2.50%	3.60%	2019年7月发行	1.95%
常熟银行	3.76%	4.16%	2019年8月发行	2.25%

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

### 政策利率：仍有下调空间，加大投放力度

央行可通过降低OMO、MLF利率、增加MLF投放、并提升再贷款再贴现额度等方式，缓释银行负债端成本。定价方面，2020年以来7天逆回购操作利率和1年期MLF利率均下行30bp。2月支农支小再贷款利率也下降25bp。考虑到疫情对全球经济的冲击，假设OMO、MLF利率再下降20bp，我们预计可缓释上市银行净息差压力0.5bp左右。数量方面，央行可加大MLF投放，以及定向增加再贷款再贴现额度等方式，一方面直接替换银行高成本负债，另一方面通过提升银行负债端向央行借款科目占比，增强政策利率（OMO、MLF利率）调整对银行负债端成本的缓释作用。此外，由于市场利率主要参考OMO/MLF利率，因此，下调OMO/MLF利率可引导市场利率下行。

图表42：2019年8月以来政策利率不断下调



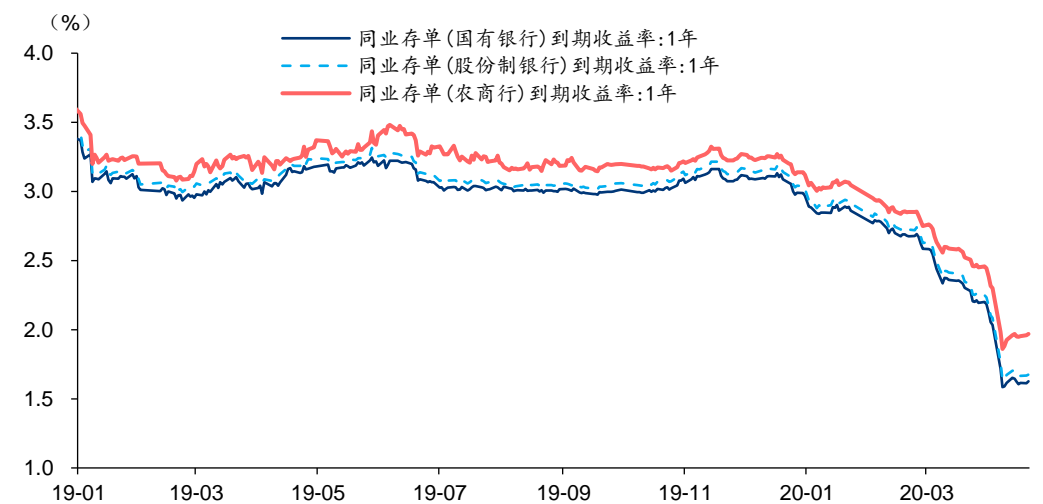
资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

**市场利率：近期下行明显，把握配置窗口期**

**同业负债：定价下行较明显，部分银行可增配**

**同业市场利率快速下行，部分银行可增配同业负债。**受疫情影响，各国陆续出台宽松货币政策，2020 年 2 月以来市场利率显著下降。虽然央行提出暂不考虑放松同业负债占比不超过 1/3 的规定，但由于上市银行同业负债基本均未达到总负债的 1/3，因此可把握低利率窗口期，增配同业负债以降低负债端成本。国有大行由于同业负债占比较低(不足 10%)，其增配空间更大。同业负债利率的参考利率为 OMO、MLF 利率，后续下降幅度预计与政策利率相同。假设后续同业负债利率下降幅度为 20bp，我们预计可贡献上市银行净息差 3.1bp (同业负债中包括同业存单)。由于城商行同业负债占比较高，因此同业负债利率下行，城商行受益更为明显，净息差改善幅度达到 5.7bp。

**图表43： 2020 年以来商业银行同业存单到期收益率快速下行**



资料来源：中证指数公司，华泰证券研究所

**应付债券：特色债有望放量，锁定中长期成本**

**低利率窗口期锁定中长期成本，重点发力特色金融债。**应付债券利率同样为市场利率，近期显著下行，银行把握低利率窗口期，发债锁定中长期成本。2020 年一季度商业银行发行 24 只普通金融债，规模为 1673 亿元，同比+60%，发债规模明显上升。其中小微金融债 16 只，金额达到 1315 亿元，同比+89.2%，特色金融债放量更为明显。3 月 31 日，国常会提出支持金融机构发行 3000 亿元小微金融债支持抗疫，预计 2020 年特色金融债有望持续放量。应付债券利率参考 OMO/MLF 利率，假设应付债券利率同样下行 20bp，上市银行净息差可提升 0.6bp，股份行和城商行由于应付债券占比较高，净息差提升幅度略高于行业水平。

**图表44： 2019 年末特色金融债券余额、数量以及相关政策**

	余额 (亿元)	数量 (只数)	有关政策	政策内容
绿色金融债	3497	101	央行公告〔2015〕第 39 号	发行要求：最近一年盈利，具有良好的公司治理机制等
小微金融债	2124	52	银监发〔2011〕94 号、 银发〔2018〕162 号	发行要求：连续三年盈利，小型微型企业贷款增速应不低于全部贷款平均增速，增量应高于上年同期水平等。； 放宽发行条件，7 月国常会明确豁免连续盈利要求
三农金融债	136	18	银监发〔2013〕39 号	发行要求：连续三年盈利，上一年度监管评级为 3 级及以上，最近两年涉农贷款年度增速高于全部贷款平均增速或增量高于上年同期水平等。
双创金融债	88	8	银办发〔2019〕161 号	鼓励商业银行发行双创金融债券增加双创领域信贷投放，发挥各类创新主体的创造潜能，支持经济结构调整和产业升级。
合计	5845	179		

资料来源：中国人民银行，银保监会，Wind，华泰证券研究所

### 测算：中小行更受益，城商行最为突出

根据我们的假设，银行各项负债成本下行可贡献净息差 10-20bp 左右。2020 年以来，政策已通过降准、降低政策利率（OMO、MLF 等）、降低超额准备金利率、规范银行高息揽存行为等方式为银行降成本，我们测算上述措施可缓解息差压力 10bp 左右，若叠加市场利率下行，预计缓解息差压力共 20bp 左右。我们认为未来政策仍有一定空间，可通过降准、降存款基准利率、降低政策利率等方式为银行继续降低负债端成本。综合上述各负债科目利率下降幅度假设，不考虑重定价因素，并假设利率传导到位（定期存款大部分可在 1 年内完成重定价），我们预计乐观、中性情形下，上市银行负债端成本下行分别可贡献净息差 20bp、12bp 左右。分银行类型来看，中小行由于负债端结构灵活，且负债端成本下降空间更大，两种情形下净息差提升幅度均高于大行 5bp 左右。城商行由于定期存款占比、同业负债占比均较高，净息差提升幅度均最高。

图表45：上市银行负债端成本下降对净息差影响测算（单位：bp）

证券简称	降准 50bp	结构性存款 降 50bp	政策利率 降 20bp	同业负债 降 20bp	应付债券 降 20bp	乐观		中性		合计
						定期存款基准利率降 25bp+	活期存款基准利率降 5bp	合计	定期存款基准利率降 10bp	
工商银行	0.9	1.6	0.0	1.9	0.6	10.9	15.9	3.6	8.6	
建设银行	0.8	1.6	0.4	1.8	0.5	11.1	16.2	3.6	8.8	
农业银行	0.8	1.5	0.4	1.7	0.7	10.3	15.4	3.2	8.3	
中国银行	0.6	1.1	0.9	2.5	0.6	7.8	13.6	2.5	8.3	
交通银行	0.7	1.8	1.0	4.2	0.8	11.4	19.9	4.0	12.5	
邮储银行	1.1	2.7	0.0	0.7	0.2	16.5	21.1	6.0	10.6	
招商银行	0.9	1.9	1.0	3.5	0.5	9.5	17.4	3.0	10.9	
中信银行	0.8	2.3	0.8	4.5	0.8	10.5	19.7	3.7	12.9	
浦发银行	0.8	2.2	0.6	5.9	0.9	9.8	20.2	3.5	13.8	
民生银行	0.8	2.8	0.8	5.7	0.8	12.0	22.9	4.4	15.3	
兴业银行	0.8	2.9	0.7	7.4	0.6	12.8	25.2	4.6	17.1	
光大银行	0.8	3.1	1.1	3.9	0.8	13.1	22.8	4.9	14.5	
平安银行	1.1	3.0	0.8	3.7	0.7	13.0	22.4	4.7	14.0	
华夏银行	0.7	2.1	1.0	5.6	0.8	9.3	19.4	3.3	13.4	
浙商银行	1.0	3.2	0.0	5.8	0.8	13.8	24.6	5.1	15.9	
北京银行	0.7	1.8	0.6	5.7	0.7	8.4	17.8	2.8	12.3	
江苏银行	1.0	3.0	1.3	6.0	0.7	13.1	25.2	4.8	16.8	
上海银行	0.9	3.4	1.1	8.2	0.2	14.7	28.5	5.4	19.2	
南京银行	1.1	4.0	1.2	3.9	1.3	16.9	28.5	6.4	18.0	
宁波银行	1.3	4.0	0.5	4.7	1.4	17.8	29.8	6.3	18.3	
杭州银行	1.0	2.7	1.3	5.5	0.5	12.4	23.4	4.3	15.3	
成都银行	1.0	2.1	0.9	4.0	0.2	10.3	18.4	3.3	11.3	
贵阳银行	1.0	3.1	0.5	5.6	0.6	13.7	24.5	5.0	15.8	
长沙银行	1.0	2.8	0.3	5.3	0.5	12.8	20.8	4.5	13.5	
郑州银行	0.9	2.5	0.2	6.9	0.4	10.9	21.9	4.0	15.1	
青岛银行	0.7	1.6	0.7	6.1	1.2	7.7	18.0	2.5	12.8	
西安银行	0.9	2.1	0.3	4.9	0.3	10.0	18.4	3.3	11.6	
苏州银行	0.6	2.3	0.1	5.1	0.3	9.9	17.6	3.6	11.6	
渝农商行	0.7	2.3	0.5	4.3	0.3	10.1	18.2	3.7	11.8	
青农商行	1.0	3.0	0.2	5.4	0.3	14.2	19.1	4.8	12.5	
紫金银行	1.3	3.3	0.1	8.3	0.4	15.2	33.4	5.2	20.7	
无锡银行	1.0	3.0	0.2	1.6	0.6	12.9	19.4	4.7	11.1	
常熟银行	1.4	3.2	0.4	2.8	0.3	13.8	21.8	5.0	13.0	
江阴银行	1.0	2.4	0.6	3.0	0.2	11.2	18.4	3.9	11.1	
苏农商行	1.0	2.6	0.3	3.6	0.2	11.8	19.4	4.1	11.8	
张家港行	0.9	4.0	0.4	2.7	0.3	16.3	24.6	6.3	14.6	
<b>大行</b>	<b>0.8</b>	<b>1.6</b>	<b>0.4</b>	<b>2.0</b>	<b>0.6</b>	<b>10.8</b>	<b>16.2</b>	<b>3.6</b>	<b>9.0</b>	
<b>股份行</b>	<b>0.8</b>	<b>2.5</b>	<b>0.8</b>	<b>5.1</b>	<b>0.7</b>	<b>11.3</b>	<b>21.3</b>	<b>4.0</b>	<b>14.0</b>	
<b>城商行</b>	<b>0.9</b>	<b>2.8</b>	<b>0.8</b>	<b>5.7</b>	<b>0.7</b>	<b>12.4</b>	<b>23.3</b>	<b>4.4</b>	<b>15.3</b>	
<b>农商行</b>	<b>0.9</b>	<b>2.7</b>	<b>0.4</b>	<b>4.2</b>	<b>0.3</b>	<b>11.8</b>	<b>19.9</b>	<b>4.2</b>	<b>12.5</b>	
<b>上市银行</b>	<b>0.8</b>	<b>1.9</b>	<b>0.5</b>	<b>3.1</b>	<b>0.6</b>	<b>11.0</b>	<b>19.6</b>	<b>3.8</b>	<b>11.7</b>	

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

## 投资建议：降成本导向明确，建议关注股份行

政策力度加大，推荐负债成本改善最快的股份行。4月17日政治局会议提出要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，说明仍有较大的政策空间，我们预计后续降准、基准利率调整、再贷款再贴现等政策将陆续出台。看好逆周期调节环境下的银行股战略配置机会，个股首推股份行（负债端改善动力更足，同业负债占比高、高息存款较多），如兴业银行、招商银行、平安银行、光大银行，战略配置特色小行常熟银行、成都银行。

## 风险提示

1. 经济下行超预期。我国经济依然稳中向好，但受外需和内需影响，企业融资需求情况值得关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率仍在下行，但资产质量可能因疫情等外部因素而出现波动。



## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈娟，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师沈娟本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。



### 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

### 评级说明

#### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

### 华泰证券研究

#### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司