

## 宏观动态跟踪报告

## 对存款利率走向的四层理解

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号  
S1060522100001  
ZHANGLU150@pingan.com.cn



## 事项：

2023年4月初多家农商行密集发布下调存款挂牌利率的通知。本文从改革、动因、催化、基准四个方面提出我们对当前存款利率走向的理解。

## 平安观点：

- 1、本次商业银行下调存款“挂牌利率”，是2021年以来存款利率市场化改革进程的一部分。2021年6月以来存款利率市场化改革经历了“四步走”：1) 2021年6月21日，调整存款利率“自律上限”，使得2年期存款利率上限降低约30bp，3年和5年期存款利率上限降低约60bp。2) 2022年4月，建立存款利率市场化调整机制，参考10年期国债收益率和1年期LPR。3) 2022年9月15日，大行调整存款“挂牌利率”。此后，中小银行跟进调整节奏不一，本次多家银行的存款利率下调即是其中一部分。4) 2023年4月10日，市场利率定价自律机制发布“合格审慎评估实施办法（2023年修订版）”，存款利率的市场化调整挂钩MPA考核，具有了惩罚性。
- 2、推动存款利率市场化调整，已成为目前进一步降低融资成本、增强金融支持实体经济持续性的关键点。三组数据表明了这一点：1、从企业融资成本与投资回报率的比较来看，贷款利率降幅已经不小；2、商业银行净息差大幅收窄，成为压制银行信贷投放意愿的重要因素；3、商业银行净息差大幅压缩的原因关键在于存款成本刚性问题。注意到，2020年以来的存款成本刚性问题不仅存在于城商行和农商行，而是在国有大行和股份制银行也未呈现有效降低。银行存款大量从活期转为定期，也使得商业银行的存款成本压力更大，从而强化了降低存款利率的内在要求。
- 3、银行理财进入“真净值化”时代，使得商业银行存款竞争的环境得以缓和，令下调存款利率成为可能。随着监管对影响理财“真净值化”的漏洞打上补丁，2022年以来银行理财的净值化转型得到了质的推进。2022年11月债券市场急剧调整，理财产品大面积跌破净值。此次波动打破了长期以来投资者对银行理财保本、刚兑的预期，使得一批追求资产稳健保值的保守型资金开始考虑转向银行存款。2021年12月开始，金融机构各项存款余额的同比增速出现快速拉升。在存款更加充裕的背景下，金融机构调降存款利率的意愿和动力增强。
- 4、存款利率市场化改革可能成为2023年降低融资成本的主要侧重点。但央行不太可能下调存款基准利率，而有望推出挂钩短、中期政策利率的存款利率“锚”，且下调活期、2年期和3年期定期存款利率或处于第一优先级。1) 2015年末放开存款利率浮动后，存、贷款基准利率已逐渐淡出货币政策舞台；2) 人民银行在多个场合表示“存款基准利率作为整个利率体系的‘压舱石’，要长期保留”。若调降存款基准利率，则会形成负的存款实际利率，可能给我国一直实行的“正常货币政策”造成争议；3) 从中美利差比较的角度，降低存款基准利率可能遭致中美利率倒挂和资本外流的担忧。

2023年4月初多家农商行密集发布下调存款挂牌利率的通知，本文从改革、动因、催化、基准四个方面提出我们对当前存款利率走向的理解。

我们认为：1、本次商业银行下调存款“挂牌利率”，是2021年以来存款利率市场化改革进程的一部分；2、推动存款利率市场化调整，已成为目前进一步降低融资成本、增强金融支持实体经济持续性的关键点；3、银行理财进入“真净值化”时代，使得商业银行存款竞争的环境得以缓和，令下调存款利率成为可能；4、存款利率市场化改革可能成为2023年降低融资成本的主要侧重点。我们认为，央行不太可能下调存款基准利率，而有望推出挂钩短、中期政策利率的存款利率“锚”，且下调活期、2年期和3年期定期存款利率或处于第一优先级。

## 一、2021年以来存款利率改革的“四步走”

2015年10月24日，人民银行在“双降”的同时，决定放开金融机构活期存款、一年以内（含一年）定期存款、协定存款、通知存款利率上限，加上2015年8月已放开金融机构一年以上（不含一年）定期存款利率浮动上限，这次改革宣告了存款利率市场化改革在形式上走完最后一程。

此后，为避免金融机构恶性竞争存款抬高融资成本，存款利率定价通过人民银行指导下的“市场利率定价自律机制”进行协调，保持了对存款利率的上限管理。存款自律上限采用“基准利率\*倍数”形式，截至2021年6月，国有大行的存款利率上限为“基准利率\*1.4倍”，其它银行为“基准利率\*1.5倍”。

2021年6月以来存款利率市场化改革经历了“四步走”，对于降低存款利率的效果较为显著：

1、2021年6月21日，调整存款利率“自律上限”。市场利率定价自律机制将存款自律上限由“基准利率\*倍数”形式优化为“基准+基点”形式，以纠正按倍数确定上限的“杠杆效应”，帮助降低长期存款利率。这项改革，使得2年期存款利率上限降低约30bp，3年和5年期存款利率上限降低约60bp。

2、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。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。

这项机制的建立对银行的指导是“柔性的”。尽管2022年初LPR调降10bp，按照新机制存款利率应有调整空间，但当时中小银行下调存款利率的动力并不强，最终通过监管向大行窗口指导，4月下旬国有大行和大部分股份制银行下调了一年以上期限定期存款和大量存单利率10bp，部分地方法人机构跟进。央行在2022年一季度货币政策执行报告中披露，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10个基点。

图表1 国有大行2021年6月调整存款利率自律上限，2022年9月调整挂牌利率

国有大行，%	活期	3个月	6个月	1年	2年	3年	5年
存款基准利率	0.35	1.10	1.30	1.50	2.10	2.75	-
2021年6月前自律上限 基准利率*1.4	0.49	1.54	1.82	2.10	2.94	3.85	3.85
2021年6月自律上限调整 基准利率+基点	0.45	1.60	1.80	2.00	2.60	3.25	3.25
自律上限调整幅度(bp)	-4	6	-2	-10	-34	-60	-60
2021年6月前挂牌利率 以建行为例	0.30	1.35	1.55	1.75	2.25	2.75	2.75
2022年9月挂牌利率 以建行为例	0.25	1.25	1.45	1.65	2.15	2.60	2.65
挂牌利率调整幅度(bp)	-5	-10	-10	-10	-10	-15	-10
挂牌利率比基准利率上浮(bp)	-10	15	15	15	5	-15	

资料来源: wind, 平安证券研究所

3、2022年9月15日，调整存款“挂牌利率”。在8月1年期LPR调降5bp的背景催化下，国有大行和招商银行同日发布公告，调降各期限存款“挂牌利率”。其中，活期存款挂牌利率下调5bp、2年期及以下和5年期均下调10bp、3年期下调15bp。需要注意的是，“挂牌利率”是各家商业银行根据自身情况，在储蓄所挂牌公示的利率，相当于实际执行存款利率的下限。挂牌利率大幅低于自律上限，譬如，2021年6月改革之前，国有大行的3年期存款挂牌利率要比自律上限低110bp。

图表2 其它银行2021年6月、2022年9月存款利率调整情况

其它银行，%	活期	3个月	6个月	1年	2年	3年	5年
存款基准利率	0.35	1.10	1.30	1.50	2.10	2.75	
2021年6月前自律上限 基准利率*1.5	0.53	1.65	1.95	2.25	3.15	4.13	4.13
2021年6月自律上限调整 基准利率+基点	0.55	1.85	2.05	2.25	2.85	3.50	3.50
自律上限调整幅度(bp)	2	20	10	0	-30	-63	-63
2021年6月前挂牌利率 以平安银行为例	0.30	1.40	1.65	1.95	2.50	2.80	2.80
2022年9月挂牌利率 以平安银行为例	0.25	1.30	1.55	1.85	2.40	2.65	2.70
挂牌利率调整幅度(bp)	-5	-10	-10	-10	-10	-15	-10
挂牌利率比基准利率上浮(bp)	-10	20	25	35	30	-10	

资料来源: wind, 平安证券研究所

这次大行率先调降存款挂牌利率后，中小银行跟进调整节奏不一。以农商行为例，广东南澳农商行在2022年9月28日就发布公告对存款利率进行大幅调整，2023年1月11日再次调降存款利率，两次调整对从活期到5年期存款利率累计调降幅度达到从3.5bp到80bp。另一种情况是近期受到广泛关注的，焦作解放农商行在2022年11月5日发布了下调存款挂牌利率的公告，但2023年1月1日为冲“开门红”而将1年、2年、3年期存款利率分别上调了35bp、30bp、45bp，4月10日该行再次发布公告将上述期限存款利率恢复到了去年11月5日水平。4月初下调存款挂牌利率的农商行多为此种情况。

图表3 农商行2022年9月以来存款利率调整情况举例

举例	%	活期	3个月	6个月	1年	2年	3年	5年
	存款基准利率	0.35	1.10	1.30	1.50	2.10	2.75	-
南澳农商行	2021年6月挂牌利率	0.385	1.65	1.95	2.25	2.85	3.50	3.85
	2022年9月挂牌利率	0.35	1.65	1.85	2.10	2.50	3.10	3.30
	2023年1月挂牌利率	0.35	1.60	1.80	2.05	2.45	3.05	3.05
	挂牌利率累计降幅(bp)	-3.5	-5	-15	-20	-40	-45	-80
解放农商行	2022年11月挂牌利率	0.25	1.40	1.65	1.90	2.40	2.85	3.00
	2023年1月挂牌利率	0.25	1.40	1.65	2.25	2.70	3.30	3.00
	2023年4月挂牌利率	0.25	1.40	1.65	1.90	2.40	2.85	3.00
	相比基准利率上浮(bp)	-10	30	35	40	30	10	

资料来源: wind, 平安证券研究所

4、2023年4月10日，存款利率的市场化调整或挂钩MPA考核。市场利率定价自律机制发布了“合格审慎评估实施办法（2023年修订版）”，在银行业存款类金融机构合格审慎评估指标的“定价行为”（共40分）项目中，除原有的竞争行为（20分）、各项存款付息率偏离度（20分）外，增加了“存款利率市场化定价情况”作为扣分项，银行1年、2年、3年、5年

定期存款和大量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，各期限累加计算，最多扣 20 分。该项评估结果同时运用于当季度的宏观审慎评估，这就使得存款利率的市场化调整具有了惩罚性，从本次多家农商行集中下调存款挂牌利率的时点来看，这可能是一个重要原因。

## 二、2020 年以来存款成本刚性问题凸显

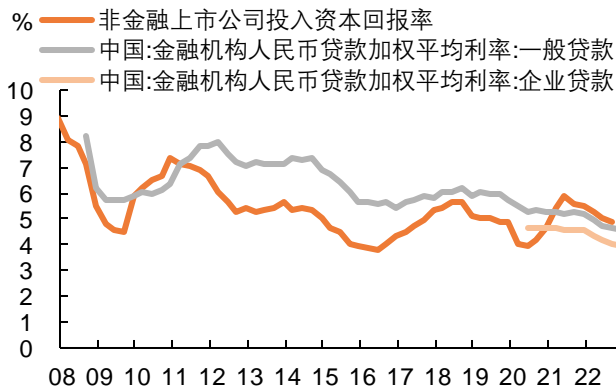
2022 年 9 月 23 日召开的中国人民银行货币政策委员会 2022 年第三季度例会中，将此前的“加强存款利率监管，着力稳定银行负债成本”替换为“发挥存款利率市场化调整机制重要作用”，将深化存款利率市场化改革摆在了更突出位置。2023 年 4 月 7 日召开的货币政策委员会 2023 年第一季度例会新增表述“存款利率市场化调整机制作用有效发挥”，意味着今年一季度商业银行的存款加权利率可能有所下降。

事实上，推动存款利率市场化调整，已成为目前进一步降低融资成本、增强金融支持实体经济持续性的关键点。以下三组数据表明了这一点：

1、从企业融资成本与投资回报率的比较来看，贷款利率降幅已经不小。2022 年以来，我国企业贷款加权平均利率显著下降，从 2021 年四季度的 4.57% 下降到 2022 年四季度的 3.97%，下降 0.6 个百分点。而在此期间，我们考察的非金融上市公司可比口径投入资本回报率（ROIC）从 2021 年四季度的 5.53% 下降到 2022 年第三季度的 4.87%，下降 0.66 个百分点。

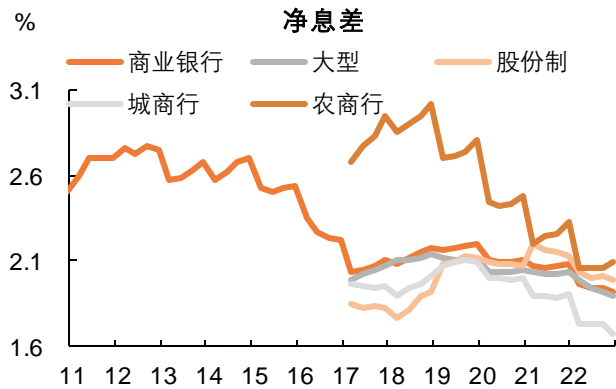
2、商业银行净息差大幅收窄，成为压制银行信贷投放意愿的重要因素。随着贷款利率的显著降低，商业银行净息差从 2021 年四季度 2.08% 的历史低位进一步降至 1.91% 的新低水平，且城商行和农商行的降幅尤其猛烈，这对于保持信贷投放的意愿和持续性开始构成威胁。

图表4 2022 年我国实际贷款利率大幅下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 2022 年商业银行净息差创历史新低

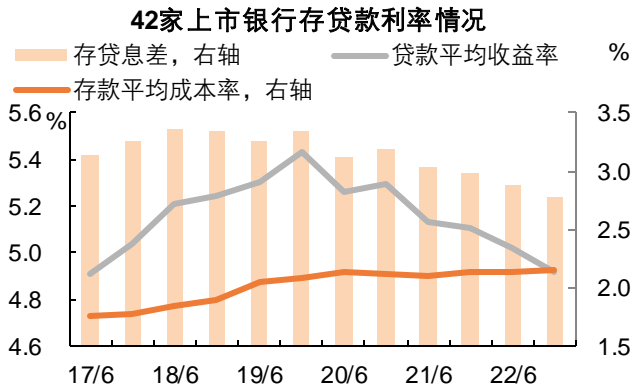


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3、商业银行净息差大幅压缩的原因，关键在于存款成本刚性问题。从上市银行数据来看，42 家上市银行算术平均的贷款平均收益率从 2019 下半年的 5.4%，下降到 2022 下半年的 4.9% 左右，但存款平均成本率一直在 2.1% 上方居高不下，使得存贷息差显著收窄。且存款成本刚性是商业银行负债成本高企的主要原因，这一时期上市银行的计息负债成本率是稳中有降的，侧面反映出同业负债、央行再贷款等其它负债成本趋于下行。



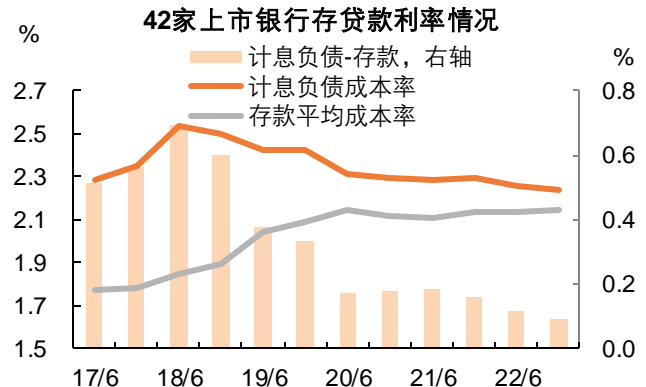
图6 2020年以来上市银行存款平均成本率居高不下



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 2022年年报数据以公布年报数据的24家上市银行环比推算

图7 2020年以来上市银行计息负债成本率稳中有降

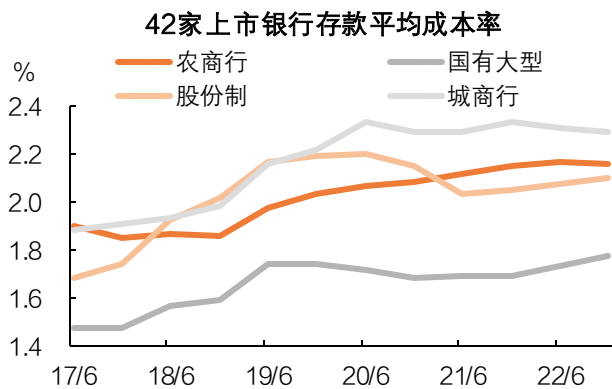


资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 2022年年报数据以公布年报数据的24家上市银行环比推算

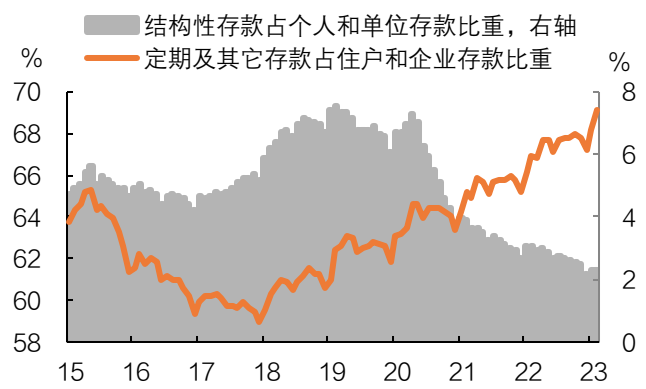
注意到，2020年以来的存款成本刚性问题不仅存在于城商行和农商行，而是在国有大行和股份制银行也未呈现有效降低。除了存款利率偏高以外，银行存款大量从活期转为定期，也使得商业银行的存款成本压力更大，从而强化了降低存款利率的内在要求。2018年以来，商业银行的住户和企业存款中，定期及其它存款的占比持续升高，从2017年底的59%上升到2022年底的67.2%。其中，结构性存款的式微成为一个重要的助推因素。结构性存款在定期存款的基础上嵌入了挂钩利率、汇率、指数等的金融衍生工具，使存款人在承担一定风险的基础上获得更高收益。但实际运行中，结构性存款被部分银行用作了高息揽储的工具，即将衍生品的行权条件设置为小概率的触发事件，使结构性存款几乎变为远高于同期存款利率水平的固定收益产品，从而在一定程度上对定期存款形成挤占。2019年10月18日银保监会发布《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》，此后从2020年5月开始，在监管要求下商业银行结构性存款被持续压缩，其在个人和单位存款中的占比从2020年4月7.26%的最高点，接连下降到2023年2月的2.31%。

图8 存款成本刚性问题在大型银行同样存在



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图9 2020年以来结构性存款压降加剧“活期转定期”



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 三、 银行理财“真净值化”是重要催化剂

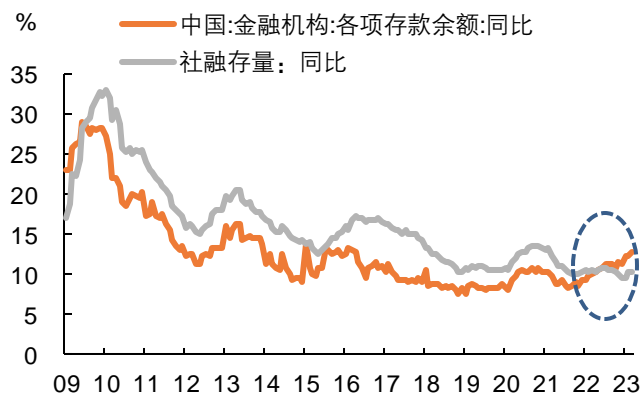
2021年底资管新规过渡期正式结束，银行理财进入“真净值化”时代。2022年11月由于债券市场急剧调整，理财产品大面积跌破净值，打破了银行理财稳定保本的预期，这在一定程度上为商业银行下调存款利率创造了条件。

2018年资管新规发布后，银行理财就开始逐步推进净值化转型，但在过渡期内，银行理财通过大举利用“摊余成本法”计价的方式，弱化了理财产品的净值波动。这主要通过两种产品模式来实现：一是发展现金管理类理财。其按照监管规定可以使用摊余成本法估值。2021年6月银保监会和人民银行正式出台《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》，对现金管理类理财产品的投资范围、投资负面清单、资产期限、组合期限、投资集中度等方面提出具体监管要求，将对现金管理类理财的监管与对货币基金的监管要求基本拉平，从而限制了银行理财借由现金管理类产品的扩张和假净值化问题。二是发展成本法委外产品。借助非银金融机构作为通道，为其提供以成本法估值，甚至调节收益、“资金池”运作的便利。2021年8月26日，监管对六家国有大行及其理财公司进行了两项重要安排：一是，资管新规过渡期结束后，不得再存续或新发以摊余成本计量的定期开放式理财产品；二是，除严格按照现行监管规定使用摊余成本计量外，理财产品（除现金管理产品）自2021年9月1日之后新增的直接和间接投资的资产，均应优先使用市值法进行公允价值计量，暂不允许对除未上市企业股权外的资产采用成本法估值，已适用成本法估值的理财产品存量资产应于10月底前完成整改。随着监管对这两项影响理财“真净值化”的漏洞打上补丁，银行理财的净值化转型得到了质的推进。

2022年11月债券市场急剧调整，理财产品大面积跌破净值，理财产品遭到大规模赎回，与债市波动形成正反馈放大效应。到2022年12月底，银行理财产品资金余额从年中的29.15万亿，显著下降至27.65万亿。经过此次波动，打破了长期以来投资者对银行理财保本、刚兑的预期，使得一批追求资产稳健保值的保守型资金开始考虑转向真正固定利率的银行存款。2021年12月开始，金融机构各项存款余额的同比增速出现快速拉升。此前存款余额增速与社融存量增速是稳定正相关的，且存款增速一直相对较低，而此番存款增速反超社融增速，并在2022年11月到今年3月与社融增速呈现出持续拉大的正向剪刀差。我们认为，近来存款余额增速拉升的主要原因正在于资金从银行理财的回流。

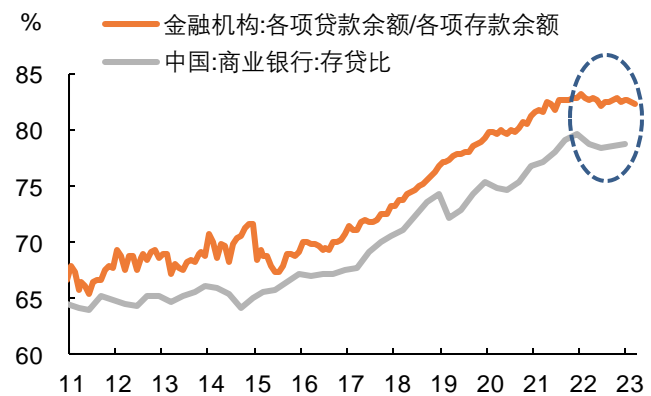
在存款更加充裕的背景下，金融机构调降存款利率的意愿和动力增强。2022年以来，商业银行存贷比（人民币贷款余额/存款余额）从高位有所回落，意味着商业银行一直紧张的存款竞争环境有所缓和，这可能是2022年9月以来中小银行跟随大行调降存款利率的内在原因之一。

图表10 2021年12月开始金融机构存款余额增速拉升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 2022年以来商业银行存贷比从高位有所回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 四、再讨论：存款基准利率会下调么？

目前商业银行下调存款挂牌利率，既是面对息差收窄的必要之举，也是理财净值化整改后的适时而动。我们认为，存款利率市场化改革可能成为2023年“推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降”（一季度货币政策例会新增表述）的主要侧重点，但央行统一下调存款基准利率的可能性不大。

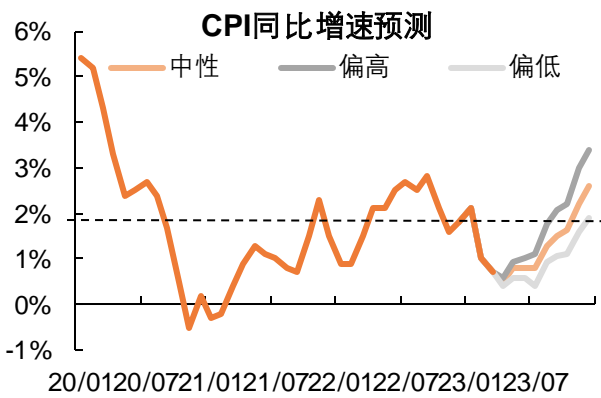
首先，2015年末放开存款利率浮动后，存、贷款基准利率已逐渐淡出货币政策舞台。贷款方面启用了挂钩中期政策利率MLF的贷款市场报价利率（LPR），存款方面目前提出参考10年国债收益率和1年期LPR，可以认为是个过渡形态。相比于回头再调存款基准利率，未来推出挂钩短、中期政策利率的存款利率“锚”的可能性更大。

其次，人民银行在多个场合表示“存款基准利率作为整个利率体系的‘压舱石’，要长期保留”，从作为压舱石的角色来说需要谨慎下调。目前1年期存款基准利率为1.5%，而2012年以来我国CPI年度增长一直在2%附近波动。尽管3月CPI只有0.7%，但我们预测下半年将重新上行回到2%附近。若调降存款基准利率，则会形成负的存款实际利率，可能给我国一直实行的“正常货币政策”带来争议。

再次，从中美利差比较的角度，降低存款基准利率可能遭致中美利率倒挂和资本外流的担忧。随着美联储大幅快速加息，美国大额存单(CD)利率已升至2009年以来最高水平，截至2023年2月其6个月、1年期存单利率分别达到0.98%和1.45%，相比中国同期定期存款利率仅低32bp和5bp。

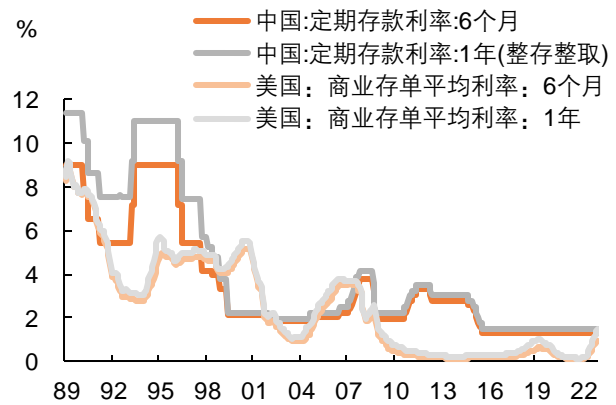
目前，我国大型银行的活期存款挂牌利率比基准利率要低10bp、3年期存款挂牌利率比基准利率低15bp，2年期存款挂牌利率仅高于基准利率5bp。与当前市场利率曲线比较，存款基准利率在2年、3年期上明显陡峭。因此，我们认为如果央行后续推出新的存款利率“锚”，则下调活期存款利率、2年期和3年期定期存款利率或处于第一优先级。

图表12 预计今年下半年我国CPI同比将重新回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 美国存款利率已与中国存款基准利率接近



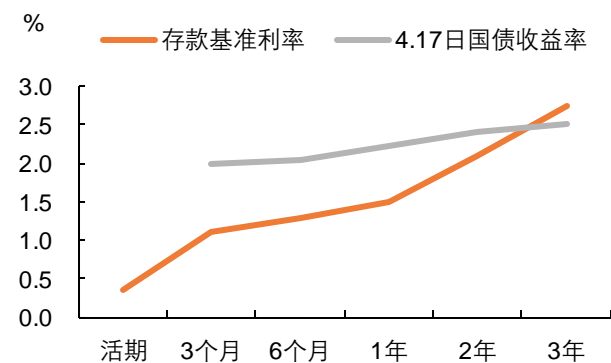
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 代表性银行挂牌利率相比基准利率上浮幅度

	基准利率(%)	挂牌利率上浮 (bp)		
		建设银行	平安银行	解放农商行
活期	0.35	-10	-10	-10
3个月	1.10	15	20	30
6个月	1.30	15	25	35
1年	1.50	15	35	40
2年	2.10	-5	30	30
3年	2.75	-15	-10	10

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 存款基准利率在2年、3年期限上较为陡峭



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033