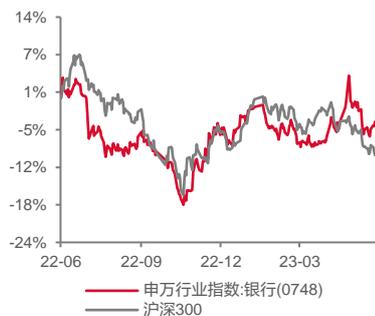


2023年06月13日

标配

证券分析师

王鸿行 S0630522050001
whxing@longone.com.cn



相关研究

1. 贷款利率易稳而难升——银行业主题周报 (2023/05/08-2023/05/28)
2. 行业净息差或已过低点——银行业主题周报 (2023/04/03-2023/05/07)
3. 收入增速与信用成本降至近年低位——银行业主题周报 (2023/03/13-2023/04/02)

新一轮存款降息应对存款形势之变

——银行业主题周报 (2023/05/29-2023/06/13)

投资要点:

➤ 本期主题: 新一轮存款降息应对存款形势之变

➤ 上市银行数据显示, 2020-2021年降息影响下, 存贷款成本率表现为“贷款下降、存款刚性”的不对称局面, 即贷款利率降幅较大, 而存款利率仅微幅下降或保持不变。这一不对称局面在2022年升级为“贷款下降, 存款上升”的背离局面。

➤ 2022年总存款成本率上升的第一个原因在于存款结构变化。2022年个人存款和定期存款增速明显高于公司存款和活期存款, 导致前两者占比上升、后两者占比下降, 由于前两者平均成本率更高, 占比上升将助推总存款成本率上升。背后的宏观解释或在于: 房地产销售明显下降, 居民消费意愿降低, 抑制存款从居民部门向企业部门存款流动, 叠加企业投资生产活跃度变弱、居民理财回流存款等因素, 定期存款需求增加。这一变化在金融数据上亦有表现, 2022年M1与M2剪刀差趋于扩大。

➤ 2022年总存款成本率上升的第二个原因在于公司存款利率水平提升。虽然2022年4月与9月存款挂牌利率下调, 但效果主要体现在个人存款, 公司存款利率不降反升。原因或在于: 2022年居民存款强、对公存款弱的局面中, 银行对公司存款竞争或较为激烈, 助推公司存款利率上升。注意到, 公司活期存款平均成本率较定期存款上升更明显, 这或与活期存款“半定期化”(活期存款中协定存款、通知存款占比上升)有很大关系。

➤ 上述背景下理解, 5月协定、通知存款利率下调, 6月新一轮活期、定期存款利率再度下调则显得非常合理。据测算, 5-6月挂牌利率下调范围较广、幅度较大, 对息差压力缓解效果较为明显。以四大行为例, 存款成本率有望下降9.66bp, 对冲2022年存款成本率上行幅度(约7bp)后仍有2.66个百分点的下降空间, 净息差有望因此提升7.42bp。

➤ 结合当前的宏观形势, 新一轮存款降息不仅是对2022年存款形势的合理应对之策, 还是当前环境下逆周期调节的必要准备。我们此前指出, 较大息差压力削弱银行主动降低贷款利率意愿、利于贷款利率企稳, 宏观修复动能减弱抑制贷款利率回升(详见报告2023/5/29《贷款利率易稳而难升》), 背后反映实体经济与信贷供给端的矛盾。本轮存款利率下降将缓解这一矛盾, 利于发挥逆周期调节空间。6月13日央行易将7日逆回购操作利率从2.00%下降至1.90%。根据政策利率变动一般触发LPR变动的经验, 6月LPR大概率将随政策利率下降, 这意味着银行业净息差边际改善或将低于我们此前预期。

➤ 投资建议: 关注积极因素积累对修复行情的催化

宏观经济复苏是我们看好银行板块的底层逻辑, 并建议依据PMI与市场利率等指标来把握板块行情。4月PMI明显转弱, 但银行板块在低估值国有行及股份制银行的带动下仍然表现强势, 体现银行板块中国特色估值体系属性。5月中旬以来, 前期表现良好的低估值国有行及股份制银行明显回落, 体现经济数据较弱及资产质量担忧情绪上升。当前估值处于历史低位, 关注积极因素积累对修复行情的催化: 1) 新一轮存款降息将缓解净息差压力; 2) 政策加码缓解信用风险担忧情绪。我们建议重点关注经济发达地基本面良好的区域性银行: 常熟银行、宁波银行、苏州银行、江苏银行。

➤ **风险提示:** 地产领域风险明显上升; 宏观经济快速下行; 宏观经济低迷触发连续降息; 东部地区信贷需求明显转弱。

正文目录

1. 新一轮存款降息应对存款形势之变	4
2. 投资建议：关注积极因素积累对修复行情的催化.....	6
3. 行情回顾与估值跟踪	6
4. 风险提示	9

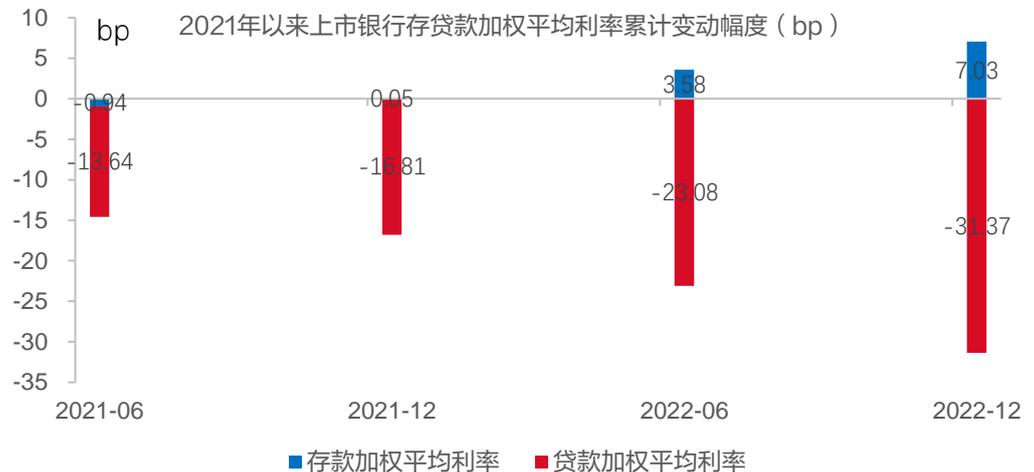
图表目录

图 1 2022 年，存贷利率趋势由“贷款下降、存款刚性”演变为“贷款下降、存款上升”.....	4
图 2 2022 年个人存款与定期存款占比上升，M2-M1 增速剪刀差趋于扩大	4
图 3 2022 年降息效果主体体现在个人存款，公司存款成本率不降反升	5
图 4 区间行情跟踪（2023/05/29-2023/06/13）.....	7
图 5 银行板块估值跟踪（截至 2023/06/13）.....	8
表 1 测算 5-6 月存款降息约降低四大行存款成本 9.66bp，提升净息差 7.42bp.....	5

1.新一轮存款降息应对存款形势之变

上市银行数据显示，2020-2021 年降息影响下，存贷款成本率表现为“贷款下降、存款刚性”的不对称局面，即贷款利率降幅较大，而存款利率仅微幅下降或保持不变。这一局面在 2022 年升级为“贷款下降，存款上升”的背离局面。

图1 2022 年，存贷利率趋势由“贷款下降、存款刚性”演变为“贷款下降、存款上升”

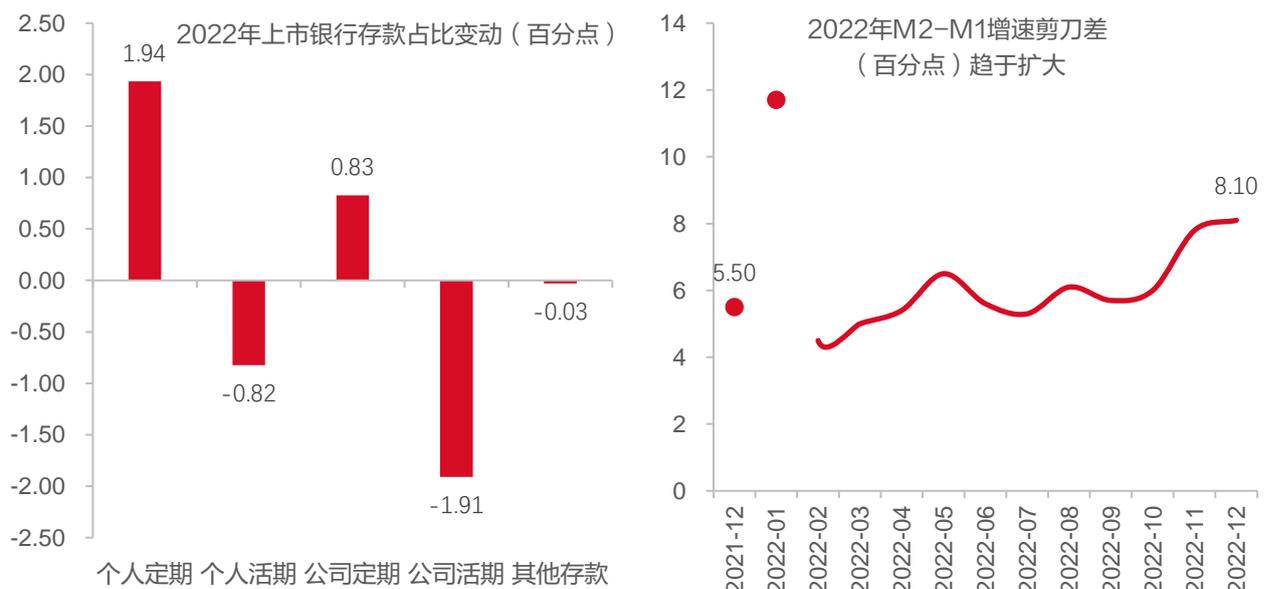


资料来源：各上市银行定期报告，东海证券研究所整理

2022 年总存款成本率上升的第一个原因在于存款结构变化。2022 年个人存款和定期存款增速明显高于公司存款和活期存款，导致前两者占比上升、后两者占比下降，由于前两者平均成本率更高，占比上升将主动总存款成本率上升。

背后的宏观解释或在于：房地产销售明显下降，居民消费意愿降低，抑制存款从居民部门向企业部门存款流动，叠加企业投资生产活跃度变弱、居民理财回流存款等因素，定期存款需求增加。这一变化在金融数据上亦有表现，2022 年 M1 与 M2 剪刀差趋于扩大。

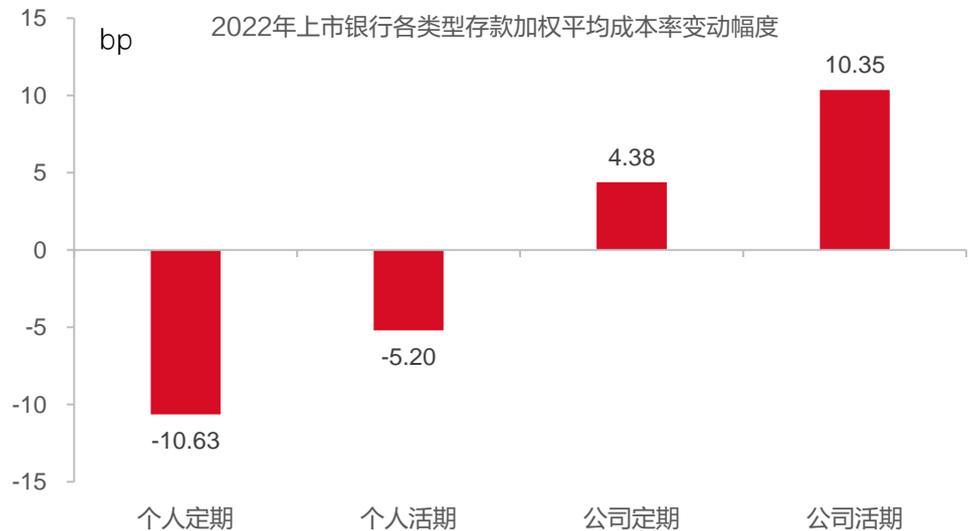
图2 2022 年个人存款与定期存款占比上升，M2-M1 增速剪刀差趋于扩大



资料来源：各上市银行定期报告，人民银行，东海证券研究所整理

2022 年总存款成本率上升的第二个原因在于公司存款利率水平提升。虽然 2022 年 4 月与 9 月存款挂牌利率下调，但效果主要体现在个人存款，公司存款利率不降反升。原因或在于：2022 年居民存款强、对公存款弱的局面中，银行对公司存款竞争或较为激烈，助推公司存款利率上升。注意到，公司活期存款平均成本率较定期存款上升更明显，这与活期存款“半定期化”（活期存款中协定存款、通知存款占比上升）有很大关系。

图3 2022 年降息效果主体体现在个人存款，公司存款成本率不降反升



资料来源：各上市银行定期报告，东海证券研究所整理

上述背景下理解，5 月协定、通知存款利率下调，6 月新一轮活期、定期存款利率下调则显得非常合理。据测算，5-6 月挂牌利率下调范围较广、幅度较大，对息差压力缓解效果较为明显。以四大行为例，存款成本率有望下降 9.66bp，对冲 2022 年存款成本率上行幅度（约 7bp）后仍有 2.66 个百分点的下降空间，净息差有望因此而提升 7.42bp。

表1 测算 5-6 月存款降息约降低四大行存款成本 9.66bp，提升净息差 7.42bp

银行	6 月降息	5 月降息	合计	对净息差影响
工商银行	-5.18	-4.78	-9.97	7.68
建设银行	-5.21	-2.94	-8.15	6.11
农业银行	-5.23	-4.84	-10.07	8.09
中国银行	-4.50	-5.95	-10.45	7.79
均值	-5.03	-4.63	-9.66	7.42

资料来源：各上市银行定期报告，Wind，东海证券研究所

关键假设：(1) 6 月活期存款下降 5bp，一年以上定期存款下降 $(10+15)/2=12.5\text{bp}$ ；(2) 5 月协定存款通知存款降息后，企业活期存款利率降幅与 2022 年升幅相同

结合当前的宏观形势，新一轮存款降息不仅是对 2022 年存款形势的合理应对之策，还是当前环境下逆周期调节的必要准备。我们此前指出，较大息差压力削弱银行主动降低贷款利率意愿、利于贷款利率企稳，宏观修复动能减弱抑制贷款利率回升（详见报告 2023/5/29《贷款利率易稳而难升》），反映实体经济与信贷供给端的矛盾。本轮存款利率下降将缓解这一矛盾，利于发挥逆周期调节空间。6 月 13 日央行已将 7 日逆回购操作利率从 2.00% 下降至 1.90%。根据政策利率变动一般会触发 LPR 变动的规律，6 月 LPR 大概率将随政策利率下降，这意味着银行业净息差边际改善或将低于我们此前的预期。

2.投资建议：关注积极因素积累对修复行情的催化

宏观经济复苏是我们看好银行板块的底层逻辑，并建议依据 PMI 与市场利率等指标来把握板块行情。4 月 PMI 明显转弱，但板块在低估值国有行及股份制银行的带动下仍然表现强势，体现银行板块中国特色估值体系属性。5 月中旬以来，前期表现良好的低估值国有行及股份制银行明显回落，体现经济数据较弱及资产质量担忧情绪上升。当前估值处于历史低位，关注积极因素积累对修复行情的催化：1) 新一轮存款降息将缓解净息差压力；2) 政策加码缓解信用风险担忧情绪。我们建议重点关注经济发达地基本面良好的区域性银行。

常熟银行：尽管面对来自同行的竞争压力，一季度依然实现较快规模增长，此外，资产质量环比改善至历史最好水平，息差环比持平，明显好于同业。

宁波银行：在头部城商行手续费及佣金收入普遍下降的情况下，公司凭借较强的综合竞争力实现逆势增长。另外，公司净息差韧性较高，Q1 环比表现明显好于行业平均水平。

江苏银行：规模增长驱动收入较高增速，不良率与拨备覆盖率持续改善。

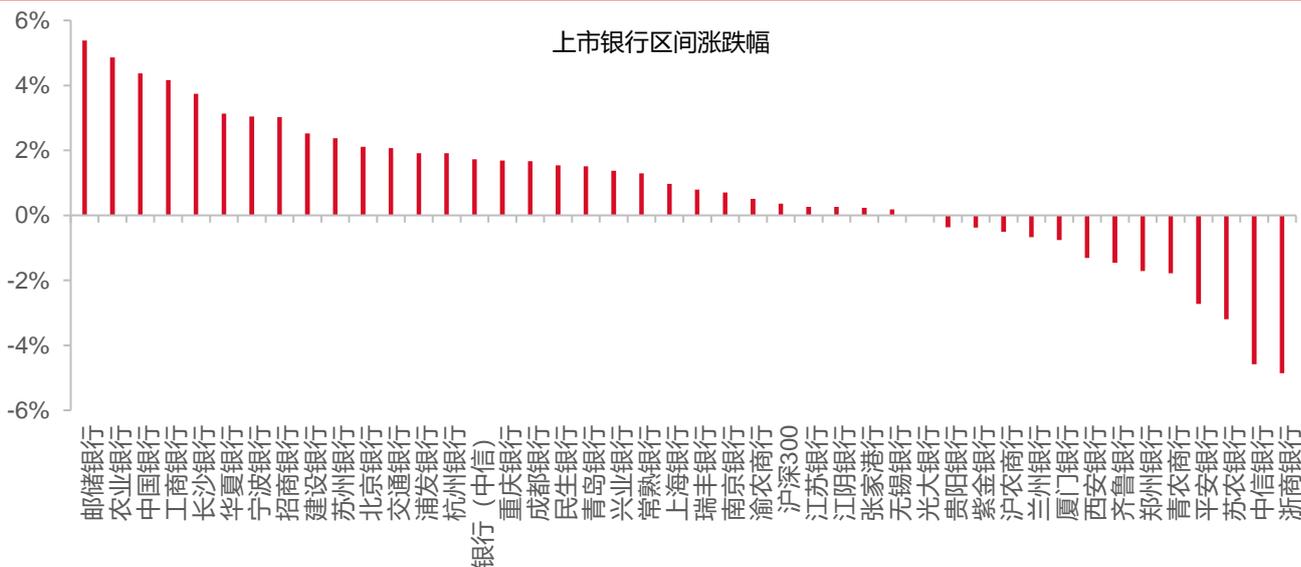
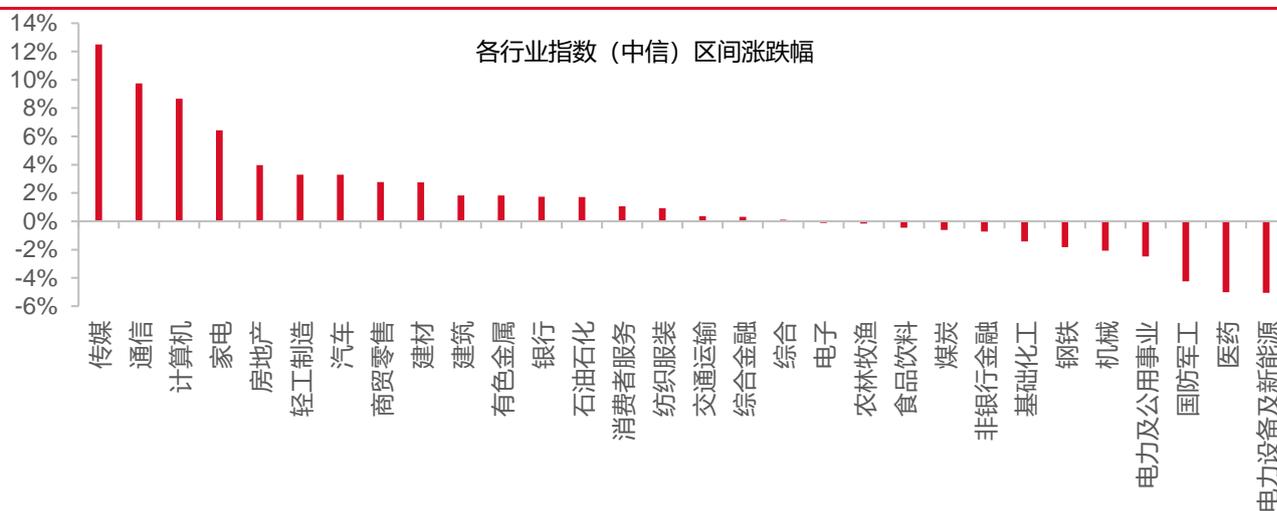
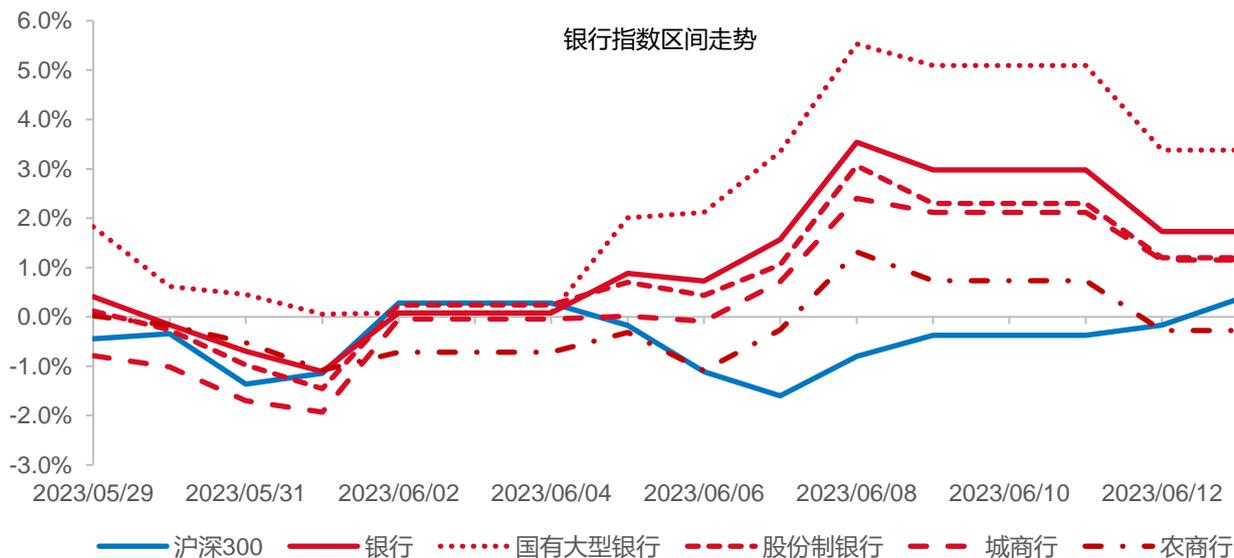
苏州银行：规模增长驱动收入较高增速，区域经济发达，资产质量扎实。

3.行情回顾与估值跟踪

2023/05/29-2023/06/13，银行指数（中信）上涨 1.73%，沪深 300 指数上涨 0.36%。子板块中，国有行、股份行、城商行、农商行指数分别+3.38%、+1.20%、+1.15%、-0.27%。邮储银行（+5.38%）、农业银行（+4.86%）、中国银行（+4.37%）、工商银行（+4.17%）、长沙银行（+3.74%）表现前五。

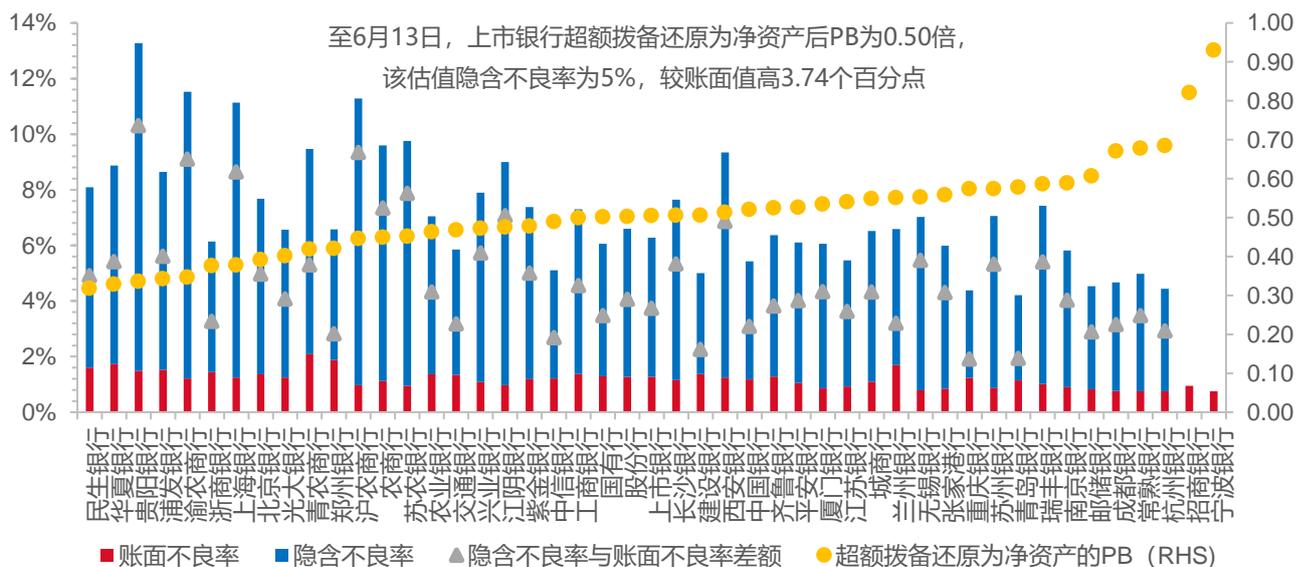
至 2023/06/13，银行指数（中信）PE(TTM)为 5.02 倍，PB(MRQ)为 0.57 倍，均位于历史低位附近。将超过不良余额部分的拨备还原为净资产后，上市银行整体 PB(MRQ)为 0.50 倍，该估值水平隐含不良率为 5%，较账面不良率高 3.74 个百分点。

图4 区间行情跟踪 (2023/05/29-2023/06/13)



资料来源: iFinD, 东海证券研究所

图5 银行板块估值跟踪 (截至 2023/06/13)



资料来源: iFinD, 东海证券研究所

注: 超额拨备指超过贷款减值准备超过不良余额的部分; 测算隐含不良率时的基准估值水平为 1 倍 PB

4.风险提示

地产领域风险明显上升：房地产行业政策转向积极，但市场需求依然较弱，这意味着房地产行业信用风险仍有可能在需求持续低迷的情况下反复无常。若房地产开发商贷款、房地产开发商公司债券及个人按揭贷款违约率明显上升将引起银行业资产质量明显恶化。

宏观经济快速下行：政策引导下，银行业对三农、中小微企业、服务业等市场薄弱主体的信贷支持力度较大，这类主体抗风险能力较弱，宏观经济快速下行将影响其还款能力。

宏观经济低迷触发连续降息：净息差企稳是本报告的核心逻辑，若宏观经济超预期下滑触发连续降息，银行业净息差将持续收窄，利息净收入将持续承压。

东部地区信贷需求明显转弱：高增长潜力标的的选择建立在较快的规模增长基础之上，如东部地区信贷需求明显转弱则导致本地银行业绩驱动力明显减弱。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089