

2023年07月10日

标配

# 美国银行业息差复盘：低利率环境中息差保持韧性

——银行业主题周报（2023/06/14-2023/07/09）

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

投资要点：

## ➤ 美国银行业息差复盘：低利率环境中息差保持韧性



相关研究

1. 常熟银行（601128）：区位优势蓝海，优势护航成长——公司深度报告
2. 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）
3. 贷款利率易稳而难升——银行业主题周报（2023/05/08-2023/05/28）

降息过程中，资产收益率下降空间较负债成本率更大，银行业净息差收窄是普遍规律。2008年四季度，美国联邦基金目标利率区间下调至0.25%。息差一般滞后于市场，银行业净息差于2010年一季度后逐步收窄至3.02%。2016-2019年，随着利率水平上升，银行业净息差回升至3.5%附近。2020年联邦基金目标利率再度下调至0.25%，银行业净息差最低至2.5%附近。2022年，利率水平快速上升，银行业息差水平重新回到3%以上。值得注意的是，即使在底部阶段，美国银行业净息差依然保持2.5%以上的较高水平。

美国商业银行贷款中，消费类贷款、中小企业工商贷款占比较高。商业银行在这些领域具有较高定价权，利率环境中仍能保持较高利差。1993年至今绝大部分时间里，美国银行业最优惠贷款利率相对联邦基金目标利率利差稳定，即使在2009-2015年与2021年底部位置，美国银行业最优惠贷款利率仍能达到3.25%，利差仍维持往日3个百分点。

美国银行业存款占总负债比重高，且以低息存款为主，奠定负债端低成本基础。此外，存款定价高度市场化，利率刚性弱。在市场利率下降阶段，存款成本率下降会明显缓冲资产端收益率下降对息差的冲击。2010-2015年，美国商业银行生息资产成本率从0.88%下降至最低0.33%，2016-2019年升至最高1.02%。2020-2021年下降至最低0.16%，2022年加息以来逐步上升至1.61%（2023年一季度）。

分类型来看，美国中小银行净息差较大型银行具有溢价。在降息阶段，中小银行息差溢价扩大至1个百分点以上，在加息阶段收窄至0.5个百分点附近。主要原因在于：中小银行资产端贷款占比更高，且客户更分散更下沉，降息过程中贷款收益率下降幅度较温和，而大型银行债券投资占比较高，收益率会随市场明显下降；在加息阶段，大型银行资产收益率随市场利率上升弹性高于中小银行，中小银行息差溢价趋于缩小。

## ➤ 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月中旬至今，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。我们认为金融安全底线之上，不同银行面临的信用风险是分化的，国有大行及优质中小银行线基本面依然稳健。当前板块估值处于历史低位，关注积极宏观政策积累对修复行情的催化。建议关注常熟银行，宁波银行，苏州银行、江苏银行等优质区域性银行。

## ➤ 风险提示：地产领域风险明显上升；宏观经济快速下行；东部地区信贷需求明显转弱。

## 正文目录

<b>1. 美国银行业息差复盘：低利率环境中息差保持韧性 .....</b>	<b>4</b>
1.1. 零售客户与中小企业客群占比较高，贷款利差稳定 .....	4
1.2. 负债端低息存款占比高且利率刚性低 .....	5
1.3. 低息环境中，中小银行息差相对优势扩大 .....	6
<b>2. 投资建议：关注积极因素积累对修复行情的催化 .....</b>	<b>7</b>
<b>3. 行情回顾与估值跟踪 .....</b>	<b>7</b>
<b>4. 风险提示 .....</b>	<b>10</b>

## 图表目录

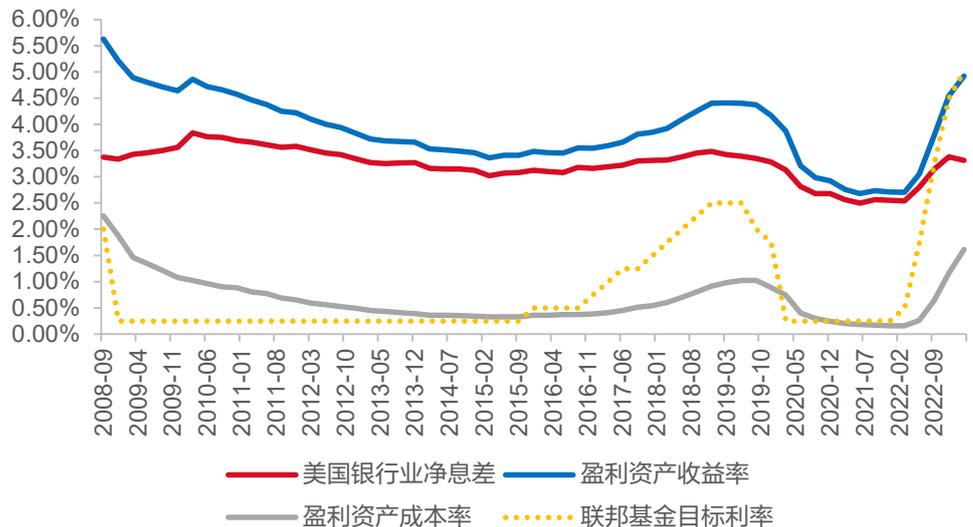
图 1 2010 年以来大部分时间中，美国银行业净息差保持在 3%以上.....	4
图 2 美国银行最优贷款利率相对联邦基金目标利率利差稳定 .....	5
图 3 美国商业银行主要个人贷款利率相对联邦基金目标利率利差显著 .....	5
图 4 2008 年以来，美国银行业不计息存款占比上升，定期存款占比下降 .....	6
图 5 美国银行业负债成本刚性较弱，市场利率下降时会明显下降 .....	6
图 6 中小银行息差溢价于降息阶段扩大，于加息阶段收窄 .....	7
图 7 区间行情跟踪（2023/06/14-2023/07/09） .....	8
图 8 银行板块估值跟踪（截至 2023/07/09） .....	9

# 1.美国银行业息差复盘：低利率环境中息差保持韧性

降息过程中，资产端收益率下降空间较负债端成本率更大，银行业净息差收窄是普遍规律。2008年四季度，美国联邦基金目标利率区间下调至0.25%。银行息差滞后于市场利率，美国银行业净息差于2010年第二季度开始逐步下滑。2010年一季度美国银行业净息差为3.84%，至2015年第一季度，息差降至3.02%。2016-2019年，随着利率水平上升，银行业净息差回升至3.5%附近。2020年联邦基金目标利率下调至0.25%，银行业净息差最低至2.5%附近。2022年，利率水平快速上升，银行业息差水平重新回到3%以上。

值得注意的是，即使在底部阶段，美国银行业净息差依然保持2.5%以上的较高水平。稳健贷款利差及存款高度市场化定价发挥了稳定器作用。资产端，美国银行业贷款中零售贷款、中小企业贷款占比较高，这类贷款在低利率环境中依然能保持较高水平。负债端，美国银行业活期存款占比很高且市场化定价，市场利率下降时存款成本率随之下降。

**图1 2010年以来大部分时间中，美国银行业净息差保持在3%以上**

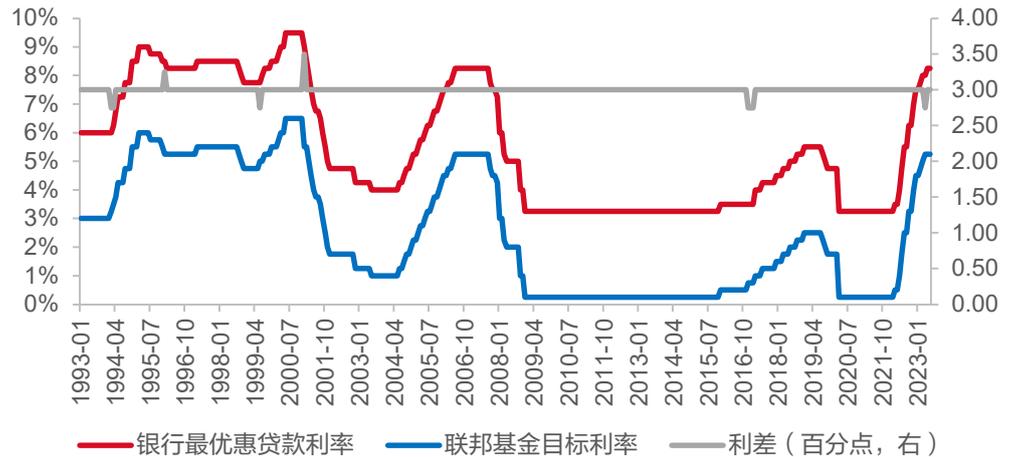


资料来源：FDIC，美联储，Bloomberg，东海证券研究所整理

## 1.1.零售客户与中小企业客群占比较高，贷款利差稳定

美国商业银行贷款中，消费类贷款、中小企业工商贷款占比较高，商业银行在这些领域具有较强定价能力，降息过程中能够保持稳定利差。1993年至今绝大部分时间里，美国银行最优惠贷款利率相对联邦基金目标利率利差保持在3个百分点，即使在2009-2015年与2021年底部位置，美国银行业最优惠贷款利率仍能达到3.25%，利差保持3个百分点。

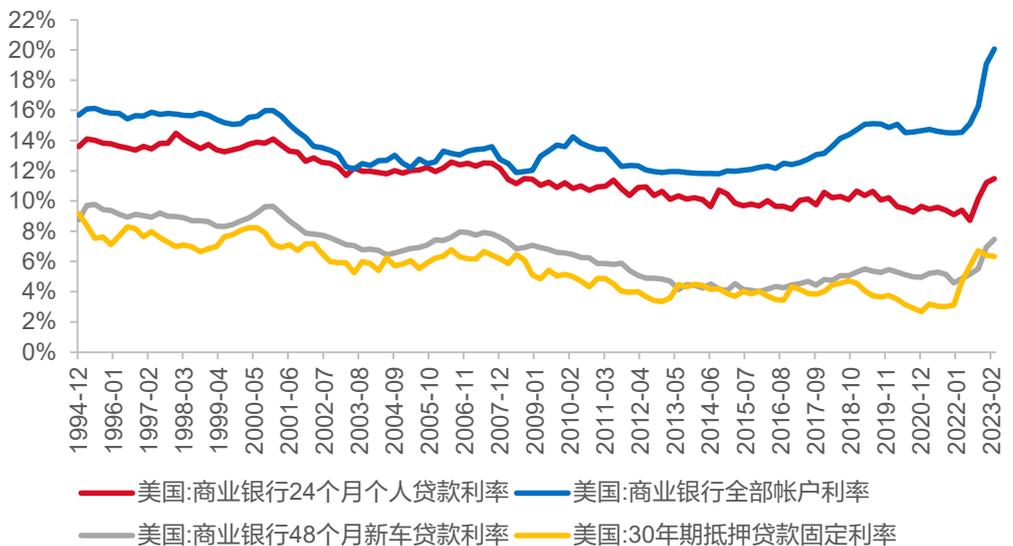
图2 美国银行最优贷款利率相对联邦基金目标利率利差稳定



资料来源：FDIC，美联储，Bloomberg，东海证券研究所整理

个人贷款端，截至 2022 年末，消费性贷款占总贷款比重为 15.59%，其中，信用卡贷款、汽车贷款、其他消费贷款占比分别为 8.20%、4.25%与 3.15%。个人住房贷款占比 20.98%。历史数据来看，美国信用卡全部账户平均年利率最低约 11.8%（2013-2014 年），由于美国信用卡分期还款率较高，所以银行业信用卡贷款收益率也较高。以富国银行为例，2020-2022 年，富国银行信用卡贷款年平均收益在 11.5%以上。24 个月期限个人贷款利率最低 8.73%（2022 年第二季度），4 年期新车贷款平均利率最低时候为 4%（2015 年下半年）、30 年期个人住房贷款最低为 3.35%（2012 年第四季度）。

图3 美国商业银行主要个人贷款利率相对联邦基金目标利率利差显著



资料来源：FDIC，美联储，Wind，东海证券研究所

注：全部账户利率指信用卡账户平均利率

企业贷款端，美国直接融资市场发达，中小企业贷款占比较高。2022 年末，工商业贷款占总贷款比重为 22.78%，商业房地产贷款占比高达 12.68%。以富国银行为例，工商业贷款收益率最低为 2.62%（2021 年），较联邦目标基金利率的利差为 2.37 个百分点。

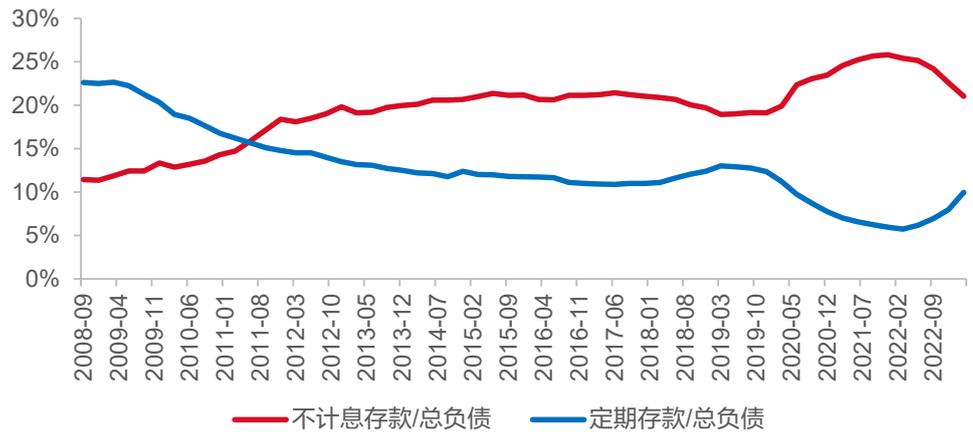
## 1.2. 负债端低息存款占比高且利率刚性低

2008 年金融危机之后，美国银行业负债端存款占比从 66%提升至最高 88%，2022 年末为 85.71%。依靠高附加值服务和产品，美国银行业存款定价能力较强，低成本存款占比

非常高。2022 年末，美国商业银行不计息存款占总负债比重高达 22.57%，计息存款占比为 60.29%。计息存款中大部分为低成本的活期存款，成本率较高的定期存款占比只有 7.99%。较高的低息存款占比奠定美国银行业负债端低成本基础。

以美国第四大商业银行富国银行为例，2022 年末富国银行不计息活期存款占总负债的比重达到 29.56%，低成本活期存款与交易账户存款占比分别为 22.84%与 22.88%，平均成本率分别只有 0.31%与 0.09%，以上三种低成本存款占总负债的比重为 75.28%。成本率较高的定期存款占总负债比重仅为 1.75%，成本率为 1.36%。

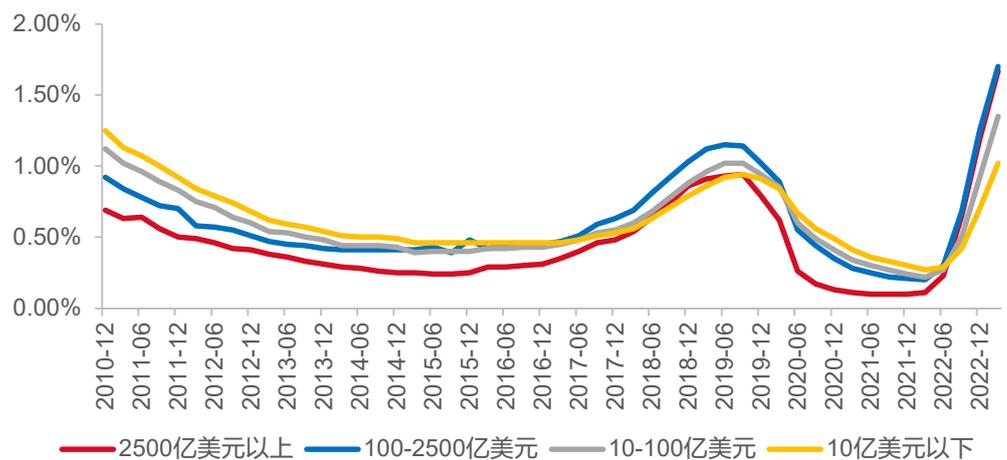
**图4 2008 年以来，美国银行业不计息存款占比上升，定期存款占比下降**



资料来源：FDIC, Bloomberg, 东海证券研究所整理

此外，美国银行业存款定价高度市场化，存款利率水平会随着市场利率波动。在市场利率下降阶段，结构优化（不计息存款占比上升、定期存款占比下降）与存款利率水平下降有效促进总存款成本率下降。这会明显缓冲资产端收益率下降对息差的冲击。2010-2015 年，美国商业银行生息资产成本率从 0.88%下降至 0.33%，2016-2019 年加息阶段，生息资产成本率逐步上升至最高 1.02%。2020-2021 年降息阶段，生息资产成本率降至最低 0.16%，2022 年随着加息步伐逐步上升，至 2023 年一季度为 1.61%。

**图5 美国银行业负债成本刚性较弱，市场利率下降时会明显下降**



资料来源：FDIC, Bloomberg, 东海证券研究所整理

### 1.3.低息环境中，中小银行息差相对优势扩大

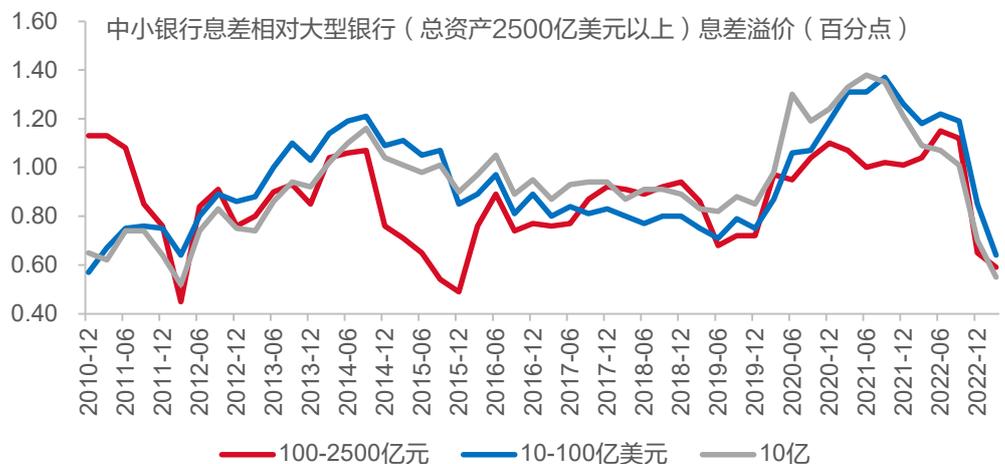
分类型来看，美国中小银行净息差较大型银行具有溢价。在降息阶段，中小银行息差韧性更高，相对大型银行息差溢价扩大。主要原因在于中小银行贷款占总资产比较高且客户更

分散更下沉，较强定价权使得收益率下降幅度较小，而大型银行债券投资占比较高，收益率会随市场明显下降。在加息阶段，大型银行资产收益率随市场利率上升弹性大于中小银行，中小银行息差溢价趋于缩小。

2014年三季度，美国银行业息差处于底部，资产规模100-2500亿美元、10-100亿美元和10亿美元以下银行净息差分别为3.65%、3.79%与3.74%，较2500亿美元以上银行净息差高1.07、1.21和1.16个百分点。在2021年三季度底部，三组中小银行净息差较资产规模2500亿美元以上银行的溢价分别为1.02、1.37与1.35个百分点。

2019年二季度，美国银行业息差处于阶段性高点，资产规模100-2500亿美元、10-100亿美元和10亿美元以下银行净息差分别为3.71%、3.74%与3.85%，较2500亿美元以上银行净息差溢价收窄至0.68、0.71、0.82个百分点。2022年美元银行业息差逐步走高，截至2023年一季度，三组中小银行净息差溢价收窄至为0.59、0.64与0.55个百分点。

**图6 中小银行息差溢价于降息阶段扩大，于加息阶段收窄**



资料来源：FDIC，Bloomberg，东海证券研究所整理

## 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月中旬至今，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。

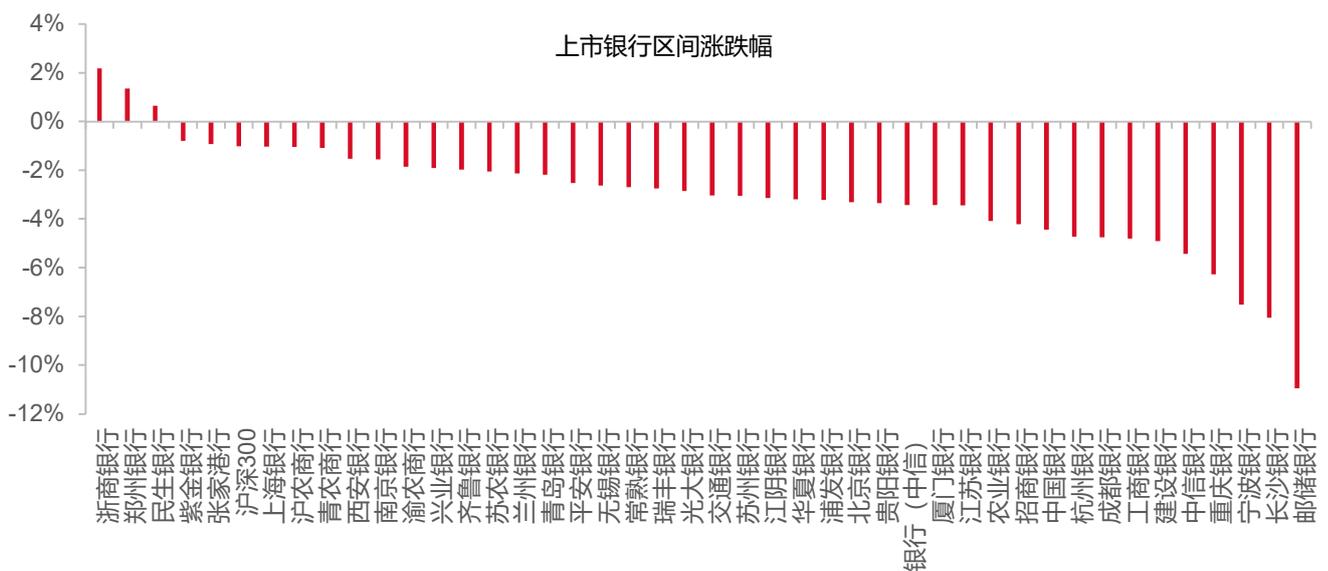
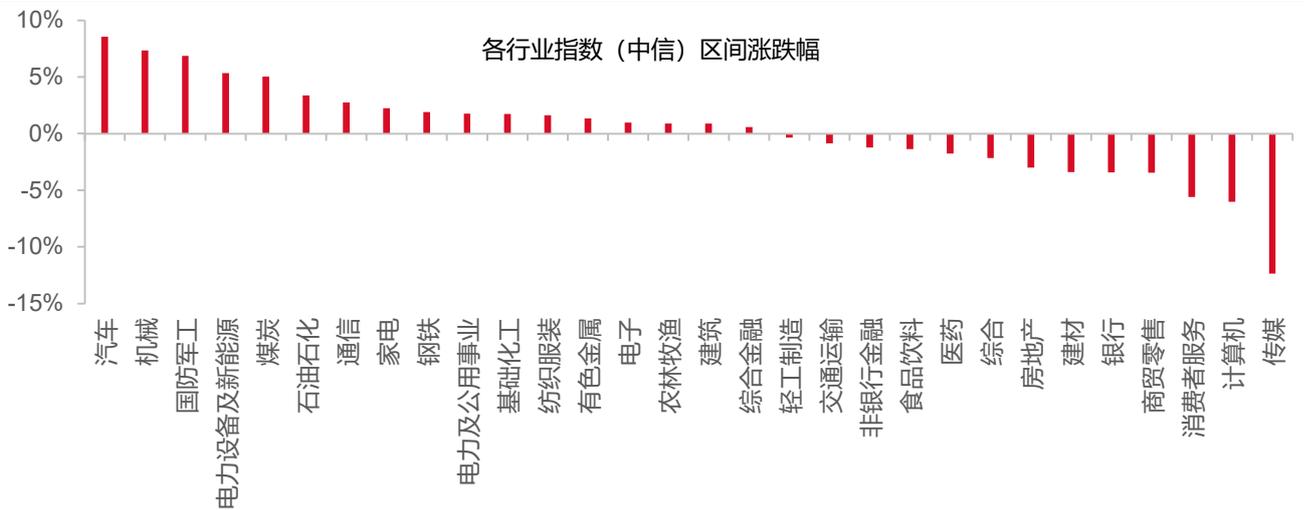
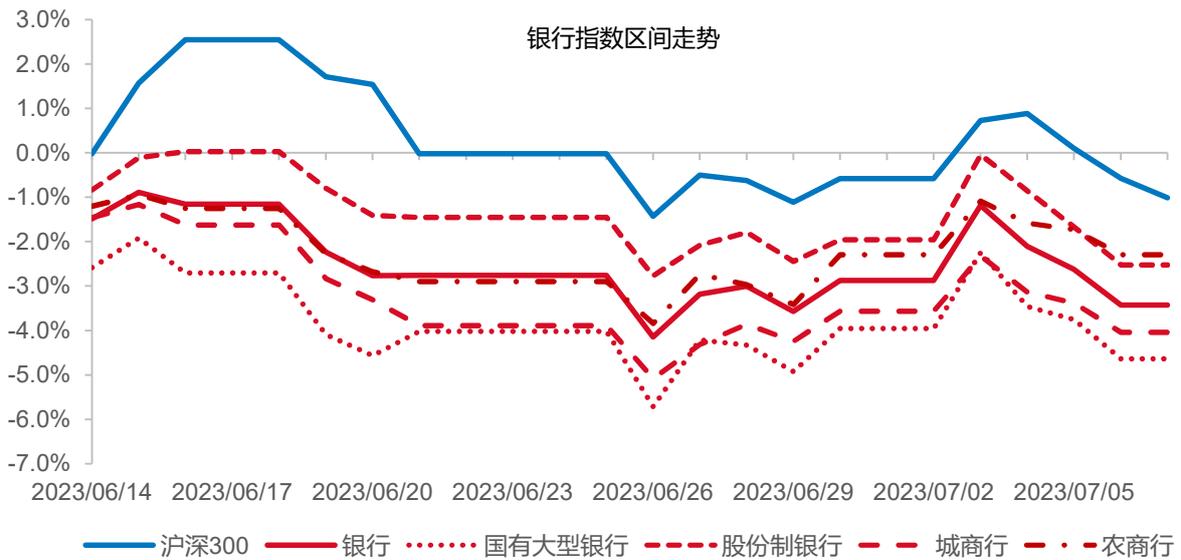
我们认为金融安全底线之上，不同银行面临的信用风险是分化的，国有大行及优质中小银行线基本面依然稳健。当前板块估值处于历史低位，关注积极宏观政策积累对修复行情的催化。建议关注常熟银行，宁波银行，苏州银行、江苏银行等优质区域性银行。

## 3.行情回顾与估值跟踪

2023/06/14-2023/07/09，银行指数（中信）下跌3.43%，沪深300指数下跌1.01%。子板块中，国有行、股份行、城商行、农商行指数分别-4.63%、-2.52%、-4.04%、-2.29%。浙商银行（+2.18%）、郑州银行（+1.35%）、中国银行（+0.64%）、紫金银行（-0.79%）、张家港行（-0.93%）表现前五。

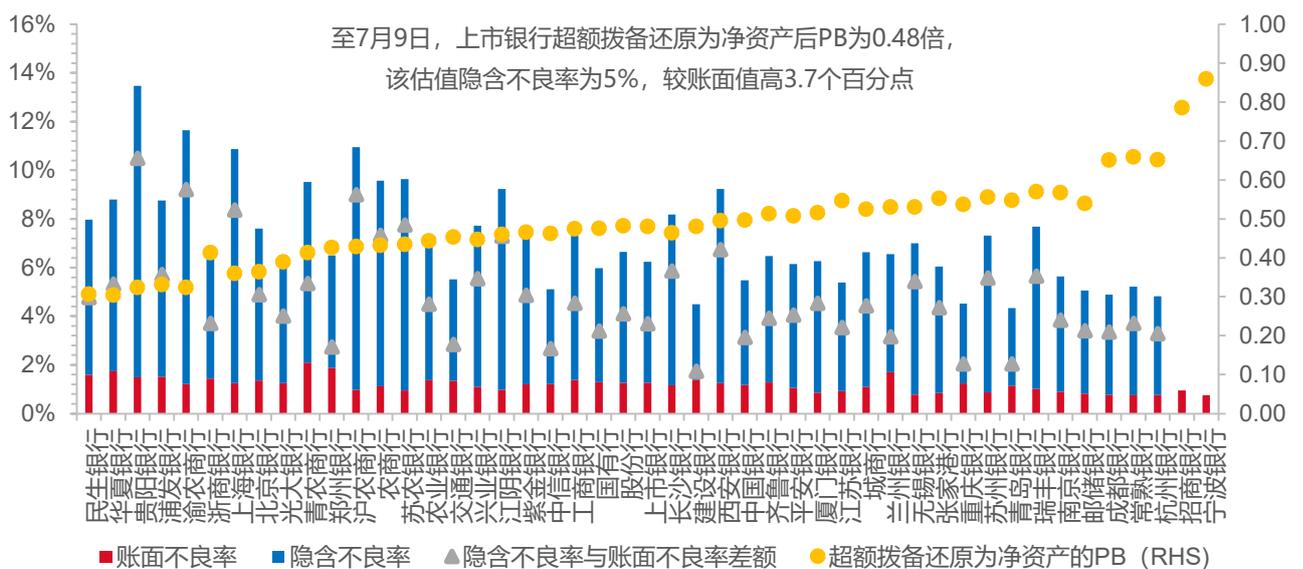
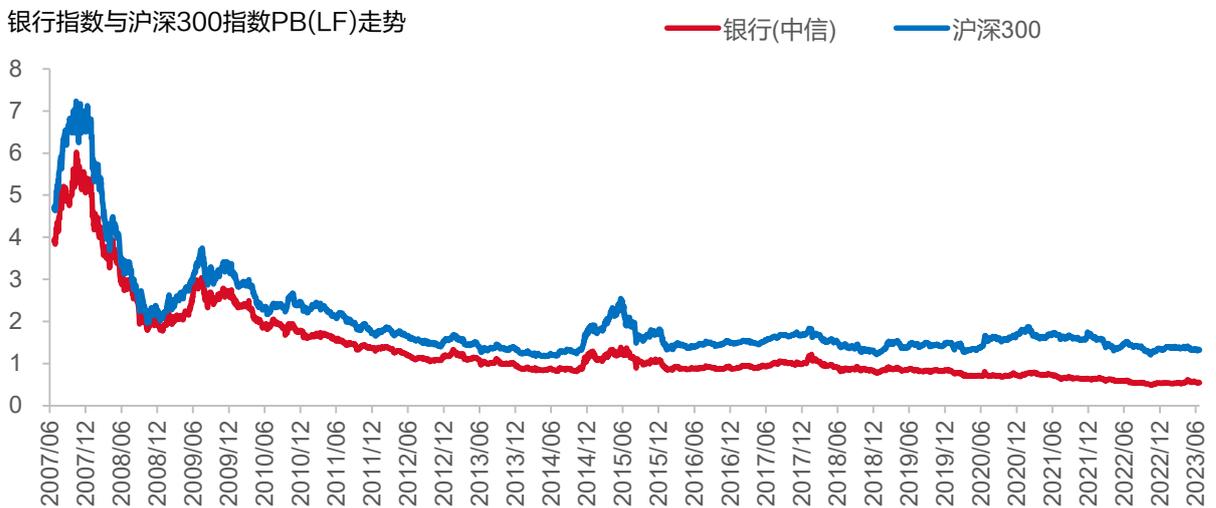
至2023/07/09，银行指数（中信）PE(TTM)为4.77倍，PB(MRQ)为0.54倍，均位于历史低位。将超过不良余额部分的拨备还原为净资产后，上市银行整体PB(MRQ)为0.48倍，该估值水平隐含不良率为5%，较账面不良率高3.7个百分点。

图7 区间行情跟踪 (2023/06/14-2023/07/09)



资料来源: iFinD, 东海证券研究所

图8 银行板块估值跟踪（截至 2023/07/09）



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。

**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)  
 座机: ( 8621 ) 20333275  
 手机: 18221959689  
 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)  
 座机: ( 8610 ) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: ( 8610 ) 59707100  
 邮编: 100089