

当前存款成本处于什么位置

——银行行业投资策略报告

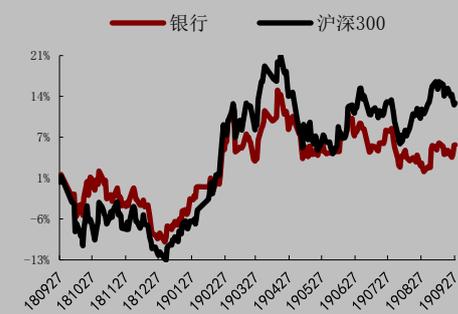
强于大市（维持）

日期：2019年09月30日

盈利预测和投资评级

股票简称	18B	19B	19PB	评级
工商银行	6.54	7.2	0.77	增持
建设银行	7.59	8.31	0.85	增持
招商银行	20.11	22.61	1.56	增持
宁波银行	12.68	14.64	1.76	增持
平安银行	12.8	14.2	1.12	增持

银行行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年09月27日

相关研究

万联证券研究所 20190930_银行业周观点_AAA_超额拨备还原 或将提升股息率

分析师：郭懿

执业证书编号：S0270518040001

电话：01056508506

邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

投资要点：

- **中报数据显示存款成本上升幅度较大：**上半年总体存款定价也呈现上行趋势，较2018年末的存款付息率平均上升12BP。其中，零售存款的上升幅度明显大于对公存款的上升幅度；大行存款成本上升幅度高于股份制和城商行；零售定期存款的成本率明显高于企业定期存款成本率。
- **当前存款成本刚性，仍在上升趋势中：**对比各家银行的存款数据，这波存款成本的上升周期始于2017年中期前后。此前存款占优或者理财占优的银行的低成本优势在2018年末之前持续存在。而到了2019年上半年，这些银行的存款的成本上升幅度明显加大，甚至超过了此前高存款成本的银行。结合市场融资利率和基准利率水平看，上一波高点在2012年-2014年之间。当时的1年期存款基准利率最高在3.5%，而同期的1年期银行间同业拆借利率均值达到4.67%的高位。
- **短期制约因素仍较多：**今年四季度面临通胀压力，12月份有突破3%的可能。2020年上半年有可能持续保持在3%以上。明年地方专项债额度在今年四季度提前发行的市场预期较高，与此同时，相应的地方专项债配套融资需求也会增加。银行理财产品收益率虽然处于下行趋势，但是下行幅度有限，因此对资产端收益率的下行空间也形成了一定制约。
- **美国银行业负债端存款占比70%左右，活期存款占比低：**2017年负债端存款占比77.5%，回到了利率市场化初期的水平。与此同时，其他负债的占比持续下降到13.4%，较最高点低14个百分点。近年来，美国商业银行活期存款（支票存款）在总存款中的比重在15%-20%之间，仍处于历史较低的位置。
- **下半年业绩及行业发展趋势展望：**NIM整体收窄幅度有限，年内对业绩影响有限，资产质量受政策影响，持续扰动市场预期。我们仍维持年初对货币政策以及银行板块业绩的整体判断。虽然资产质量的不确定性将持续扰动市场预期，但是考虑到拨备处于高位，政策对息差的影响以及本年利润的影响有限。中期数据显示，大银行手续费净收入的增速开始回升。我们认为板块在年底之前仍能保持绝对收益。推荐工商银行、建设银行、宁波银行、招商银行、平安银行。
- **风险因素：**经济下滑超预期引发不良大幅增加；信用风险事件进一步恶化

目录

1、负债端存款成本高位.....	3
1.1 中报数据显示存款成本上升幅度较大	3
1.2 当前存款成本刚性，仍在上升趋势中	4
1.3 负债端存款的占比较 2010 年下降 13 个百分点.....	6
1.4 短期制约因素较多	6
2、美国银行业负债端存款占比 70%左右，活期存款占比低.....	8
2.1 负债端存款占比相对较高	8
2.2 活期存款的占比 15%.....	9
3、下半年业绩及行业发展趋势展望.....	9
3.1 NIM 整体收窄幅度有限，年内对业绩影响有限.....	9
3.2 资产质量受政策影响，持续扰动市场预期	12
4、投资策略.....	13
4.1 维持 2019 年板块整体业绩预判不变	13
4.2 投资策略	14
5、风险提示.....	14
图表 1：2019 年上半年零售存款成本率上行幅度明显大于对公存款	3
图表 2：存款新增结构占比	3
图表 3：定期存款成本率对比	4
图表 4：银行存款成本上升始于 2017 年中期前后	4
图表 5：银行间同业拆借利率	5
图表 6：同业存单到期收益率	5
图表 7：银行业存款占负债比重变化趋势	6
图表 8：四季度面临通胀压力	7
图表 9：地方专项债季度新增额	7
图表 10：银行理财产品预期收益率	8
图表 11：美国银行业负债端结构变化	8
图表 12：美国银行业存款成本率	9
图表 13：美国银行业存款结构变化趋势	9
图表 14：各类贷款占比	10
图表 15：首套房平均贷款利率	11
图表 16：中小银行增速明显快于银行业整体增速	11
图表 17：价格韧性	12
图表 18：存款总额占比	13
图表 19：存款准备金率	13
图表 20：银行板块 PB 估值	14

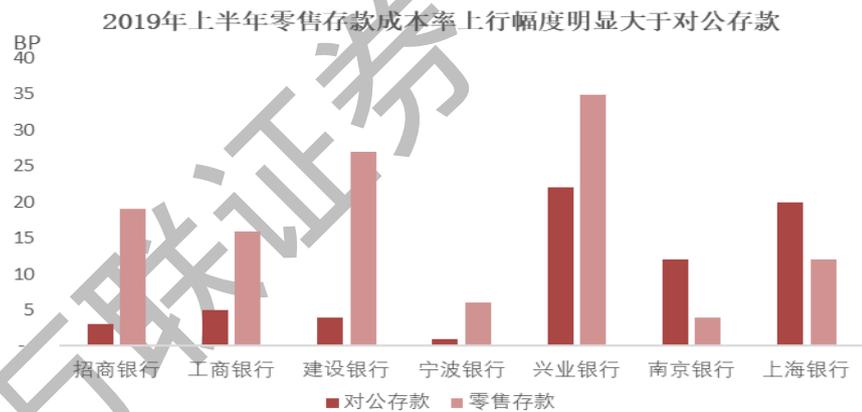
1、负债端存款成本高位

1.1 中报数据显示存款成本上升幅度较大

对各家银行公布的存款付息率数据看，上半年总体存款定价也呈现上行趋势，较2018年末的存款付息率平均上升12BP。并存在以下特征。

第一，零售存款的上升幅度明显大于对公存款的上升幅度，零售存款付息率平均上浮17BP，而对公存款付息率平均上浮10BP，虽然有部分是受重定价周期影响，但是综合来看，零售存款成本的刚性特征明显；

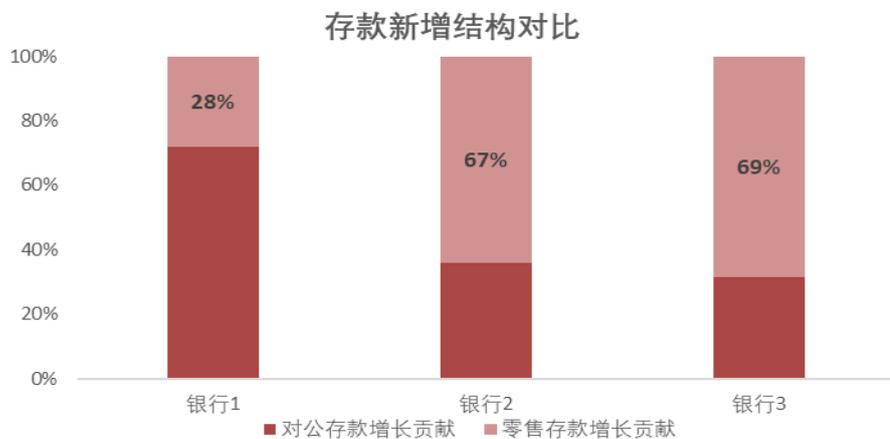
图表1：2019年上半年零售存款成本率上行幅度明显大于对公存款



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

第二，大行存款成本上升幅度高于股份制和城商行，主要是新增存款结构的影响，其中股份行和城商行新增存款中对公存款贡献相对较高；对比上半年存款增长结构看，2019年上半年新增存款结构看，息差升幅较小的银行主要是新增对公存款的增长贡献更高。而息差升幅较大的银行，新增零售存款的贡献更高。

图表2：存款新增结构占比



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

第三，零售定期存款的成本率明显高于企业定期存款成本率，而且上升幅度更快。上半年零售定期存款的平均成本率在 3.12%，对公定期存款的平均成本率在 2.81%。

图表 3：定期存款成本率对比



资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

1.2 当前存款成本刚性，仍在上升趋势中

对比各家银行的存款数据，这波存款成本的上升周期始于 2017 年中期前后。当时主要是受去杠杆政策导致的钱荒蔓延，锁短放长以及表外理财纳入 MPA 考核等因素影响。此后又受到同业业务的规范，理财新规以及信用风险事件的冲击，使得银行的负债端存款成本持续上行。

从下图数据可以看出，此前存款占优或者理财占优的银行的低成本优势在 2018 年末之前持续存在。而到了 2019 年上半年，这些银行的存款的成本上升幅度明显加大，甚至超过了此前高存款成本的银行。

图表 4：银行存款成本上升始于 2017 年中期前后



资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

结合市场融资利率和基准利率水平看，上一波高点在 2012 年-2014 年之间。当时的 1 年期存款基准利率最高在 3.5%，而同期的 1 月期银行间同业拆借利率均值达

到 4.67% 的高位。

图表 5: 银行间同业拆借利率



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

此后随着基准利率的下调, 市场利率也随着下降, 到 2016 年降到了相对低位。当时股份行发行的 1 年期同业存单的到期收益率为 2.7%。随后受监管政策收紧的影响开始逐步走高, 此后又有所回落。虽然今年受信用风险事件影响, 中间发行成本略有波动, 但是平均成本保持在 3.1% 的水平。

图表 6: 同业存单到期收益率



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

对比当前存款基准利率 1 年期定存利率 1.5%, 以及当前的市场融资成本看, 无论是零售定期存款还是对公定期存款的融资成本, 已经处于较高的位置。

再来看定活比数据, 2010 年以来, 大行以及少部分存款经营较好的银行的定期存款占比保持基本稳定在 45%-50% 之间, 其他银行定期存款占比上升约 8-10 个百分点, 已经上升到了 55%-65% 的高位。

另外, 从存款成本的绝对值看, 成本相对较高的银行当前的存款成本已经接近或者超过了上一轮的高点, 而存款具有相对优势的银行, 当前存款成本较上一轮的高点

有 40-60BP 的上升空间。

从定期存款成本率的绝对数据看，具有以下特征：第一，零售定期存款的成本率已经高于对公定期存款成本率；第二，部分银行零售定期存款成本率已经超过上一波高点。

1.3 负债端存款的占比较2010年下降13个百分点

再来看存款占负债的比重数据，2010年以来，整体呈现下降趋势。2016年以后受监管政策规范的影响，存款占比略有回升。截至2019年中期，上市银行负债端存款占比均值70%，较2010年下降13个百分点。分板块看，国有大行和农商行存款占比仍较高，接近80%的水平，降幅8个百分点左右；股份行和城商行存款占比均值在65%左右，降幅在15个百分点。从主动负债的角度看，股份行和城商行走在了前面。

图表 7：银行业存款占负债比重变化趋势



资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

1.4 短期制约因素较多

首先，受猪周期影响，猪肉价格已经创下历史新高。测算数据显示，今年四季度面临通胀压力，12月份有突破3%的可能。2020年上半年有可能持续保持在3%以上。通胀压力的上升将制约货币政策，以及整个市场融资利率的下行。

图表8：四季度面临通胀压力



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

其次，明年地方专项债额度在今年四季度提前发行的市场预期较高，与此同时，相应的地方专项债配套融资需求也会增加。此前，我们预计2018年专项债净融资额为1.79万亿元，其中6-12月净融资额为1.53万亿元，月均融资规模达到2200亿元。我们预判6-9月专项债的发行量在月均3000亿左右的规模。因此，专项债的新增规模将较2018年增长20%左右。

图表9：地方专项债季度新增额



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

第三，银行理财产品收益率虽然处于下行态势，但是下行幅度有限，因此对资产端收益率的下行空间也形成了一定制约。

图表10：银行理财产品预期收益率



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

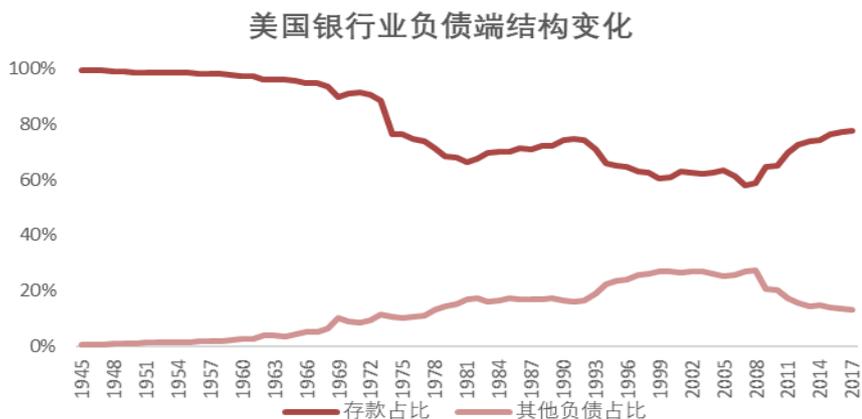
2、美国银行业负债端存款占比70%左右，活期存款占比低

2.1 负债端存款占比相对较高

1945年，美国商业银行的负债几乎全部来自于存款，存款在总负债中所占的比重高达98.1%，这一比例在2007年下降到了57.9%，而借款所占的比重则从1945年的1.9%上升到了2008年的27.5%。

金融危机后，受监管政策的规范和引导，负债端存款占比持续上升到77.5%，回到了储贷危机前的水平，或者说是利率市场化初期的水平。与此同时，其他负债的占比持续下降到13.4%，较最高点低14个百分点。

图表11：美国银行业负债端结构变化



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

负债端结构的变化表明美国商业银行在负债方面的主动性逐步增强，逐渐从资金来源决定资金运用的被动经营状况转变为资金运用决定资金来源的经营方式。不过，从美国整个银行业的存款成本率变动趋势看，与美国联邦基金利率变动趋势保持

一致而且基本保持同步。

图表12：美国银行业存款成本率



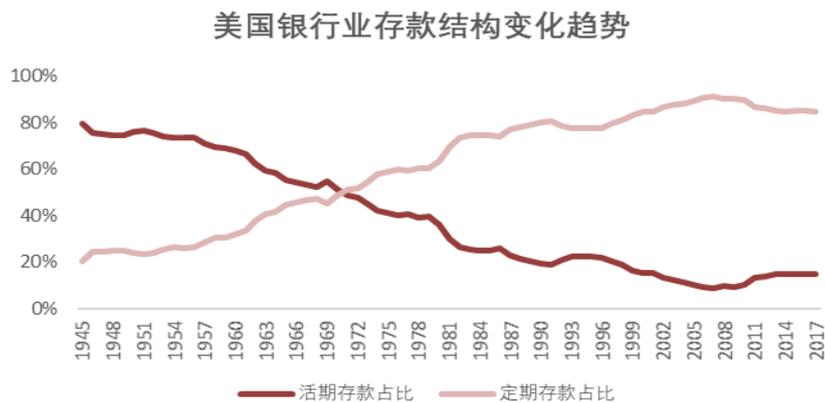
资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

2.2 活期存款的占比15%

美国商业银行活期存款（支票存款）在总存款中的比重出现了大幅度的下降。1945年，美国商业银行总存款中，活期存款占到76.9%，而到了2005年，这一比重降到了12%。虽然2008年活期存款的占比有所回升，但是幅度有限。

活期存款占比持续下降这一变化的主要原因是在于美国银行业金融产品的创新，大大降低了存款人持有活期存款的必要性，并大大提高了其机会成本。

图表13：美国银行业存款结构变化趋势



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

3、下半年业绩及行业发展趋势展望

3.1 NIM整体收窄幅度有限，年内对业绩影响有限

新的 LPR 定价机制的推出，进一步加速了利率市场化的步伐。从目前一年期贷款基准利率在 4.35%，较一年期 MLF 3.3%，仅高出 105BP，而 2019 年以来贷款基础利率报价平均利率为 4.31%，较 MLF 差 101 个 BP。不过，考虑到最终目的是为了通过

建立顺畅的传导机制，从而降低企业的融资成本的角度看，并参考市场平均利率水平，未来 MLF 会有下调的可能。

考虑到存款端并未放开，新的贷款利率定价机制或将带动整体贷款利率的下行，对银行的利润影响偏负面，但是货币政策的调整以及银行本身资产负债结构的调整，都将在一定程度上降低负面影响的力度。因此，短期看，新的 LPR 定价机制对板块利润的影响有限，息差收窄的幅度可控。

图表 14：各类贷款占比

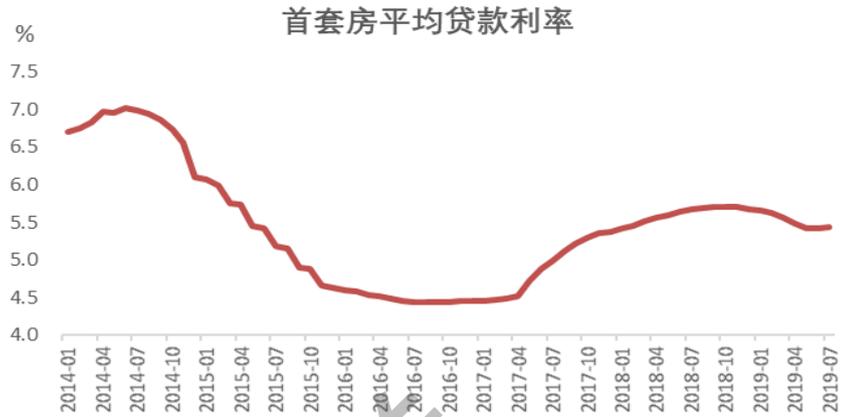


资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

另外，从最新公布的按揭贷款LPR定价规则看，整体上对房贷按揭利率仍保持一定的刚性。新规明确表示，存量合同仍采用贷款基准利率，短期看，存量部分直接切换的可能性较低。为了实现政策目标，即为坚决贯彻落实“房子是用来住的，不是用来炒的”定位和房地产市场长效管理机制，发文中明确规定严禁提供个人住房贷款“转按揭”“加按揭”服务。

由于居民新增贷款的快速增长，年均增速近20%，使得零售贷款的存量占比持续提升，截至2019年6月，零售存量贷款占比已经上升到35%，较2010年上升12个百分点。存量的房贷数据看，每年新增的个人住房贷款占新增零售贷款的比例也在上升。2012年-2018年，新增个人住房贷款占新增零售贷款的比重均值在53%。而从存量数据的角度看，居民中长期贷款占居民贷款的比例也接近70%，剔除部分与汽车相关的消费贷后，占比大概在60%。我们预计截至2019年7月末，存量的个人住房贷款规模预计在32-35万亿。

图表 15: 首套房平均贷款利率



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

在近期包商银行托管、理财子公司快速推进事件后,金融供给侧结构性改革将加速推进。银行负债端的压力将向资产端传导,从而带来规模增长的分化以及资产配置结构的改变。我们判断大行和股份行仍具有资产端的扩张能力,中小银行资产端在负债端压力下将被被动收缩。

从需求端看,短期内有效需求仍在放缓,贷款定价仍在下行。与房地产相关的需求仍较为旺盛,但是在防风险的大环境下,与地产相关的信贷仍有收紧的趋势。按揭贷款受因城施策政策的影响,总体看仍处于下行趋势中。

因此,资产端无论是供给端的上升角度还是需求端的放缓角度看,都不支持融资利率的大幅下行。

截至 2019 年二季度末,我国商业银行总资产规模达 274 万亿元,同比增长 8.2%,增速较一季度末回升 0.5 个百分点。其中,城商行和其他金融机构增速回落外,大行、股份行和农商行增速呈现不同幅度的回升态势。从数据回升的趋势看,6 月份城商行和农商行增速降幅明显,预计在信用分层后,部分银行资产负债表的压力开始上升。

图表 16: 中小银行增速明显快于银行业整体增速



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

3.2 资产质量受政策影响，持续扰动市场预期

从监管对资产质量评估的政策上看，90 天以上逾期纳入不良已经基本达标，但是市场有预期后续如果监管继续推进 60 天以上逾期纳入不良，即便有过渡期，也会带来一定的压力。4 月 30 日银保监会颁布的《商业银行金融资产风险分类暂行办法（征求意见稿）》，把金融资产风险分类对象由贷款扩展到信用债和非标资产。综上，无论是逾期纳入不良范围的扩大还是商业银行金融资产风险分类对象的进一步扩大，都表明监管对银行资产质量的高度关注，预计未来伴随着政策不断推出和执行，商业银行的风险暴露压力也将持续。

根据我们此前多篇报告从多个角度对资产质量的结构、宏观经济走势的关系等问题进行分析。鉴于目前上市银行整体的信贷结构相对稳健，而且近几年的新增信贷又集中在与房地产和基建相关的行业。近期政策对房地产企业融资的调控以及对按揭贷款新的 LPR 定价机制的推动，都将扰动市场对银行资产质量的判断。

而 2018 年以来，市场的信用风险又集中在处于产业中游的民企，且经济下行缓慢，因此不良出现大规模爆发的概率不大。但是，不排除未来压力向下游企业延伸的可能。2018 年我国信用债的违约规模为 1234 亿元，总违约率 0.73%，均创下历史新高。2019 年违约规模再创新高，截至 2019 年 6 月初，新增违约债券数量达到 74 只，规模 516 亿元，违约率 0.26%，较去年同期的 22 只，190 亿元，上升幅度明显。其中，违约主体以民企为主，而且主要集中在中游企业。除了多元化过度投资的民企外，主要集中在房地产、商贸、化工、公用事业以及建筑装饰行业，这些行业均面临成本上升、经济下行需求走弱等压力。

本轮经济下行和此前不同的表现，就是价格有一定的韧性。而价格的韧性背后更多的应该与产能周期有关。近几年供给侧改革，使得供给层面始终处于不是很宽裕的状态，从国内经济的需求看，下滑幅度有限。在蛋糕重新分配的过程中，最终这种高成本将向下游传导，挤压下游企业的利润，导致下游企业经营困难。

图表 17：价格韧性



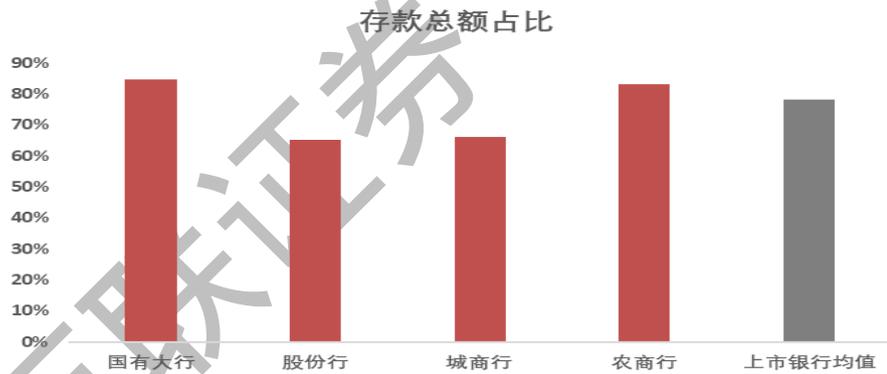
资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

4、投资策略

4.1 维持2019年板块整体业绩预判不变

此前我们预判上市银行板块 2019 年中期业绩仍能保持稳健增长。其中，净息差环比下滑，市场已经有预期，但是负债端压力的变化将逐步显现，成为影响未来净息差走势以及差异的重要因素。由于同业存单的发行受阻，压力将向同业负债传导，而银行间的信用风险差异，又将促使存款的波动，综合来看，部分城商行负债端的压力相对较大。拨备方面，各行拨备仍处于较高的位置，有一定的利润释放空间。

图表 18：存款总额占比



资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

从公布的业绩看基本符合预期。通过上述对中报业绩表现的回顾以及对净息差以及资产质量的展望分析，我们仍维持年初对货币政策以及银行板块业绩的整体判断。

我们年初预测，2019 年大概降准 200 个基点，使得大型银行的准备金率下降到 12.5%，中小银行的准备金率降到 10.5%。全年银行的净息差下降 2-3BP，其中中小银行负债端压力大于大行，因此下行弹性更大；在经济下行期间，信用成本将小幅上升到 1.2%的水平。对银行整体业绩进行测算，预计 2019 年银行板块整体归母净利润同比增速在 6%附近，略低于 2018 年的 7%。

图表 19：存款准备金率

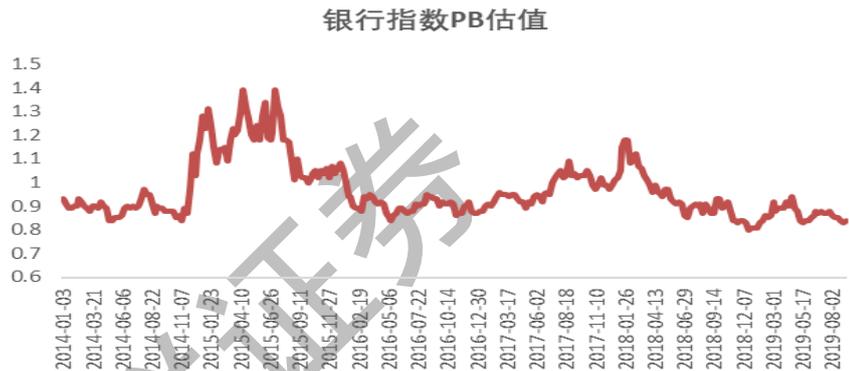


资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

4.2 投资策略

当前板块整体估值仍处于历史较低估值区间。市场整体风险偏好保持低位，银行板块的业绩确定性优势以及部分个股较高的股息率有助于板块估值的稳定，以及保持行业间的相对优势。

图表 20：银行板块 PB 估值



资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

虽然资产质量的不确定性将持续扰动市场预期，但是考虑到拨备处于高位，政策对息差的影响以及本年利润的影响有限。中期数据显示，大银行手续费净收入的增速开始回升。我们认为板块在年底之前仍能保持绝对收益。

5、风险提示

整体经济形势的变化会影响行业的整体表现。如果整体经济持续走弱，企业营收明显恶化，银行板块将出现业绩波动。

行业监管超预期，可能会对板块业务的发展产生影响。

银行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期：2019年09月27日)

证券代码	公司简称	每股净资产			收盘价	市净率			投资评级
		18A	19E	20E		18A	19E	20E	
601398.SH	工商银行	6.54	7.20	7.90	5.54	0.85	0.77	0.70	增持
601939.SH	建设银行	7.59	8.31	9.15	7.07	0.93	0.85	0.77	增持
600036.SH	招商银行	20.11	22.61	25.51	35.20	1.75	1.56	1.38	增持
002142.SZ	宁波银行	12.68	14.64	16.92	25.81	2.04	1.76	1.53	增持
000001.SZ	平安银行	12.8	14.2	15.82	15.90	1.24	1.12	1.01	增持

资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场